

2021

期货市场季度投资报告

国债期货

品种年报——品种（TS、TF、T）

破局低波动

作者 刘晓艺

金融衍生品分析师

投资咨询证号：Z0012930

邮箱@ydqh.com.cn

部门：期权部

电话：（022）58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编：300042

内容摘要

一季度美债收益率上行背景下，中债走出独立行情。债市对基本面利空表现钝化，而对资金面变化更为敏感。二季度资金面能否延续宽松，国内基本面会出现哪些变化，海外冲击是否卷土重来，债券市场将如何表现？本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析，并提出操作建议。

核心观点

- 2021 年二季度经济内生增长动力将显著增强。内需回升和企业利润改善情况下，制造业补库可期。专项债发行加快及地产销售余温尚存背景下，基建和地产投资韧性仍存。受限于就业和收入增长压力，消费反弹力度预计有限。
- 二季度大宗商品价格将温和上涨，通胀压力总体可控。国内总需求持续恢复，货币政策将进一步向防风险目标倾斜。货币总量层面难有宽松，但结构层面仍将给予必要流动性支持。考虑年初社融信贷快速增长，后期信贷将面临结构调整和总量管理，广义信贷增速或加速下行，债券中期走势并不悲观。
- 二季度地方债发行进入季节性高峰，利率债净供给环比将增加至 3 万亿，基本持平去年同期。而相比去年，商业银行负债压力大幅缓和，配债需求显著增强。
- 考虑二季度经济延续修复、通胀温和上涨、信用债大量到期和地方债放量发行，狭义流动性较一季度偏紧，债券收益率上行空间或大于下行空间。预估二季度十年期国债收益率波动区间 3.1%-3.4%，T 主连续波动区间 95-98。

目录

1. 一季度资金面主导，国债期货先抑后扬	3
1.1 海外因素扰动不断，中债走势相对独立	3
1.2 流动性预期引领方向，收益率曲线由陡走平	3
2. 内生动能有所增强，国内经济持续改善	4
2.1 制造业投资小幅回暖，地产基建韧性仍存	4
2.2 消费反弹受到制约，出口有望维持强势	5
3. 防风险重要性提升，货币政策相机抉择	6
3.1 大宗价格温和上涨，输入性通胀不足为惧	6
3.2 控总量调结构思路，信用扩张或将触顶	7
4. 债券供给季节性放量，需求好于去年同期	9
4.1 地方债发行逐步放量，节奏扰动不容忽视	9
4.2 银行负债压力不大，配置力量同比走强	10
5. 震荡格局难以打破，期债波动区间扩大	11
5.1 短期市场仍处逆风，蛰伏等待拐点到来	11
5.2 债券估值处于中位，交易把握安全边际	12
免责声明	13

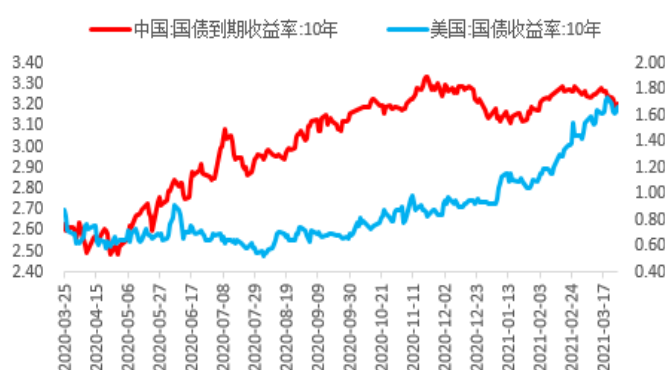
1. 一季度资金面主导，国债期货先抑后扬

1.1 海外因素扰动不断，中债走势相对独立

2021 年一季度国债走势一波三折。在国内经济运行持续恢复的背景下，基本面并未带给债市预期差，而资金面“由松转紧再转松”略超市场预期，成为债券走势主导因素。此外，年初以来海外疫情转好和疫苗接种速度的加快，带动全球经济复苏预期升温，美债收益率快速上行一度冲击中债的走势，但短期情绪释放后中债走出独立行情。整体看，十年期国债收益率在 3.1%-3.3% 区间内波动。

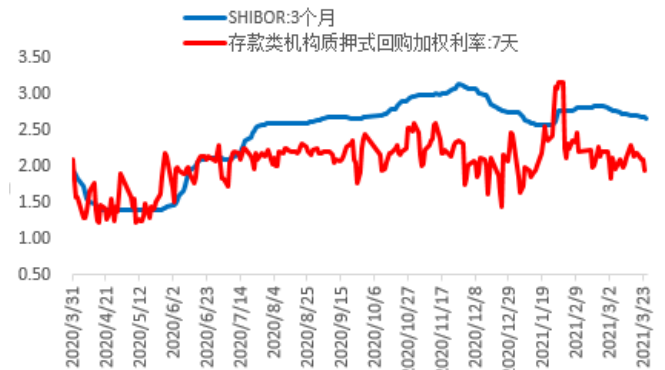
分阶段看，一季度国债走势可以分为三个阶段。第一阶段为年初到 1 月中旬，受去年末永煤事件冲击信用债市场，央行有意维持资金面宽松助力信用债融资环境修复，跨年资金的超额投放、2020 年 12 月和 2021 年 1 月的两次 MLF 大额投放超出市场预期，短债收益率快速下行，而长债受制于经济预期向好下行并不明显。第二阶段为 1 月末至春节前，央行开始回笼流动性，银行间资金面明显收紧，市场流动性预期悲观，机构普遍降低交易杠杆，国债收益率曲线明显上行。春节后，受海外疫苗接种速度加快和美国财政刺激加码影响，再通胀交易升温，美债收益率快速走高，开盘首日股涨债跌，但情绪短暂释放后，中债走出独立行情，预期内的基本面利空逐步释放叠加节后资金面宽松，债市企稳反弹。

图 1.1：中美十年期国债收益率曲线（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 1.2：R007 和 Shibor3M（%）



资料来源：Wind，一德期权部

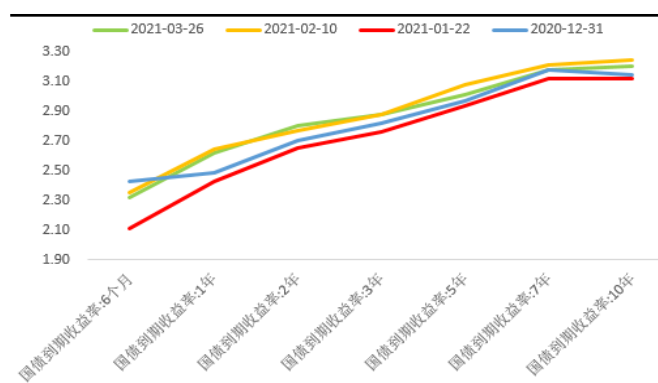
1.2 流动性预期引领方向，收益率曲线由陡走平

一季度国债收益率曲线先陡峭后平坦，10 年-1 年国债期限利差先扩后缩。具体来看，年初

到 1 月中旬，资金面宽松带动期限利差走扩 31BP 至 97BP；1 月中旬到 1 月末，央行回笼流动性致资金面明显收紧，期限利差缩窄至 48BP；春节前至 2 月末，资金面整体宽松，短债收益率窄幅波动，海外再通胀交易和强劲的国内经济数据小幅抬升长端收益率，期限利差小幅走扩至 70BP；3 月中下旬，欧洲疫情出现反复，同时海外摩擦加剧，市场避险情绪升温带动长债收益率下行，期限利差压缩至 60BP。

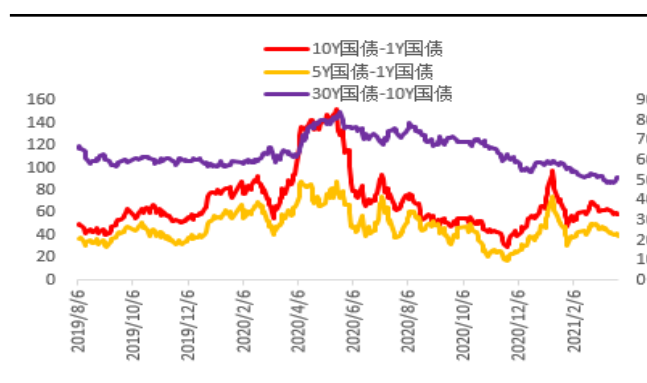
总的来看，在市场对于经济基本面利空已有预期的情况下，资金面成为 2021 年一季度债市主线。二季度资金面能否延续宽松，国内基本面会出现哪些变化，海外冲击是否卷土重来，债券市场将如何表现？本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析，并提出操作建议。

图 1.3： 国债收益率曲线（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 1.4： 国债期限利差（BP）



资料来源：Wind，一德期权部

2. 内生动能有所增强，国内经济持续改善

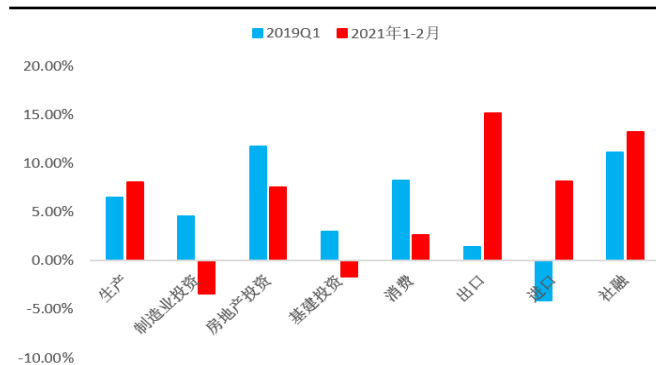
2.1 制造业投资小幅回暖，地产基建韧性仍存

2021 年一季度以来，国内经济恢复性增长。但数据显示，经济恢复并不平衡，去年四季度生产强于需求、外需好于内需的情况仍在延续。内需方面，除房地产投资外，制造业投资、基建投资和消费均明显弱势。

展望二季度，我国经济内生增长动力将明显增强。从先行经济指标看，春节后制造业产需指标双双走强，同时“订单-生产”和“订单-库存”指标走扩，显示需求带动生产回升，前期企业盈利大幅改善的情况下，制造业企业将逐渐由被动去库转向主动补库阶段，后期制造业增速或将持续改善。今年地方债务额度下达偏晚，导致一季度基建投资不及预期。二季度专项债加快发行背景下，基建投资将边际转强。考虑经济内生动力基建托底诉求下强，且政策定调“降低政府杠杆率”，预计基建投资反弹力度有限。年初以来，房地产销售和贷款投放较快，部分城市房价走

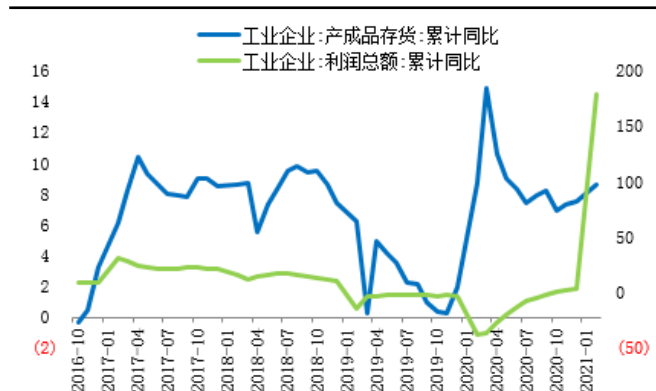
高引发监管层的关注。二季度集中供地叠加销售余温，预计房地产投资仍存韧性，三道红线约束和房贷集中度约束线，下半年房地投资将明显走弱。

图 2.1：1-2 月主要经济数据同比增速（%）



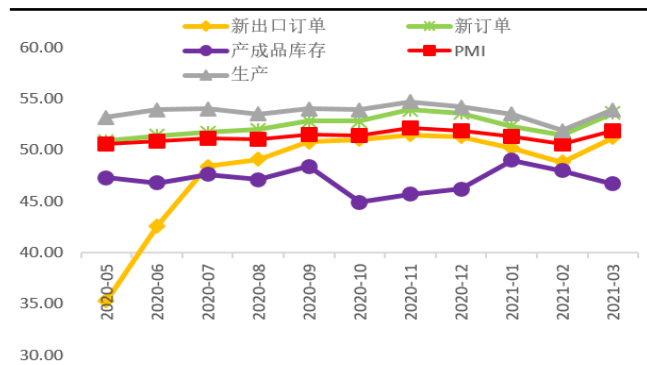
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.3：工业企业利润总额同比增速（%）



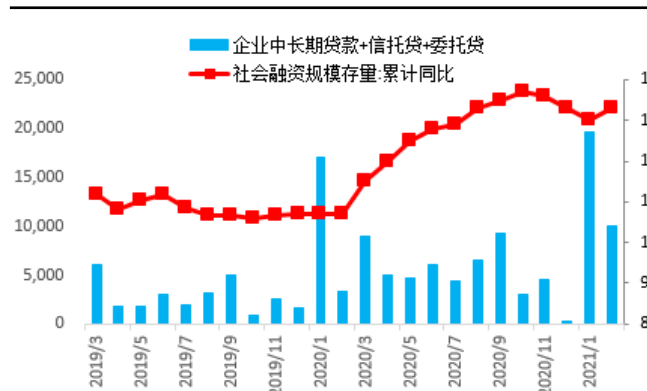
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.2：官方制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 2.4：企业中长期贷款（亿元）和社融同比增速（%）



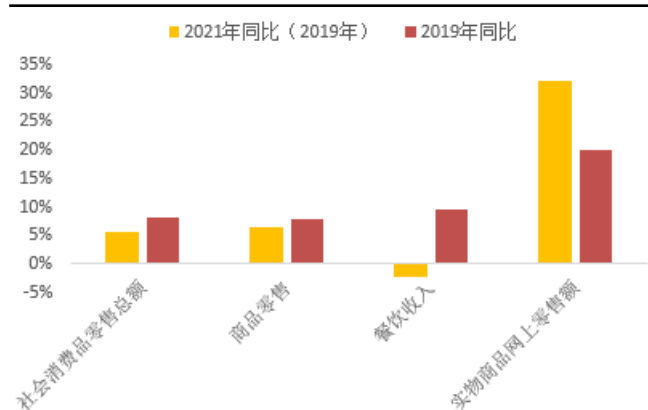
资料来源：Wind，一德期权部

2.2 消费反弹受到制约，出口有望维持强势

受低基数影响，2021 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%，但与 2019 年同期相比金增长 5.6%，远低于 2019 年同期 8.2%增速。从分项指标看，年初疫情反复导致餐饮收入下降 2.3%，成为消费端的最大拖累。随着国内疫苗接种速度加快，二季度旅游和餐饮消费有望恢复性增长。但受限于居民可支配收入增速较慢，消费反弹力度有限。

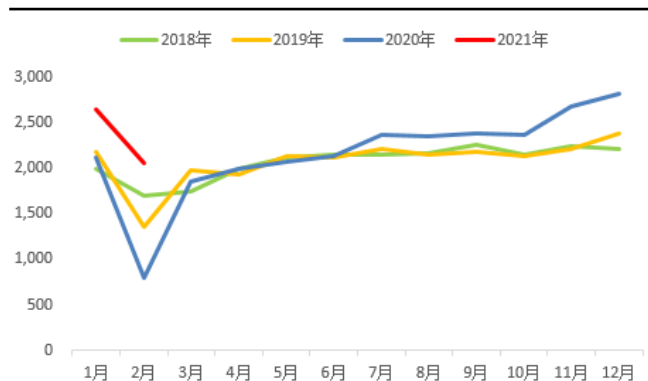
外需方面，年初以来海外疫苗接种速度加快，疫情出现好转迹象。3 月，欧、美、日等国生产快速恢复至疫情前水平。尽管海外生产快速修复，但需求仍持续输出，1-2 月以美元计价的出口金额显著高于历史同期。3 月制造业 PMI 新出口订单指数创出年内新高，预计后市在美国财政刺激逐步落地和欧美疫苗加速推广情况下，外部经济体景气度将进一步回升，出口有望维持强势。

图 2.5: 社会消费品零售总额增速 (%)



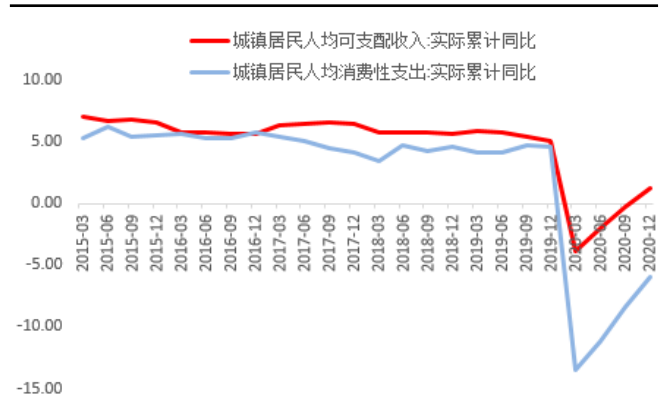
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.7: 出口金额当月值 (亿美元)



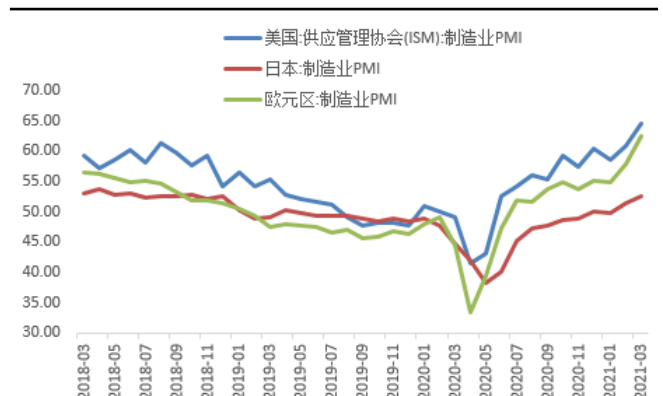
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.6: 人均可支配收入和人均消费性支出累计同比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.8: 各国制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3. 防风险重要性提升，货币政策相机抉择

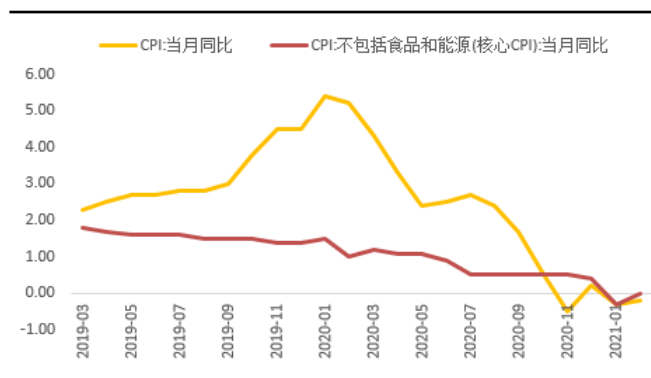
3.1 大宗价格温和上涨，输入性通胀不足为惧

2020 年下半年猪肉供应明显改善，7 月生猪存栏同比开始转正，9 月生猪出栏同比转正，预计二季度猪肉价格将继续下行。2020 年下半年以来，CPI 非食品分项表现非常稳定，主要原因是失业率水平仍低于自然水平，居民收入和支出恢复缓慢，使得总需求难以扩张。目前看 2021 年居民收入大概率延续缓慢修复，非食品分项小幅回升难以抵消猪价下行对食品分项的拖累，全年 CPI 中枢预计 1.5%-2%。

相比 CPI 食品分项，债市投资者更为关心持续上行的 PPI 是否会引发货币政策收紧。当前再通胀的压力主要集中在欧美市场。得益于美国大规模的财政刺激，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，美债收益率快速上行，一季末美国十期国债收益率回升疫情前水平 1.7%。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

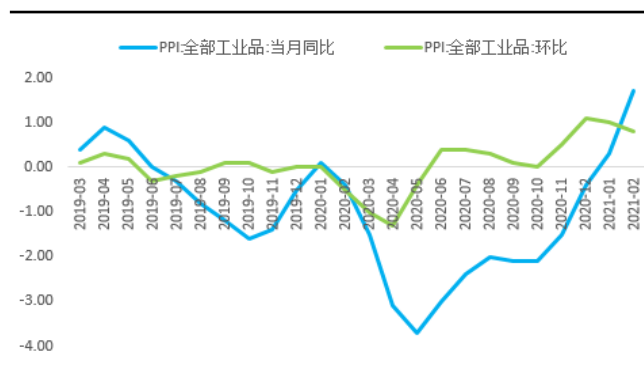
经过去, 后期海外需求进一步扩张的弹性弱于供给的扩张弹性, 未来通胀进一步上行的空间预计有限。而国内制造业 PMI 原材料购进价格相对出厂价格持续走扩, 说明上游成本上行向下游传导并不顺畅。截止 2 月, PPI 环比增速已经连续 2 个月放缓, 前期大宗商品上涨带动 PPI 回升过程中已经透支部分空间情况下, 海外商品价格上涨的输入效应将会逐步削弱, PPI 同比上行不足以引发货币政策收紧。

图 3.1: CPI 同比与核心 CPI 同比 (%)



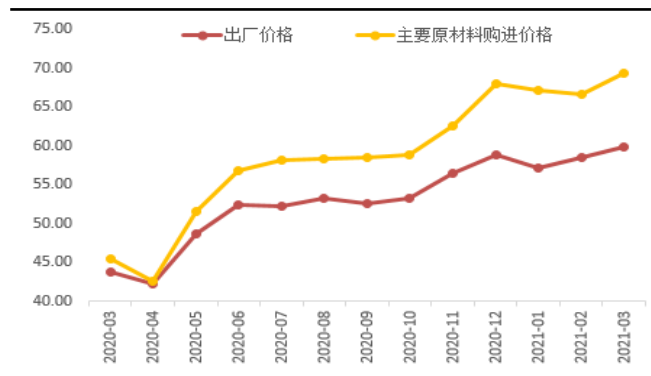
资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.2: PPI 同比和环比 (%)



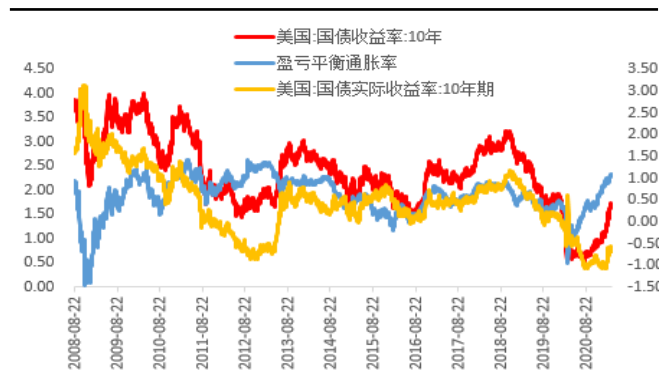
资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.3: 制造业 PMI 出厂价格和原材料购进价格 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.4: 美国十年期国债收益率及盈亏平衡通胀率 (%)



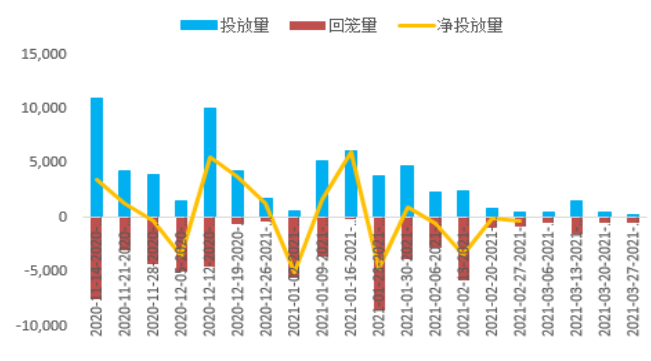
资料来源: Wind, 一德期权部

3.2 控总量调结构思路, 信扩张或将触顶

2020 年 11 月末至 2021 年 1 月上旬, 受永煤事件影响, 央行开启一轮货币宽松, 两次 MLF 的超额续作和跨年资金的大额投放意在呵护流动性平稳, 防止信用风险传染和蔓延。1 月中旬信用债融资环境明显修复, 央行开始回笼流动性。2-3 月资金面整体宽松, 但原因并非央行公开市场操作放量, 而是财政资金投放。总的来看, 一季度央行对于偏松的资金面进行纠偏, 但货币政策中性基调并未发生改变。展望二季度, 我们认为在国内总需求恢复的背景下, 货币政策将进一步向防风险目标倾斜, 总量层面难有宽松, 但结构层面仍将给予必要流动性支持。

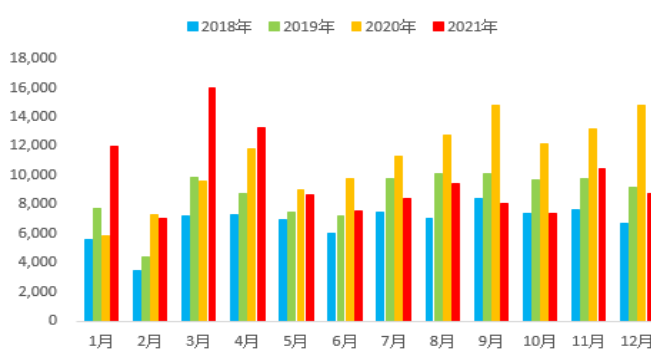
2021 年 3 月 25 日，央行一季度货币政策委员会会议召开，公告中删除了“不急转弯”这一去年中央经济工作会议以来的一贯表述，引发市场对于货币政策收紧的担忧。但我们认为无需过度解读，二季度货币政策稳健中性基调并不会改变。考虑当前国内经济恢复并不平衡、国际政治局势的不确定性以及建党百年经济运行的稳定性，货币政策收紧可能性不大。稳定宏观杠杆率的前提下，货币总量也难现宽松。在年初高增的社融信贷和基本面向好背景下，后期信贷投放和流动性投放将更加灵活精准。3 月 22 日央行召开全国 24 家主要银行信贷结构优化调整座谈会，指出重点领域和薄弱环节信贷结构仍需调整优化，保持贷款平稳增长、合理适度。一季度货币政策例会延续此前的结构性目标表述，强调加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持，结合 3 月国常会将 3 月 31 日到期的两大直达实体经济工具（普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持）延期至年底的操作来看，后期信贷将面临结构调整和总量管理，广义信贷增速或加速下行，债券中期走势并不悲观。考虑二季度信用债到期压力较大，政府债券大量发行，不排除央行加大公开市场操作进行对冲。

图 3.5：央行公开市场投放和回笼（亿元）



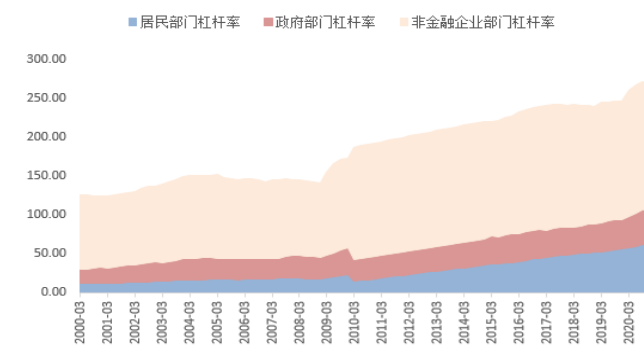
资料来源：Wind，一德期权部

图 3.7：信用债到期量（亿元）



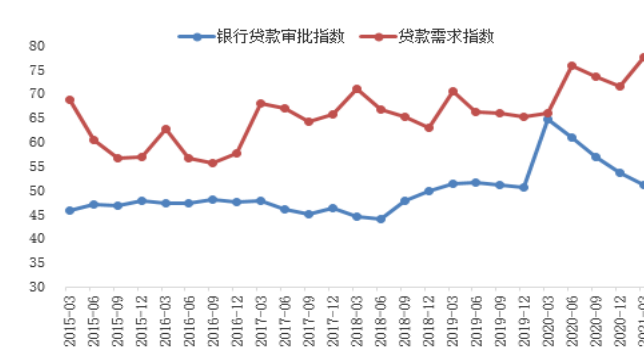
资料来源：Wind，一德期权部

图 3.6：实体经济部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 3.8：银行贷款审批指数及贷款需求指数（%）



资料来源：Wind，一德期权部

4. 债券供给季节性放量，需求好于去年同期

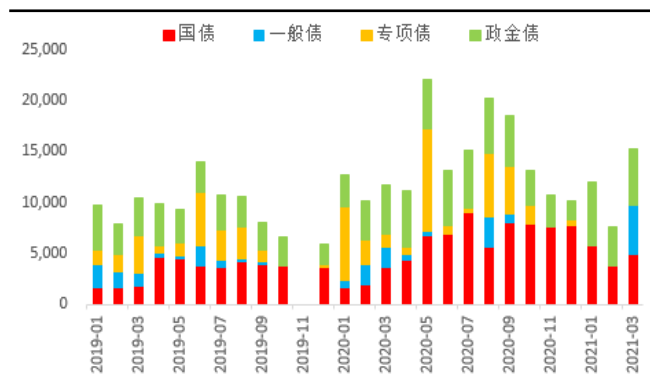
4.1 地方债发行逐步放量，节奏扰动不容忽视

2021 年新增地方债提前批额度下达额度较晚，直到 3 月 25 日湖北省才招标发行 250 亿新增地方债，一季度地方债发行量仅 8729 亿。而政金债发行节奏平稳，国债发行节奏较快，一季度分别发行 1.57 万亿和 1.44 万亿，利率债供给节奏并不慢。

2021 年政府工作报告中将今年财政赤字率下调至 3.2%，对应财政赤字规模 3.57 万亿，其中中央财政赤字规模约为 2.38 亿，加上全年到期量 3.91 万亿，全年国债发行量约 6.29 万亿。前 3 月国债累计发行量约占全年发行量 22%，远超近三年同期水平，往后三个季度国债发行将减少 10% 压力，预计二季度国债发行量 1.6-1.7 万亿。两会后，地方债发行速度有所提升，考虑二三季度为季节性供给高峰，地方债的放量发行仍然不容忽视。由于 2020 年地方债发行有意提前，本文借鉴 2018-2019 年的发行节奏，假设四季度 10% 的地方债发行占比，二、三季度平均地方债发行量 2.9 万亿左右。相比国债和地方债，政策性银行债净融资节奏稳定，根据历史均值进行预

测二季度政策性银行债发行量约 1.5-1.6 万亿。扣除 3.07 万亿到期量，二季度利率债净融资 3 万亿，基本持平去年同期。节奏上，4 月利率债到期量较大、净增量较低，5 月、6 月债券净增量相对大一些。

图 4.1：利率债月度发行量（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.3：利率债季度发行量全年占比（%）

季度	国债	地方政府债	政策银行债	利率债
2018Q1	14.18%	5.27%	26.52%	14.68%
2018Q2	28.76%	28.60%	29.29%	28.87%
2018Q3	29.11%	57.34%	22.75%	37.57%
2018Q4	27.95%	8.78%	21.43%	18.88%
2019Q1	12.25%	32.24%	28.70%	24.40%
2019Q2	31.11%	32.79%	27.32%	30.53%
2019Q3	28.36%	30.83%	23.70%	27.79%
2019Q4	28.28%	4.13%	20.29%	17.28%
2020Q1	10.33%	24.99%	22.77%	18.81%
2020Q2	25.27%	29.11%	30.78%	28.12%
2020Q3	31.85%	34.02%	30.42%	32.20%
2020Q4	32.55%	11.87%	16.03%	20.87%
2021Q1	22.91%	11.89%	28.04%	20.13%

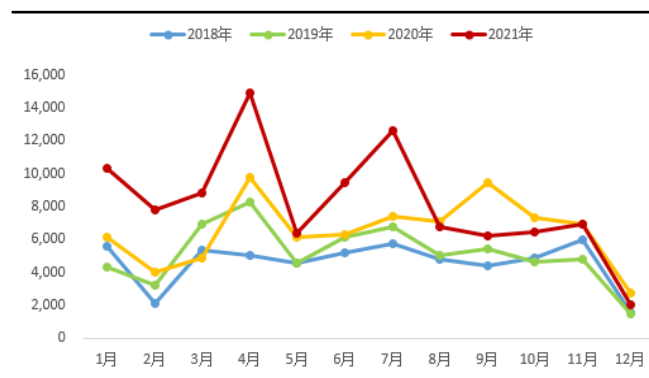
资料来源：Wind，一德期权部

图 4.2：全年利率债发行量预估（亿元）

	2018年	2019年	2020年	2021年E
财政赤字率	2.60%	2.8%	3.6%	3.2%
财政赤字规模	23800	27600	37600	35700
中央财政赤字	15500	18300	27800	23800
地方财政赤字	8300	9300	9800	11900
地方专项债额度	13500	21500	35000	36500
特别国债额度	0	0	10000	0
国债到期量	22200	24094	30820	39102
地方债到期量	8400	13151	20747	26680
政策性银行债到期量	24746	24574	26547	32909
国债发行量	37700	41332	71173	62902
地方债发行量	30200	43624	64438	75080
政策性银行债发行量	34649	38237	52031	55945
利率债净融资	47203	61374	109528	95236

资料来源：Wind，一德期权部

图 4.4：利率债到期量（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

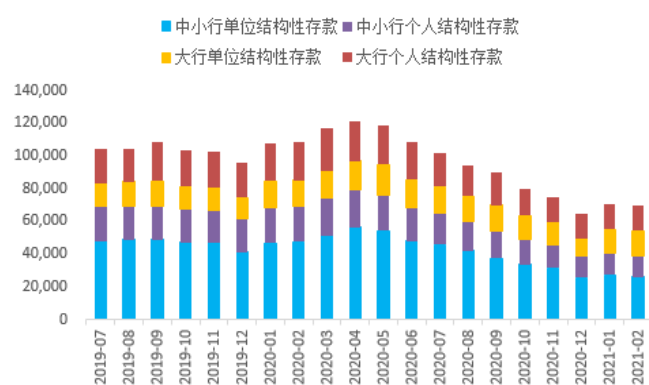
4.2 银行负债压力不大，配置力量同比走强

2020 年二季度以来，受监管层要求压降结构性存款规模影响，商业银行负债端压力凸显。同时，伴随经济和货币政策回归常态化，贷款需求增加，银行配债额度大幅缩减。股市走强背景下，非银机构加大权益类资产配置、降低债券配置，债券收益率大幅上行。对比去年，今年二季度债券需求相对乐观。年初以来结构性存款规模保持稳定，M2 增速相对社融同比增速走强，表明商业银行负债端压力缓和。考虑后期信用扩张动能放缓，银行负债增速或相对资产增速进一步加快。此外，今年中小行放贷意愿不强，部分优质的小微企业贷款被大行介入的情况下，中小行加大债券投资比例，中债登托管数据显示 1-2 月农商行增持了所有券种。

春节后，尽管美债收益率快速上行，但外资持续增持中债。目前中债收益率高于美债收益率 150BP 左右，票息对于境外投资者仍然有较高吸引力。另外，中债纳入国际指数利好主动资

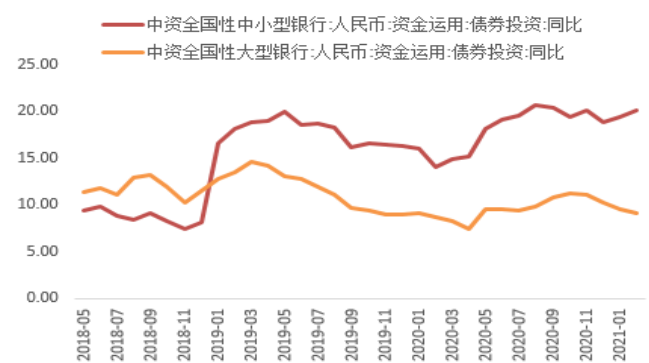
金加快进场节奏。2021 年 3 月 20 日富时罗素公司宣布将于 2021 年 10 月 29 日确认将中国国债纳入全球政府债券指数（WGBI），权重 5.25%，分 36 个月逐步纳入，预计自 11 月每月将有 236 亿被动资金流入。与摩根大通新兴市场债券指数（GBI-EM）相同，有别于彭博-巴克莱全球综合债券指数（BBGA）同时纳入国债和政金债，WGBI 指数主要纳入国债，期限上以 10 年以上债券（占比 33%）和 1-3 年债券为主（占比 24%）。根据此前中债纳入 BBGA 和 GBI-EM 经验，中债纳入国际指数前部分外资和内资或出现抢跑迹象，2020 年 9 月中债入富消息公布后，四季度外资加快配置，预计二季度外资配置力量或进一步增强。

图 4.5：商业银行结构性存款规模（亿元）



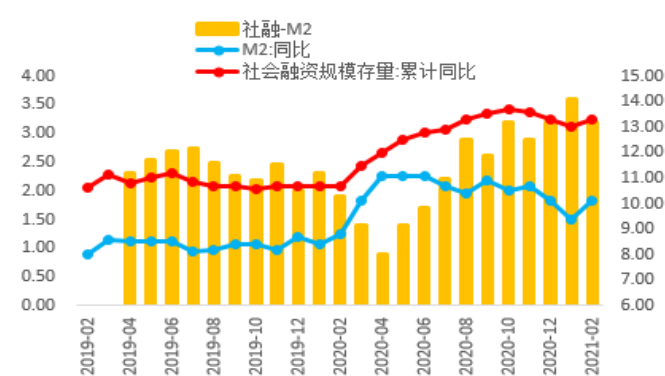
资料来源：Wind，一德期权部

图 4.7：商业银行债券投资同比增速（%）



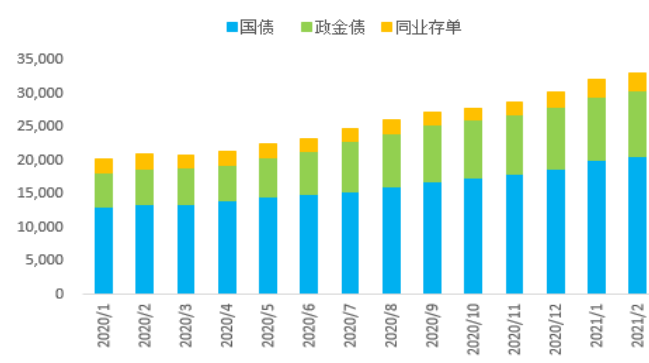
资料来源：Wind，一德期权部

图 4.6：M2 和社融同比增速（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.8：境外机构中债托管量（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

5. 震荡格局难以打破，期债波动区间扩大

5.1 短期市场仍处逆风，蛰伏等待拐点到来

2021 年二季度经济内生增长动力将显著增强。内需回升和企业利润改善情况下，制造业

补库可期。专项债发行加快及地产销售余温尚存，基建和地产投资韧性仍存。受限于就业和收入增长压力，消费反弹力度预计有限。

在国内总需求恢复的背景下，货币政策将进一步向防风险目标倾斜，总量层面难有宽松，但结构层面仍将给予必要流动性支持。考虑年初社融信贷快速增长，后期信贷将面临结构调整和总量管理，广义信贷增速或加速下行，债券中期走势并不悲观。考虑二季度信用债到期压力较大，政府债券大量发行，不排除央行加大公开市场操作进行对冲。

一季度地方债发行偏缓但国债发行提速，利率供给节奏并不慢。借鉴 2018-2019 年的发行节奏，预估二季度国债、地方债、政金债分别发行 1.6 万亿、2.9 万亿和 1.5 万亿，扣除到期量利率债净融资 3 万亿，基本持平去年同期。节奏上，4 月利率债到期量较大、净增量较低，5 月、6 月债券净增量相对大一些。相比去年同期，商业银行负债压力明显下降，债券配置力量明显增强。四季度被动增量资金进入债市前，境外主动资金或提前抢跑现象。

5.2 债券估值处于中位，交易把握安全边际

从估值角度来看，3 月末十年期国债收益率在 3.2% 附近，已经到回到疫情前水平。考虑二季度经济延续修复、通胀温和上涨、信用债大量到期和地方债放量发行，狭义流动性较一季度偏紧，债券收益率上行空间或大于下行空间。预估二季度十年期国债收益率波动区间 3.1%-3.4%，T 主连续波动区间 95-98。操作上，建议配置盘在十债 3.3% 以上陆续入场，交易盘把握安全边际区间操作。

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。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

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)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物资中心大厦1604-1608室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

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)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5822 0902)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部 (Tel: 0411-8480 6701)

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

郑州营业部 (Tel: 0371-65612019/65612079)

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

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

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

一德期货营业网点

联系方式 4007-008-365 公司官网 www.ydqh.com.cn 总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层