

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

韧性较强 期债易涨难跌

2021. 03. 18

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

上周以来，债券市场经历一系列利空因素，超预期的金融数据和经济数据并没有引发债市大幅调整，国债期货总体维持区间震荡走势，表现出较强的韧性。

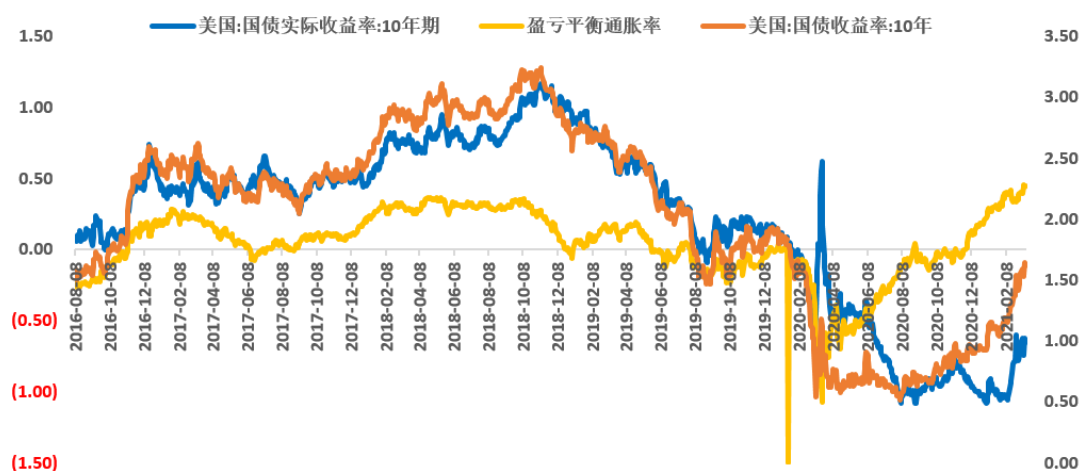
近期债市对基本面利空钝化

从本月以来公布的经济数据来看，CPI 降幅收窄，PPI 同比超预期回升，工业生产和固定资产投资维持快速增长，新增人民币信贷和社融数据同比高增，开年经济总体延续修复。但排除去年低基数效应和“就地过年”政策影响，基本面不容过度乐观。结构上看，制造业、基建和房地产投资增速较 2019 年同期的年平均增速分别为-1.6%、-3.4%和 7.6%，消费方面服装鞋帽、日用品和家电等可选消费品尚未恢复到疫情前水平。考虑 2 月制造业 PMI 环比下滑，预计未来工业生产将出现放缓。在房地产严格管控背景下，后期房地产投资将承压下行。短期经济延续修复，中期经济增长存在隐忧，是当前债市对利空影响表现钝化的重要原因。

输入性通胀压力将逐步削弱

2 月以来，资金面整体较为宽松，但债市投资者始终维持较低杠杆水平。中债登托管数据显示，银行间待回购债券规模和债券市场杠杆率已经连续两个月下降。债市投资者情绪偏向谨慎的重要考量在于未来输入性通胀压力对长端收益率的推升。对此，我们并不认同。

当前再通胀的压力主要集中在欧美市场。得益于大规模的财政刺激，自去年 4 月美国经济触底以来，美国消费和生产逐步回升，但消费明显快于生产，带动通胀预期快速走升。今年 2 月开始在拜登 1.9 万亿财政刺激计划加快推进下，十年美债收益率快速升破 1.6%。考虑目前美债收益率隐含的通胀预期已处于高位，经济复苏最快时间已经过去，后期海外需求进一步扩张的弹性弱于供给的扩张弹性，未来通胀进一步上行的空间预计有限。而国内供给端恢复一直快于需求端恢复。前期大宗商品上涨带动 PPI 回升过程中已经透支部分空间，随着国内信用收缩压力加大，海外商品价格上涨的输入效应将会削弱。



4月或在迎来流动性宽松窗口

春节过后，央行公开市场操作以完全对冲到期量为主，最近两次 MLF 均为等额续作，公开市场操作并未透露央行态度的变化。但从本周国债期货走势来看，盘面对于资金面的敏感程度在增加。本周一适逢税期，资金面收敛期债小幅下行，周二周三资金面转松期债小幅反弹。

截止3月中旬，国债和地方债发行节奏尚未提速，以此速度推算本月政府债净融资金量 2000 亿左右。3月财政存款投放量 6000 亿左右，同业存单到期 2 万亿和已发行 1.8 万亿，现金回流和缴准规模分别约 1500 亿和 3500 亿，流动性缺口不大，资金面有望平稳跨季。而进入4月随着财政存款增长，基础货币供应减少，叠加政府债券季节性放量发行，同业存单到期偿付压力增加，流动性缺口将扩大。在当前银行间超储率偏低的情况下，资金面波动不容忽视。注意到近期信用债市场情绪较为悲观，3月15日国常会提及“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，后续货币政策需要关注债务违约风险的蔓延。考虑信用债大量到期、流动性缺口较大和防范风险的需要，4月央行或加大公开市场投放平抑资金面波动，届时债市将易涨难跌。目前十年国债收益率接近 2019 年高点 3.3%，建议 3.25%以上加大配置。

当前国内处于经济复苏的后半程，广义流动性逐步收缩，但经济惯性修复，利率整体处于磨顶阶段。考虑经济复苏最快阶段已过，未来海外需求扩张弹性不及供给弹性，国内房地产调控背景下投资和消费增速放缓，后期输入性通胀作用有限，投资者不必过度担心。4月流动性缺口较大，央行或重启流动性净投放窗口，债市易涨难跌，操作上建议逢低做多。

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