



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

通胀抬头供给放量，期债易下难上 ——国债期货篇

分析师：唐广华（ F3010997， Z0011162）

2021. 3. 26

通胀抬头供给放量，期债易下难上

——2021年二季度国债期货投资策略展望

- 主要驱动因素：疫情控制情况，经济复苏进展，中美关系，大宗商品价格，央行货币政策，政府债券发行情况。
- 主要影响因素：
 - 1、主要国家新冠疫苗接种有序进行，上半年美英可以实现全民接种，疫情有望逐步得到控制，加上宽松货币政策和财政刺激计划的支持，海外市场生产服务逐步恢复，全球经济展望大幅改善，通胀预期升温。
 - 2、国内出口和生产乐观，房地产市场量价齐升，景气度增强，仍将保持温和上涨态势，基建继续托底经济，工业企业利润大幅改善下制造业投资有望继续恢复，汽车和升级类商品销售快速增长带动消费复苏态势延续，CPI维持低位，关注工业品价格的上行。
 - 3、美联储维持非常规的货币政策，部分新兴市场国家面临通胀高企，被迫加息。国内保持灵活精准，合理适度的货币政策和提质增效、更可持续的财政政策，继续为市场主体纾困，保持必要支持力度。短期政策利率上调的概率较低，M2和社融增速将有所回落。
 - 4、供给方面，政府债券大量发行，市场资金面有可能紧张，避险情绪提升债市需求。
 - 5、总体上预计债券市场仍处于熊市中，收益率以上行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.5%-3.6%附近，国债期货价格易下难上。预计价格主要运行区间：十年期国债收益率：3%-3.5%，T主力合约：95-99 元；五年期国债收益率：2.85%-3.45%，TF主力合约：97.1-100.4元；二年期国债收益率：2.50%-3.3%，TS主力合约：98.9-100.9元。

主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济展望大幅改善，通胀预期升温
- 政策可能边际收紧，静待拐点出现
- 政府债券大量发行，避险推升需求
- 债市观点与交易策略

一季度收益率小幅上行，避险情绪推动期债反弹

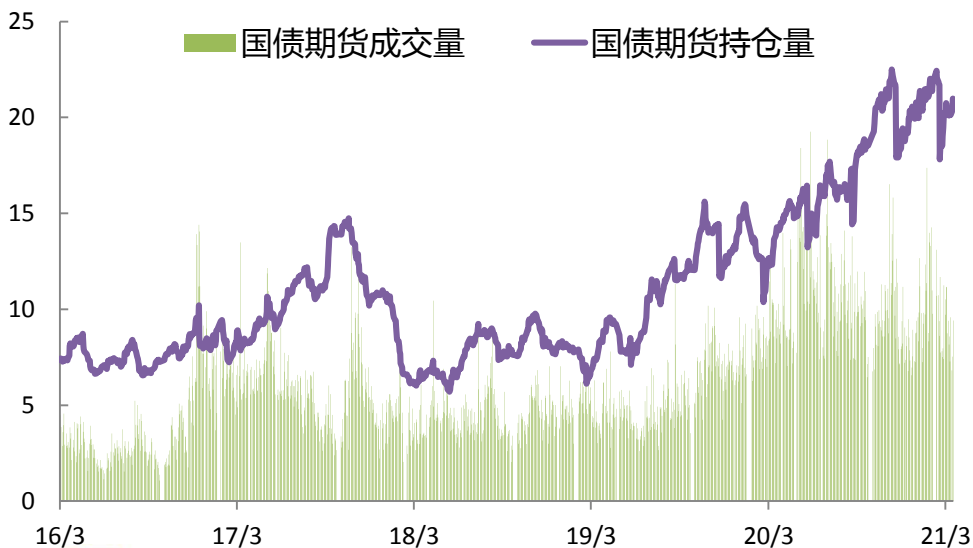
10年期国债期货主力合约价格与国债收益率走势（元，%）



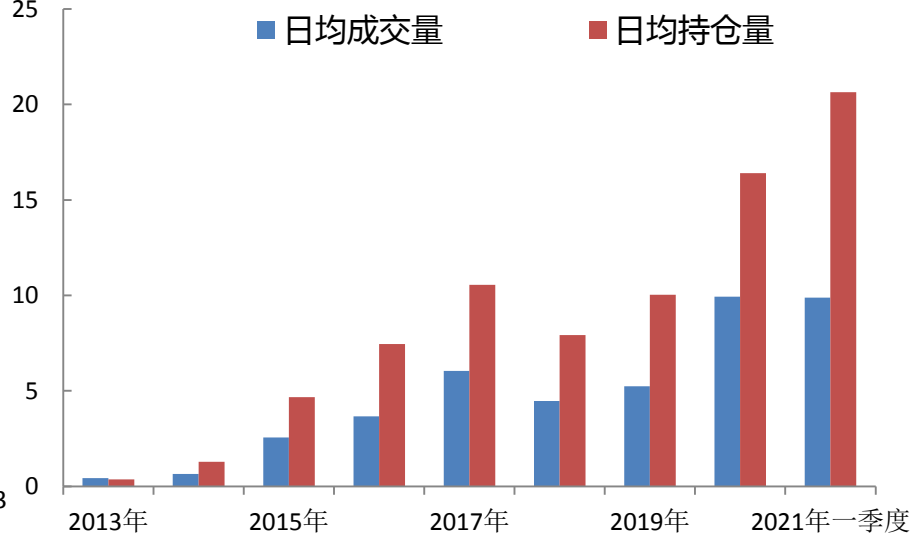
国债期货成交持仓量均显著增加

- 一季度，国债期货价格波动较大，投机和套保需求增加，持仓量出现较大幅度的提升，一季度日均持仓量为20.63万手，同比增加54.30%，继续创上市以来的新高。一季度日均成交量为9.88万手，同比增加18.75%。
- 一季度国债期货日均成交持仓比低于0.5倍，与成熟国家相当，国债期货也是我国机构参与度最高的期货品种。
- 展望二季度，国债期货机构套保需求仍大，加上商业银行和保险机构等债券主要持有者逐步入市，市场活跃度将继续有较大幅度提升。

国债期货成交量和持仓量走势（万手）

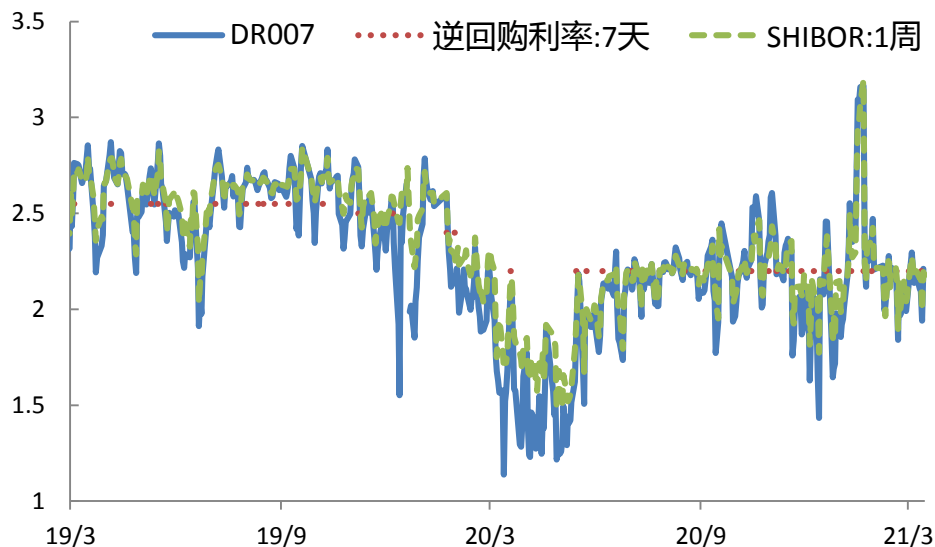


国债期货日均成交量和持仓量（万手）

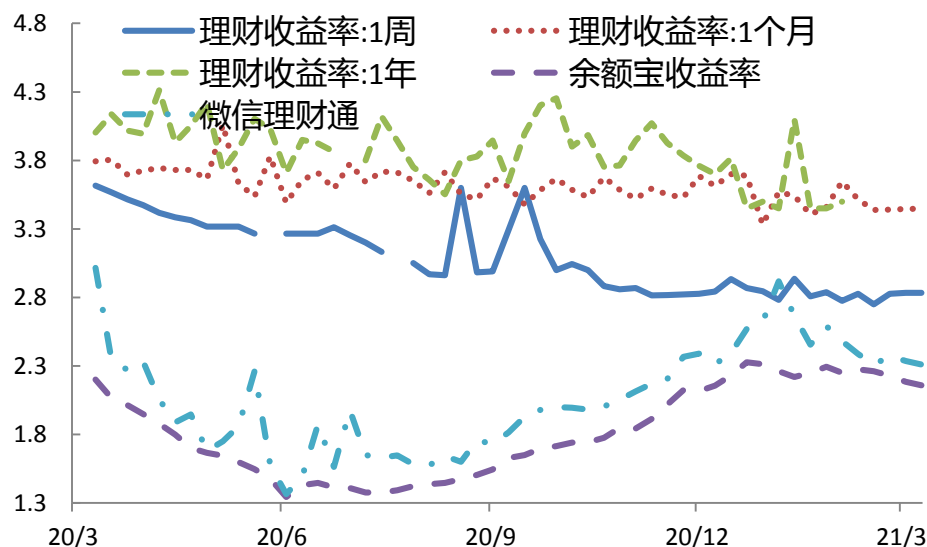


资金面保持平稳，理财收益率回落

SHIBOR和银行间7天利率（%）



各期限理财和货币基金收益率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

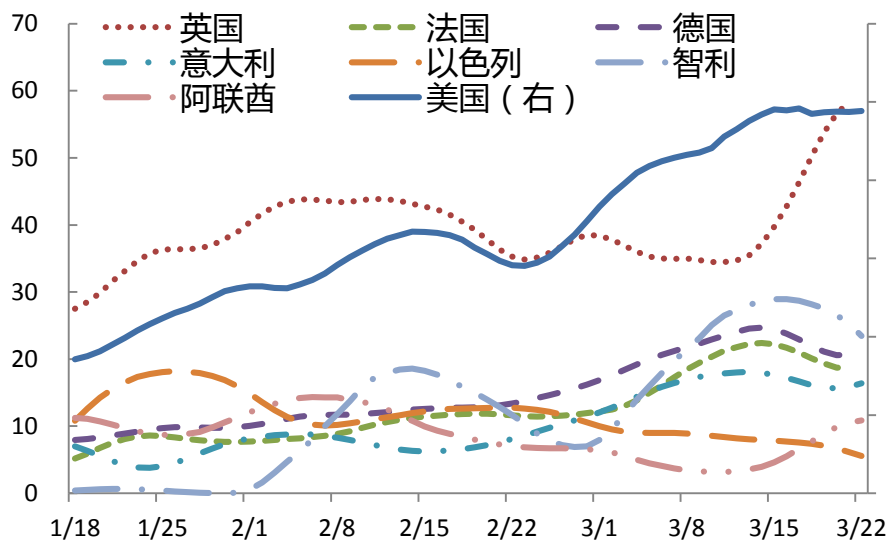
- 年初，央行公开市场操作整体保持净回笼态势，资金面有所收敛。节后随着现金逐步回笼，央行公开市场操作以净回笼为主，央行表示对货币政策取向应重点关注央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。3月份以来，央行连续开展100亿元逆回购操作，并完全对冲到期的1000亿元MLF资金。货币市场利率保持平稳，DR007和SHIBOR1周等基准利率维持在2.2%附近。
- 一季度，各期限理财、余额宝、微信理财通收益率均有所回落。

主要内容

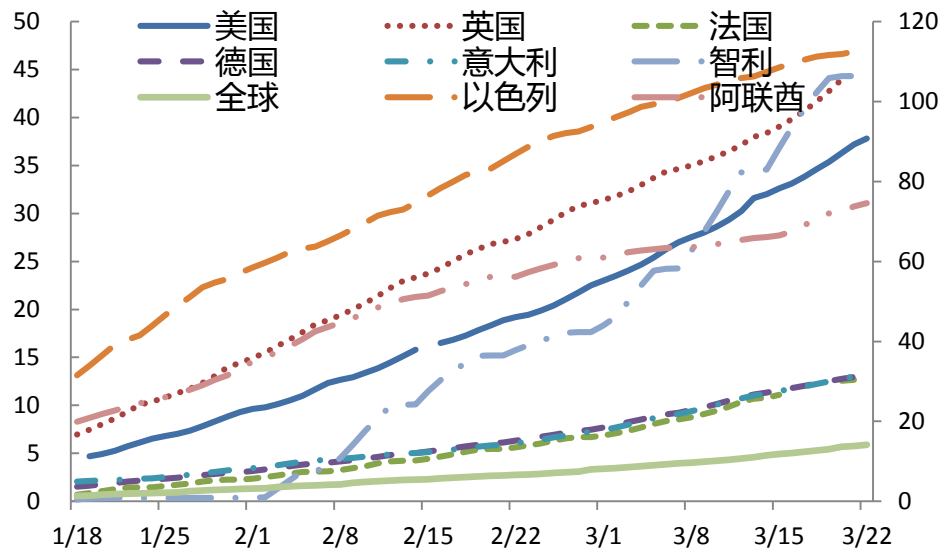
- 国债期货市场回顾
- 经济展望大幅改善，通胀预期升温
- 政策可能边际收紧，静待拐点出现
- 政府债券大量发行，避险推升需求
- 债市观点与交易策略

新冠疫情：上半年美英可以实现全民接种

主要国家新冠疫苗每日接种量:5日平均（万人）



主要国家每百人新冠疫苗接种量

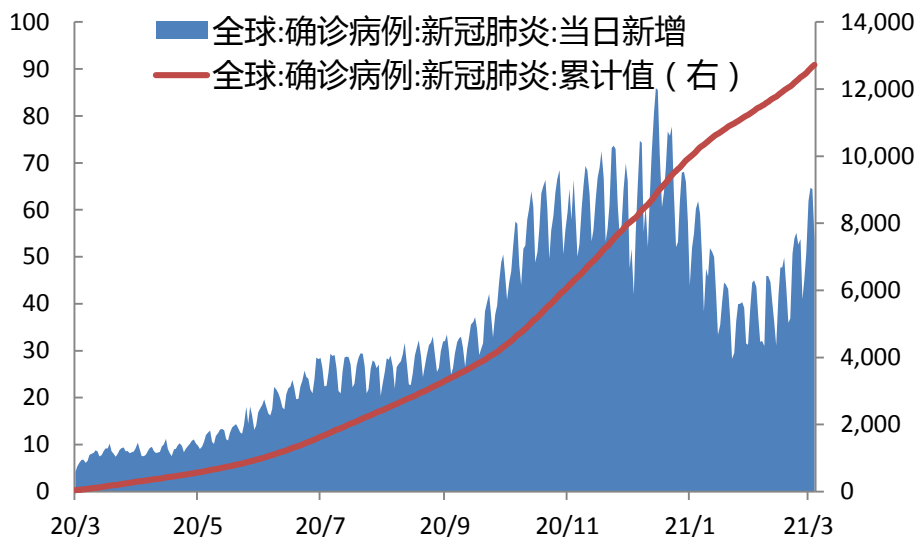


资料来源：Wind，申万期货研究所

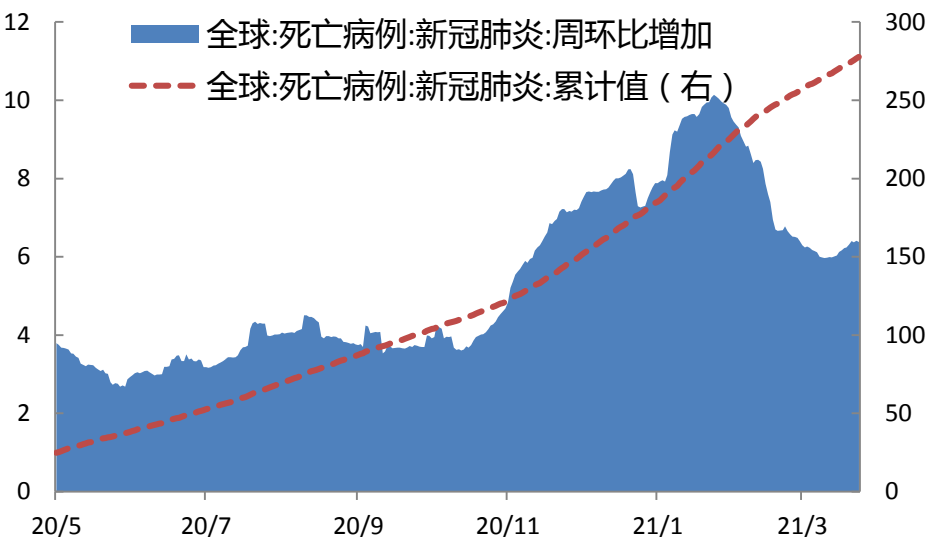
- 今年以来，各主要国家陆续启动了新冠疫苗接种。其中以色列已经完成了全民接种，美国每日接种量达到244万人，每百人接种量达到39人，英国每日接种量为58万人，每百人接种量达到46人，按此接种速度，美英在上半年可以实现全民接种。
- 法国、德国、意大利等国接种速度偏慢，预计也可能在年底实现全民覆盖，多数发展中国家则可能在2022年才能完成接种。

新冠疫情：美国逐步减少，全球趋于稳定

全球当日新增确诊及累计病例（万人）



美国当日新增确诊及累计病例（万人）

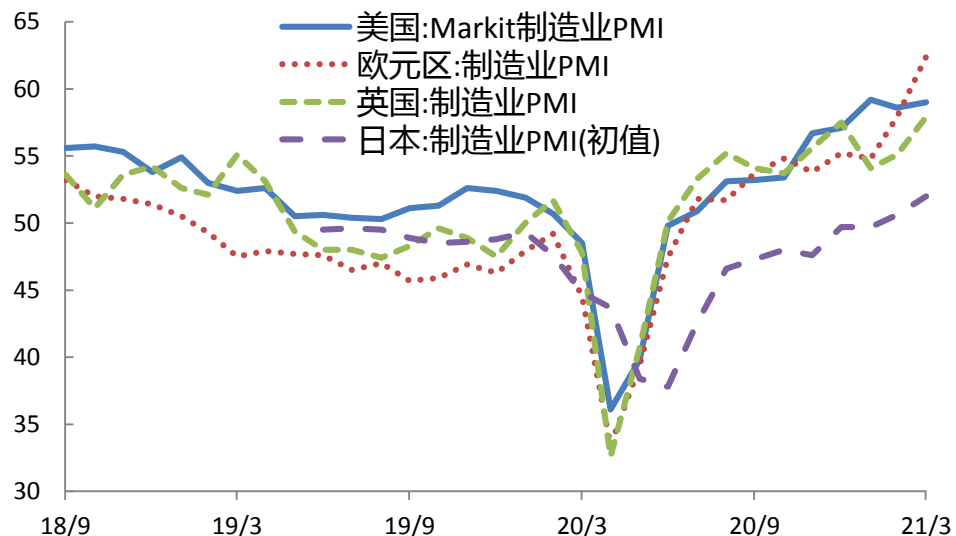


资料来源：Wind，申万期货研究所

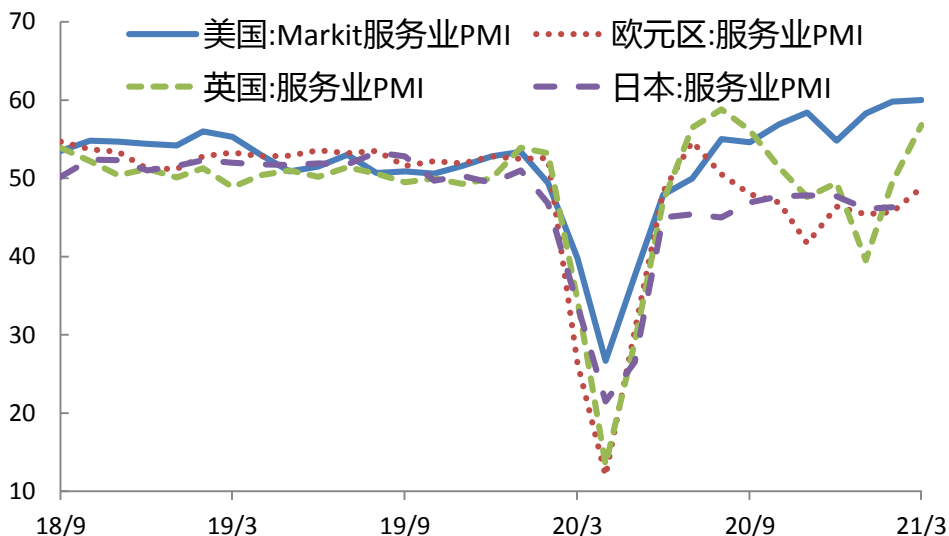
- 截至3月26日，全球累计确诊病例超过1.27亿例，累计死亡病例超过277万人。不过随着各国新冠疫苗接种有序进行，单日新增确诊病例从高峰期的80万例降至40万例左右，近日有所增加至50万例。
- 从具体国家上看，美国单日新增确诊人数从高峰时30万例降至5万例左右，欧洲英德等国新增确诊病例基本回落至1万例下方，法国新增确诊病例有所增加，发展中国家巴西、印度等国新增确诊病例也继续增加，有可能继续创出新高。

海外经济：生产服务继续恢复

美欧英日等主要国家制造业PMI（%）



美欧英日等主要国家服务业PMI（%）



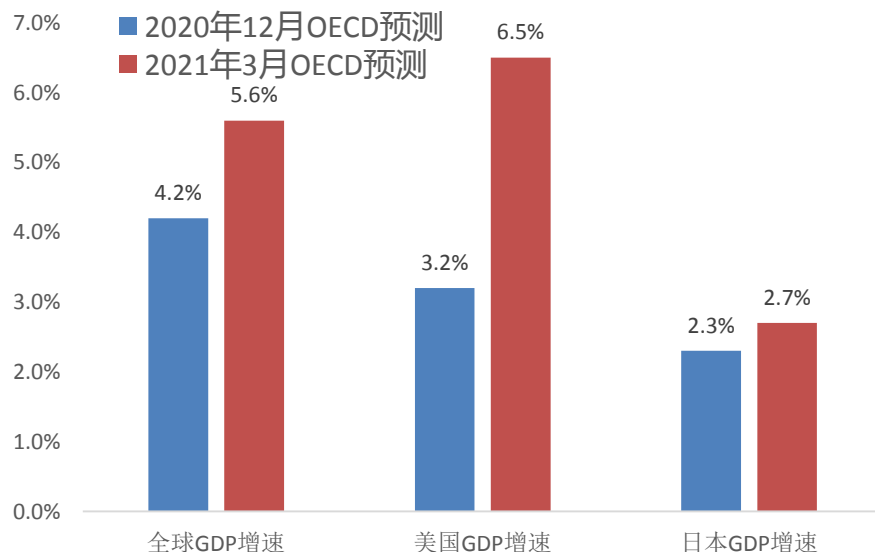
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 在疫苗逐步接种生效和新增病例减少的情况下，市场生产和需求逐步恢复。3月份美国Markit制造业PMI回升0.4个百分点至59%，欧元区制造业PMI回升4.5个百分点至62.4%，英国制造业PMI回升2.8个百分点至57.9%，日本制造业PMI回升1.4个百分点至52%，均显著回升，且维持在临界点上方。
- 相对于对工业生产，新冠疫情对居民的生活服务影响更大，3月份美国Markit服务业PMI回升0.2个百分点至60%，英国服务业PMI回升7.3个百分点至56.8%，回到临界点上方，欧元区和日本的服务业PMI均处于临界点下方，不过均较上月有所回升。

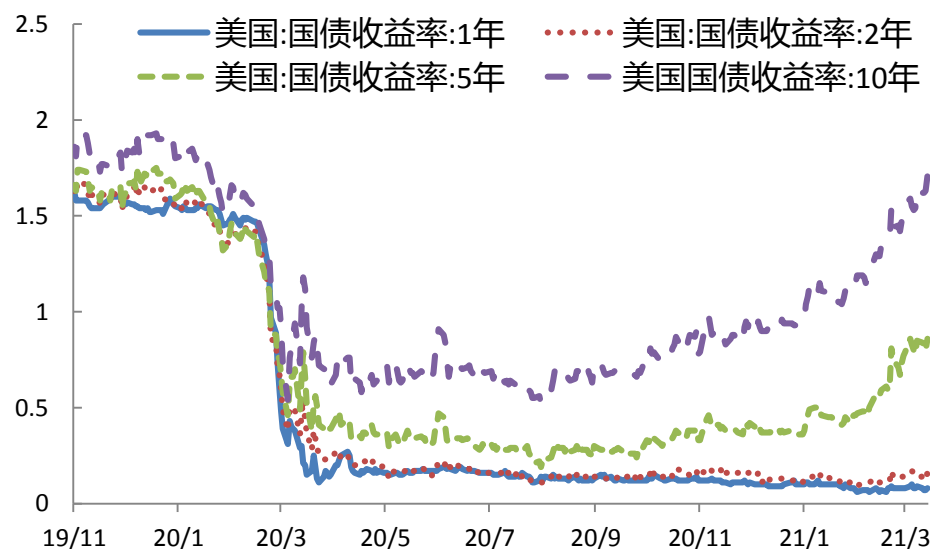
海外经济：经济展望改善，美债收益率大幅上行

- 近期，美国1.9万亿美元财政刺激计划获得参众两院通过，加上去年疫情后3月第一轮总量约2.2万亿美元的救济法案和去年12月通过的9000亿美元的救济法案，目前财政刺激总规模已超 5 万亿美元。未来，拜登还将推行规模超 2 万亿的美国基建计划。
- 各国疫苗接种后，疫情有望逐步得到控制，加上宽松货币政策和财政刺激计划的支持，市场对经济展望大幅改善，最新OECD大幅上调对全球和美国、日本等国2021年GDP增速的预期。其中对美国GDP增速的预期从3.2%上调至6.5%，对全球GDP增速的预期从4.2%上调至5.6%。10年期美债收益率大幅上行，突破1.7%，接近疫情前的位置。

经合组织对全球及美日GDP增速预测（%）



美债收益率走势（%）

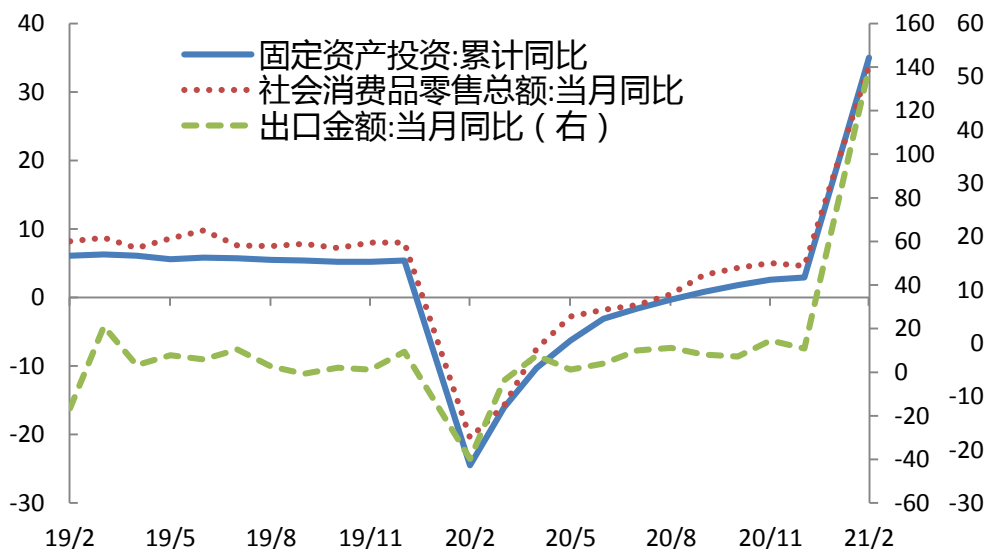


资料来源：Wind，申万期货研究所

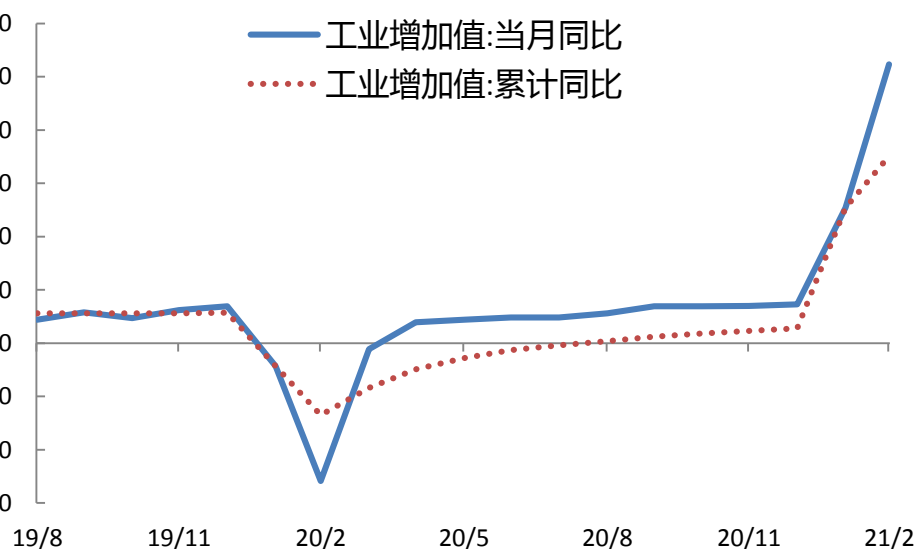
国内经济：出口和生产乐观，总体处于恢复进程中

- 国内1-2月份经济数据出台，同比均大幅增长，主要是去年同期基数较低，剔除基数影响后，投资、消费、工业生产年均增速分别为1.7%、3.2%、8.1%。
- 前2个月出口增长50.1%，增幅明显，延续了持续向好的态势，主要是欧美等主要经济体生产、消费景气度回升，外需增加带动我出口增长。即使考虑2020年基数较低影响，与2018、2019年同期相比，我国进出口增速也有20%左右。近期出口企业反映出口订单增加，对未来2-3个月出口形势表示乐观的比例均有所提升。经济总体处于恢复进程中。

投资、消费、出口当月同比走势（%）



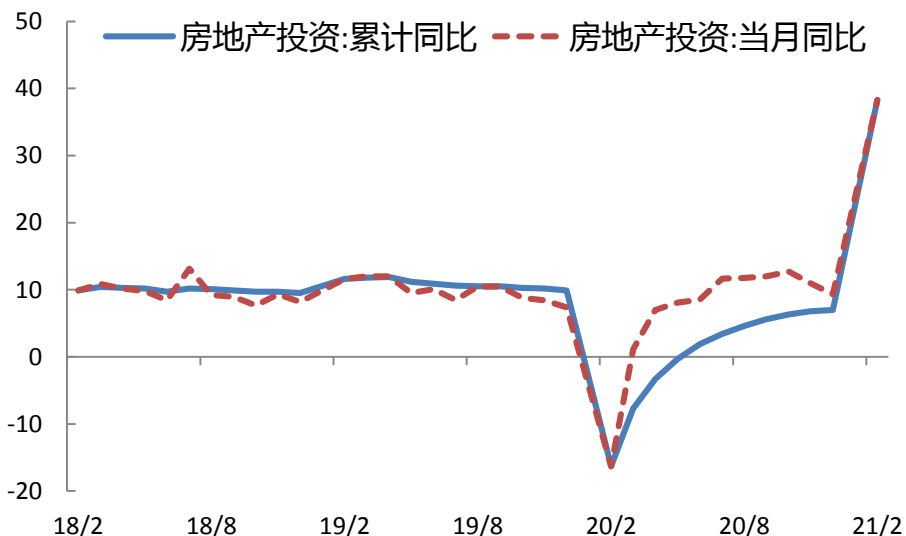
工业增加值当月和累计同比走势（%）



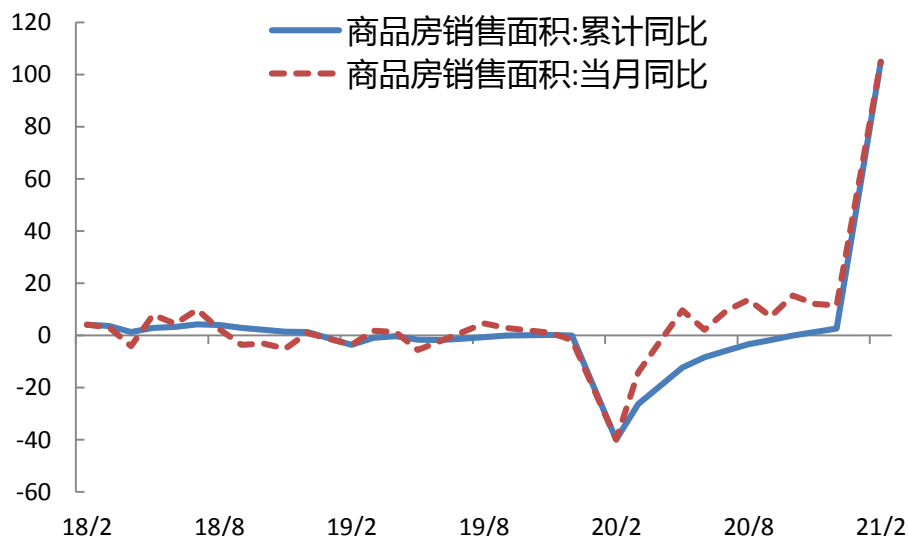
国内投资：房地产投资、销售增速处于高位

- 1—2月份，全国房地产开发投资13986亿元，同比增长38.3%；比2019年1—2月份增长15.7%，两年平均增长7.6%。商品房销售面积17363万平方米，同比增长1.05倍；比2019年1—2月份增长23.1%，两年平均增长11.0%。房地产开发企业到位资金30560亿元，同比增长51.2%；比2019年1—2月份增长24.7%，两年平均增长11.7%。
- 房地产投资、销售和开发企业资金到位增速均大幅增加，即使剔除疫情影响，比2019年1—2月份对比，平均增速也处于高位，回到甚至超过疫情前同期水平。

房地产投资累计和当月同比（%）



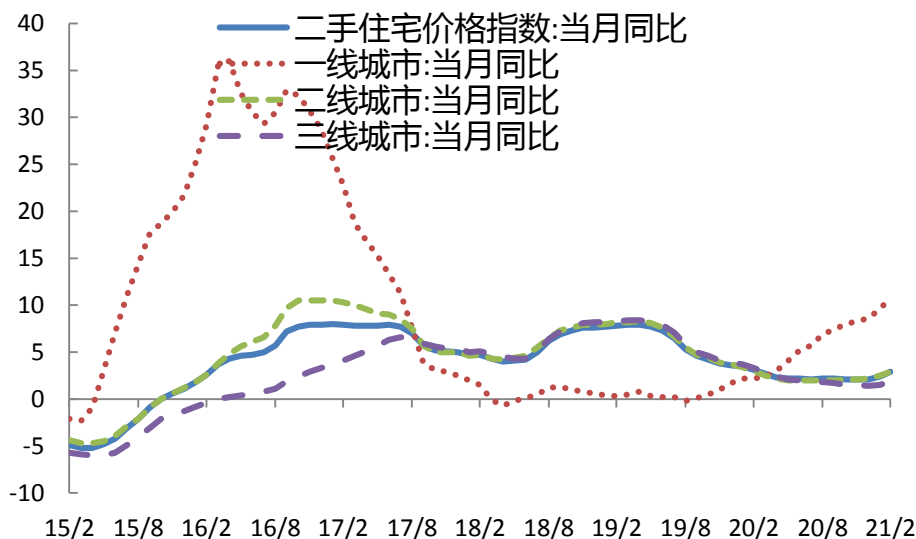
商品房销售面积累计和当月同比（%）



国内投资：房地产市场量价齐升，景气度增强

- **一线城市房价显著上涨。**受政策影响，2019年起深圳房地产价格率先上涨，2020年疫情后，央行多次下调政策利率，首套房贷利率不断走低，带动一线城市房价持续上涨，最新同比上涨10.8%。政府工作报告坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，通过增加土地供应等办法来解决好大城市住房突出问题。2020年下半年以来，各地调控政策频出，各部门联手升级监管严防经营贷违规流入楼市。
- **最新房地产开发景气指数升至101.41，**自去年2月份探底之后持续回升。房地产市场价格和销量增速也处于高位，价量齐升下，预计房地产有望继续保持温和上涨态势，促进经济稳定恢复。

二手房地产市场价格 (%)



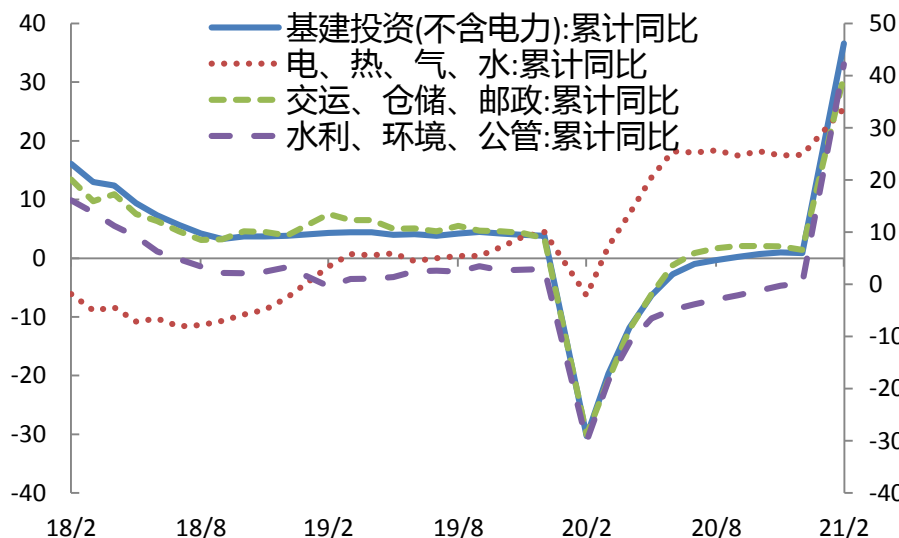
房地产开发景气指数



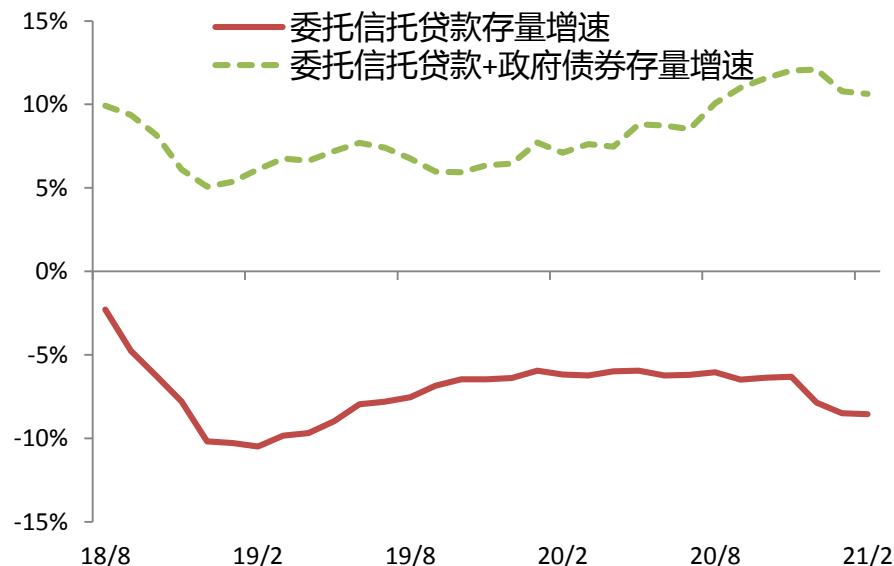
国内投资：基建投资托底经济

- 1—2月份，基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%。其中，信息传输业投资增长67.5%，铁路运输业投资增长52.9%，水利管理业投资增长47.2%，生态保护和环境治理业投资增长39.5%。
- 疫情后抗疫特别国债和地方政府债券的大量发行，包含政府债券的委托信托等与基建高度相关的社融存量增速已经回升至12.1%的高位。2021年，地方政府专项债券仍高达3.65万亿元，仅比去年略降1000亿元，预计随着地方债逐步发行，相关公共项目或将继续加速，基建投资的持续回升将为经济起到托底作用。

基建投资及分项累计同比 (%)



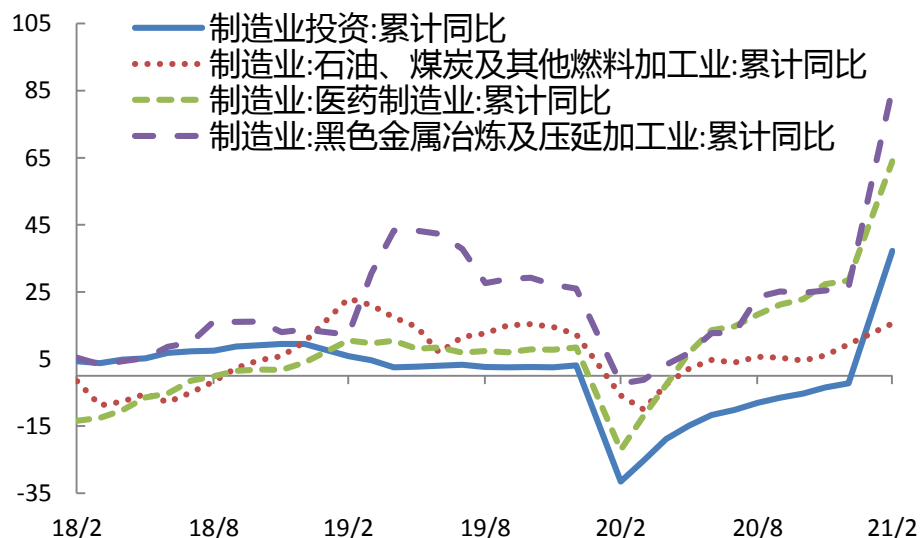
委托信托+政府债券存量增速 (%)



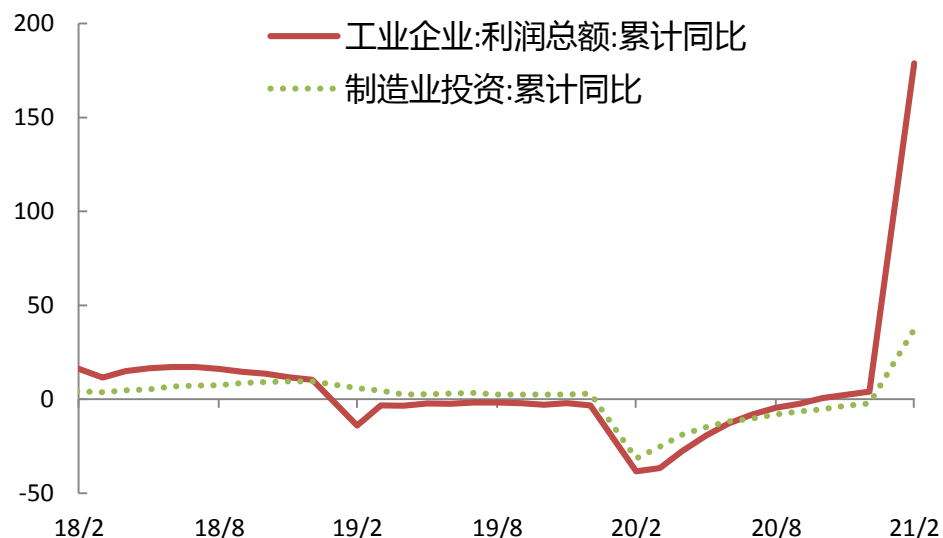
国内投资：制造业投资有望继续恢复

- 1—2月份，制造业投资同比增长37.3%，两年平均下降3.4%。受益于疫情，医药制造业投资增长50.9%；黑色金属冶炼和压延加工业投资增长85.6%，主要受益于房地产和基建投资企稳，化学原料及化学制品制造业投资增长63.2%。
- 从工业企业累计利润来看，1—2月份，全国规模以上工业企业实现利润11140.1亿元，同比增长1.79倍，比2019年1—2月份增长72.1%，两年平均增长31.2%，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。工业企业利润和工业品价格对制造业投资有一定的领先作用，预计2021年制造业将处于恢复过程中，增速将恢复到疫情前的水平。

制造业投资及分项累计同比（%）



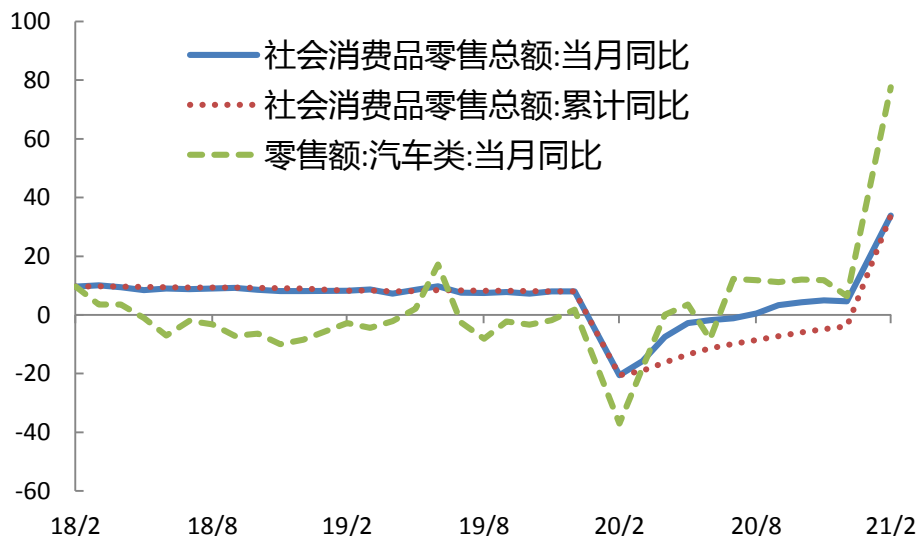
工业企业利润与制造业投资累计同比（%）



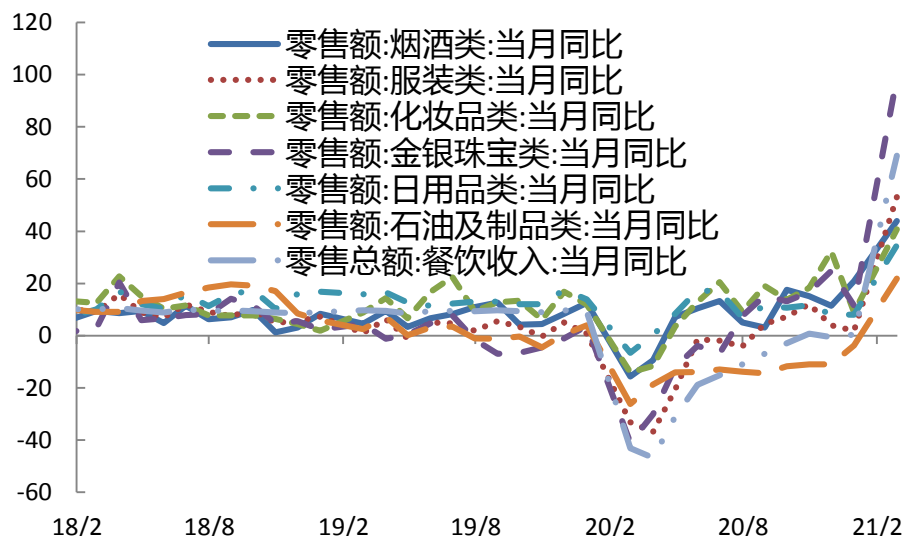
国内消费：稳定复苏态势有望延续

- 1—2月份，社会消费品零售总额69737亿元，同比增长33.8%；比2019年1—2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%，消费市场延续复苏态势。
- 在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1—2月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长77.6%，两年平均增速为5.8%。当前，居民出境购物活动减少，部分消费需求转向境内，带动化妆品、金银珠宝、钟表、箱包等商品销售增长。
- 在加快形成强大国内市场和加快构建新发展格局的大背景下，随着促进消费政策持续显效，消费市场稳定复苏态势有望延续。

社会消费品零售总额当月及累计同比（%）



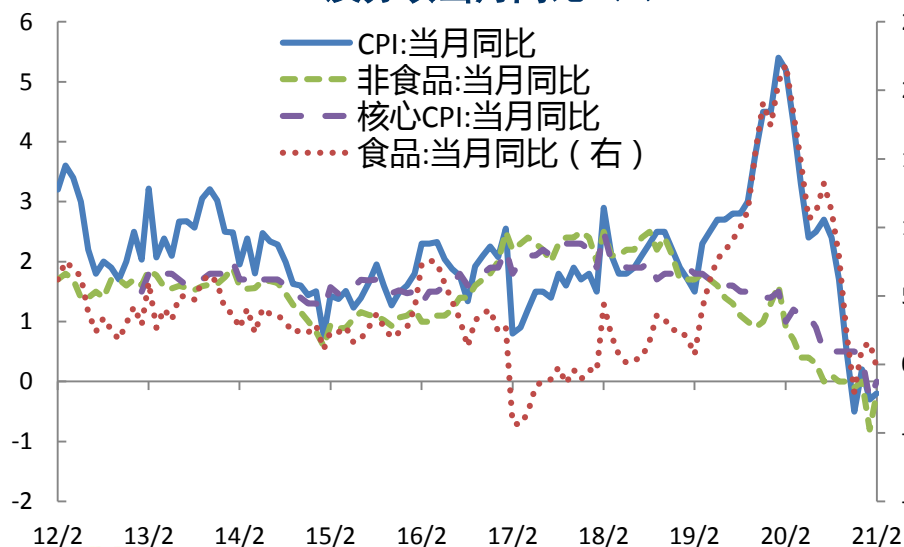
零售其他分项同比（%）



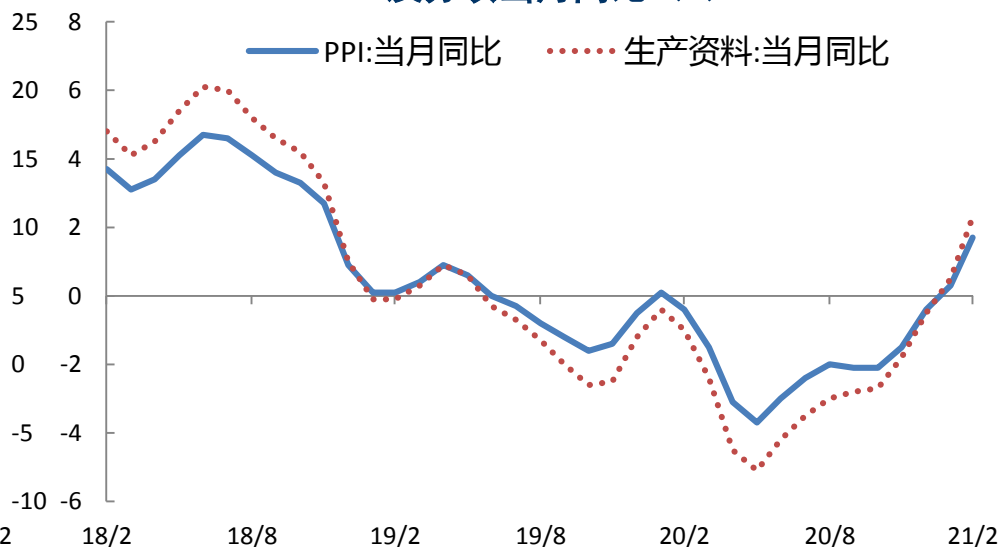
国内物价：CPI 继续为负，PPI 涨幅显著扩大

- 2月份，CPI同比下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点，环比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.4个百分点。PPI同比上涨1.7%，涨幅比上月扩大1.4个百分点，环比上涨0.8%，涨幅比上月回落0.2个百分点。
- 受生猪出栏持续恢复和蛋鸡产蛋量提升影响，猪肉和鸡蛋价格环比由涨转跌，带动CPI中食品价格涨幅回落，加上翘尾因素扰动，CPI同比继续为负。
- PPI同比涨幅创近2年以来的新高，其中生产资料是拉动PPI上涨的主要因素。2020年5月份起，生产资料价格环比即由负转正，近期国际大宗商品价格继续上涨，生产资料价格环比涨幅扩大。

CPI及分项当月同比 (%)

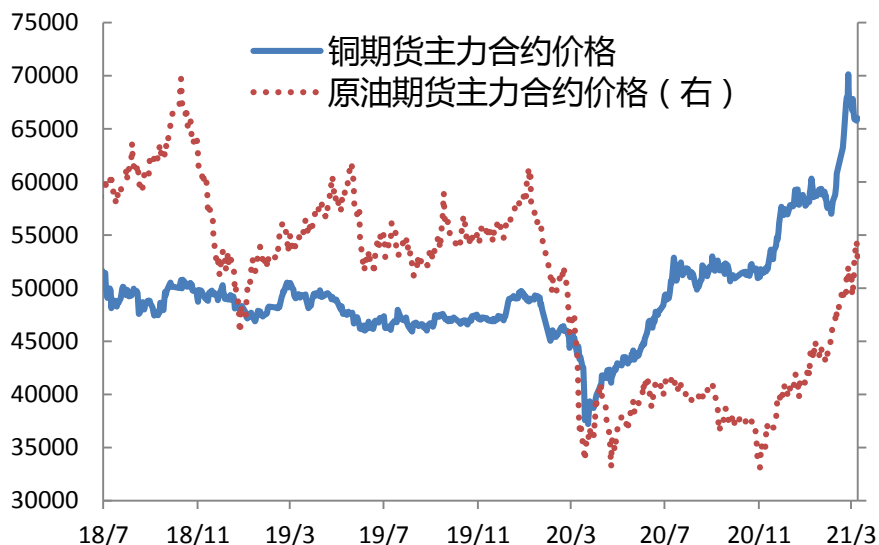


PPI及分项当月同比 (%)

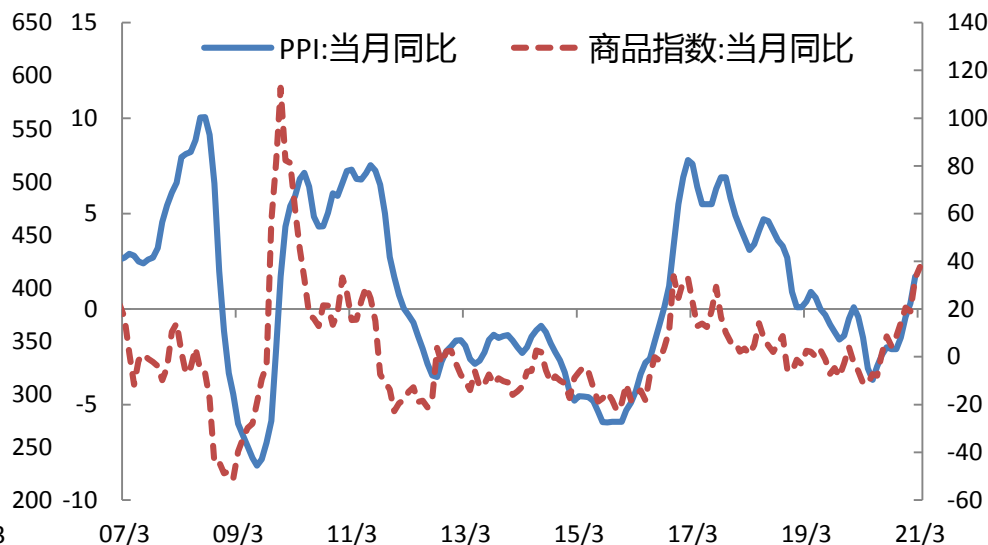


国内物价：大宗商品价格上涨，带动PPI同比回升

铜和原油期货价格走势



商品指数与PPI当月同比 (%)



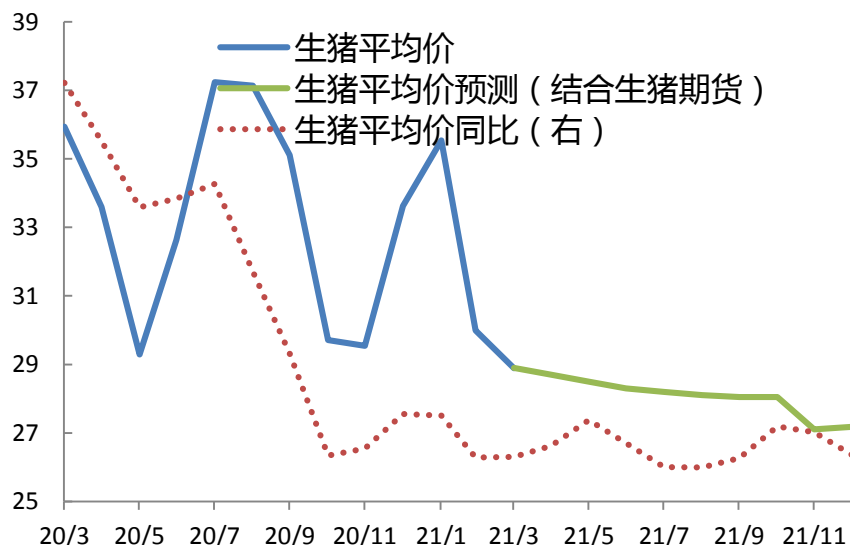
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 今年以来，全球新冠疫苗接种有序进行，单日新增确诊病例持续减少，市场生产和需求逐步恢复，美国就业人数超过预期，新一轮刺激法案通过，OECD把2021年美国增长率预测提高逾一倍至6.5%，经济展望大幅改善。美国寒潮导致的大规模油田停产，带动原油价格持续上涨，受低库存、精矿紧张和预期供应缺口支撑，铜价也大幅上涨，接近历史新高，通胀预期升温。
- 从历史数据来看，大宗商品指数与PPI当月同比相关性较高，且商品指数当月同比大约领先PPI当月同比6个月左右。最新大宗商品指数同比增速高达37%，随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，预计将带动PPI快速回升。

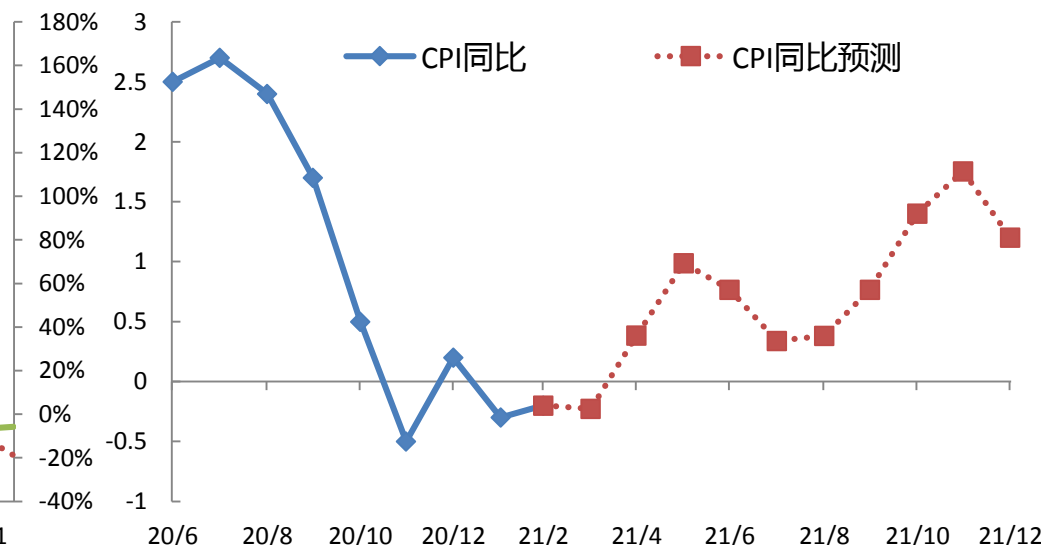
国内物价：非食品与猪肉价格错位，CPI维持低位

- CPI中非食品价格与PPI高度相关，随着PPI的快速回升，将带动非食品价格的回升。
- 随着养殖集中度进一步提升和养殖户控制疫情能力的加强，生猪产能不断恢复将是2021年生猪市场的大基调，生猪价格总体上将向非洲猪瘟发生前慢慢靠拢回落，根据生猪期货远月合约的价格，可以对2021年的生猪价格走势做一个测算，基本看到2021年生猪期货价格基本同比为负，也即意味着猪肉及其替代品对CPI同比的贡献也将继续为负。
- 在非食品与猪肉价格错位情况下，预计CPI同比涨幅可控，二季度之后将逐步由负转正，最高在2%左右。

生猪价格走势预测及同比（元/千克，%）



CPI同比及预测走势 (%)



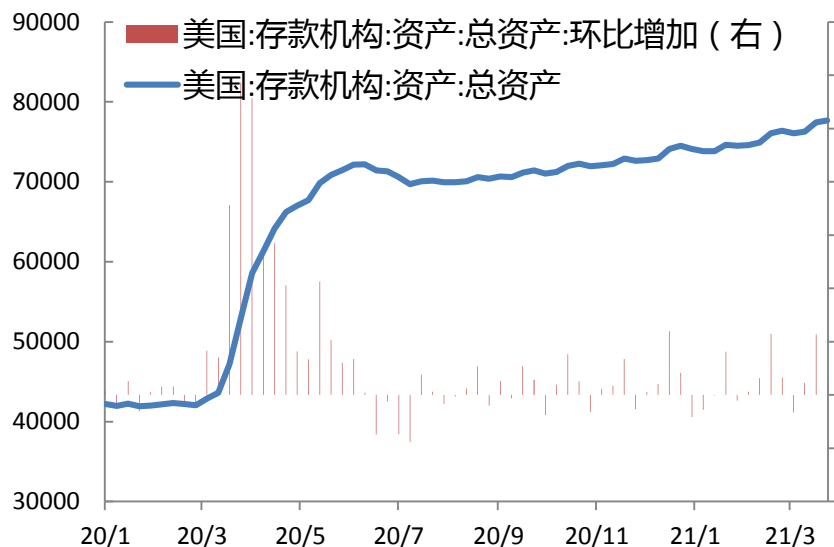
资料来源：Wind，申万期货研究所

主要内容

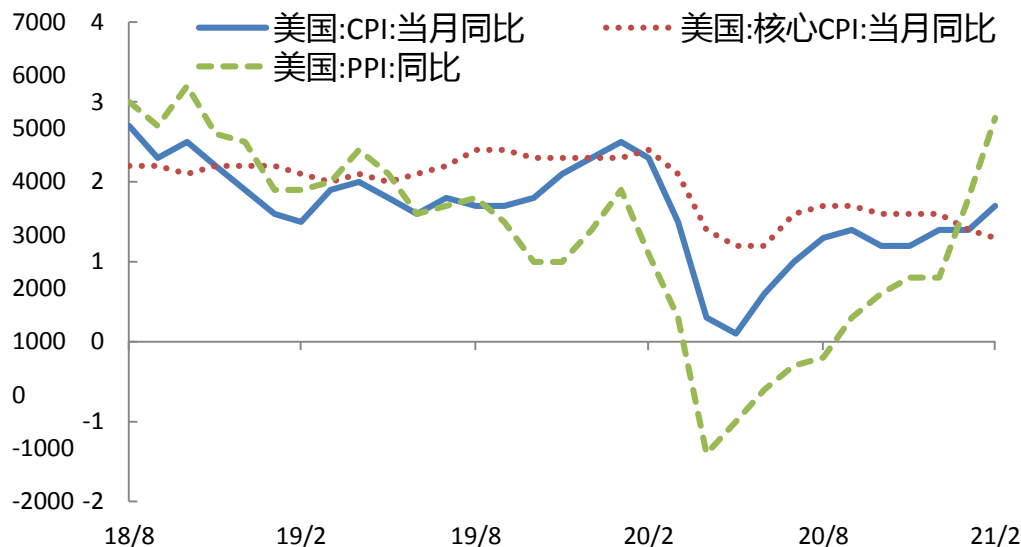
- 国债期货市场回顾
- 经济展望大幅改善，通胀预期升温
- 政策可能边际收紧，静待拐点出现
- 政府债券大量发行，避险推升需求
- 债市观点与交易策略

海外政策：美联储扩张速度加快，核心CPI维持低位

美国存款机构资产负债表（亿美元）



美国CPI和PPI走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

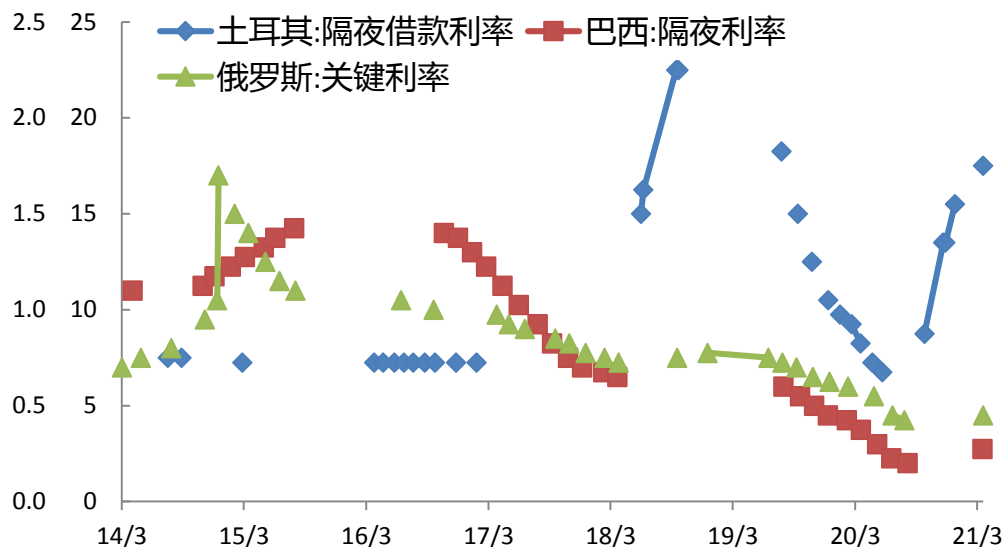
- 2020年3月份，美联储利率已经降至0%-0.25%的低位，同时启动量化宽松计划，推出 unlimited 按需买入美债和MBS计划，美联储资产负债表快速扩张，4月份之后扩张速度有所放缓。2021年一季度基本保持每周300亿美元的速度扩张，较去年四季度有所增加。
- 最新2月份美国CPI为1.7%，核心CPI为1.4%，整体通胀风险可控，不过大宗商品价格大幅上涨的情况下，PPI快速回升至2.8%。芝加哥联储行长称，美联储应该能接受2.5%的通胀率持续一年，美联储主席称在美国经济“接近完全恢复”前，央行不会停止非常规的货币政策支持。

海外政策：美元指数获得支撑，部分国家被迫加息

美元指数与美国国债收益率



土耳其、巴西、俄罗斯利率走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 年初以来，随着疫苗接种有序进行，美国疫情逐步得到控制，新一轮的刺激法案也获得通过，美联储继续实施非常规的货币政策，市场对美国经济预期大幅改善，通胀预期升温，美债收益率大幅上行，美元指数获得支撑，由跌转升。
- 随着大宗商品价格的大幅上涨和美国国债利率的上升，部分新兴市场国家面临通胀高企，本币贬值，资本流失，外汇储备枯竭的情况。
- 巴西、土耳其、俄罗斯等资源类国家率先启动加息，印度、韩国、马来西亚和泰国等一些国家的加息预期也在不断地提升。

国内政策：保持宏观政策连续性稳定性可持续性

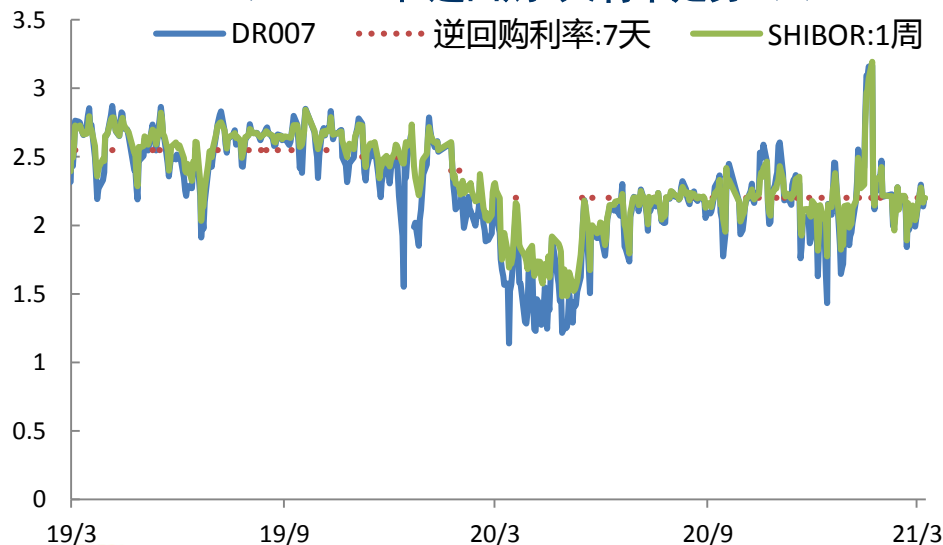
- 政府工作报告指出，今年要**保持宏观政策连续性稳定性可持续性**，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，**保持必要支持力度，不急转弯**，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。

| 主要预期目标 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------|---|---|--|
| 货币政策表述 | 稳健的货币政策要松紧适度。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。 | 稳健的货币政策要更加灵活适度。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。 | 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。 |
| 金融数据 | 广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。 | 综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。 | 货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配 |
| 汇率 | 完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 | 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 | 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 |

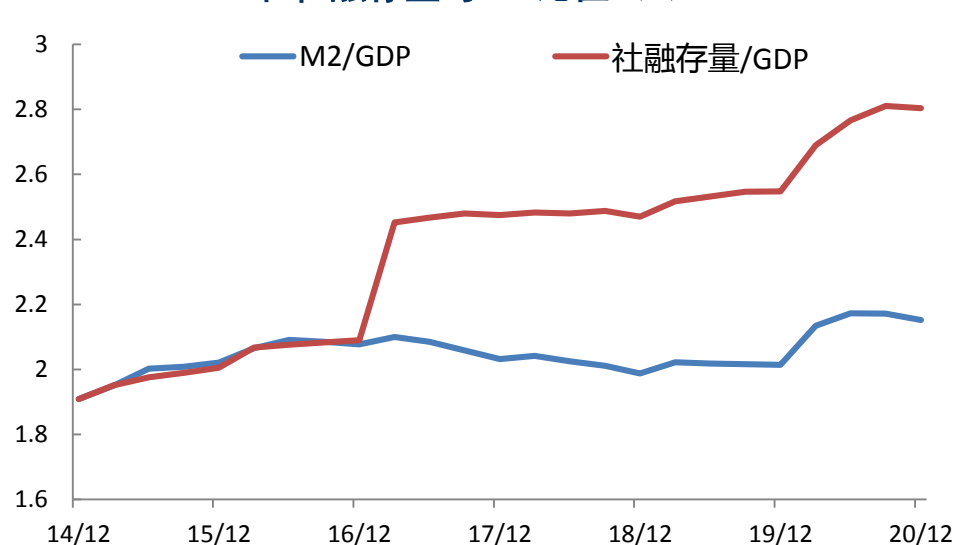
货币政策：完全对冲到期资金，资金面平稳

- 3月份以来，央行连续开展100亿元逆回购操作，完全对冲到期MLF资金。此前央行表示当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。当前货币市场利率基本保持平稳，DR007等基准利率维持在2.2%附近，预计市场利率还是围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动为主，流动性合理充裕。
- 在货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定的要求下，预计M2和社融增速将有所回落。

DR007、SHIBOR和逆回购7天利率走势 (%)



M2和社融存量与GDP比值 (%)



财政政策：提质增效，专项债规模略高于预期

- 2021年政府工作报告中指出：积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按3.2%左右安排、比去年有所下调，赤字规模略降至3.57万亿元，不再发行抗疫特别国债。因财政收入恢复性增长，财政支出总规模比去年增加，重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。
- 继续扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，比去年略降1000亿元，略高于市场预期，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。
- 新增政府债务合计规模7.22万亿，比2020年下降1.29万亿，比2019年增加2.31万亿。

积极财政政策规模估计（亿元）

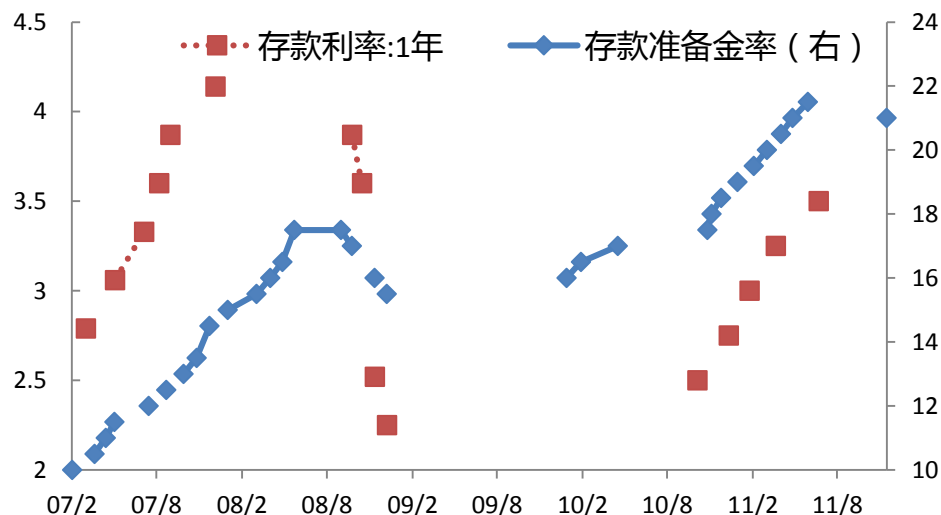
| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|----------|-------|-------|-------|
| 财政赤字率（%） | 2.8% | 3.6% | 3.2% |
| 中央财政赤字规模 | 18300 | 27800 | 27500 |
| 地方财政赤字规模 | 9300 | 9800 | 8200 |
| 抗疫特别国债 | - | 10000 | - |
| 地方政府专项债务 | 21500 | 37500 | 36500 |
| 合计 | 49100 | 85100 | 72200 |

资料来源：Wind，申万期货研究所

政策对比：2008年与2020年

- 从央行货币政策力度上看，2020年降准和降息力度均不如2008年，降准幅度约为2008年力度的一半，降息力度约为2008年力度的六分之一。从财政政策的绝对额上看，近2年新增财政规模和减税减负力度均大于2008年，不过考虑到目前GDP是当时的3倍有余，综合类比，力度约为2008年的一半。

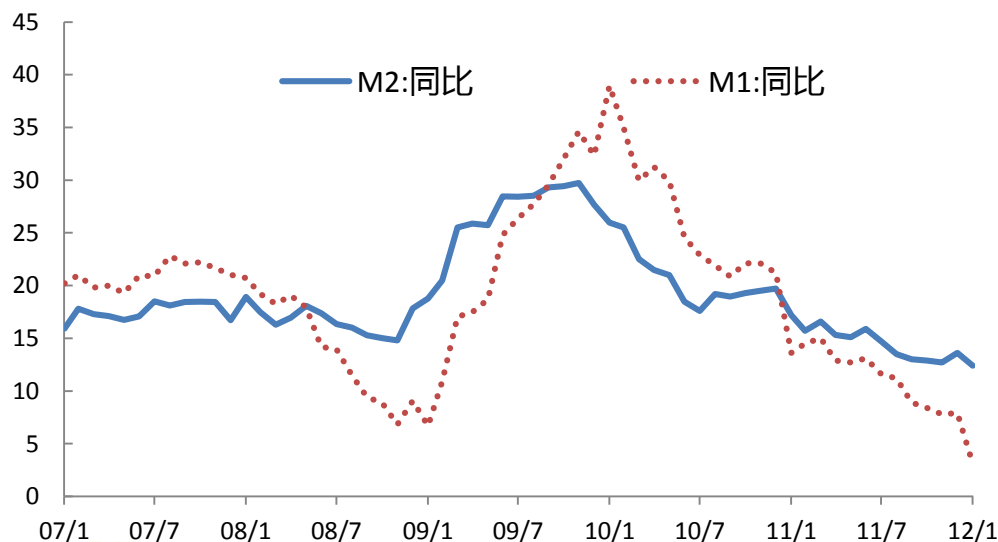
2007-2011年央行存款准备金率和利率操作 (%)



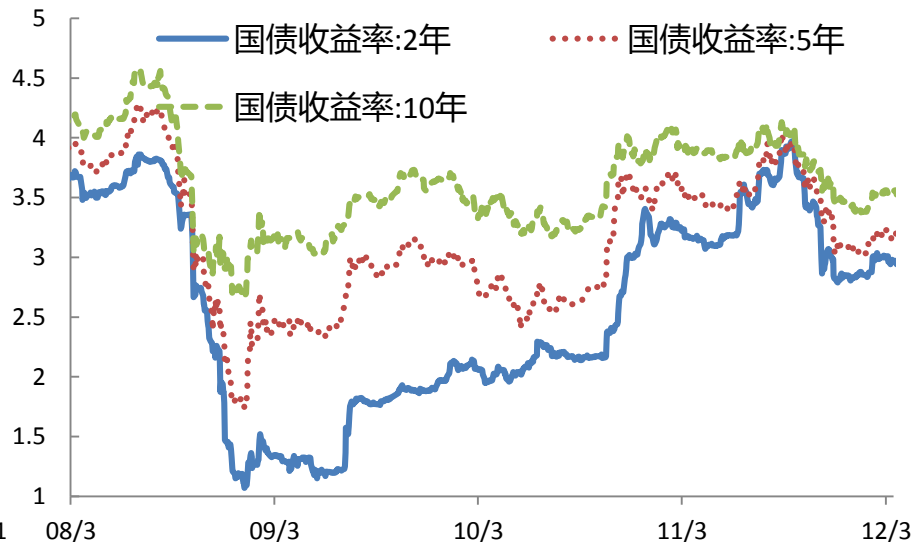
政策对比：2008年政策影响分析

- 2008年各类政策落地之后，货币信贷快速增长，M2上行持续时间超过1年，物价快速回升，通胀预期增强，持续时间超过2年。为管理好通货膨胀预期，2010年1月份开始，央行连续6次上调存款准备金利率，同时为稳定通货膨胀预期，抑制货币信贷快速增长，2010年10月份，央行连续2次上调存贷款基准利率。
- 2009年1月份，10年期国债收益率触及2.67%低位后，基本见底，随后进入熊市，至2010年1月份，回升超过100bp后，在央行上调存款准备金率后，第一阶段熊市告一段落，进入震荡回落期，一度回落至3.2%。不过随着央行在2010年10月份开始连续加息，10年期国债收益率再度上行，最高触及4.1%，直至2011年7月份，债券熊市结束。

2007-2011年货币供应量M2和M1同比走势 (%)



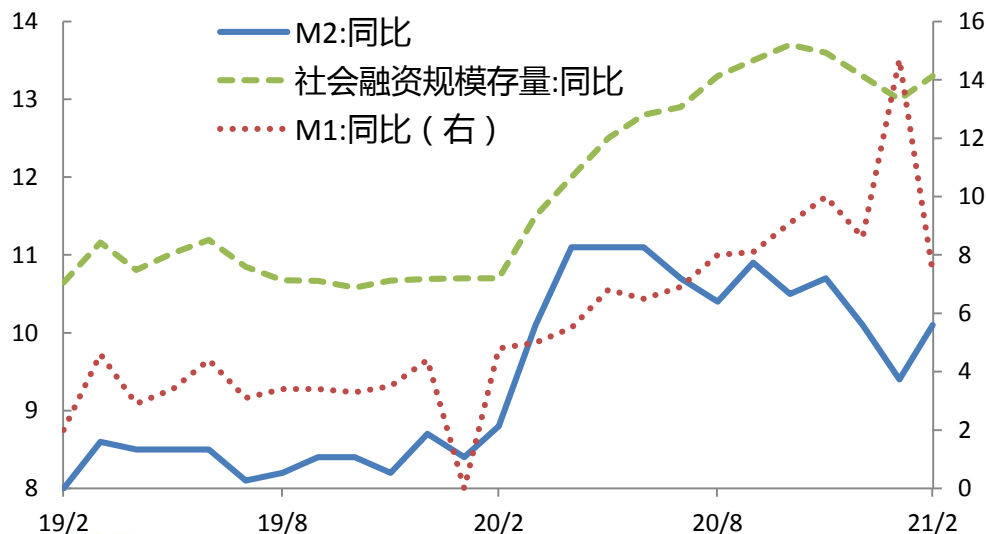
2008-2012年2/5/10年期国债收益率走势 (%)



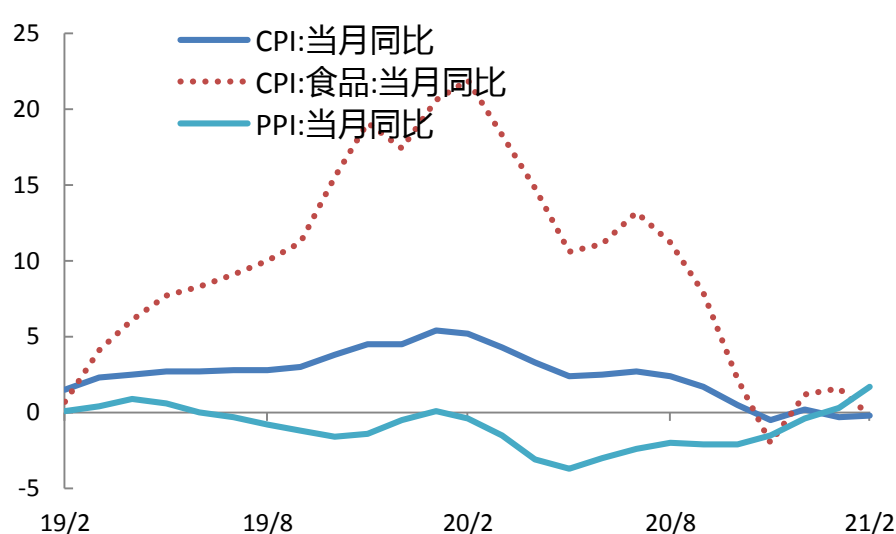
政策对比：当前政策影响分析

- 货币供应量M2、M1和社融存量同比增速均自2020年2月份起开始回升，M2从低点8.4%最高回升至2020年9月份的10.9%，回升2.5个百分点，持续时间为8个月。M1从低点4.8%最高回升至2021年1月份的11.7%，回升6.9个百分点，持续时间为1年。社融存量同比增速从低点10.7%最高回升至2020年10月份的13.7%，回升3个百分点，持续时间为9个月。
- 在经济逐步恢复，投资和生产快速增长的带动下，货币供应量M2回升3个月后的2020年5月份，工业品价格逐步回升，PPI从低点-3.7%最高回升最新的1.7%，回升超过5.4个百分点。2021年涨幅由降转升，且显著扩大，处于最高点。CPI则受食品价格和翘尾因素扰动，同比继续为负，仍处于低位。

2020-2021年M2、M1和社融存量同比走势(%)



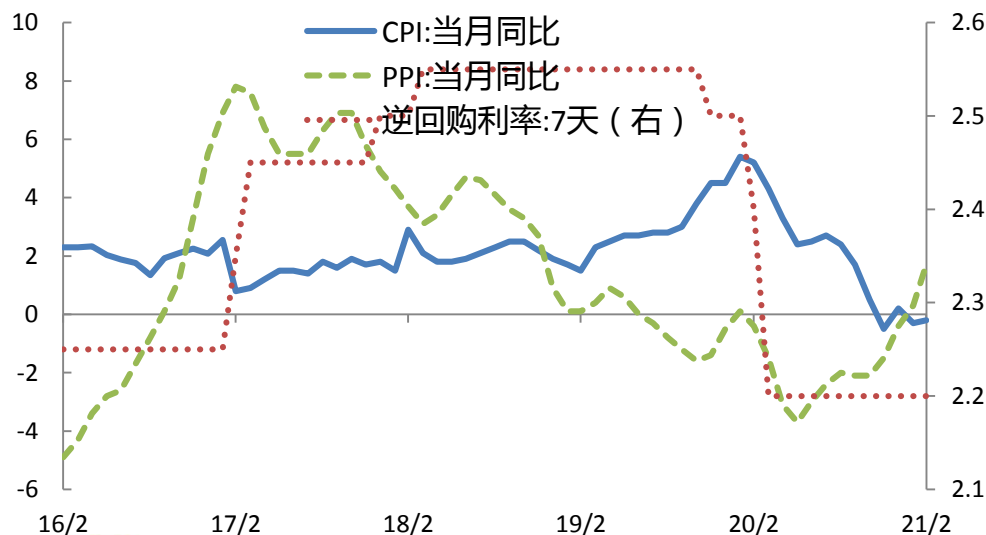
2020-2021年CPI和PPI同比走势(%)



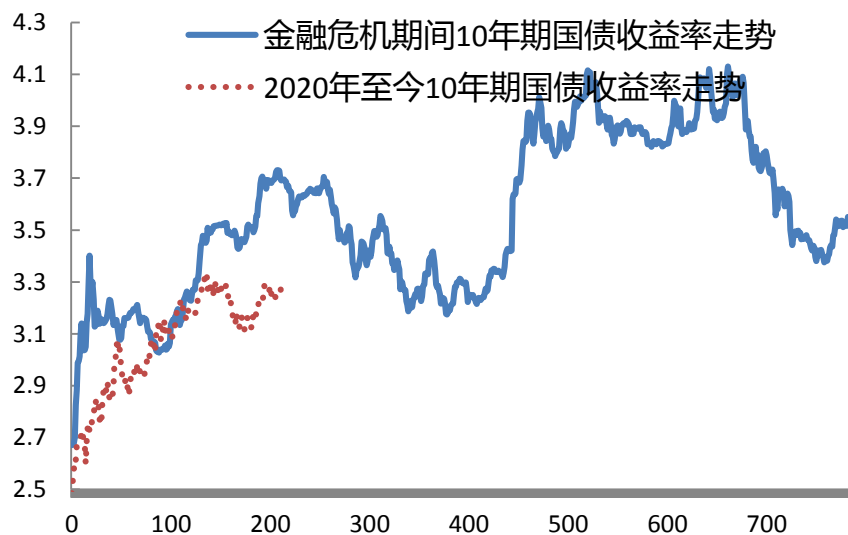
政策对比：当前政策展望与对债市影响

- 根据预测，受非食品与猪肉价格错位的影响，预计CPI同比涨幅可控，基本处于政府工作报告预期目标的3%以内，对央行货币政策影响不大。若大宗商品价格继续上涨，带动PPI快速回升至5%-6%上方，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能。
- 参考2008年金融危机后债券收益率的走势情况，基本央行提高存款准备金率政策落地后，收益率上行才告一段落。

CPI、PPI和7天逆回购利率走势（%）



10年期国债收益率走势对比（%）



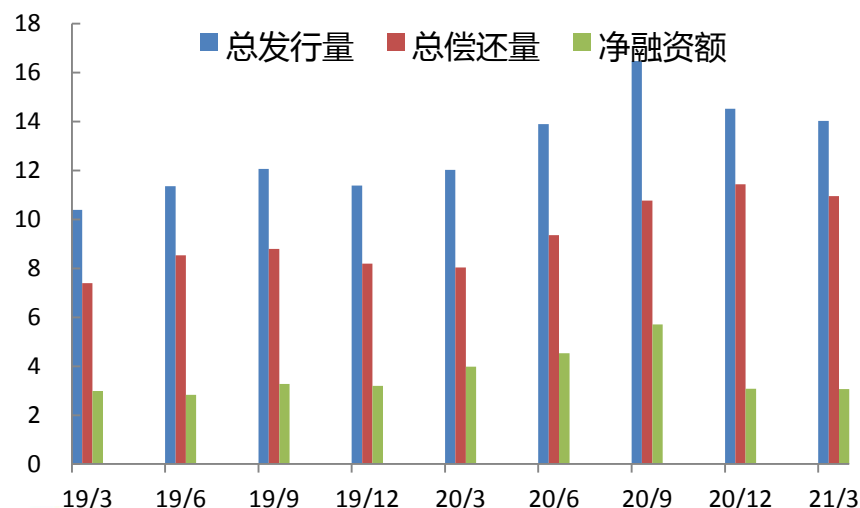
主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济展望大幅改善，通胀预期升温
- 政策可能边际收紧，静待拐点出现
- 政府债券大量发行，避险推升需求
- 债市观点与交易策略

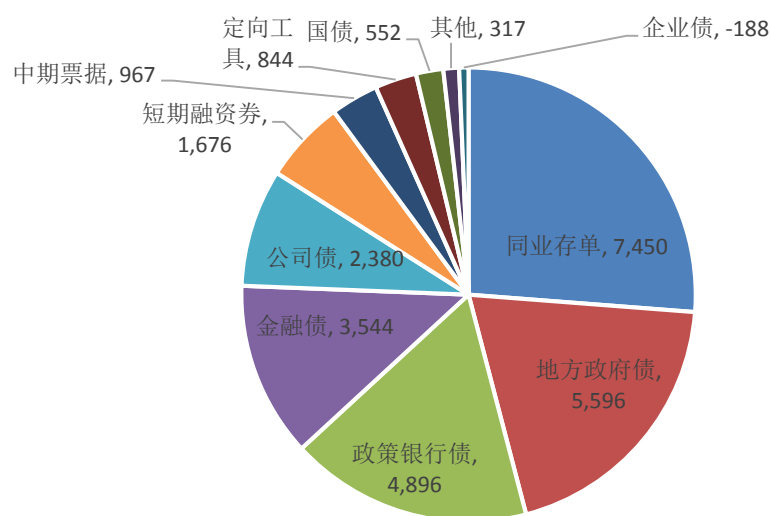
债券供给：利率债净融资额较低

- 截至一季度末，我国债券市场存量规模已经超过117万亿，当季债券总发行量为14.02万亿，总偿还量为10.95万亿，净融资额3.07万亿，比去年同期减少22.93%。
- 从具体债券分布上看，年初利率债尤其是国债净融资额较低，仅552亿元，地方债和政策性银行债净融资额分别为5596和4896亿元，也处于相对低位。商业银行金融债和同业存单净融资额较高，分别为7450亿元和3544亿元。其他信用债方面，公司债净融资2380亿元，短期融资券净融资1676亿元，中期票据净融资967亿元，企业债净融资为负188亿元，主要是因为企业债对发债公司的主体限制比较多，上市公司一般选择发行公司债。

债券市场发行与到期情况（万亿元）



2021年一季度各品种净融资情况（亿元）



债券供给：两会后政府债务将大量发行

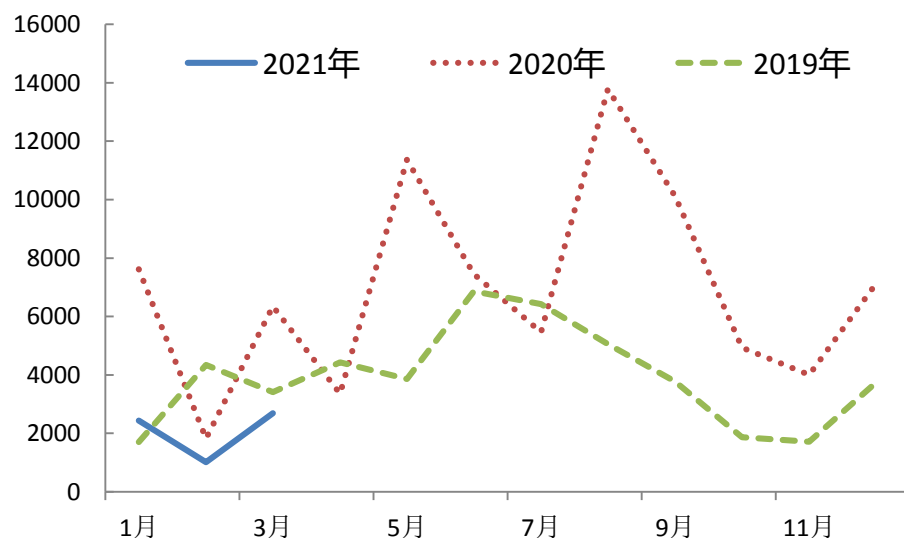
- 截至一季度末，我国政府债券存量规模为46.78万亿。今年前一季度政府债券新增发行较少，政府债券余额仅增加6148亿元，与前2年相比处于低位。
- 随着两会后新增7.22万亿元国债和地方政府债券陆续下达，二三季度政府债券发行将处于高位，月均发行规模超过7000亿元，对市场产生一定的供给压力。且随着专项项目资金到位后，交通、能源、水利等重大工程项目将陆续开工，将有效扩大投资，支持实体经济增长。

政府债券存量情况（万亿）

— 社会融资规模存量:政府债券



政府债券近三年月净融资情况（亿元）

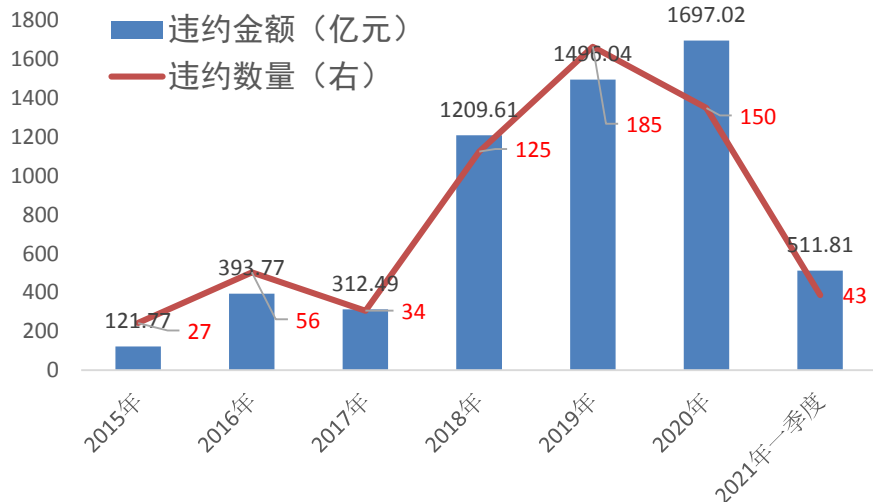


资料来源：Wind，申万期货研究所

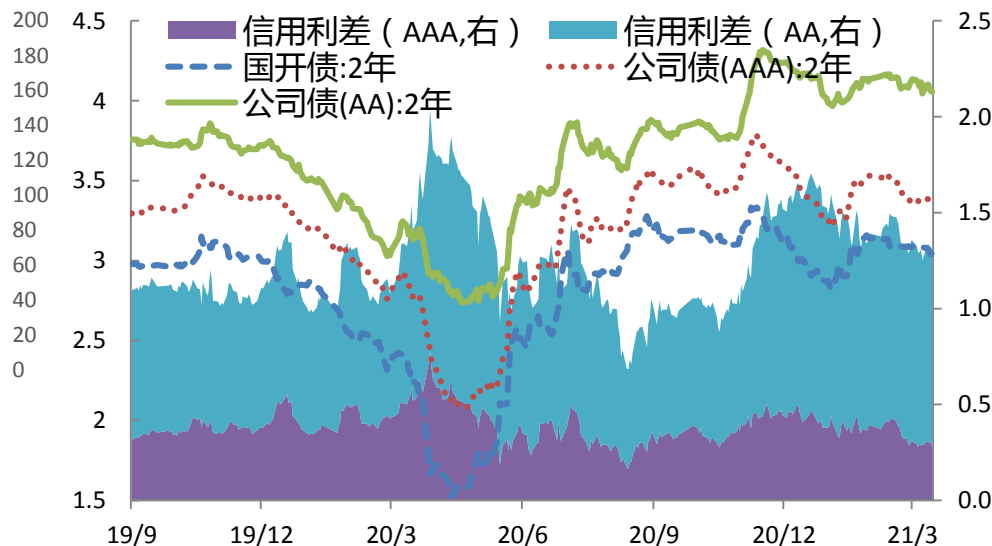
债券供给：信用违约继续，低等级利差有所收窄

- 今年一季度，违约债券43只，违约金额511.81亿元，略低于去年同期，信用利差（AA）有所收窄。
- 2020年10月份之后，受华晨、永煤等地方国企和紫光集团债券集中违约影响，低等级AA公司债等信用债收益率均显著回升，信用利差扩大，对市场形成一定的冲击。
- 从历史上看，当前信用利差仍处于低位，一般熊市都会伴随着信用利差的走阔，信用债违约将继续处于高位。信用债投资建议短久期，精选个券，重点卡防经营恶化，负债率高、融资受限、交叉违约和低评级等债券。

债券违约只数和金额走势



2年期信用利差走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

债券需求：银行、境外机构是主要配置力量

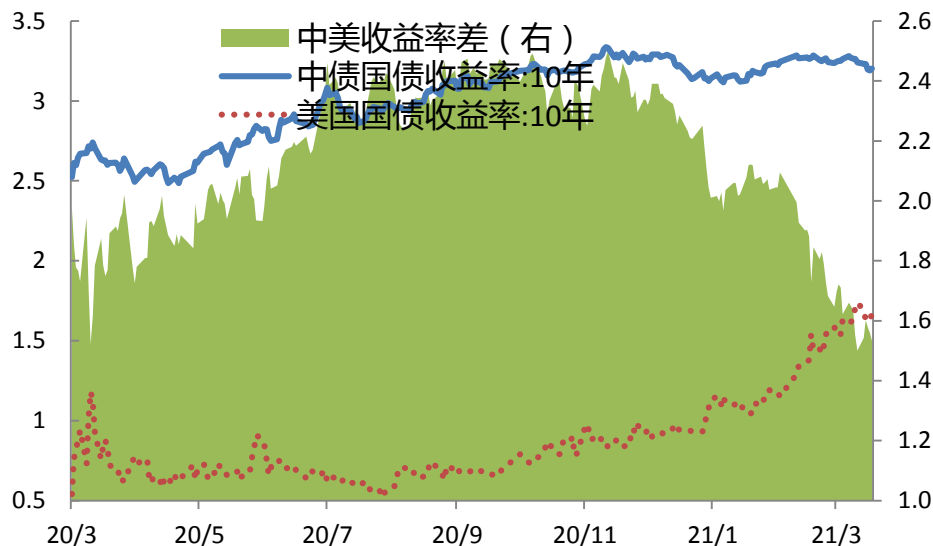
- 2021年1-2月，各机构合计增加债券托管量为10272亿元，其中商业银行（含信用社）增加11319亿元，是增持债券的主要力量，其次是境外机构，增加3721亿元，保险机构增加710亿元。受股票市场火热影响，持有债券规模显著减少，减少3919亿元，预计随着股票市场进入调整，3月份之后广义基金大幅减持债券的现象将有所改观。

各持债主体持债规模（亿元）

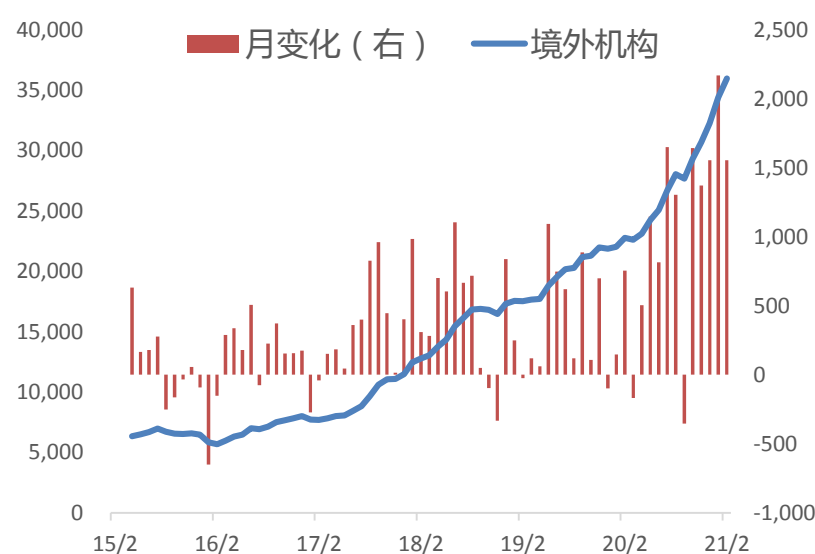
| 持债主体 | 2017年末 | 2018年末 | 2019年末 | 2020年末 | 2021年2月末 | 变化 |
|--------|---------|---------|---------|-----------|-----------|--------|
| 特殊结算成员 | 23,851 | 26,287 | 25,397 | 28,590 | 26,185 | -2,405 |
| 商业银行 | 362,447 | 417,726 | 471,836 | 553,022 | 562,590 | 9,568 |
| 信用社 | 9,505 | 9,373 | 12,181 | 13,590 | 15,341 | 1,751 |
| 非银金融机构 | 6,805 | 5,722 | 4,364 | 6,722 | 7,107 | 385 |
| 证券公司 | 6,492 | 9,156 | 9,223 | 16,600 | 16,605 | 5 |
| 保险机构 | 18,652 | 21,451 | 24,093 | 26,111 | 26,821 | 710 |
| 基金类 | 185,726 | 219,686 | 251,704 | 303,742 | 299,823 | -3,919 |
| 非金融机构 | 154 | 86 | 98 | 277 | 198 | -79 |
| 个人投资者 | 7,305 | 7,822 | 8,546 | 8,027 | 8,021 | -6 |
| 交易所 | 18,618 | 17,726 | 18,745 | 23,986 | 24,080 | 94 |
| 境外机构 | 11,474 | 17,299 | 21,876 | 32,241 | 35,962 | 3,721 |
| 其它 | 34 | 47 | 257 | 3,699 | 4,146 | 447 |
| 合计 | 651,063 | 752,381 | 848,319 | 1,016,606 | 1,026,879 | 10,272 |

债券需求：境内外利差收窄，配置速度或放缓

中美国债收益率及其收益率差 (%)



境外机构持债规模及变化 (亿元)

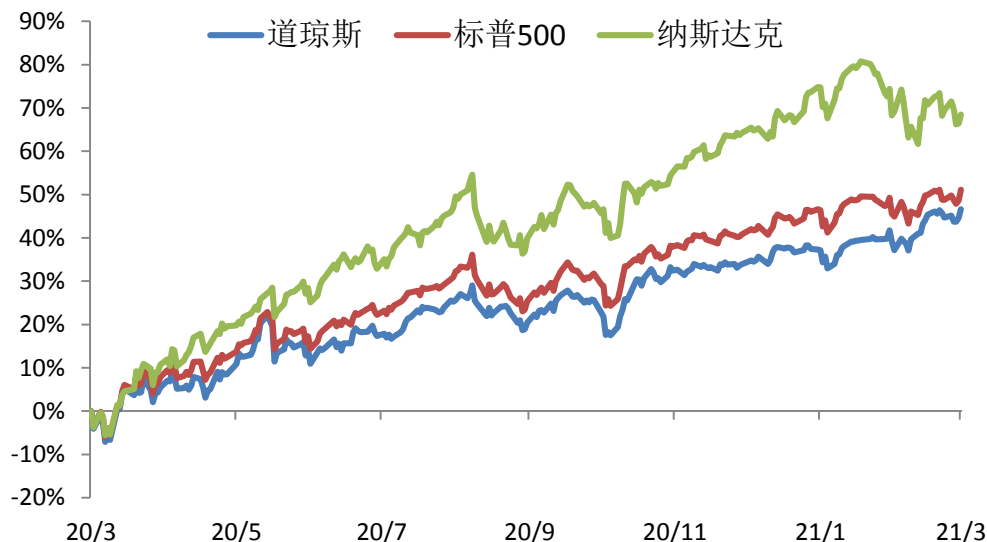


资料来源：Wind，申万期货研究所

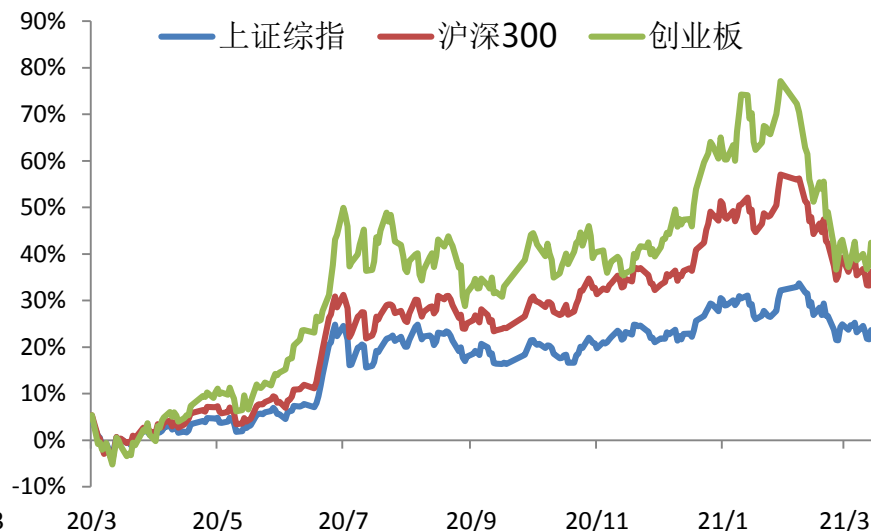
- 随着美国疫情逐步得到控制，经济预期显著改善，美债收益率大幅回升，当前10年期美债收益率回升至1.7%附近，中美利差由240bp的高位降至当前150bp左右。
- 截至2月末，境外法人机构投资者持债规模超过3.5万亿元人民币，2017年以来境外机构持债规模持续增加。相对于美、日、德、英等主要国家债券市场来看，国内债券市场配置价值较高，不过随着中美利差有所回落和人民币升值趋势的告一段落，境外机构配置的速度或有所放缓。

债券需求：权益市场调整，避险情绪升温

美国主要股票指数走势 (%)



中国主要股票指数走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 一季度海外股市向好，美国道琼斯工业指数和标普500指数均保持强势，不断创出新高，纳斯达克指数有所调整。春节之后，国内股票市场风格则发生了明显的变化，前期抱团白马股持续下跌调整并拖累指数表现，创业板指数领跌全球主要指数，下跌幅度超过20%，上证综指下跌幅度也接近10%。
- 近日结束的中美高层战略对话，两国存在一定的分歧，引发市场对中美关系走向的担忧，避险情绪升温，也推动债市收益率有所下行。

供需展望：二季度供给显著增加，冲击市场

- 预计二季度政府债券将大量发行，每月净融资规模或接近1万亿元，政策性银行债净融额2000亿左右，其他债券融资规模在8000亿左右，二季度合计约6万亿元。
- 从持债主体上来看，利率债的发行对象多为商业银行，预计增加约4万亿元，基金类增加约1万亿。境外机构或继续增加国内债市配置，但增幅有所放缓，增持约3000亿元。
- 根据债券市场供给需求情况，预计二季度债市供给压力将比一季度显著增加，尽管央行仍会保持市场资金面合理充裕，但是政府债券的大量发行，难免会对债券市场形成一定的冲击，预计供需平衡表如下：

2021年二季度债市供需平衡表（亿元）

| 债券类型 | 净融资额 | 持债主体 | 增加持债 |
|--------|--------|------|--------|
| 政府债券 | 30,000 | 商业银行 | 40,000 |
| 政策性银行债 | 6,000 | 基金类 | 10,000 |
| 金融债 | 15,000 | 境外机构 | 3,000 |
| 信用债 | 10,000 | 其他 | 7,000 |
| | | | |
| 总供给 | 61,000 | 总需求 | 60,000 |

资料来源：中国债券信息网，上海清算所，申万期货研究所

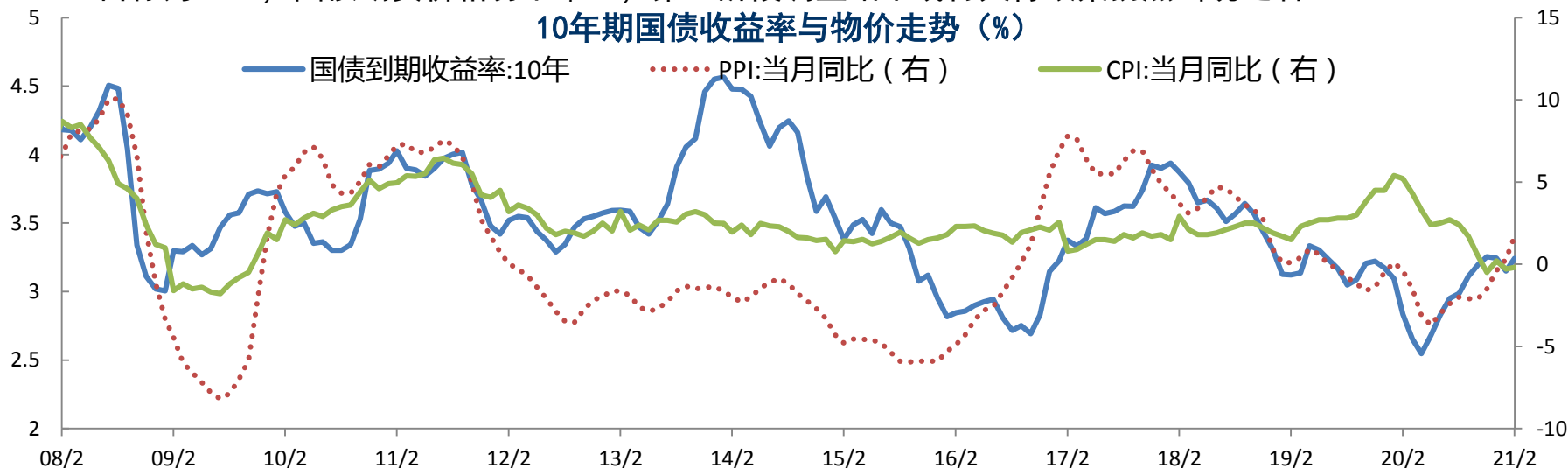
主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济展望大幅改善，通胀预期升温
- 政策可能边际收紧，静待拐点出现
- 政府债券大量发行，避险推升需求
- 债市观点与交易策略

债市观点：通胀抬头供给放量，期债易下难上

- 新冠疫苗接种有序进行，上半年美英可以实现全民接种，疫情有望逐步得到控制，加上宽松货币政策和财政刺激计划的支持，海外市场生产服务逐步恢复，全球经济展望大幅改善，通胀预期升温。
- 国内出口和生产乐观，房地产市场仍将保持温和上涨态势，基建继续托底经济，制造业投资有望继续恢复，汽车和升级类商品销售增长带动消费复苏态势延续，CPI维持低位，关注工业品价格的上行。
- 美联储维持非常规的货币政策，部分新兴市场国家面临通胀高企被迫加息，国内保持灵活精准，合理适度的货币政策和提质增效、更可持续的财政政策，继续为市场主体纾困，保持必要支持力度。
- 短期政策利率上调的概率较低，M2和社融增速将有所回落。政府债券大量发行，市场资金面有可能紧张，避险情绪提升债市需求。预计债券市场仍处于熊市，收益率以上行为主，10年期国债收益率第一目标为3.5%，国债期货价格易下难上，第一阶段调整结束或待央行政策拐点出现之后。

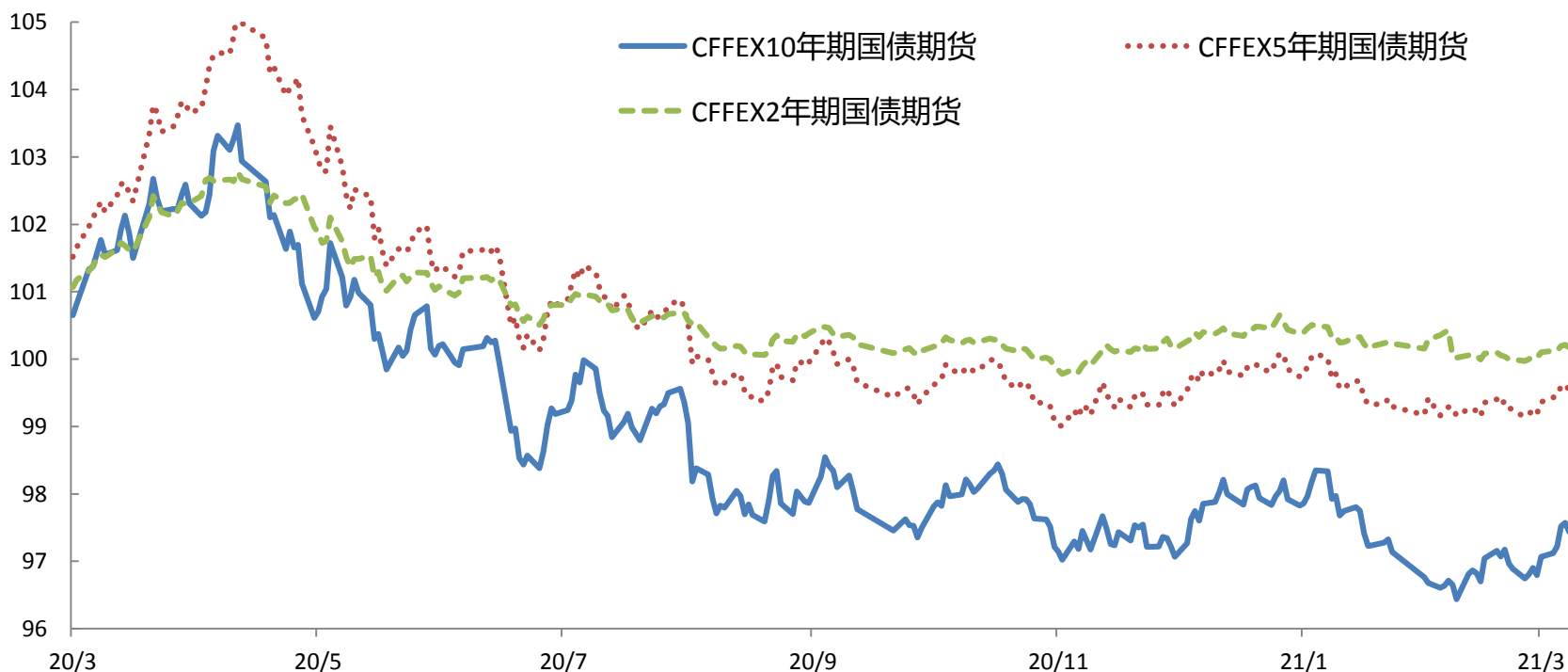
10年期国债收益率与物价走势 (%)



策略一：做空国债期货合约

- 预计国债期货价格仍以下行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.5%附近，对应的10年期国债期货T主力合约价格在95元左右。
- 建议国债期货各合约以逢高做空为主，总仓位控制在20%左右，注意控制风险。

2/5/10年期国债期货主力合约价格走势（元）

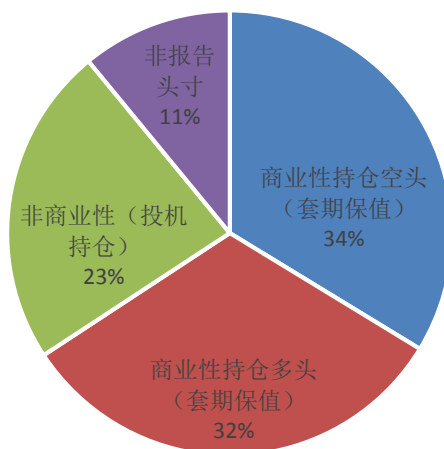


策略二：卖出套期保值对冲风险，管理产品净值

- **持有现券或承销、做市对冲风险，锁定利润**：
通过卖出国债期货获得盈利锁定利润。
- **构建久期中性债券组合**：
资管产品要求打破刚性兑付，实行净值化管理背景下，近期部分银行理财产品净值转负，可通过债券现货和期货组合设计收益相对稳定的资管产品。
- **控制借款成本**：
需要在将来借入款项的投资者用来防范利率的上升。



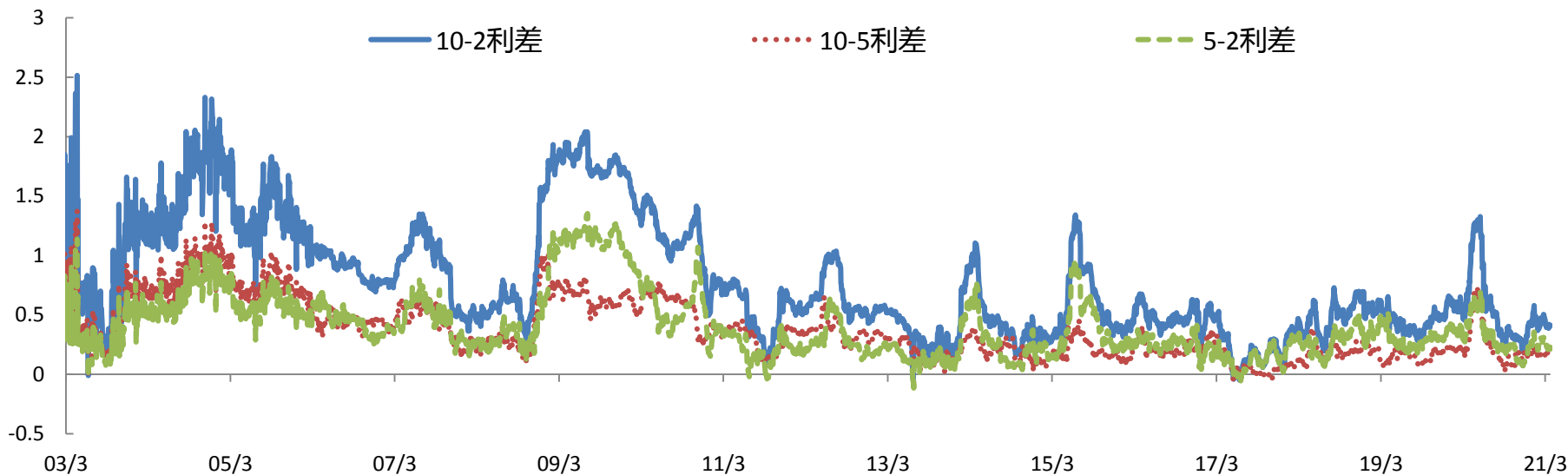
芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构



- **锁定未来买入债券的成本**。
投资预期将来买入债券，预期利率下行，则可以先在国债期货市场买入期货，锁定未来买入现券的成本。

策略三：关注跨品种套利机会

10年和5年、2年国债收益率利差走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 结合行情，考虑到短端资金面保持合理充裕，短端国债收益率上行空间有限，而随着海内外经济数据持续改善，长端债市有可能继续回升，长短端利差有望扩大，国债收益率曲线将可能陡峭化，通常在熊市中，长短端利差也会有所扩大。
- 因此可以考虑做多短端，做空长端国债期货套利，即卖出10年期国债期货，同时买入2年期国债期货进行跨品种套利。

2021年二季度国债期货策略总结

策略建议一

阻力位做空

- 理由：海外经济展望改善、美债收益率大幅上行，国内经济总体恢复、工业品价格快速回升和政府债券将大量发行。
- 策略：预计国债期货价格以下行为主，10年期国债收益率或回升至3.5%附近，国债收益率3.2%以下国债期货以做空为主。

策略建议二

套期保值

- 理由：债市继续处于熊市，国债期货价格波动加大。
- 策略：建议金融机构关注疫情和经济基本面的变化，结合自身需求，通过卖出国债期货获得盈利锁定利润，规避持有现券或承销、做市风险，锁定相应价位。

策略建议三

关注跨品种套利

- 理由：短端资金面保持合理充裕，短端国债收益率上行空间有限，但随着海内外经济数据持续改善，长端债市有可能继续回升，长短端利差有望扩大，国债收益率曲线将可能陡峭化。
- 策略：可以考虑做多短端，做空长端国债期货套利，即卖出10年期国债期货，同时买入2年期国债期货进行跨品种套利。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。