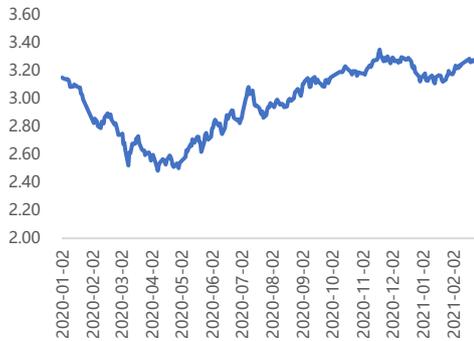
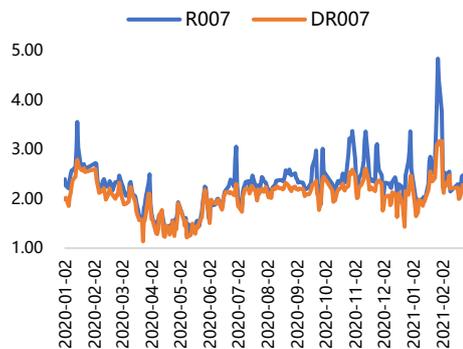


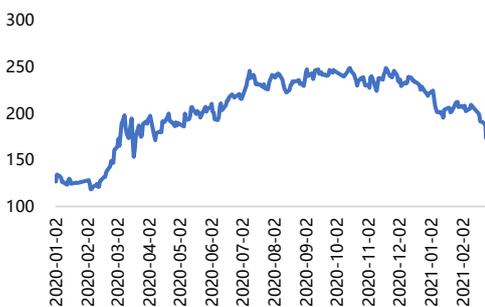
十年期国债收益率(%):



质押式回购利率(%):



中美10年期国债利差(BP):



分析师:

王青 冯琳

时间: 2021年3月3日

邮箱: dfjc@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

主要观点:

● 债市运行环境:

宏观经济运行: 主要受疫情防控、“就地过年”干扰, 近期经济景气边际减弱, 但PMI维持扩张显示经济仍处修复通道。通胀方面, 2月CPI同比维持通缩, PPI同比涨幅将有所走阔。后续PPI同比将持续上扬, 预计5月到达高点5.0%左右, 核心CPI也将进入上行过程。目前通胀对利率尚无实质性影响, 但通胀预期对市场情绪的扰动正逐步体现。

流动性环境: 2月央行流动性投放较为克制, 但因今年“就地过年”使得居民取现需求下降, 节前资金面并未显著收紧。节后随着现金回流银行体系, 资金面较为宽松。展望3月, 资金面没有明显的增量需求因素, 反而会受益于节后现金回流、财政资金投放以及可能实施的普惠金融定向降准动态考核。预计3月资金面将保持稳定, 月内大致“前松后紧”。

政策环境: 央行2020年四季度货币政策执行报告指出, 2021年稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 坚持稳字当头, 不急转弯, 把握好政策时度效。报告指出要综合利用MLF、OMO、再贷款、再贴现等工具, 未提及调整政策利率和存款准备金率。预计2021年央行将主要通过OMO和MLF来进行不同期限的流动性调节, 引导市场利率围绕OMO利率和MLF利率波动。这意味着2021年市场利率中枢将相对稳定, 但利率波动性将加大。这也是报告强调“在观察市场利率时重点看市场主要利率指标(DR007)的加权平均利率水平, 以及DR007在一段时期的平均值”的原因。

中美利差: 2月美债收益率加速上行, 带动中美利差大幅收敛至180bp左右。在疫苗加速推广、财政刺激落地带动经济反弹, 以及大宗商品价格上涨、通胀预期持续高位作用下, 未来2-3个月美债收益率有可能进一步上行至2.0%左右, 中美利差预计还有30-50bp的下行空间, 这将导致外资加仓人民币债券的速度趋缓, 也会对国内债市产生利空影响。

● 利率债市场展望:

3月债市难言乐观。经济持续修复、通胀压力显现、美债收益率上行带动中美利差收窄、利率债供给担忧升温等因素均将对中长端利率形成利空, 10年期国债收益率料上破3.3%。但月内资金面将保持稳定, 债市短端利率较为安全, 预计收益率曲线将进一步陡峭化上移。

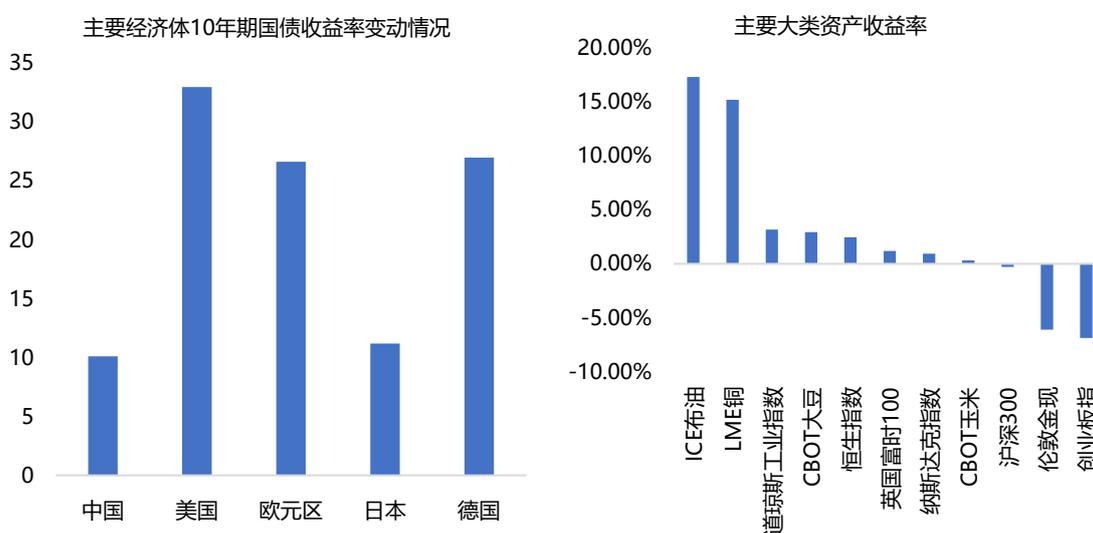
1. 债市运行环境

1.1 宏观经济运行

(一) 从全球来看，疫苗加速推广叠加拜登政府 1.9 万亿美元财政刺激有望近期落地，推升通胀预期，再通胀成为海外市场主要矛盾

2 月以来，在全球新冠肺炎新增确诊病例数连续下行、疫苗接种速度加快、拜登政府 1.9 万亿美元刺激计划获参议院通过、美国极端天气压制能源供应等因素刺激下，经济复苏与通胀预期抬升，海外大类资产再通胀交易升温：美国 10 年期国债到期收益率突破 1.5%，其他主要经济体国债长端收益率亦普遍上行；2 月 18 日布油期货主力合约升破 65 美元/桶，创 2020 年 1 月以来新高，LME 铜价创逾 9 年来新高，CBOT 大豆、玉米等主要农产品价格亦明显上涨；全球权益普涨，周期股强势，对利率敏感的成长股涨幅较低，2020 年涨幅较低的强周期属性市场如港股、欧洲股市领涨，美股涨幅较低；实际利率上行压制黄金价格，黄金价格跌至 2020 年 7 月初以来的新低。

图 1 2 月主要大类资产表现

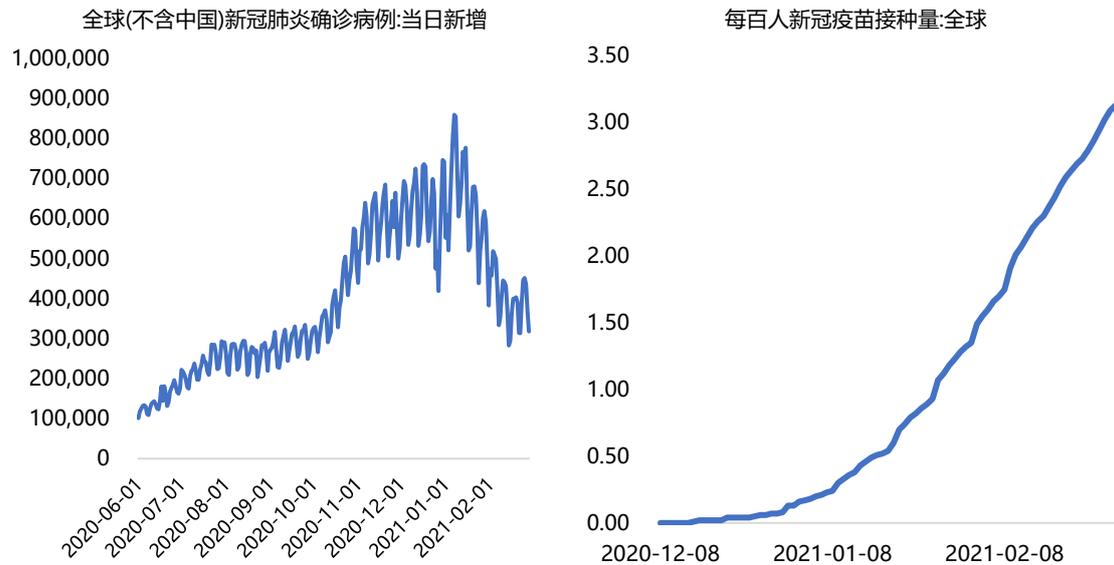


数据来源：WIND，东方金诚

从疫情情况来看，全球疫情自 1 月中旬到达拐点，此后日新增确诊病例数波动下行。2 月下旬全球单日新增确诊病例在 40 万例左右，大幅少于 1 月高峰时的 80 万例。同时，2 月全球疫苗接种明显提速，每百人接种量从 1 月底的 1.28 提高至 2 月底的 3.13。其中，美国疫苗推广进展相对较快，目前接种率已接近 22%，欧洲除英国接种率已达 30%外，其他主要经济体接种率均不

足 10%，进度相对滞后，但多国已表示将加快接种进度。目前来看，尽管仍然面临着疫苗产能不足、全球分配严重不均、病毒变异或令疫苗有效性下降等风险，但在疫情形势缓和以及疫苗加速推广的背景下，市场普遍预测到今年年中发达经济体有望实现全民免疫，对经济复苏和通胀预期形成有力提振。

图 2 全球疫情走势及疫苗接种进展



数据来源：WIND，东方金诚

展望后续，疫苗大规模接种将进一步提速、美国新一轮财政刺激计划有望近期落地，还将继续推升经济复苏预期和全球风险偏好，这也意味着再通胀交易还将持续。再通胀过程中，大宗商品价格将有良好表现，后续上游商品价格仍有进一步上行空间；同时，美国财政刺激落地对居民消费的拉动——1月美国居民消费表现强劲，表明财政刺激对消费仍有明显提振，对未来一段时间美国核心通胀也将起到推升作用。我们判断，这一轮再通胀过程将持续到年中附近，年中随着疫苗更大范围推广且对经济复苏的边际利好减弱、全球供给改善以及大宗商品边际涨价动能减弱，通胀料将迎来拐点。因此，上半年经济复苏和通胀预期可能一直是海外市场的主要矛盾。

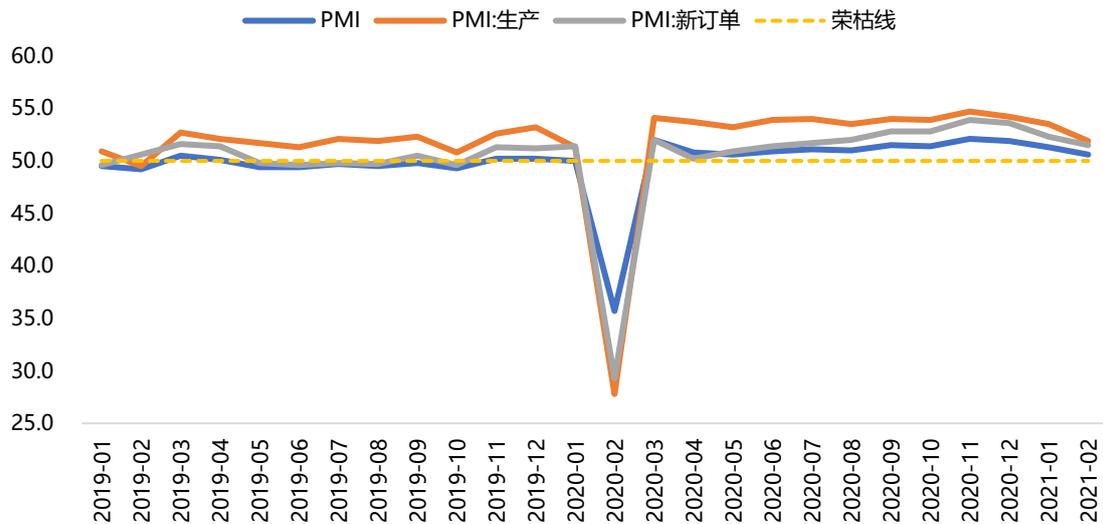
(二)“就地过年”对国内经济产生结构性影响，局部火热不改整体负面，预计“就地过年”将下拉一季度GDP增速1个百分点左右

2月迎来农历春节，与往年不同，为配合疫情防控，今年各地倡导“就地过年”，人员流动大幅减少。节前市场普遍预测“就地过年”将对经济产生结

构性影响，整体冲击偏负面，目前来看实际情况基本符合预期。

“就地过年”加快节后复工进度，对工业生产产生一定正面影响，但整体拉动作用有限。据国网浙江电力监测，2月14日（正月初三），浙江省工商业用电量日环比分别上升5.31%和3.28%，表明恢复生产的工业企业已开始增多，同时，工业和商业假日停产指数均低于去年、前年同期水平；另据国网福建电力监测，2月14日福建省企业开工指数环比上升1.86，比农历同期上升6.45。不过，在用电量数据显示“就地过年”对工业生产产生一定正面影响的同时，从PMI指数表现来看，2月PMI生产指数录得51.9%，较上月下降1.6个百分点，对比历年春节所在月份环比变动情况，今年并没有明显的超季节性表现，显示“就地过年”对春节期间及节后工业生产的整体拉动作用有限。我们认为，主要原因可能是受需求端掣肘。2月PMI新订单指数环比回调0.8个百分点，新出口订单指数降至荣枯线以下，需求力量边际减弱拖累生产扩张。

图3 制造业 PMI 及主要分项指数



数据来源：WIND，东方金诚

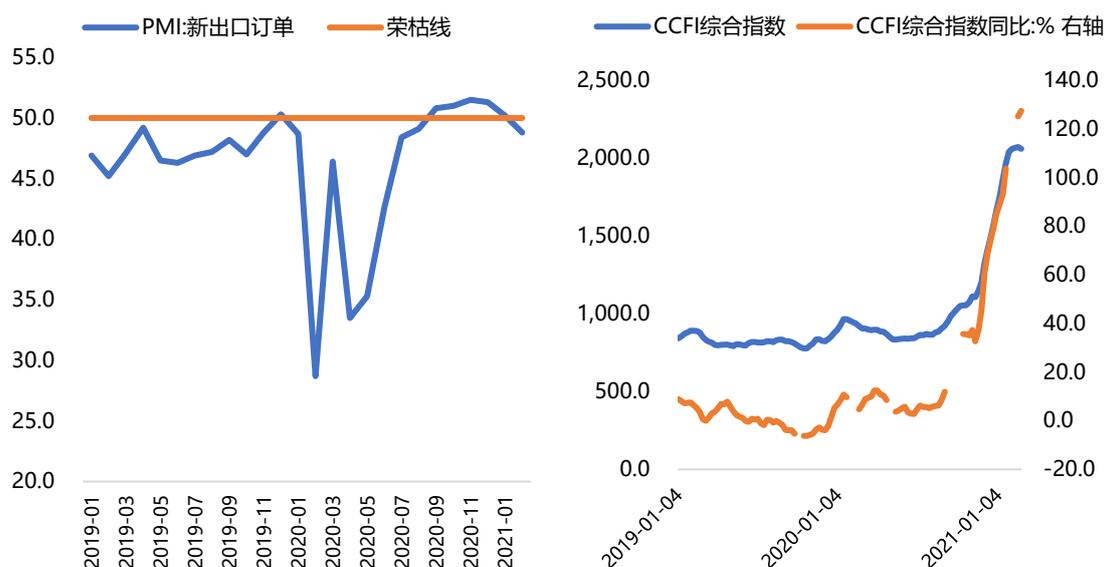
“就地过年”对消费产生两方面影响，总体影响偏负面。一方面，网上商品和服务消费受益，同时，在防疫精细化背景下，除中高风险地区外，本地消费活动受到的限制并不大，因此，外来务工人员留下过年，对人员输入地春节期间的消费也会产生提振。以上在全国快递量较往年春节翻几番、北上广深等一线城市居民消费高增等数据上已经得到体现。另外，在“就地过年”和票价偏高拉动下，今年春节档电影票房创新高，除夕至正月初八（2月11日-19日）实现电影票房91亿元，创历史新高，较2019年农历同期增长33%。

另一方面，“就地过年”对人员输出地的餐饮、娱乐、线下零售等行业造成明显冲击。同时，不返乡也减少了春节前后走亲访友和聚餐的需求，对礼品和餐饮消费需求也有一定负面影响。此外，旅游、住宿等服务消费也受到跨地区出行限制的制约。今年春运前23天（1月28日至2月19日），全国旅客发送人数同比下滑68%，较2019年同期下降76%。海南、四川、广东等省份今年春节黄金周期间旅游收入不足2019年同期一半。

从数据来看，春节期间零售和餐饮销售收入同比高增，但高增速存在“基数幻觉”。据商务部监测，今年春节黄金周全国重点零售和餐饮企业销售额较去年春节黄金周增长28.7%，而与2019年春节相比，增速仅为4.9%。考虑到商务部监测的重点企业可能存在动态调整，我们基于国家税务总局发布的增值税发票数据进行进一步分析。根据增值税发票数据，今年春节期间餐饮服务销售收入同比增长358.4%，已恢复至疫情前水平，较2019年春节增长5.4%；同时，批发零售业销售收入较去年春节增长27.9%，文体娱乐业销售收入增长117.1%，同比也实现高增，但因去年春节期间疫情防控非常严格，批发零售业和文体娱乐业遭受重创，因此，较去年27.9%和117.1%的增长水平，难以带动这两个行业的销售收入回到2019年春节规模。综上，今年春节期间消费难言强势。此前我们预测在低基数作用下，1-2月社零累计增速将大幅反弹至40%，考虑到“就地过年”对消费影响整体偏负面，预计实际增长水平将低于此前预测水平。

海外需求方面，2月制造业PMI新出口订单数据连续三个月回调，去年下半年以来首次跌至收缩区间。我们判断，这或与春节期间国内接单量季节性下滑直接相关。值得注意的是，近期境外新冠疫苗加速接种，多国疫情出现积极变化。随着疫情防控措施逐步放松，主要经济体产能逐渐恢复、供需缺口趋于收缩，对我国出口的拉动作用从高位逐步减弱。从出口集装箱运价指数(CCFI)来看，2月CCFI继续高位攀升，同时考虑到低基数影响，我们判断1-2月累计出口同比增速将在40%以上。不过，2月最后一周该项指数边际回落，这也是去年11月以来首次周度回落，提示出口涨势可能出现边际弱化。后续出口走势仍需关注病毒变异带来的海外疫情防控形势变化对于供需两端的冲击，以及包括地缘政治在内的其他黑天鹅事件的影响。

图 4 相关指标显示出口涨势可能出现边际弱化



数据来源：WIND，东方金诚

总体看，“就地过年”对经济总量的影响偏负面。从 PMI 走势来看，2 月制造业与非制造业 PMI 环比分别出现 1.6 和 1.0 个百分点的回调，综合 PMI 产出指数为 51.6%，低于上月 1.2 个百分点，与 2020 年均 52.1% 以及 2019 年均 53.1% 的水平基本相当，显示宏观经济景气度边际回落。我们判断，受疫情防控和“就地过年”影响，一季度 GDP 同比增速或将比原来的普遍预期水平小幅下调 1-2 个百分点，在 17%-18% 左右。不过，2 月 PMI 企业经营预期指数上扬，企业经营预期普遍好转，这意味着近两个月 PMI 指数的下行属于局部疫情影响下的短期波动，不会改变经济复苏大局。

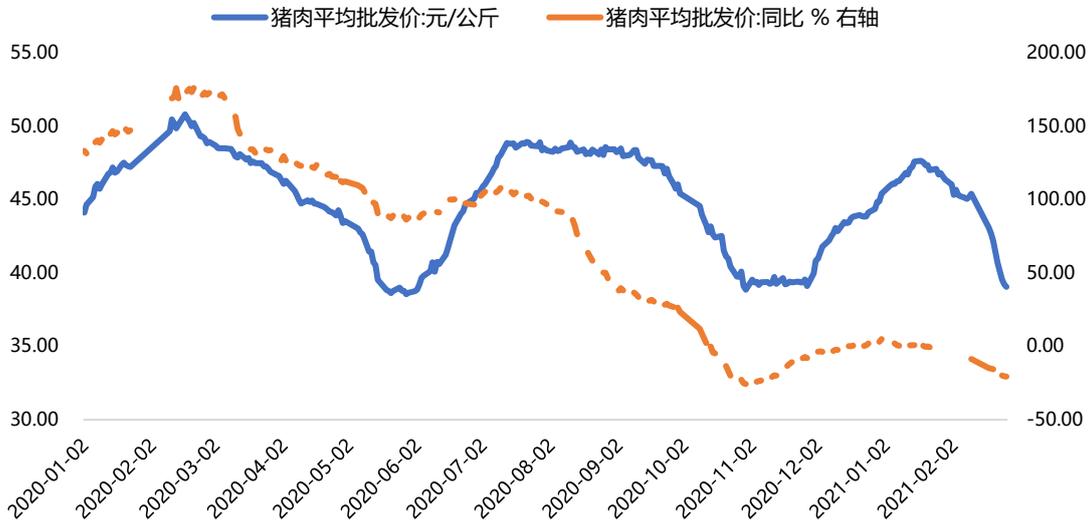
(二) 2 月 CPI 和 PPI 走势分化：CPI 环比转弱，同比将维持通缩；PPI 环比延续涨势，叠加低基数效应，同比涨幅将有所走阔。

CPI 方面，伴随节后需求减弱以及冷冬对供给的扰动退去，2 月猪肉、鲜菜和蛋类等主要食品价格均现回落，同时考虑到疫情防控和“就地过年”对消费影响偏负面，春节期间消费难言强势，核心 CPI 上涨仍将乏力，预计 2 月 CPI 环比可能微幅转负，叠加去年同期基数偏高、当月翘尾因素减弱，当月 CPI 同比将维持通缩，且通缩程度将有所加深。PPI 方面，2 月大宗商品价格延续上涨，预计 PPI 环比也将维持涨势，加之去年同期低基数，PPI 同比涨幅将有所走阔。

往后看，通胀预期正在体现，PPI 同比将持续上扬，预计 5 月到达高点 5.0%

左右，同时，提示关注上游价格走高向成本端传导以及服务业涨价对核心 CPI 的推升作用，预计核心 CPI 也将进入上行过程。短期来看，通胀预期对市场情绪的扰动将逐步体现，债市难言乐观。

图 5 节后猪肉价格明显回落



数据来源：WIND，东方金诚

图 6 国际原油和国内工业品价格走势



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 流动性环境

2 月资金面“前紧后松”，和正常月份情况相反。从全月整体水平来看，2 月资金利率从 1 月下旬的明显高于政策利率水平回落至政策利率附近。按往年规律，春节前民众取现需求增加，银行流动性吃紧，央行往往会加大流动性

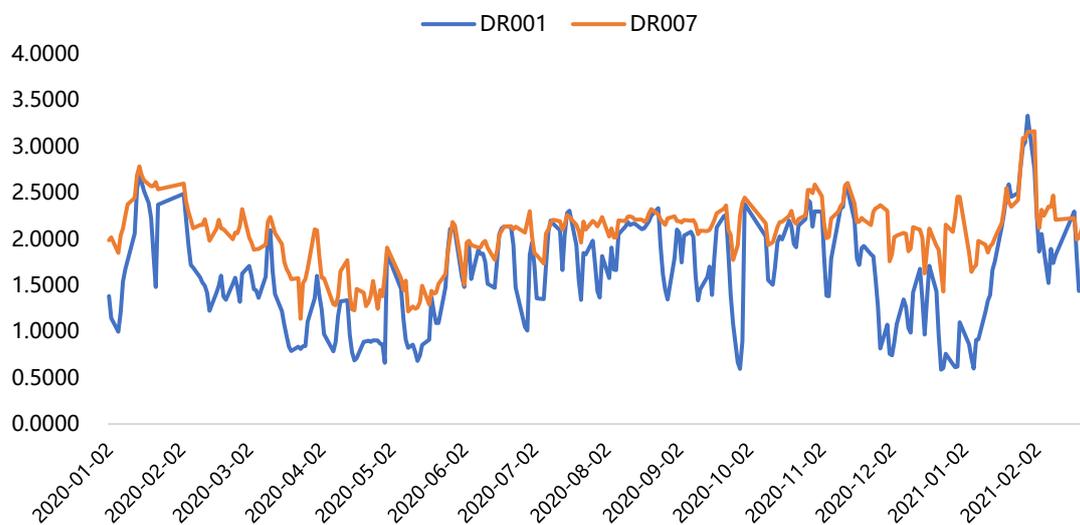
投放。但今年节前央行流动性投放相对克制，一方面未采取降准、CRA等春节前宽松举措，另一方面主要通过7天期和14天期逆回购操作来控制资金利率上行幅度，但投放量并不大，其中通过14天期逆回购仅投放资金2500亿。不过，由于今年“就地过年”使得居民取现需求下降，节前资金面并未显著收紧——2月1日-10日，DR007均值为2.39%，剔除2月1日，均值为2.29%。春节之后，节前投放的短期流动性集中到期，央行虽每日开展逆回购操作，但操作规模不大，逆回购呈现大额净回笼状态，但因节后现金回流银行体系，资金面较为宽松，2月18日-26日DR007均值仅为2.16%。

表1 1月央行资金投放量（亿元）

单位：亿元	降准	TMLF	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7天	14天	28天	63天			
投放	0	0	5800	2500	0	0	2000	0	10300
到期	0	0	11440				2000	0	13440
净投放	0	0	-3140				0	0	-3140

数据来源：WIND，东方金诚

图7 存款类机构质押式回购加权利率



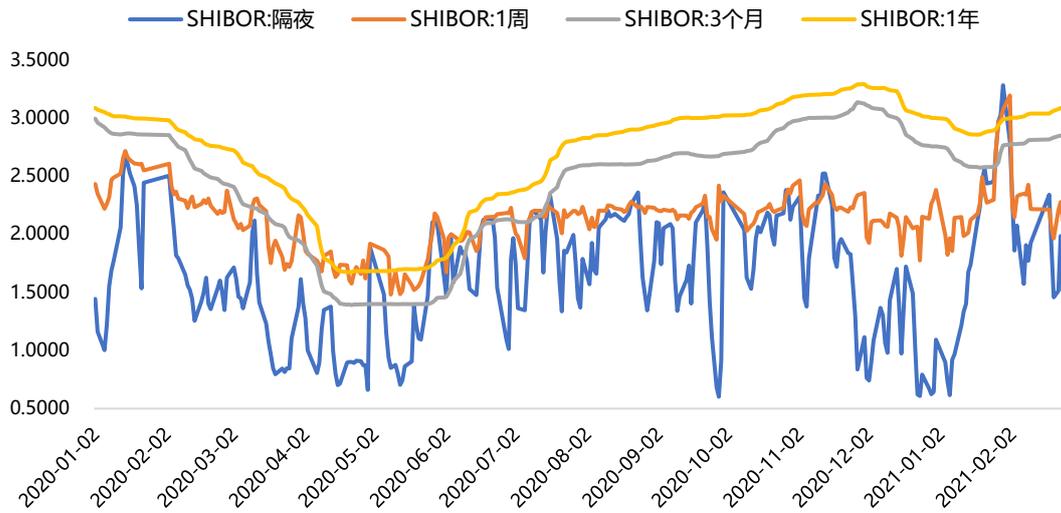
数据来源：WIND，东方金诚

表2 质押式回购加权利率变动情况

	2021年1月均值 (%)	2021年2月均值 (%)	变动 (BP)
R001	2.2466	1.9463	-30.03
R007	2.6244	2.4337	-19.08
DR001	1.8990	1.8889	-1.01
DR007	2.2462	2.2775	3.14

数据来源：WIND，东方金诚

图 8 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 3 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2021 年 1 月均值 (%)	2021 年 2 月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.8886	1.9185	2.99
1W	2.2829	2.2841	0.12
2W	2.3517	2.5586	20.70
1M	2.5132	2.7549	24.18
3M	2.6309	2.8086	17.77
6M	2.7269	2.8529	12.60
9M	2.8278	2.9578	13.00
1Y	2.9087	3.0432	13.45

数据来源：WIND，东方金诚

展望 3 月，现金将继续回流银行体系，中上旬资金面较为宽松，缴准压力和季末考核因素影响下，中下旬资金面将边际收紧。3 月央行可能会开展普惠金融定向降准动态考核，但目前主要银行均已达到普惠金融定向降准政策第二档的标准，动态考核释放的资金将较为有限。此外，3 月 5 日政府工作报告料将明确今年新增地方政府专项债额度，但预计 3 月地方债难有大幅放量发行。此外，1 月巨量财政存款预示着 2-3 月财政投放可能会超预期，对资金面影响偏正面。整体上看，3 月资金面没有明显的增量需求因素，反而会受益于节后现金回流以及财政资金投放。预计 3 月资金面将保持稳定，资金利率将继续运行于政策利率附近。

1.3 政策环境

2月8日央行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》，报告总结了过去一年的宏观金融形势和货币政策操作，肯定了央行货币政策在稳增长、稳预期、促改革、防风险，以及支持“六保”、“六稳”方面发挥的积极作用，同时对2021年的宏观经济形势和货币政策趋势进行了展望。

展望2021年，报告指出，国内宏观形势将总体向好，但仍存诸多不确定性，经济恢复基础尚不牢固，同时，短期物价走势需密切关注，但不存在长期通胀或通缩的基础。基于此，“**2021年稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效**”。其中，“合理适度”主要体现在要“把好货币供应总闸门，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”；“灵活精准”主要体现在要“根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”，同时要“发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用”。

从货币政策工具来看，**央行指出要综合利用MLF、OMO、再贷款、再贴现，满足金融机构对不同期限资金的要求，未提及调整政策利率和存款准备金率。**这表明今年央行降准、降息或升准、加息的可能性都不大。

可以预计，2021年央行将主要通过OMO和MLF来进行短期和中长期流动性的调节，引导市场利率围绕OMO利率和MLF利率波动。这意味着2021年市场利率中枢将相对稳定，但利率的波动性将有所加大。这也是央行在报告中强调“**在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及DR007在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值**”的原因。我们注意到，2月18日，央行转发《金融时报》文章，文章再度强调“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”。

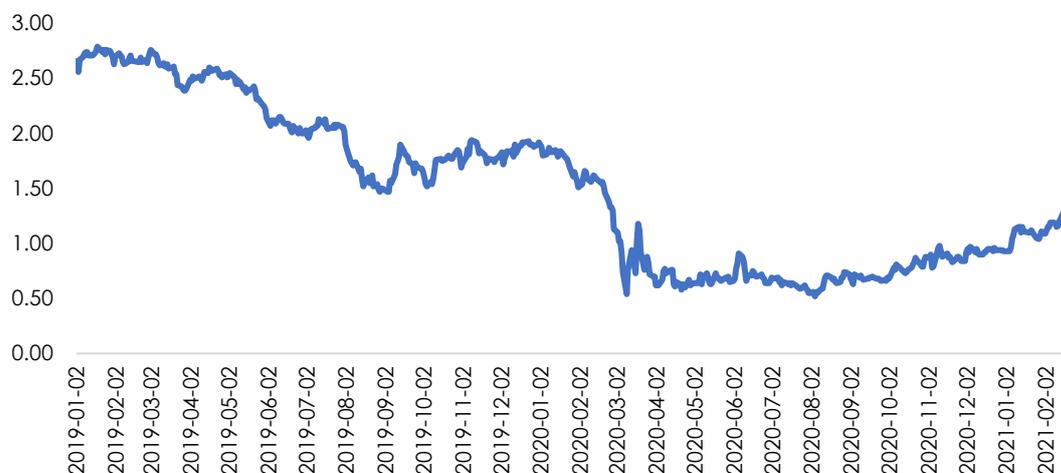
1.4 中美利差

2月美债收益率加速上行，25日10年期美债收益率升破1.5%关口，续创去年2月疫情以来新高。主要原因是市场对美国经济与通胀出现进一步增长的同向预期，这主要源于三方面因素的共同作用：第一，2月以来，美国疫情延

续改善态势，日新增确诊病例数显著回落至去年10月水平，加之疫苗推广加速，市场对于疫情改善以及经济复苏的乐观预期升温；第二，2月5日拜登政府1.9万亿美元的大规模财政刺激计划在参议院获批，这意味着该计划落地已基本没有悬念，进一步推升市场对于美国经济加快修复以及通胀上行的预期；第三，近期大宗商品价格持续冲高，也令通胀预期不断强化。

展望后续，目前10年期美债收益率已回升至2020年2月美国疫情爆发前的水平，但当前美国经济、就业等状况与疫情前相比仍存在较大差距，显示市场在情绪催化下可能存在一定的超调。我们判断，如果没有新的触发因素，短期内美债收益率料将阶段性盘整。但从中期来看，在疫苗加速推广、财政刺激落地带动经济反弹，以及国际大宗商品价格上扬、通胀预期持续高位作用下，未来2-3个月10年期美债收益率有可能进一步上行至2.0%左右。在这一过程中，各国央行的货币政策定力将面临一定考验，国际资本市场也将进入一个高频震荡过程。

图9 美国10年期国债收益率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

美债收益率快速走高对国内利率走势的影响主要体现在两个方面：

一是对美联储加速货币政策正常化的担忧令国内货币政策收紧的预期升温。对此我们认为，1) 美联储主席鲍威尔在2月23日参议院银行委员会听证会上，再次重申了美联储的货币政策宽松立场：将继续提供货币政策支持，保持当前的超低利率和QE购债规模。这表明，尽管美联储已经注意到市场通胀预期的升温和美债收益率的快速上行，但在目前实际通胀数据仍无实质性上升、近两个月就业数据持续疲弱的情况下，美联储仍在综合观察疫苗接种节奏及其

对经济复苏的影响，不会采取贸然行动，短期内美联储货币政策难有方向上的急速转变。2) 近年国内货币政策强调“以我为主”，不再与美联储亦步亦趋。从去年5月起，央行就已经启动了货币政策向常态化回归的进程，远远走在了美联储之前，这也是去年中美利差显著拉大的重要原因。从这个角度讲，即便美联储加速货币政策正常化，国内货币政策也不会仅因此就跟进收紧。

二是美债收益率上行带动中美利差收窄，进而引发外资从中国债市调仓至美债。去年外资大幅增持人民币债券，中美利差的走阔是重要原因，外资加速流入也成为稳定债市的重要力量。今年2月美债收益率快速上升后，中美利差大幅收敛，月末报183.98bp，较上月末收窄22.85bp。目前中美利差仍然处在较高水平，尚未对外资配置人民币债券构成明显冲击。后续随着美债收益率进一步冲高，中美利差预计还有30-50bp的下行空间，这意味着中美利差仍有望维持在130-150bp以上。同时考虑到中国经济在后疫情阶段的强劲复苏，持续支撑海外长期资金对人民币资产的信心，我们预计，短期内外资从国内债市大幅净流出的可能性不大，但加仓人民币债券的速度将会放缓。

图10 中美利差走势 (bp)



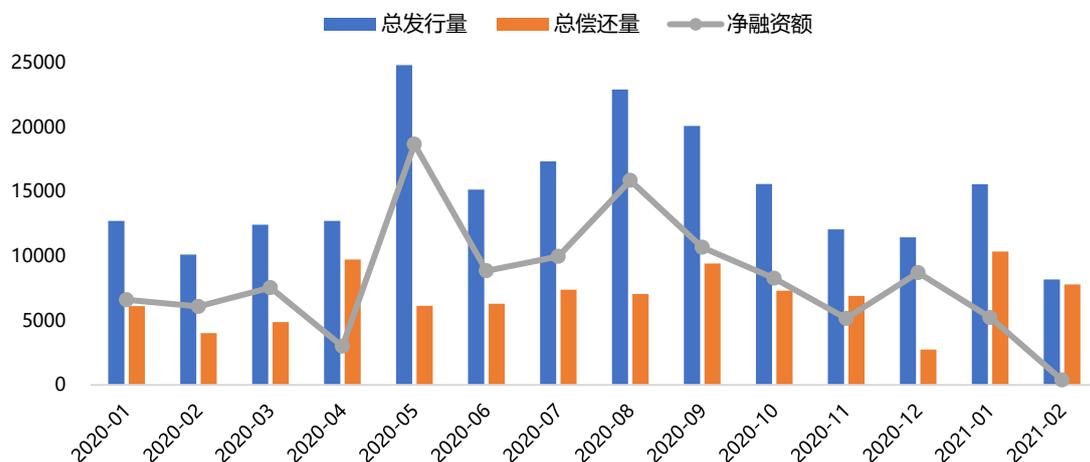
数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，近期中美利差大幅收窄对国内债市的影响更多体现在情绪层面，后续中美利差仍将进一步压缩，外资加仓人民币债券的速度趋缓，将令国内债市承压。不过，目前来看，此次中美利差大幅收窄对人民币汇率造成的负面冲击尚不明显，短期内对央行货币政策的掣肘料将有限，因此不会对国内债市产生显著影响。

2. 一级市场

2月利率债发行量为8,193亿,环比减7,406亿,同比减1,931亿;净融资金额384亿,环比减4,853亿,同比减5,712亿。

图 11 利率债发行与到期 (亿元)



数据来源: WIND, 东方金诚

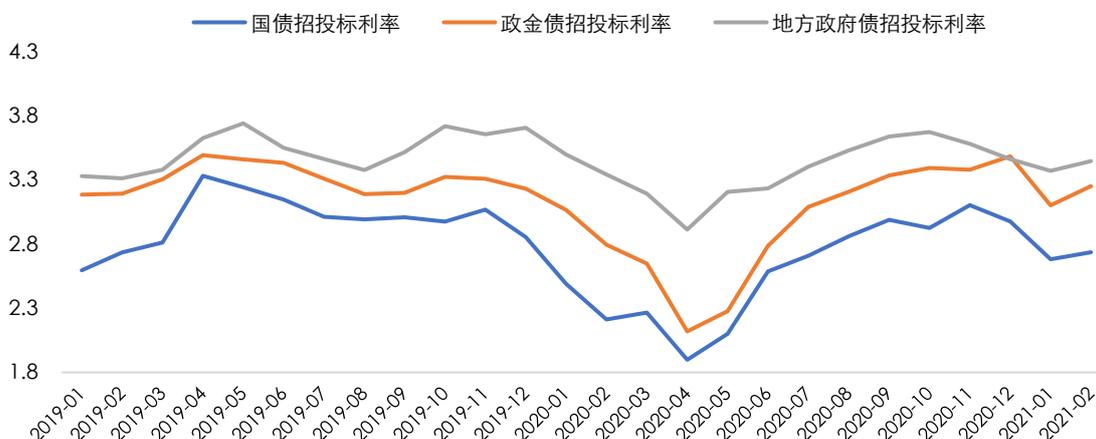
表 5 各类别利率债发行量与净融资额 (亿元)

	发行量			净融资额		
	2021.02	2021.01	2020.02	2021.02	2021.1	2020.02
国债	3730	5740	1950	505	-679	284
政金债	3906	6235	3794	-80	2322	1433
地方政府债	557	3623	4379	-42	3593	4379

数据来源: WIND, 东方金诚

从发行利率来看,2月利率债各券种加权平均发行利率均有所走高。其中,国债加权平均发行利率较上月上行5.41bp,政金债加权平均发行利率上行14.95bp,地方政府债加权平均发行利率上行7.55bp。

图 12 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



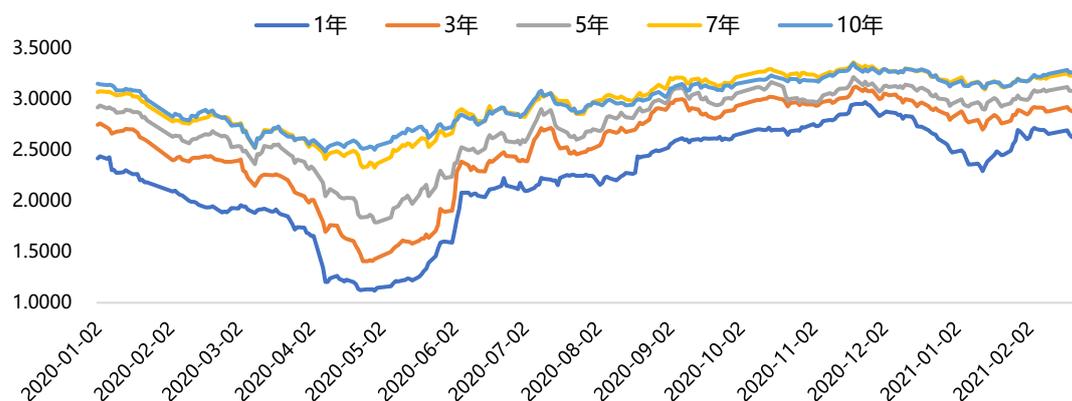
数据来源: WIND, 东方金诚

3. 二级市场

3.1 到期收益率

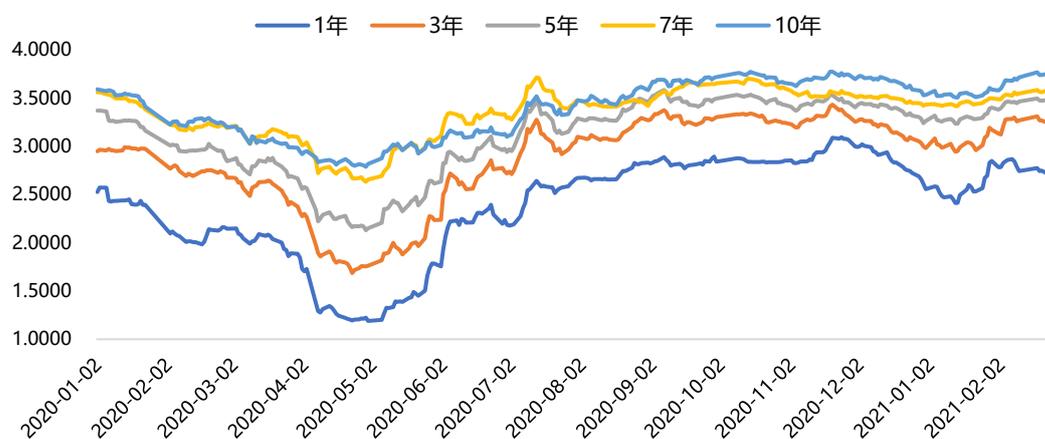
2月多重利空因素推动债市长端利率上行。从节前来来看，主要体现在央行春节前流动性投放不及预期，财政部和发改委发布通知要求各省市在2月21日前上报2021年新增专项债项目资金需求、推升供给担忧，1月金融数据超预期显示实体经济融资需求仍强，以及通胀预期升温等；从节后来来看，国际大宗商品价格大涨导致通胀预期进一步强化，叠加海外再通胀交易升温背景下，风险资产表现相对强势，美债收益率则大幅上扬，令国内债市情绪承压，长端利率整体上行。2月末10年期国债收益率较上月末上行6.89bp，月内高点触及3.2831%。与此同时，2月央行流动性投放虽然克制，但资金面并未大幅收紧，且与1月下旬相比明显转松，因此，债市短端利率不升反降，月末1年期国债收益率较上月末下行7.63bp。

图 13 各期限国债到期收益率 (%)



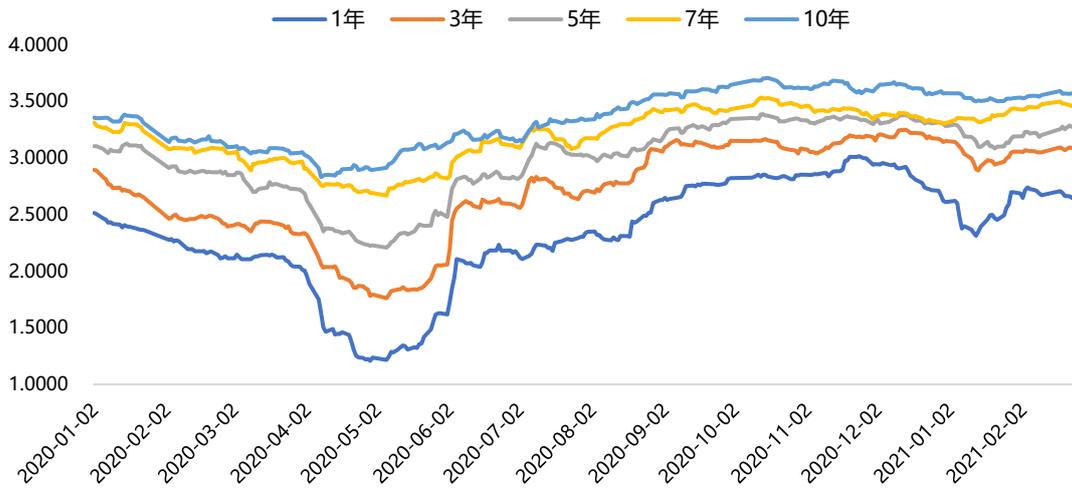
数据来源：WIND，东方金诚

图 14 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 15 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 6 2 月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况 (BP)

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	-7.63	1Y	-11.27	1Y	-3.10
3Y	1.79	3Y	5.77	3Y	2.49
5Y	10.44	5Y	6.16	5Y	8.48
7Y	8.18	7Y	7.78	7Y	3.00
10Y	10.12	10Y	16.47	10Y	3.95

数据来源：WIND，东方金诚

3.2 利差走势

从国债期限利差来看，2 月末 10Y-1Y 期限利差较上月末走阔 17.75bp，收益率曲线陡峭化上移。

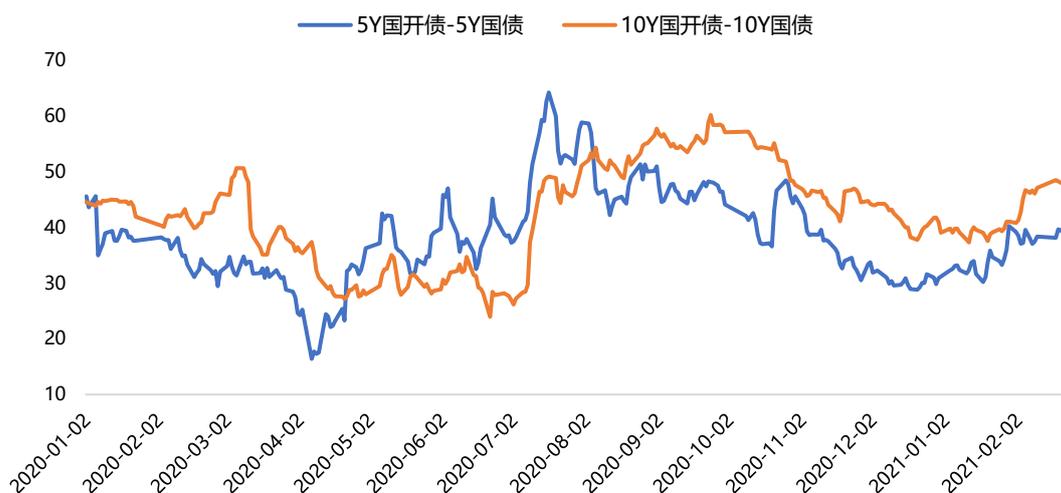
表 7 2 月国债期限利差变动情况 (BP)

	2021 年 1 月末	2021 年 2 月末	变动幅度
3Y-1Y	20.50	29.92	9.42
5Y-3Y	11.57	20.22	8.65
7Y-5Y	17.94	15.68	-2.26
10Y-1Y	49.87	67.62	17.75
10Y-3Y	29.37	37.70	8.33
10Y-5Y	17.80	17.48	-0.32
10Y-7Y	-0.14	1.80	1.94

数据来源：WIND，东方金诚

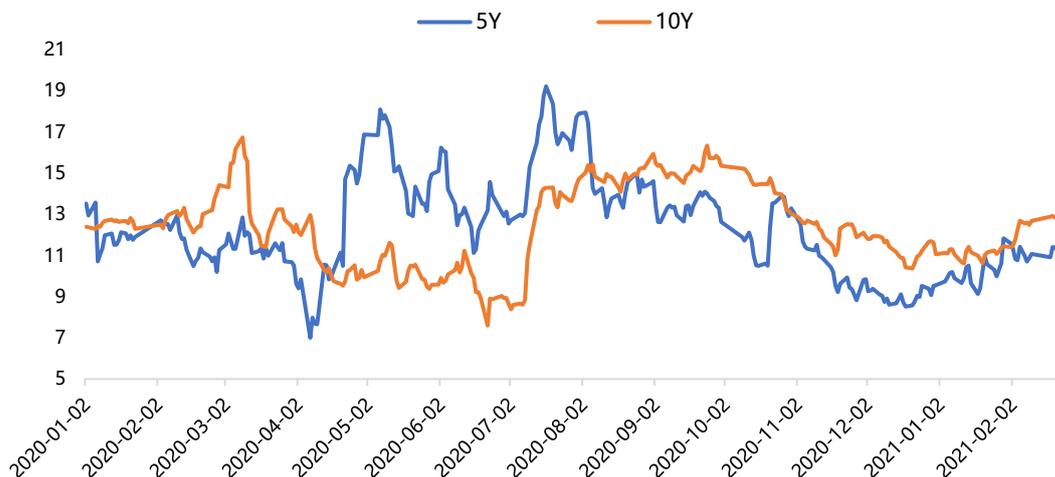
国开债和国债利差方面，2 月末 5 年期国开债和国债利差较上月末收窄 4.28bp，10 年期利差走阔 6.35bp；同期 5 年期国开债隐含税率下降 1.45 个百分点，10 年期国开债隐含税率上升 1.19 个百分点。

图 16 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 17 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

4. 3月利率债市场展望

3月债市难言乐观，收益率曲线料进一步陡峭化上移。首先，基本面对债市难言利好。主要受冬季疫情反复、防控升级、“就地过年”干扰，近期经济景气边际减弱，但PMI维持扩张显示经济仍处边际修复通道。同时，在低基数影响下，1-2月工业增加值、投资、社零和进出口等经济指标同比增速均将大幅上升。通胀方面，2月CPI同比将维持通缩，PPI同比涨幅将有所走阔。往后看，通胀预期正在体现，PPI同比将持续上扬，预计将在5月到达高点5.0%左右，同时，上游价格走高向成本端传导以及服务业涨价或对核心CPI起到推升作用，预计核心CPI也将进入上行过程。短期来看，通胀对利率尚无实质性

影响，但通胀预期对市场情绪的扰动正逐步体现。

其次，在疫苗加速推广、财政刺激落地带动经济反弹，以及国际大宗商品价格上扬、通胀预期持续高位作用下，未来 2-3 个月 10 年期美债收益率有可能进一步上行至 2.0% 左右，中美利差预计还有 30-50bp 的下行空间。尽管从目前来看，此次中美利差大幅收窄对人民币汇率造成的负面冲击尚不明显，短期内对央行货币政策的掣肘料将有限，但随着中美利差进一步压缩，外资加仓人民币债券速度趋缓，也将令国内债市产生利空影响。

再次，3 月 5 日政府工作报告将明确今年新增地方政府专项债额度，但预计 3 月地方债难有大幅放量发行，供给压力将集中在二、三季度。因此，3 月实质性的供给放量对债市的冲击有限，但对后续供给压力释放的担忧将对市场情绪产生扰动。

整体上看，进入 3 月后，经济持续修复、通胀压力显现、美债收益率上行带动中美利差收窄、利率债供给担忧升温等因素均将对中长端利率形成利空，月内 10 年期国债收益率料将上破 3.3%。但从资金面来看，3 月资金面没有明显的增量需求因素，反而会受益于节后现金回流以及财政资金投放，预计将会保持稳定。因此，债市短端利率较为安全，收益率曲线将进一步陡峭化上移。