



金信期货  
GOLDTRUST FUTURES

## 国债期货·月度报告

2021年6月3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



## 债市韧性到何时？

### 内容提要

**行情回顾：**宏观经济与政策、供求背离，经济复苏、通胀走高与货币超预期宽松及机构欠配对立，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，10年期国债期货突破年初以来高点，收益率下行突破3.1%的关键点位。“货币稳+财政后置+局部信用收缩”，收益率曲线先陡峭后走平。

**货币政策：**上半年，财政资金集中投放、地方债发行缓慢、银行信贷力度不足、以及非银规模扩张但合意资产萎缩下，流动性被动宽松。往后看，经济恢复不平衡叠加通胀预期上行的矛盾下，货币政策陷入“两难”境地，难以做总量松紧的大幅调整，短期并不存在明显收紧和放松的动力。居民通胀预期及涨价扩散情况将成为货币政策超预期收紧的风险来源之一，美联储退出预期也带来外部风险。

**流动性：**资金面最宽松的时候或已经过去，在央行中性基调下，资金自身的供需成为流动性边际变化的主要部分，资金面从被动宽松向主动补缺转换，边际资金成本抬升下三季度回购利率中枢预计小幅上行。

**经济基本面：**4月经济数据有所放缓，但仍大致在稳定区间，出口与地产投资仍然保持高增，对冲了消费的边际放缓。工业生产端整体平稳，制造业投资加快恢复体现了顺周期内需的改善，而基建投资增速的放缓反映了逆周期政策的收敛。往后看，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。

### 策略建议

当前债市的主要驱动力仍在于资金面，资金面超预期宽松及机构欠配压力对债市形成支撑，但长端收益率在回到2019年震荡底部后，收益率进一步下行逐渐受阻。货币政策仍缺乏空间下长端利率3.0%仍对应MLF利率底线，同时通胀压力仍在，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，货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱3.0-3.35%的震荡区间。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，可适当把握收益率曲线做平机会。

### 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

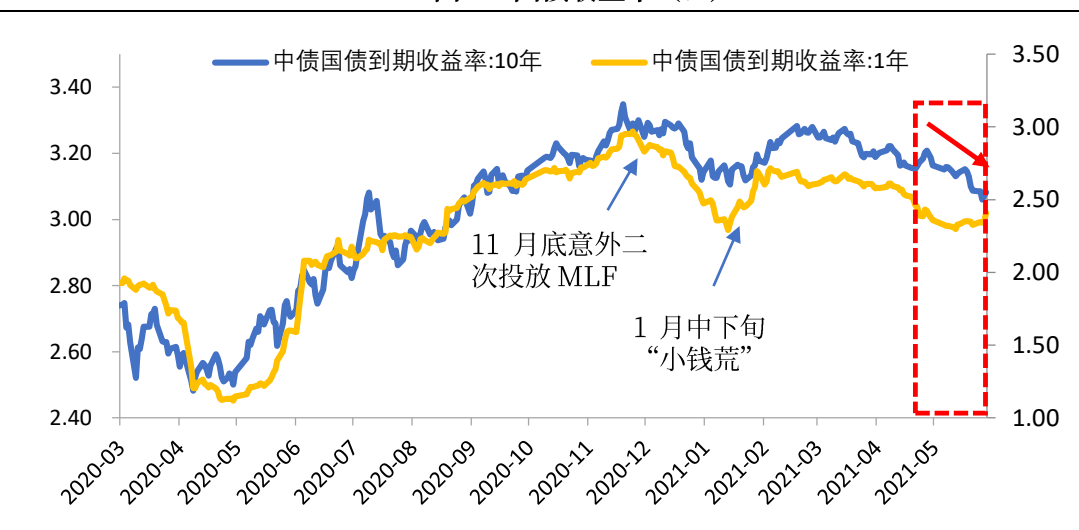
## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、 行情回顾：债市韧性从和而来？ .....        | 3  |
| 二、 货币政策与流动性 .....              | 5  |
| 1. 资金面宽松为何超预期？ .....           | 5  |
| 2. 货币政策展望 .....                | 8  |
| 3. 央行主动补缺概率增加，利率中枢预计小幅上行 ..... | 9  |
| 4. 从不可测的央行态度中寻找安全边际： .....     | 10 |
| 三、 宏观经济 .....                  | 11 |
| 四、 债市观点 .....                  | 14 |
| 重要声明 .....                     | 17 |

## 一、行情回顾：债市韧性从和而来？

宏观经济与政策、供求背离，经济复苏、通胀走高与货币超预期宽松及机构欠配对立，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。从宏观来看，4月经济数据有所放缓，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。经济复苏、通胀走高，从基本面角度看对债市偏空，但大宗商品和债券走势背离，在中观流动性超预期平稳宽松叠加机构“欠配”压力下，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，10年期国债突破年初以来高点，收益率下行突破3.1%的关键点位，月内下行8bp至3.0825%。

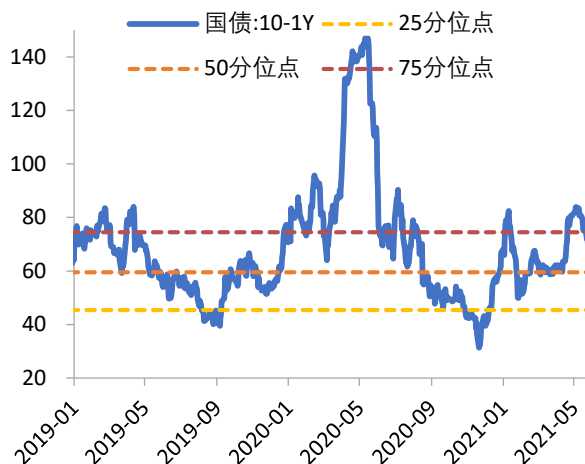
图 1：国债收益率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

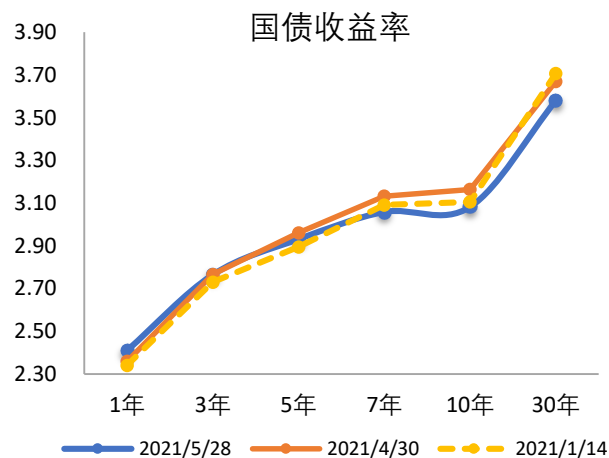
“货币稳+财政后置+局部信用收缩”，收益率曲线先陡峭后走平。在资金面持续超预期宽松下，前期市场“看空做多”成为主流，推动短端收益率快速下行，10-1Y 长短端利差一度走扩至 83bp，而随着五月中下旬缴税走款及跨月因素影响下，资金面逐步收敛，收益率曲线有所走平。

图 2：国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

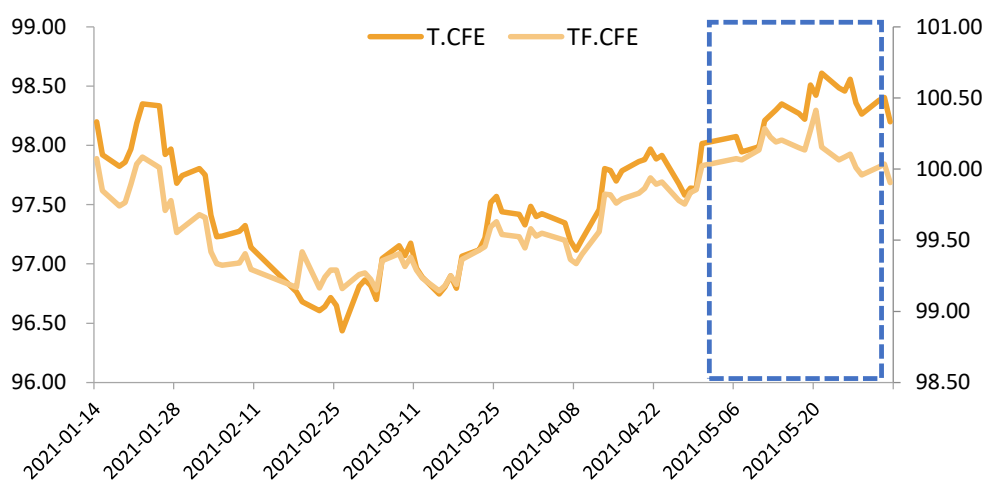
图 3：国债收益率曲线 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

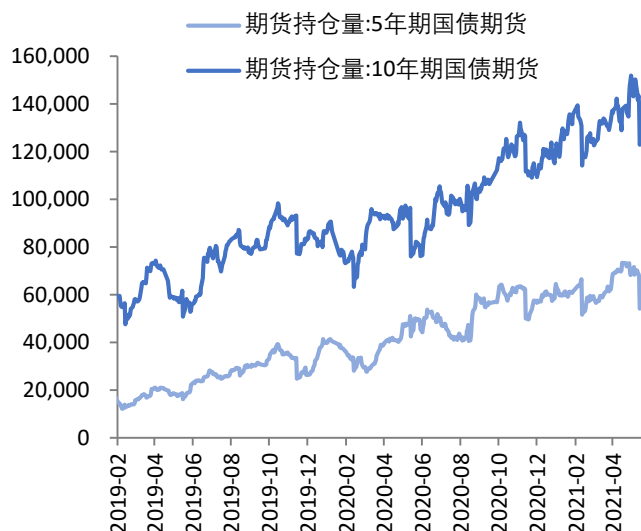
国债期货 5 月整体走高，中旬在缴税资金面仍持续宽松以及大宗商品大跌下，市场做多情绪升温，国债期货快速上涨，尤其是长端收益率向下突破 3.1% 关键点位后，部分空头止损盘也加速国债期货走高。成交持仓比自此前的不到 0.4 快速走高接近 1。而随着十年期国债收益率下行回到 2019 年震荡底部后，安全边际不足下收益率进一步下行受阻，市场观望心态加重，叠加跨月资金收敛，国债期货高位震荡并有所回落，5 年期国债期货表现弱于 10 年期国债期货。

图 4：国债期货主力合约（右轴 TF）(元)



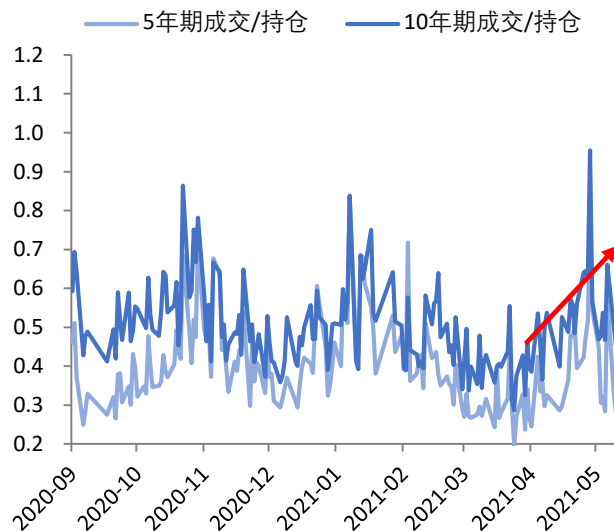
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：期货持仓量（手）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：成交持仓比



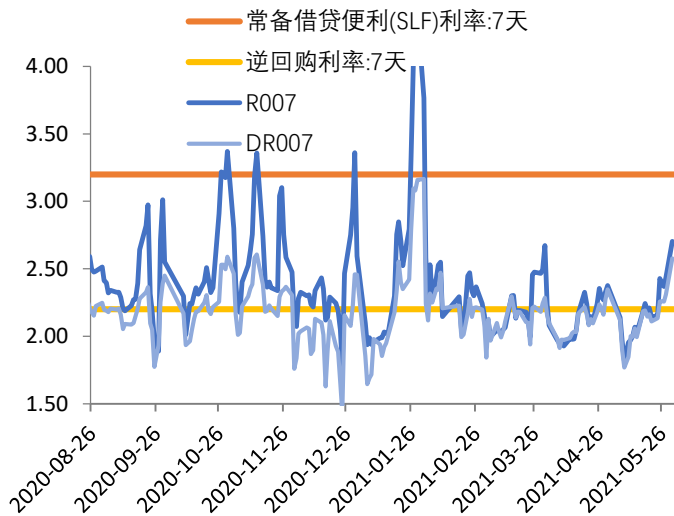
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、货币政策与流动性

### 1. 资金面宽松为何超预期？

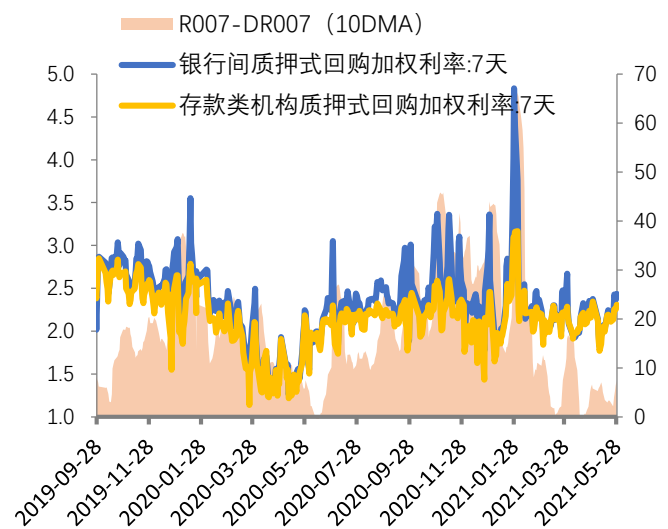
今年春节后资金面持续宽松，3 月以来 DR007 月度均值维持在 2.2% 以下，低于 7 天期逆回购操作利率约 10bp，尤其是在 4-5 月缴税大月下资金面仍持续宽松，超出市场此前预期，R 与 DR 利差回到低位，资金面分层处在历史低位区间。

图 7：利率走廊 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：R 与 DR 利差位于低位 (%，bp)

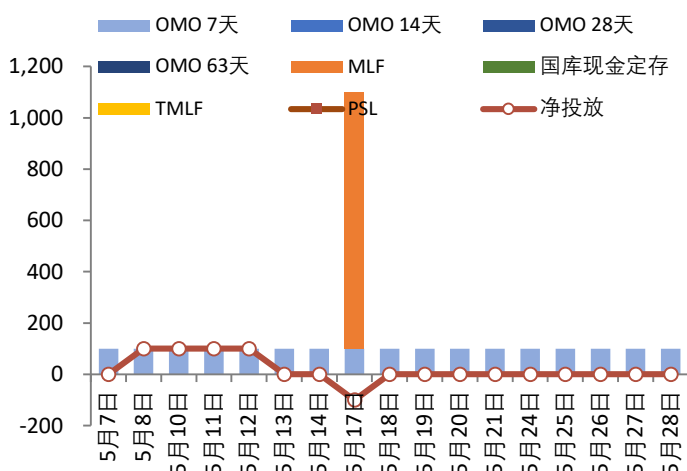


资料来源：Wind，优财研究院

公开市场操作维持中性，银行间的流动性持续宽松并非得益于央行的投放。

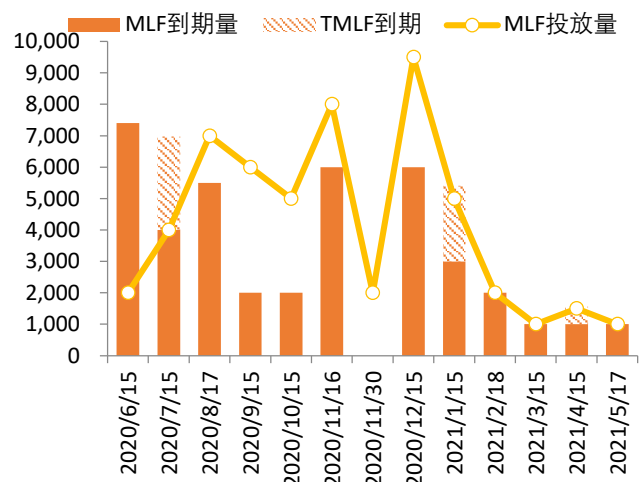
国内货币政策宽松已于去年 5 月开始退出，并于去年下半年完成了常态化回归，而去年年底至今，政策定调“不急转弯”，货币政策重回稳健中性，避免系统性风险的发酵。春节后公开市场持续维持每日 100 亿的逆回购操作，并对当月到期 MLF 进行等额续做，央行操作维持中性。

图 9：央行公开市场基本维持零净投放 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：央行 MLF 操作 (亿元)

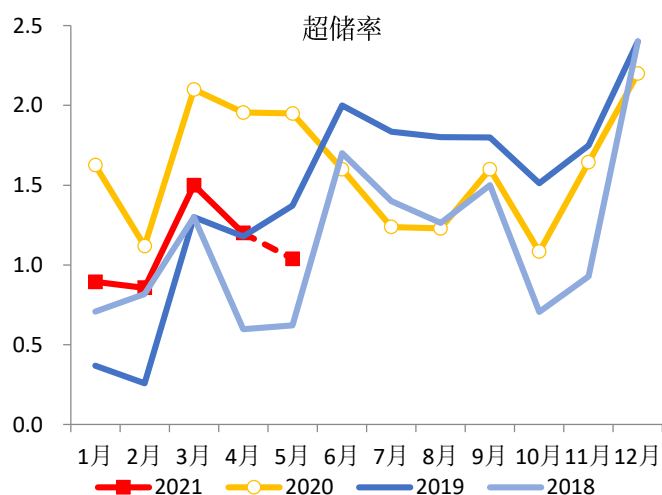


资料来源：Wind，优财研究院

超储率持续回落也印证资金宽松并非源于央行投放。3月央行公布的超储率为1.5%，随着4月缴税大月开启后，预计4月超储率回落至1.2%附近，而5月预计仍将继续保持回落，或处于近五年的中性偏低水平。

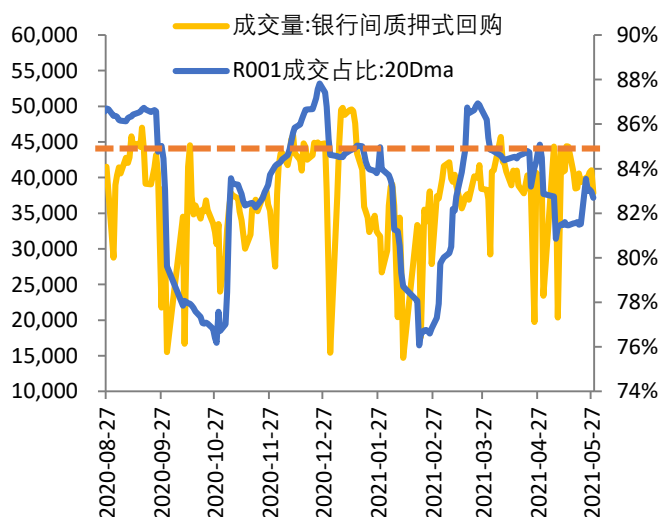
资金面持续宽松的原因主要来自于财政资金集中投放、地方债发行缓慢、银行信贷力度不足、以及非银规模扩张但合意资产萎缩，流动性被动宽松，而此前市场的一致性谨慎情绪也使得非银流动性储备较为充足。一方面，财政存款超季节性集中投放叠加地方债发行缓慢，银行间流动性被动宽松；另一方面，今年广义基金膨胀速度较快，股市调整及银行资产荒下货币基金快速增长，而资产端面临信用风险和非标压降下的合意资产萎缩，非银机构资金持续充裕，对银行融出资金的依赖度降低。同时，市场低杠杆状态也减弱了资金面波动，1月小钱荒之后，市场学习效应下机构杠杆行为不明显，在久期和杠杆上的策略都倾向于保守，隔夜质押式回购成交量保持4万亿以下，资金面呈现“总量宽松+波动减弱”的状态。

图 11：超储率仍在回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 12：银行间质押式回购成交量（亿元，%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 货币政策展望

从政策定调看，货币政策中性基调不变，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。

货币政策仍然缺乏空间，经济恢复不平衡叠加通胀预期上行的矛盾下，货币政策陷入“两难”境地，难以做总量松紧的大幅调整，短期并不存在明显收紧和放松的动力。一方面，经济恢复不平衡要求政策“不急转弯”，尤其在供给驱动的通胀下，中下游制造业企业受到成本端涨价带来的利润挤压，也要求货币政策不能轻易收紧。近期国常会也在积极部署结构性政策，“引导银行扩大信用贷款”，支持企业流动性。另一方面，避免通胀预期要求资金面不能过度宽松，货币政策不能过度宽松，叠加下半年海外美联储 Taper 的预期下，降准降息可能性不大，外部风险仍需警惕。

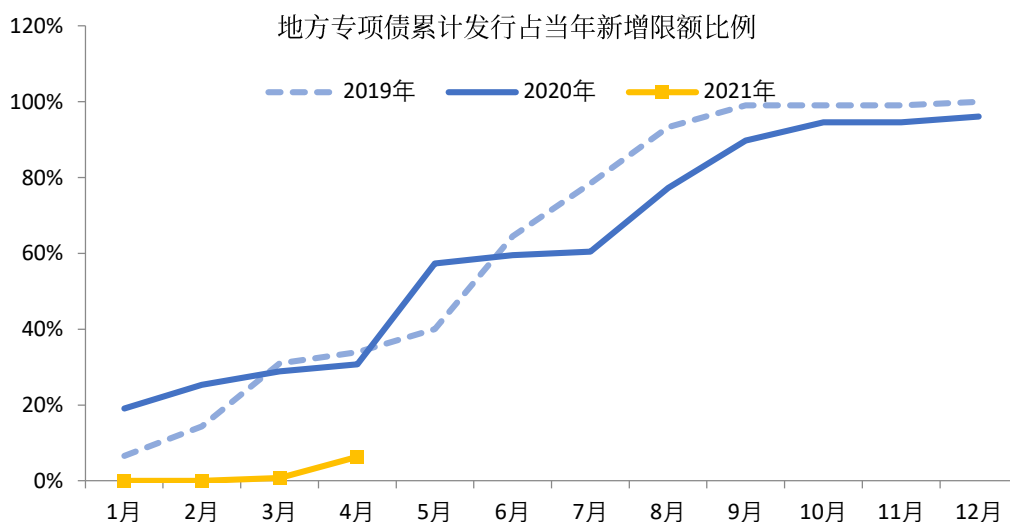
居民通胀预期及涨价扩散情况将成为货币政策超预期收紧的风险来源之一，美联储退出预期也带来外部风险。总体来看，货币政策仍将以内为主，外部压力下公开市场操作或“控价保量”。当前通胀呈现出一定扩散迹象，PPI 向 CPI 传导正在发生，服务类消费正在恢复，4 月 CPI 服务价格普遍上行，非食品 CPI 的上升压力或在下半年进一步显性化，从 PPI 分行业涨价来看也存在上游涨价向中下游传导的迹象。而在海外疫情和供给恢复不确定性下，大宗商品上涨带来的通胀上行风险仍然较大，若 PPI 上行超预期并带动 CPI 上行突破 3.5% 的目标，货币政策或面临收紧压力，未来涨价扩散情况、居民通胀预期以及核心 CPI 的变化或是后续央行重点观测及政策调整依据。逆回购仍是熨平流动性短期波动的主力工具，基础货币缺口可能更多依赖于 MLF、再贷款等工具补充。

### 3. 央行主动补缺概率增加，利率中枢预计小幅上行

往后看，资金面最宽松的时候或已经过去，在央行中性基调下，资金自身的供需成为流动性边际变化的主要部分，资金面从被动宽松向主动补缺转换。在当前市场利率低于政策利率的背景下，央行主动投放将抬升边际资金成本，三季度回购利率中枢预计小幅上行。一方面，5月开始地方债发行明显提速，预计“财政后置”节奏下6月地方债发行仍将继续走高。另一方面，6月季末月银行放贷力度预计也将加大，叠加超储率进一步回落下，基础货币缺口或将出现，央行主动投放的必要性增加，资金面从被动宽松向主动补缺转换。

而当前 DR007 持续在 7 天期逆回购利率下方运行，边际资金成本（政策利率）偏高下，回购利率中枢大概率将小幅上行。近两周资金面已悄然变化，5月资金利率中枢有所上移，DR007 逐渐回归至了 7 天逆回购附近，隔夜价格中枢回到 2% 附近，随着下半年地方债供给大概率提速，资金面的短期波动或将加剧。

图 13：财政后置

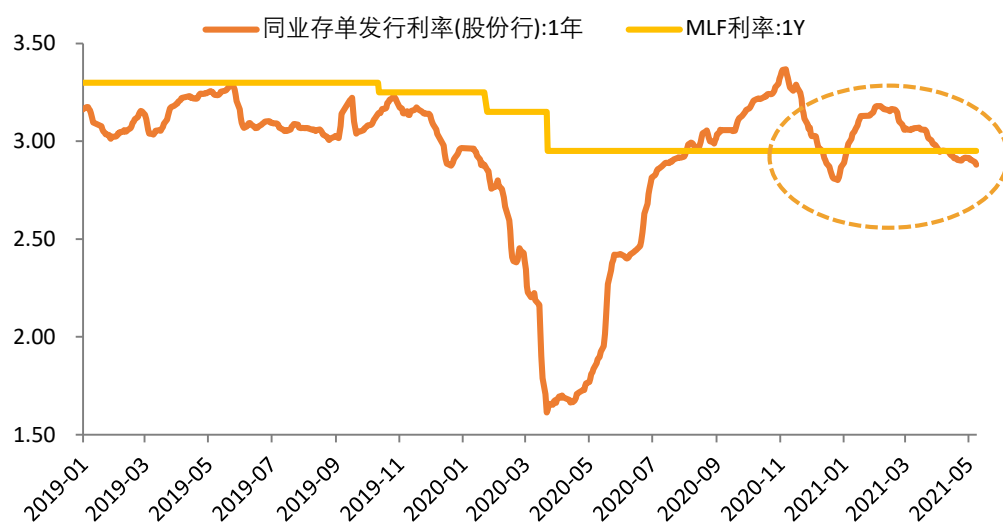


资料来源：Wind，优财研究院

#### 4. 从不可测的央行态度中寻找安全边际：

市场利率围绕政策利率（OMO/MLF）波动的框架下，MLF 仍是存单利率的锚，同业存单利率或成为短期观测央行取向的安全边际。作为银行中长期负债来源之一，同业存单与 MLF 存在一定替代作用，因此 MLF 利率仍是同业存单重要的定价锚，且货币政策也要求市场利率围绕政策利率波动。而在央行大概率不会降息的背景下，随着下半年央行主动投放补充基础货币缺口后，MLF 利率再次成为银行边际负债成本，并对同业存单产生约束作用。当前 1 年期股份制银行同业存单发行利率持续下行至 2.88%，低于 MLF 利率约 7bp，或透支部分资金面宽松预期，同业存单低于 MLF10bp 及以上依然是我们关注的超调信号。

图 14：同业存单发行利率（%）

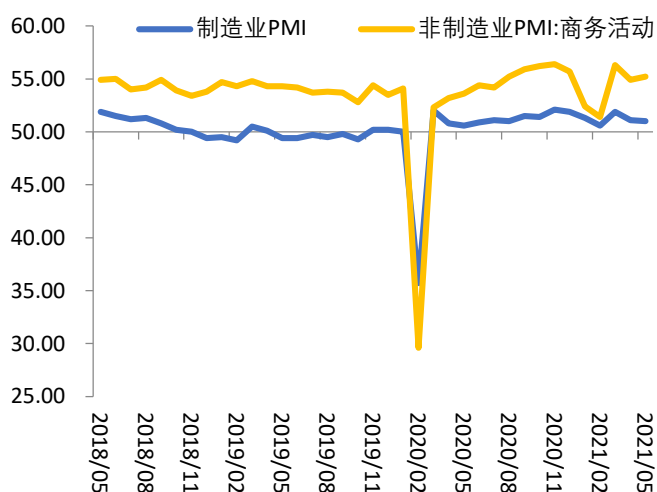


资料来源：Wind，金信期货研究院

### 三、宏观经济

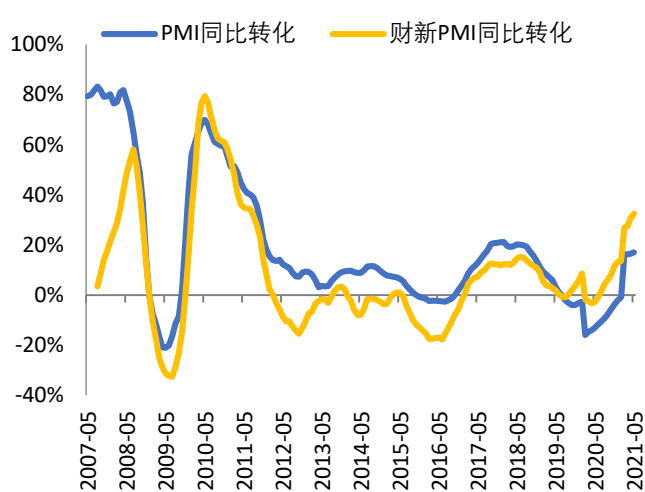
4 月经济数据有所放缓,但仍大致在稳定区间,出口与地产投资仍然保持高增,对冲了消费的边际放缓。工业生产端整体平稳,制造业投资加快恢复体现了顺周期内需的改善,而基建投资增速的放缓反映了逆周期政策的收敛。往后看,出口仍有支撑+地产维持韧性+财政后置,年内经济实质压力不大。

图 15: 官方 PMI 指数



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 制造业 PMI 同比转化



资料来源: Wind, 金信期货研究院

#### 通胀: 供求错位是主因, 基数效应推升读数

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%。

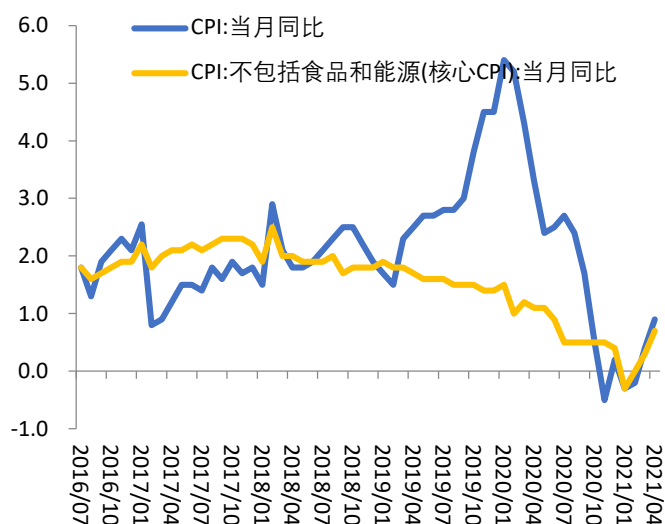
4 月 PPI 同比继续冲高, CPI 涨幅温和。往后看, 随着疫苗接种率的提高, 服务业消费有望继续修复, CPI 年内高点可控; 而二季度 PPI 仍有冲高压力, 但全球流动性拐点已现, 大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓, PPI 同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。

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。

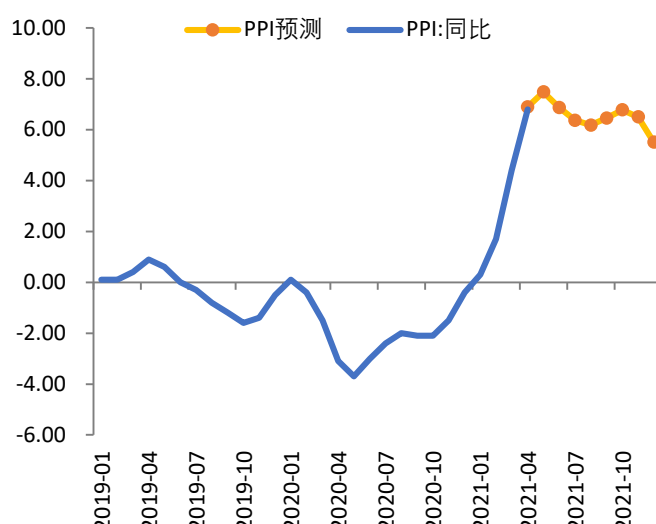
当前通胀呈现出一定扩散迹象，PPI向CPI传导正在发生，服务类消费正在恢复，4月CPI服务价格普遍上行，非食品CPI的上升压力或在下半年进一步显性化，从PPI分行业涨价来看也存在上游涨价向中下游传导的迹象。仍需警惕未来涨价扩散以及核心CPI的变化对货币政策的压力。

图 17: 核心 CPI 低位回升 (%)



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

### 社融: 宏观流动性弱化, 5-12 月社融收缩压力减弱

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

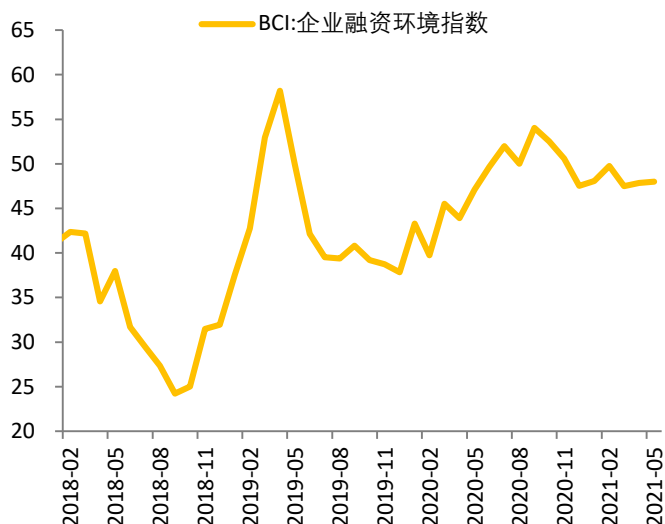
款增量偏低拖累信贷总量，而信托贷款继续大幅负增及表外票据弱势是社融低于预期的另一因素。整体来看紧信用主要体现在房地产领域，而实体融资需求的改善仍在持续。

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。

社融增速回落下宏观流动性弱化，但5月企业融资环境指数在3-4月连续回落后小幅回升，在3月、4月社融大幅同比少增1.84万亿、1.25万亿之后，全年社融收敛压力释放大半，政策节奏或将重新趋于缓和，今年年底社融仍能维持略高于11.5%的增速。

图 19: 社融与 M2 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 社融同比-PPI 同比 (%)

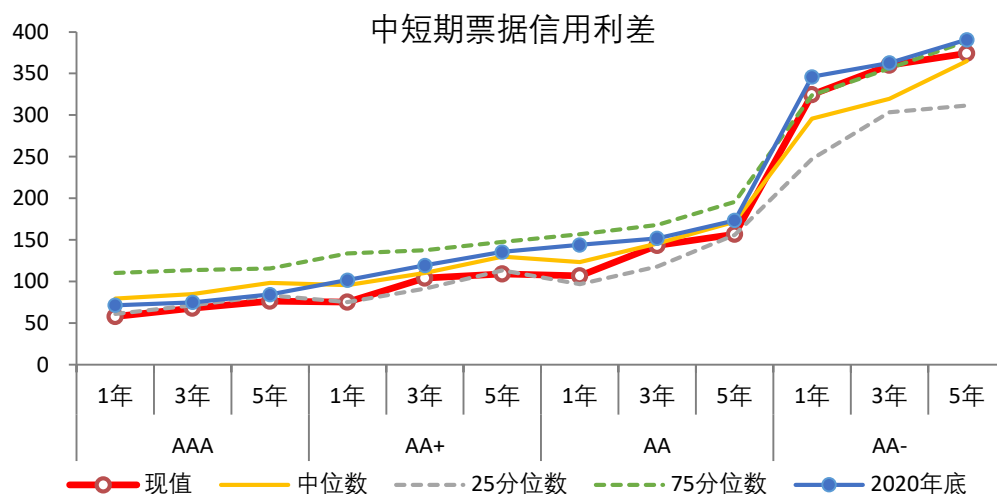


资料来源: Wind, 优财研究院

## 四、债市观点

资金持续宽松叠加机构欠配压力，信用利差持续压缩，保护不足，“资产荒”下信用逐渐下沉，但信用分化仍然显著。当前中高评级信用债信用利差均处于低位，AAA 和 AA+信用利差基本位于历史 25 分位数附近，短端利差下行尤其显著。而信用下沉也正在发生，信用利差下行从此前的高评级资产逐渐向低评级扩散，AA 和 AA-信用利差也开始回落，但信用分化仍在持续，AA-信用利差仍处于历史偏高位置，未来债务风险冲击仍需警惕。

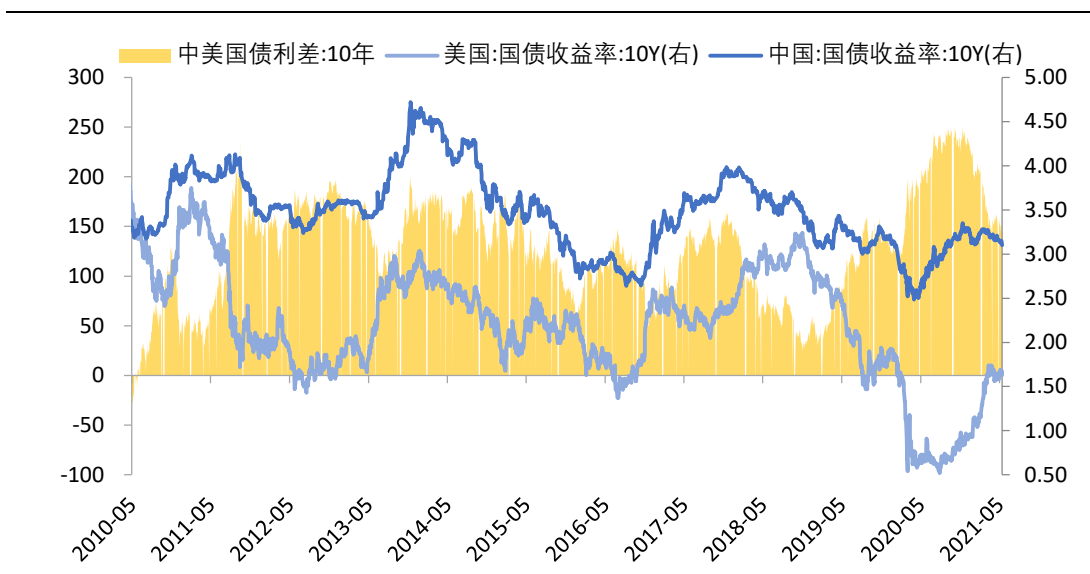
图 21：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

中美利差绝对水平仍高，外资吸引力仍存，警惕三季度美债收益率上行风险。年初以来美债收益率快速上行，中美利差较前期高点回落，仍处于 150bp 的绝对高位，对外资吸引力仍存，4 月以来外资也成为这波利率下行的增持力量。但未来随着美联储退出预期升温，美国全民免疫到来下美债收益率三季度存上行风险，对中美利差也形成一定压力。

图 22：中美利差仍位于高位 (bp, %)



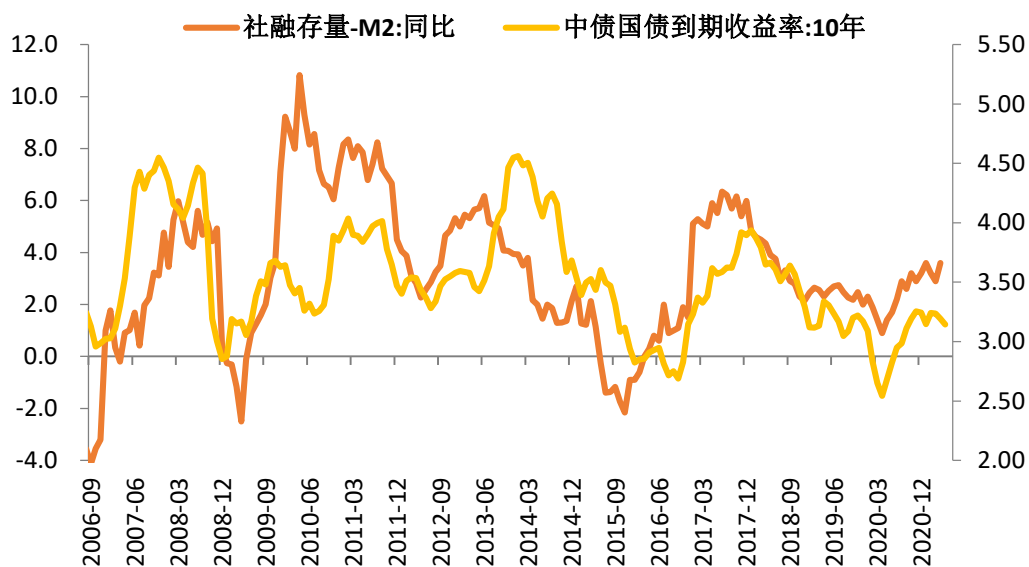
资料来源：Wind，优财研究院

近三个月来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走强，并呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，长端收益率下行突破 3.1%，收益率曲线陡峭化。从债市的驱动来看，后疫情时代的基数效应下经济基本面对市场难以形成明显指引，债市的主要驱动力仍在于资金面，短期资金面超预期宽松及机构欠配压力对债市形成支撑，但长端收益率在回到 2019 年震荡底部后，收益率进一步下行逐渐受阻。

一方面，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下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp，关注同业存单是否低于 MLF 10bp 及以上超调的信号。另一方面，当前通胀呈现出一定扩散迹象，PPI 向 CPI 传导正在发生，服务类消费正在恢复，4 月 CPI 服务价格普遍上行，非食品 CPI 的上升压力或在下半年进一步显性化，从 PPI 分行业涨价来看也存在上游涨价向中下游传导的迹象。近期国务院会议多次提及通胀压力，但当前市场对通胀的预期不足，仍需警惕市场低估通

胀的风险。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，叠加未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，可适当把握收益率曲线做平机会。

图 23: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 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”。