



2021年4月5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

债市多空相持，市场延续窄幅震荡

内容提要

多空相持下债市维持窄幅震荡，资金面维持平稳并实现平稳跨季提振债市情绪，而国内经济修复趋势仍然向好，叠加4月缴税大月及地方债供给放量预期的利空因素，债市多空交织，仍未打破窄幅震荡格局。

资金面平稳跨季，银行间资金面整体平稳，主要回购利率虽小幅上行但波动不大，DR007维持在2.2%左右波动，跨季供给较为充裕，非银机构融入难度尚可。央行公开市场3月以来连续高频低量操作，货币政策态度维持中性基调不变，而随着4月缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，后续资金面波动或将加大，4月政治局会议的政策定调至关重要。

春节后企业生产恢复加快，制造业景气度显著回升，连续13个月维持扩张区间，制造业产需两端同步扩张，需求端走强带动生产加快，量价齐升，需求走强下企业被动去库，经济动能有所增强。服务业与建筑业景气度大幅走高，消费需求回暖下服务业加快恢复，出口短期仍有支撑、地产短期韧性、制造业景气度向好，二季度经济环比或超季节性。大宗商品涨价下价格指数回升，再通胀仍在持续，但工业品通胀更多的是供给扰动，核心通胀偏弱下对货币政策约束有限。

策略建议

3月债市向好主要受到交易结构优以及供需结构好的提振，资金面的平稳宽松是主要内因，但4月的边际变量在于地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动或将加大，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，而当时处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，而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，债市难以回到当时，债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，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，短期建议观望市场对供给压力的反馈。本周关注3月通胀、金融数据以及地方债发行计划等。

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

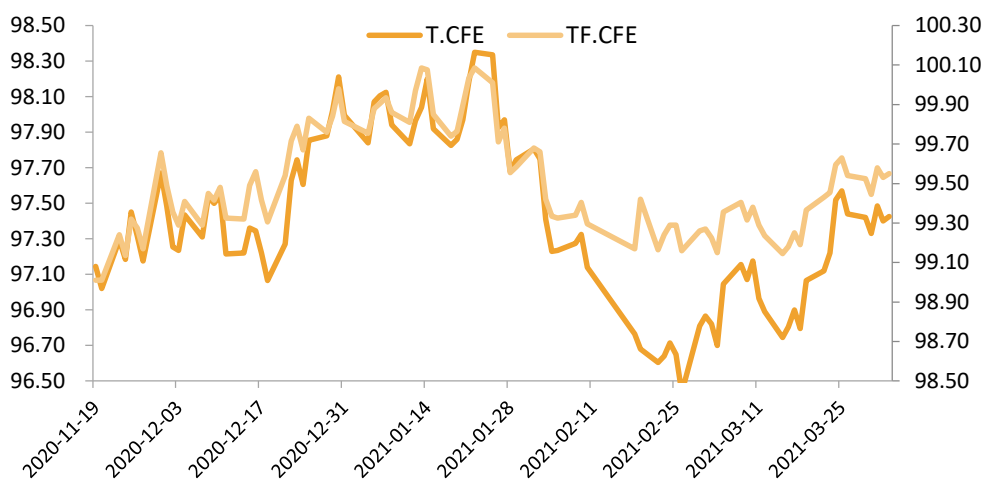
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、行情回顾

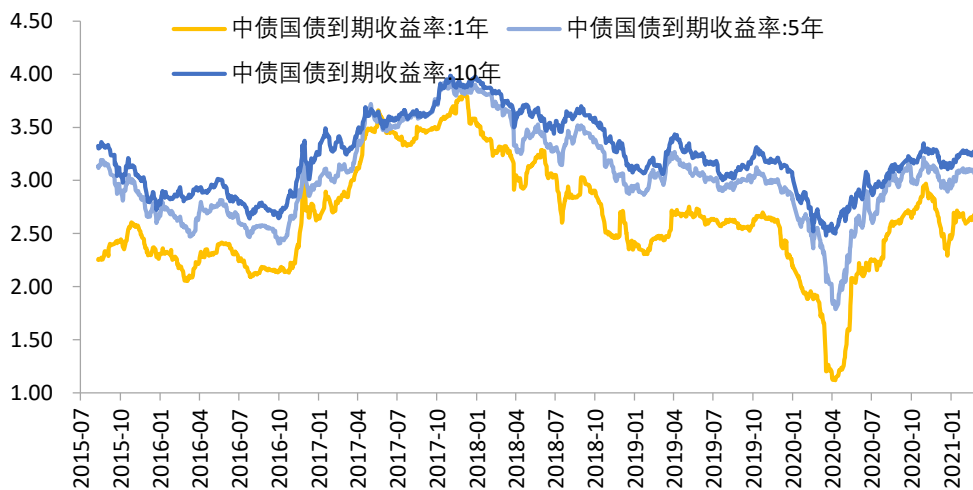
多空相持下债市维持窄幅震荡。上周公布的 3 月 PMI 数据强劲反弹，经济数据表现向好，但债市依然波澜不惊，全周依然保持窄幅震荡。具体来看，资金面维持平稳并实现平稳跨季提振债市情绪，而国内经济修复趋势仍然向好，叠加 4 月缴税大月及地方债供给放量预期的利空因素，债市多空交织，仍未打破窄幅震荡格局，全周十年国债活跃券 200016 累计下行 0.15bp，十年国开活跃券 200215 累计下行 0.6bp。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



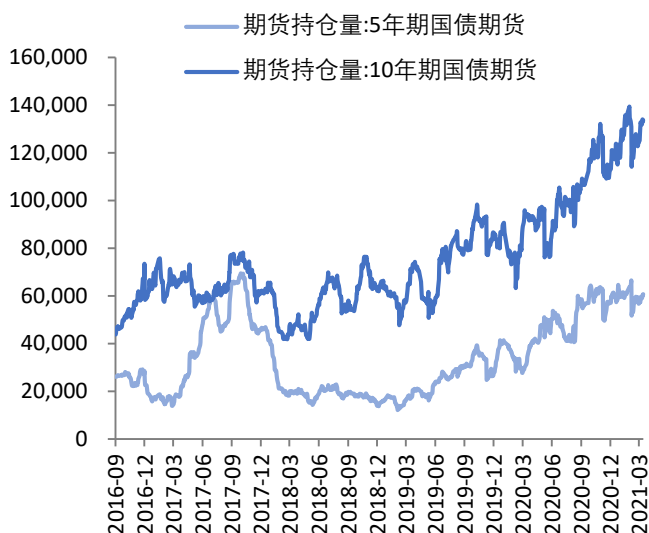
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



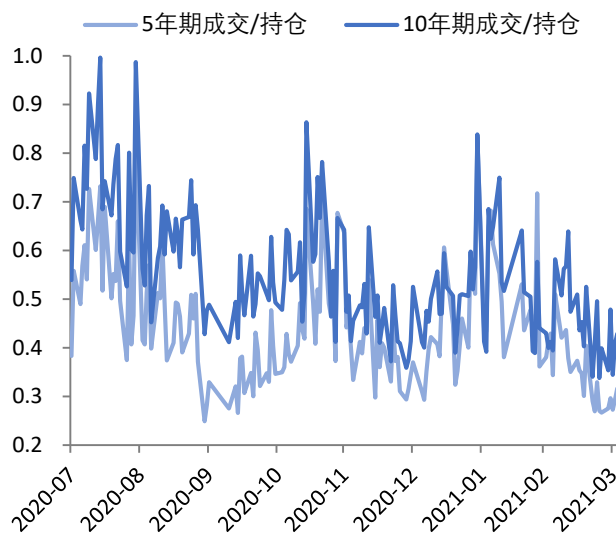
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



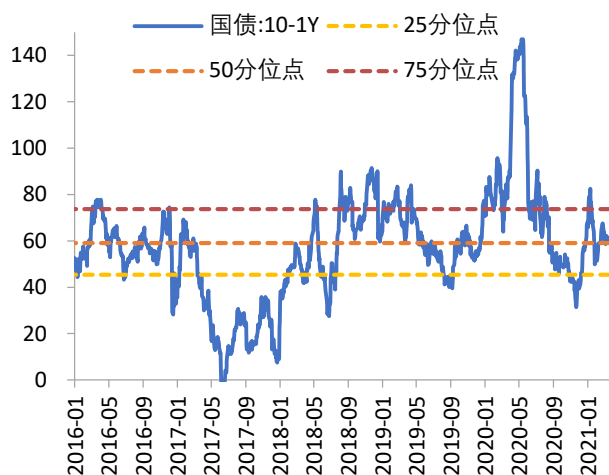
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



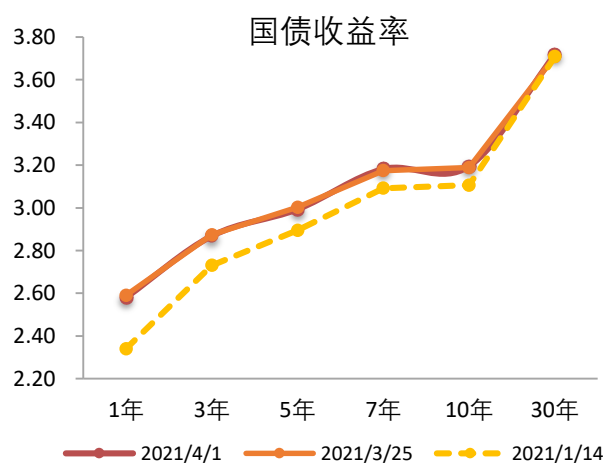
资料来源：Wind，优财研究院

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 (%)

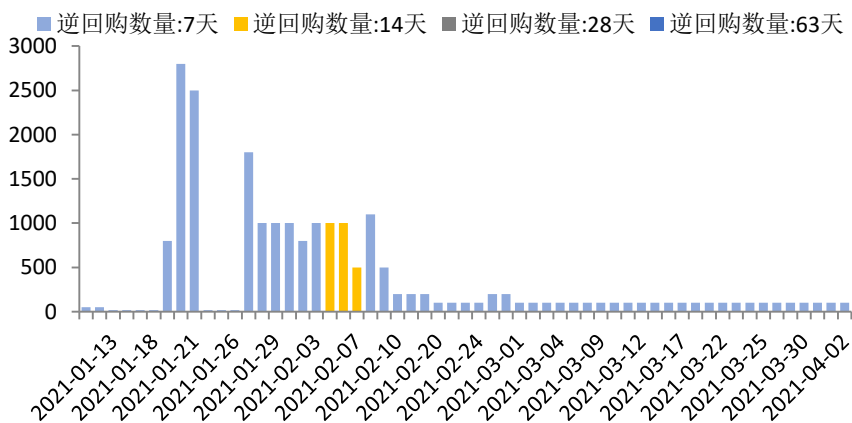


资料来源：Wind，优财研究院

二、资金面与货币政策

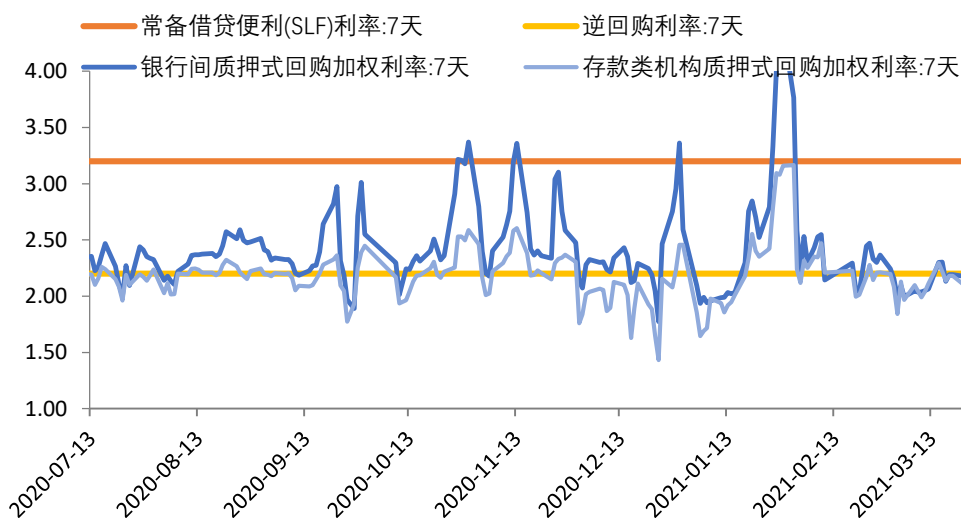
资金面平稳跨季，银行间资金面整体平稳，主要回购利率虽小幅上行但波动不大，DR007 维持在 2.2%左右波动，跨季供给较为充裕，非银机构融入难度尚可。央行公开市场 3 月以来公开市场连续一整月维持日度 100 亿元 7 天期逆回购操作规模，并实现对到期规模的完全对冲。上周央行共进行 500 亿元逆回购操作，同期有 500 亿元央行逆回购到期。货币政策态度维持中性基调不变，而随着 4 月缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，后续资金面波动或将加大，4 月政治局会议的政策定调至关重要。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



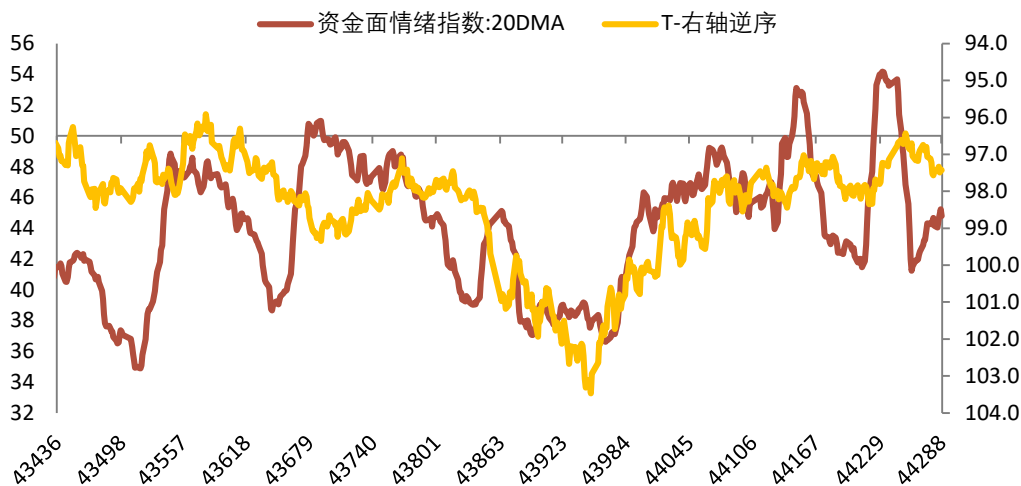
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：利率走廊（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



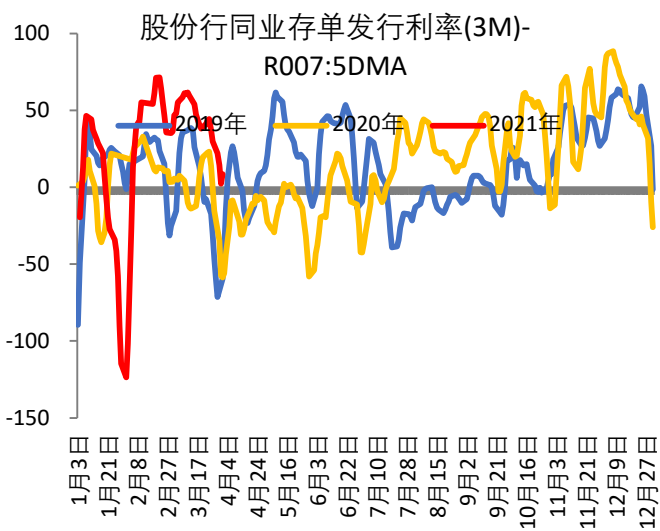
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：同业存单发行利率（%）



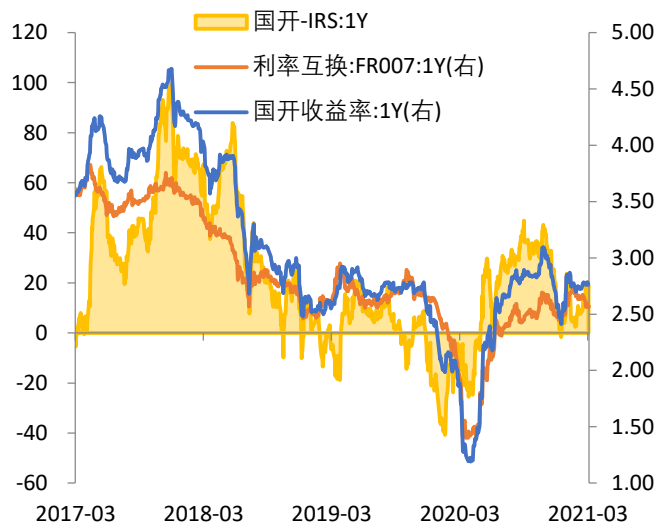
资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 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 12: 国开收益率与利率互换 (%)



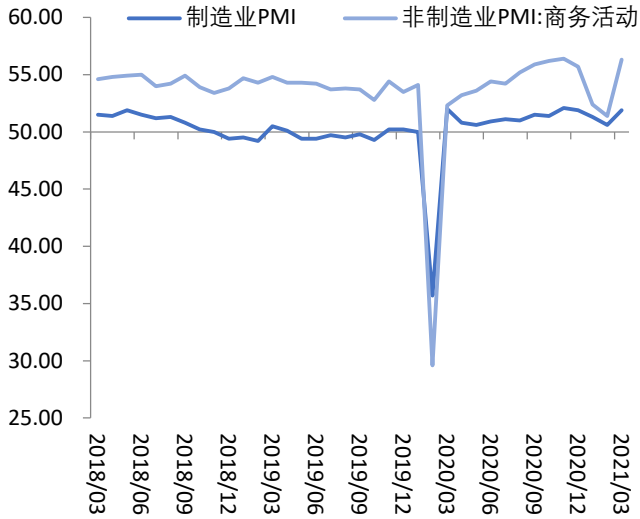
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济基本面

2021年3月官方制造业PMI为51.9, 前值50.6, 高于上月1.3个百分点; 非制造业商务活动指数为56.3, 高于上月4.9个百分点; 综合PMI产出指数为55.3, 高于上月3.7个百分点。

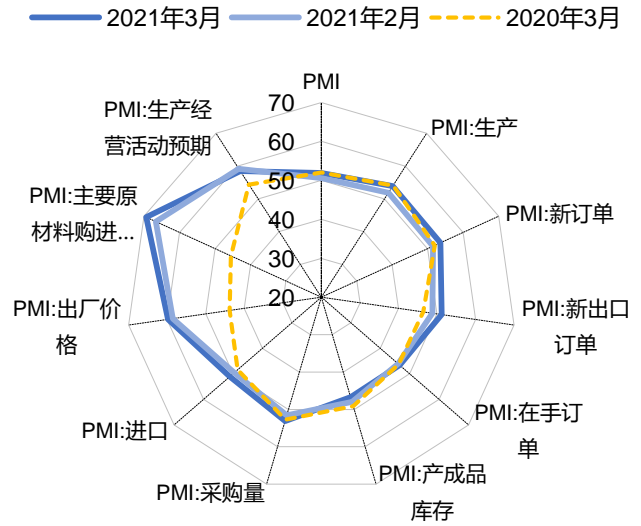
春节后企业生产恢复加快, 制造业景气度显著回升, 连续13个月维持扩张区间, 制造业产需两端同步扩张, 需求端走强带动生产加快, 量价齐升, 需求走强下企业被动去库, 经济动能有所增强。服务业与建筑业景气度业大幅走高, 消费需求回暖下服务业加快恢复, 出口短期仍有支撑、地产短期韧性、制造业景气度向好, 二季度经济环比或超季节性。大宗商品涨价下价格指数回升, 再通胀仍在持续, 但工业品通胀更多的是供给扰动, 核心通胀偏弱下对货币政策约束有限。

图 13: 官方 PMI 指数



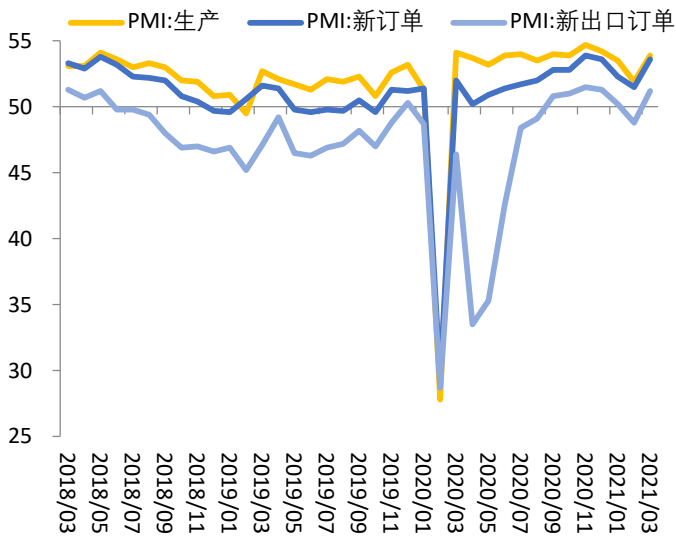
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 官方制造业 PMI 分项



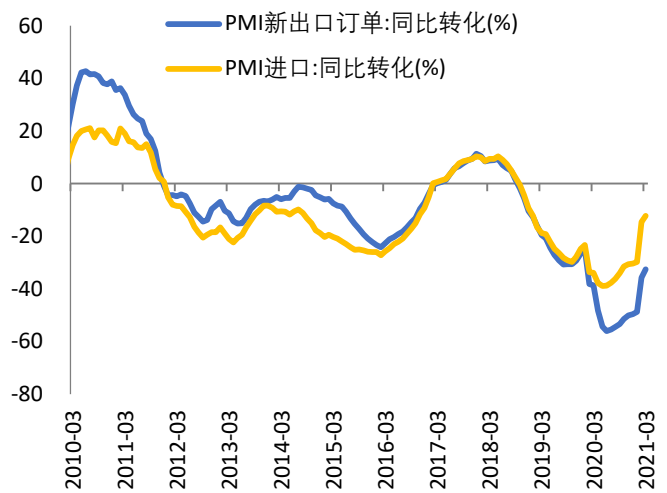
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 生产和新订单指数



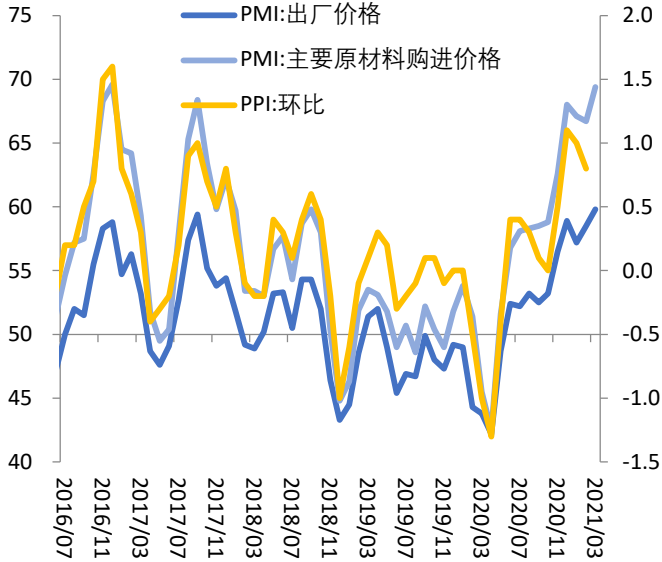
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 新出口订单和进口指数 PMI 同比转化(%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原材料购进和出厂价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 大宗商品快速上涨



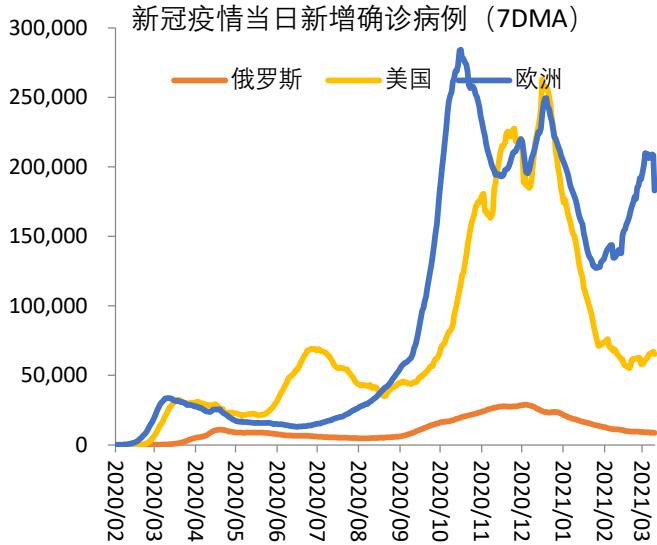
资料来源: Wind, 优财研究院

高频跟踪:

生产端继续受到环保限产政策的影响, 唐山“常态化”环保限产政策下, 唐山高炉开工率、产能利用率继续下降, 电厂日耗平稳。需求端整体向好, 地产销售处于近三年同期最好水平, 其中一二线楼市热度较高, 旺季逐步来临下建材价格涨幅扩大, 钢价涨幅扩大并加速去库, 水泥价格涨幅扩大。而海外方面, 欧美 PMI 仍处

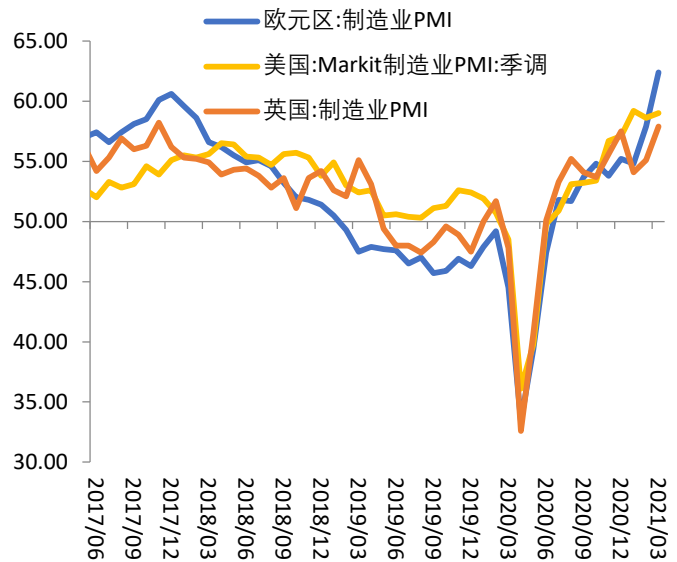
于回升趋势，欧洲疫情第三波反弹，出口运价指数继续回落。

图 19: 海外新增确诊病例 (例)



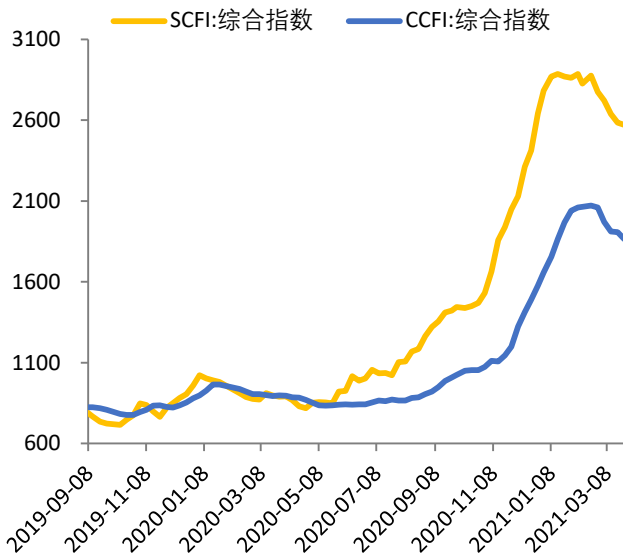
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 欧美 PMI 继续回升



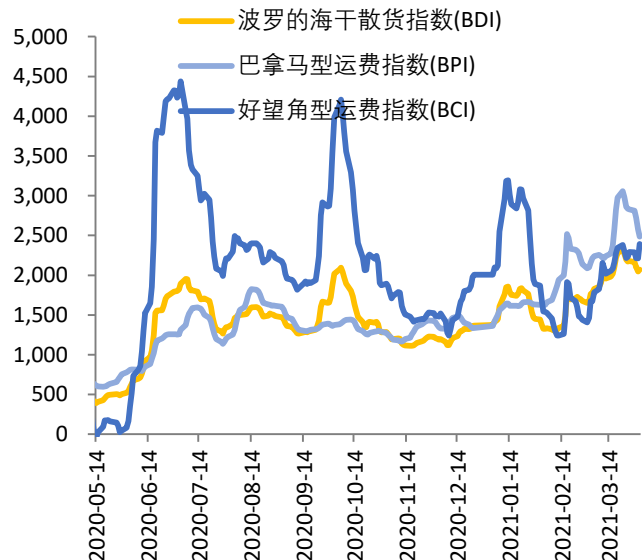
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 出口集装箱运价指数



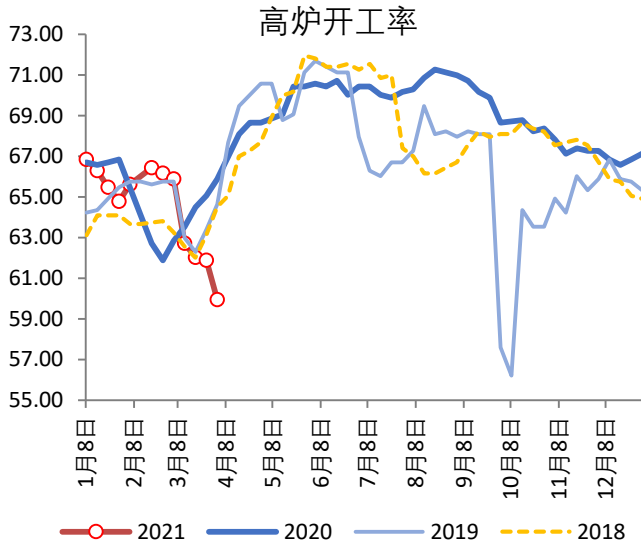
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 航运指数



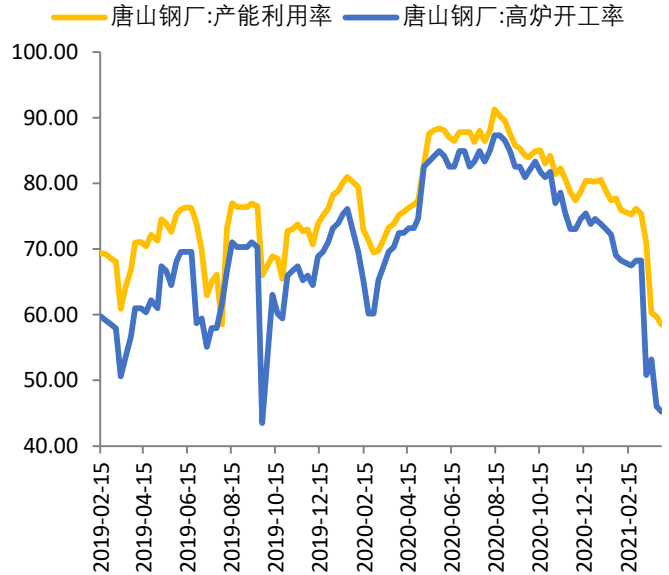
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 高炉开工率 (%)



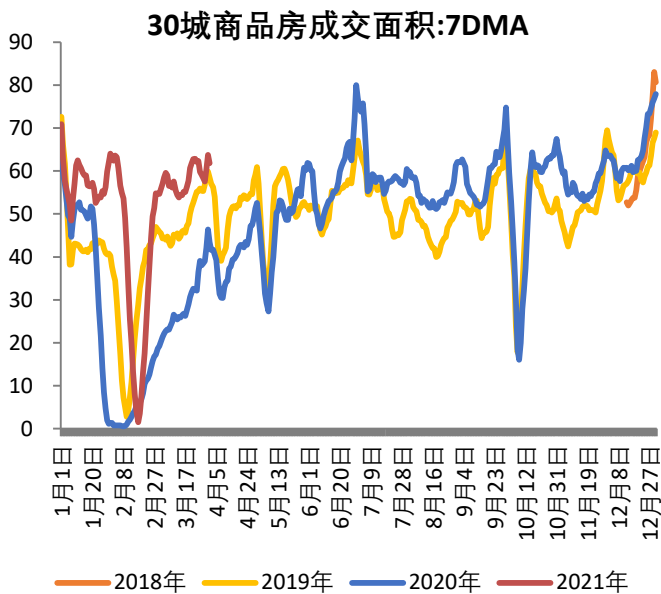
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



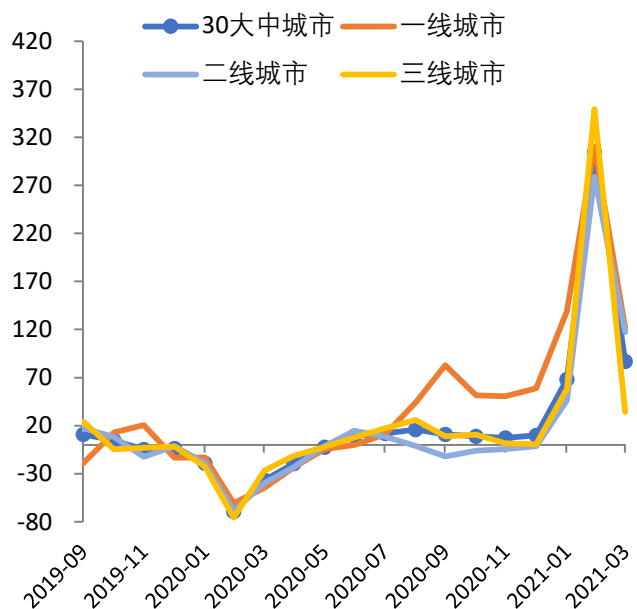
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



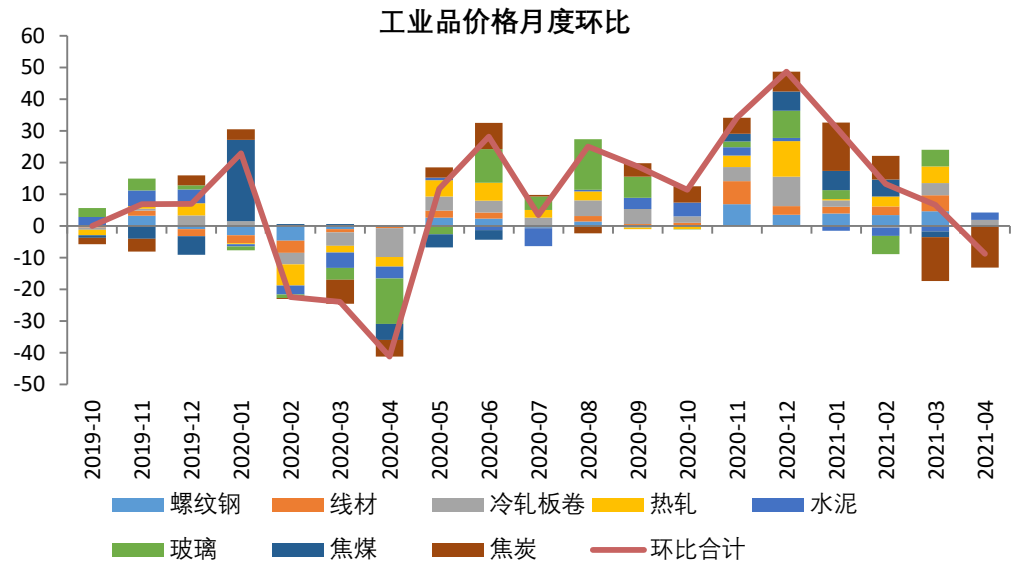
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 30 城商品房成交面积同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 27：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

四、债市观点

3 月债市向好主要受到交易结构优以及供需结构好的提振，资金面的平稳宽松是主要内因，但 4 月的边际变量在于地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动或将加大，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，而当时处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，而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，债市难以回到当时，债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，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，短期建议观望市场对供给压力的反馈。本周关注 3 月通胀、金融数据以

及地方债发行计划等。

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”。