



2021年4月11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

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



货币政策缺乏空间，债市多空相持

内容提要

上周无论是资金面宽松的利多，还是通胀超预期上行的利空，在市场预期充足下市场缺乏超预期因素催化，债市仍未打破窄幅震荡格局。受4月利率债发行即将放量以及缴税大月下的资金面可能扰动影响，市场交投情绪略偏谨慎。

跨季后资金面边际转松，银行间流动性充裕，DR007较上周回落至政策利率下方。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，4月中资金面波动或将加大。

本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力，而去年上半年的低基数效应也加快了PPI同比上行的节奏，二季度PPI同比增速仍处于加速上行阶段，4月原油、螺纹钢同比增速大概率仍将创新高。但本轮PPI上行并未伴随核心通胀的回升，当前价格回升主要仍集中在上游生产资料领域，下游生活资料和核心通胀仍然偏弱，终端需求仍在低位恢复，通胀持续上行并不具有可持续性，PPI年中或迎来拐点，通胀并非核心矛盾，货币政策约束有限。

策略建议

近期债市持续窄幅震荡，其核心在于货币政策缺少空间，资金面的宽松和配置需求使得债市近期整体抗跌。但4月扰动因素增多，地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动可能加大，债市此前的利空免疫效应或将减弱，同时经济仍在修复，二季度通胀上行加快，基本面对债市来说依然是逆风。债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，当前10年期国债收益率水平（3.2%）下行空间有限，难以突破1月“供需错配+资金面宽松小周期”共振形成的3.1%低点，4-5月债市历史变盘期警惕债市调整风险。

但中长期看，货币政策仍缺乏空间，配置需求的释放下债市仍难打破窄幅震荡格局，本周重点关注3月金融数据及一季度经济数据，基数效应叠加房地产信贷监管，社融增速或将重回下行趋势，但社融增速仍处在高位均值回归过程，无需过度担忧信用收缩。同时，在供给压力即将加大以及缴税大月月中来临之际，央行公开市场操作是关注重点，4月政治局会议对货币政策的定调也至关重要。

风险提示

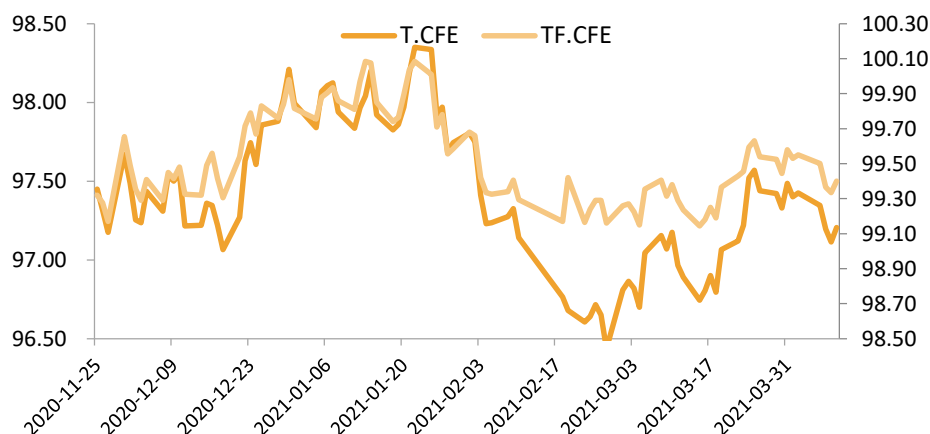
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

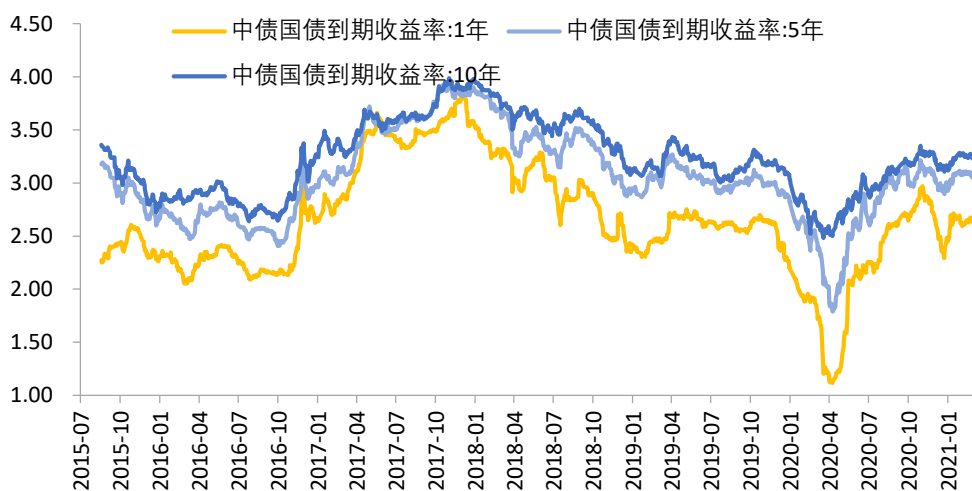
市场对利多利空预期充足，债市缺乏超预期因素催化下维持窄幅震荡。前半周尽管资金面持续宽松，但受4月利率债发行即将放量以及缴税大月下的资金面可能扰动影响，市场交投情绪谨慎，债市小幅调整后再度陷入窄幅波动。周五公布的3月通胀数据超预期，PPI同比上涨4.4%，但市场对通胀上行的利空已充分预期，利率反而小幅下行。全周10年期国债收益率上行1.08bp报3.2121%，短端1年期国债收益率上行1.15bp，长短端利差基本保持不变。

图1：国债期货主力合约（右轴TF）（元）



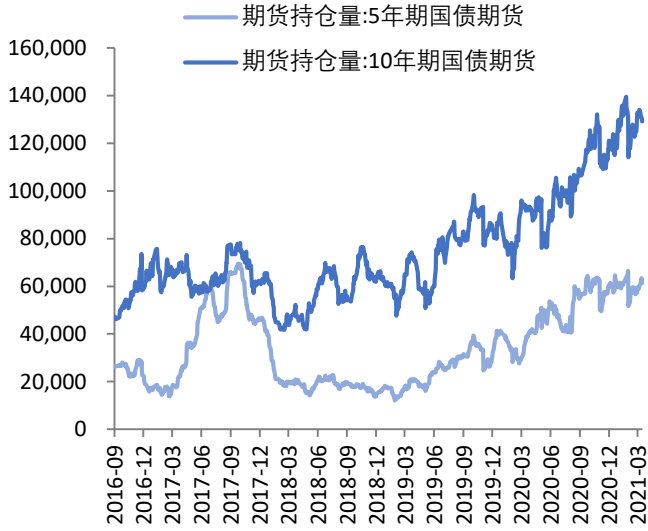
资料来源：Wind，优财研究院

图2：国债收益率（%）



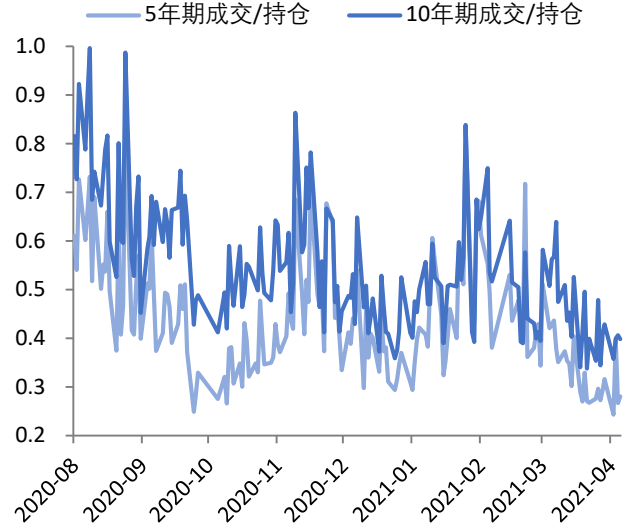
资料来源：Wind，优财研究院

图 3: 期货持仓量 (手)



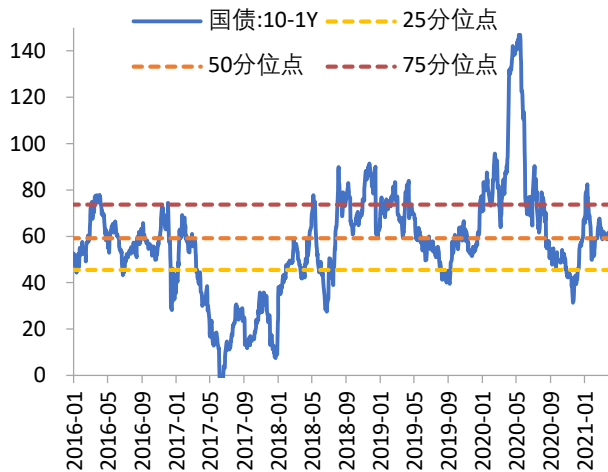
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 成交持仓比



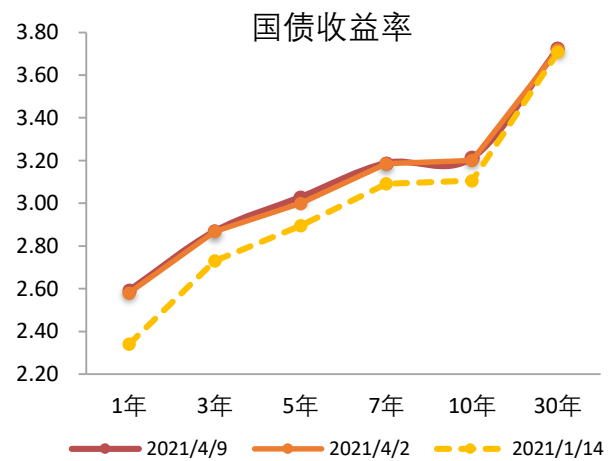
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 6: 国债收益率曲线 (%)

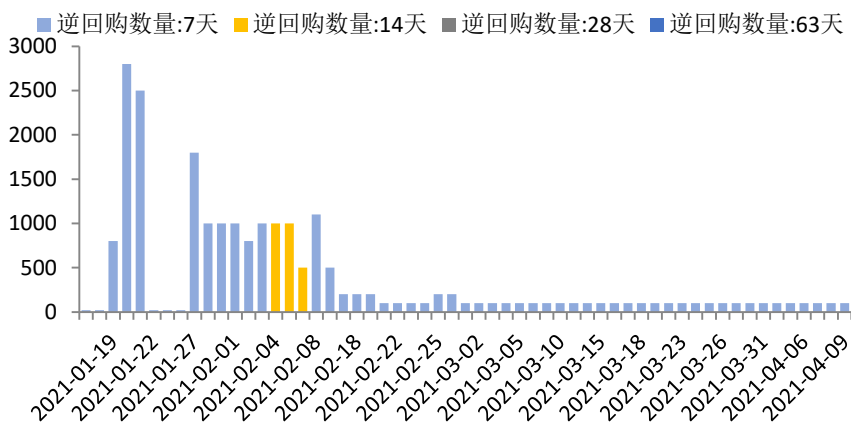


资料来源: Wind, 优财研究院

二、资金面与货币政策

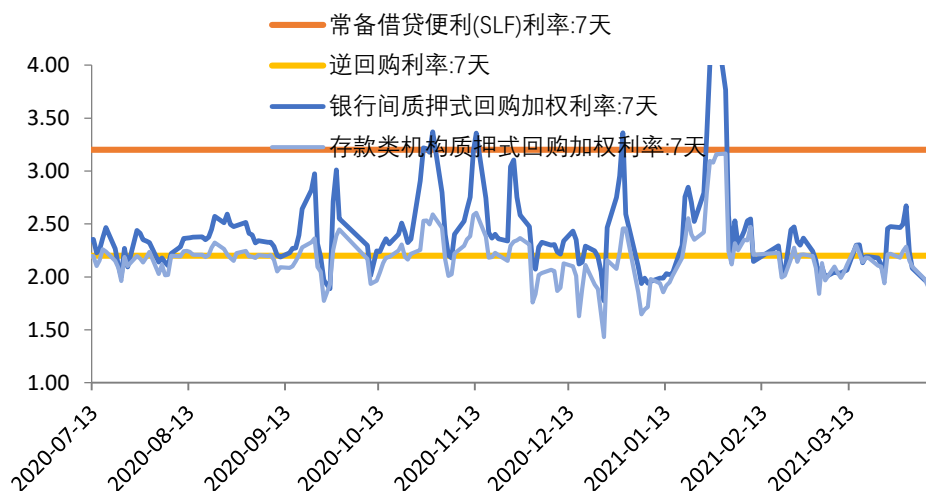
跨季后资金面边际转松，银行间流动性充裕。DR007 较上周回落至政策利率下方，周内 1.9% 左右波动，银行间流动性充裕。央行继续延续每日 100 亿的逆回购投放，周内共有 500 亿逆回购到期，由于周一节假日到期顺延影响，公开市场累计净回笼 100 亿。连续的高频低量操作显示央行货币政策态度维持中性基调不变，而随着 4 月缴税大月、政府债券集中发行的扰动增加，4 月中资金面波动或将加大，4 月政治局会议的政策定调至关重要。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



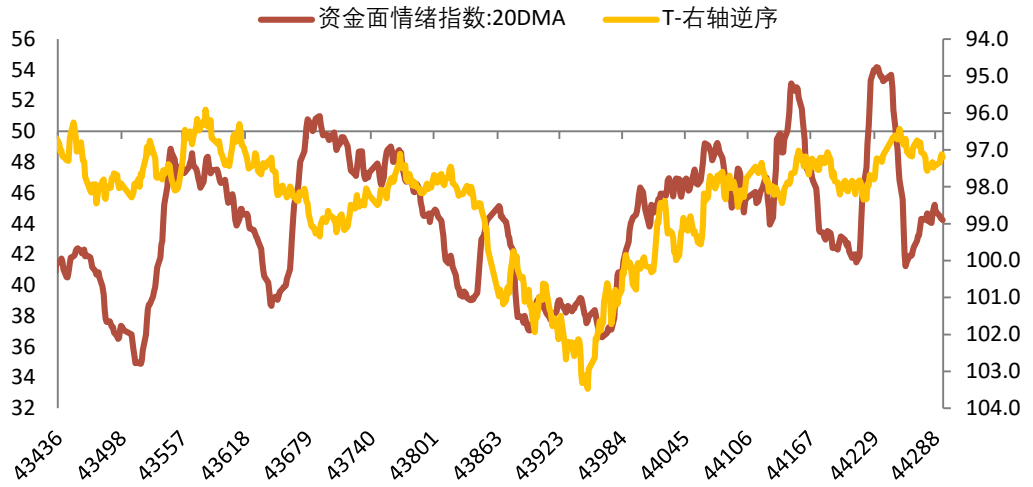
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：利率走廊（%）



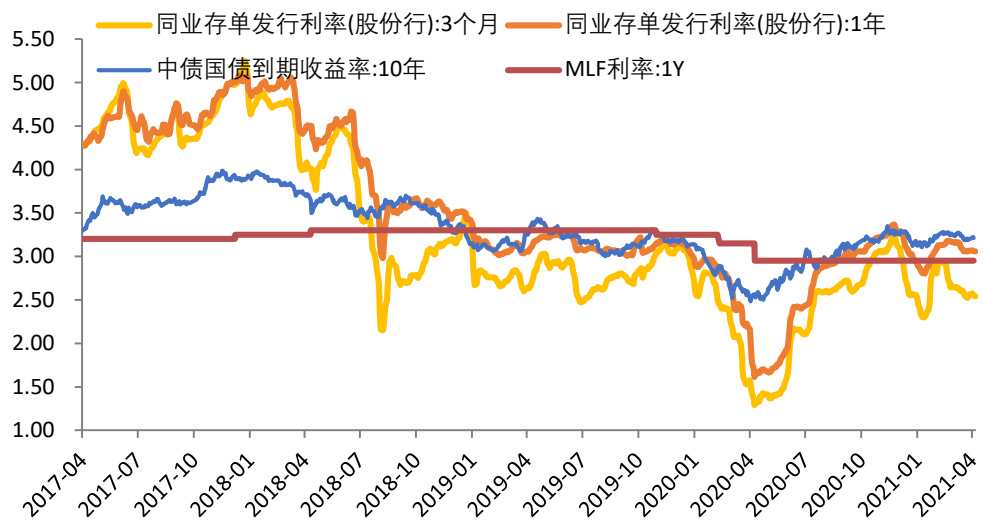
资料来源：Wind，优财研究院

图 9: 资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



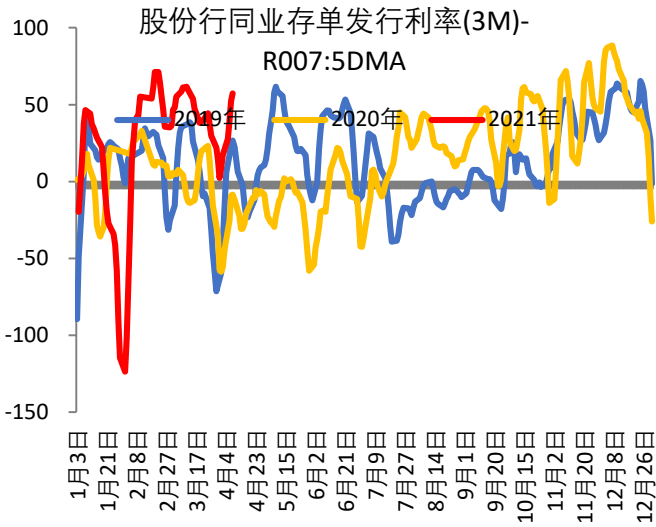
资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 同业存单发行利率 (%)



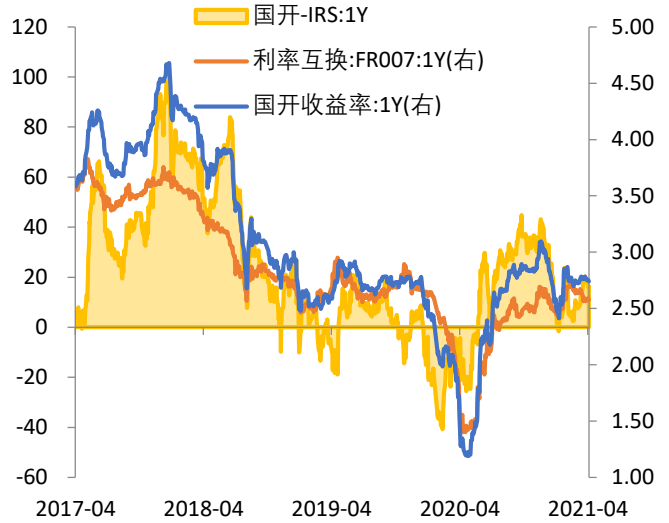
资料来源: Wind, 优财研究院

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

3月通胀数据超预期, 3月CPI同比上涨0.4%, 预期涨0.2%, 前值降0.2%; 3月PPI同比上涨4.4%, 涨幅比2月扩大2.7个百分点。

本轮通胀上行特征主要体现为供给冲击及输入性压力, 而去年上半年的低基数效应也加快了PPI同比上行的节奏, 二季度PPI同比增速仍处于加速上行阶段, 4月原油、螺纹钢同比增速大概率仍将创新高。但本轮PPI上行并未伴随核心通胀的回升, 当前价格回升主要仍集中在上游生产资料领域, 下游生活资料和核心通胀仍然偏弱, 终端需求仍在低位恢复, 通胀持续上行并不具有可持续性, PPI年中或迎来拐点, 通胀并非核心矛盾, 货币政策约束有限。

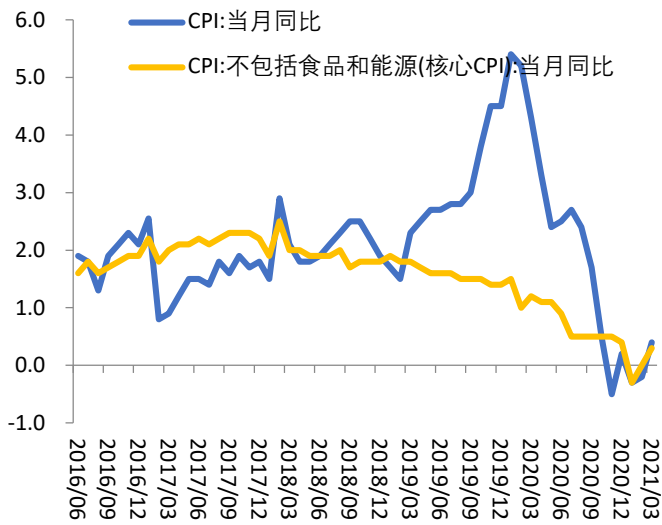
1. 翘尾因素拖累减弱下CPI同比转正, 油价上涨的提振以及食品项的拖累都较为显著, 猪肉价格仍处于下行区间, 服务价格整体依然偏弱, 核心CPI小幅回升, 终端需求仍在低位恢复。

2. 基数效应叠加中国节后复工以及美国财政刺激落地, PPI环比涨幅进一步扩大, 石油开采、燃料加工、化学原料、黑色与有色加工5个上游行业贡献环比涨幅

的 8 成，工业品涨价仍然集中于上游价格，通胀特征体现为供给冲击及输入性压力。

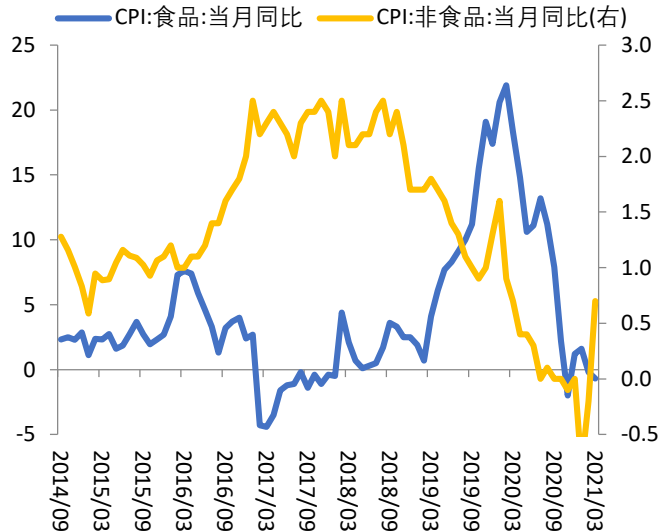
3. 作为领先大宗商品价格约 1 个季度的前瞻指标，全球流动性拐点初现，大宗商品上涨最快的阶段或已过去，短期全球复苏及需求改善下上游价格仍将维持震荡偏强，而随着下半年全球供给的恢复，环比放缓叠加基数抬升，PPI 同比或将震荡走弱。

图 13: 核心 CPI 仍处于历史低位 (%)



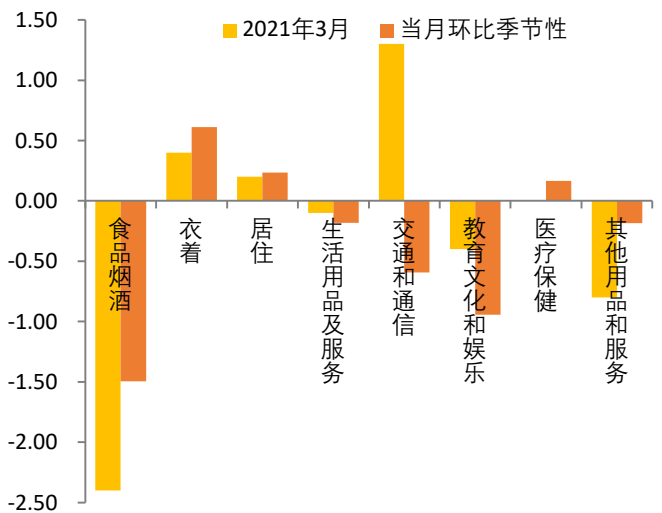
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



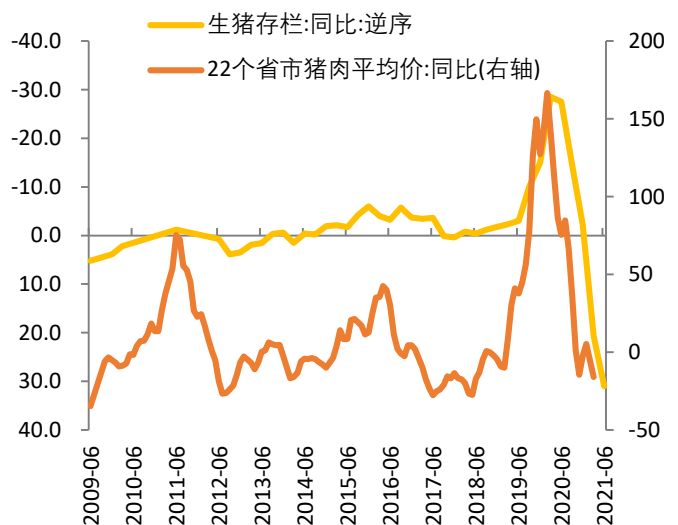
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: CPI 环比季节性 (%)



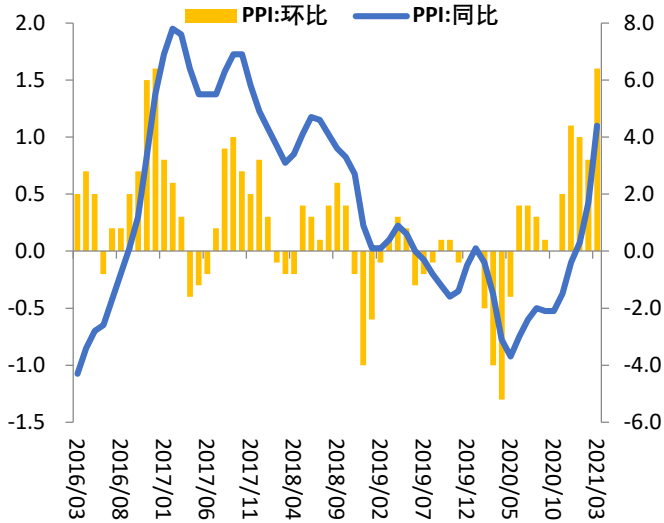
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 生猪存栏回升下猪周期下行 (%左轴逆序)



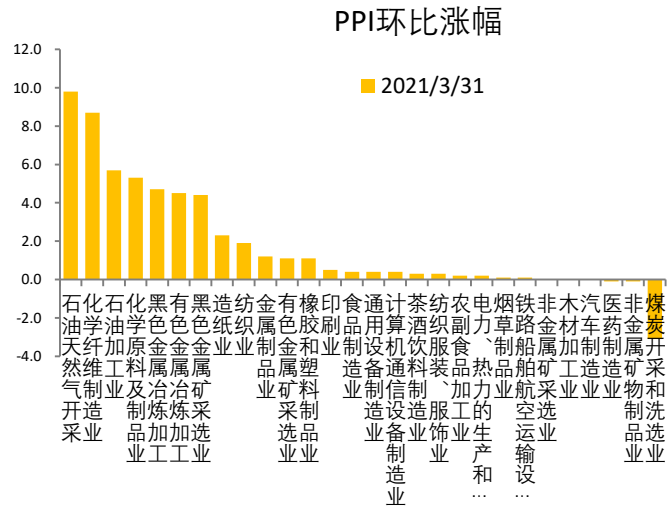
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: PPI 同环比涨幅均扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 环比涨幅主要由上游行业贡献 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 债市观点

近期债市持续窄幅震荡，其核心在于货币政策缺少空间，资金面的宽松和配置需求使得债市近期整体抗跌。但 4 月扰动因素增多，地方债供给放量以及年度缴税下资金面波动可能加大，债市此前的利空免疫效应或将减弱，同时经济仍在修复，二季度通胀上行加快，基本面对债市来说依然是逆风。债市供给压力即将释放叠加通胀超预期上行担忧下，当前 10 年期国债收益率水平（3.2%）下行空间有限，难以突破 1 月“供需错配+资金面宽松小周期”共振形成的 3.1%低点，4-5 月债市历史变盘期警惕债市调整风险。

但中长期看，货币政策仍缺乏空间，配置需求的释放下债市仍难打破窄幅震荡格局，本周重点关注 3 月金融数据及一季度经济数据，基数效应叠加房地产信贷监管，社融增速或将重回下行趋势，但社融增速仍处在高位均值回归过程，无需过度担忧信用收缩。同时，在供给压力即将加大以及缴税大月月中来临之际，央行公开市场操作是关注重点，4 月政治局会议对货币政策的定调也至关重要。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。