

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

期债 趋势性行情尚未到来

2021. 04. 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



3月中旬以来，债市历经 PMI 走高、通胀超预期、新增信贷持续高增、出口走强等一系列基本面利空，但收益率不涨反跌，十年期国债收益率下行 10BP 至 3.17%，十年期国债期货主力自 96.7 上涨至 97.7。期限利差维持平稳说明流动性宽松并非本轮行情的唯一驱动，此前市场对于基本面利空预期较为充分也是抑制收益率上行的重要因素。考虑税期和债券供给加快影响，短期资金面波动或将加大，债市趋势性行情尚未到来，国债期货追涨仍需谨慎。

基本面修复有所放缓，货币政策维持稳定

2021 年 4 月 16 日，国家统计局公布一季度经济数据。一季度 GDP 同比增长 18.3%，环比增长 0.6%，两年平均增速 5%，略低于市场预期，说明经济修复速度放缓。工业生产方面，3 月工业增加值增速 14.1%，两年平均增速 6.2%，较 1-2 月两年平均增速略有收窄，但仍处于强势区间，其中制造业生产较为旺盛，与强劲出口相互印证。投资方面，1-3 月固定资产投资增速同比增长 25.6%，两年平均增速为 2.9%，低于 2019 年同期增速 5.4%。分项来看，房地产、制造业和基建三大项两年平均增速分别 7.6%、-2%和 2.3%，尽管房地产和基建投资表现较好，但持续性不强，严监管背景下全年房地产投资下行压力较大，降低政府杠杆率和优质项目缺乏或制约基建投资走强，年初全球疫情反复和原材料涨价影响了制造业投资修复，后续消费和外需进一步恢复制造业投资有望继续走强。消费方面，1-3 月社会消费品零售总额同比增长 33.9%，两年平均增速 4.2%，较 1-2 月增速加快 1%，随国内疫苗接种率提升，居民收入和消费将继续恢复。

一季度经济数据同比高增市场早有预期，但结构性分化的现象依然存在，难以驱动货币政策出现明显调整。从近期公开市场操作来看，监管层并未释放流动性边际宽松或者收紧的信号。4 月 15 日人民银行开展了 1500 亿元 MLF 操作，包含对当日 1000 亿元 MLF 到期和 4 月 25 日 561 亿元 TMLF 到期的续作，实际净回笼 61 亿元。随着 4 月税期的到来和地方债发行的加快，银行间流动性有收紧趋势，届时央行的对冲力度将决定资金面松紧程度。

债券供给压力延后，资金面波动料加大

今年新增地方债提前批额度下达额度较晚，一季度地方债发行 8729 亿，仅占全年计划发行量 12%，意味着后三季度的发行压力大于去年同期。4 月上旬地方债发行仍未提速，加剧了投资者对 5 月地方债集中放量发行的担忧，届时资金面冲击会更加明显。因此，政府债券的发行压力并没有消失而是推迟，投资者需密切关注债券发行和资金面变化。

期债趋势性行情尚未到来

2021.04.18

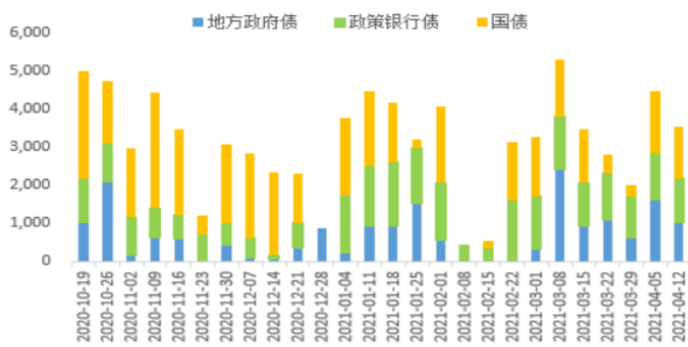


图 利率债周度发行量 (亿元) 一德金融衍生品研究部



图 30年国债和10年国债利差 (BP) 一德金融衍生品研究部

此外，4月是税收大月，缴税规模预计在1万亿左右（2019年和2020年4月国家税收收入分别为1.7亿元和1.4亿元），资金面波动或较3月加大。4月12日，央行官员在2021年一季度金融统计数据新闻发布会上表示，“将密切关注4月财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场工具等货币政策工具保持银行体系流动性充裕，为债券发行提供适宜流动性环境”。尽管该声明缓和了此前市场对资金面收紧的担忧，但考虑近期大宗商品价格上涨央行对冲力度仍然存在较大不确定性。

趋势行情尚未到来，多头追涨仍需谨慎

目前债市对于基本面的利空逐渐钝化，“稳货币+紧信用”背景下中期债券走势并不悲观。虽然二季度大宗商品价格仍处上行通道，但输入性通胀压力并不足以引发货币政策收紧。股市低迷，信用债违约压力仍大，利率债在大类资产中的优势逐步凸显。市场对于债市大方向预期一致，但短期交易节奏分歧较大。

从比价角度来看，当前债券相对股票更具配置价值。但注意到3月中旬以来十年期国债收益率已下行10BP接近年初低点，叠加市场对于后期资金面波动的担忧，机构加杠杆操作较为谨慎，上周银行间质押式回购成交量维持在4万亿水平。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，资金面难超1月初宽松，预计二季度十年期国债收益率波动区间在3.0%-3.4%。

从机构行为来看，年初以来农村商业银行配置动力较强，其背后重要原因是全国性商业银行和股份行信贷资质下沉一定程度上挤占了农村商业银行优质信贷资源。笔者认为，今年以农村商业银行为代表的配置力量不容忽视。注意到近期30年国债收益率已经突破前期，30年-10年期限利差维持低位，若30年国债利率不反弹10年国债利率向上空间有限。考虑下周税期资金面波动和后期政府债券供给逐步释放，短期债市仍有调整可能。因此，我们建议配置盘可以根据自身仓位情况进行配置，若仓位较低可逐步入场配置，若仓位中高可暂时观望，交易盘需谨慎追高建议暂时观望。

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