

2021年4月5日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



内容提要

多空相持下债市维持窄幅震荡，资金面维持平稳并实现平稳跨季提振债市情绪，而国内经济修复趋势仍然向好，叠加4月缴税大月及地方债供给放量预期的利空因素，债市多空交织，仍未打破窄幅震荡格局。

DR007维持在2.2%左右波动，跨季供给较为充裕，非银机构融入难度尚可。央行公开市场3月新增净投放超预期，货币宽松在宽货币中体现更明显，而4月缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，后续资金面波动或将加大，4月政治局会议预期的政策宽松值得期待。

3月债市向好主要受到交易结构优以及供需结构好的提振，资金面的平稳宽松是主要内因，但4月的边际变量在于地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动或将加大，债市利空免疫效应或将减弱。当前10Y国债收益率下行至3.2%附近，离1月低点3.1%不远，而当时处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，而当前经济基本面仍处于通胀修复阶段，二季度经济环比或超预期，基本面对债市上涨仍是逆风，债市难以回到当时，债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，当前收益率水平下行空间有限，3.1-3.2%区间追涨意义有限，赔率和胜率都有所下降，短期建议观望等待供给压力的缓解，重点关注3月通胀、金融数据以及地方债发行计划等。

投资策略

3月债市向好主要受到交易结构优以及供需结构好的提振，资金面的平稳宽松是主要内因，但4月的边际变量在于地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动或将加大，债市利空免疫效应或将减弱。当前10Y国债收益率下行至3.2%附近，离1月低点3.1%不远，而当时处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，而当前经济基本面仍处于通胀修复阶段，二季度经济环比或超预期，基本面对债市上涨仍是逆风，债市难以回到当时，债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，当前收益率水平下行空间有限，3.1-3.2%区间追涨意义有限，赔率和胜率都有所下降，短期建议观望等待供给压力的缓解，重点关注3月通胀、金融数据以及地方债发行计划等。

风险提示

全球通胀超预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩超预期。

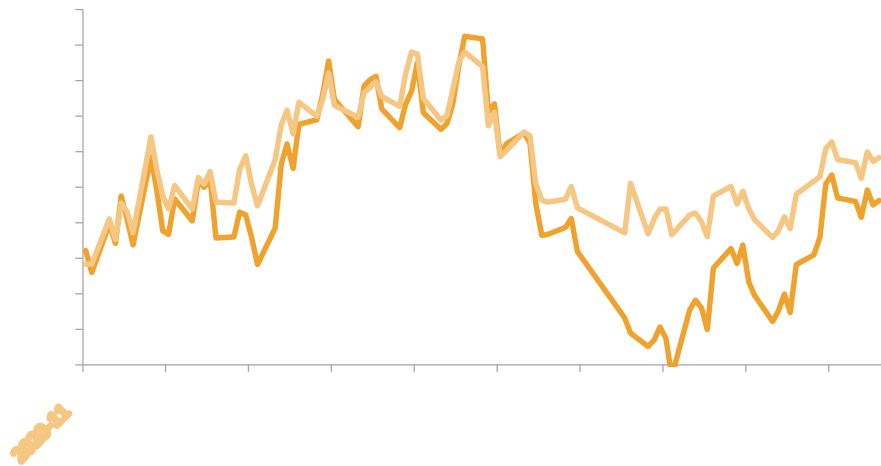


请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

多空相持下债市维持窄幅震荡。上周公布的 3 月 CPI 数据超预期，经济数据整体表现较为向好，但债市依然波澜不惊，全国依然保持窄幅震荡。具体分析，资金面维持平稳并实现平稳跨季提振债市情绪，而国内经济修复热情依然向好，叠加 4 月缴税大月及地方债供给放量预期的利空因素，债市多空交织，仍未打破窄幅震荡格局，本周国债期货活跃券 200016 累计下行 0.15bp，十年国债期货活跃券 200215 累计下行 0.6bp。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）

资料来源: Wind, 优财研究院

图3: 期货持仓量(手)

图4: 成交持仓比

资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图5: 国债10-1Y长期期限利差(bp)

图6: 国债收益率曲线(%)

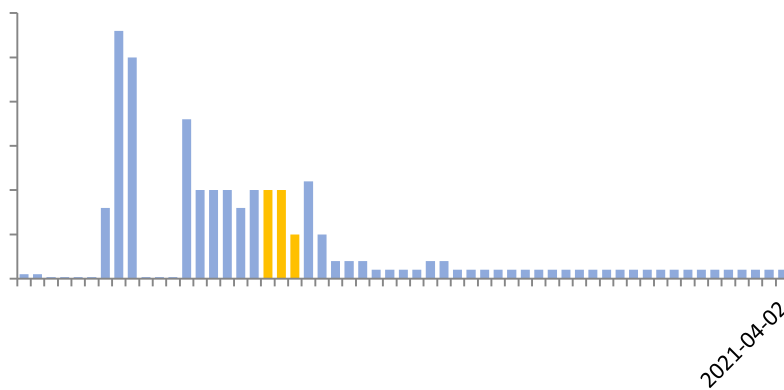
资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

二、 资金面与货币政策

资金面平稳跨季，银行间资金面整体平稳，主要回购利率虽小幅上行但波动不大，DR007 维持在 2.2%左右波动，跨季供给较为充裕，非银机构融入难度尚可。央行公开市场 3 月以来公开市场连续一整月维持日度 100 亿元 7 天期逆回购操作规模，并实现对到期规模的完全对冲。上周央行共进行 500 亿元逆回购操作，同期有 500 亿元央行逆回购到期。货币政策态度维持中性基调不变，而随着 4 月缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，后续资金面波动或将加大，4 月政治局会议的政策定调至关重要。

图 7: 央行公开市场操作 (亿元)

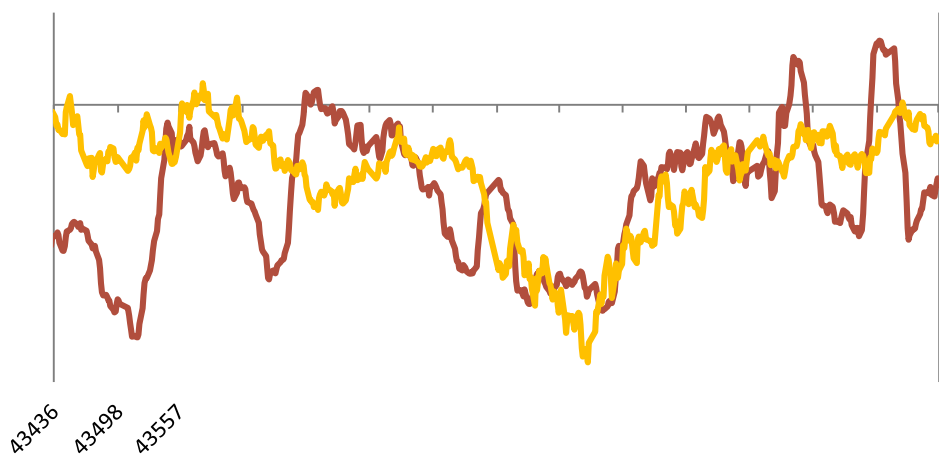


资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 利率走廊 (%)

资料来源：Wind，优财研究院

图 9: 资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约

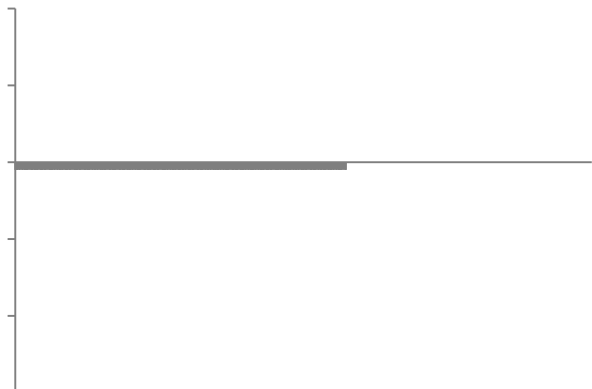


资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 同业存单发行利率 (%)

资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 股份行同业存单发行利率(3M)-R007 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 国开收益率与利率互换 (%)



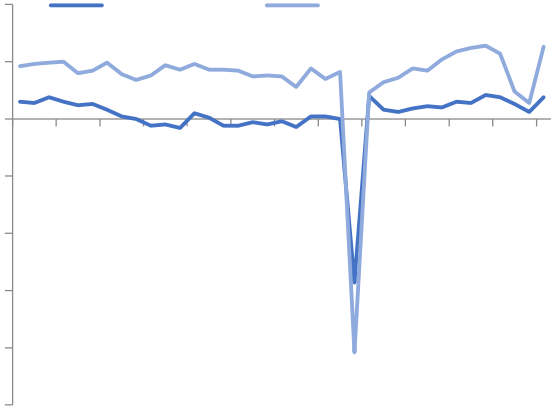
资料来源: Wind, 优财研究院

三、经济基本面

2021 年 3 月官方制造业 PMI 为 51.9, 前值 50.6, 高于上月 1.3 个百分点; 非制造业商务活动指数为 56.3, 高于上月 4.9 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 55.3, 高于上月 3.7 个百分点。

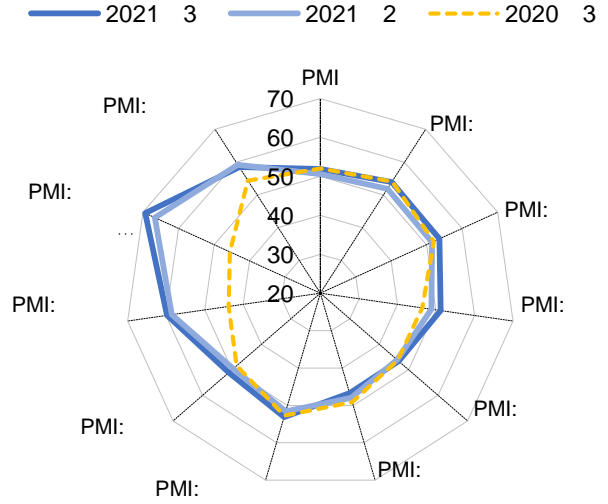
在需求端, 制造业景气度持续回升, 景气度连续 13 个月维持扩张区间, 制造业产需两端同步扩张, 需求端走强带动生产加快, 量价齐升, 需求走强下企业被动去库, 经济动能有所增强。服务业与建筑业景气度业大幅走高, 消费需求回暖下服务业加快恢复, 出口短期仍有支撑、地产短期韧性、制造业景气度向好, 二季度经济环比或超季节性。大宗商品涨价下价格指数回升, 再通胀仍在持续, 但工业品出厂价格指数仍保持低位, 核心通胀温和, 货币政策保持稳健。

图 13: 官方 PMI 指数



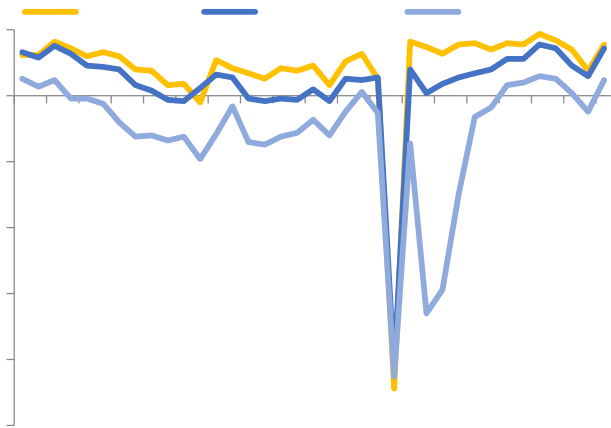
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 官方制造业 PMI



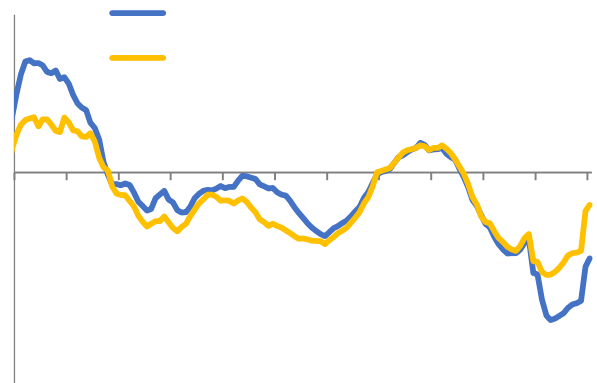
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 生产和新订单指数



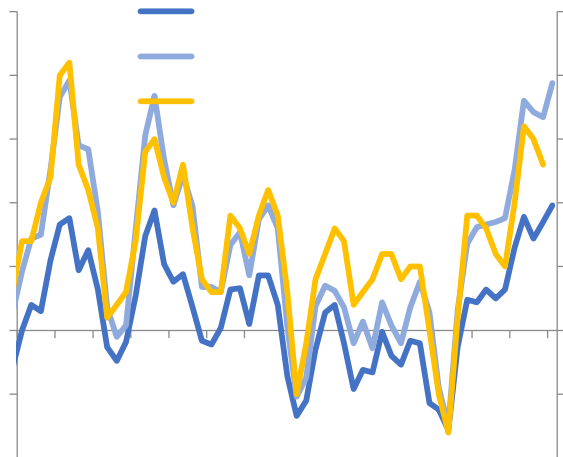
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 新出口订单和进口指数 PMI 同比转化(%)



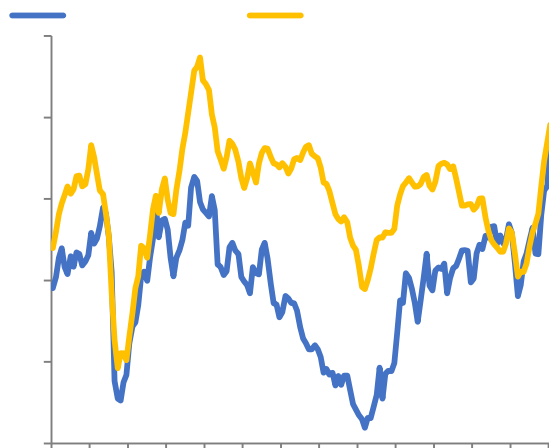
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 原材料购进和出厂价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 大宗商品快速上涨



资料来源: Wind, 优财研究院

高频跟踪:

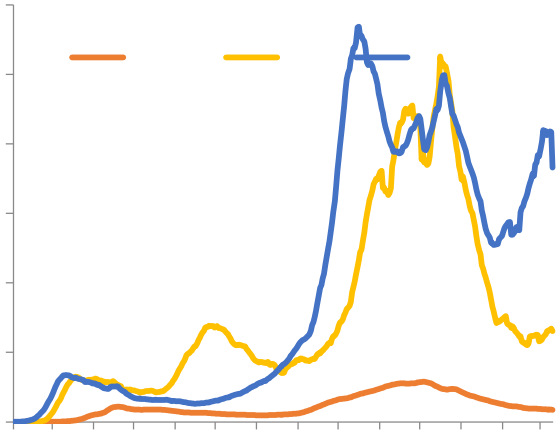
生产端继续受到环保限产政策的影响, 唐山“常态化”环保限产政策下, 唐山高炉开工率、产能利用率继续下降, 电厂日耗平稳。需求端整体向好, 地产销售处于近三年同期最好水平, 其中一二线楼市热度较高, 旺季逐步来临下建材价格涨幅

环比大增, 铁矿石价格快速上涨, 螺纹钢价格涨幅较大。

PMI 仍处

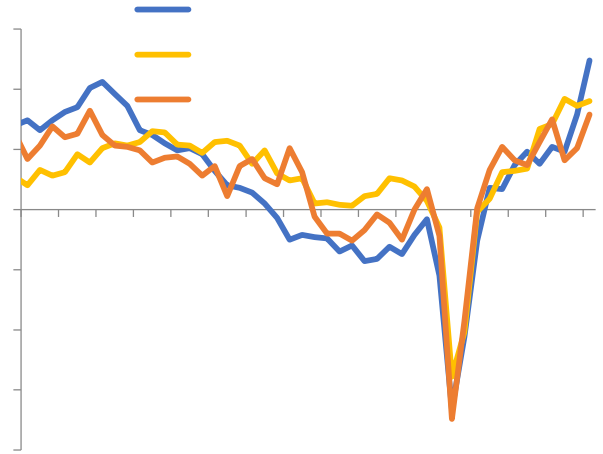
于回升趋势，欧洲疫情第三波反弹，出口运输指数继续回落

图 19: 出口运输指数



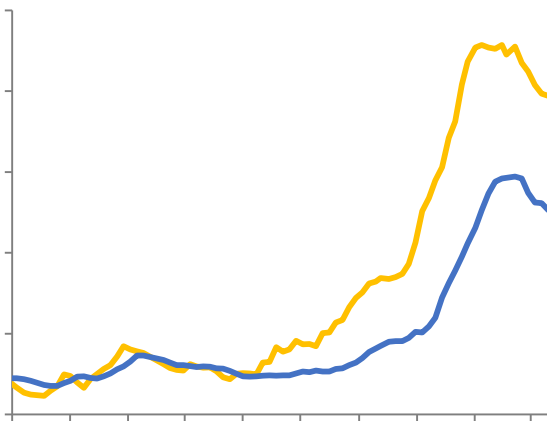
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 欧美 PMI 继续回升



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 出口集装箱运价指数

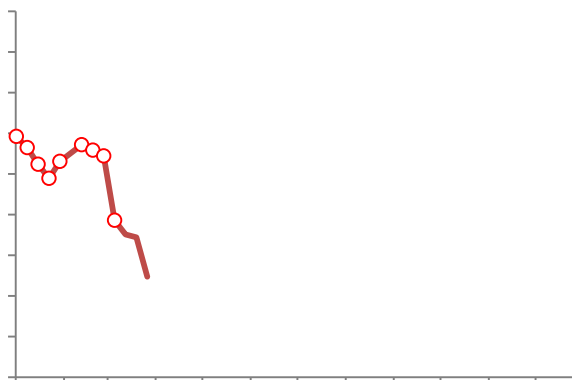


资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 航运指数

资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 唐山钢厂高炉开工率 (%)

资料来源: Wind, 优财研究院

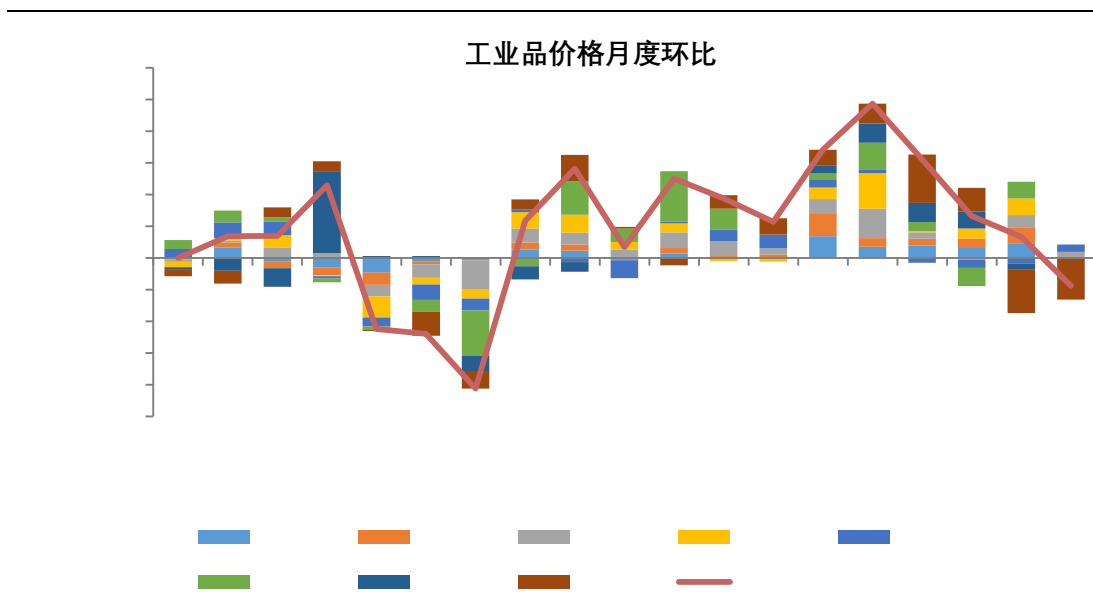
图 25: 30 城商品房成交面积 (万平方米)

图 26: 30 城商品房成交面积 (%)

资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 27：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

四、债市观点

3月债市向好主要受到交易结构优以及供需结构好的提振，资金面的平稳宽松是主要内因，但4月的边际变量在于地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动或将加大，债市利空免疫效应或将减弱。当前10Y国债收益率下行至3.2%附近，离1月低点3.1%不远，而当时处于“供需错配+资金面宽松小周期”的共振时期，而当前流动性边际收紧，叠加地方债供给放量，资金面波动或将加大，债市利空免疫效应或将减弱。当前10Y国债收益率下行空间有限，3.1-3.2%区间胜率都有所下降，短期建议观望等待对供给压力的反馈，重点关注3月通胀、金融数据以及地方债供给放量情况。

