



2021年3月2日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



资金面一致预期下的债市再平衡

内容提要

行情回顾：受到资金面预期剧烈波动、社融信贷超预期、以及海外经济共振修复和再通胀预期升温的影响，2月债市长端收益率调整上行，而短端收益率受资金面预期影响波动较大，节后流动性保持平稳支撑短端收益率下行，收益率曲线熊陡。

资金面与货币政策：1月下旬以来，资金面单边宽松预期再度被打破，回购利率大幅波动后重回政策利率附近，资金面剧烈波动平息后，当前市场对货币政策中性态度预期充分。随着经济增长回升至潜在产出水平，货币政策防风险地位抬升，“不缺不溢、相机抉择”仍是主要基调。

经济基本面：国内经济复苏仍在延续，尽管社融拐点已现，但实体部门融资需求依然旺盛，经济动能逐步增强，经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍然没有改变，复苏和通胀依然是2021年的宏观主线。

美债收益率缘何上行？本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动，而非货币政策收紧的影响。平均通胀目标的引入决定美联储并不会对短期通胀上行做出反应。短期来看，油价上涨推升的通胀预期对收益率的影响将逐渐减弱，同时疫苗接种不确定性和政府高杠杆率也压制实际利率，从通胀预期和实际利率两端来看，美债短期或将趋于稳定。

策略建议

春节后海外通胀交易对国内债市影响有限，国内债市对货币政策保持中性已有较为充分的预期，机构普遍保持短久期和低杠杆，机构预期的一致使得债市调整空间不悲观，当前长端利率水平具备一定的配置价值，近期股市和大宗商品调整下，风险偏好走弱对债市交易盘形成一定利好。但从中长期来看，复苏和通胀依然是2021年的宏观主线，经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍对债市形成一定压力，债市短暂平衡后仍需警惕利率债供给、疫苗、通胀上行等利空的逐步释放，长端收益率仍偏向于震荡格局。而债市对资金面预期较为充分下短债确定性相对仍强，收益率曲线或有小幅做陡机会。

风险提示

流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期，病毒变异影响疫苗有效性

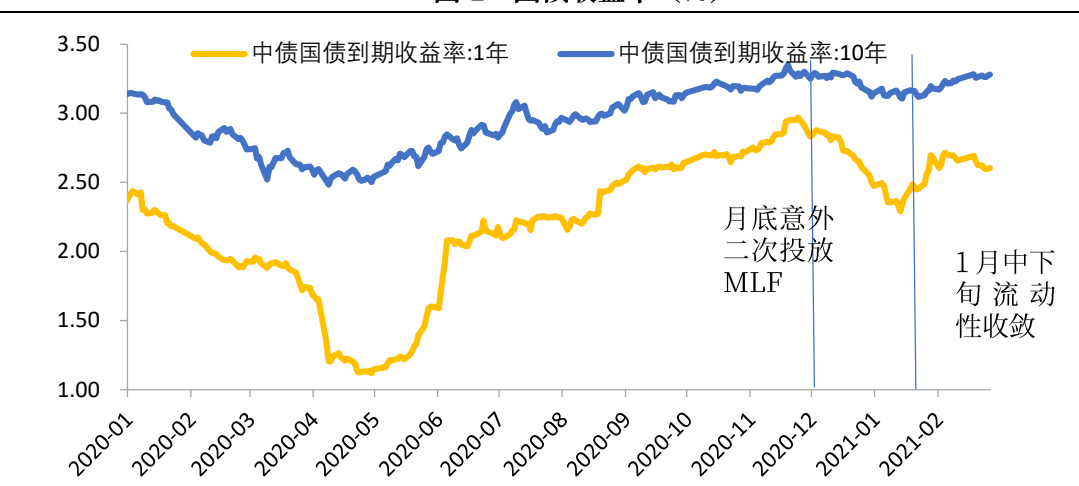
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、行情回顾

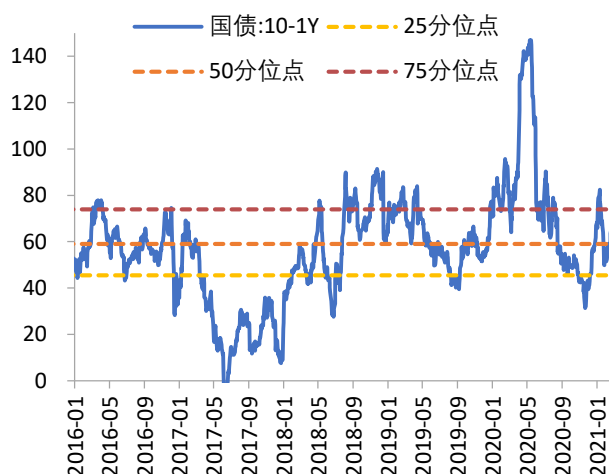
经济修复叠加再通胀预期，2月债市熊陡。债市月内主要受到1月末小型“钱荒”带来的资金面预期剧烈波动、社融信贷超预期、以及海外经济共振修复和再通胀预期升温的影响，长端收益率调整上行，10年期国债收益率上行约10bp报3.28%，节后一度曾快速上行突破3.3%关口。而短端收益率受到资金面预期的影响月内波动较大，节后流动性保持平稳支撑短端收益率下行，1年期国债收益率月内下行7.6bp报2.60%，收益率曲线走陡。

图1：国债收益率（%）



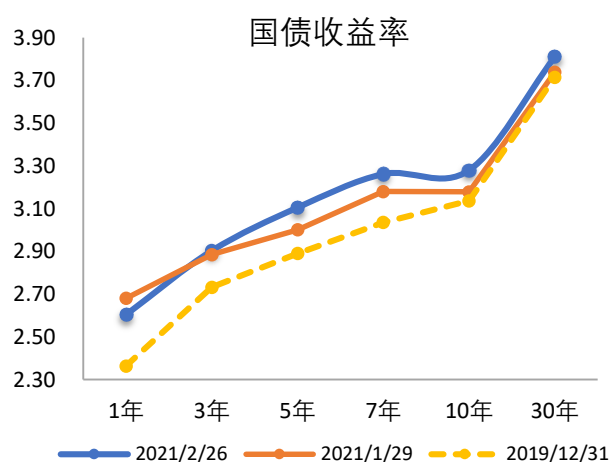
资料来源：Wind，金信期货研究院

图2：国债10-1Y 长短端期限利差（bp）



资料来源：Wind，金信期货研究院

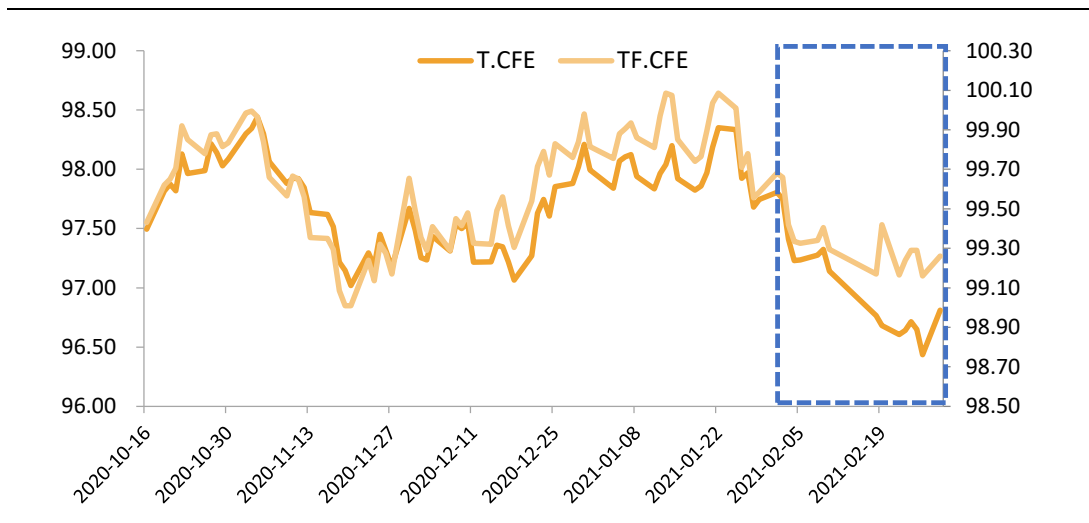
图3：国债收益率曲线（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

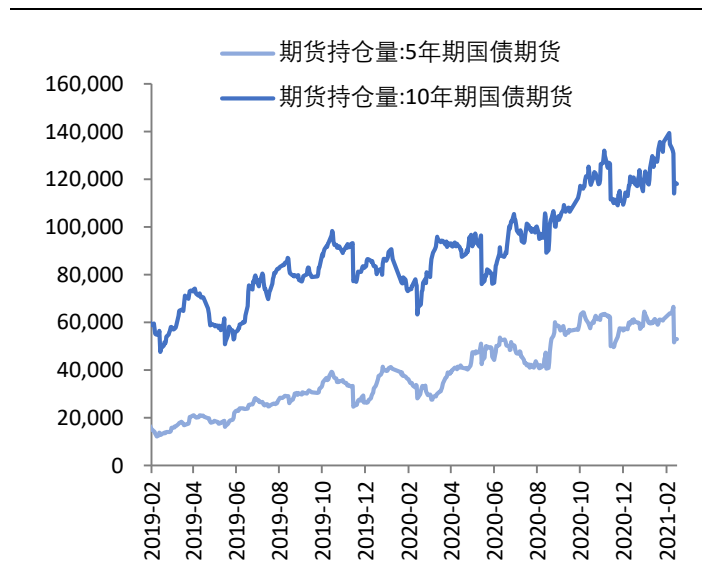
春节期间海外再通胀交易升温带来节后债市的大幅调整，国债期货 2 月整体下跌，月末有所企稳，节后资金面的改善下 5 年期国债期货下跌幅度小于 10 年期。各期限持仓量节后明显回落，成交持仓比 2 月初以来整体下行，交投活跃度下降。

图 4：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



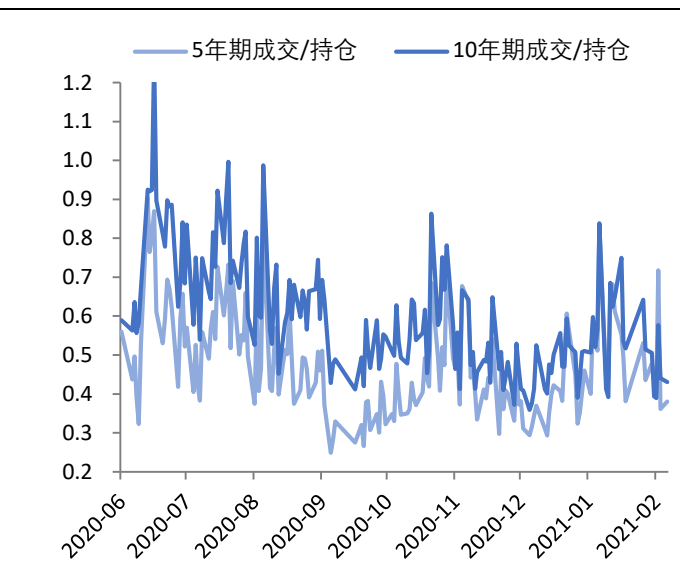
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 5：期货持仓量（手）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：成交持仓比



资料来源：Wind，金信期货研究院

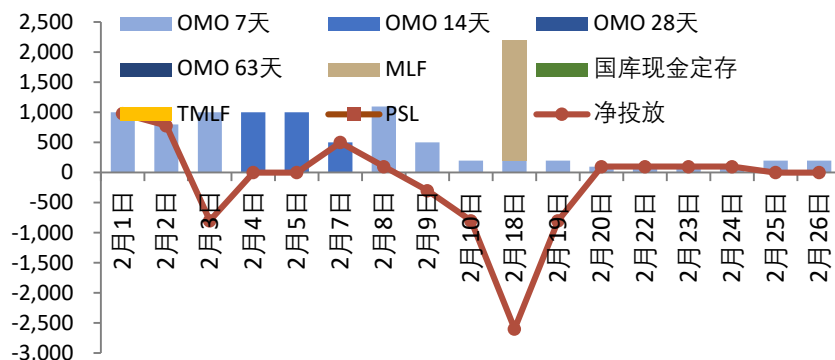
二、 资金面与货币政策

资金面剧烈波动平息，市场对货币政策中性态度预期充分。国内货币政策宽松已于去年5月开始退出，并于去年下半年完成了常态化回归，而去年12月的资金面的重新转松主因应对信用事件冲击，政策定调“不急转弯”以避免系统性风险的发酵。1月下旬以来，资金面单边宽松预期再度被打破，回购利率大幅波动后重回政策利率附近。节后央行操作积极削峰填谷，并在资金面平稳下维持少量逆回购操作，引导市场利率向政策利率逐步靠近，银行间流动性保持“不缺不溢”。

经济增长回归潜在产出水平，货币政策防风险地位抬升，“不缺不溢、相机抉择”仍是主要基调。随着当前经济增长已回升至潜在产出水平，防风险再度成为货币政策的主要目标，监管对资产泡沫问题的关注再度提升，也成为1月末“小钱荒”的触发因素。对于“不急转弯”，我们认为不急是节奏，但转弯仍是方向，货币政策多目标制下稳定宏观杠杆率依然是其工作的重心，但双支柱框架进一步深化和宏观经济尾部风险仍存下，短期货币政策也不急于收紧，“不缺不溢、相机抉择”仍是今年货币政策的主要基调。

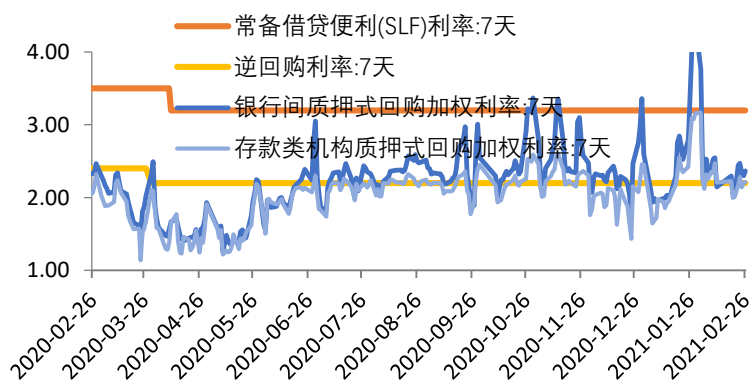
资金利率波动放大，政策引导市场利率围绕政策利率“波动”。央行四季度货币政策执行报告指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，再次强调把好货币供应总闸门、保持宏观杠杆率基本稳定和保持好正常货币政策空间的可持续性，对于引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率“平稳运行”修改为“波动”，资金利率波动容忍度提高。当前不应过度关注央行操作数量，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



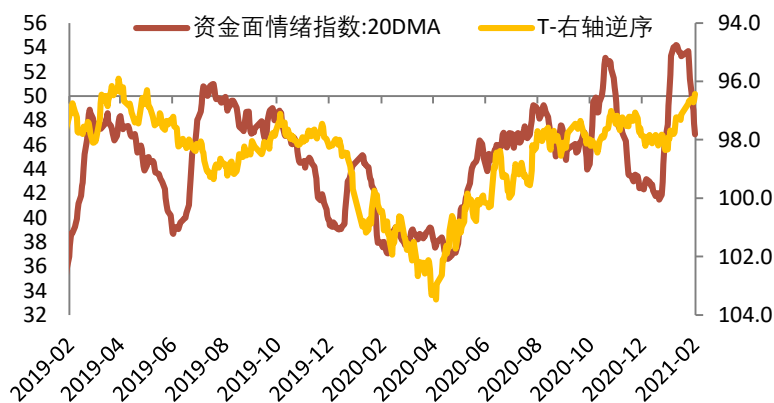
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：利率走廊（%）



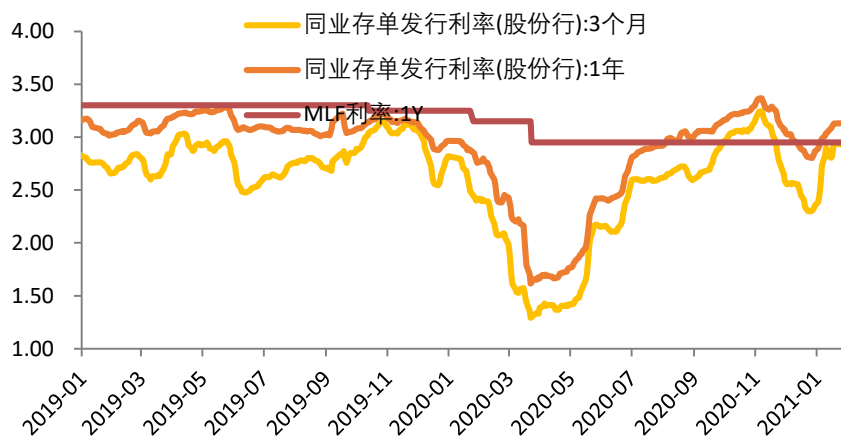
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

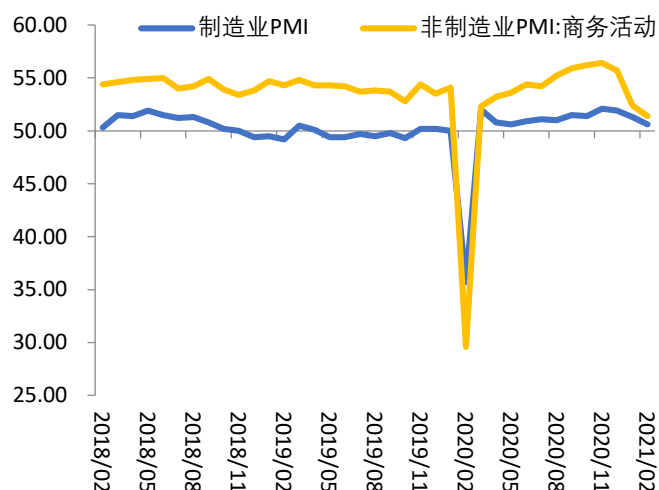
三、 经济基本面

国内经济复苏仍在延续, 尽管社融拐点已现, 但实体部门融资需求依然旺盛, 经济动能逐步增强, 经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍然没有改变, 复苏和通胀依然是 2021 年的宏观主线。

春节扰动下制造业景气度有所回落, 经济复苏趋势仍在延续。2 月官方制造业 PMI 50.6%, 回落 0.7 个百分点, 供需两端同步回落, 但制造业景气指数连续 12 个月维持扩张区间, 且受去年 2 月疫情爆发带来的低基数影响, 同比转化后的 PMI 指标快速上行, 反应制造业修复仍在延续, 景气度不弱。

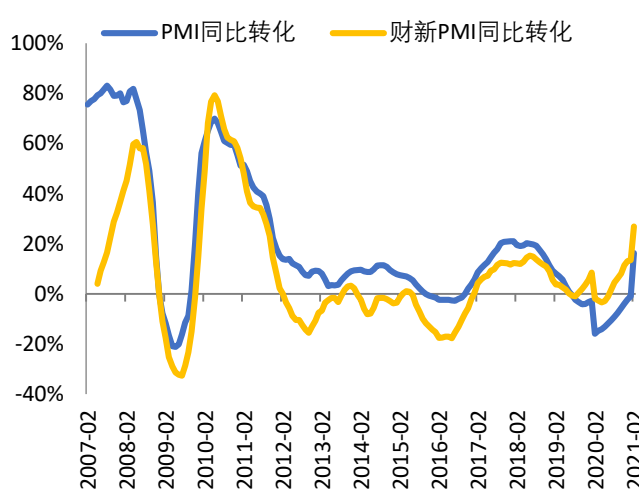
从分项上来看, 供需结构改善以及被动去库结构也反应经济动能仍然向好, “出厂价格-购进价格”剪刀差回升下未来中下游企业盈利有望改善。2 月企业经营预期指数明显走高, 反应市场预期仍然乐观, 并且作为生产指数的领先指标, 节后生产或将继续走强。

图 11: 官方 PMI 指数



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 制造业 PMI 同比转化

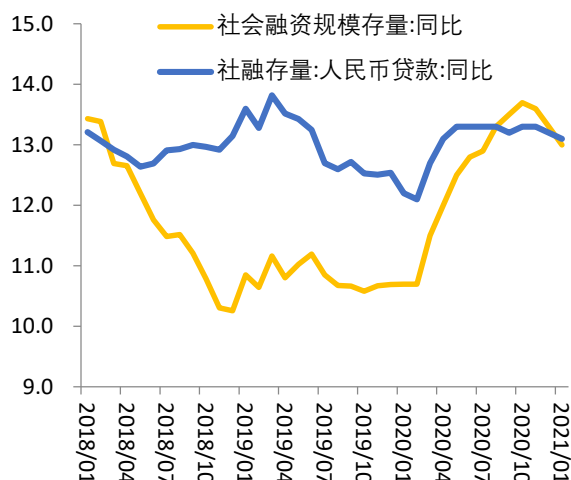


资料来源: Wind, 金信期货研究院

社融大超预期，企业部门融资需求对冲地方债未提前发行的拖累。1 月新增社融 5.17 万亿、创历史新高，人民币贷款和表外票据是主要贡献，企业部门融资需求弥补了地方债未提前发行对社融形成的拖累，新增人民币贷款符合季节性冲高特征，并且在更多的放贷工作日和较高的融资需求下超出往年季节性。居民和企业中长期贷款仍是信贷增量的主要贡献，1 月房地产市场火爆推动居民中长贷多增，企业融资需求旺盛下企业中长贷创历史新高，贸易活动活跃下企业开票需求旺盛，表外新增票据也明显多增。

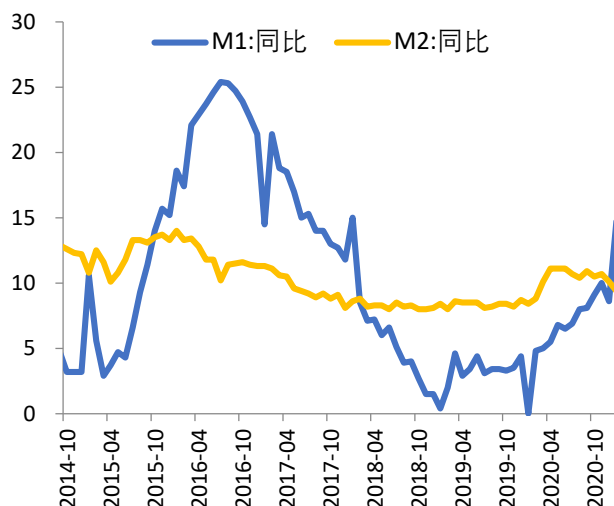
社融增速延续回落，实体融资需求旺盛继续支撑经济动能增强。1 月社融信贷数据反应实体融资需求依然旺盛，经济动能逐步增强，企业部门融资需求弥补了地方债未提前发行对社融形成的拖累。1 月社融存量增速继续小幅回落，社融拐点验证后当前仍处于增速缓慢下行阶段，但社融增速回落更多地属于高增速回归的过程，并不影响短期经济修复的节奏。

图 13: 社融存量&人民币贷款存量增速 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

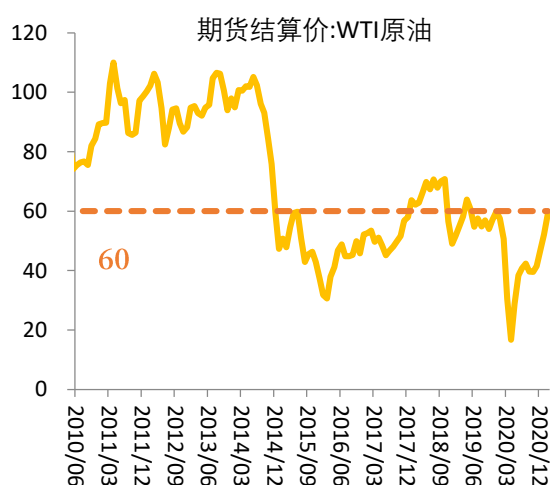
图 14: M1、M2 货币增速 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

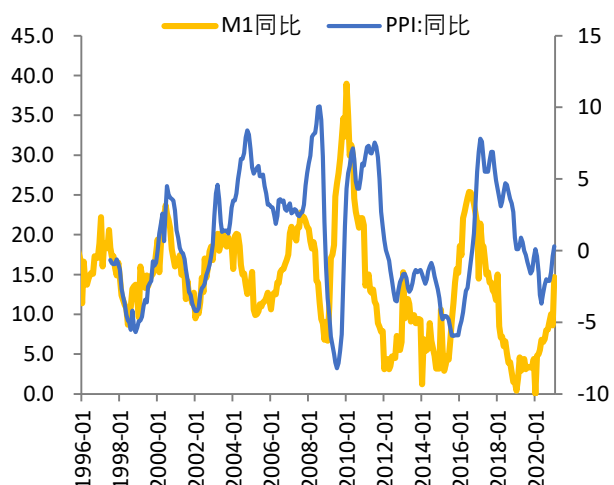
原油价格快速上涨，大宗商品价格攀升下再通胀预期升温。受海外疫情日均新增病例出现明显拐点影响，全球经济修复节奏加快，叠加原油供给冲击进一步推升油价，春节期间原油价格快速上涨站上 60 美元，重返疫情前水平。油价上涨和复苏预期带动大宗商品价格攀升，叠加 M1 增速上行对 PPI 回升周期的拉动，预计 PPI 同比在 1 月转正后继续进入快速上行阶段。

图 15: WTI 原油价格 (美元/桶)



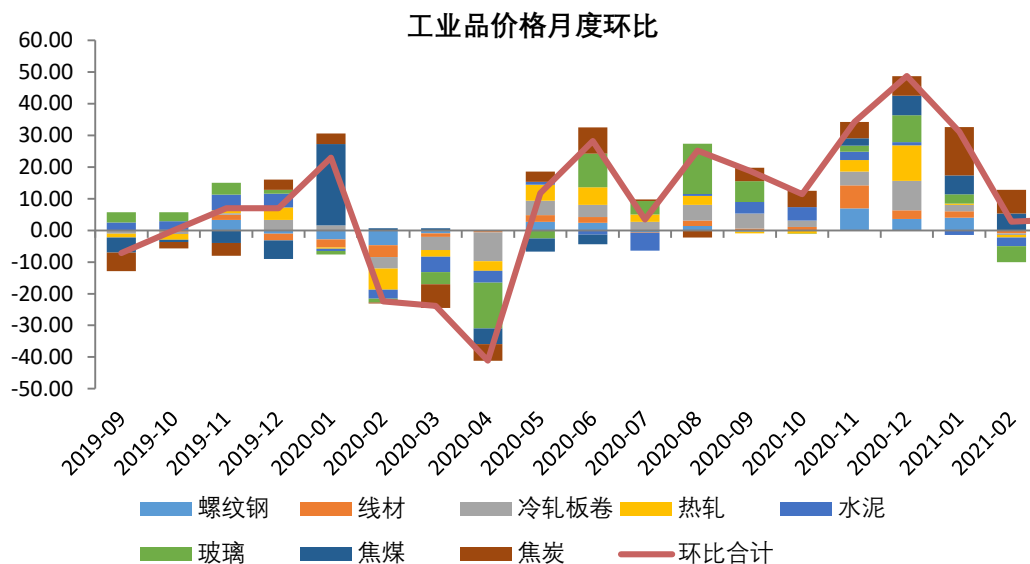
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: M1 VS PPI (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 17：工业品价格月度环比

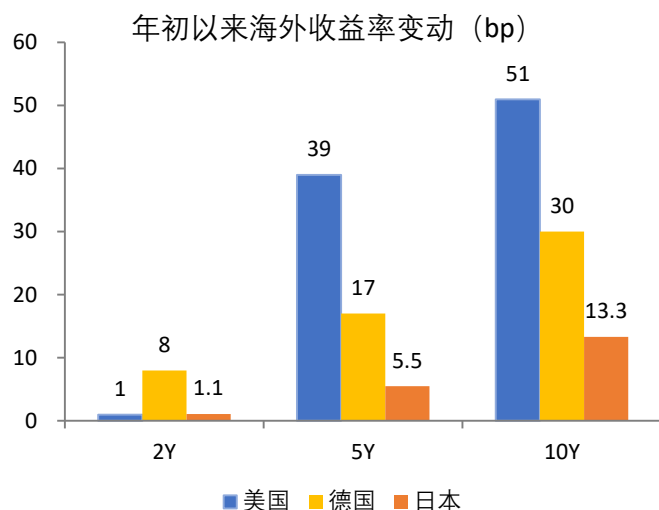


资料来源：Wind，金信期货研究院

四、 海外经济：美债收益率缘何上行？

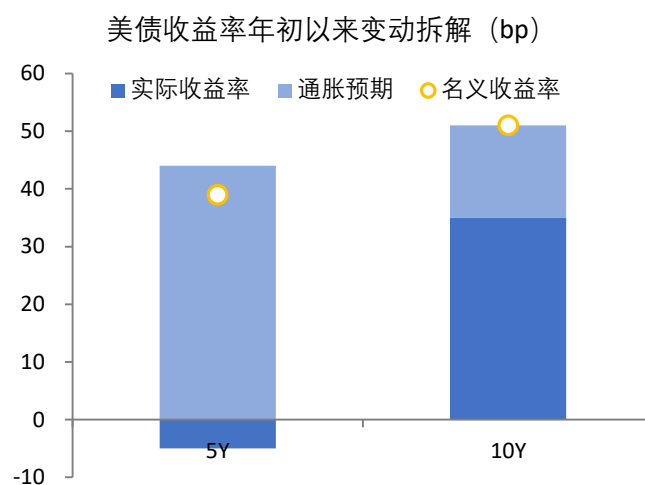
年初以来，全球债市纷纷陷入调整，各期限债券收益率上行，长端收益率调整幅度尤甚，收益率曲线快速陡峭化。以美债为例，10 年期美债收益率去年年底的 1% 以下的水平快速上行，年初以来上行超 50bp，并一度突破 1.5% 关口。作为全球重要的无风险利率，美债收益率上行也冲击全球各类资产表现，引发市场关注。

图 18：年初以来海外债市收益率变动 (bp)



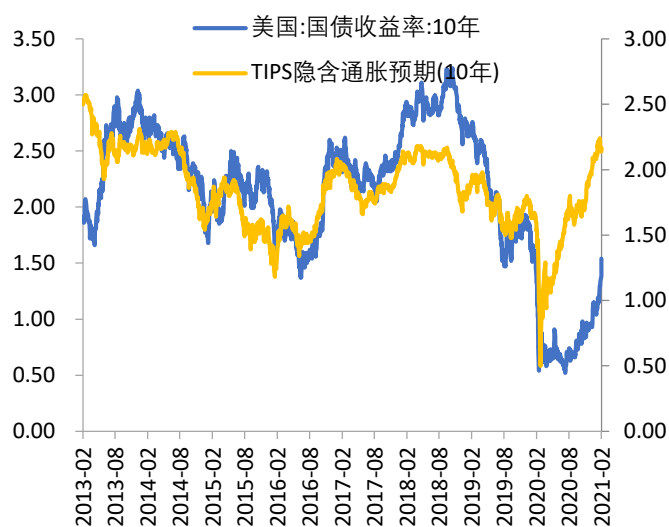
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 19：美债收益率年初以来变动拆解 (bp)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 20：10Y 美债收益率 VS 通胀预期 (%)



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 21：美国国债期限利差 (bp)



资料来源：Wind，金信期货研究院

本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动。从 10 年期美债收益率拆分来看，实际收益率和通胀预期同时贡献了名义收益率的上行，反应“复苏”和“再通胀”是 2021 年两大宏观主题，并且实际收益率的上行更为显著。

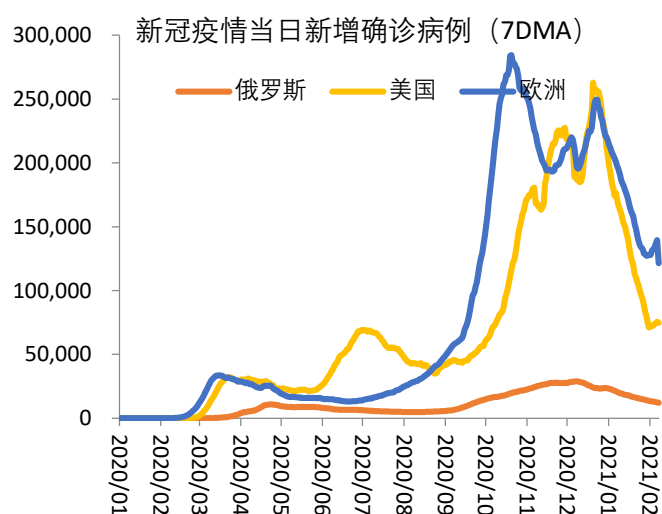
1.全球疫情出现拐点。疫情管控趋严下美国疫情情势明显好转，叠加疫苗接种的顺利推进，欧美日均新增病例较1月上旬高点明显回落，全球疫情出现拐点，推升经济修复预期的加快。

2.美国第三轮1.9万亿财政刺激计划落地在即，推升经济修复预期。2月5日美国国会两院已批准了一项赤字规模相比上一年度增加1.89万亿美元的预算决议，第三轮财政刺激方案落地在即，推动美国经济复苏、总需求恢复以及通胀回升。

3.原油供给短期扰动加速油价上涨，通胀预期回暖。一方面，OPEC国家限产下原油供给恢复落后于需求修复的节奏，1月5日沙特意外宣布2-3月额外减产100万桶/天，供求错位推升油价上涨，另一方面，美国寒潮也加速油价攀升，带来通胀预期的回升。而随着4月沙特恢复供给，油价或将逐渐走平。

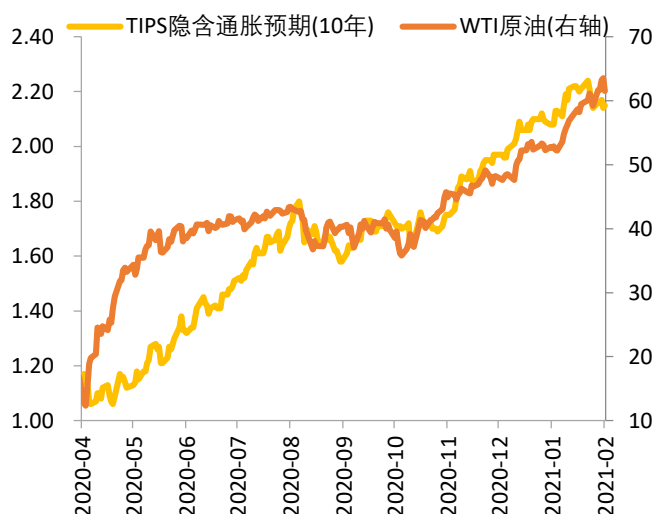
4.交易头寸集中调整、配置需求不足，关键期限招标、MBS投资者调整久期等加剧情绪反馈。近期美联储官员称美债收益率上行反映经济前景向好，对长端收益率上行持开放态度，全球风险偏好回升容易引发交易头寸的集中调整和配置力量的观望，叠加MBS投资者调整久期以及关键期限品种招标偏弱的影响，美债收益率调整压力加剧。

图 22：海外新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 23：原油价格上涨推升通胀预期（%，美元/桶）



资料来源：Wind，金信期货研究院

本轮美债收益率快速上行并非受到货币政策收紧的影响，去年平均通胀目标的引入决定美联储并不会对短期通胀上行做出反应，而财政扩张带来的压力也要求美联储仍需保持偏宽松的货币政策环境，政策利率变动可能性不大。

尽管后期随着美国群体免疫的逐步推进，三季度美债收益率仍有上行空间，但短期来看，油价上涨推升的通胀预期对收益率的影响将逐渐减弱，同时疫苗接种不确定性和政府高杠杆率也压制实际利率，从通胀预期和实际利率两端来看，美债短期或将趋于稳定。

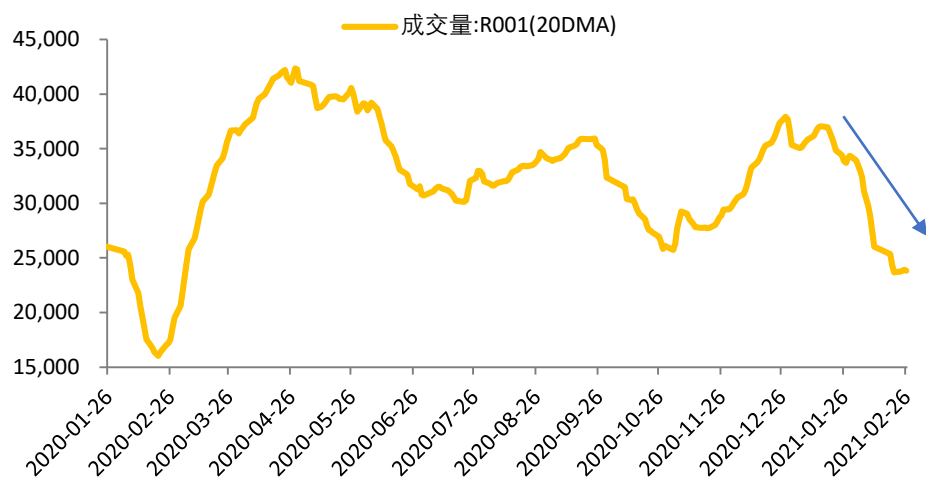
五、 债市观点

美债上行对国内债市影响有限。一方面，通胀预期带来的货币政策收紧担忧是引发美债大幅上行的主因，但中美疫情错位下中国的货币政策周期走在美国之前，国内自去年 5 月就开启了货币政策常态化的道路，当前国内债市已反应了货币政策中性的一致预期。另一方面，当前中美利差有所收敛，但仍处于 180bp 的高位，且近期风险资产的调整也一定程度上对冲了通胀预期风险。

机构节前降杠杆，债市调整压力有所减弱。节前资金面单边宽松预期再度被打破，资金利率快速上行，并一度与资产端形成倒挂，机构纷纷降低杠杆，隔夜回购成交量明显回落，目前单日成交量已回落至 2.5 万亿左右，债市杠杆交易并不拥挤，叠加节后资金面保持平稳，债市情绪有所修复，较外盘调整压力明显减弱。

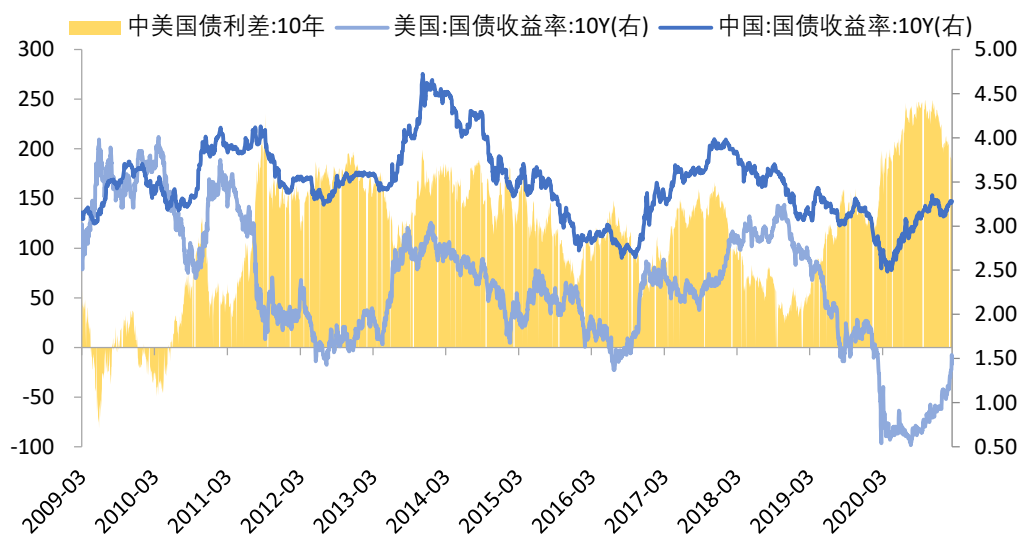
机构预期的一致使得债市调整空间不悲观，当前长端利率水平具备一定的配置价值，近期股市和大宗商品调整下，风险偏好走弱对债市交易盘形成一定利好。但从中长期来看，复苏和通胀依然是 2021 年的宏观主线，经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍对债市形成一定压力，债市短暂平衡后仍需警惕利率债供给、疫苗、通胀上行等利空的逐步释放，长端收益率仍偏向于震荡格局。而债市对资金面预期较为充分下短债确定性相对仍强，收益率曲线或有小幅做陡机会。

图 24：银行间隔夜质押式回购成交量（亿元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 25：中美利差仍位于高位（bp，%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。