

二季度国债市场展望：利率下行拐点仍需等待

分析概述

- **债市已经盘整接近半年：**2020 年 9 月债市已基本调整到位。从 2020 年四季度开始，市场进入典型的震荡市，10 年期国债收益率基本上在 3.1%-3.3%之间波动。及至今年一季度末，利率也仍然未能突破震荡格局、形成有效的中期趋势。
- **趋势行情仍须等待：**我们认为上半年宏观经济高景气可能延续，利率下行拐点仍需等待，短期流动性持续宽松并非常态，需要关注资金利率回升压力。对于配置盘而言，我们预计利率“上行有顶”，一旦 10 年期国债收益率超过 3.35%后，可以考虑逐渐加仓。对于交易盘而言，需要继续耐心等待趋势性机会。

研究员

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

目录

PPI 上行成为债券主要上行压力	- 2 -
一季度债市维持典型的震荡格局	- 2 -
PPI 上行趋势短期内难以改变 仍对债市形成压力	- 2 -
二季度货币政策可能再度边际收紧	- 3 -
基本面高点领先利率高点	- 5 -
地产和出口对经济的支撑依然较强	- 5 -
债券市场供需关系展望	- 6 -
结论：利率拐点仍须等待 但是下行有底	- 7 -

PPI 上行成为债券主要上行压力

一季度债市维持典型的震荡格局

自 2020 年 9 月债市已调整到位以来。从四季度开始，市场进入典型的震荡市，10 年期国债收益率基本上在 3.1%-3.3% 之间波动。及至今年一季度末，利率也仍然未能突破震荡格局、形成有效的中期趋势。一季度，10 年期国债收益率较上年末小幅上行约 5 个 bp，变化不大。

在这个长达半年的震荡区间中，也出现过阶段性行情，去年 11 月下旬以来，为对冲永煤违约事件造成的信用收缩局面、缓解人民币升值压力、维稳跨年资金面，央行加大逆回购投放，并在 11 月底意外开展 2000 亿元 MLF 操作，带动资金面转松，资金利率波动下行。在流动性宽松驱动下，11 月下旬到今年 1 月中，债市走出一波“牛陡”行情。期间短端利率快速走低，并为长端下行打开空间，加之资金面极度充裕下市场宽松预期升温，以及国内疫情反复扰动经济修复，长端利率也有所回落。期间 10 年期国债收益率下行幅度约为 24bp，低点触及 3.1059%，未能下破 3.1% 阻力位。

但是到了 2 月，多重利空因素推动长端利率上行。节前来，主要体现在央行流动性投放不及预期，财政部和发改委要求各省市 2 月 21 日前上报 2021 年新增专项债项目资金需求、推升供给担忧，金融数据超预期显示实体经济融资需求仍强，以及通胀预期升温等；节后来看，国际大宗商品价格大涨进一步强化通胀预期，叠加海外再通胀交易行情下，风险资产表现相对强势，美债收益率则大幅上扬，国内债市情绪承压。不过，尽管利空信号不少，但长端利率上行幅度不大，2 月末 10 年期国债收益率较 1 月末上行约 7bp，月内高点并未触及 3.3%。同时，2 月央行流动性投放虽然克制，但资金面并未大幅收紧，且与 1 月下旬相比明显转松，故债券短端利率不升反降，收益率曲线再度走陡。

3 月后，基本面利空仍然不断。年初经济数据高增，尤其是外需和生产端表现强势；核心通胀企稳回升，PPI 同比加速上涨，通胀预期正在变成现实；金融数据再超预期，企业中长期贷款表现强劲显示实体经济融资需求仍具韧性。债市在这种情况下维持区间震荡的走势。

PPI 上行趋势短期内难以改变 仍对债市形成压力

原材料涨幅扩大推动 PPI 环比升至高位，PPI 同比在低基数和价格上涨的同影响下加速上行：

从环比来看，PPI 环比涨幅（4.4%）是 2002 年以来的最高值，上涨的主要动力源于与大宗商品相关的行业（石油、金属），5 个大宗商品相关的行业（石油和天然气开采、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金

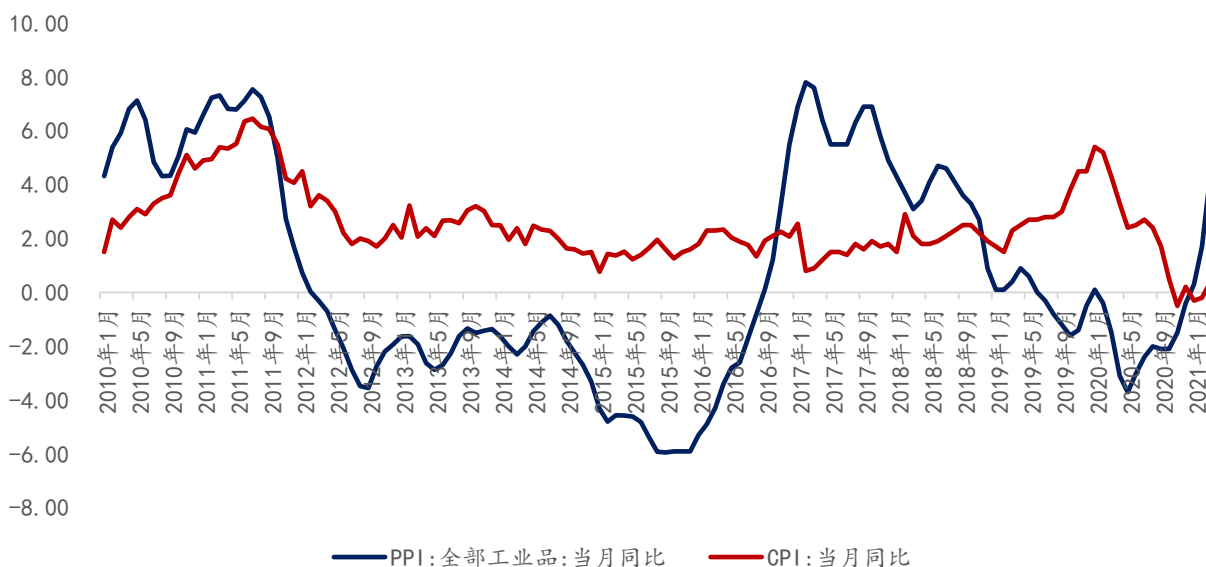
属冶炼和压延加工业）合计贡献 PPI 总涨幅的 80%。

从同比来看，生产资料价格是 PPI 加速上涨的主因，生产资料价格上涨 5.8%，影响 PPI 上涨 4.32 个百分点，展望后续，在国内需求改善和国际大宗商品价格持续上涨的背景下，PPI 将在季度达到峰值，高点可能超过 7%。欧美发达国家疫苗接种加速、全球经济复苏、全球普遍友好的政策环境（宽松货币和强财政刺激）创造了大宗商品价格上行的基础。

全球疫情好转、疫苗接种速度加快、美国 1.9 万亿美元财政刺激计划逐步落地、极端天气压制美国页岩油供应等因素刺激下，全球经济复苏和通胀预期抬升，2 月以原油和铜为代表的国际大宗商品价格快速上涨。从结构来看，由于国内终端需求仍然偏弱，上游原材料涨价向下游的传导相对滞后，当前 PPI 内部表现出上游涨价强于中游、中游强于下游的特点。预计 PPI 同比上半年将继续保持上行，直至 5 月达到高点，大概率在 6% 附近。

即使债券市场对于 PPI 超预期上行的利空反应不敏感，但是 PPI 上行期间，债券市场趋势性上行也很难实现。进入 4 月，债市依然保持极低的波动率，对于 PPI 大幅超预期上行的利空反应仍然表现“钝化”。一是此前市场关注的利空因素，例如地方债供给、资金面的波动依然未产生显著的“质变”，PPI 上行则符合市场此前预期，未形成新增利空；二是机构行为层面，配置资金充足、产品户仓位久期中性的情况未改变；三是债券与资金利率的利差保护充足，后续资金波动能够导致的收益率上行空间有限。尽管配置资金充足，但 PPI 上行阶段，不能带动收益率持续下行，债市维持在较窄区间波动。

图表 1：PPI 和 CPI 走势



数据来源：wind，中投期货研究所

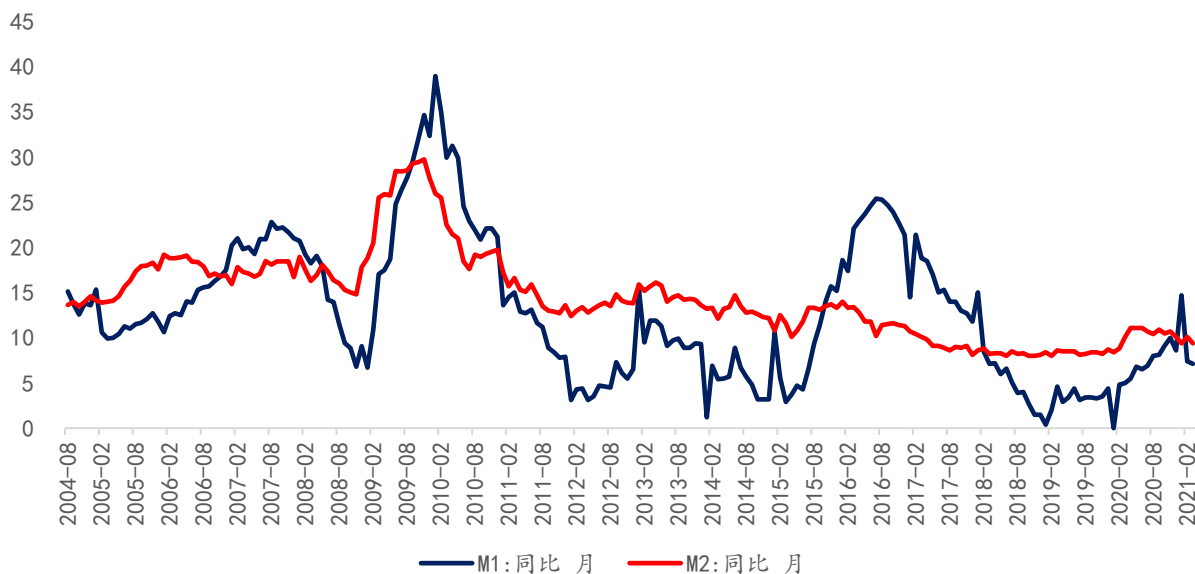
如果按照工信部的要求，今年粗钢产量不再增加，3-12 月我国粗钢产量将出现同比下降，行业供给缺口将出现。我们假设 2021 年粗钢产量同比持平，则 2021 年 3-12 月我国粗钢产量将同比下降。全年来看，我们保守预期全国粗钢需求同比上升 3% 左右，则钢铁行业将会出现 3000 万吨左右供给缺口，且由于 1-2 月供给偏多，3-12 月供给缺口将更为明显。

二季度货币政策可能再度边际收紧

今年政府工作报告延续了去年年底中央经济工作会议的基调，强调“宏观政策要保持必要支持力度，不急转弯”。货币政策方面的具体表述是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。”言及“不急转弯”，有两层含义，一是要转弯，二是转弯不能太急。事实上从去年 5 月起，货币政策就已经开始转弯，主要体现在央行主动收紧流动性，带动各期限市场利率拐头上行。今年货币政策“转弯”将更多体现在广义流动性的收紧，即“货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配”意味着今年货币投放量要减速，但“不急转弯”预示减速节奏将相对平缓，预计到年末 M2 和社融存量增速将比 2020 年末低 1 至 2 个百分点。同时，在年初市场利率已普遍升至政策利率附近后，“保持流动性合理充裕”

意味着今年资金面出现趋势性收紧的可能性不大。市场利率将围绕政策利率宽幅波动，全年利率中枢与年初水平相比，不会出现大幅抬升，整体呈现“稳货币”特征。

图表 2：货币供应逐渐回归正常



数据来源：wind，中投期货研究所

政府工作报告奠定了今年货币政策稳健中性的主基调，但同时也提到“灵活精准”，意味着政策态度可能会随着国内外形势变化而出现短期调整。对于二季度货币政策走势，结合海外宏观形势。有以下几点值得关注：

一是对国内外经济的表述更加乐观，提出“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”，“境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻”，相比上季度例会国内“经济运行逐步恢复常态”、“当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”的表述更为乐观。或因国内经济“积极因素明显增多”，同时考虑到今年政府工作报告设置的经济增长目标仅为6.0%以上，一季度例会删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”的提法。

二是与去年四季度相比，对货币政策的表述删除了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”的提法。我们认为，去掉“不急转弯”主要因为今年以来市场利率总体平稳运行，贷款利率稳中有降，2月末M2和社融存量增速与上年末相比变化不大，市场对货币政策较快收紧的担忧基本散去——本次例会认为“预期管理科学有效”。这也为年初经济保持较快修复势头提供了必要的金融环境支持。同时，一季度例会在对政策延续性的强调程度下降的同时，保留了“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的说法，或意味着在货币政策回归常态化思路之后，相机抉择的特征将更加明显。

三是提出“推动实际贷款利率进一步降低”，强化了去年四季度例会提出的“巩固贷款实际利率水平下降成果”的表述。这一说法与3月初郭树清主席提到的“因为今年整个市场利率回升，估计贷款利率会有所回升和调整”并不一致，也引发市场对于何为“实际贷款利率”的讨论。

我们认为，“实际贷款利率”是指企业获得贷款所需付出的实际综合成本，而非经济学意义上的实际利率（即名义利率剔除通胀率）。央行在去年一季度货币政策执行报告中提到“MLF 中标利率下降是金融机构平均边际资金成本降低的体现，有助于通过 LPR 下降推动降低企业实际贷款利率”，这一表述隐含了“MLF 利率→LPR→企业实际贷款利率”的传导链条。但今年 MLF 利率调降的概率很低，要“推动实际贷款利率进一步降低”，可能主要有三个路径：（1）在 MLF 利率不动的情况下，强化存款管理，保持银行负债端成本稳定；（2）巩固前期降费成果，通过降费来降低企业综合贷款成本；（3）强化精准滴灌，提升市场风险偏好，引导金融资源加大对因风险溢价较高而承受偏高贷款利率的小微企业等实体经济薄弱环节的支持力度。

四是更加关注外部形势变化，在保留“加强国际宏观经济政策协调”的同时，将上季度“要加强经济形势的研判分析”的表述调整为“要加强国内外经济形势的研判分析”。我们认为，在今年国内疫情和经济形势确定性增大的情况下，央行货币政策对海外需求回升和供给

恢复的角力及其对我国外需的影响，以及美联储紧缩预期增强、甚至可能提前紧缩对新兴经济体的溢出风险将更加关注。

基本面高点领先利率高点

地产和出口对经济的支撑依然较强

今年政府工作报告再次确认“不急转弯”的政策思路，从通胀和汇率两个角度看，加息的可能性都不大，即使存在地产调控的需要，预计主要采用结构性信用政策而非总量型货币手段。按照 2020 年 Q4 货政报告中“市场利率围绕政策利率波动”的提法，DR007 月度中枢可能不会超过 2.3%（本轮熊市最高点为去年 11 月份的 2.29%）。参考上一轮熊市经验，10Y 国债收益率和 DR007 中枢之间利差最大时达到 114BP，由此粗略匡算，本轮债市调整过程中，收益率最高点可能不会超过 3.45%。

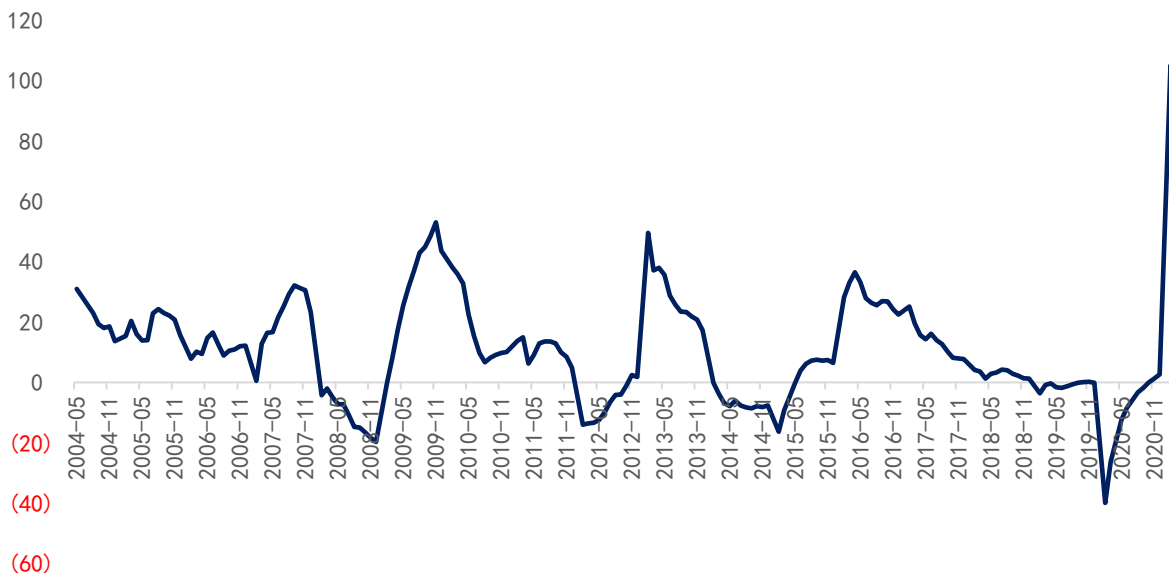
关于利率下行拐点的判断，市场的主要逻辑和指标基于“金融顶”和“经济顶”的分析。对比而言，社融增速对于收益率的领先性并不显著，经济增长指标的前瞻性作用可能更强。尽管最近两轮债券熊市和金融去杠杆有较大关系，但基本面高点领先于利率顶点的规律始终存在。

从需求端看，结构明显分化，出口、地产是主要支撑。“三驾马车”中，消费环比增速弱于历史同期表现，可能由于“就地过年”政策影响下，一二线等核心城市以外地区消费活动受到抑制，这点从年初城镇消费增速快于农村的表现也能得到印证。出口和投资仍然是最主要的需求拉动力量，1-2 月环比增速均明显高于季节性。

固投三大分项中，地产投资表现依然强势，1-2 月环比增速仅次于 2019 年同期，融资压力上升背景下，开发商明显加大了施工、竣工强度；基建投资环比增速和 17 年持平，基本符合季节性；考虑到短期内施工、竣工维持高强度，销售回款支撑作用较强，上半年地产投资增速可能不会明显下滑。

制造业投资恢复最慢，环比弱于历史同期，利润改善、产能利用率提升等因素向产能扩张的传导并不顺畅。

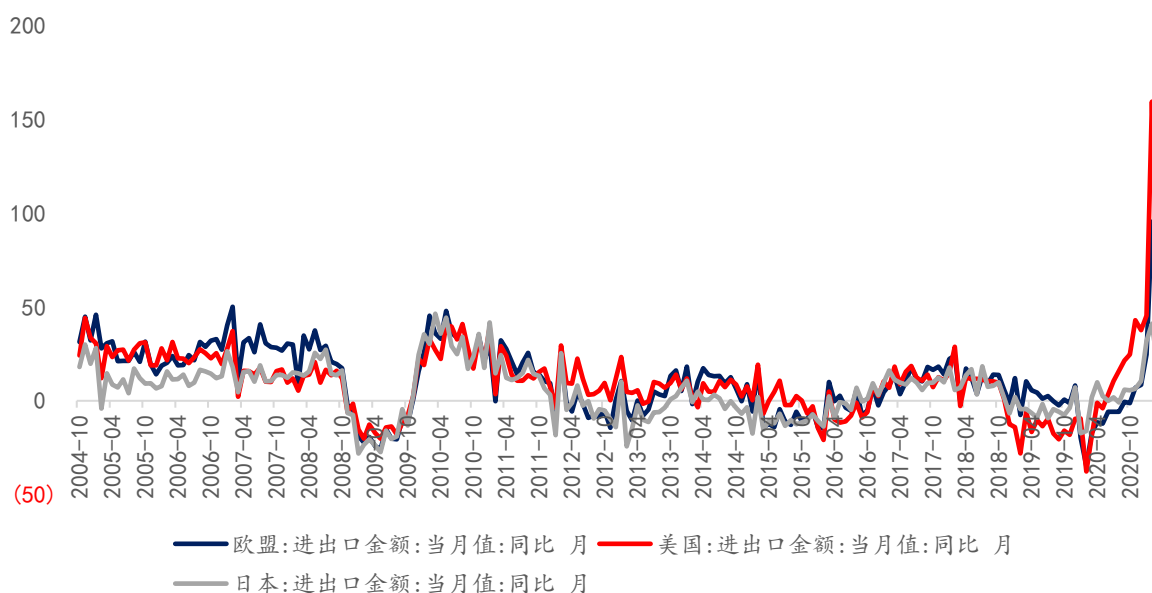
图表 3：房地产销售维持强势



数据来源：wind，中投期货研究所

出口表现取决于全球经济共振复苏背景下，“收入效应”和“替代效应”的相对强弱。从目前疫苗接种情况看，作为消费国的发达经济体明显领先于作为生产国的新兴市场国家，供需“错位”格局延续，意味着我国出口高景气可能至少持续到年中

图表 4：对欧美日出口依然维持高增速



数据来源: wind, 中投期货研究所

债券市场供需关系展望

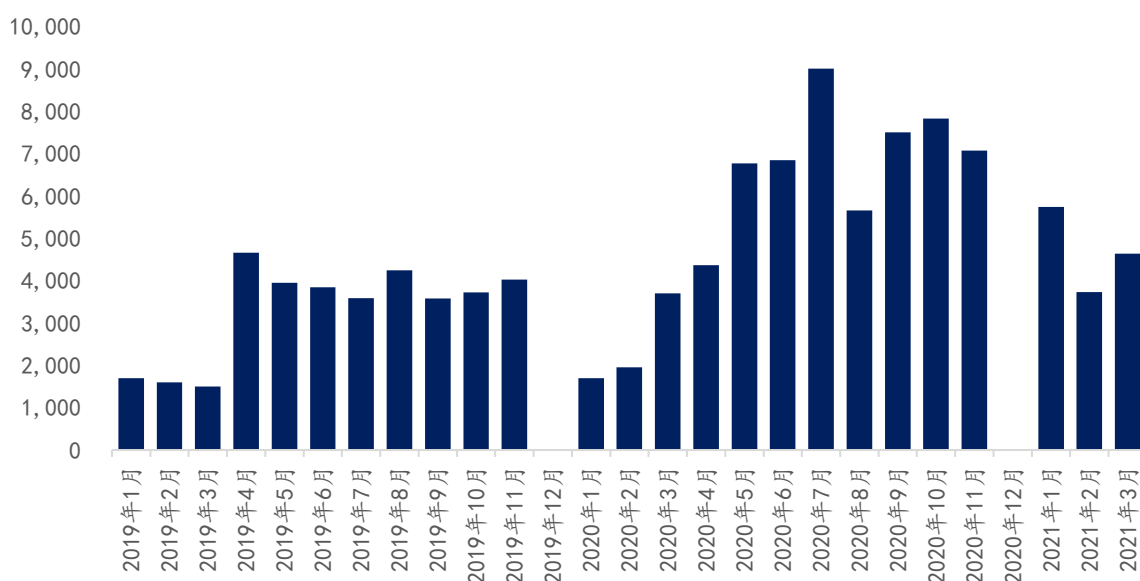
国债供应方面，环比回升。全年国债净融资额大约为 2.57 万亿，加上今年偿还量 3.6 万亿，以及当年发行当年到期的部分（通常占全年发行量的 9%），预计全年发行量为 6.78 万亿。这也意味着，今年国债发行量比上年减少约 3400 亿，缩量规模不大，但净融资额将减少约 1.46 万亿。从二季度来看，按往年规律，一季度为国债发行淡季，四季度通常为净融资高峰。过去 5 年二季度国债净融资额占全年净融资额的比重平均约为 30%，由此预计今年二季度国债净融资额为 7710 亿，发行量为 1.71 万亿，比一季度分别增加 6658 亿和 2690 亿。

需求方面，**银行配置需求相对不足**。如果对比国债和国开债收益率走势，春节后 10Y 国开收益率累计下行 11BP，和 10Y 国债明显分化，导致隐含税率小幅回落，体现出配置盘和交易盘的行为差异。

对于基金、券商等交易盘而言，熊市中抓波段是主要获利方式。春季后属于基本面数据真空期，资金面和风险偏好主导投资决策。在权益市场回调，资金利率持续低位背景下，交易盘防“踏空”心态较强，加之本身杠杆率不高，10Y 国开买盘较为踊跃。

商业银行作为长期国债主要的配置盘，需要在发放贷款和利率债投资之间权衡。年初以来，实体融资需求旺盛，新增贷款利率存在明显的上升压力。相较于扣除资本占用和税收成本的一般贷款净利率，当前 3.25% 的 10Y 国债收益吸引力不足，商业银行整体上配债积极性有限。

图表 5：国债发行量（亿：月度）



数据来源：wind，中投期货研究所

结论：利率拐点仍须等待 但是下行有底

总之，我们认为上半年基本面高景气可能延续，利率下行拐点仍需等待，短期流动性持续宽松并非常态，需要关注资金利率回升压力。对于配置盘而言，我们预计利率“上行有顶”，一旦 10 年期国债收益率超过 3.35% 后，可以考虑逐渐加仓。对于交易盘而言，需要继续耐心等待趋势性机会。

法律声明

免责声明：本报告由中投天琪期货有限公司提供，未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中投期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。