



2021年5月22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



## 大宗商品持续大跌弱化通胀预期，债市做多情绪升温

### 内容提要

大宗商品价格持续大跌弱化通胀预期，债市做多情绪升温，十年期国债收益率跌破 3.1%。本周市场对经济数据反应平淡，而国务院常务会议部署做好大宗商品保供稳价工作，大宗商品价格出现大跌，通胀担忧的弱化以及税期资金面的超预期平稳显著提振债市做多情绪，十年期国债活跃券继一月份之后再次跌破 3.1%。

税期资金面超预期平稳，周初受市场谨慎情绪影响有所收敛，而后在资金供给充裕下资金利率回落。周五是 5 月缴税申报截止日，银行间市场资金面仍保持充裕，隔夜回购利率周内首次回落至 2% 下方，DR007 也在周初收敛后重新回到 2.2% 下方。下周初税期走款或对资金面形成一定扰动，但预计整体仍偏平稳。股份制银行 1 年期同业存单发行利率本周继续小幅下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp。

高频跟踪：本周工业生产端小幅回升，全国钢厂高炉开工率较小幅走高，假期因素消退下汽车轮胎开工率回升；需求端，地产销售维持高位，边际有所回落，一二线楼市热度仍然较高；5 月工业品价格环比增速较 4 月显著加快，随着政策层的关注度逐渐上升，本周大宗商品价格出现下跌，钢价明显下挫，水泥价格继续高位持稳；外需依然强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，出口运价指数继续回升再创新高。

### 策略建议

近期债市驱动力在于资金面，而非经济基本面，4 月经济有所放缓，但仍大致在稳定区间，出口仍有支撑+地产维持韧性+财政后置，年内经济实质压力不大，通胀压力持续上行下基本面对债市偏空。但从中观来看，资金面的持续超预期宽松以及机构的欠配压力释放持续支撑债市偏强，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。本周长端收益率突破关键点位后，部分空头止损盘也加速国债期货走高，短期来看资金面宽松支撑市场延续偏暖行情，欠配压力下市场不排除“超涨”。

不过从利率下行空间来看，货币政策仍缺乏空间，当前并看不到 MLF 和 OMO 利率下调的可能性，长端利率 3.0% 仍对应 MLF 利率底线。当前股份行 1 年期同业存单发行利率本周继续小幅下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp，关注同业存单是否低于 MLF10bp 及以上超调的信号。在下半年财政后置+美联储 QE 退出的风险下，利率仍存上行压力。当前同业存单向下偏离 MLF 利率，以及 IRS 与国开利差回到低位，或透支部分资金面宽松预期，未来在财政继续不释放以及货币略收敛下，可适当把握收益率曲线做平机会。

### 风险提示

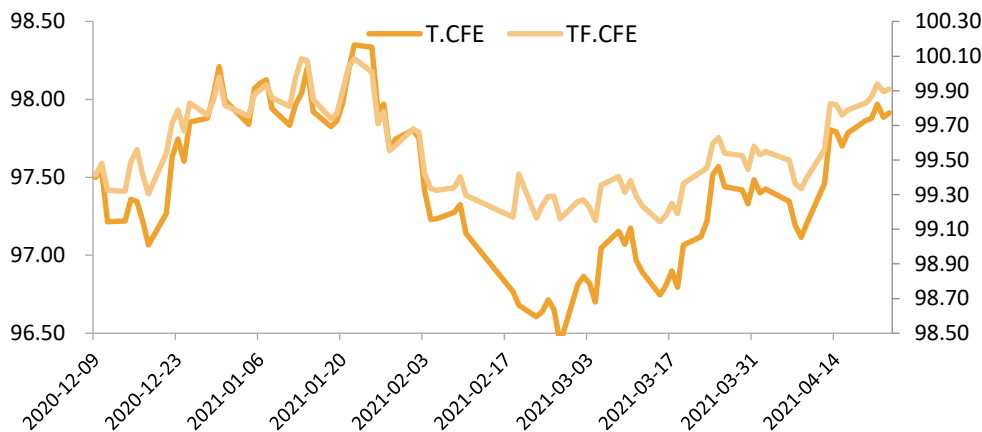
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、行情回顾

大宗商品价格持续大跌弱化通胀预期，债市做多情绪升温，十年期国债收益率**跌破 3.1%**。本周公布 4 月经济有所放缓，但仍大致在稳定区间，市场对经济数据反应平淡。而国务院常务会议部署做好大宗商品保供稳价工作，本周大宗商品价格出现大跌，通胀担忧的弱化以及税期资金面的超预期平稳显著提振债市做多情绪，十年期国债活跃券继一月份之后再次跌破 3.1%。10 年期国债收益率周内大幅下行 5.46bp 报 3.0876%，短端 1 年期下行 2.14bp，中端 5 年期国债收益率小幅下行约 1bp，收益率曲线趋平，10-1Y 利差小幅收敛至 76bp，收益率曲线仍偏陡峭。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



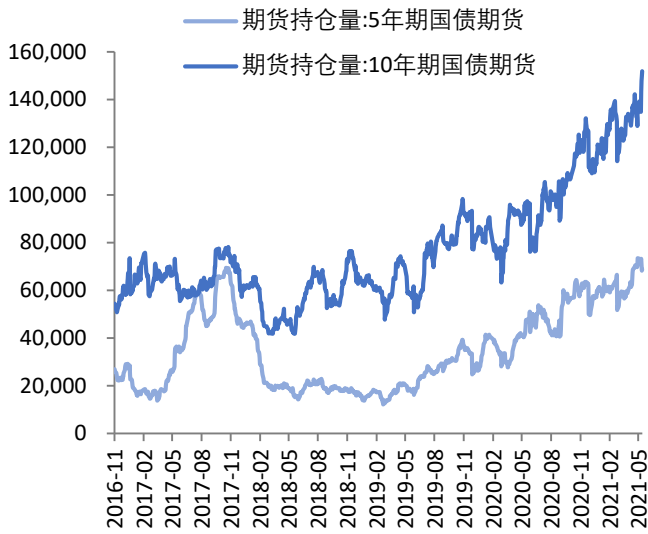
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



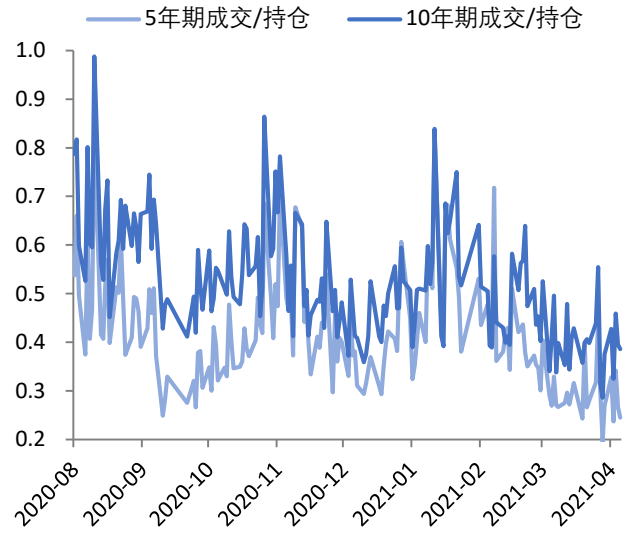
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



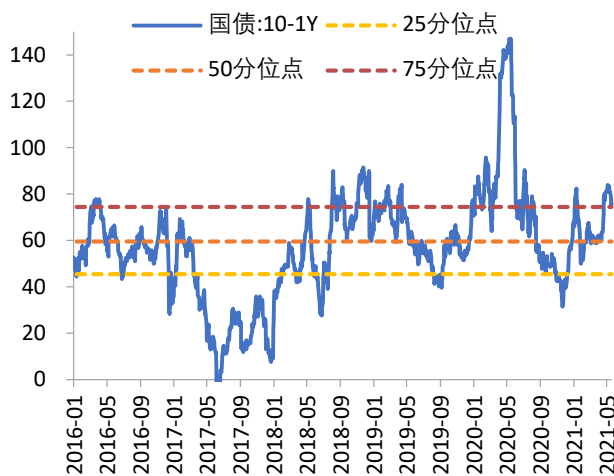
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



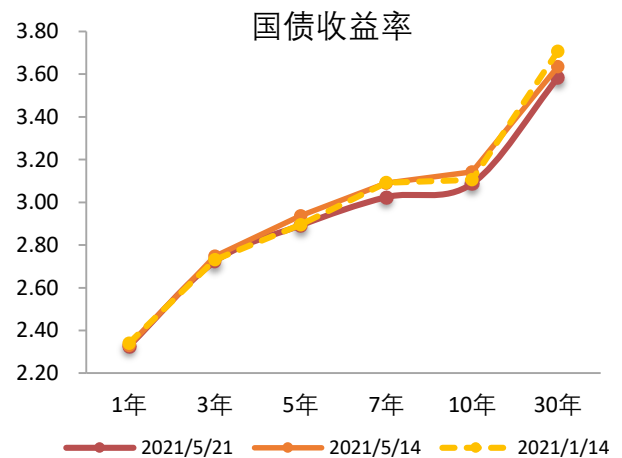
资料来源：Wind，优财研究院

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

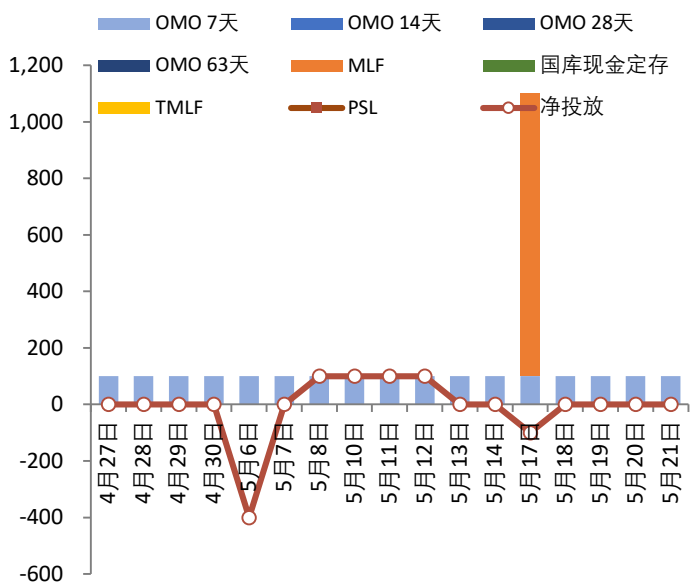
## 二、资金面与货币政策

**税期资金面超预期平稳。**本周资金面整体延续平稳宽松，周初受市场谨慎情绪影响有所收敛，而后在资金供给充裕下资金利率回落。周五是 5 月缴税申报截止日，银行间市场资金面仍保持充裕，隔夜回购利率周内首次回落至 2% 下方，DR007 也在周初收敛后重新回到 2.2% 下方。下周初税期走款或对资金面形成一定扰动，但预计

整体仍偏平稳。股份制银行 1 年期同业存单发行利率本周继续小幅下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp。

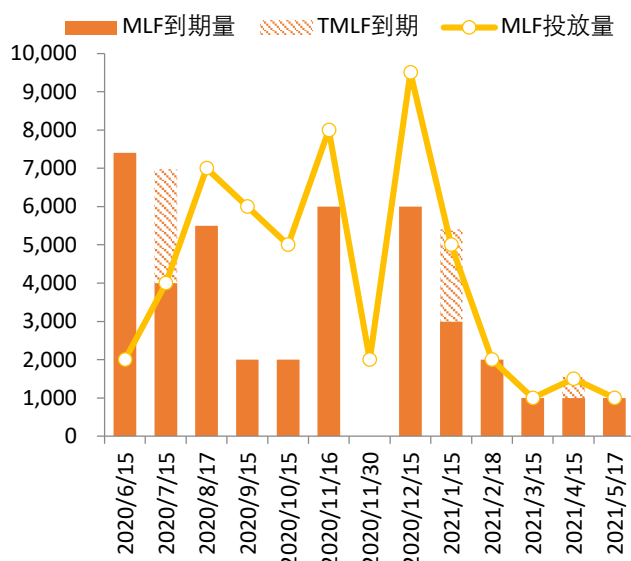
从央行操作来看，央行中性态度延续，周一等额续做 MLF 符合预期，资金面整体处于央行合意波动区间。周内同时进行了 500 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存操作，对冲 600 亿元逆回购到期，本周全口径净投放 600 亿元。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



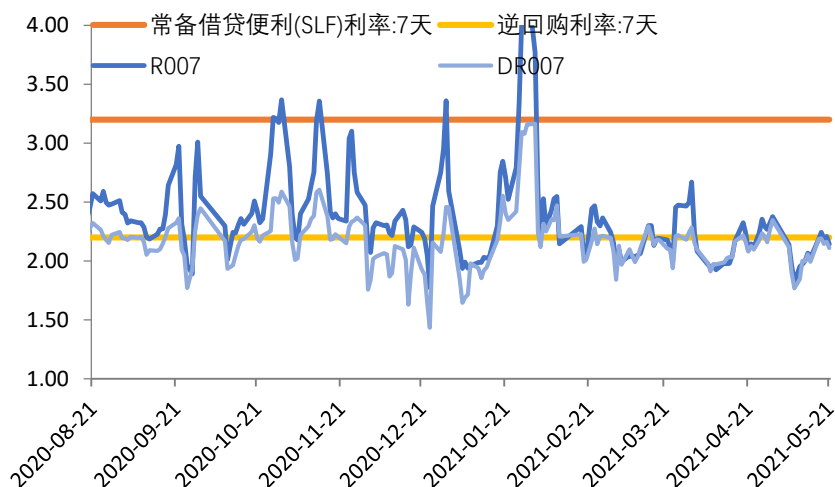
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



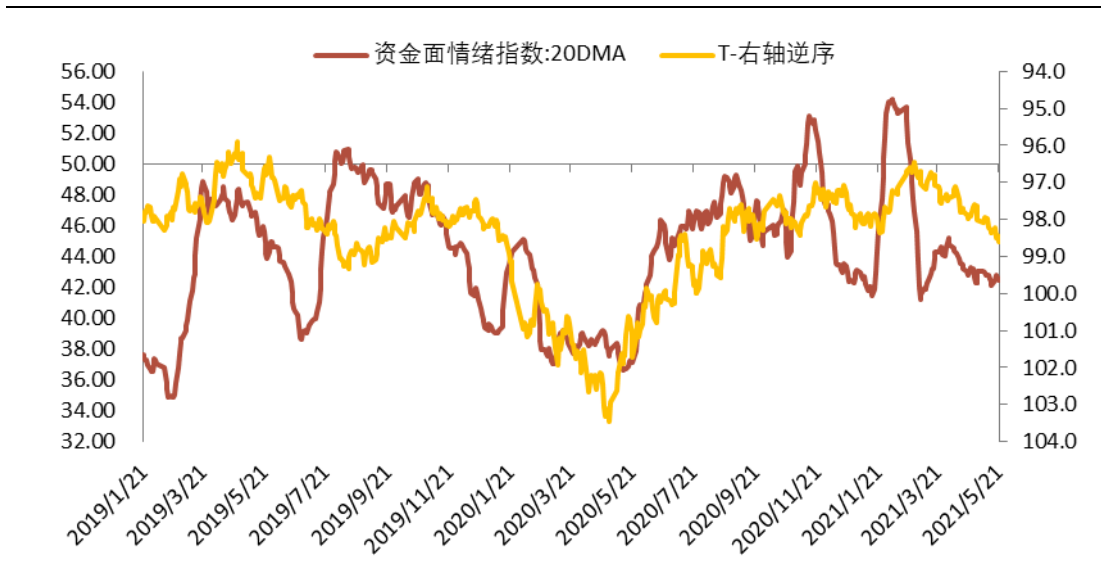
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊（%）



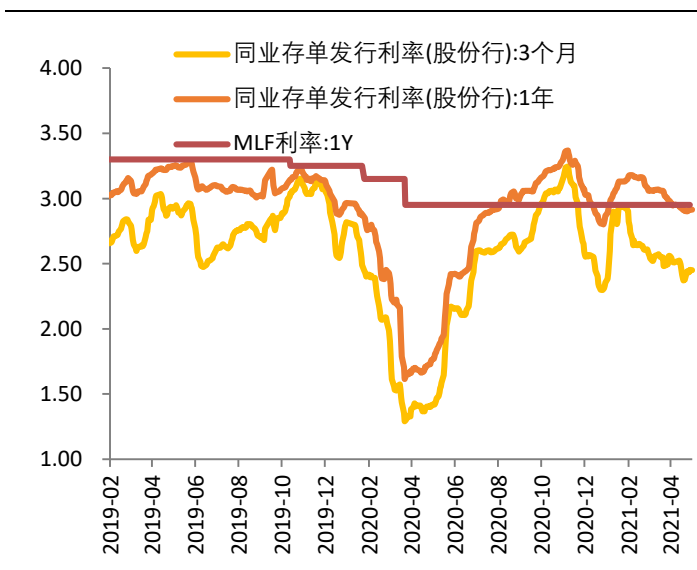
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



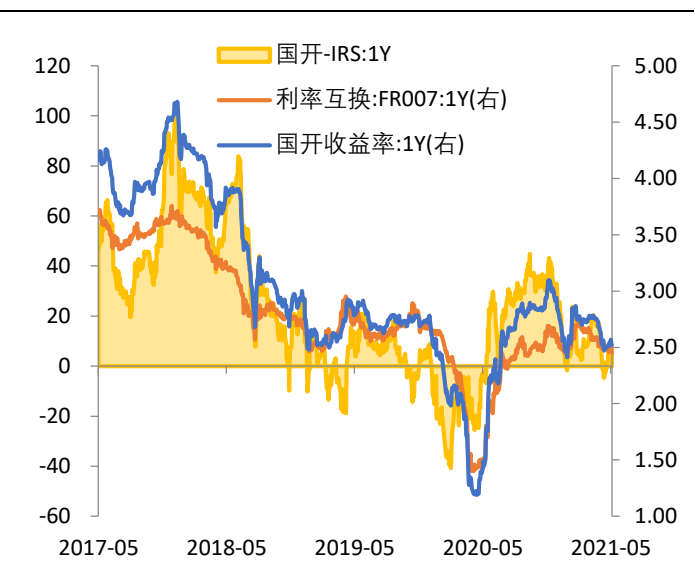
资料来源: Wind, 优财研究院

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

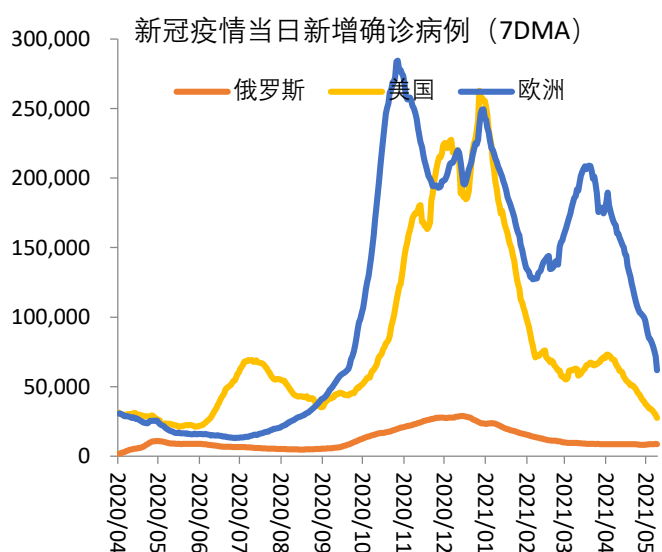
本周工业生产端小幅回升，全国钢厂高炉开工率较上周小幅走高至 62.15%，整体仍然低位持稳，唐山钢厂开工率和产能利用率均有小幅回升，而随着假期因素消退，汽车轮胎开工率回升。

需求端，5月以来，地产销售维持高位，但边际有所回落，涨幅有所收窄。5月1日至20日，30大中城市商品房日均销售面积为54.04万平方米，较4月同期环比下跌，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，焦炭价格环比涨幅居前。而随着政策层的关注度逐渐上升，国务院常务会议部署做好大宗商品保供稳价工作，本周大宗商品价格出现下跌，钢价明显下挫，水泥价格继续高位持稳。

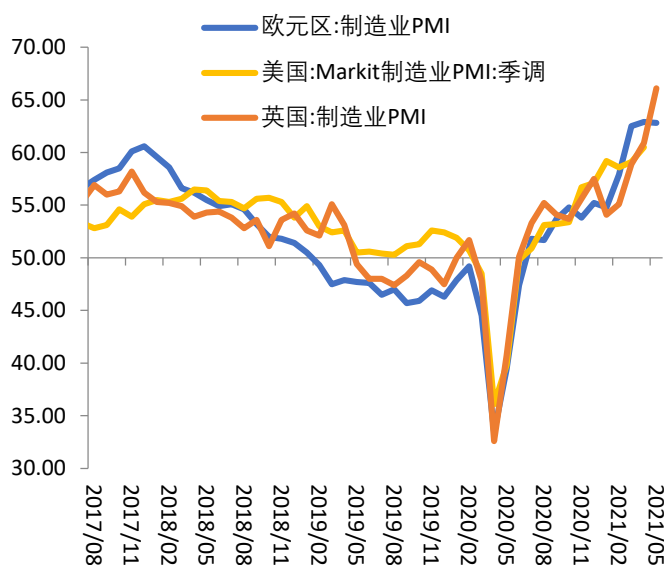
海外方面外需依然强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，英美制造业 PMI 回升速度快于欧洲，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数继续回升再创新高，SCFI 和 CCFI 同比增速高位反弹，海外经济修复节奏拉动外需对国内出口支撑较强。

图 13：海外新增确诊病例（例）



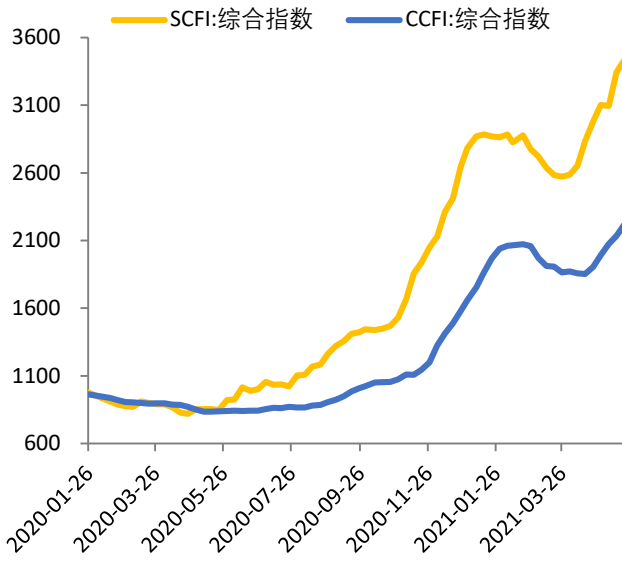
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：欧美 PMI 继续回升



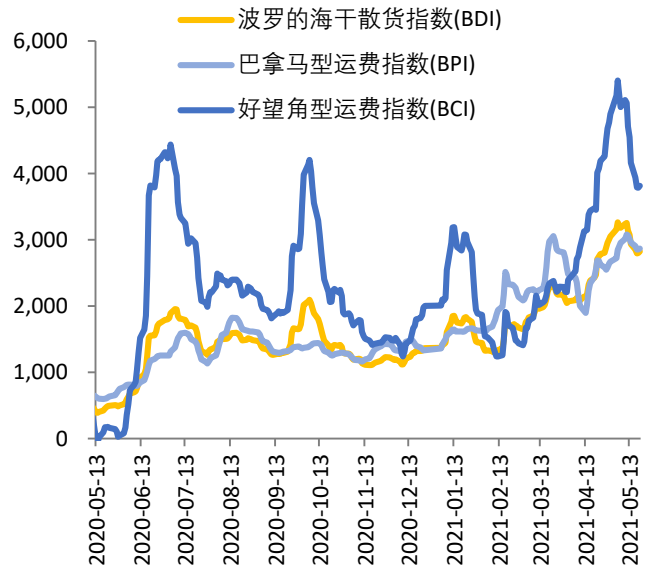
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 出口集装箱运价指数



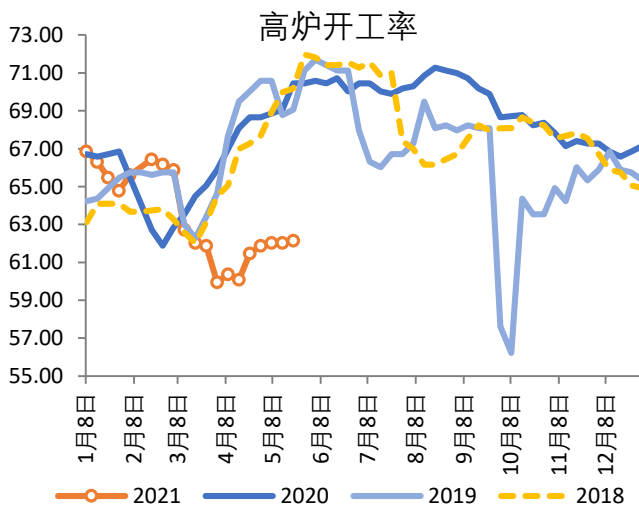
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 航运指数



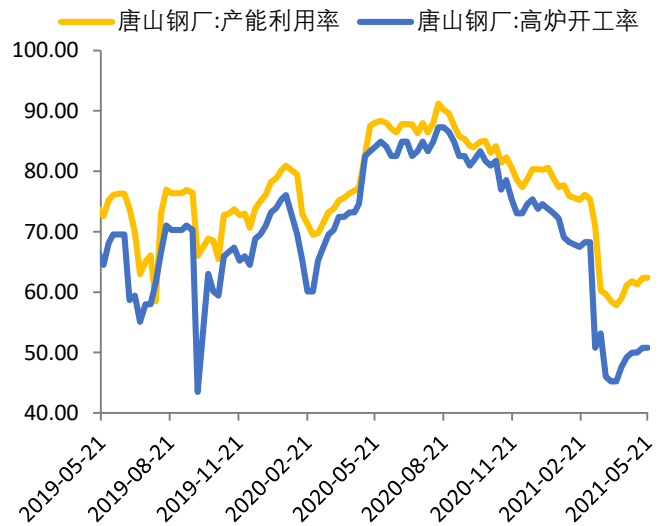
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)

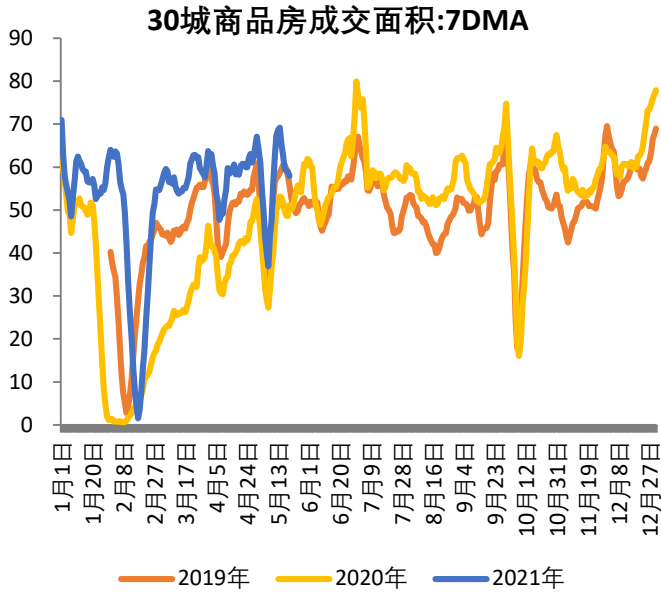


图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)

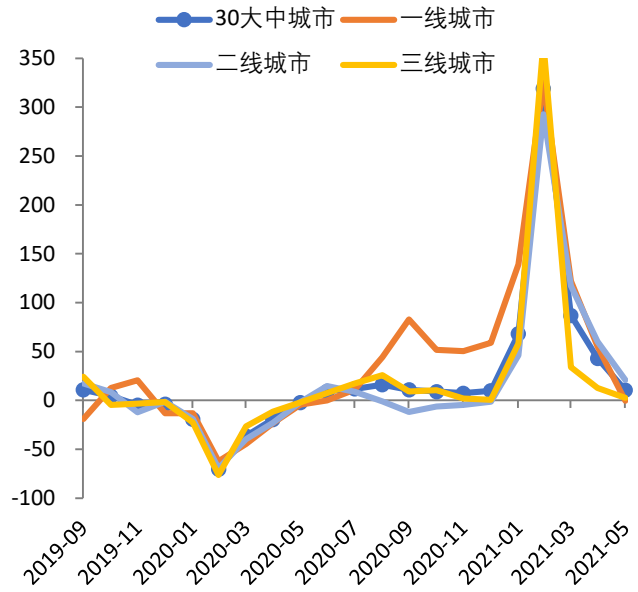


图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)

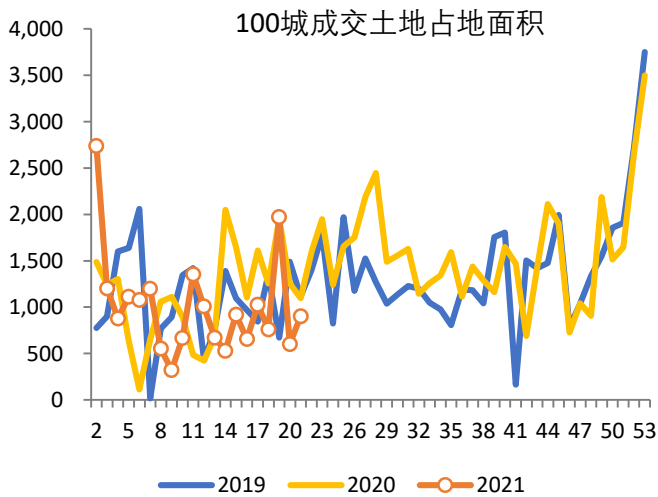
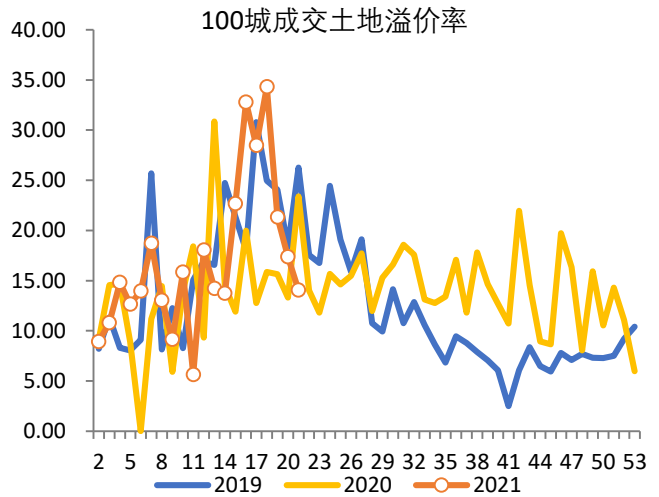


图 22: 百城土地成交溢价率 (%)

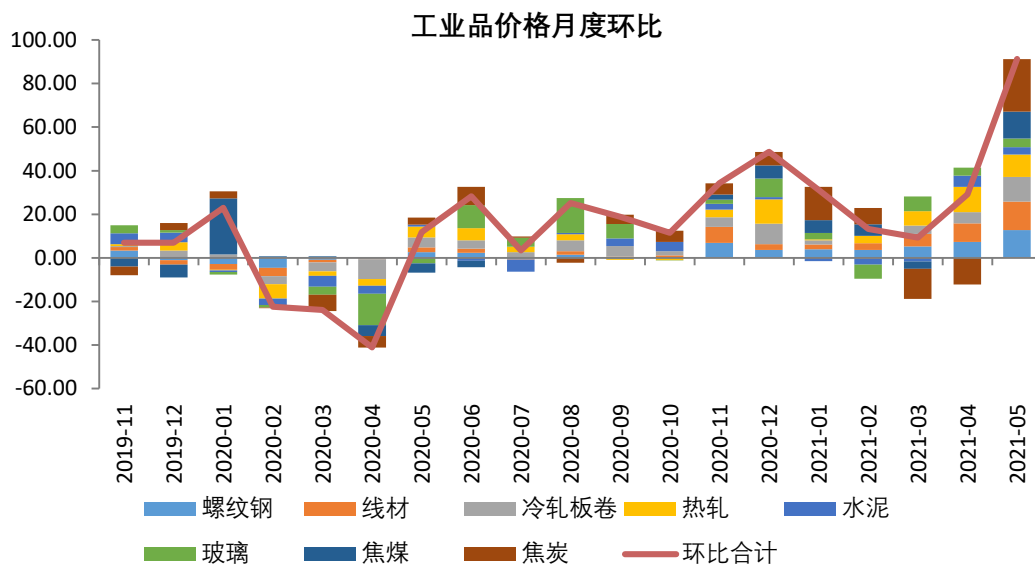


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院



图 23：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

## 四、债市观点

近期债市驱动力在于资金面，而非经济基本面，4 月经济有所放缓，但仍大致在稳定区间，出口仍有支撑+地产维持韧性+财政后置，年内经济实质压力不大，通胀压力持续上行下基本面对债市偏空。但从中观来看，资金面的持续超预期宽松以及机构的欠配压力释放持续支撑债市偏强，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。本周长端收益率突破关键点位后，部分空头止损盘也加速国债期货走高，短期来看资金面宽松支撑市场延续偏暖行情，欠配压力下市场不排除“超涨”。

不过从利率下行空间来看，货币政策仍缺乏空间，当前并看不到 MLF 和 OMO 利率下调的可能性，长端利率 3.0% 仍对应 MLF 利率底线。当前股份行 1 年期同业存单发行利率本周继续小幅下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp，关注同业存单是否低于 MLF10bp 及以上超调的信号。在下半年财政后置+美联储 QE 退出的风险下，利率仍存上行压力。当前同业存单向下偏离 MLF 利率，以及 IRS 与国开利差回到低位，或透支部分资金面宽松预期，未来在财政继续不释放以及货币略收敛下，可适当把握收益率曲线做平机会。

## 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”。