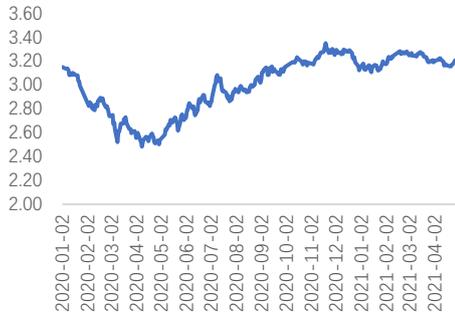
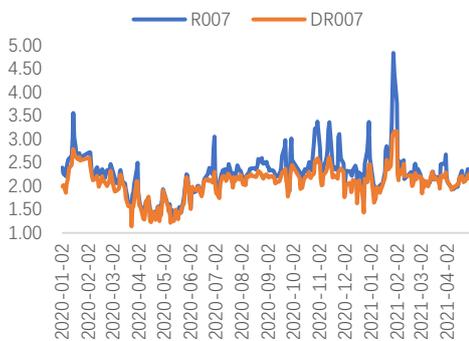


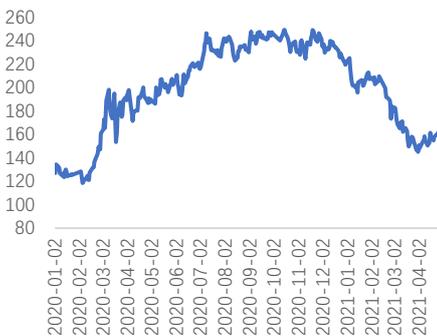
十年期国债收益率(%):



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5月6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: 4月制造业生产端景气回落符合季节性规律,也与环保限产和原材料供给短缺等因素有关,制造业需求端和服务业景气偏强,建筑业景气回调但仍处高景气区间,短期内基本面仍难以对债市形成利好。4月中下旬大宗商品价格迎来又一波上涨,主要受输入性通胀压力推升,二季度国内CPI和PPI将延续冲高过程,政策面对稳物价的重视程度上升。

流动性环境: 4月资金面超预期宽松,银行间资金水位较高,背后的关键原因是前期淤积的财政资金投放,以及地方债供给未如期放量加之税收收入可能较弱带来的财政资金上收不及预期,使得当月银行体系超储消耗较慢。5月资金面压力会有所加大,“明牌”因素包括地方债发行的放量 and 缴税压力,同时央行可能会通过边际收紧流动性来防止通胀预期扩散。预计5月资金利率中枢将有所抬升,且资金面波动性料将加大。

政策环境: 4月30日中央政治局会议强调要“辩证看待一季度经济数据”,“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”,这意味着短期内逆周期支持性政策还不能全面退出,宏观政策不会急转弯。同时,针对通胀抬头问题,本次会议提出的措施是“保供稳价”。预示下一步的主要政策应对是扩大国内供给,力争在价格整体稳定中实现供需平衡,而不是从收紧宏观政策入手,抑制总需求。当然,货币政策也不会全然“无动于衷”,仍然需要适度控制货币投放,以稳定市场通胀预期,预计未来一段时间货币政策操作将边际趋紧。

中美利差: 与基本面相悖,4月美债收益率震荡走低,月末较上月末下行9bp。可能有两方面原因:一是在前期大量做空美债后,交易盘做空动力减退;二是随着美债收益率回升,美债性价比提升,配置力量增强。当月中国国债长端利率下行幅度不及美债,中美利差有所走阔,月末中美10年期国债利差较上月末扩大6.5bp至151.4bp,处历史中高位置。

● 5月利率债市场展望:

预计5月资金面边际收紧,债券短端利率将有所回升,也给长端带来调整压力。但考虑到目前期限利差对长端保护较足,加之机构配置需求较为旺盛,长端利率上行风险不大。

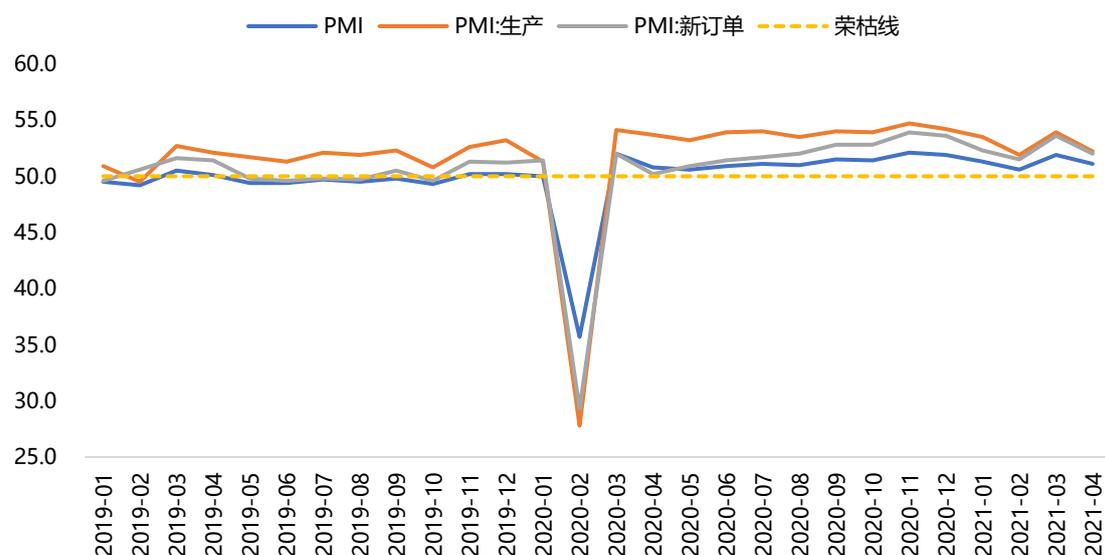
1. 债市运行环境

1.1 宏观经济运行

（一）4月制造业生产端景气回落符合季节性规律，也与环保限产和原材料供给短缺等因素有关，制造业需求端和服务业景气偏强，建筑业景气回调但仍处高景气区间，短期内基本面仍难以对债市形成利好。

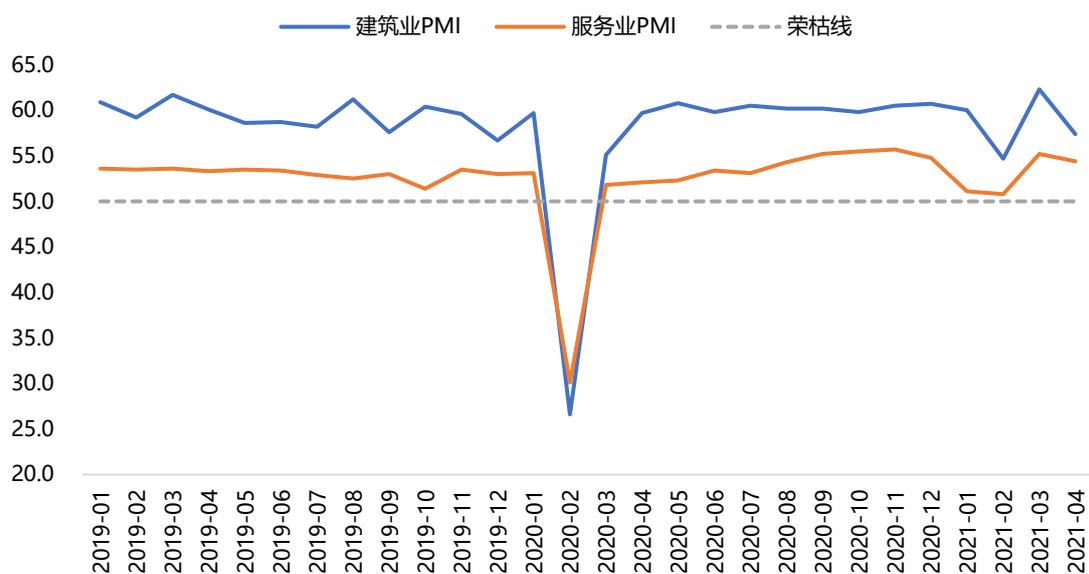
4月制造业PMI录得51.1%，低于上月0.8个百分点，环比回落符合季节性规律但降幅超出季节性。当月PMI生产指数环比下滑1.7个百分点至52.2%，新订单指数下滑1.6个百分点至52.0%，供需缺口进一步弥合。我们认为，4月制造业PMI指数超季节性下降，并非源于需求端掣肘，更多与环保限产、供应链冲击、原材料短缺等生产端扰动因素有关。而与往年同期相比，4月制造业PMI较过去5年同期均值高出0.4个百分点，显示当前制造业仍处较高景气状态。同时，4月服务业保持平稳修复，服务业消费进一步回暖，当月服务业PMI为54.4%，虽较上月下滑0.8个百分点，但高于一季度均值2.0个百分点，结合五一假期出游热，预计后续服务业改善还有进一步加速空间；4月建筑业景气度有所回调，当月PMI环比下行4.9个百分点至57.4%，仍处高景气区间，短期内地产和基建对基本面仍有支撑。

图1 制造业PMI及主要分项指数



数据来源：WIND，东方金诚

图2 建筑业和服务业 PMI 指数



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，当前经济修复正在接近常态增长水平，经济环比动能也在向常态回归，基本面对债市利空减弱，但也难言简单利好，主要原因是经济运行仍然处在向上修复过程。往后看，考虑到一季度经济修复受到年初疫情防控升级和就地过年扰动，同比高增之下，环比表现略弱，我们判断，二季度经济环比将延续扩张——出口强劲和房地产投资韧性是重要支撑，消费（尤其是服务业消费）和制造业投资将为主要向上动力。

(二) 4月中下旬大宗商品价格迎来又一波上涨，主要受输入性通胀压力推升，二季度国内CPI和PPI将延续冲高过程，政策面对稳物价的重视程度上升，但主要政策应对将为扩大国内供给，而非抑制总需求。

4月中下旬，在前期快速上涨后盘整月余的大宗商品价格迎来又一波上涨，月末RJ-CRB商品价格指数较月初上扬6.9%，月均值环比上涨1.3%，同比上涨60.4%，涨幅较上月扩大23.4个百分点；剔除原油价格的CRB商品价格指数月均值环比上涨3.9%，同比上涨46.0%，涨幅较上月扩大16.2个百分点。从核心大宗商品价格来看，4月布伦特原油现货价月均值环比下跌1.4%，但月内走势整体上扬，月末较月初上涨8.0%，且在低基数强力拉动下，同比涨幅显著扩大至246.7%；4月LME铜现货价月均值环比上涨3.7%，月末较月初上涨13.5%，同比涨幅扩大至84.9%。

近期大宗商品价格再度上扬的主要原因在于美国经济复苏显著加快，投

资和消费改善明显，这对全球经济和大宗商品产生正外溢效应。尽管近期印度、巴西疫情全面失控，但这些经济体对全球总需求的影响有限，因而并未从需求端给大宗商品价格上涨的前景蒙阴。从后续来看，4月以来欧洲疫苗加速推广，疫情明显好转，这为经济加快复苏创造了前提，这也意味着，美欧需求共振局面形成的可能性加大，这将对大宗商品价格形成支撑。我们判断，二季度大宗商品价格整体将呈现上涨势头。

图3 4月中下旬大宗商品价格开启又一波上涨



数据来源: WIND, 东方金诚

从国内来看，国际大宗商品价格上涨必然带来输入性通胀压力。加之国内终端消费，尤其是服务消费也在改善，这就意味着需求端正在对上游涨价向中下游的逐步传导形成配合，预计后续核心通胀和PPI将持续走强。具体来看，CPI方面，伴随PPI上涨向CPI传导，以及基数明显走低，4月CPI同比涨幅有望扩大至1.0%左右。接下来需要重点关注在消费恢复助推下，CPI同比可能出现的较快上升势头——6月CPI同比有望升至3.0%左右，进而达到今年政府工作报告确定的控制目标上限附近。PPI方面，在中下旬大宗商品价格重拾涨势以及翘尾进一步抬升带动下，4月PPI同比涨幅预计将录得6.0%以上，5-6月PPI涨幅有可能冲破7.0%。

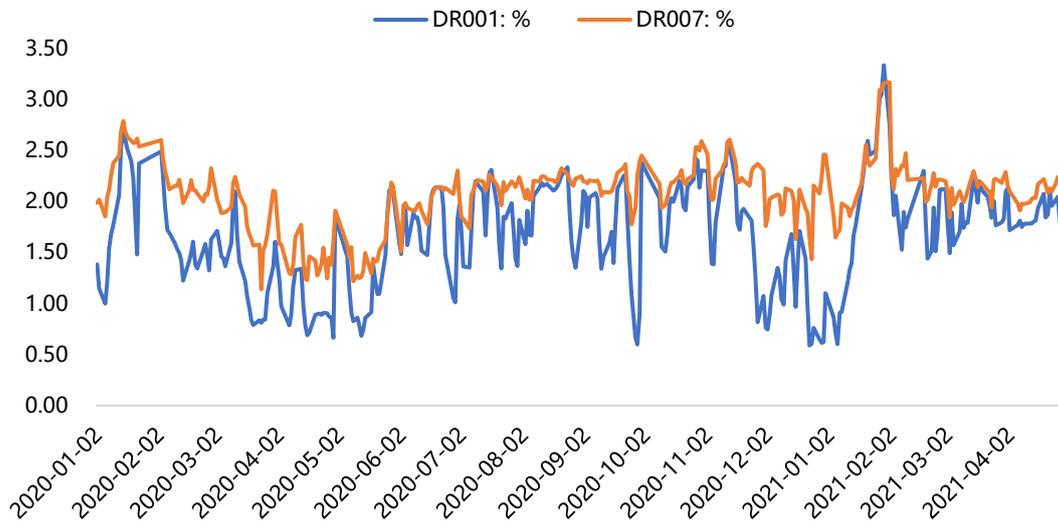
由于二季度通胀加速上行的确定性较大，可以看到，近期国常会、金融委会议均提及要做好稳物价工作。但因这一轮通胀上行主要由输入性通胀推升，而非国内经济过热，因此，下一步的主要政策应对是扩大国内供给，力

争在价格整体稳定中实现供需平衡，而不是从收紧宏观政策入手，抑制总需求——这样做不符合当前经济修复尚未到位的总体形势。当然，国内货币政策也不会全然“无动于衷”，仍然需要适度控制货币投放，以稳定市场通胀预期。我们预计，未来一段时间货币政策操作将边际趋紧。不过，考虑到接下来央行货币政策还会坚持“稳”字当头，加之当前主要市场利率均已升至政策利率附近，资金面大幅收紧的可能性也不大。

1.2 流动性环境

4月资金面超预期宽松，银行间资金水位较高，背后的关键原因是前期淤积的财政资金投放，以及地方债供给未如期放量加之税收收入可能较弱带来的财政资金上收不及预期，使得当月银行体系超储消耗较慢。3月末商业银行超储率回升至1.5%左右，4月通常季节性回落，预计将在1.4%左右，对应银行超储水平仍然不低。从资金利率走势来看，4月DR007月均值环比下行1.2bp，R007月均值下行6.5bp，资金面宽松下流动性分层有所缓和；当月隔夜SHIBOR月均值下行1.3bp，3个月SHIBOR月均值下行11.1bp。

图4 存款类机构质押式回购加权利率



数据来源：WIND，东方金诚

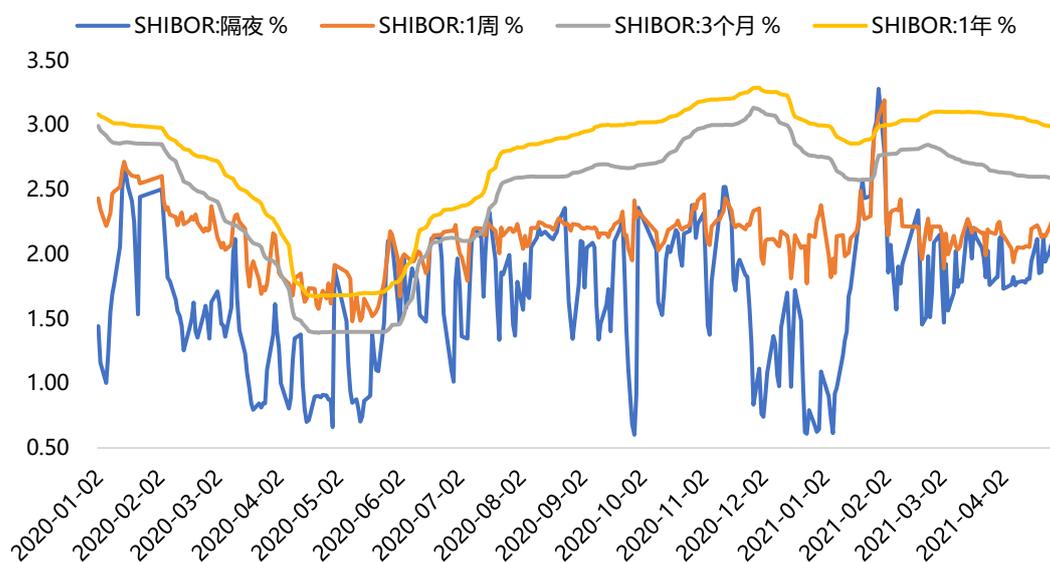
表1 质押式回购加权利率变动情况

	2021年3月均值 (%)	2021年4月均值 (%)	变动 (bp)
R001	1.9427	1.9280	-1.47
R007	2.1826	2.1388	-4.38
DR001	1.8959	1.8924	-0.35

DR007	2.1145	2.1100	-0.45
-------	--------	--------	-------

数据来源：WIND，东方金诚

图 5 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

表 2 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2021 年 3 月均值 (%)	2021 年 4 月均值 (%)	变动 (bp)
隔夜	1.9151	1.9022	-1.29
1W	2.1421	2.1402	-0.19
2W	2.2683	2.2043	-6.41
1M	2.5877	2.5073	-8.04
3M	2.7154	2.6046	-11.07
6M	2.8454	2.7905	-5.49
9M	2.9887	2.9031	-8.56
1Y	3.0971	3.0266	-7.05

数据来源：WIND，东方金诚

具体来看，首先，今年以来，去年底淤积的财政资金正在形成支出。从财政存款变动情况来看，2月财政存款负增8479亿、3月负增4854亿，与往年同期相比，2月财政资金投放明显超出季节性。其次，3月“两会”政府工作报告下达了今年新增专项债额度，全年3.65万亿的额度与去年相比仅减少1000亿，市场普遍预计4月新增地方债发行将大幅放量，但4月实际发行情况并不及预期，全月新增专项债仅发行2056亿，加之国债和政金债净融资转负，当月利率债净融资额环比不升反降。最后，4月是传统缴税大月，缴税带来的财政资金上收也是此前市场对当月资金面的一大担忧，但4月税期资金面宽松依旧，一方面或因财政资金的投放对冲了缴税压力，另

一方面，从一季度税收收入情况来看，主因减税政策叠加效果持续释放以及部分经济部门仍未从前期疫情冲击中完全恢复，当前税收收入增速并不高，4月税收增长可能也依然处于偏弱状态。

由此可以看出，近期银行体系水量充足主要与财政资金投放和上收的节奏错位有关，并非央行主动而为。从央行公开市场操作来看，4月央行依然维持着每个交易日100亿的稳定地量投放，全月通过逆回购投放资金2200亿，当月到期量2100亿，净投放100亿。同时，月中央行按惯例开展MLF操作，操作量1500亿，当月MLF到期量1000亿，TMLF到期量561亿，小幅净回笼61亿。另外，4月央行开展700亿1个月期国库现金定存操作，净投放700亿。整体上看，4月央行通过公开市场操作净投放资金739亿。至于4月水量较高而央行为何没有“削峰”回笼流动性，主要原因是当月公开市场到期量不大，央行缺乏回笼流动性的工具。因此，我们认为4月资金面的超预期宽松难以作为判断央行货币政策态度的有力依据。

表3 4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	2200	0	0	0	1500	700	4400
到期	0	561	2100				1000	0	3661
净投放	0	-561	100				500	700	739

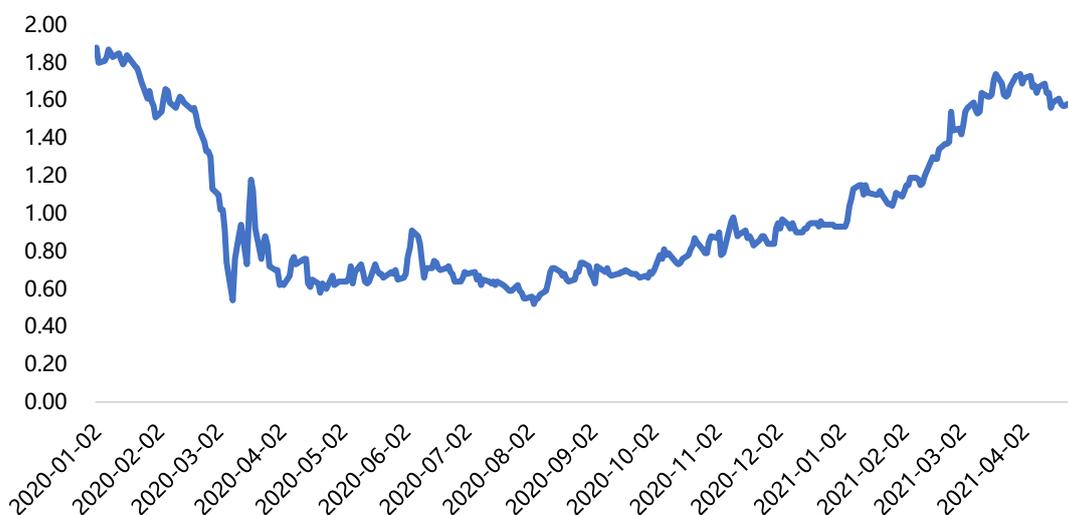
数据来源：WIND，东方金诚

展望5月，资金面压力会有所加大，“明牌”因素包括地方债发行的放量（4月下旬开始，地方债发行就已明显提速）和缴税压力（从历年来看，5月税收收入规模通常仅比4月略低），而前期以财政存款形式冻结的财政资金不会持续回流，因此5月资金面料将重新取决于央行的投放力度。从目前的基本面和市场环境来看，尤其考虑到二季度通胀压力加速上行，短期内央行再度宽松的概率不大，反而可能会通过边际收紧流动性来防止通胀预期扩散。我们判断，5月资金面压力将阶段性上升，资金利率中枢较4月将有所上移。同时，在政府债券发行和税期扰动下，资金面波动性料将加大，而前期流动性持续宽松下，机构杠杆交易行为的恢复也有可能进一步放大资金面的波动。

1.3 中美利差

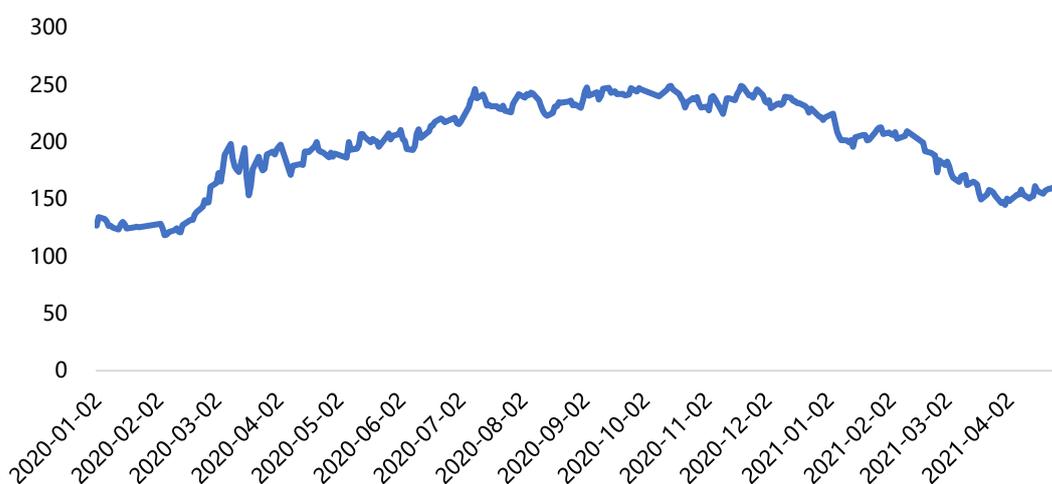
与基本面相悖，4月美债收益率震荡走低，月末较上月末下行9bp。可能有两方面原因：一是在前期大量做空美债后，交易盘做空动力减退；二是随着美债收益率回升，其相对欧债、日本国债和新兴市场政府债券的性价比提升，配置力量增强。当月中国国债长端利率下行幅度不及美债，中美利差有所走阔，月末中美10年期国债利差较上月末扩大6.5bp至151.4bp。

图6 美国10年期国债收益率走势(%)



数据来源：WIND，东方金诚

图7 中美10年期国债利差走势(bp)



数据来源：WIND，东方金诚

往后看，随着美国疫情持续好转以及拜登政府刺激政策效果显现，美国经济复苏斜率可能会进一步走强，这意味着美债实际利率还有上行空间，加之通胀预期持续高位、美债供给压力上升，我们仍然认为中期内美债收益率

还有进一步上行空间，4月的震荡回落应当只是上行过程中的阶段性盘整。预计年内10年期美债收益率高点将触及2.0%左右，这将带动中美利差收窄至低点大约在130bp。这对国内利率走势的影响主要体现在两个方面：

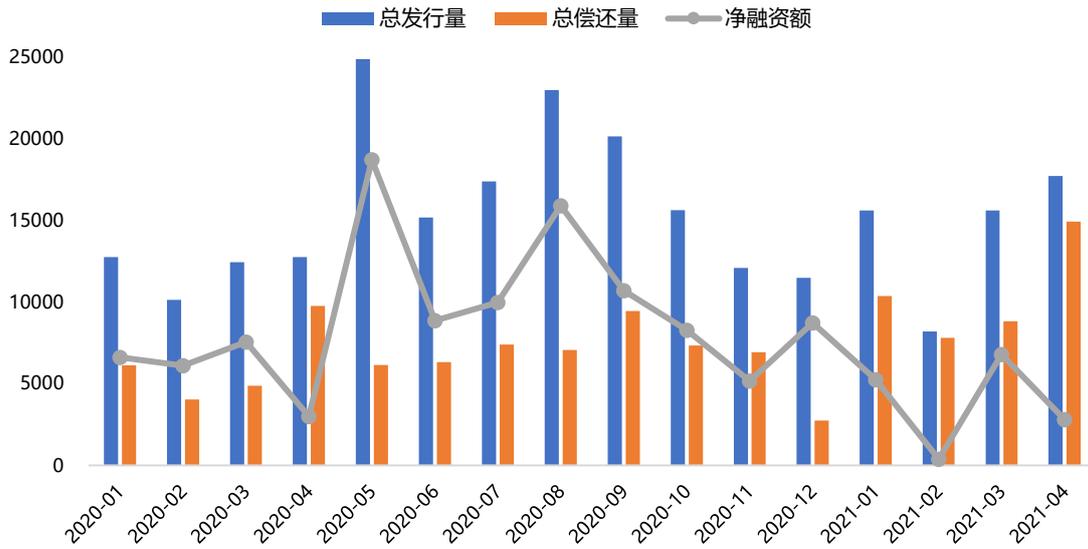
一是对美联储加速货币政策正常化的担忧令国内货币政策收紧的预期升温。对此我们认为，尽管3月美联储议息会议以来美国经济基本面持续修复，但全球疫情反复下经济复苏的不确定性、就业尚未恢复，支撑美联储维持目前的货币政策基调。从实现75%的目标接种率、就业恢复速度等因素推测，美联储最早可能在年底开始释放缩减QE信号，明年一季度前实质性缩表的概率不大。更为重要的是，近年国内货币政策强调“以我为主”，不再与美联储亦步亦趋。从去年5月起，央行就已经启动了货币政策向常态化回归的进程，远远走在了美联储之前，这也是去年中美利差显著拉大的重要原因。从这个角度讲，即便美联储加速货币政策正常化，国内货币政策也不会仅因此就跟进收紧。

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。我们关注到，3月境外机构对人民币债券出现净减持，结合1月、2月分别净增持1700亿、884亿，趋势上延续了1-2月的降势。外资配债力度下降主因即为中美利差压缩以及海外金融市场波动导致美元流入新兴市场减慢。短期看扰动仍在，但当前中美利差仍在历史中高位置且人民币汇率相对稳定，人民币债券对海外资金吸引力仍大，预计短期扰动不会影响外资流入的长期趋势，亦不足以构成决定国内利率走势的关键。

2. 一级市场

4月利率债供给不及预期，当月利率债发行量为1.77万亿，环比增加2100亿，主要原因是到期量环比增加6089亿至1.49万亿，当月净融资规模则环比下降3984亿至2797亿。分券种来看，4月国债发行量与上月基本持平，但因到期量明显增加，净融资小幅转负；政金债发行量环比减少约900亿，到期量则增加逾3600亿，当月净融资额下降至-894亿；4月新增专项债发行开闸放量——尽管放量幅度并不及预期，带动当月地方债发行量环比增加约3000亿，净融资额环比增加约2100亿。

图 8 利率债发行与到期 (亿元)



数据来源: WIND, 东方金诚

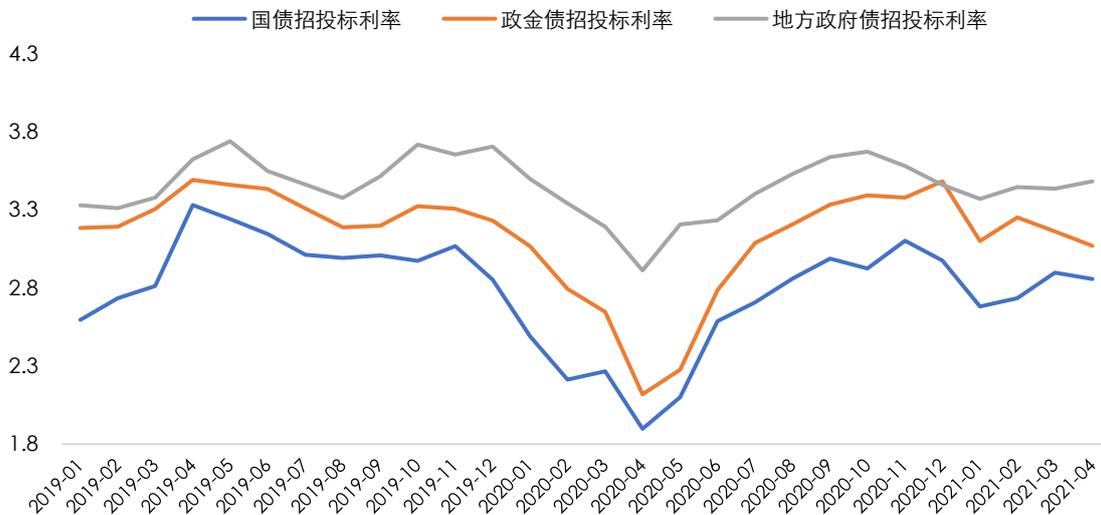
表 4 各类别利率债发行量与净融资额 (亿元)

	发行量			净融资额		
	2021.04	2021.03	2020.04	2021.04	2021.03	2020.04
国债	4958	4940	4366	-303	1226	715
政金债	4992	5892	5514	-894	3669	103
地方政府债	7758	4771	2868	3995	1887	2183

数据来源: WIND, 东方金诚

从发行利率来看, 由于资金面宽松, 配置力量较强, 4 月国债加权平均发行利率较上月下行 4.05bp, 政金债加权平均发行利率下行 9.08bp, 而在发行放量带动下, 地方政府债加权平均发行利率上行 4.62bp。

图 9 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



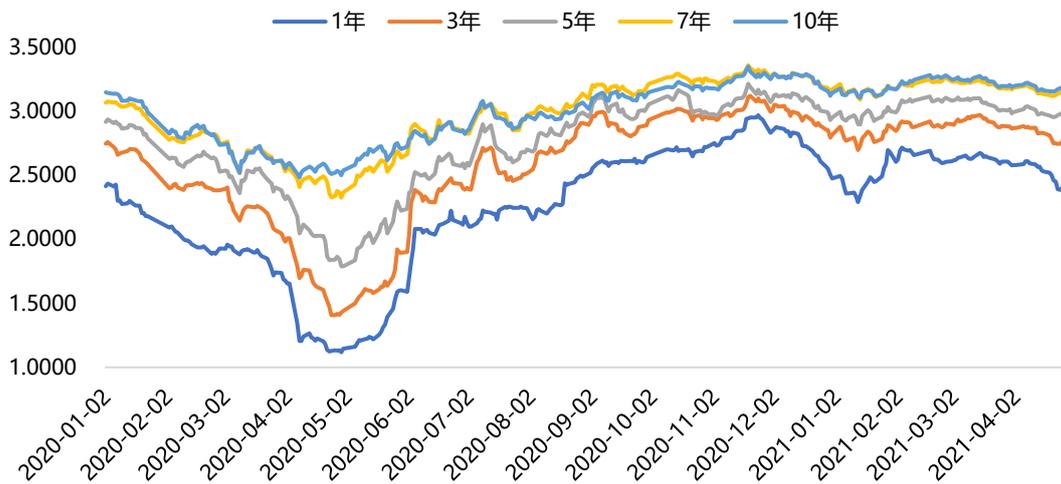
数据来源: WIND, 东方金诚

3. 二级市场

3.1 到期收益率

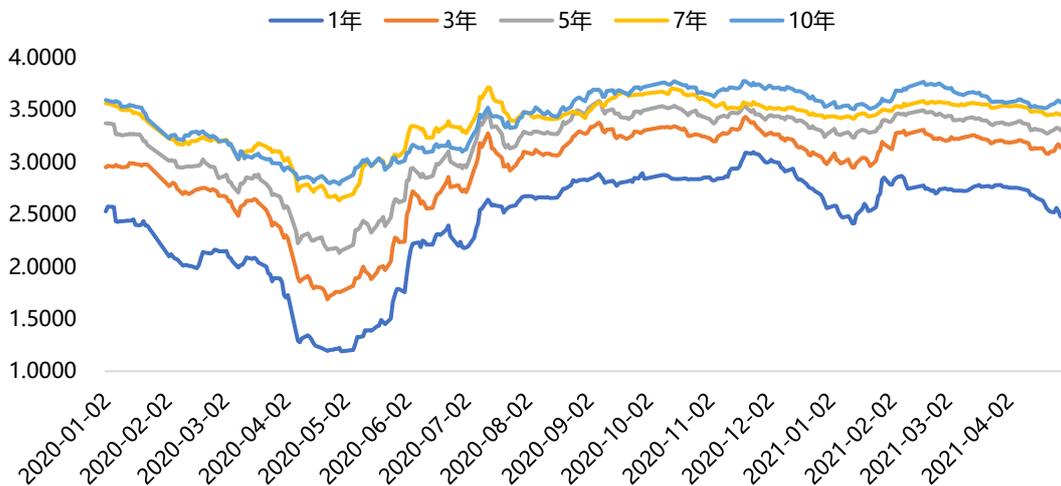
4月资金面超预期宽松，资金利率均值普遍下行，带动债券短端利率走低，月末1年期国债收益率较上月末下行21.79bp。从长端来看，4月长端利率面临的最大利空是通胀的加速上行，但当月经济复苏数据未超预期、金融数据下行，市场反映较为积极，加之资金面宽松，利率债供给压力不及预期，而机构普遍处于欠配状态，长端利率上行动力不足，整体呈现窄幅波动状态——月内10年期国债收益率低点为3.1530%，高点为3.2221%，月末较上月末下行2.47bp。

图 10 各期限国债到期收益率 (%)



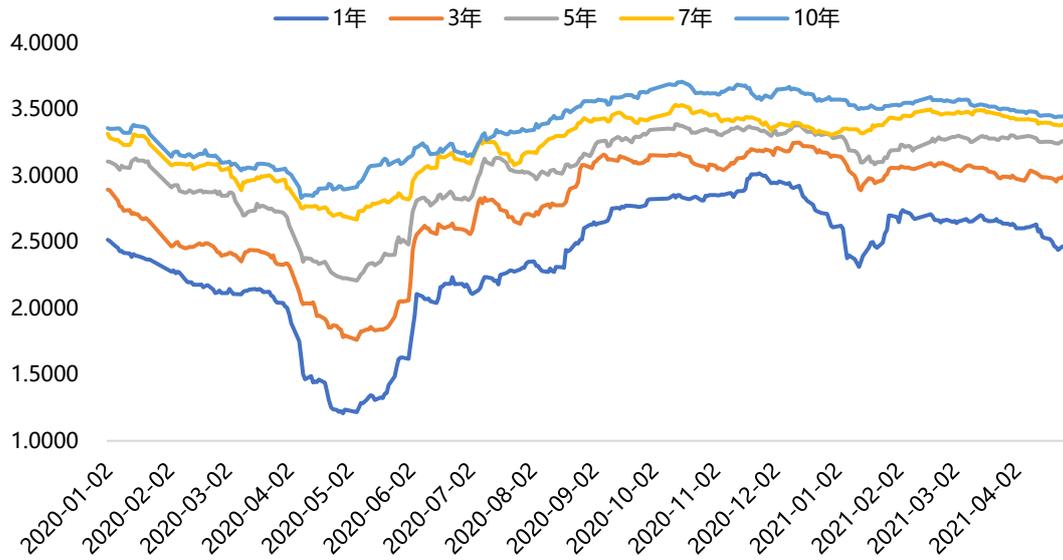
数据来源：WIND，东方金诚

图 11 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 12 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 5 4 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	-21.79	1Y	-27.47	1Y	-19.21
3Y	-9.69	3Y	-7.42	3Y	0.67
5Y	-2.21	5Y	-8.01	5Y	-5.13
7Y	-3.77	7Y	-9.73	7Y	-4.86
10Y	-2.47	10Y	-2.66	10Y	-4.25

数据来源：WIND，东方金诚

3.2 利差走势

从国债期限利差来看，4 月收益率曲线陡峭化下移，月末 10Y-1Y 期限利差较上月末走阔 19.32bp。

表 6 4 月国债期限利差变动情况 (BP)

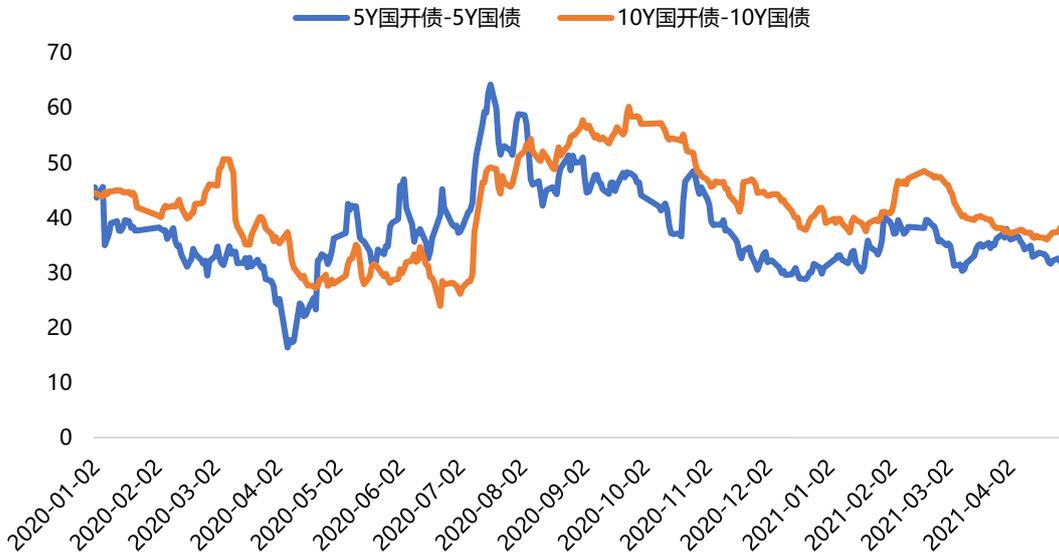
	2021 年 3 月末	2021 年 4 月末	变动幅度
3Y-1Y	28.65	40.75	12.10
5Y-3Y	12.01	19.49	7.48
7Y-5Y	18.72	17.16	-1.56
10Y-1Y	61.17	80.49	19.32
10Y-3Y	32.52	39.74	7.22
10Y-5Y	20.51	20.25	-0.26
10Y-7Y	1.79	3.09	1.30

数据来源：WIND，东方金诚

国开债和国债利差方面，4 月末 5 年期国开债和国债利差较上月末收窄

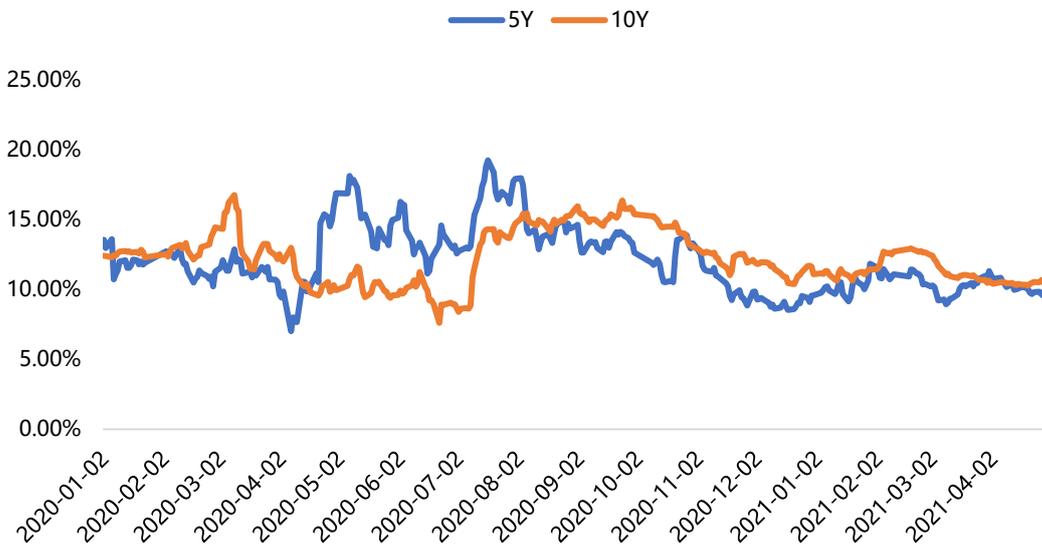
5.80bp, 10年期利差收窄0.19bp; 同期5年期国开债隐含税率下降1.49个百分点至9.81%, 10年期国开债隐含税率微幅上升0.03个百分点至10.64%。

图 13 国开债和国债利差走势 (bp)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 14 国开债隐含税率走势



数据来源: WIND, 东方金诚

4. 5月利率债市场展望

4月制造业生产端景气回落符合季节性规律, 也与环保限产和原材料供给短缺等因素有关, 制造业需求端和服务业景气偏强, 建筑业景气回调但仍处高景气区间。整体上看, 当前经济修复正在接近常态增长水平, 经济环比

动能也在向常态回归，基本面对债市利空减弱，但也难言简单利好，主要原因是经济运行仍然处在向上修复过程。当前债市面临的最大利空是通胀的加速上行。但因这一轮通胀上行主要由输入性通胀推升，而非国内经济过热，不会带来货币政策的显著收紧。

4月30日中央政治局会议强调要“辩证看待一季度经济数据”，“当前经济恢复不均衡、基础不稳固”，这意味着短期内逆周期支持性政策还不能全面退出，宏观政策不会急转弯。同时，针对通胀抬头问题，本次会议提出的措施是“保供稳价”。这意味着针对输入性通胀推高国内PPI、CPI，下一步的主要政策应对是扩大国内供给，力争在价格整体稳定中实现供需平衡，而不是从收紧宏观政策入手，抑制总需求——这样做不符合当前经济修复尚未到位的总体形势。当然，国内货币政策也不会全然“无动于衷”，仍然需要适度控制货币投放，以稳定市场通胀预期，预计未来一段时间货币政策操作将边际趋紧。

从资金面来看，5月资金面压力会有所加大，“明牌”因素包括地方债发行的放量和缴税压力，而前期以财政存款形式冻结的财政资金不会持续回流，因此5月资金面料将重新取决于央行的投放力度。从目前的基本面和市场环境来看，尤其考虑到二季度通胀压力加速上行，短期内央行再度宽松的概率不大，反而可能会通过边际收紧流动性来防止通胀预期扩散。我们判断，5月资金面压力将阶段性上升，资金利率中枢较4月将有所上移。同时，在政府债券发行和税期扰动下，资金面波动性料将加大，而前期流动性持续宽松下，机构杠杆交易行为的恢复也有可能进一步放大资金面的波动。

整体上看，预计5月资金面边际收紧，债券短端利率将有所回升，也给长端带来调整压力，但考虑到目前期限利差对长端保护较足，加之机构配置需求较为旺盛，长端利率上行风险不大。