

期债：逢低做多

进入4月上旬以来，受3月PMI数据超季节性向好、预期地方专项债供给大增以及4月缴税大月资金面偏谨慎等影响，国债期货主力合约震荡走低。后期来看，地方债供给压力低于预期、国内通胀压力有限、通胀预期有所回落、市场对于短期经济数据延续强势以及未来国内经济下行压力较大的预期较为一直。因此中期看，债市大概率走强。但是短期需要关注月中集中缴税对资金面可能造成的阶段性冲击。同时月中即将公布的一季度GDP以及3月工业增加值等数据可能会成为前期市场预期的利空集中兑现的节点。整体看，国内经济转弱拐点或在二季度中后期后期可见，因此债市趋势做多可逢低建仓。

国内结构性通胀，不足为惧，对债市不构成利空。新公布3月CPI同比时隔两月由负转正。从食品以及非食品分项来看，食品项是主要拖累，食品CPI环比回落幅度超季节性，非食品价格环比则超季节性上涨。食品项成为拖累的原因在于，猪价跌幅扩大，环比-10.9%，同比走低3.5个百分点。一方面3-4月是猪肉消费淡季，另一方面猪瘟局部反复、猪价下跌预期等强化养殖户出栏意愿，且3月中央继续投放冻猪肉，猪肉供给较充裕。菜价由涨转跌，环比-14.5%，同比走低17.8个百分点，系节后鲜菜大量上市和物流改善、消费走淡等因素叠加下的季节性回调。而非食品项成为拉动的原因在于，非食品价格上涨主要是受到了国际油价，和居民出行需求回升的拉动。

3月PPI同比上涨4.4%，PPI同比增幅几乎全部由生产资料贡献，生活资料价格同比变动不大。美国财政刺激落地、中国节后复产，同

时南美等资源国疫情反弹，供需错位，国际大宗商品继续提价并向国内输入，PPI 环比涨幅再次扩大。PPI 环比涨幅的八成由 5 个上游行业贡献，供给冲击特征明显。而随着国内消费需求改善，成本传导效应也在体现，生活资料环比涨幅超出 2012 年来的历史同期。往后看，PPI 同比仍将继续上行，但环比或减慢。PPI 环比略滞后于统计局公布的 50 种重要生产资料价格环比，该指标在 3 月已出现下行，因此预计 4 月 PPI 环比也将出现下滑。

整体看，2021 年猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而居民收入增速和线下消费修复，或带动核心 CPI 逐季回升，但整体幅度有限。中性情景下，全年 CPI 中枢或在 1.6%左右，高点可能出现在年底；核心 CPI 年中或回升至 1%以上。基建和地产投资“韧性”减弱，但仍对价格形成一定支持；同时，美国经济逐步复苏，或拉动大宗商品价格。中性情景下，国内需求相对平稳，海外需求加快修复，PPI 或在 2021 年二季度前后达到高点。因此通胀预期的抬头，大概率呈现结构性通胀，可能阶段性引起宏观调控政策关注，但较难影响政策大方向。

专项债集中供给未到，利率债供给压力低于市场预期。截至到 4 月 16 日，根据已经公布的发行计划测算，4 月 1-16 日，地方债发行仍然以借新还旧债为主，地方债合计发行 3269 亿元，其中借新还旧债 2461 亿元，新增地方一般债 433 亿元，新增地方专项债 376 亿元。新增地方政府专项债的发行仍未全面开启，这也导致 4 月上半月的利率债供给低于市场预期。最新媒体报道，广东财厅地方债承销团会议

透露，财政部后一批的地方专项债新增额度下达暂缓。首批 1.77 万亿新增专项债额度发行广东地区也会按实际项目匹配需要来发，不一定发足额度。今年地方债整体实际发行规模可能受上半年宏观经济回暖会较之前市场预期缩减，发行速度亦可能较市场预期放缓。目前看，专项债集中供给可能延迟到下半年经济下行压力较大时发行，对经济起到托底作用。

上旬资金面平稳，但本月资金面仍不容乐观。3 月以来，央行仍延续每日 100 亿的逆回购投放，每日有 100 亿逆回购到期，近期一直无公开市场净投放（净回笼）。央行“佛系”操作仍在继续，由于近期银行间流动性缺口并不大，市场很难从央行对冲操作中窥探到央行态度，但是四月中旬的税期可能是观察央行态度的重要窗口，同时也可以从即将召开的四月政治局会议中释放的信号观察政策走向。

从宏观形势看，走出疫情后，中国经济依旧站上潜在增速之上，货币政策的基调随之转换，整体偏紧的取向较为明确，逻辑上要谨防出现“防风险、稳杠杆”甚至去杠杆的情况。监管机构对经营贷严查等行动是否会造成后续资金利率紧张也值得关注。叠加税期和财政因素，整体对 4 月资金面保持警惕。重点关注即将召开的政治局会议。会议将分析研究一季度经济形势，部署后续经济工作。关键还是在于总体政策的基调，4 月流动性能否继续保持宽松，关键取决于政策基调变化与否。本周关注 MLF 到期续作，按惯例央行会与 25 日到期的TMLF 一并续作，合计到期 1561 亿，关注是否进行超额续作，1-3 月均为缩量或等量续作；此外，以工作日计，本周五距离 4 月纳税申报

截止日较近，按以往数据来看，缴税大月税期对流动性的影响，将在7天利率上有所显现，需关注。

分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cm

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。