

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

期债逢回调继续做多

2021. 03. 11

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

春节后在美国 1.9 万亿经济救助计划的快速推动下，海外经济复苏预期升温。美债收益率快速上行，带动风险资产大幅上涨。目前国际油价已经上行至 60 美元/桶以上，铜、铝、铁矿和钢铁价格也回升至疫情前水平。本周以来，美债收益率上行节奏放缓，但美元指数快速反弹令风险资产出现调整，市场波动明显加大。相比股市和商品，国内债市表现出较强韧性。

风险资产波动加大，中债走势相对独立

节后再通胀交易中，中债并未跟随美债利率快速上行。我们认为原因主要集中在两方面：一是中债估值相对偏低，十年国债收益率 3.25% 的水平接近 2019 年高点，而中美利差维持高位情况下境外机构配置力量较强；二是目前为止海外经济复苏对国内经济的拉动作用并不强劲，前期商品价格上涨的背后更多是投资者对于外需回升的预期，而数据显示海外供给回升的趋势更为确定，去年四季度美欧日制造业 PMI 加速回升。

本周以来，美债利率小幅回落但目前难言上行趋势结束。上周美联储主席鲍威尔讲话并未提及长债干预措施，随后美国参议院通过 1.9 万亿美元经济救助计划。由此，美债收益率进一步上行压力仍存，后期不排除美联储对收益率曲线进行干预。在当前美债、商品和股市波动趋向一致的情况下，利用美债进行对冲的成本和风险在加大，而无论从估值还是相关度角度考虑做多中债对冲外部风险是不错的选择。

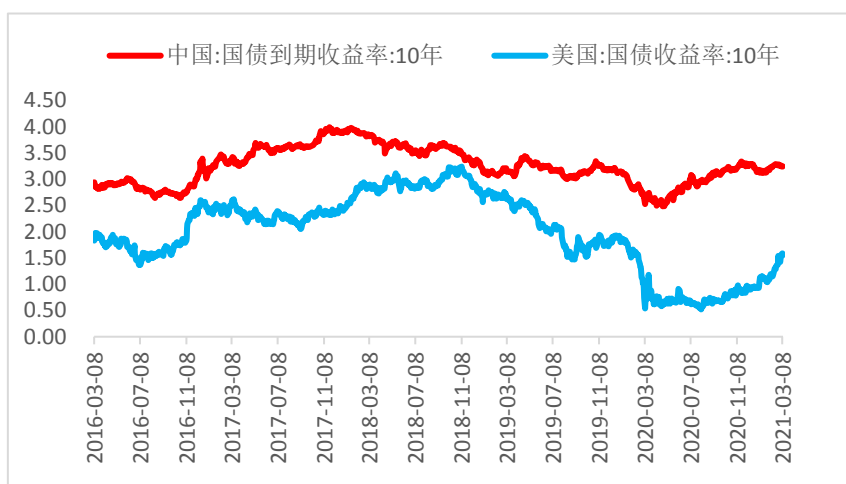


图 1 十年期中债和美债收益率 (%)

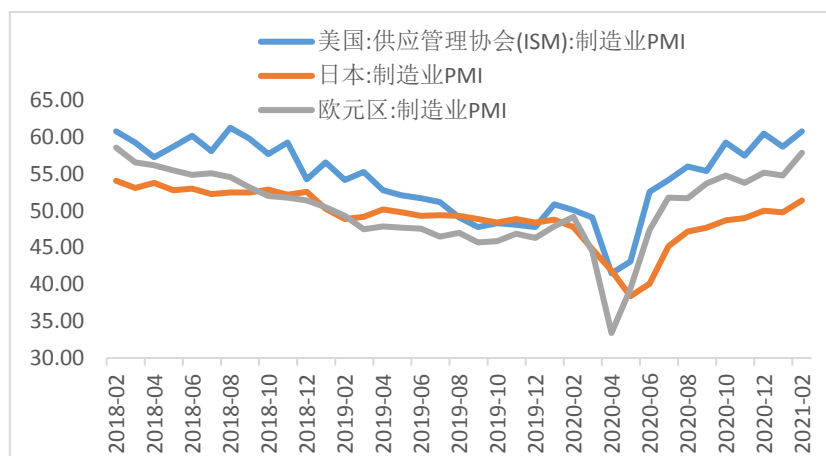


图 2 美欧日制造业 PMI (%)

基本面信号暂不明朗，货币政策短期稳定

国内方面，目前基本面给出的信号并不明朗。2 月官方制造业 PMI 数据录得 50.6%，较上月下降 0.7%，连续第三个月回落。不过考虑春节扰动作用以及“就地过年”政策影响，市场对于基本面并不悲观。从出口数据看，前 2 月出口金额累计同比增长 60.6%，远高于去年同期-17.4%。由于去年低基数的影响，我们按照月均值 2344 亿美元的出口金额衡量，前 2 月出口增速接近去年 8 月水平，出口依旧维持强势。目前企业对于出口订单和生产经营持乐观态度，但考虑今年春节特殊性，1-2 月经济数据的指导意义并不强，分析一季度数据整体表现或更有意义。

政策方面，此前政府工作报告公布了 2021 年经济增长目标和重点政策。2021 年 GDP 增长率 6%以上、财政赤字率 3.2%和新增专项债 3.65 万亿，全年利率债净融资较去年减少 1.2 万亿，符合市场预期，后期关注债券发行节奏。此外，今年货币供应量和社会融资目标调回 2019 年水平，即“与名义经济增速基本匹配”。由此来看，今年宏观调控维持稳健基调，货币和财政政策将温和退出。短期基本面信号不明情况下，预计货币政策不会做出大幅调整。考虑 3-4 月信用债到期高峰，以及政府债券大量发行，不排除央行加大公开市场投放给予流动性对冲，短期流动性预期并不悲观。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673