



2021年5月15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

资金面宽松及欠配压力支撑债市情绪，长端利率小幅下行

内容提要

月初流动性稳中偏松，资金面宽松叠加机构欠配压力支撑债市多头情绪，且无视PPI同比冲高破6的利空，长端收益率仍小幅下行。收益率曲线小幅趋平，当前收益率曲线处在极度陡峭的水平，长短端10-1Y利差达到80bp左右，接近去年年中水平。

银行间资金面维持稳中偏松的格局，五一假期本月例行缴税顺延，叠加短期地方债缴款压力有限，资金供给暂无忧，资金价格仍处低位，DR007位于2%以下。随着5月中下旬临近，地方债发行放量叠加例行缴税期来临，流动性仍不能掉以轻心，资金面边际或将收敛，但整体基调料仍将以稳为主。下周重点关注税期将至及地方债发行可能带来的资金面变化。

经济基本面：① 4月PPI同比继续冲高，CPI涨幅温和，基本符合市场预期。往后看，服务业消费有望继续修复，CPI年内高点可控，二季度PPI仍有冲高压力，但全球流动性拐点已现，PPI同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，货币政策收紧事半功半，通胀上行尚难传导至政策层面。② 中国4月金融数据不及预期，但4月份一直是信贷淡季，不宜过度解读，去年同期基数较高拖累本月社融同比表现，房地产调控在本月信贷中有所体现，短期贷款增量偏低拖累信贷总量，而信托贷款继续大幅负增及表外票据弱势是社融低于预期的另一因素。整体来看紧信用主要体现在房地产领域，而实体融资需求的改善仍在持续。

策略建议

近期债市驱动力仍在于资金面，资金面宽松及机构欠配压力释放是近期债市偏强的主因，经济符合预期+货币政策缺乏空间，债市仍难打破3.1-3.3%的窄幅震荡区间。近期市场对利空钝化对利多敏感，随着低于预期的金融数据公布后短期市场利多因素基本出尽，而通胀超预期上行和美债利率或成为未来潜在利空风险点。目前长端收益率接近年初低点，在通胀、供给等隐忧未消的背景下，赔率变弱，基本面来看债市趋势性机会仍需等待，通胀高企的担忧下利率进一步下行阻力加大，长端收益率难以向下突破1月“资金面宽松小周期+供需错配”形成的低点（3.1%），短期债市波动或将有所加大，而在财政继续不释放以及货币略收敛下，收益率曲线存在一定做平机会。

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

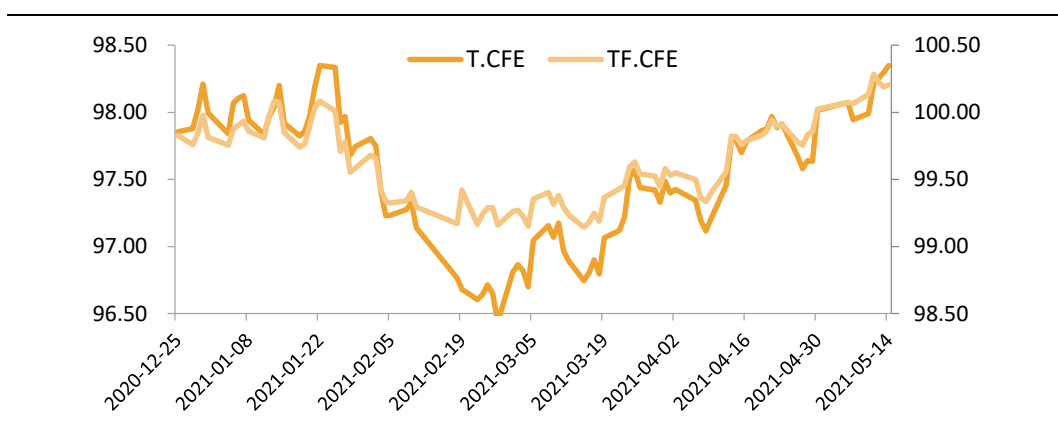
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、行情回顾

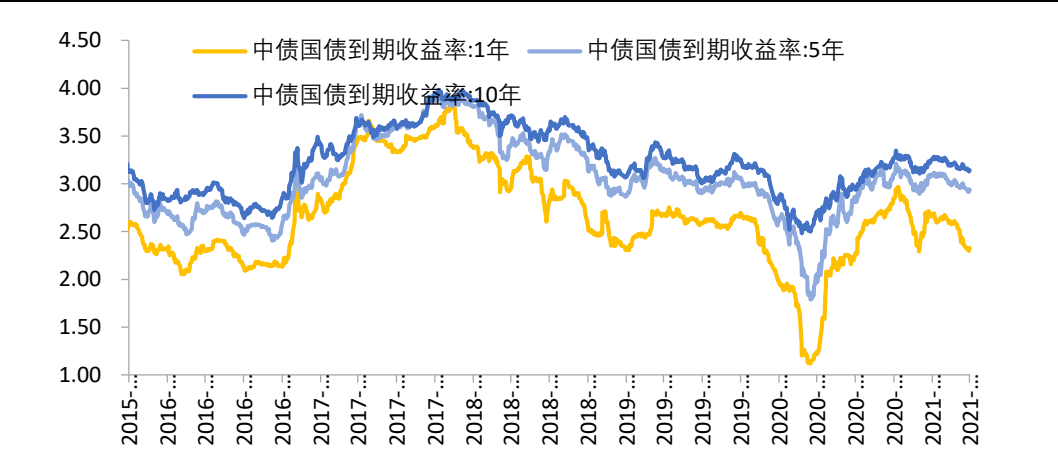
月初流动性稳中偏松，资金面宽松叠加机构欠配压力支撑债市多头情绪，周二公布的通胀数据显示PPI同比冲高破6，但市场对后续PPI高点后回落预期充分，债市一度现利空出尽的走势，叠加周三公布的社融增速不及预期，前半周利率继续小幅下行。而后半周海外通胀担忧升温下美债收益率上行，国内债市小幅调整，整体来看，10年期国债收益率周内下行约1.7bp报3.1422%，短端1年期周内小幅上行1bp，收益率曲线小幅趋平，当前收益率曲线处在极度陡峭的水平，长短端10-1Y利差达到80bp左右，接近去年年中水平。

图 1: 国债期货主力合约 (右轴 TF) (元)



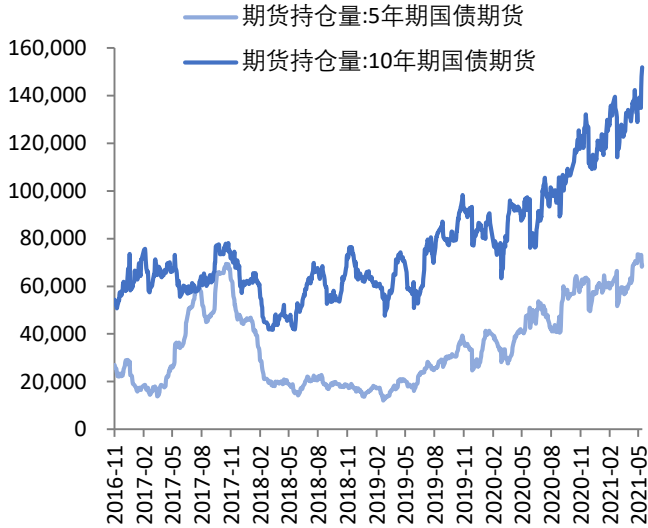
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 国债收益率 (%)



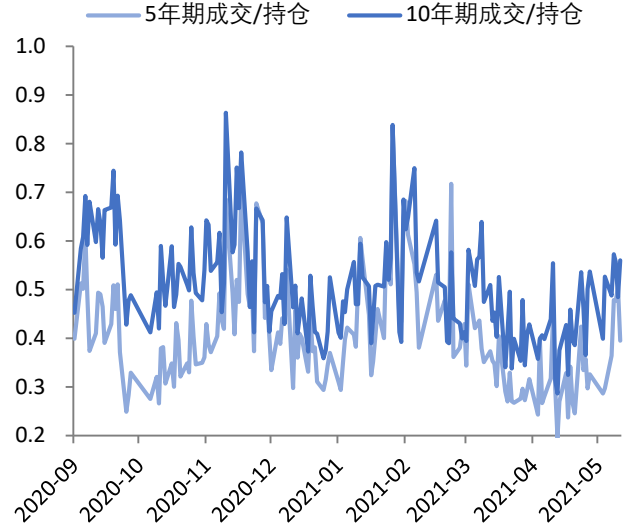
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 期货持仓量 (手)



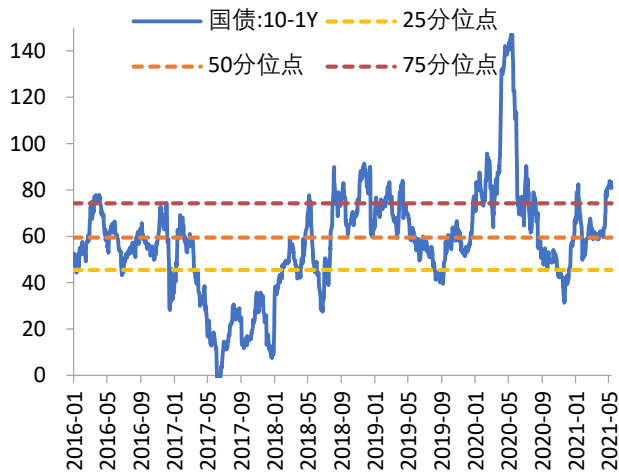
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 成交持仓比



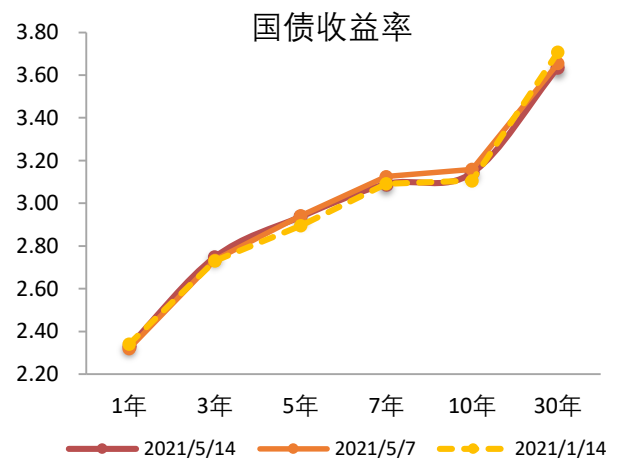
资料来源: Wind, 优财研究院

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 (%)



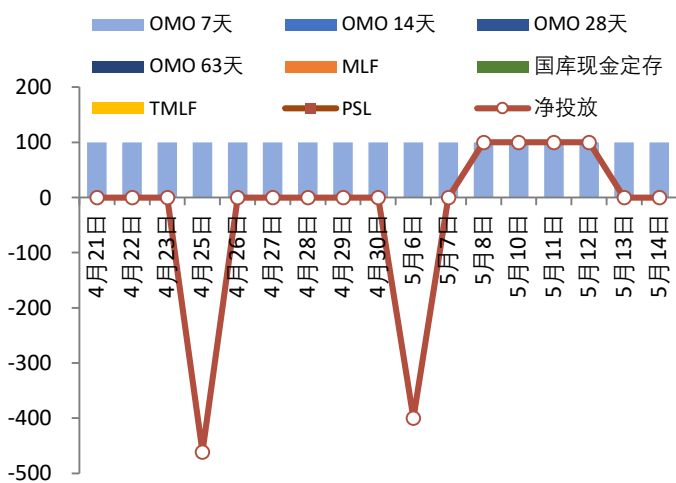
资料来源: Wind, 优财研究院

二、资金面与货币政策

银行间资金面稳中偏松，关注下周税期将至及地方债发行。银行间资金面维持稳中偏松的格局，五一假期本月例行缴税顺延，叠加短期地方债缴款压力有限，资金供给暂无忧，隔夜及七天期资金价格较上周小幅回升，但仍处在低位，DR007 仍在 2% 以下运行。本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 200 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存到期，因此全口径净回笼 400 亿元。随着 5 月中下旬临近，地方债发行放量叠加例行缴税期来临，流动性仍不能掉以轻心，资金面边际或将收敛，但整体基调料仍将以稳为主。下周重点关注税期将至及地方债发行可能带来的资金面变化。

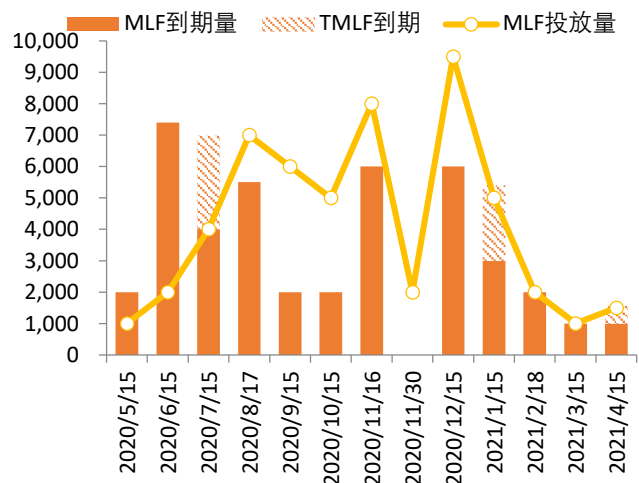
一季度货币政策执行报告的政策取向变化有限，仍以稳字当头。央行一季度货币政策执行报告称，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。下一步，货币政策要稳字当头，保持货币政策的主动性，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。但在专栏 4 和专栏 3 中，央行也明确指出关注国内外通胀风险及美债收益率上行和美元指数的可能变化。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



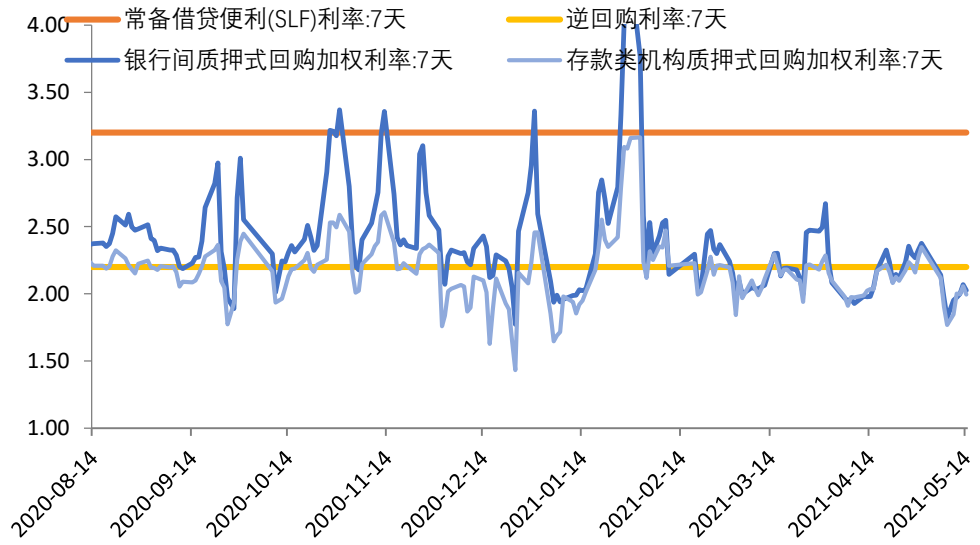
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



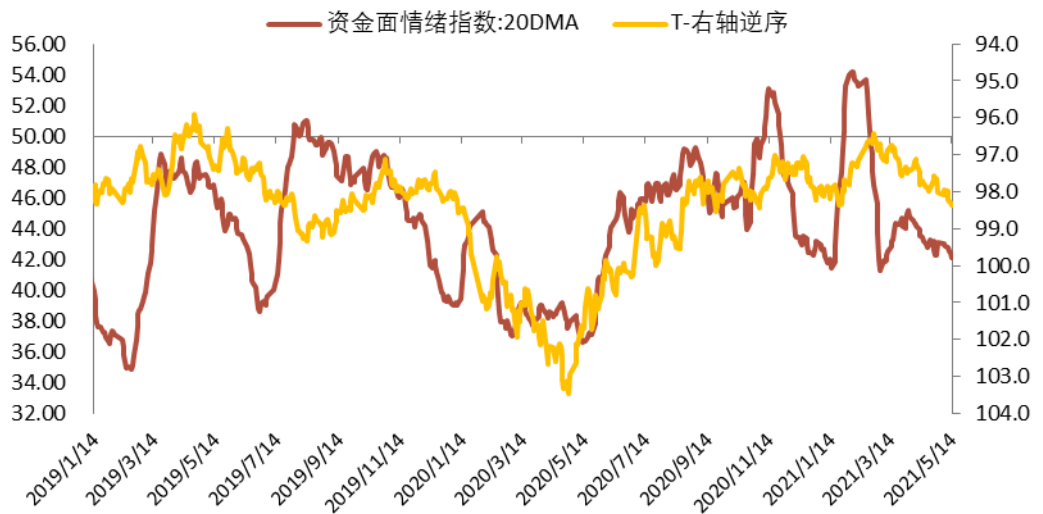
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊 (%)



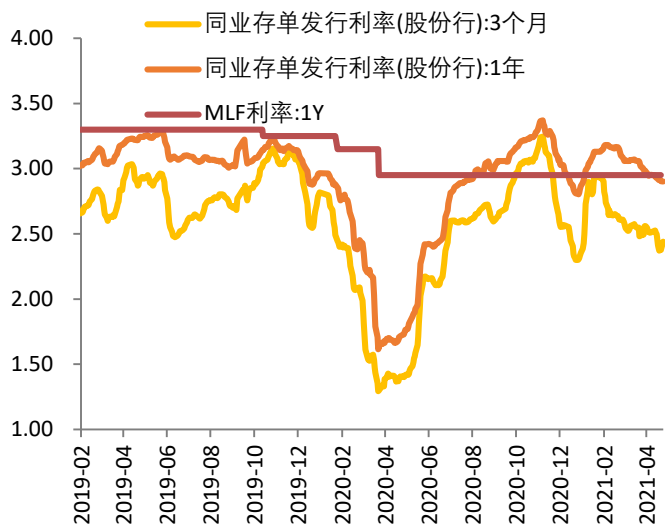
资料来源：Wind, 优财研究院

图 10：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



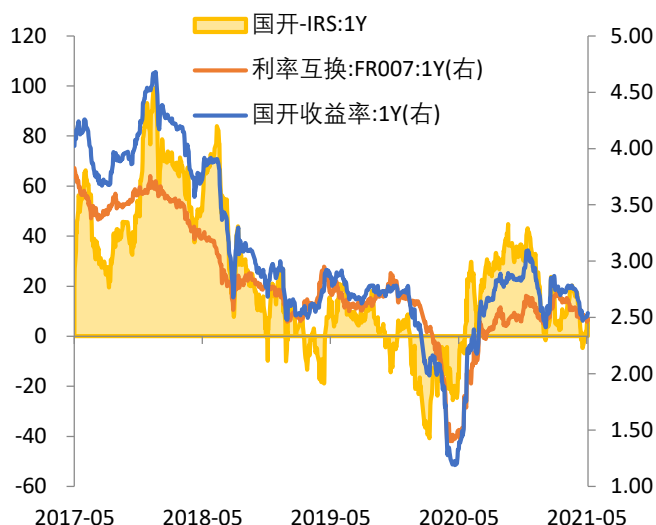
资料来源：Wind, 优财研究院

图 11: 同业存单发行利率 (%)



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

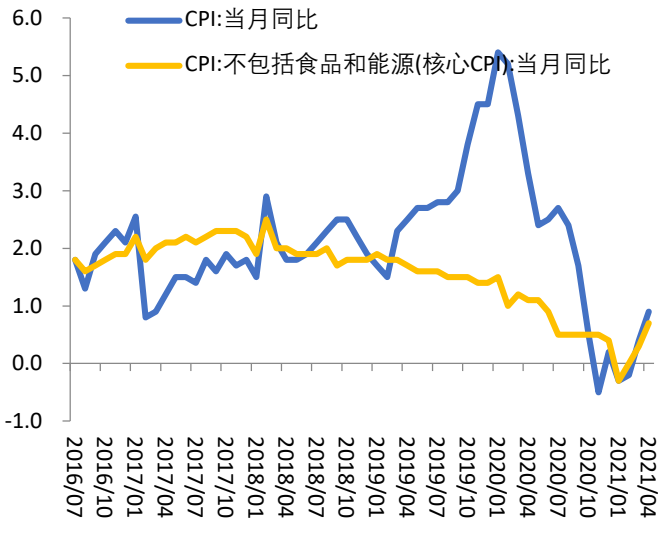
3.1 宏观经济

4月CPI同比0.9%，市场预期0.9%，前值0.4%，环比-0.3%；4月PPI同比6.8%，市场预期6.2%，前值4.4%，环比0.9%。

4月PPI同比继续冲高，CPI涨幅温和，基本符合市场预期。往后看，随着疫苗接种率的提高，服务业消费有望继续修复，CPI年内高点可控；而二季度PPI仍有冲高压力，但全球流动性拐点已现，大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓，PPI同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。

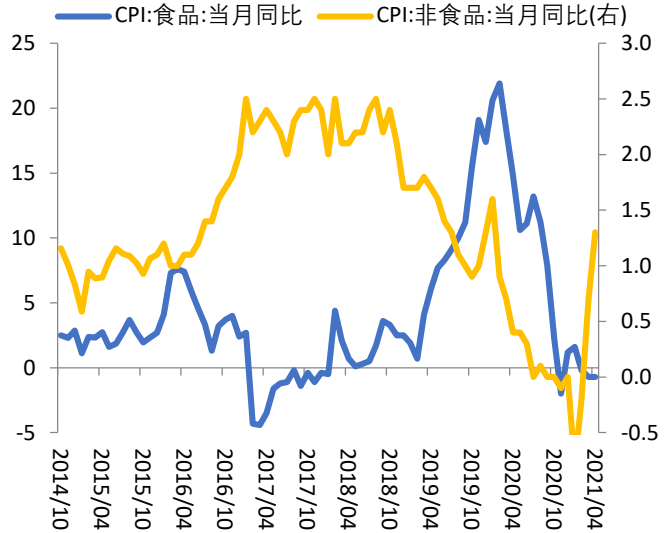
本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，货币政策收紧事倍功半，通胀上行尚难传导至政策层面。4月30日政治局会议未提通胀和大宗商品涨价，并再提“不急转弯”，要求货币政策保持流动性合理充裕，缓解市场对货币政策收紧的担忧。

图 13: 核心 CPI 低位回升 (%)



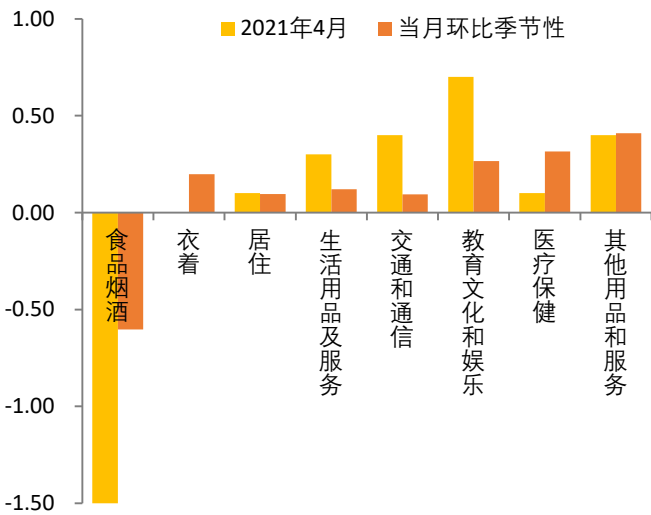
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: CPI 环比季节性 (%)



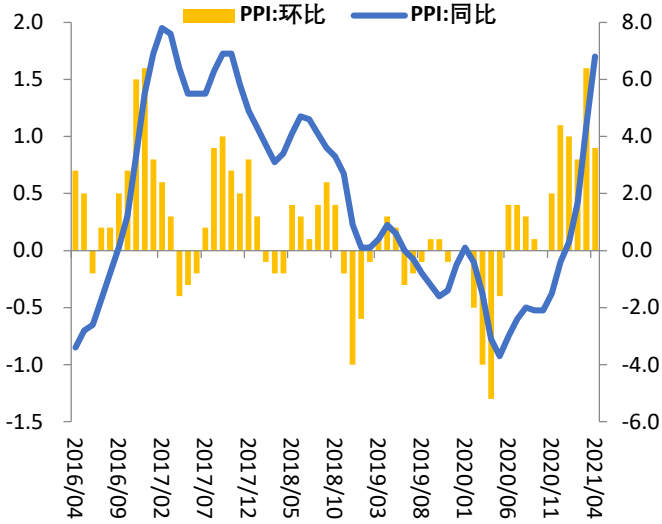
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 猪肉价格拖累扩大 (%)



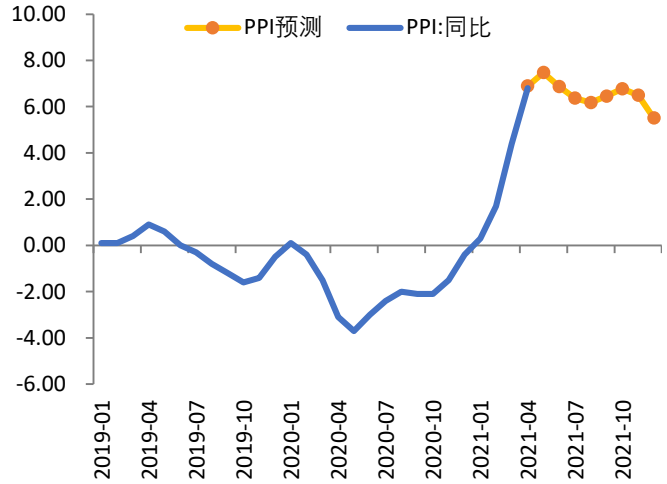
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: PPI 同比冲高, 环比趋缓 (%)



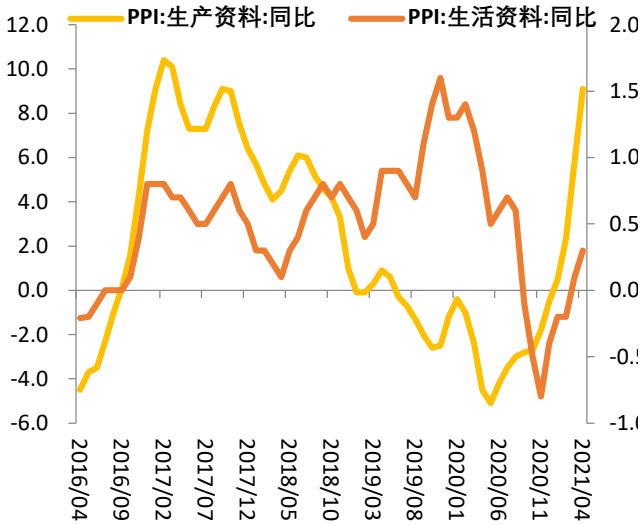
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: PPI 年中或见高点, 四季度压力渐缓 (%)



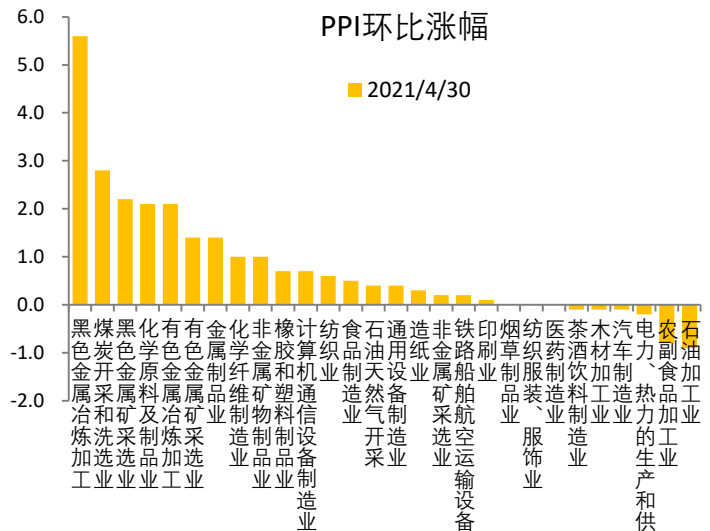
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 下游除食品外的生活资料涨幅扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 国内定价的黑色系强于全球定价商品 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

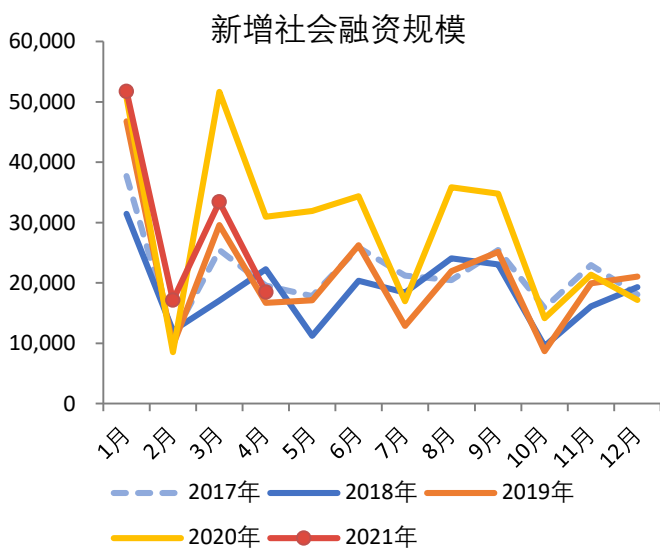
中国 4 月 M2 同比增 8.1%，预期增 9.1%，前值增 9.4%；4 月新增人民币贷款 1.47 万亿元，预期增 1.575 万亿元，前值增 2.73 万亿元；4 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，预期增加 2.25 万亿元，前值增加 3.34 万亿元。M2 同比增速从 2 月的 9.4% 大幅回落 1.3 个百分点至 8.1%。

中国 4 月金融数据不及预期，但 4 月份一直是信贷淡季，不宜过度解读，去年同期基数较高拖累本月社融同比表现，房地产调控在本月信贷中有所体现，短期贷款增量偏低拖累信贷总量，而信托贷款继续大幅负增及表外票据弱势是社融低于预期的另一因素。整体来看紧信用主要体现在房地产领域，而实体融资需求的改善仍在持续。

4 月违规信贷排查迅速推进，住户中长期信贷依然维持同比多增，合理购房需求韧性较强，但居民短期贷款受到压制，居民部门存款单月变动规模创历史新低，叠加基数因素对企业部门存款的影响，短期债务大量到期下企业存款同比少增，M2 增速大幅下行。房地产调控同样体现在信托贷款规模缩减和 M1 增速下行中。

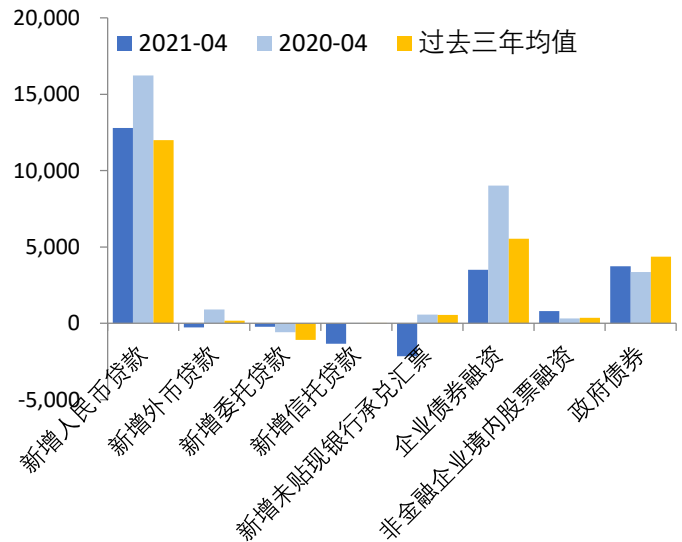
企业中长期信贷仍维持平稳，保持同比多增，反映政策调控并未弱化企业融资需求，工业部门的修复仍在持续，制造业中长期融资需求边际依旧偏强，而政策对票据融资的指导也体现了对实体的支持态度。

图 21：当月新增社融（亿元）



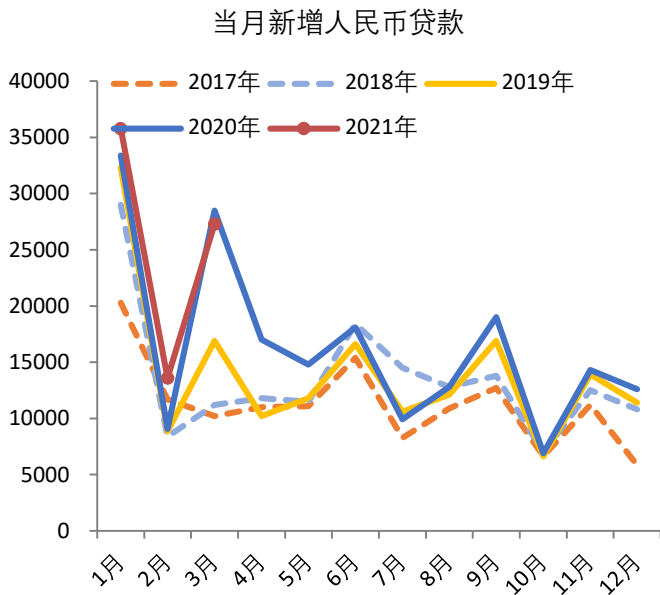
资料来源：Wind，优财研究院

图 22：当月新增社融分项（亿元）



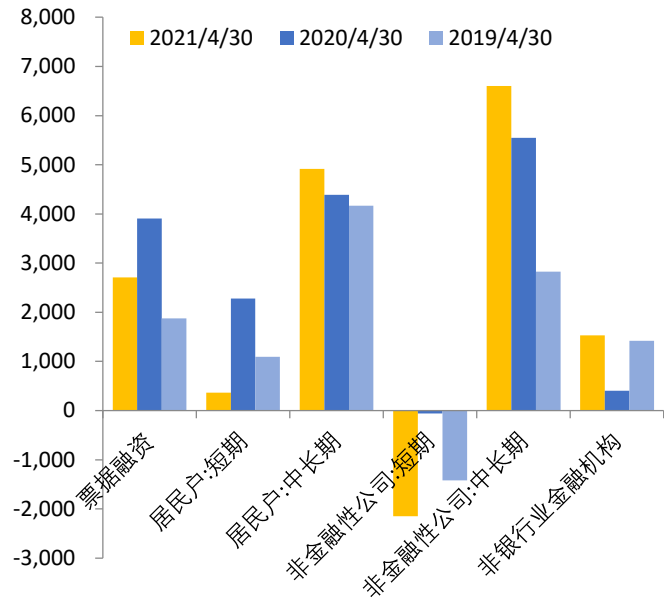
资料来源：Wind，优财研究院

图 23: 表内信贷增长超往年季节性 (亿元)



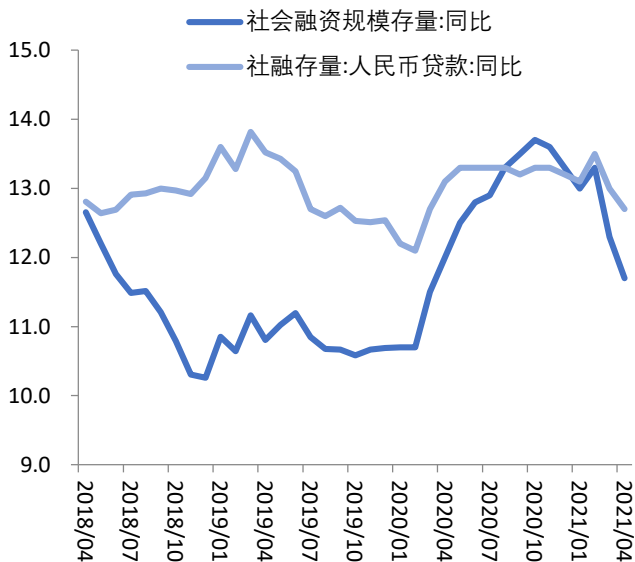
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 中长贷持续高增, 短贷收缩明显 (亿元)



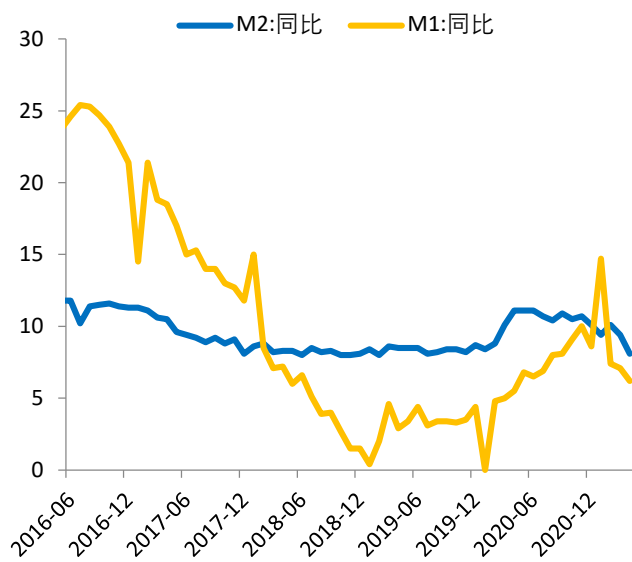
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 高基数效应下社融增速收敛较快 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: M1、M2 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3.2 高频跟踪

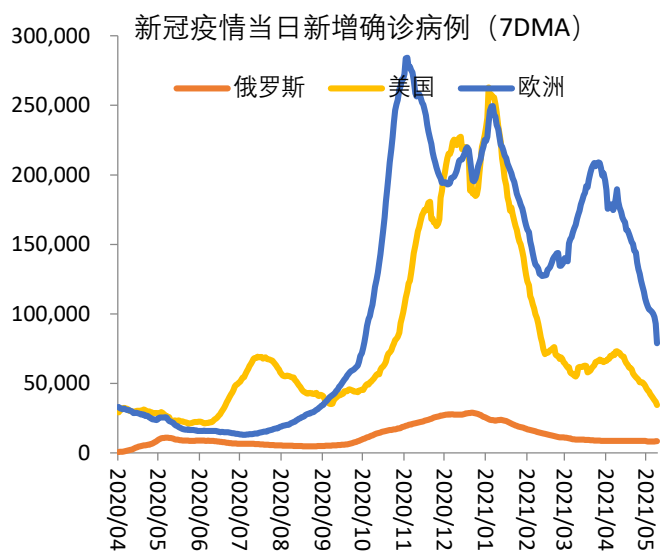
生产端高炉开工率低位持稳，全国钢厂高炉开工率 62.0%，较 4 月 30 日上升 0.1 个百分点。受假期因素影响，轮胎开工率大幅下降

需求端，5 月以来，地产销售维持高位。5 月 1 日至 13 日，30 大中城市商品房日均销售面积为 51.96 万平方米，受假期因素影响，较 4 月同期环比有所下跌，但仍处于近三年最好销售水平。

价格端，5 月工业品价格环比增速较 4 月显著加快，各工业品价格较 4 月底均录得大幅上涨，钢价再创新高，受假期及节前下游采购企业提前备货影响，库存消化停滞，水泥价格旺季续涨。

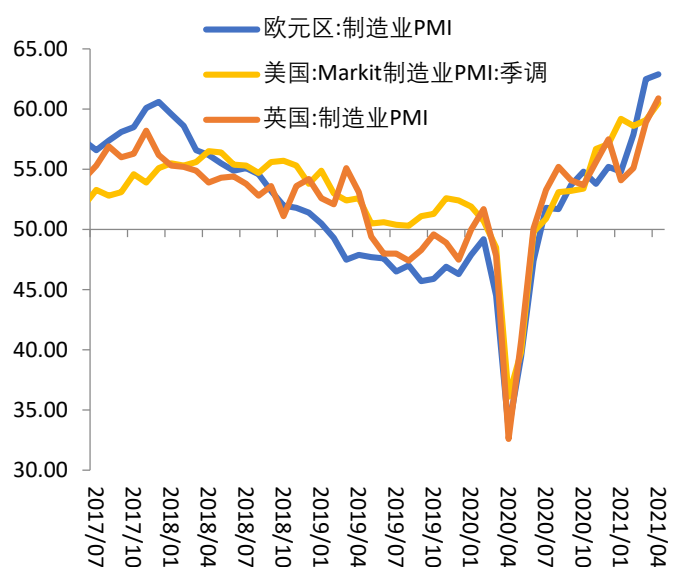
海外方面，欧美 PMI 仍处于回升趋势，英美制造业 PMI 回升速度快于欧洲，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数继续回升，SCFI 和 CCFI 同比增速高位反弹，对国内出口支撑较强。

图 27：海外新增确诊病例（例）



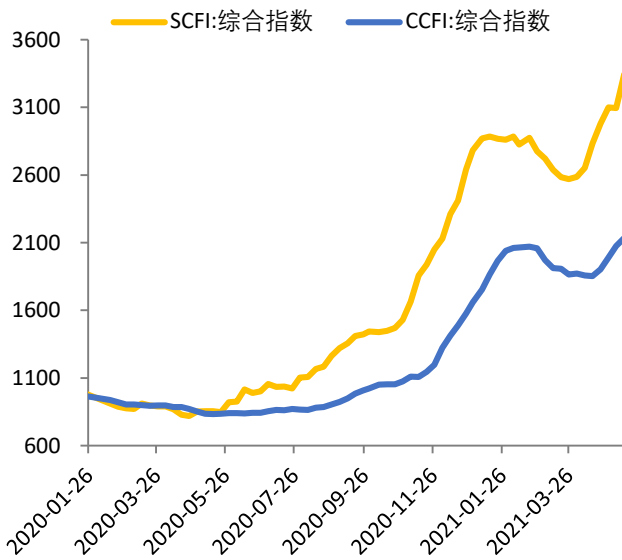
资料来源：Wind，优财研究院

图 28：欧美 PMI 继续回升



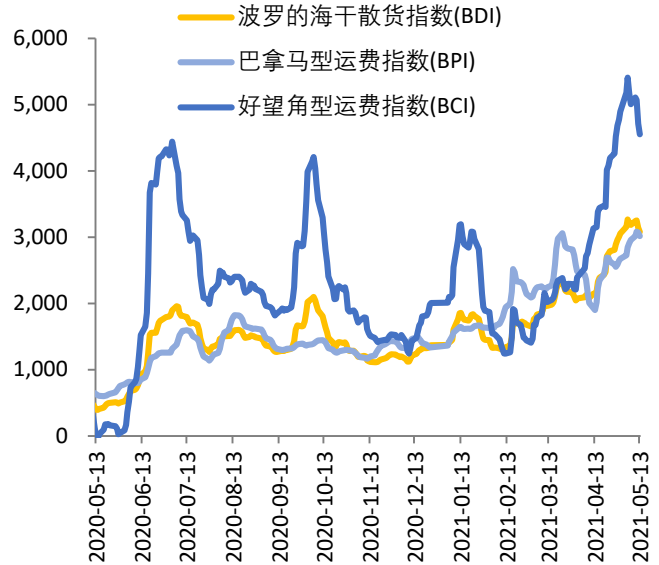
资料来源：Wind，优财研究院

图 29: 出口集装箱运价指数



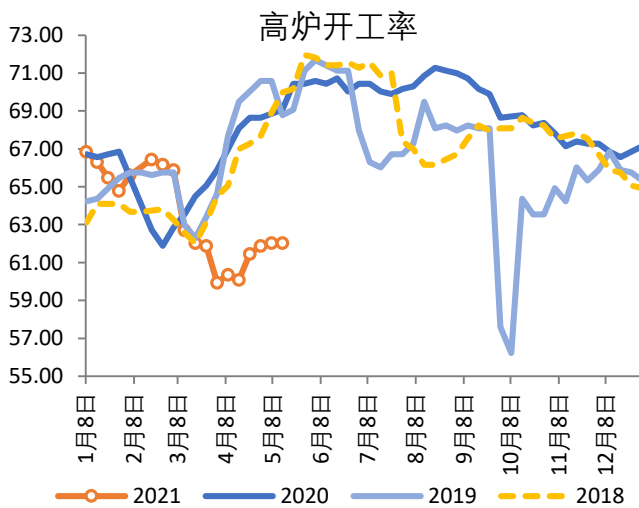
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 航运指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 高炉开工率 (%)



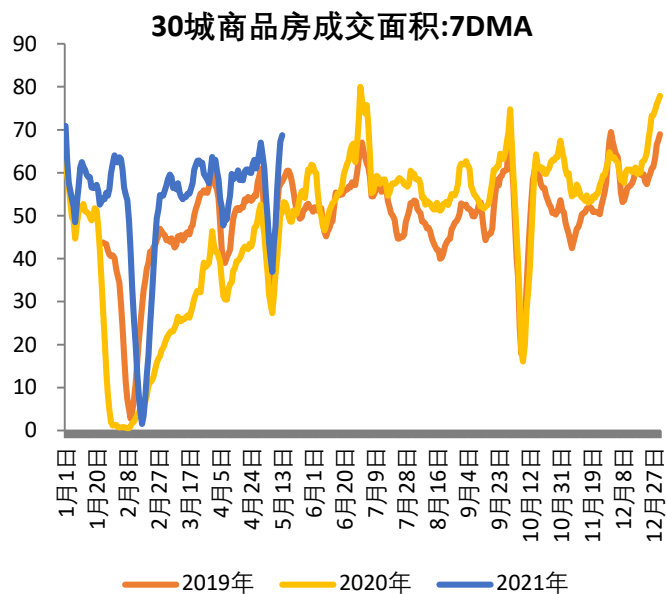
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



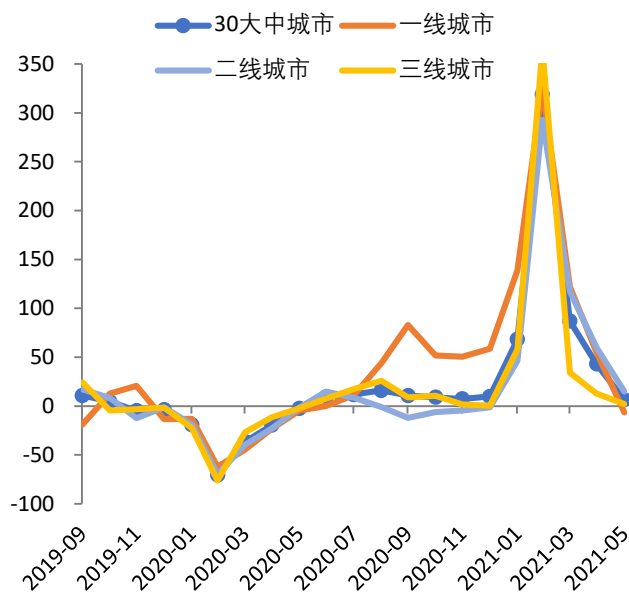
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



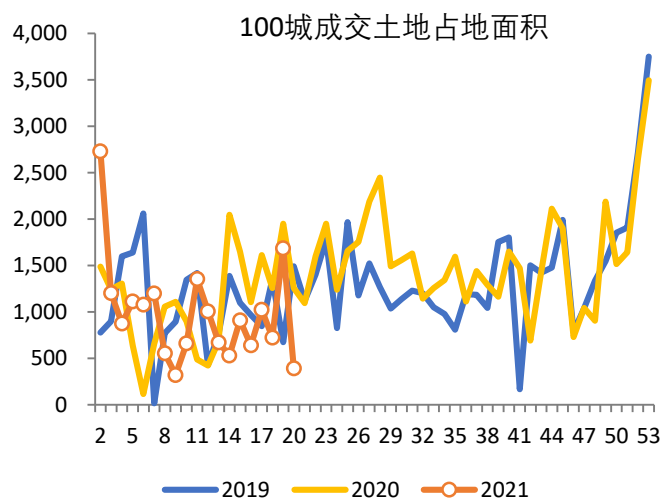
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 30 城商品房成交面积同比 (%)



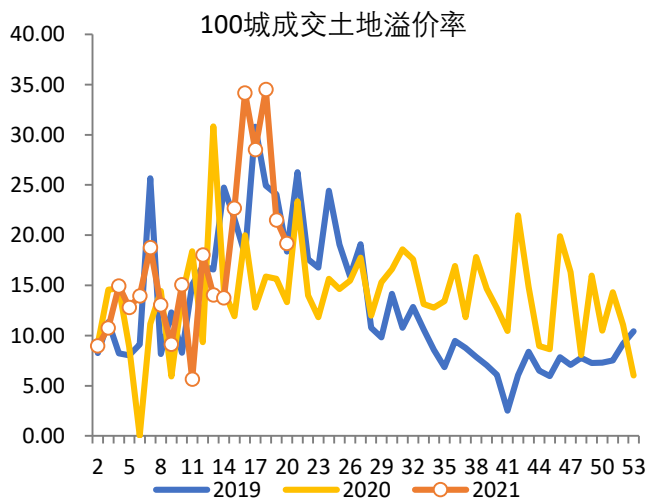
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 百城土地成交面积 (万平方米)



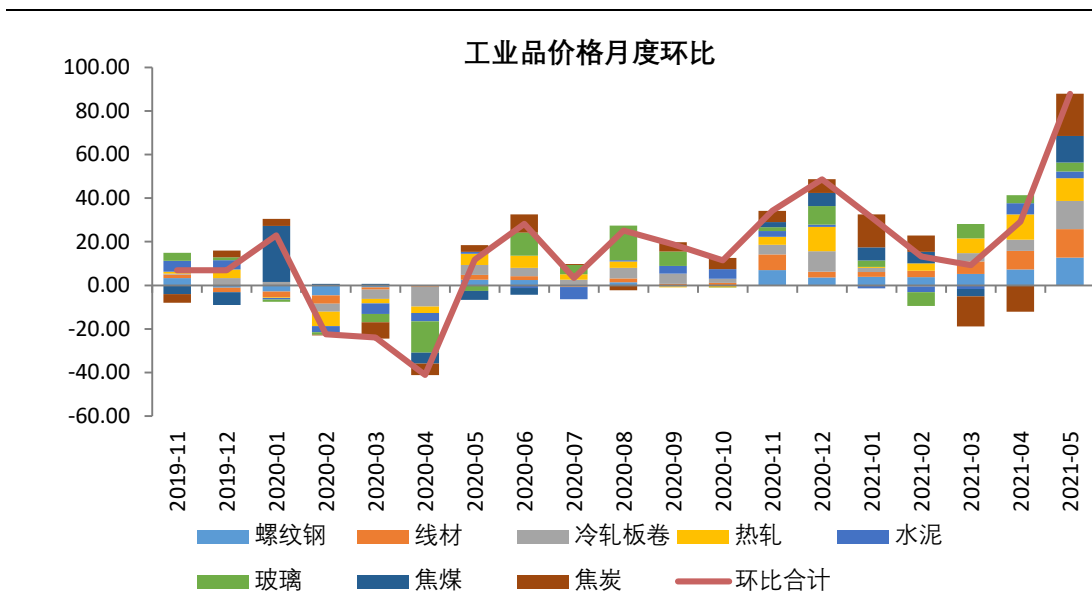
资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 37：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

四、债市观点

近期债市驱动力仍在于资金面，资金面宽松及机构欠配压力释放是近期债市偏强的主因，经济符合预期+货币政策缺乏空间，债市仍难打破 3.1-3.3%的窄幅震荡区间。近期市场对利空钝化对利多敏感，随着低于预期的金融数据公布后短期市场利多因素基本出尽，而通胀超预期上行和美债利率或成为未来潜在利空风险点。目前长端收益率接近年初低点，在通胀、供给等隐忧未消的背景下，赔率变弱，基本面来看债市趋势性机会仍需等待，通胀高企的担忧下利率进一步下行阻力加大，长端收益率难以向下突破 1 月“资金面宽松小周期+供需错配”形成的低点（3.1%），短期债市波动或将有所加大，而在财政继续不释放以及货币略收敛下，收益率曲线存在一定做平机会。

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”。