



2021年3月29日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

金信期货研究院

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

## 债市平衡态扰动增多，利率波动或将加大

### 内容提要

债市一季度行情大致可以分为以下三个阶段：①永煤事件冲击所引发的宽松小周期的延续，债市跨年行情超预期；②央行主动收紧资金面引发市场“小钱荒”，货币政策预期重回中性紧平衡；③利空钝化下的债市平衡态，债市无视美债收益率上行+国内经济基本面向好的利空，交易结构及供需结构的利好下10Y国债利率下行。

资金面预期从“单边宽松”到“收紧”到“紧平衡”，一季度货币政策例会中性基调仍然不改。春节后央行维持公开市场低量高频操作，资金面持续平稳运行，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。

国内经济复苏仍在延续，企业融资需求旺盛下淡季不淡，政府融资缺位不改2月社融超预期，21年社融增速处在高位回归过程，实体信用并未显著收紧，经济渐进修复、政策缓慢退出的格局仍然没有改变。通胀方面，供给端冲击叠加基数效应，PPI仍处于加速上行阶段，但本轮商品涨价并没有伴随核心CPI的同步上升，未出现由劳动力成本持续上升所带动的可持续通胀压力，因而货币政策也不存在显著收紧的压力。

### 策略建议

当前10Y国债收益率下行至3.2%附近，离1月低点3.1%不远，而1月初处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，债市基本面难以回到当时。而随着2-3月后财政资金集中投放减弱，以及季末效应、缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，资金面平稳偏松格局将不再，波动或将逐渐加大，债市利空免疫效应或将减弱，当前收益率水平下行空间有限，3.1-3.2%区间追涨意义有限，赔率和胜率都有所下降。而中长期看，防风险目标下货币政策上有约束、下有底线，资金利率中枢有望保持稳定，债券收益率仍然保持上有顶、下有底的震荡区间，10Y国债收益率仍难摆脱3.0/3.1%-3.3/3.4%区间震荡格局。

### 风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

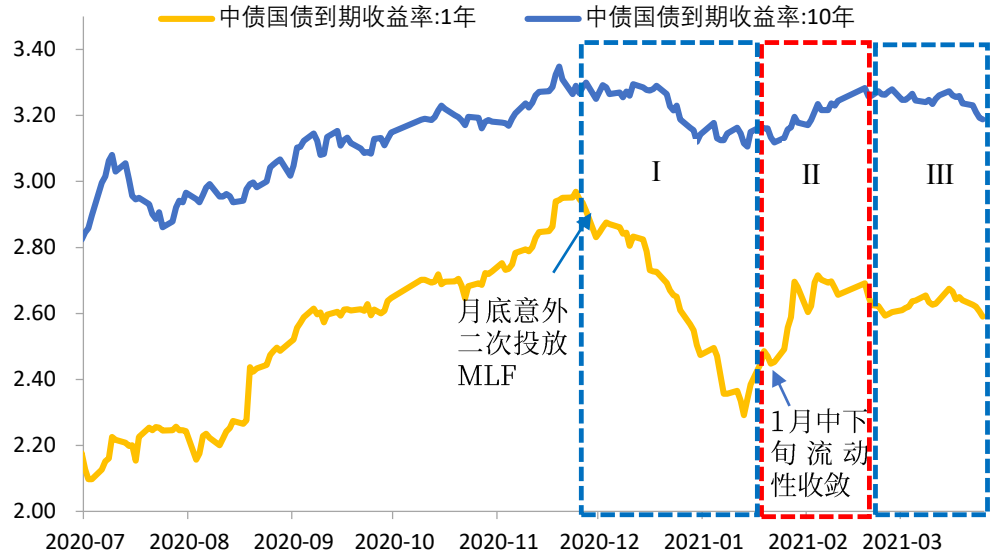


## 一、行情回顾

债市一季度行情大致可以分为以下三个阶段：①永煤事件冲击所引发的宽松小周期的延续，债市跨年行情超预期，10年期收益率下行接近3.1%关口；②央行主动收紧资金面引发市场“小钱荒”，货币政策预期重回中性紧平衡；③利空钝化下的债市平衡态，在美债收益率上行+国内经济基本面向好的双重利空下，交易结构的优化以及供需结构的利好使得债市表现坚挺，尤其在资金面平稳偏松和避险情绪下10Y国债利率自高点下行8bp。

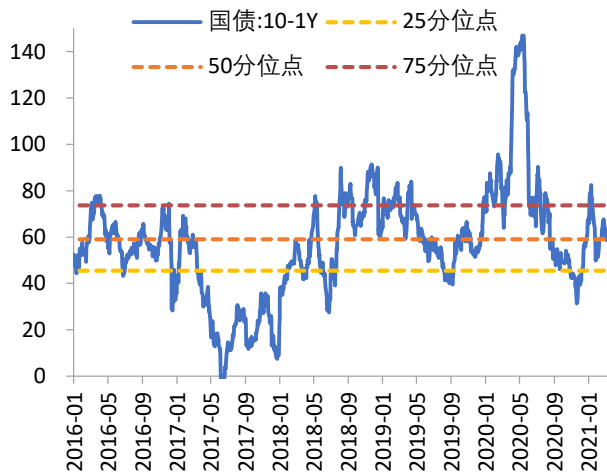
1. 永煤事件冲击所引发的年末宽松小周期的延续。1月初跨年以来，债市延续去年年末宽松小周期带来的上涨行情，10年期收益率下行接近3.1%关口，资金面极度宽松下隔夜利率持续位于1%以下，短端收益率快速下行，收益率曲线走陡。
2. 央行主动收紧资金面引发市场“小钱荒”，货币政策预期重回中性紧平衡。随着市场资金面预期的极度乐观和市场加杠杆行为的愈演愈烈，1月中下旬央行主动收紧资金面，打破市场单边宽松的预期，资金面预期再修正，货币政策预期重回中性紧平衡，债市大幅调整，10年期国债收益率上行至3.2%上方。同时春节期间，原油大涨以及美国财政政策刺激即将落地，美债收益率快速上行，国内债市节后开盘首日高开4bp，长端收益率上行冲击3.3%。
3. 利空钝化下的债市平衡态，3月利率下行超预期。年后美债收益率持续上行并一度突破1.7%关口，同时国内经济基本面也持续向好，进出口、通胀、社融数据均超预期，但国内债市表现对利空钝化，10年期国债收益率维持在3.2%附近窄幅震荡，债市处于“基本面利空+供需结构利好”的平衡状态。同时，资金面的平稳偏松也是债市利空钝化的一大原因，“短久期、低杠杆”的交易结构使得债市调整空间弱化，叠加股市走弱，中美引发的避险情绪回升提振债市情绪，10Y国债利率反而自高点下行8bp。

图 1: 国债收益率 (%)



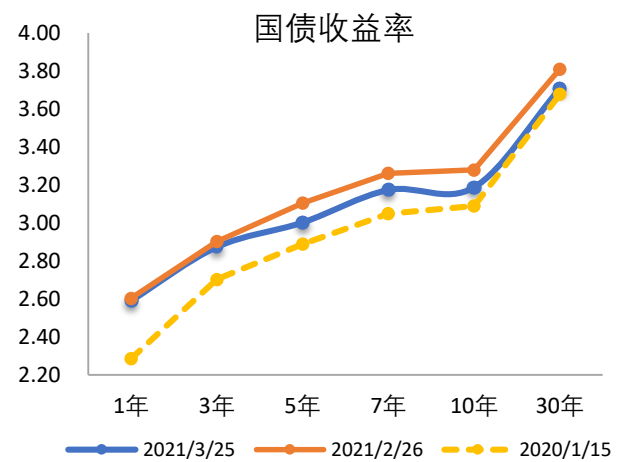
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)

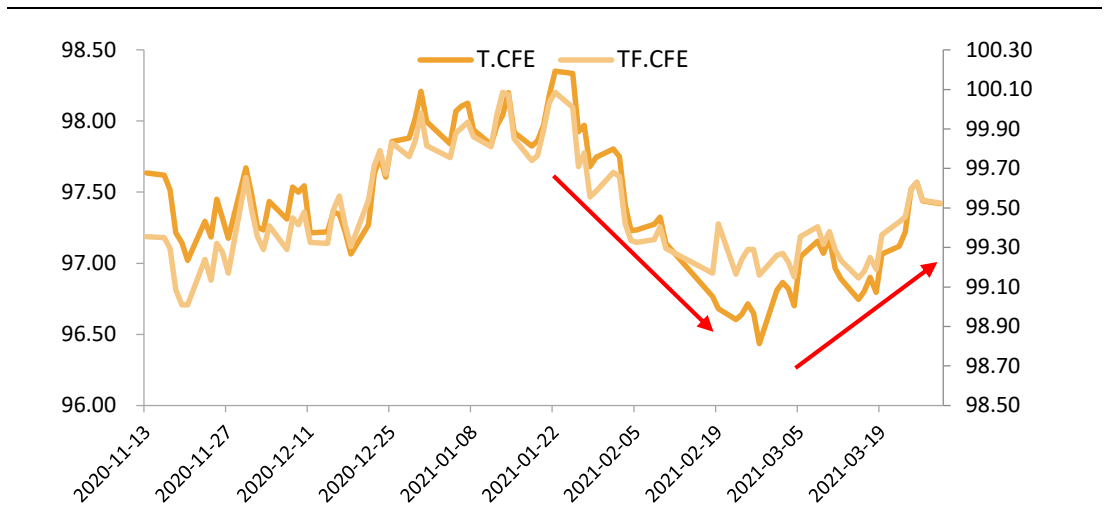


资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 国债收益率曲线 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

**图 4：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）**


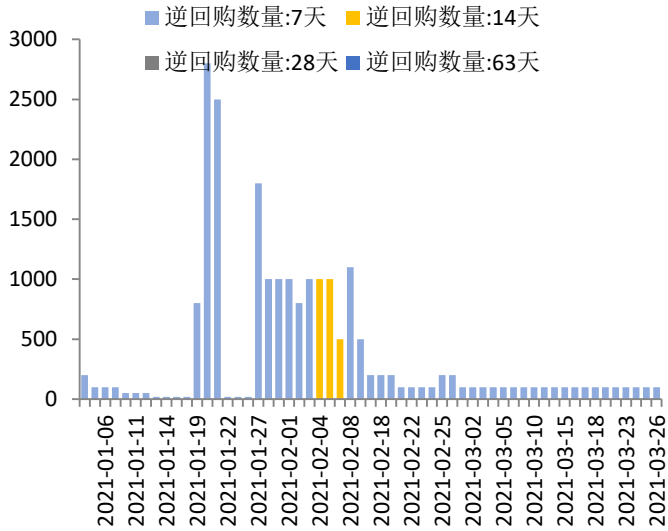
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、资金面与货币政策

资金面预期从“单边宽松”到“收紧”到“紧平衡”。流动性一季度分别经历了年初的极度“泛滥”以及 1 月下旬“小钱荒”，资金面预期剧烈波动，从一个极端走向另一个极端。而春节后央行维持公开市场低量高频操作，尤其 3 月以来每日均开展 100 亿公开市场操作，并连续三周完全对冲到期，资金面持续平稳运行，DR007 在 1.9-2.2% 之间运行。

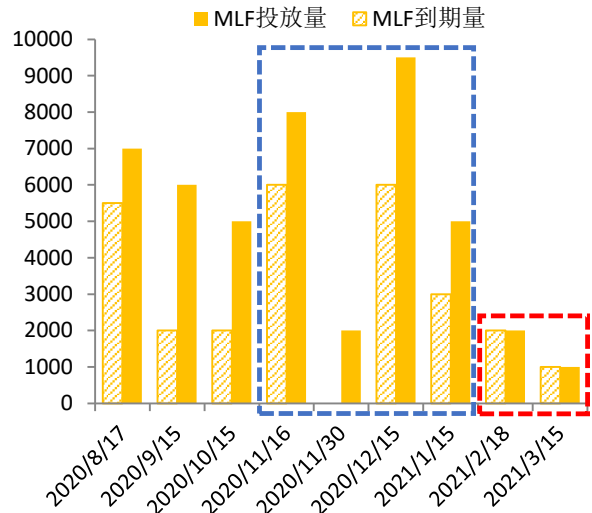
无论是央行会议定调，还是 MLF 的等额续作以及公开市场低量高频零净投放的操作，均彰显了央行货币政策中性态度，不过在 2-3 月财政资金集中投放下，流动性依然维持平稳偏松格局。一方面，2 月财政存款超季节性减少，或反应去年政府债券融资资金的加速下发，同时 3 月作为季节性财政支出大月，财政支出规模大概率也不低，对市场流动性的平稳宽松形成支撑。而随着季末效应、缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，后续资金面波动或将加大。

图 5: 央行公开市场操作 (亿元)



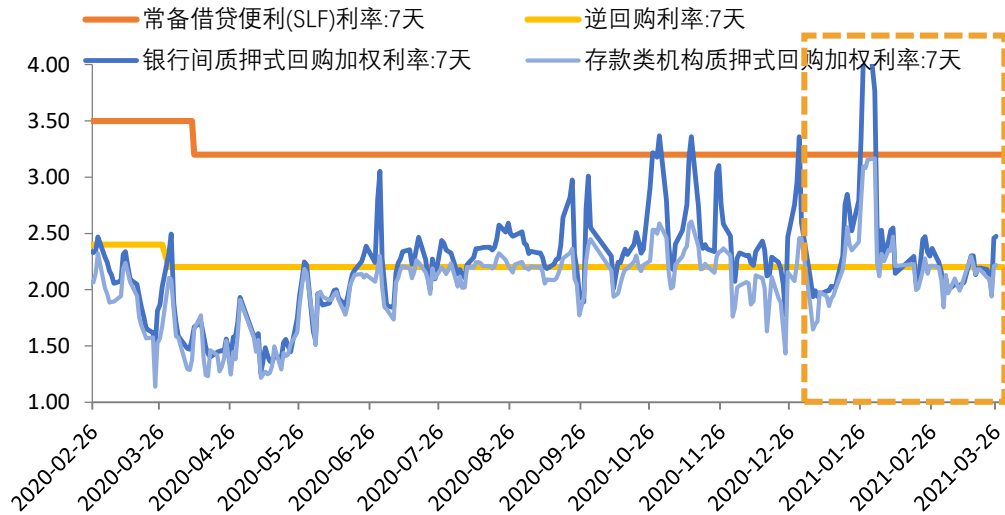
资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: MLF 操作 (亿元)



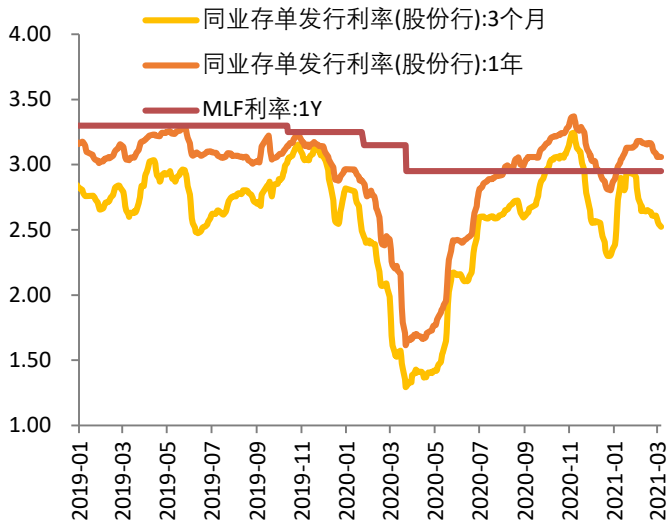
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 利率走廊 (%)



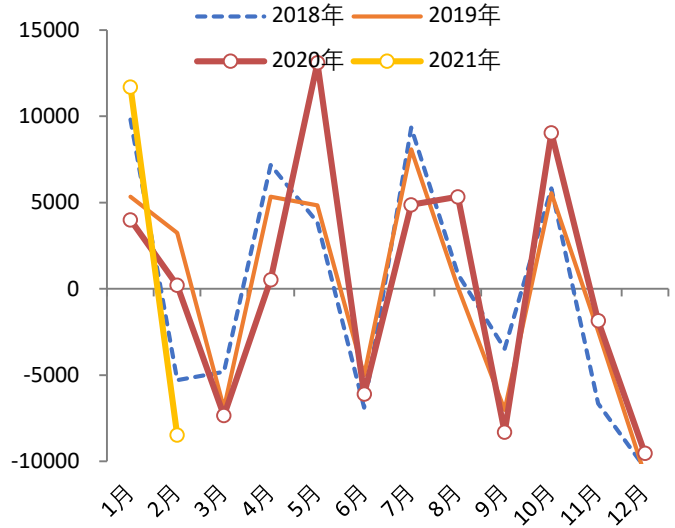
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8：同业存单发行利率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：当月新增财政存款 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

一季度货币政策例会总体措辞偏谨慎,但中性基调仍然不改。删去“不急转弯”、“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”以及“保持对经济恢复的必要支持力度”的表述,对经济形式的判断也较去年四季度更为积极,“国内经济发展动力不断增强,积极因素明显增多”。经济增长回归潜在产出水平,货币政策防风险地位抬升,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。

但对于措辞的变化也无需过度解读,货币政策态度依然维持中性基调不变,经济恢复不平衡及实际贷款利率下降仍需要货币政策的平衡,流动性并不具备大幅收紧的环境,“不缺不溢、相机抉择”依然是今年货币政策的主要基调,仍需重点关注4月政治局会议的政策定调。

图 10：央行货币政策委员会季度例会

	2021年3月25日	2020年12月29日
<b>总体要求</b>	坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务， <b>灵活精准实施货币政策</b> ，处理好恢复经济与防范风险的关系， <b>努力保持经济运行在合理区间，以高质量发展为“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。</b>	坚持稳中求进工作总基调，稳字当头， <b>不急转弯</b> ，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，以高质量发展为“十四五”开好局。处理好恢复经济和防范风险关系， <b>守住不发生系统性金融风险的底线。</b>
<b>国内外经济金融形势</b>	国内经济发展动力不断增强， <b>积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻</b>	当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻，国内经济内生动力增强， <b>但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击</b>
<b>政策基调</b>	要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。	要加强经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。
<b>货币政策</b>	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <b>保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性</b> ，把握好政策时度效， <b>保持对经济恢复的必要支持力度。综合运用并创新多种货币政策工具</b> ，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
<b>再贷款再贴现</b>	进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划， <b>加大再贷款再贴现支持普惠金融力度</b> ，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。	进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。
<b>金融供给侧改革</b>	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。
<b>利率市场化</b>	健全市场化利率形成和传导机制， <b>完善央行政策利率体系</b> ，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， <b>优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。</b>	健全市场化利率形成和传导机制， <b>着力打通货币传导的多种堵点</b> ，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， <b>巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。</b>
<b>汇率市场化</b>	深化汇率市场化改革， <b>增强人民币汇率弹性</b> ，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念， <b>加强预期管理</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化利率汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念， <b>稳定市场预期</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
<b>金融支持实体</b>	构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应， <b>支持区域协调发展</b> ，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
<b>金融发展</b>	推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

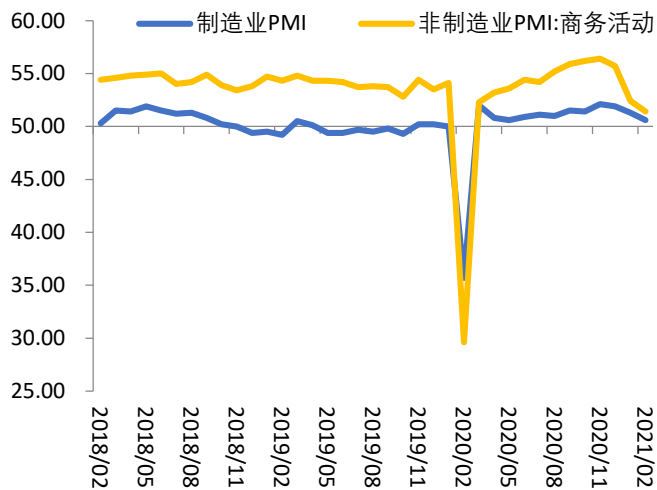
资料来源：Wind，优财研究院

### 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。

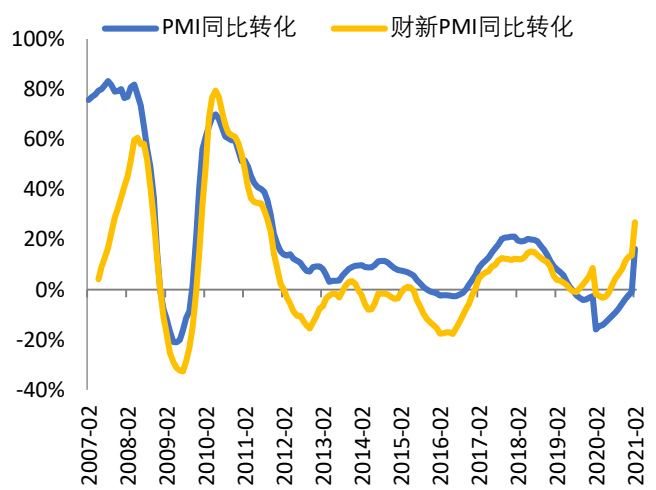
1. 春节扰动下制造业景气度有所回落，经济复苏趋势仍在延续。2 月官方制造业 PMI 50.6%，回落 0.7 个百分点，供需两端同步回落，但制造业景气指数连续 12 个月维持扩张区间，且受去年 2 月疫情爆发带来的低基数影响，同比转化后的 PMI 指标快速上行，反应制造业修复仍在延续，景气度不弱。从分项上来看，供需结构改善以及被动去库结构也反应经济动能仍然向好，“出厂价格-购进价格”剪刀差回升下未来中下游企业盈利有望改善。2 月企业经营预期指数明显走高，反应市场预期仍然乐观，并且作为生产指数的领先指标，节后生产或将继续走强。

图 11: 官方 PMI 指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 制造业 PMI 同比转化



资料来源: Wind, 优财研究院

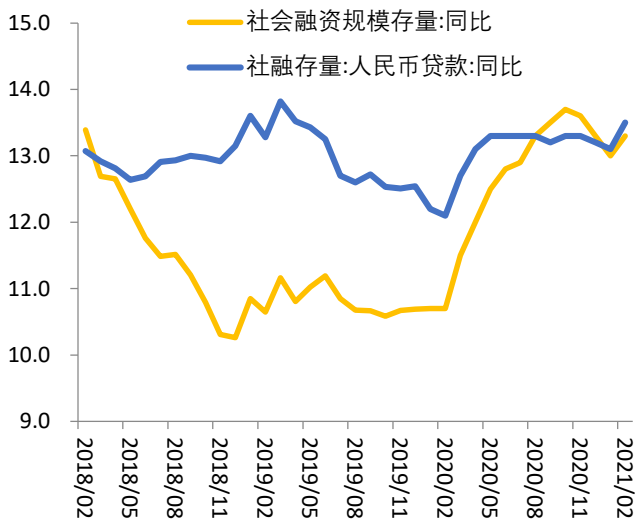
2. 企业融资需求旺盛下淡季不淡，政府融资缺位不改 2 月社融超预期，21



年社融增速处在高位回归过程，实体信用并未显著收紧。

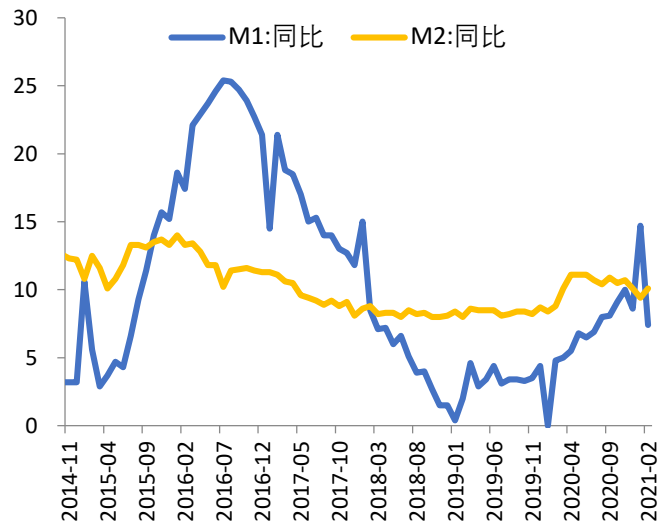
往年来看，春节一般是银行信贷淡季，但今年淡季不淡，2月社融和信贷均超预期并创历史同期新高，叠加今年地方专项债并未提前发行削弱政府债贡献，显示实体企业融资需求较强，或反映制造业资本开始持续强劲，居民购房热情较高下居民融资需求也较为旺盛。2月社融存量同比有所反弹，但我们依然认为社融增速的高点在去年十月已经出现，增速回升不具备可持续性，但目前社融增速仍处于高位回归的过程，宏观流动性并未到快速收缩阶段，并不影响短期经济修复的节奏。

图 13: 2月社融超预期 (%)



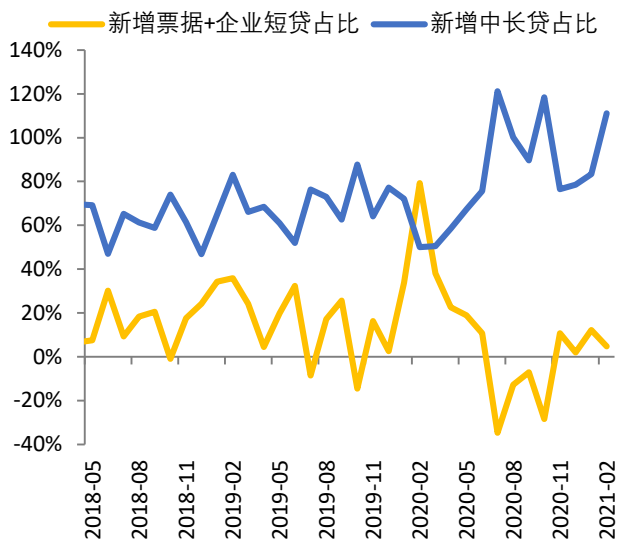
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: M1、M2 货币增速 (%)



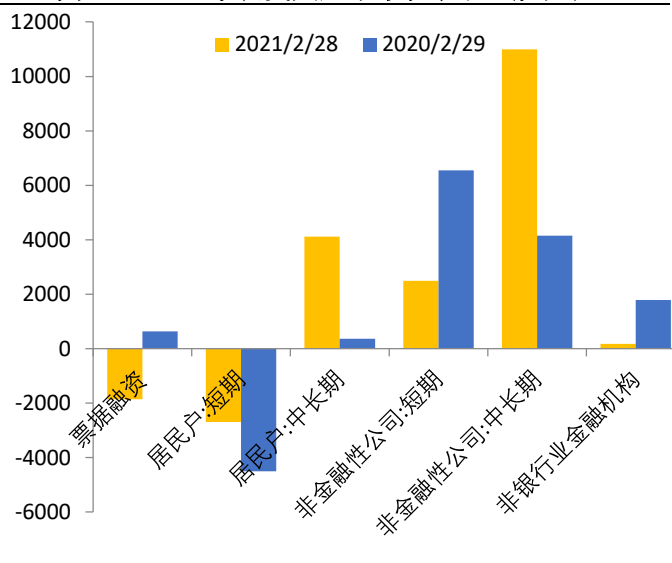
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 信贷增量主要由中长期贷款贡献 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 企业中长贷大超季节性表现 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

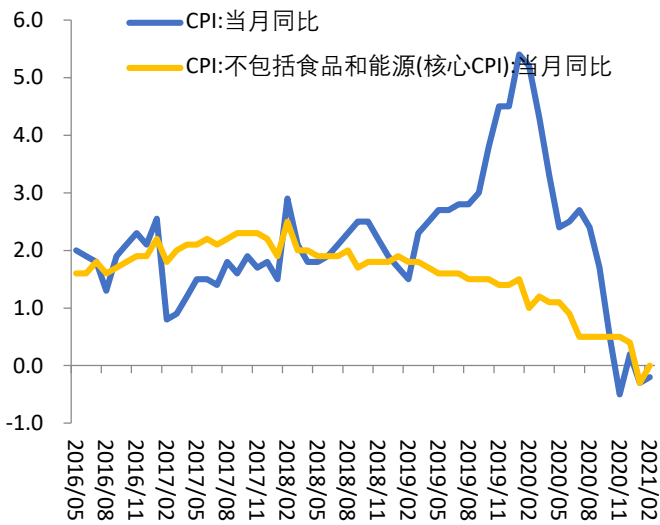
3. 供给端冲击上游价格涨价, 叠加基数效应, PPI 同比仍处于加速上行阶段, 但本轮商品涨价并没有伴随核心 CPI 的同步上升, 并未出现由劳动力成本持续上升所带动的可持续通胀压力, 因此货币政策也不存在显著收紧的压力。

2 月 CPI 主要受到食品端的压制, 核心 CPI 去年 3 月以来首次回升, 但终端消费仍然偏弱, 继续保持温和再通胀的判断。猪价同比大幅走低 11 个百分点, 是拖累 CPI 的主要分项, 节后需求走弱叠加冻猪肉投放, 猪肉价格快速走低, 尽管猪肉价格后续仍将会受到猪瘟等因素的一波三折影响, 但猪肉价格下行周期下预计下半年同比拖累仍将显著。核心 CPI 有所回升, 是自去年 3 月以来的首次拐头, 服务业逐渐恢复但节奏仍慢, 依然保持温和再通胀的判断。

PPI 仍然保持上游偏强、下游偏弱的特征, 供给端冲击下上游价格上涨较快, 但需求不足下, 上游向下游传导仍然乏力。受原油价格上涨, 以及大宗商品价格的回升下, 2 月 PPI 增速加快, 海外疫苗接种顺利下经济复苏加

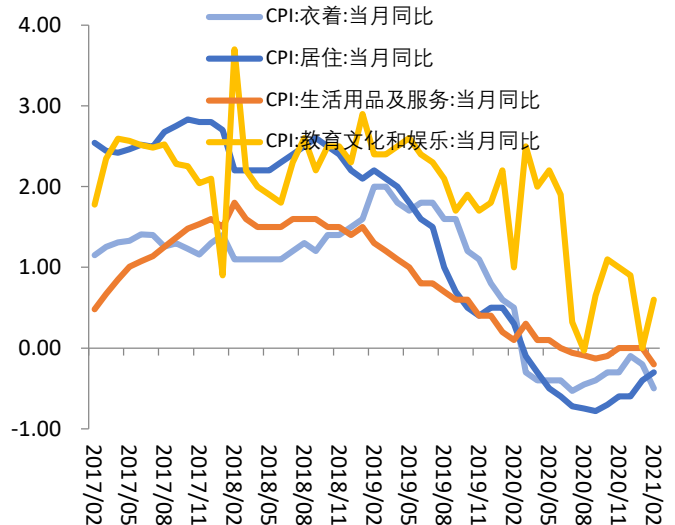
快推升输入性通胀，叠加基数效应，PPI 同比至年中回升节奏较快。但当前在上游价格回升下，下游生活资料仍较乏力，环比持平，显示需求不足制约上游价格向下游传导，企业或仍面临去库存压力，随着下半年海外供给加速恢复下，工业品价格回落下 PPI 或将震荡走弱。

图 17: 核心 CPI 仍处于历史低位 (%)



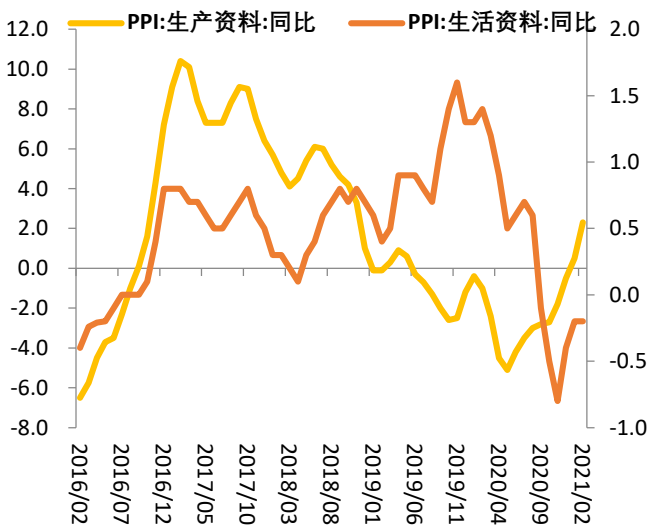
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 房租、衣着等分项仍保持低位震荡 (%)



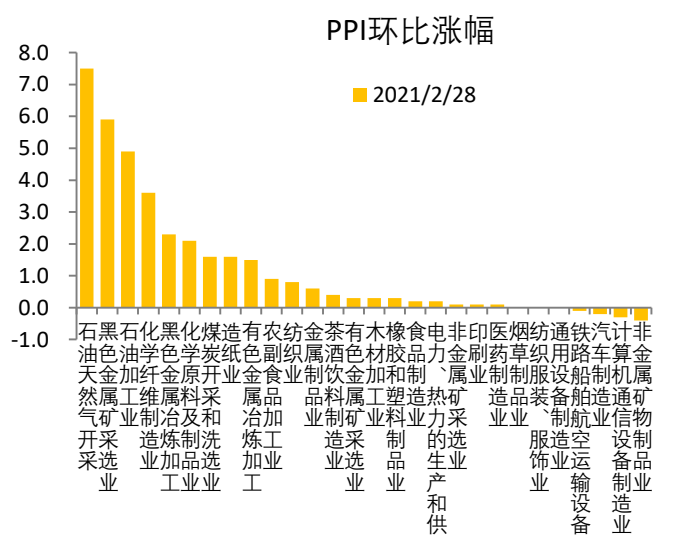
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 生产资料较强, 生活资料偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 上游向下游传导仍然乏力 (%)



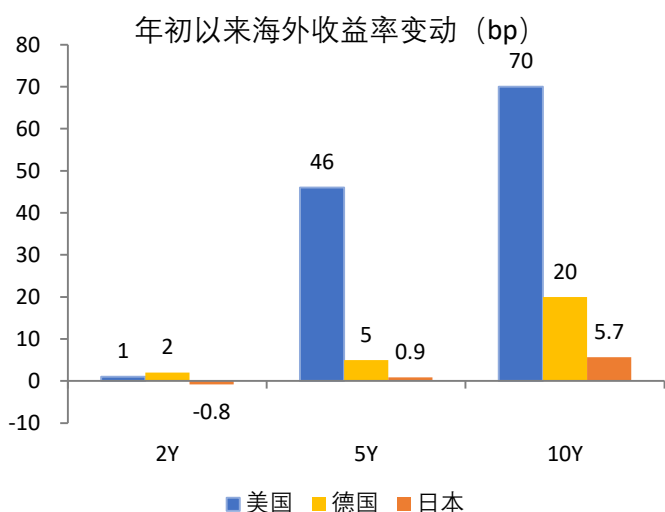
资料来源: Wind, 优财研究院

## 四、美债收益率上行对中债影响几何？

年初以来，全球债市纷纷陷入调整，10年期美债收益率快速上行并一度突破1.7%关口，收益率曲线快速陡峭化，无风险收益率的上行也冲击全球股市估值。我们认为：

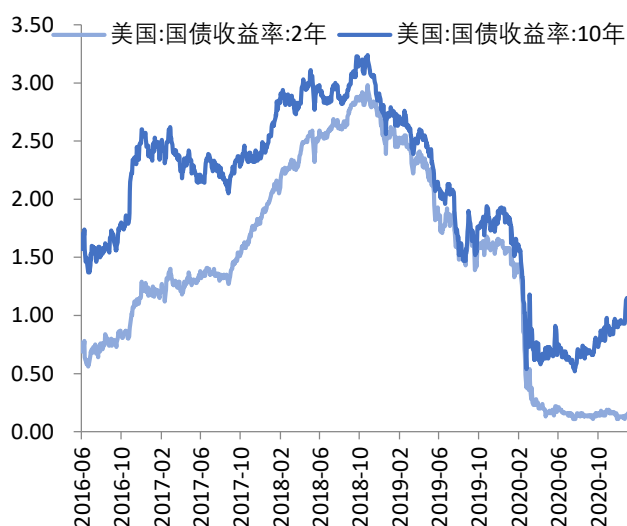
1. 本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快、以及再通胀预期的推动，与去年三季度以来由通胀预期上行推升10Y美债收益率不同的是，年初以来10Y美债收益率快速走高更多的是实际收益率上行的推动，反映在疫苗进一步推进及疫情拐点下经济修复的预期正在加快。

图 21：年初以来海外债市收益率变动 (bp)



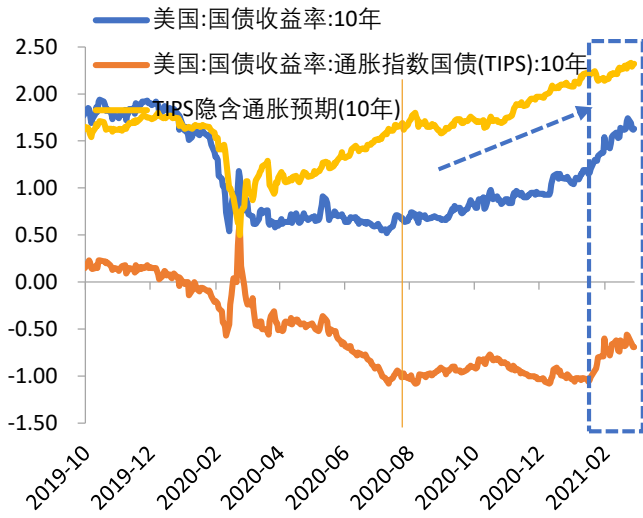
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：美债收益率走势 (%)



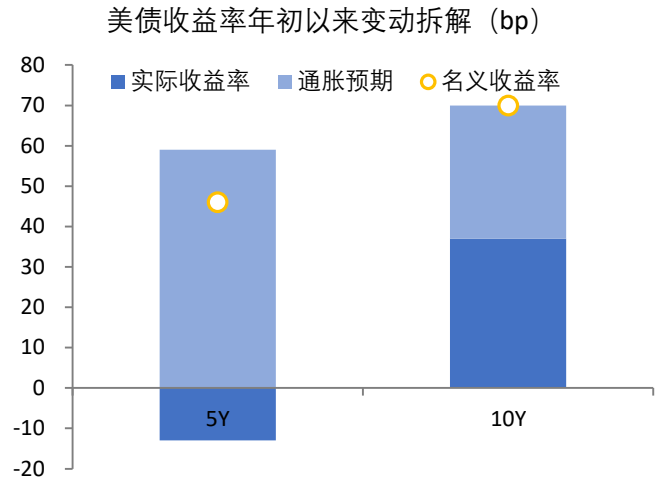
资料来源：Wind，优财研究院

图 23: 年初以来海外债市收益率变动 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

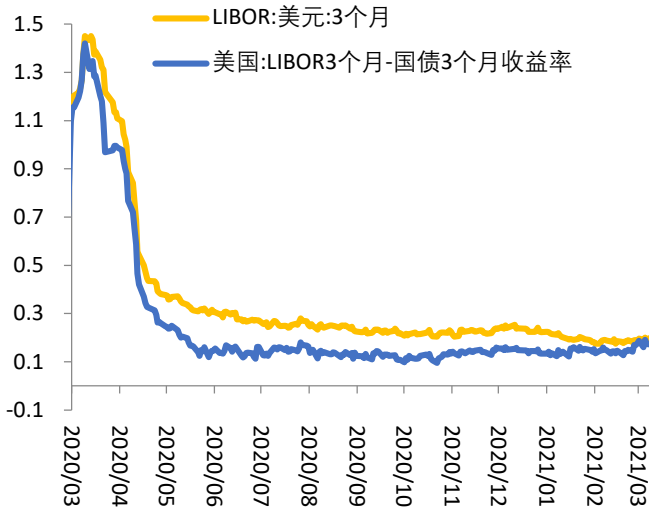
图 24: 美债收益率年初以来变动拆解 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

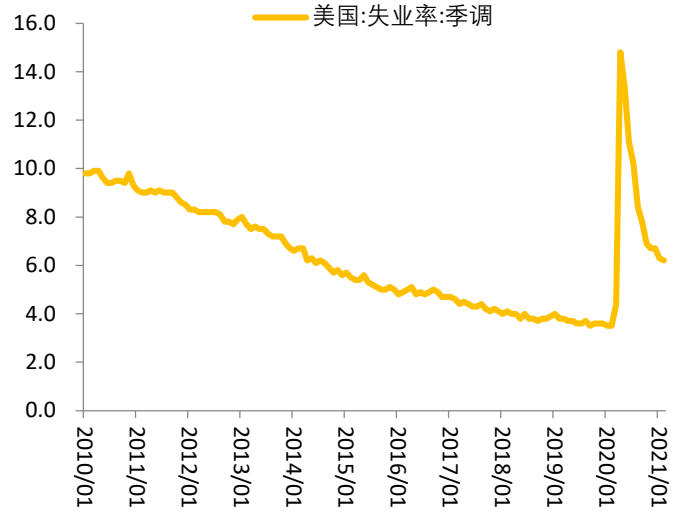
2. 近期市场对于政策收紧担忧升温, 但美国服务业和劳动力市场修复仍刚起步, 失业率仍远未恢复至疫情前水平, 叠加平均通胀目标的引入决定美联储并不会对短期通胀上行做出反应。相比长端利率的上行, 期限利差的收窄更令人担心, 短端利率的上行通常隐含了加息预期的升温, 以往每轮加息预期与加息周期中, 随着短端收益率的快速上行, 10-2Y 期限利差都随之走平, 而当前美债收益率曲线的熊陡形态印证政策收紧担忧仍然不足为虑。

图 25: 美国货币市场流动性仍然充裕 (%)



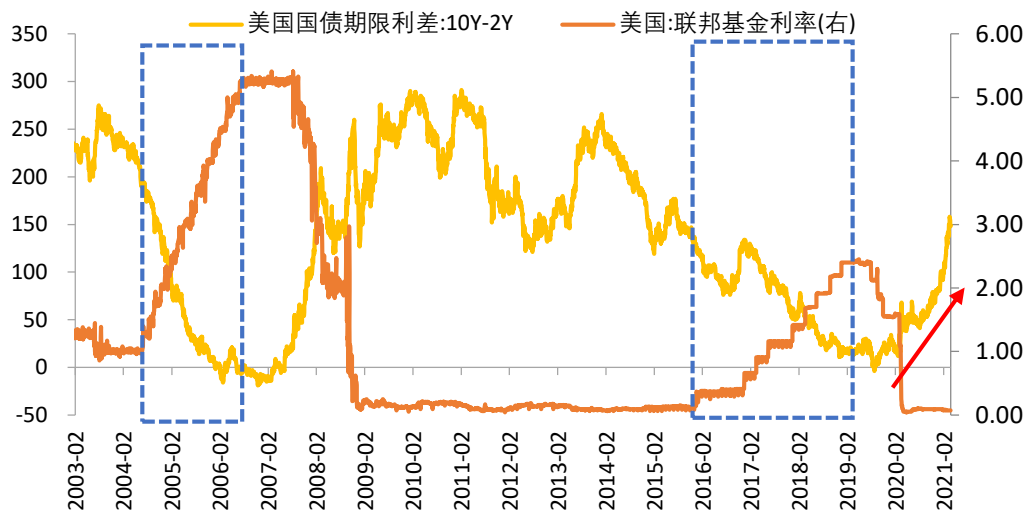
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 美国失业率仍在高位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 加息周期往往对应 10-2Y 期限利差的走平 (bp, %)

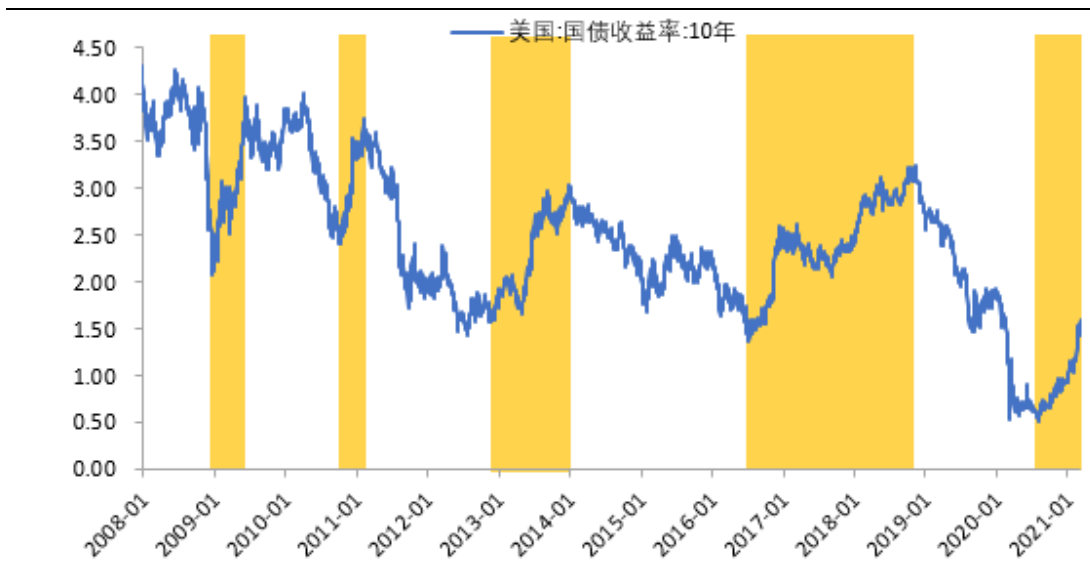


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 美国经济复苏预期决定长端收益率的上行方向, 对照以往复苏周期, 本轮美债收益率仍有约 30-80bp 的上行空间, 而从 10-2Y 期限利差倒推来看在加息预期形成前, 长端收益率仍有 60bp 的上行空间, 22 年年中或将上行至 2% 上方。但油价

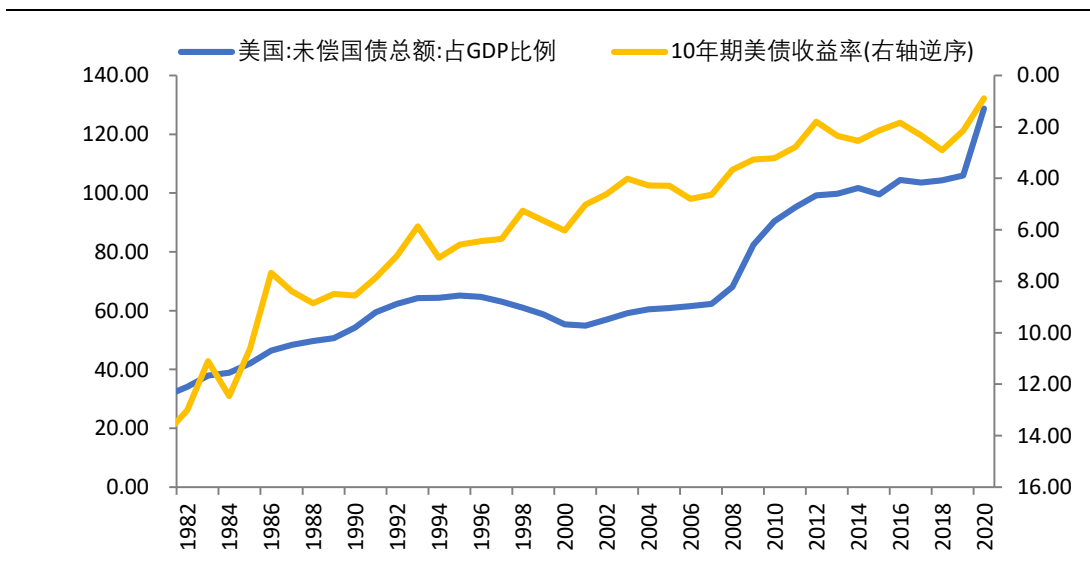
上涨推升的通胀预期影响或将逐渐减弱，同时疫苗接种不确定性和政府高杠杆率仍对实际利率形成压制，长端收益率短期上行节奏或将趋缓，三季度或将再度加速上行

图 28: 往轮复苏周期下美债收益率表现 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 10Y 美债收益率与政府杠杆率高度负相关 (%)

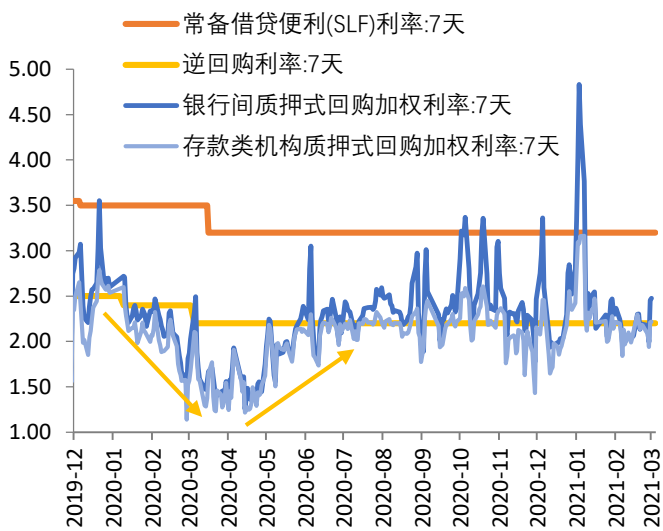


资料来源: Wind, 优财研究院

4. 疫情错位带来中美周期错位，本轮美债收益率上行对国内债市影响有限。

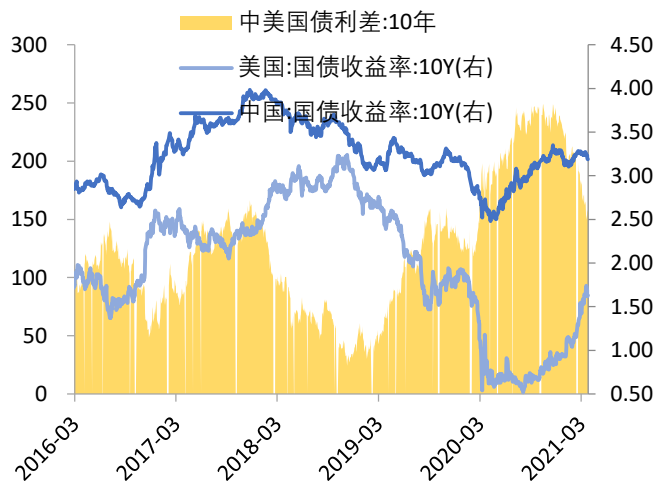
对于国内债市来看，一般美债收益率上行会通过基本面、通胀、货币政策以及中美利差角度影响国债利率走势，但此次美债收益率上行对国内债市影响有限。一方面，美国经济复苏和通胀预期是近期引发美债快速上行的主因，但中美疫情错位下本轮中国的政策周期走在美国之前，国内自去年 5 月就开启了货币政策常态化的道路，当前国内债市已反应了货币政策中性的一致预期。另一方面，当前中美利差有所收敛，但仍处于 180bp 的高位，且近期风险资产的剧烈调整也对避险情绪形成明显提振。

图 30:国内货币政策去年 5 月已向常态化回归(%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 31: 中美利差仍位于高位 (bp, %)



资料来源：Wind，优财研究院



## 五、 债市观点

当前经济基本面仍处于渐进修复状态，二季度经济环比或超季节性，基本面对债市来说依然是逆风，但 2-3 月资金面的平稳宽松格局使得债市无视“美债收益率快速上行+经济基本面向好”的双重利空，长端收益率整体震荡并较 2 月高点下行。而随着 2-3 月后财政资金集中投放减弱，以及季末效应、缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，资金面平稳偏松格局将不再，波动或将逐渐加大，债市利空免疫效应或将减弱。

当前 10Y 国债收益率下行至 3.2% 附近，离 1 月低点 3.1% 不远，而 1 月初处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，债市基本面难以回到当时，债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，债市干扰因素增加，当前收益率水平下行空间有限，3.1-3.2% 区间追涨意义有限，赔率和胜率都有所下降。而中长期看，防风险目标下货币政策上有约束、下有底线，资金利率中枢有望保持稳定，债券收益率仍然保持上有顶、下有底的震荡区间，10Y 国债收益率仍难摆脱 3.0/3.1%-3.3/3.4% 区间震荡格局。

## 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”。