



2021年3月7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



宏观政策正常化回归，债市窄幅震荡格局延续

内容提要

上周债市整体偏于震荡，全球经济共振修复进一步增强对国内长端收益率形成一定压制，但资金面边际转松、股市大跌下风险偏好回落对债市形成支撑。周五债市意外在两只交易所国债“异常”交易下拉涨，前期债市调整后交易结构导致债市配置力量增强，推动曲线走平。

月初资金面边际转松，DR007由政策利率附近回落至2%左右。央行继续维持每日小额投放的操作，前期流动性大幅波动后当前市场对流动性中性的预期较为一致，对债市驱动力有所减弱，而月中缴税仍将是观察央行货币政策态度的重要事件窗口。

政策缓退坡，财政政策正常化回归，但力度不弱。经济增长目标恢复设定至6%以上，政策注重持续性。赤字率安排降至3.2%，专项债3.65万亿元并不再发行特别国债。继去年年中以来货币政策常态化回归以后，财政政策也步入正常化回归道路，但财政收入恢复增长下支出规模仍将比去年增加。

策略建议

近期美债收益率大幅上行对国内债市形成一定压力，但由于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压力相对减弱。而当前长端利率水平具备一定的配置价值，叠加近期股市和大宗商品调整下，风险偏好走弱也对债市交易盘形成一定利好，上周五债市明显拉涨。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，尽管今年财政政策正常化回归下边际有所收敛，但财政政策力度仍然不弱，今年债券供给仍然较大，依然是债市的一大利空因素。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，对长端收益率依然保持谨慎，而债市对资金面预期较为充分下收益率曲线或有小幅做陡机会。

风险提示

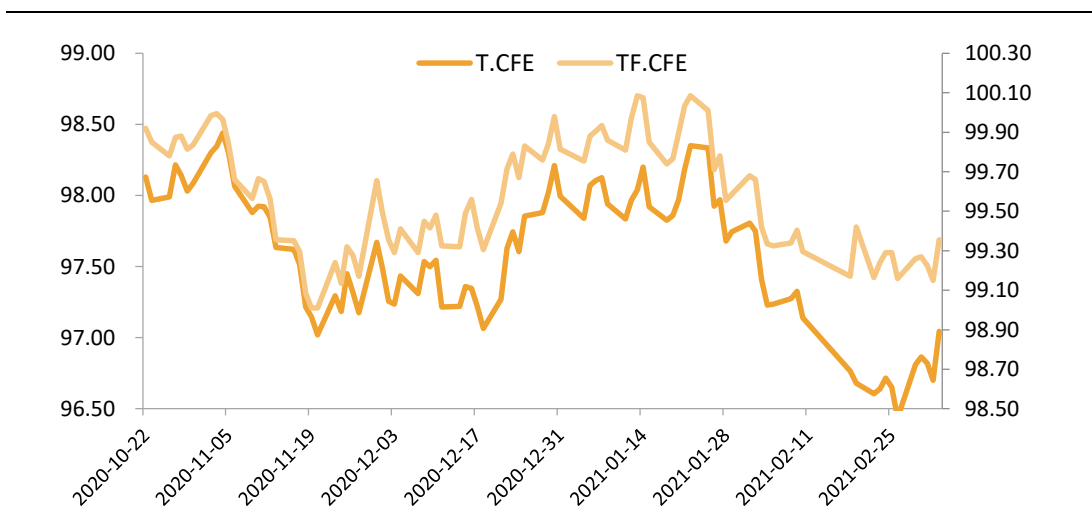
流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期，病毒变异影响疫苗有效性

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

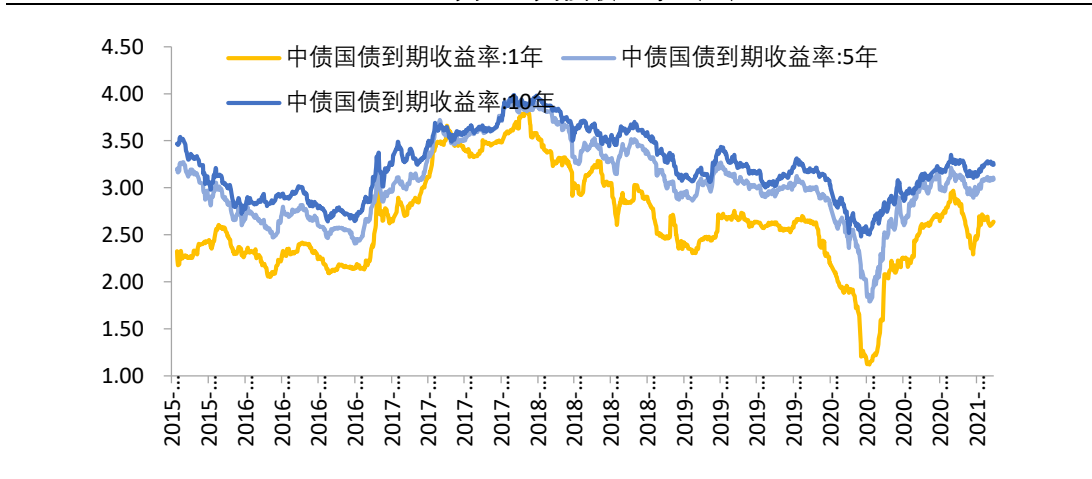
上周债市整体偏于震荡，市场多空交织下交易主线不明。全球经济共振修复进一步增强对国内长端收益率形成一定压制，但资金面边际转松、股市大跌下风险偏好回落对债市形成支撑。周五政府工作报告财政政策边际收敛、但力度不弱，债市却意外在两只交易所国债“异常”交易下拉涨。前期债市调整后交易结构导致债市配置力量增强，推动本周曲线走平。10年期国债收益率周内下行1.4bp报3.2457%，1年期国债收益率上行3.29bp。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



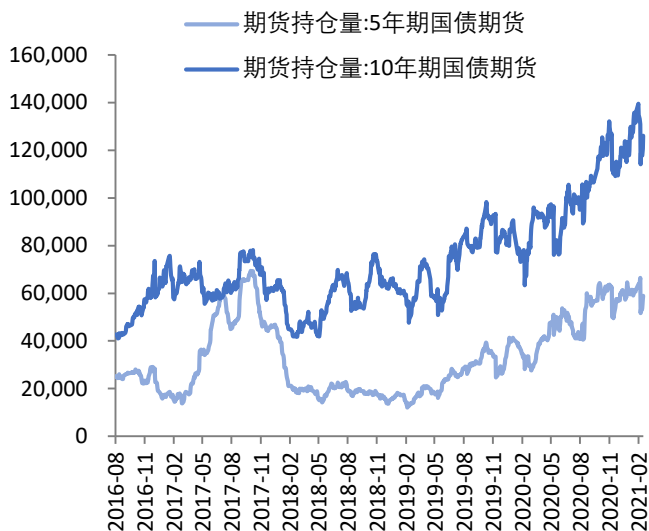
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



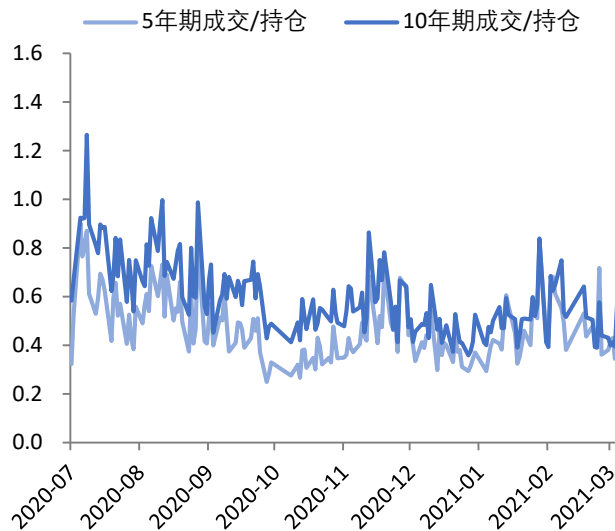
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 期货持仓量 (手)



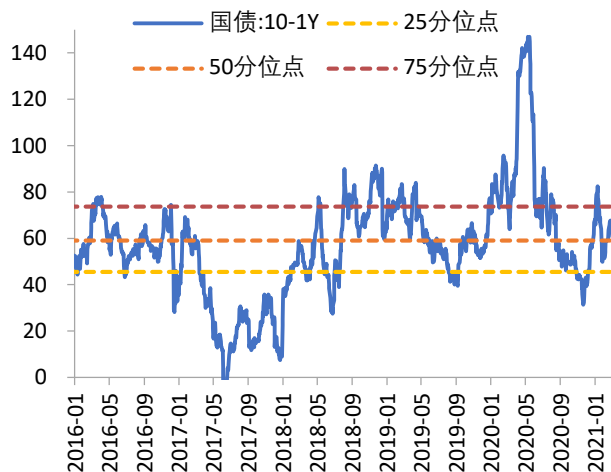
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 成交持仓比



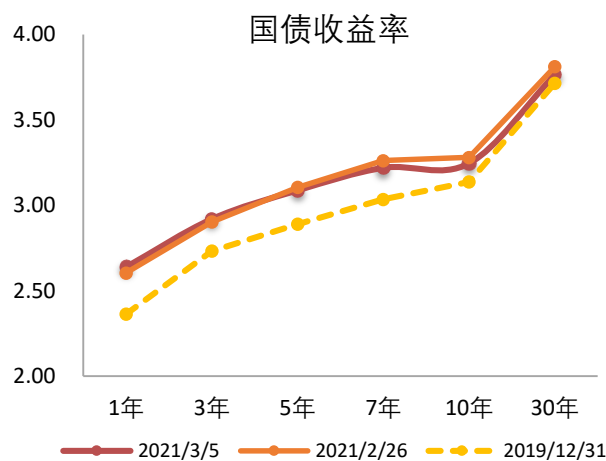
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 国债收益率曲线 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

美国非农就业数据大超预期, 经济修复预期推升美债收益率继续熊陡。10 年美债升至 1.56%, 10-2Y 期限利差走阔 12BP 至 142BP, 创 2016 年以来新高。周中鲍威尔讲话对债券市场发出警告, 但没有试图遏制长期利率的上升态势, 以及沙特意外

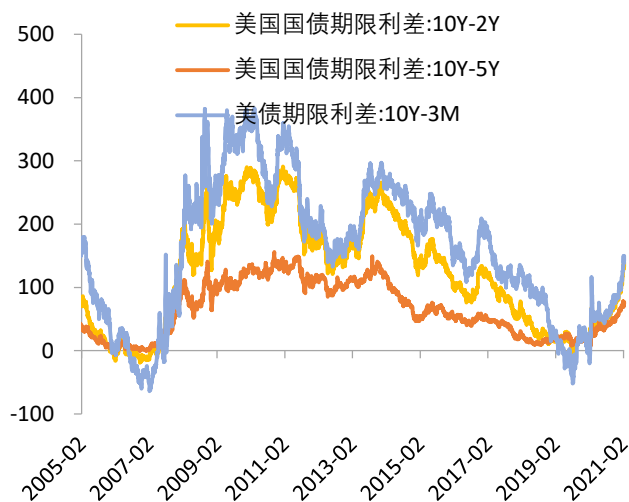
不恢复供给推升原油大涨，美债收益率大幅攀升。2月ADP就业人数11.7万人，2月季调后非农就业人口新增37.9万人，远超预期，美国经济修复预期加快，近期实际利率走高成为美债收益率上行的主要边际力量。

图 7：10Y 美债收益率 VS 通胀预期 (%)



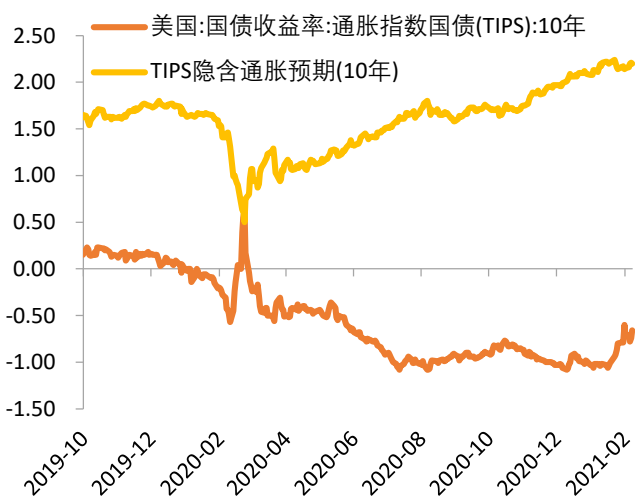
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：美国国债期限利差 (bp)



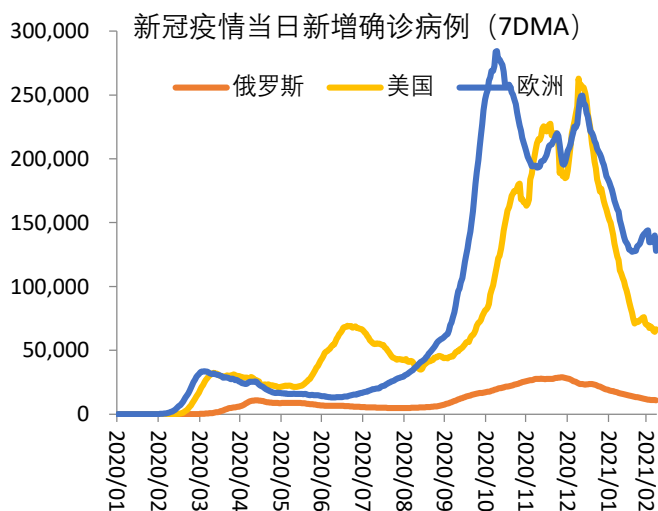
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：10Y 美债实际利率 VS 通胀预期 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：海外新增确诊病例 (例)

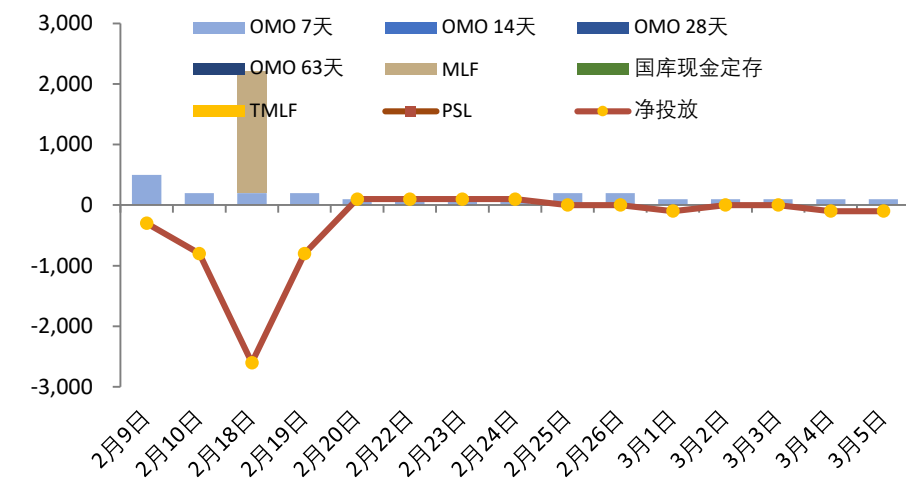


资料来源：Wind，优财研究院

二、资金面与货币政策

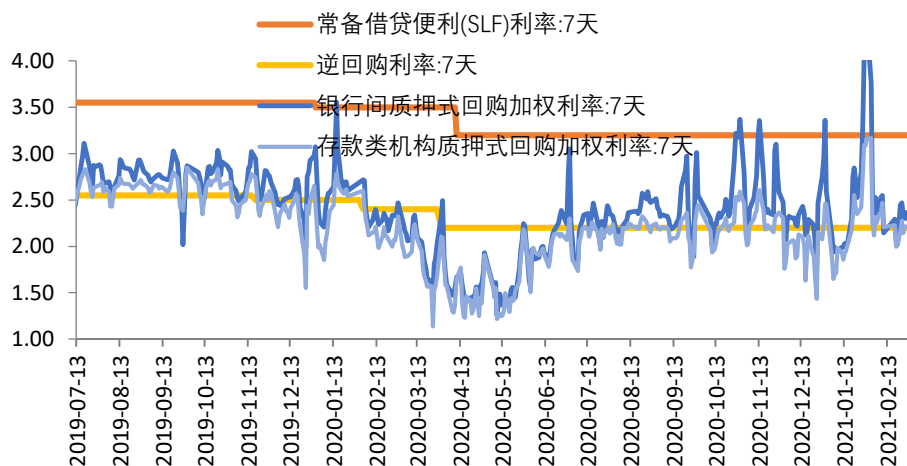
月初资金面边际转松，DR007 由政策利率附近回落至 2% 左右，隔夜利率也再度回落至 2% 以下。货币政策中性态度下央行继续维持每日小额投放的操作，连续 5 日投放 100 亿逆回购，同期有 800 亿元央行逆回购期，公开市场操作实现净回笼 300 亿元。前期流动性大幅波动后当前市场对流动性中性的预期较为一致，对债市驱动力有所减弱，而月中缴税仍将是观察央行货币政策态度的重要事件窗口。

图 11：央行公开市场操作（亿元）



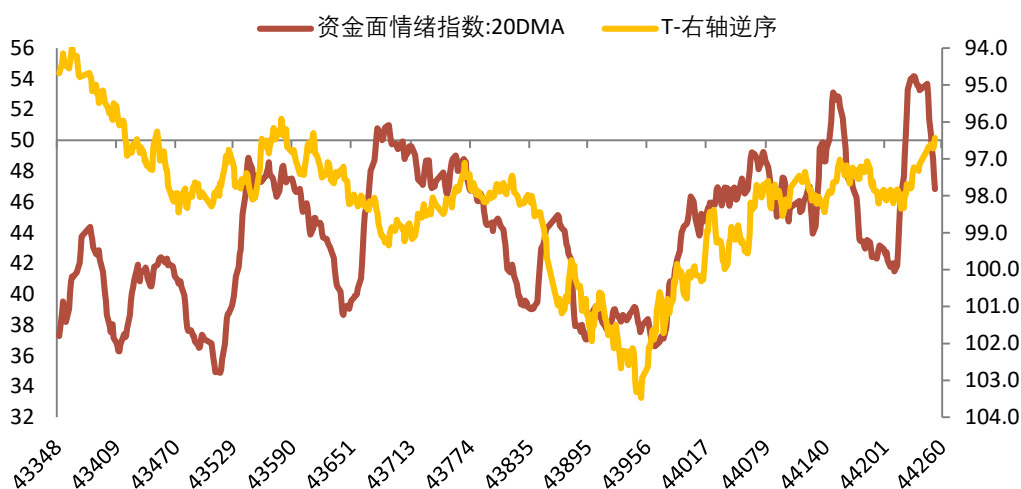
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：利率走廊（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13: 资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



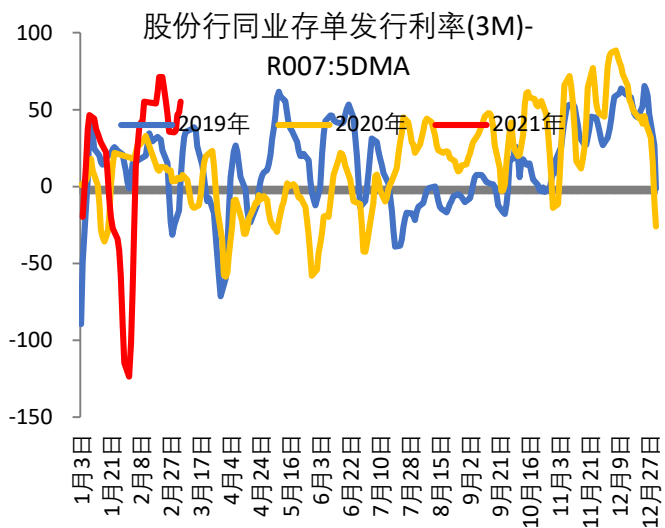
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 同业存单发行利率 (%)



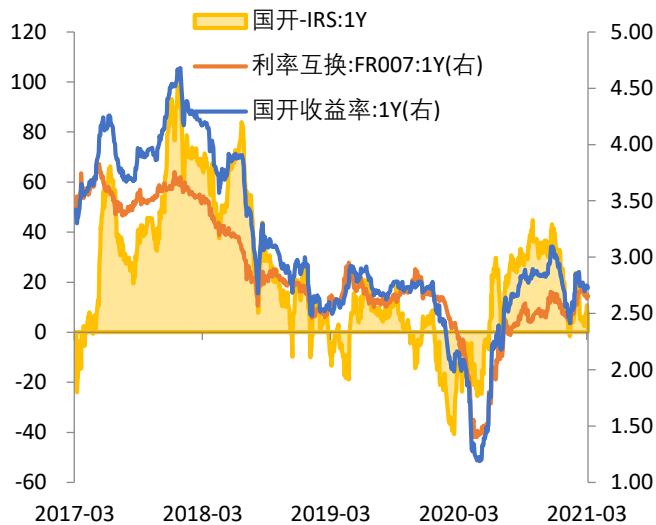
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 股份行同业存单发行利率(3M)-R007 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 国开收益率与利率互换 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、政府工作报告解读

政策缓退坡, 经济增长目标注重连续性。今年政府工作报告将经济增长目标恢复设定至 6% 以上, 尽管由于去年的低基数效应, 今年 GDP 增速的市场预期在 9% 左右, 但过高的经济增长并不具备可持续性, 而 6% 以上的目标增速更加体现出了政策的中长期目标以及持续性。就业目标恢复至疫情前的要求、通胀目标下调至 3% 左右, 货币政策要灵活精准、合理适度, 积极的财政政策要提质增效、更可持续, 稳杠杆而并非去杠杆。

财政政策正常化回归, 但力度不弱, 财政收入恢复增长下支出规模仍将比去年增加。今年赤字率安排降至 3.2%, 仍处在 3% 的红线以上, 财政赤字规模 35700 亿元, 比去年减少 1900 亿元, 中央财政赤字 27500 亿元, 地方财政赤字 8200 亿元。专项债 3.65 万亿元, 减少 1000 亿, 并不再发行特别国债。从今年的赤字安排来看, 继去年年中以来货币政策常态化回归以后, 财政政策也步入正常化回归道路, 但考虑到去年经济下行下被动赤字抬高, 而今年在经济修复的环境下, 财政收入恢复增长, 支出规模仍比去年增加, 财政政策力度并不弱。

图 17：政府工作报告目标

	指标	2021 年	2020 年
主要目标	实际GDP增速 (%)	6以上	未设目标
	CPI同比 (%)	3	3.5
	城镇新增就业 (万人)	1100	>900
	城镇调查失业率 (%)	5.5	6
	城镇登记失业率 (%)	-	5.5
	国际收支	基本平衡	基本平衡
	进出口	量稳质升	促稳提质
	宏观杠杆率	基本稳定	-
财政政策	定调	积极、增效持续	积极、更加积极有为
	赤字率 (%)	3.20	>3.6
	财政赤字 (万亿)	-	3.76
	中央赤字 (万亿)	-	1.83
	地方赤字 (万亿)	无特别国债	1.93+1万亿特别国债
	财政支出 (万亿)	-	-
	地方专项债 (万亿)	3.65	3.75
货币政策	定调	稳健、更加灵活合理适度	稳健、更加灵活适度
	M2同比 (%)	与GDP名义增速相匹配	增速明显高于去年
	社融余额同比 (%)	与GDP名义增速相匹配	增速明显高于去年
	利率	综合融资成本稳中有降	综合融资成本明显下降

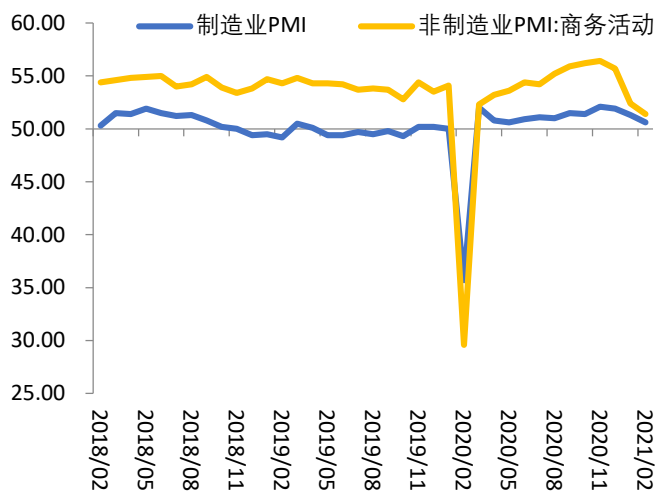
资料来源：Wind，优财研究院

四、经济基本面

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。

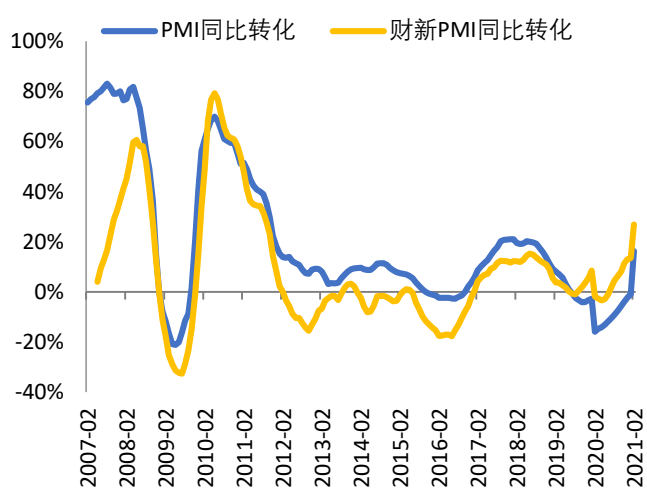
从分项上来看，供需结构改善以及被动去库结构也反应经济动能仍然向好，“出厂价格-购进价格”剪刀差回升下未来中下游企业盈利有望改善。2月企业经营预期指数明显走高，反应市场预期仍然乐观，并且作为生产指数的领先指标，节后生产或将继续走强。

图 18: 官方 PMI 指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 制造业 PMI 同比转化



资料来源: Wind, 优财研究院

五、 债市观点

近期美债收益率大幅上行对国内债市形成一定压力, 但由于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压力相对减弱。而当前长端利率水平具备一定的配置价值, 叠加近期股市和大宗商品调整下, 风险偏好走弱也对债市交易盘形成一定利好, 上周五债市明显拉涨。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, 尽管今年财政政策正常化回归下边际有所收敛, 但财政政策力度仍然不弱, 今年债券供给仍然较大, 依然是债市的一大利空因素。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, 对长端收益率依然保持谨慎, 而债市对资金面预期较为充分下收益率曲线或有小幅做陡机会。

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”。