



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

国债期货·周度报告

2021年4月24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



税期资金面超预期宽松支撑债市乐观情绪

内容提要

本周缴税期资金面超预期宽松提振市场乐观情绪，配置需求继续释放，后半周在税期走款高峰下资金面开始有所收敛，债市重回震荡，现券表现弱于期货，短端表现强于长端，收益率曲线再度陡峭化。

税期走款高峰下央行仍然保持此前的佛系操作，但银行间流动性保持稳定偏宽格局，超出市场此前对于缴税大月偏谨慎的预期，隔夜资金利率周内波动后仍然回到2%以下，DR007也继续维持在2.2%以下波动。但是根据从我们对超储率的测算，央行低量操作下4月末超储率在资金缺口消耗之下或将回落至1%下方，且周五午后资金面情绪指数快速攀升，月末资金面波动风险仍需警惕。

高频跟踪：生产端本周高炉开工率出现回升，但受到限产措施从严影响，产能回升空间有限；需求端，房地产销售延续韧性，销售仍处于近三年同期最好水平，一二线楼市热度仍然较高；钢厂产能有所回升下钢价震荡调整，钢材平稳去库，而水泥价格旺季下持续上涨；海外欧美PMI仍处于回升趋势，欧洲疫情第三波反弹继续回落，出口运价指数近两周加速回升。

策略建议

近期债市表现出对利空因素的反应钝化和对利多因素的积极预期，对于缴税大月资金面波动的充分预期使得债市不跌反涨，资金面的超预期持续宽松和前期市场谨慎情绪下导致的机构欠配压力是核心。随着4月缴税大月资金面依然保持稳定偏宽格局，市场流动性预期开始不断转向乐观，债市做多情绪升温。

但资金面情绪如钟摆，总是从一个极端走向另一个极端，情绪的一致性乐观往往也蕴含着风险。从我们对超储率的测算来看，资金缺口下4月末超储率存在下降至1%以下的风险，月末资金面波动风险仍需警惕。债市短暂的做多情绪释放后或将重回震荡，长端收益率难以向下突破1月“资金面宽松小周期+供需错配”形成的低点（3.1%），虽然市场对于符合预期的经济金融数据并未形成波动，但数据结构本身并不弱，基本面来看债市趋势性机会仍需等待。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，关注月底资金面波动和4月政治局会议对货币政策的定调。

风险提示

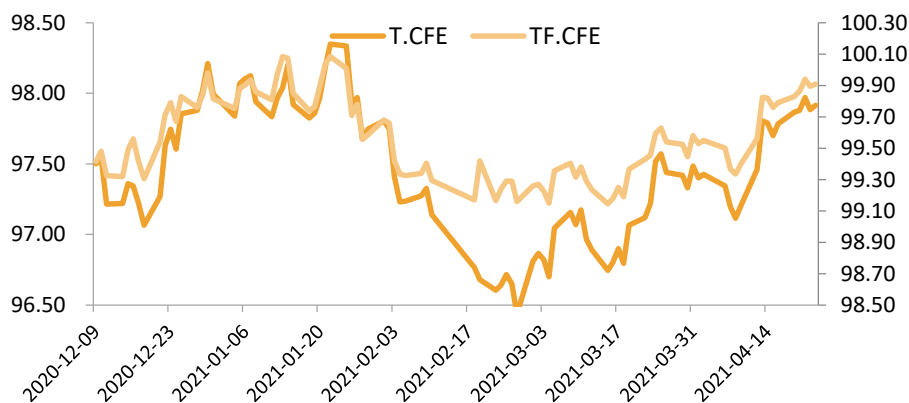
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

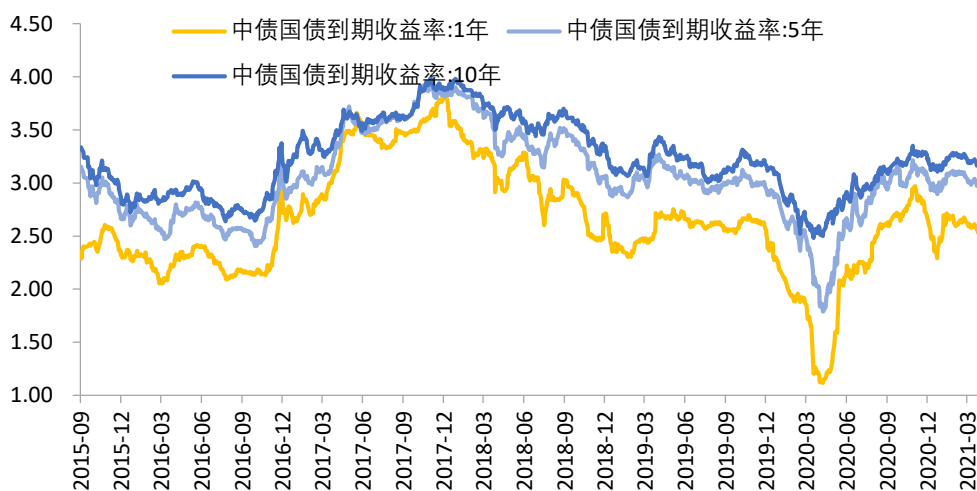
缴税期资金面超预期宽松提振债市乐观情绪，收益率曲线快速陡峭。缴税期资金面超预期宽松提振市场乐观情绪，前半周债市继续上涨，而后半周在税期走款高峰下资金面开始有所收敛，乐观情绪有所修正，债市重回震荡。周内来看，现券表现弱于期货，十年期国债期货主力合约上涨 0.15%，10 年期国债收益率周内小幅上行 0.88bp 报 3.1719%，资金面宽松下短端债券表现较强，1 年期国债收益率大幅下行 14 个 bp，收益率曲线再度陡峭化。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



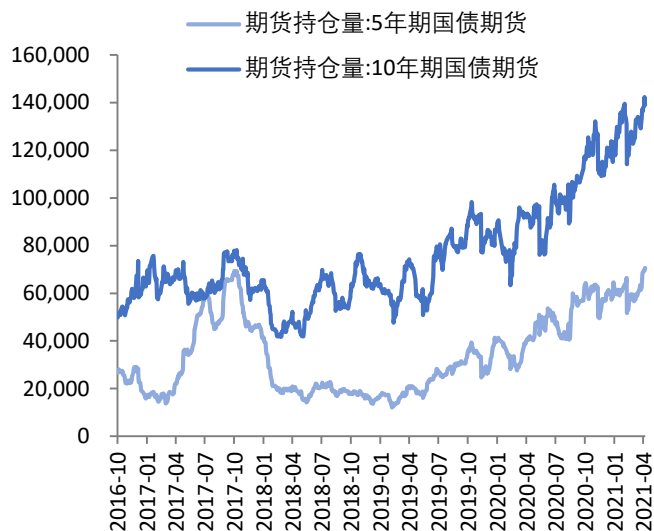
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



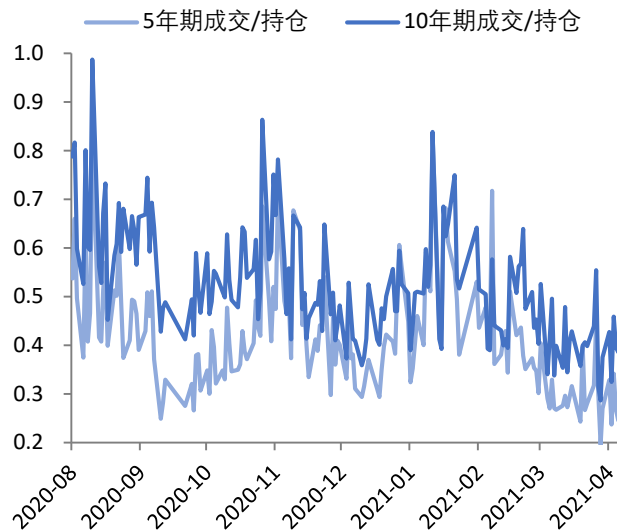
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



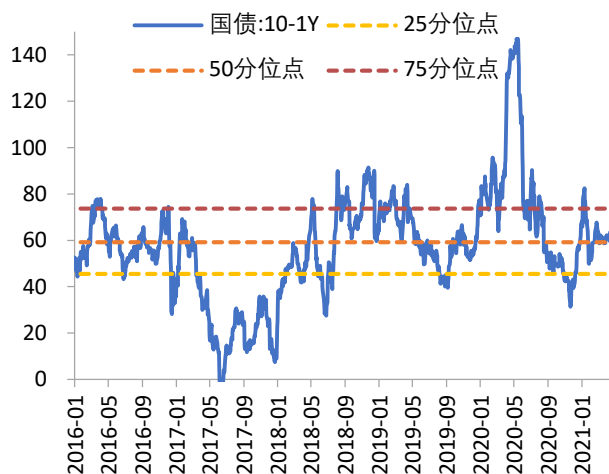
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



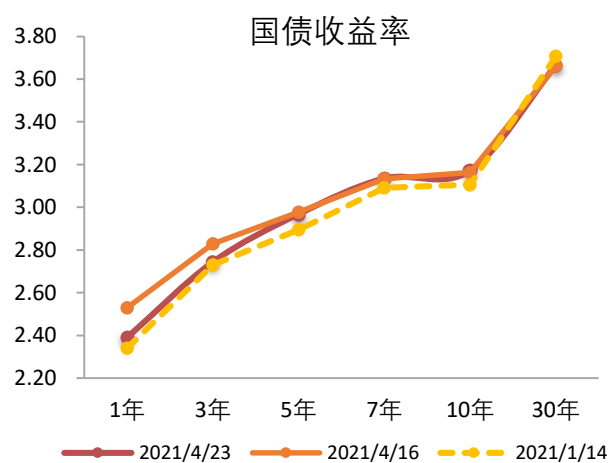
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



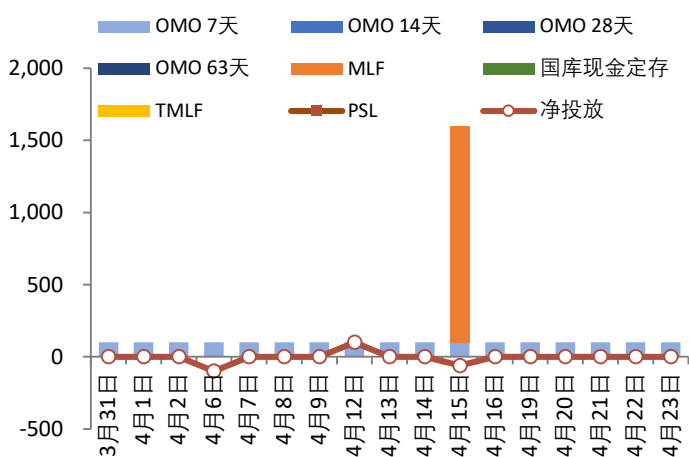
资料来源：Wind，优财研究院

二、资金面与货币政策

税期资金面超预期宽松，银行间流动性保持稳定偏宽格局。本月缴税截止日为20日，本周为税期走款高峰，但央行仍然保持此前的佛系操作，延续每日100亿并完全对冲当日到期量的操作，隔夜资金利率周内波动后仍然回到2%以下，DR007也继续维持在2.2%以下波动，银行间流动性依然保持稳定偏宽格局，超出市场此前对于缴税大月偏谨慎的预期。

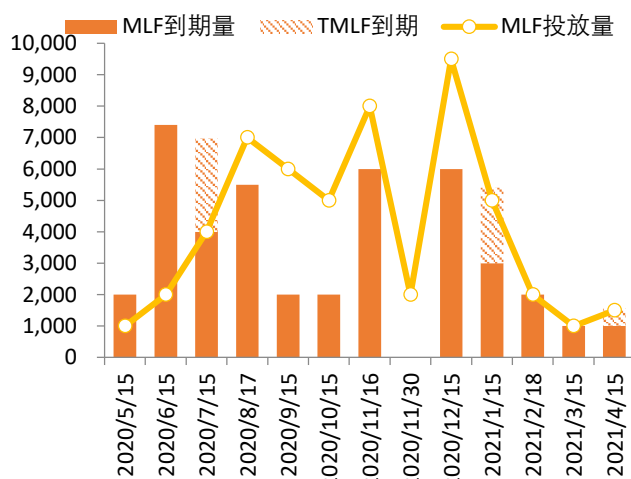
但是根据从我们对超储率的测算，4月政府存款的增加或吸收流动性约5000-5500亿，央行低量操作下，4月末超储率在资金缺口消耗之下或将回落至1%下方，且周五午后资金面情绪指数快速攀升，月末资金面波动风险仍需警惕。

图7：央行公开市场操作（亿元）



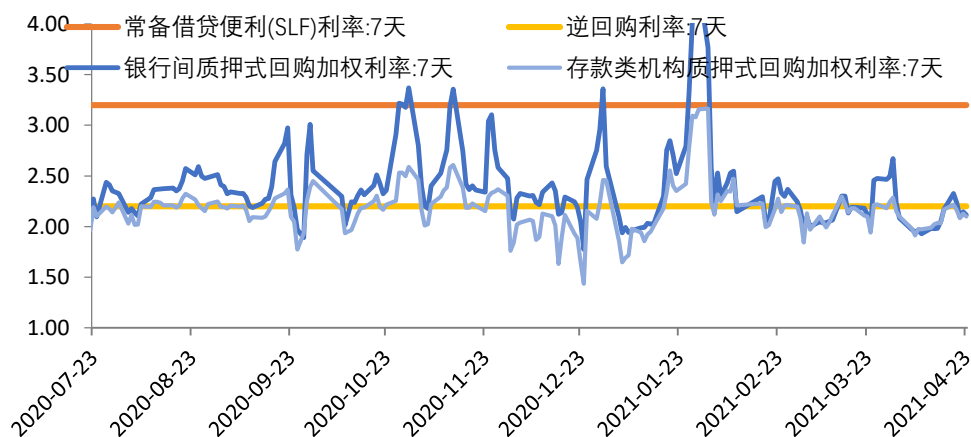
资料来源：Wind，优财研究院

图8：央行 MLF 操作（亿元）



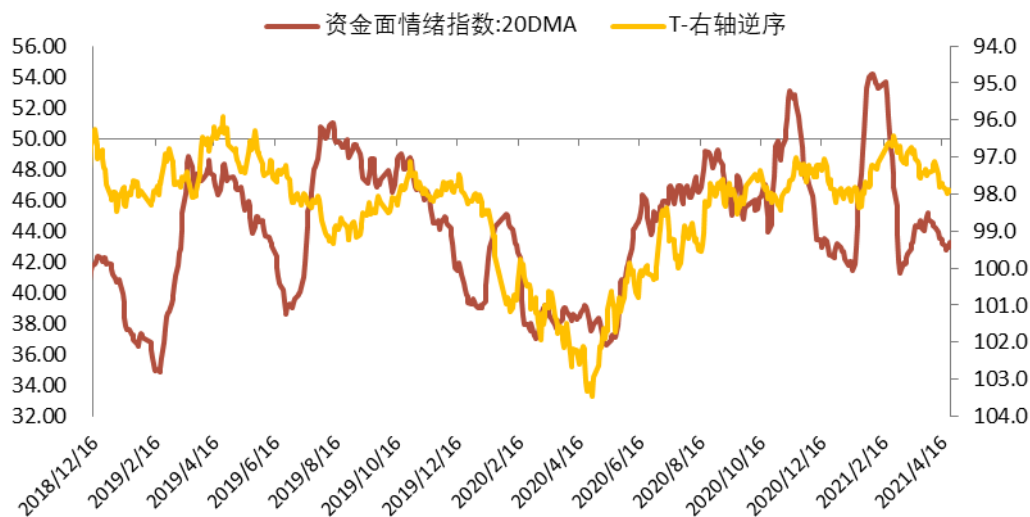
资料来源：Wind，优财研究院

图9：利率走廊（%）



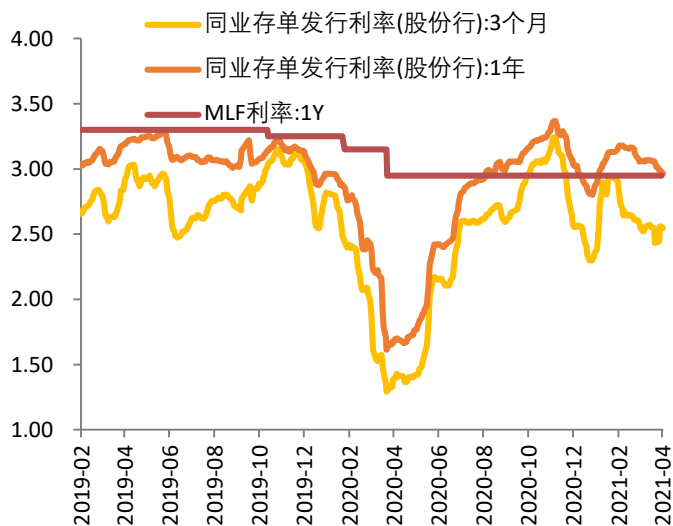
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



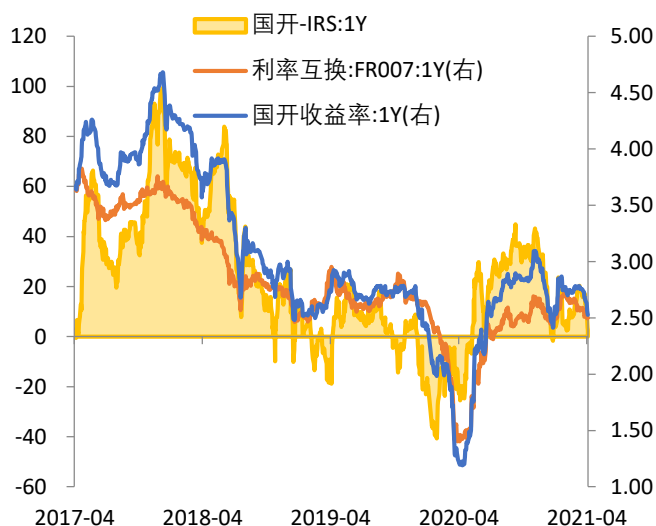
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：同业存单发行利率（%）



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

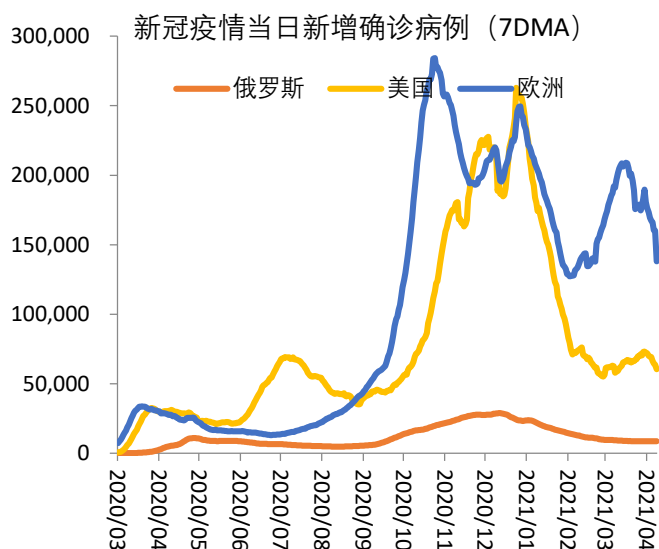
生产端本周高炉开工率出现回升，此前唐山限产政策严格执行下高炉开工率年后快速回落，高利润刺激产能有所恢复，但受到限产措施从严影响，唐山地区高炉生产回升空间有限。

需求端，房地产销售延续韧性，4月1日至21日，30大中城市商品房日均成交面积录得56.2万平，略低于3月59.2万平，同比增速虽较3月明显回落，但仍维持在高速增长区间，销售仍处于近三年同期最好水平，一二线楼市热度仍然较高。

价格端，4月工业品价格环比增速较3月小幅回升，钢厂产能有所回升下钢价震荡调整，钢材平稳去库，而水泥价格旺季下持续上涨，当前价格处于近三年同期最高水平。

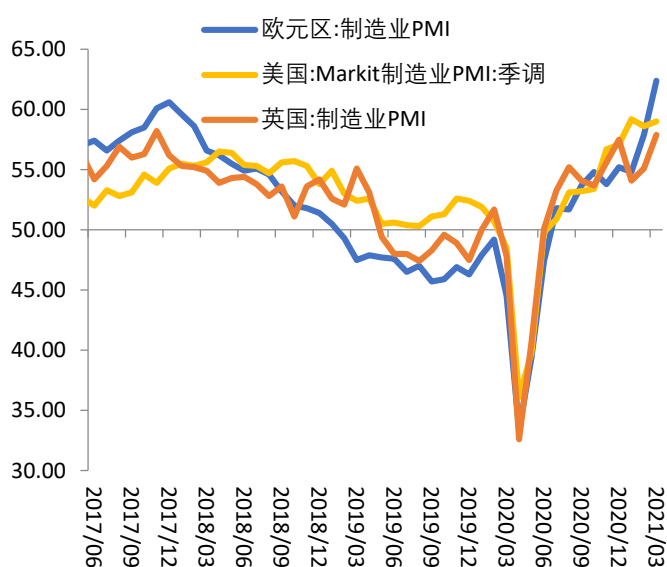
海外方面，欧美PMI仍处于回升趋势，欧洲疫情第三波反弹继续回落，出口运价指数继续回升，其中SCFI综合指数连涨四周上涨，且近两周上涨速度较快。

图 13：海外新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

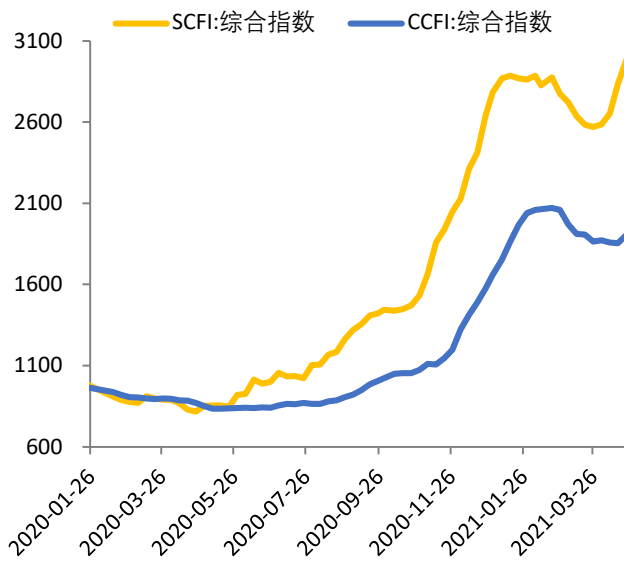
图 14：欧美 PMI 继续回升



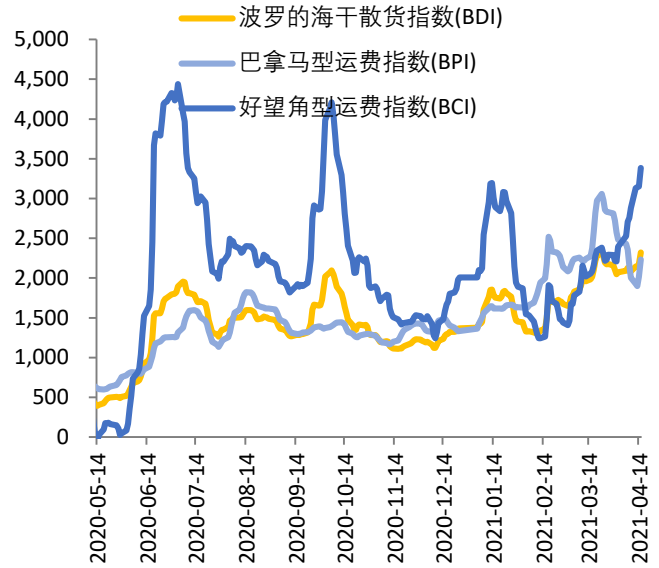
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：出口集装箱运价指数

图 16：航运指数

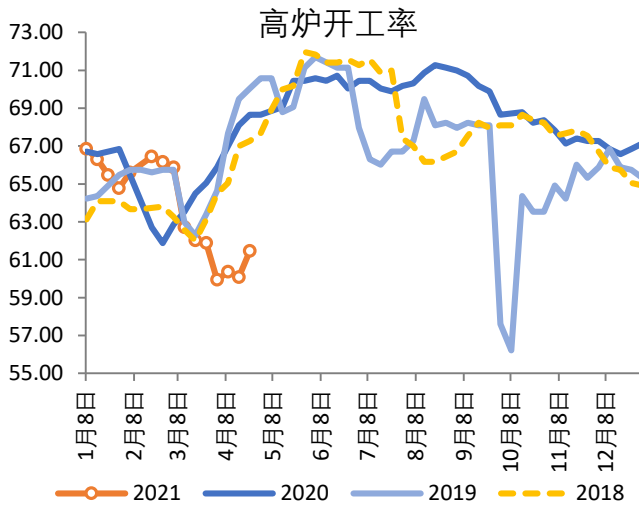


资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 高炉开工率 (%)



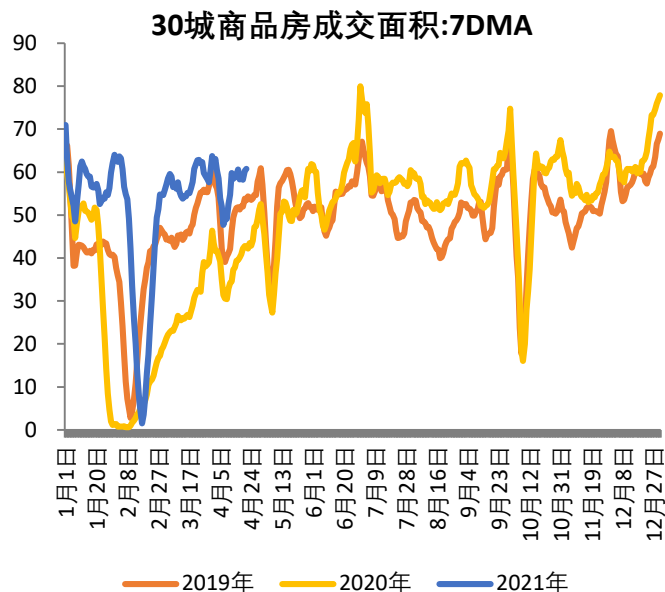
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



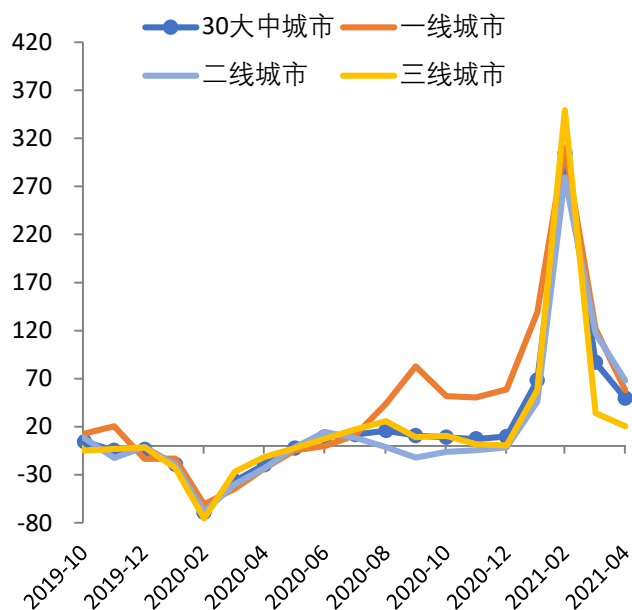
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



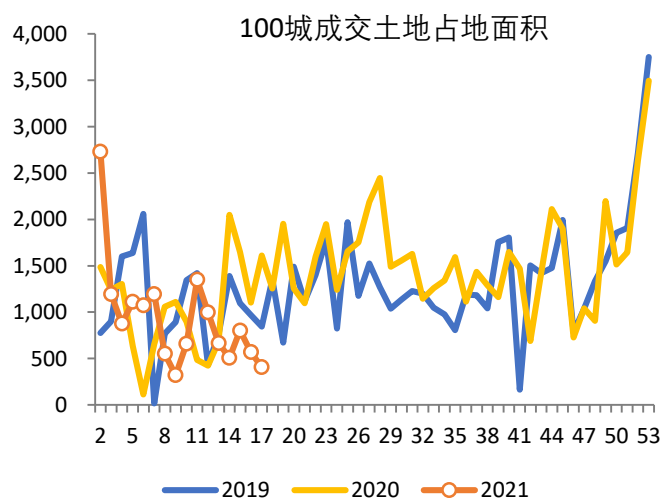
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)



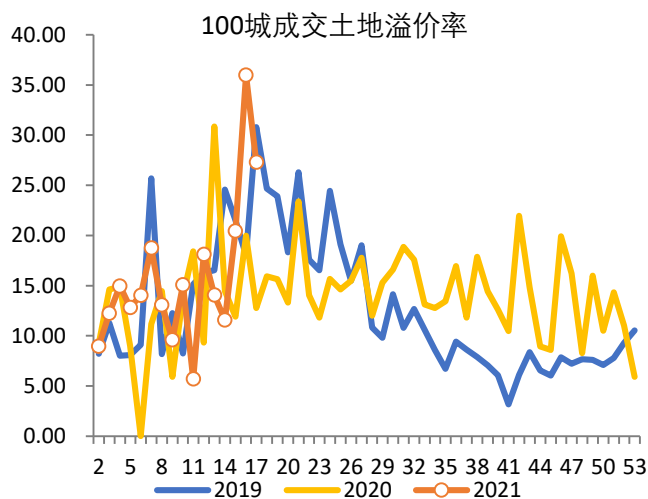
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)



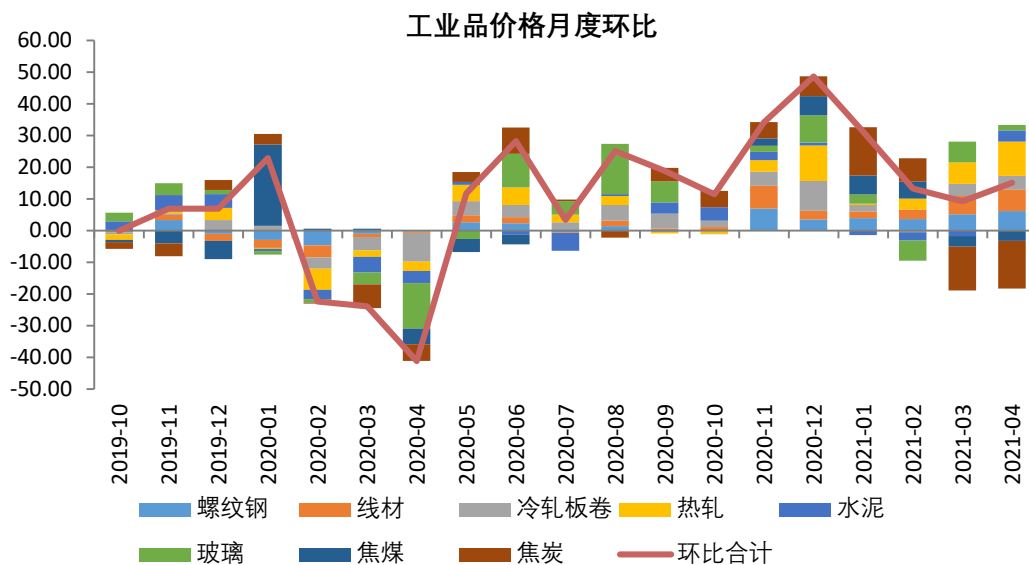
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 23：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

四、 债市观点

近期债市表现出对利空因素的反应钝化和对利多因素的积极预期，对于缴税大月资金面波动的充分预期使得债市不跌反涨，资金面的超预期持续宽松和前期市场谨慎情绪下导致的机构欠配压力是核心。此前在1月央行刻意为之的“小钱荒”下，市场流动性预期转向悲观，尽管春节后资金面持续宽松，但市场对流动性预期一直保持着谨慎的态度，资金面的一致预期下债市也进入了窄幅波动的平衡态。但随着4月缴税大月资金面依然保持稳定偏宽格局，市场流动性预期开始不断转向乐观，债市做多情绪升温。

但资金面情绪如钟摆，总是从一个极端走向另一个极端，情绪的一致性乐观往往也蕴含着风险。从我们对超储率的测算来看，资金缺口下4月末超储率存在下降

至 1% 以下的风险，周五午后资金面情绪指数快速攀升，月末资金面波动风险仍需警惕。债市短暂的做多情绪释放后或将重回震荡，长端收益率难以向下突破 1 月“资金面宽松小周期+供需错配”形成的低点（3.1%），虽然市场对于符合预期的经济金融数据并未形成波动，但数据结构本身并不弱，基本面来看债市趋势性机会仍需等待。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，关注月底资金面波动和 4 月政治局会议对货币政策的定调。

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”。