



2021年6月14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



## 资金面波动加剧，债市延续震荡调整

### 内容提要

上周债市核心依然在资金面，政府债发行提速下资金面有所收敛，此前市场对资金面的乐观情绪有所修正，市场情绪转为谨慎，债市延续震荡调整，长端收益率延续上行，资金面收敛下短端收益率上行较快，收益率曲线继续小幅趋平。

资金面波动加剧，流动性周内先紧后松再收敛。央行延续每日百亿逆回购投放，延续零净投放，资金面的波动来源于市场资金需求攀升带来的自发性收敛影响，也体现了低超储率带来的流动性波动加大。随着地方债发行节奏提速、跨半年需求的升温，资金需求攀升下流动性仍将维持自发收敛，资金面将从被动宽松转向央行主动补缺，而央行主动投放势必将抬升边际资金成本，回购利率中枢预计小幅上行。

**通胀分化显著，PPI 同比顶部初步形成：**5月CPI涨幅温和，PPI同比继续冲高，猪价下行周期压制年内CPI压力不大，服务类消费渐进修复下核心CPI大概率逐月温和回升。而本轮工业品通胀的核心在于宏观流动性宽松、供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响。当前全球流动性拐点已现，大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓，下半年资源国疫情控制效率有望好转，供求错位压力有望边际缓解，PPI同比顶部初步形成，三季度或将高位徘徊、四季度压力渐缓。

**局部信用收缩下信用环境分化，表内信贷不弱、信贷结构向好：**5月社融略不及预期，总量平稳，信用分化，稳定政府杠杆率、强化政府隐性债务监管的背景下，城投地产融资条件偏紧，呈现出局部的信用收缩。但表内信贷仍然不弱、结构依然较好，政策对实体融资支持较强。随着后续地方债发行的提速，政府债融资对社融的拖累将逐渐减弱，下半年社融收缩压力减弱，政策节奏重新趋于缓和。

### 策略建议

和上半年对经济向好、通胀上行的利空预期过于一致相似，当前市场对于下半年经济动能逐步放缓、通胀逐步缓解的利多预期也相对一致，而对于利率上行风险的预期不足。货币政策仍缺乏空间下长端利率3.0%仍是偏下限的水平，对应MLF政策利率底线，长端利率下行接近下限水平下，对债市保持谨慎。叠加通胀压力仍在，下半年财政后置+美联储QE退出的风险下，利率仍存上行压力，货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱3.0-3.35%的震荡区间。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，可适当把握收益率曲线做平机会。

### 风险提示

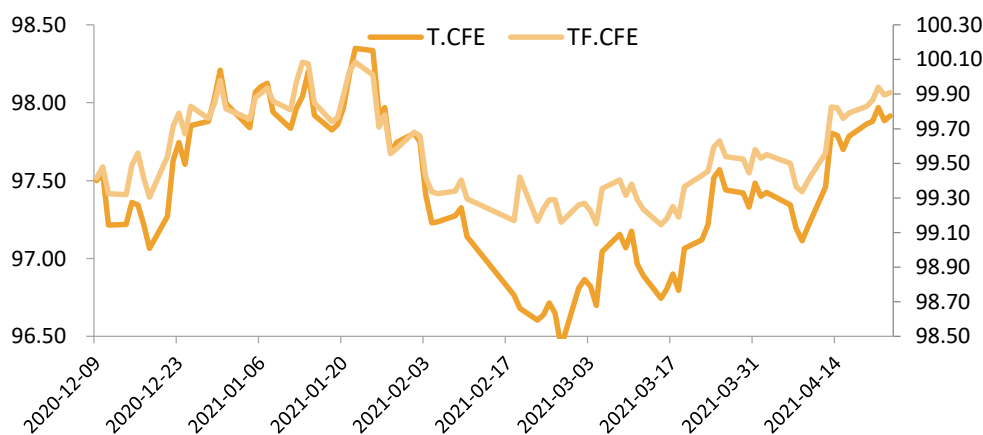
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、行情回顾

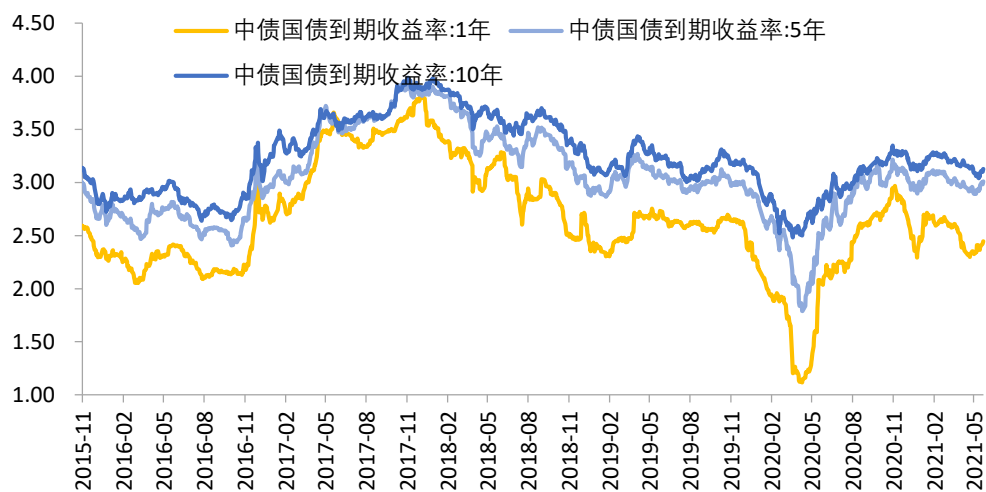
**资金面收敛，债市延续调整。**上周债市核心依然在资金面，政府债发行提速下资金面有所收敛，此前市场对资金面的乐观情绪有所修正，市场情绪转为谨慎，债市延续震荡调整。周内公布的通胀数据显示 PPI 同比冲高至 9%创历史新高，社融数据整体符合预期，两者对周内债市影响均有限。10 年期国债收益率周内上行 3.5bp 报 3.1276%，十年期国债期货周内收跌 0.36%，资金面收敛下短端收益率上行较快，1 年期上行 5.25bp，中端 5 年期国债收益率上行 3.39bp，收益率曲线继续小幅趋平。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



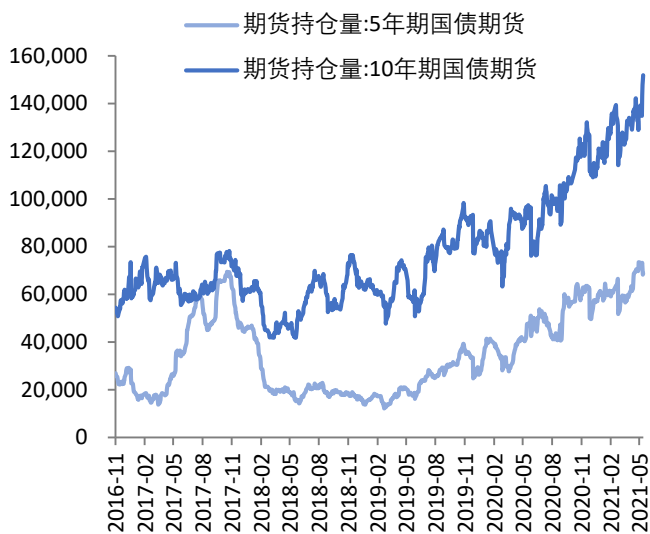
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



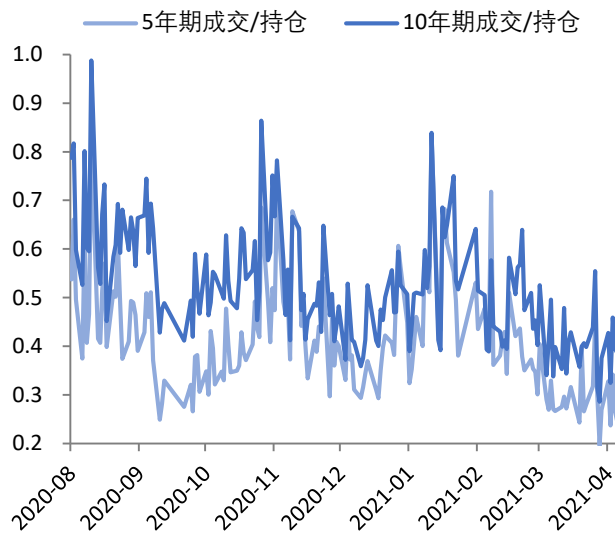
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



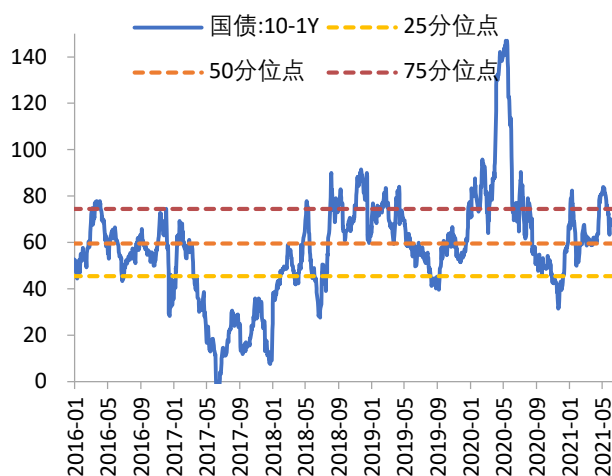
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



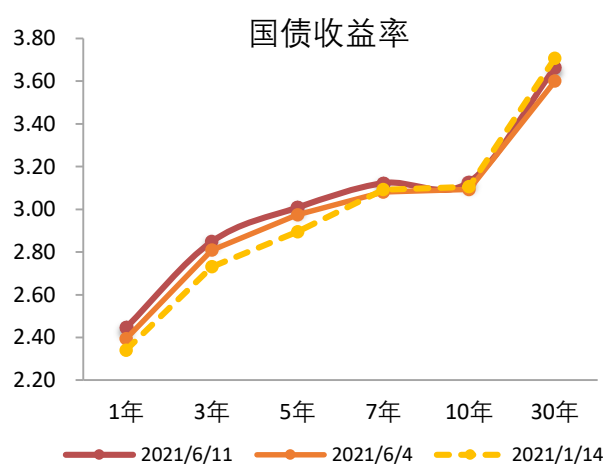
资料来源：Wind，优财研究院

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（%）



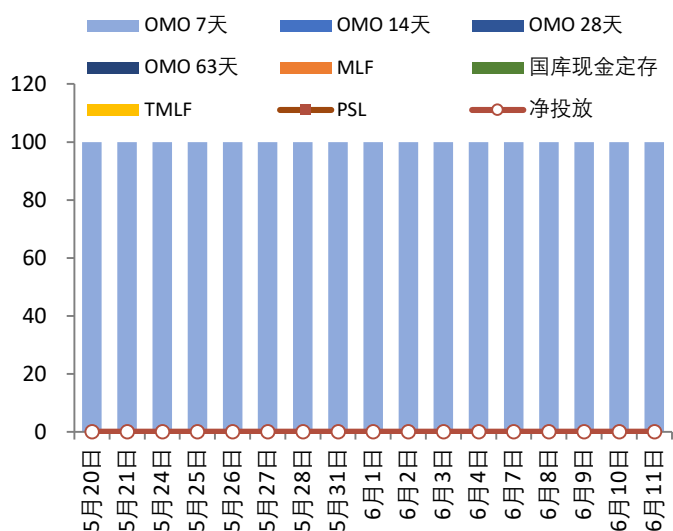
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、资金面与货币政策

资金面波动加剧，流动性周内先紧后松再收敛。上周初资金面延续前一周以来的紧势，而后资金紧势逐渐缓和，周四隔夜回购加权利率一周来首次跌至 2% 下方，但周五资金面再度开始收敛，DR001 再次回到 2%，DR007 也收敛至 2.15%。央行延续每日百亿逆回购投放，延续零净投放，资金面的波动来源于市场资金需求攀升带来的自发性收敛影响，也体现了低超储率带来的流动性波动加大。随着地方债发行节奏提速、跨半年需求的升温，资金需求攀升下流动性仍将维持自发收敛，资金面将从被动宽松转向央行主动补缺，而央行主动投放势必将抬升边际资金成本，回购利率中枢预计小幅上行。

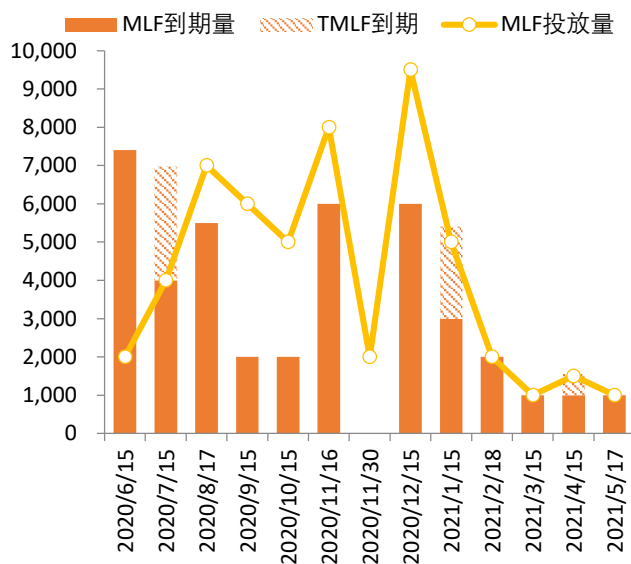
央行行长易纲在第十三届陆家嘴论坛上表示，对于来自各方面的通胀和通缩的压力均不可掉以轻心，考虑到我国经济运行在合理区间、在潜在的产出水平附近，物价走势整体可控，货币政策要与新发展阶段相适应，坚持稳字当头，坚持实施正常的货币政策。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



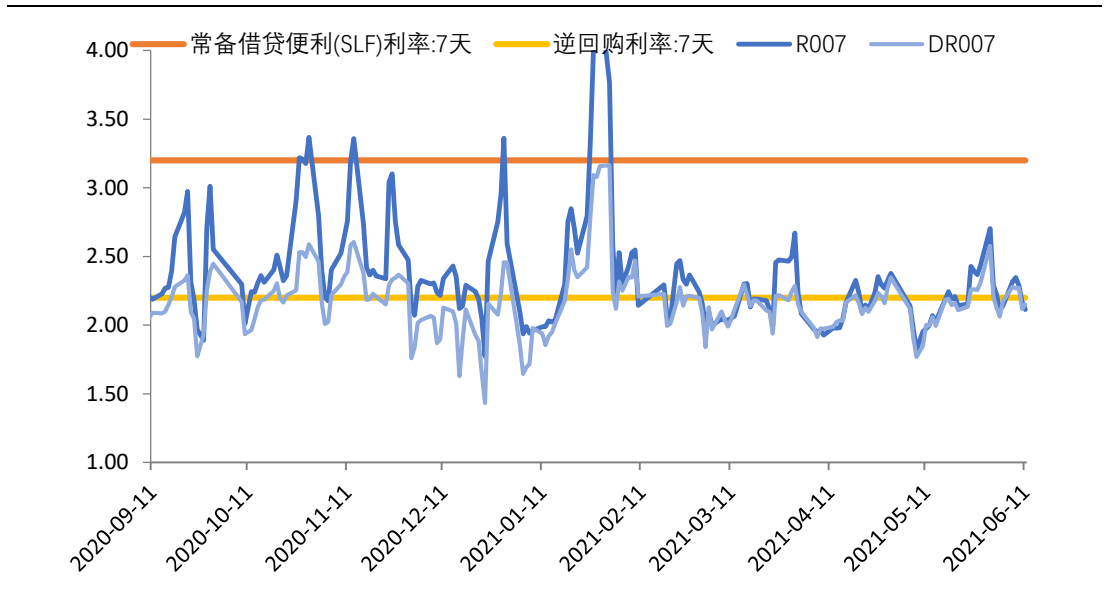
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



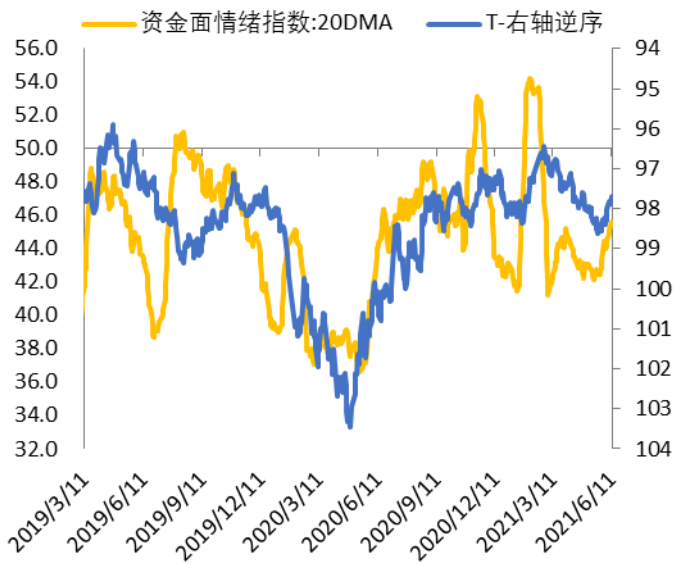
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊 (%)



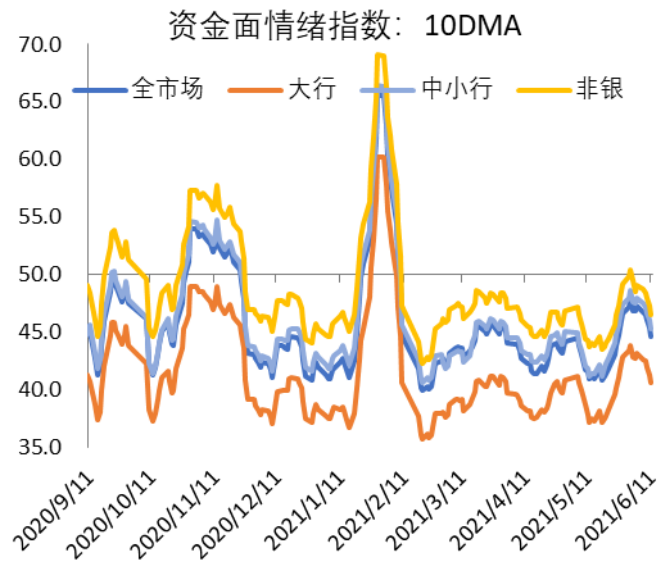
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



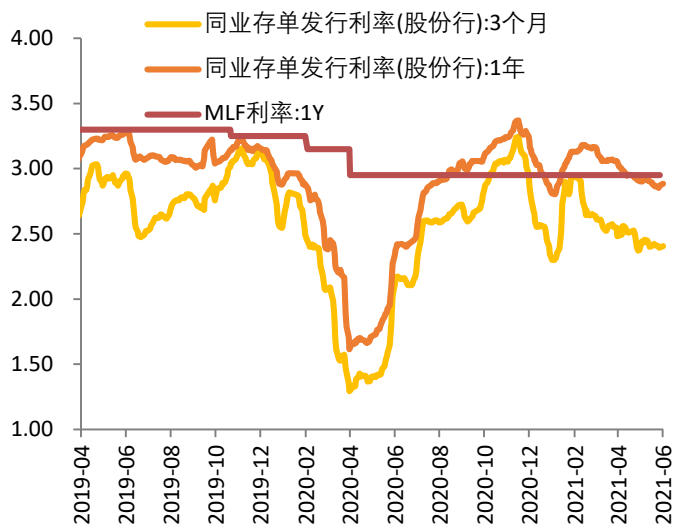
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：央行 MLF 操作 (亿元)



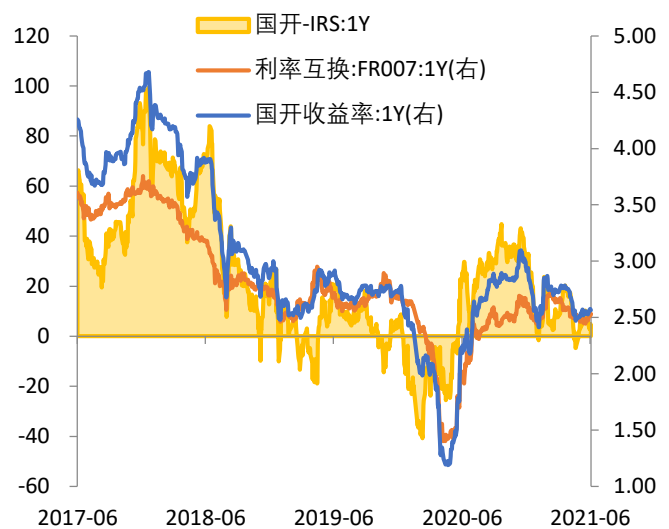
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 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

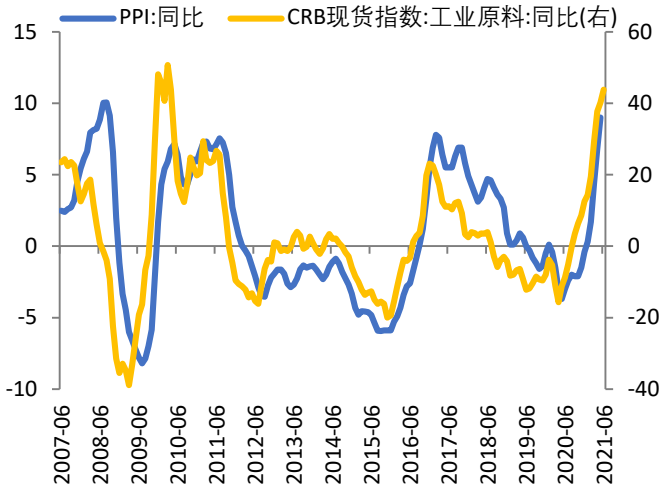
### 3.1 宏观经济

#### 【通胀分化显著, PPI 同比顶部初步形成】

5 月 CPI 同比 1.3%, 市场预期 1.6%, 前值 0.9%; 环比-0.2%; 5 月 PPI 同比 9%, 市场预期 8.3%, 前值 6.8%; 环比 1.6%。

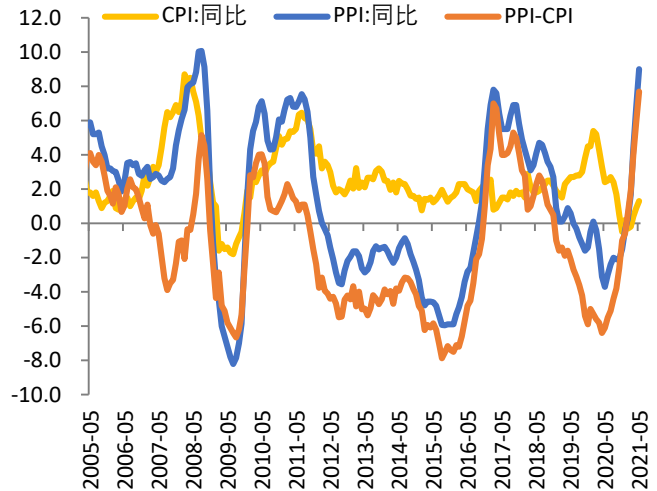
5 月 CPI 涨幅温和, PPI 同比继续冲高, 猪价下行周期压制年内 CPI 压力不大, 服务类消费渐进修复下核心 CPI 大概率逐月温和回升。而本轮工业品通胀的核心在于宏观流动性宽松、供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响。当前全球流动性拐点已现, 大宗商品涨势有望在年中左右开始放缓, 下半年资源国疫情控制效率有望好转, 供求错位压力有望边际缓解, PPI 同比顶部初步形成, 三季度或将高位徘徊、四季度压力渐缓。

图 14: 全球大宗商品价格快速上涨 (%)



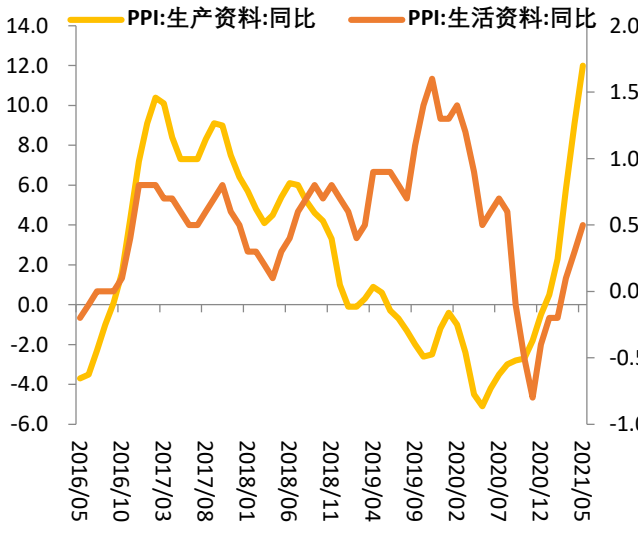
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: PPI-PPI 剪刀差创新高 (%)



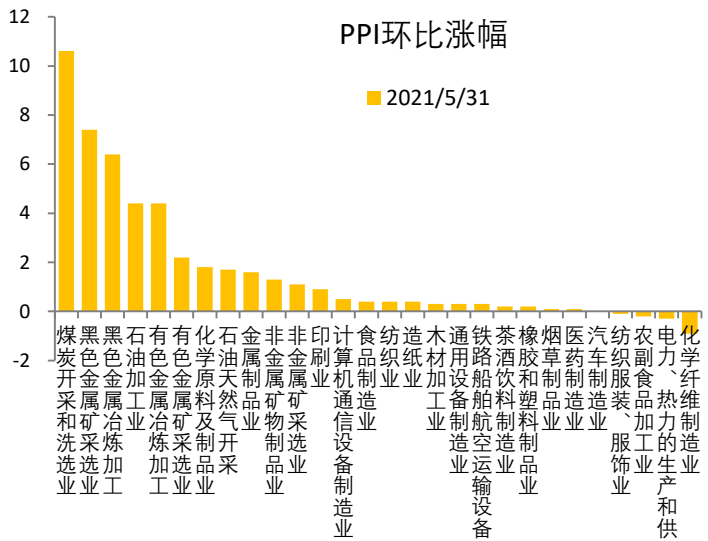
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 大宗商品价格上涨推升上游生产资料 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 国内定价的黑色系强于全球定价商品 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

**【局部信用收缩下信用环境分化，表内信贷不弱、信贷结构向好】**

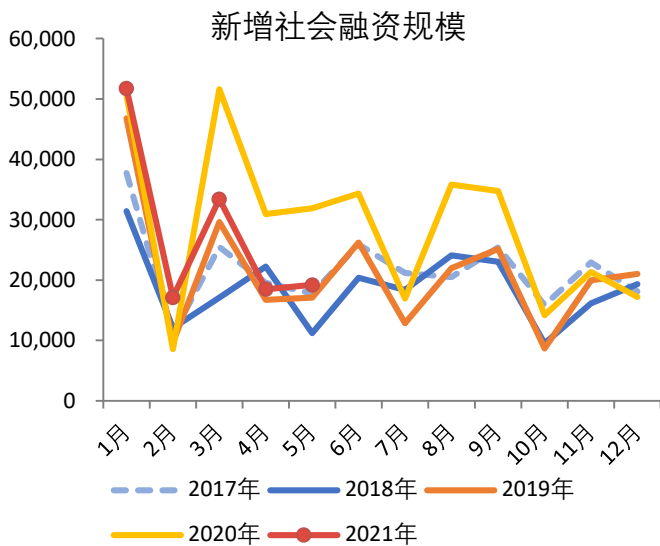
中国 5 月社会融资规模增量为 19200 亿元，预期 21128.6 亿元，前值 18500 亿元；中国 5 月新增人民币贷款 15000 亿元，预期 14287.5 亿元，前值 14700 亿元；中国 5 月 M2 同比增长 8.3%，预期 8.1%，前值 8.1%。

5月社融略不及预期，社融存量增速回落0.7个百分点至11%，主要受到非标收缩、企业债券融资负增长、以及地方债发行节奏同比仍然偏慢的拖累。稳定政府杠杆率、强化政府隐性债务监管的背景下，城投地产融资条件偏紧，呈现出局部的信用收缩。

但表内信贷整体不弱，新增人民币贷款同比小幅多增且好于市场预期，企业中长贷继续强劲多增，信贷结构持续向好，中长期贷款占比远超去年和前年同期，也反映政策对实体融资的支持，制造业融资可得性较好。居民中长贷边际收敛，或反映地产政策趋严下本轮地产销售或见顶。

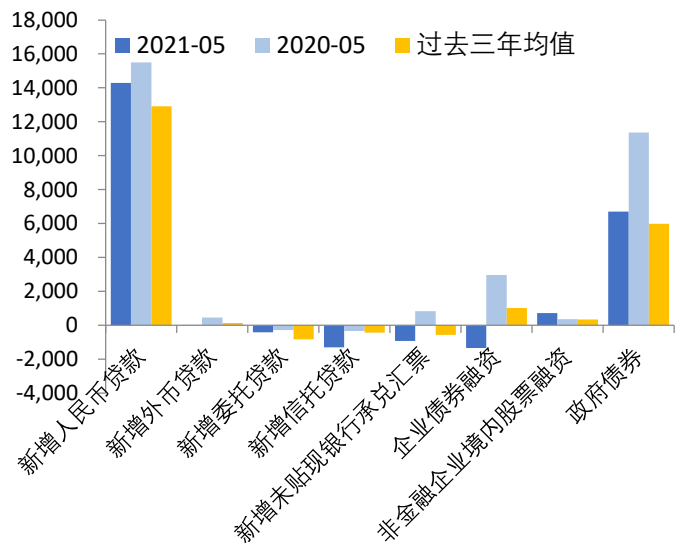
政府债券发行开始提速，但与去年同期相比发行进度依然偏慢。随着后续地方债发行的提速，政府债融资对社融的拖累将逐渐减弱，今年3、4、5月社融分别同比大幅少增1.8、1.3和1.27万亿元，收缩力度超出市场预期，从全年政策收敛方向来看，下半年社融收缩压力减弱，政策节奏重新趋于缓和。

图 18: 当月新增社融 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

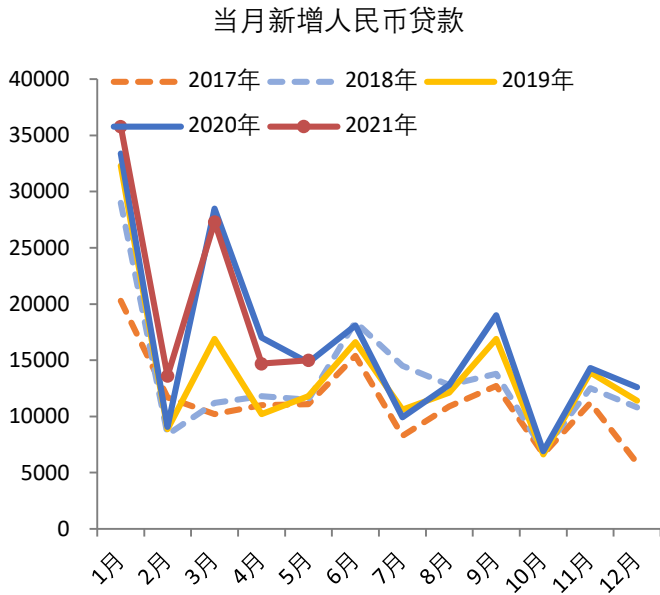
图 19: 当月新增社融分项 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

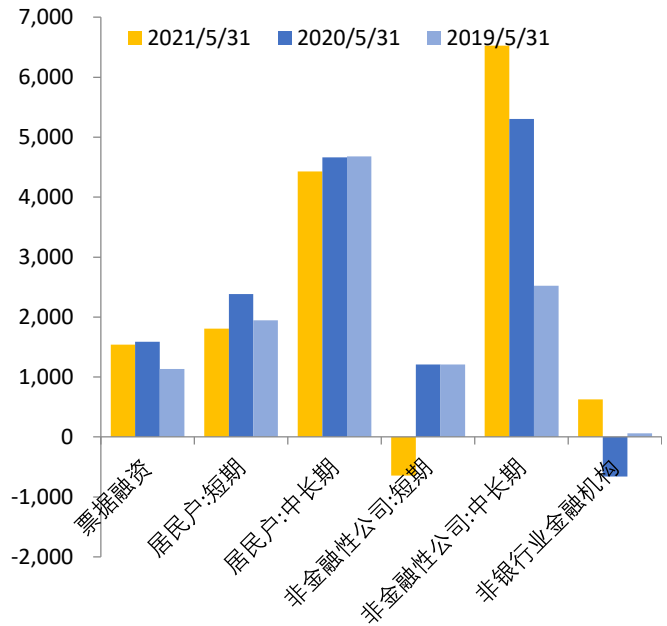


图 20: 表内信贷增长超往年季节性 (亿元)



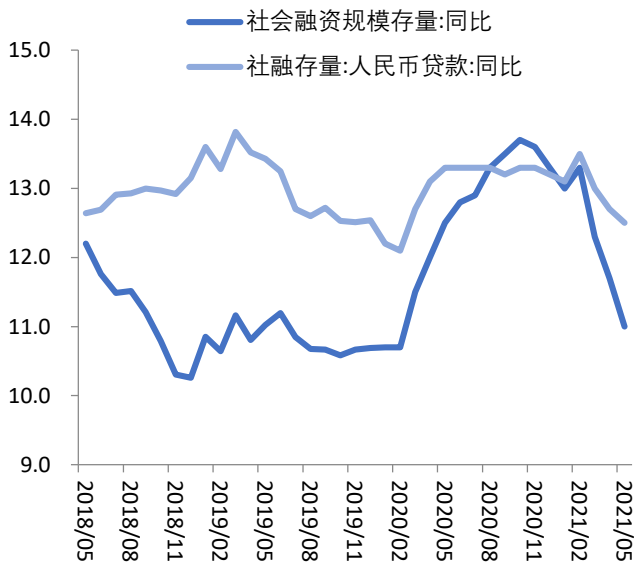
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 中长贷持续高增, 短贷收缩明显 (亿元)



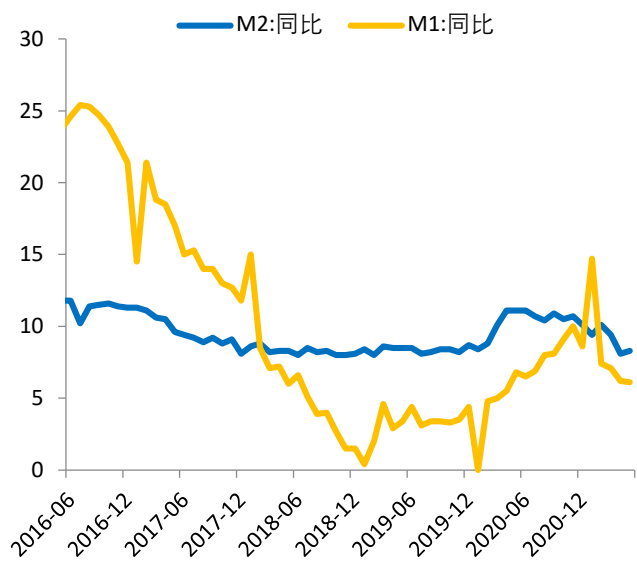
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 高基数效应下社融增速收敛较快 (%)



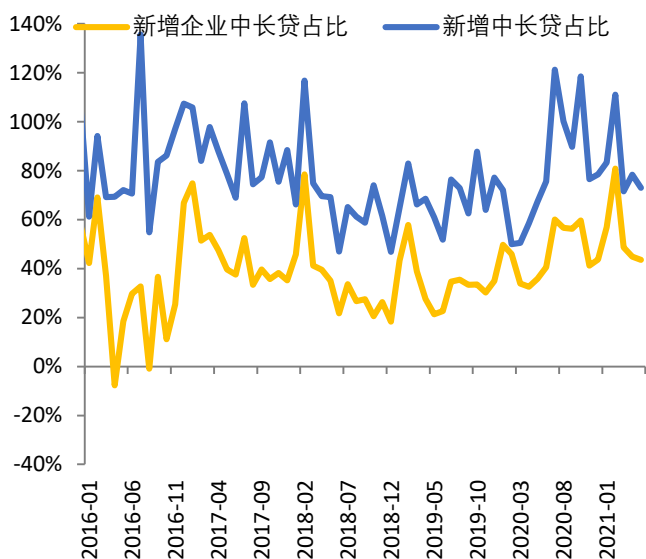
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: M1、M2 增速 (%)



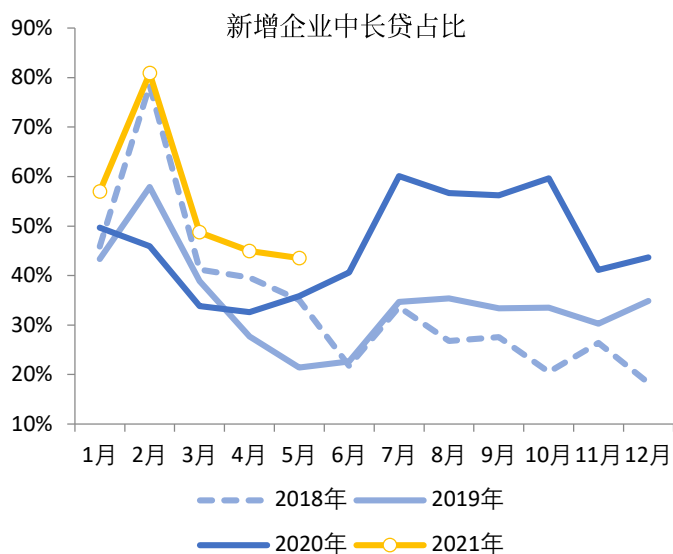
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24：银行信贷向中长期倾斜（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：企业中长贷占比同比明显抬升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

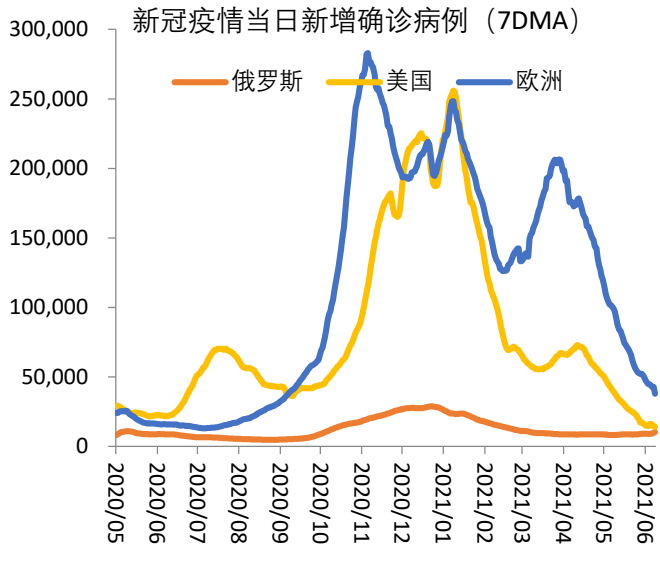
### 3.2 高频跟踪

生产端，近期南方降雨增多，电厂日耗小幅回落，全国高炉开工率也小幅回落，唐山高炉开工和产能利用率均有所下降，轮胎开工率低位反弹。

需求端，6月初地产销售开门红，30大中城市商品房日均销售面积继续处于近三年最好销售水平，并较5月环比上涨，尤其一线城市同比增速回升明显。工业品价格端，建筑业需求季节性走弱限制钢价反弹空间，近期钢价多数下跌，库存去化放缓，高温天气及梅雨季节的到来，需求淡季下水泥价格继续下跌。

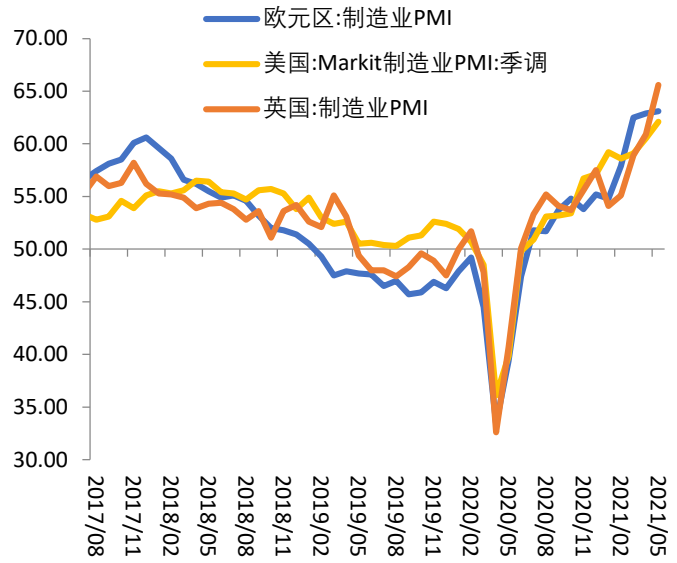
海外方面外需持续强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数续创新高，海外经济修复节奏拉动外需对国内出口支撑仍然较强。

图 26: 海外新增确诊病例 (例)



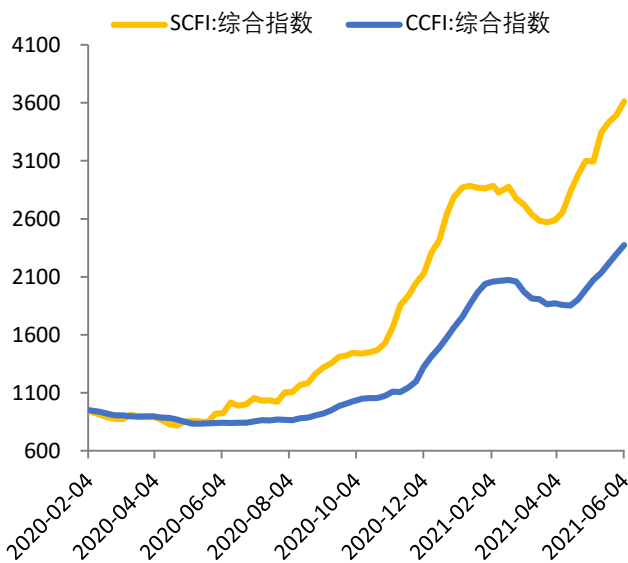
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 欧美 PMI 继续回升



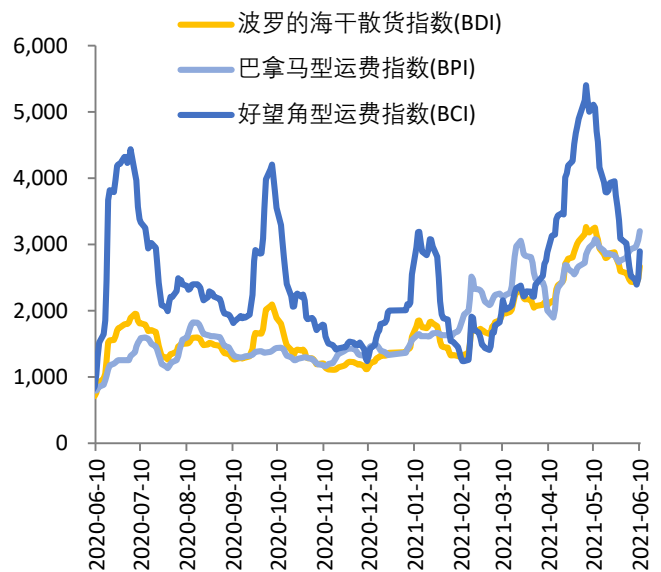
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 出口集装箱运价指数



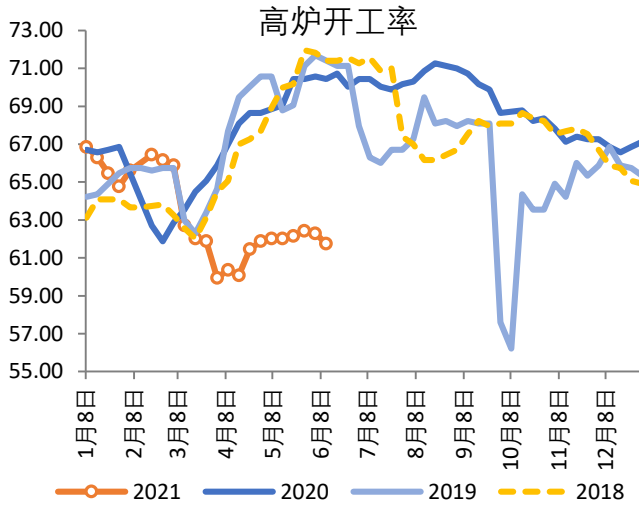
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 航运指数



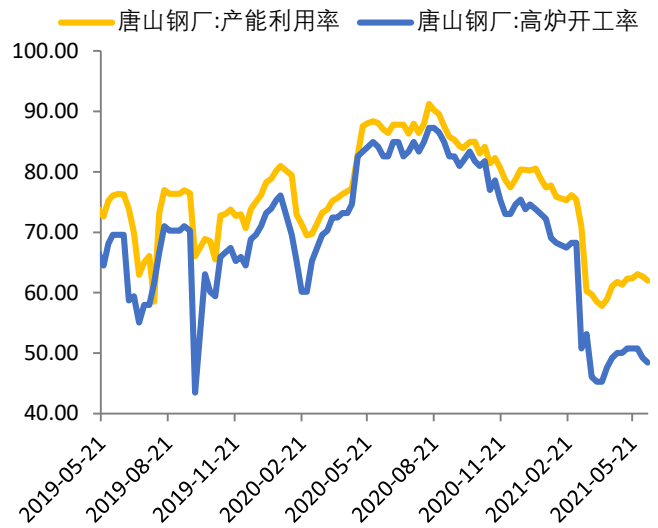
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 高炉开工率 (%)



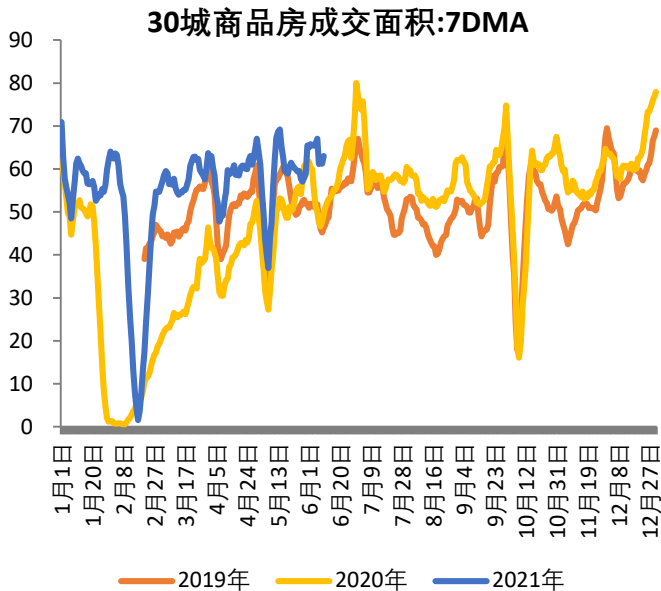
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



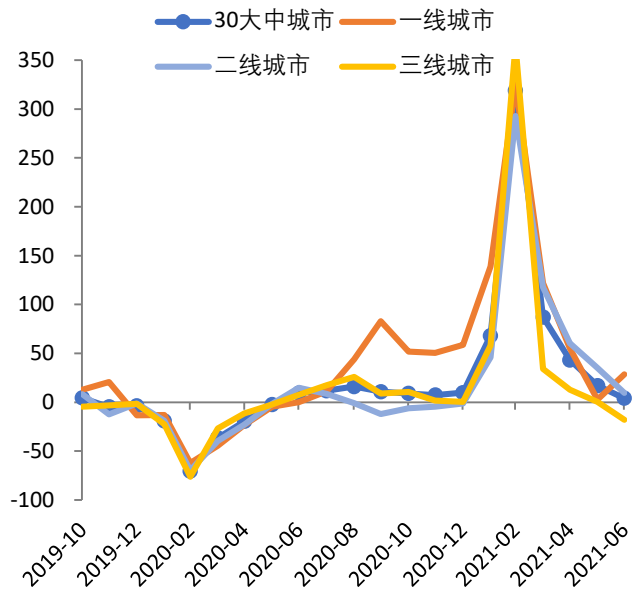
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



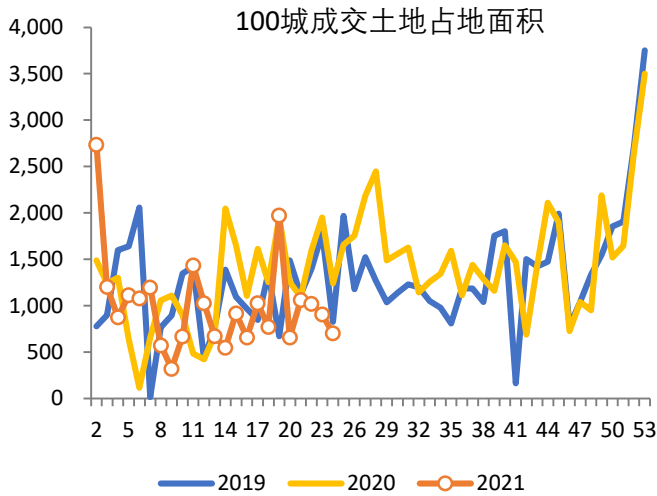
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 30 城商品房成交面积同比 (%)



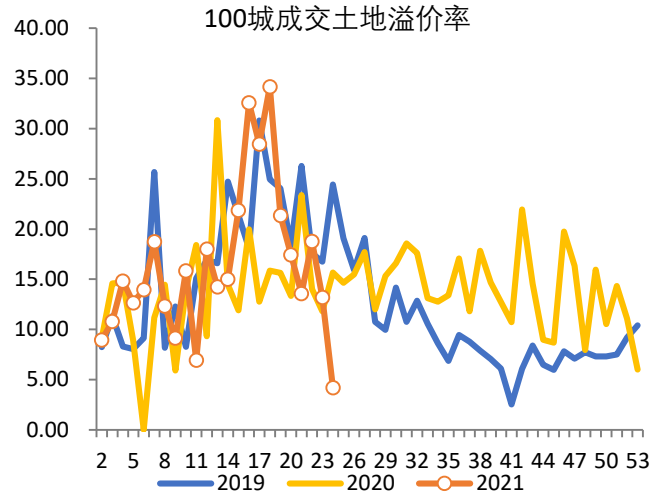
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 百城土地成交面积 (万平方米)



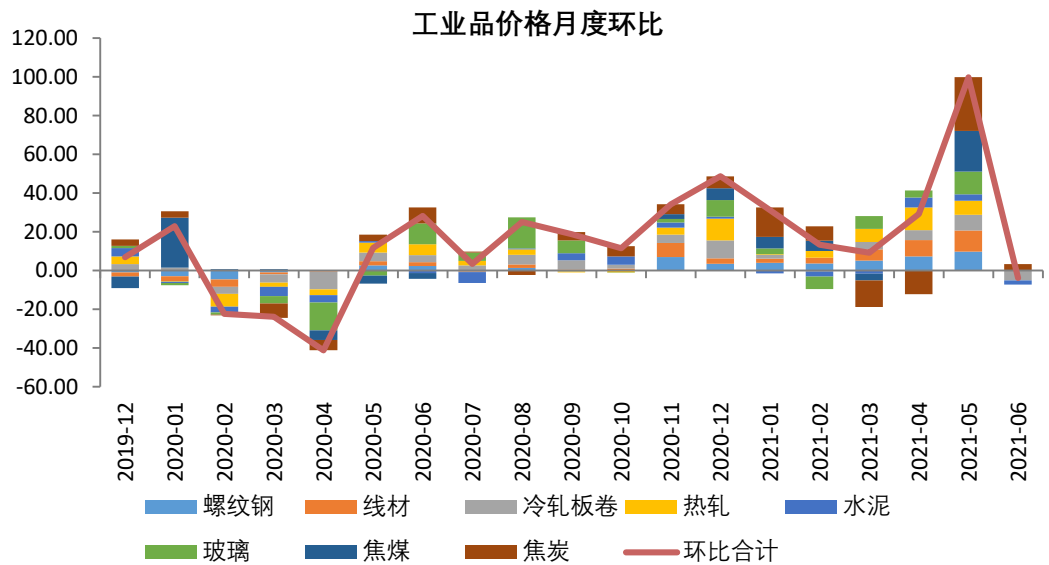
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 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月以来,资金面的持续超预期宽松+财政后置+机构欠配压力释放是支撑债市持续韧性的主因,在经济基本面受到基数影响难以对市场形成指引下,资金面成为了债市的主要驱动力。而当前流动性的微观结构正在发生变化,资金面正在自发性地收敛,资金面利好逐渐消退。银行超储率水平的持续走低使得资金面波动加大,地方债发行节奏提速叠加跨半年需求的升温,资金需求攀升下流动性自发收敛,央行主动补缺的必要性增强,届时边际资金成本的抬升下回购利率中枢将小幅上行。

和上半年对经济向好、通胀上行的利空预期过于一致相似,当前市场对于下半年经济动能逐步放缓、通胀逐步缓解的利多预期也相对一致,而对于利率上行风险的预期不足。货币政策仍缺乏空间下长端利率 3.0%仍是偏下限的水平,对应 MLF 政策利率底线,长端利率下行接近下限水平下,对债市保持谨慎。叠加通胀压力仍在,下半年财政后置+美联储 QE 退出的风险下,利率仍存上行压力,货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱 3.0-3.35%的震荡区间。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下,可适当把握收益率曲线做平机会。

## 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”。