

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

春节前债市保持强势

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

春节前债市保持强势

2021.01.25

上周受月中企业缴税影响，资金利率明显抬升。但央行加大流动性投放呵护资金面，打消货币政策边际收紧的担忧，流动性预期差推动国债期货接连上行。

春节前流动性预期较为乐观

元旦过后，银行间资金面较为宽松，隔夜回购利率一度跌破 1%。超预期宽松的资金面推动收益率曲线牛陡变化。1月15日央行缩量续作到期的 MLF 和 TMLF，市场担忧央行态度发生边际变化，部分期货多头减仓离场。上周适逢企业所得税缴税期，资金面明显趋紧，但周中连续两日央行加大公开市场投放量，令流动性预期再度转向乐观，期债震荡走高。从公开市场到期量来看，1月25日到期的 TMLF 已在1月15日续作，春节期间（2月17日）有 2000 亿 MLF 到期，为避免节后资金面泛滥，节前续作的概率较高。另外，考虑节前企业发放薪酬奖金、居民取现等资金需求，现金走款规模约 1.2 万亿，叠加金融机构缴准规模 3000 亿，预计节前资金缺口 1.7 万亿。按照往年资金净投放均值计算，未来两周央行大概率投放 1-1.2 万亿流动性呵护资金面平稳过节。

由此来看，尽管此前市场流动性预期不断发生变化，但央行流动性投放始终坚持“不缺不溢”的原则。随着春节的临近，资金面波动或将加大，但流动性预期乐观，利好债市。

基本面牵制力量或将减弱

从 2020 年四季度经济数据和全年经济数据来看，经济延续修复势头。四季度 GDP 同比增加 6.5%，以及 12 月工业增加值同比增速 7.3%，均好于预期。结合数据公布后盘面表现来看，市场对于一季度基本面预期较为乐观。然而，近期国内新冠疫情新增病例增加，河北、黑龙江和北京等地疫情形势愈发严峻，中高风险地区防控措施陆续升级。此外，多地倡导春节在当地过年，减少交通运输、旅游等服务需求，后续工业生产和消费服务或遭受负面冲击。此前市场对一季度经济的乐观预期或面临转向，届时基本面对债市的牵制力量或将减弱。

政策面上，2021 年宏观政策取向以稳定为主。2020 年 12 月中央经济工作会议上，中央明确调今年的宏观政策“不急转弯”，保持政策连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度。若春节后国内疫情发展情况未见明显好转，则意味着此前的刺激政策并不会立即退出，货币政策有望维持不松不紧的状态，债券收益率出现大幅上行可能性不高。

风险偏好摇摆对债市影响有限

1 月以来，伴随着股指攀升，股票型基金认购火爆，风险偏好的改善引发部分债券投资者担忧债市承压，但笔者认为无需过忧。目前央行态度明确，降准预期已经被证伪，短期流动性宽松对于拉高市场估值作用有限。寒冬和疫情影响下，投资消费增长乏力，企业盈利层面缺乏利好。因此，短期内股市上涨拉升风险偏好对于债市的影响有限。

值得注意的是，继美国新任总统拜登提出 1.9 万亿美元财政刺激政策后，美国新任财长候选人耶伦表示将继续推动新一轮财政刺激计划，令美债收益率快速反弹。后续若美国财政刺激继续加码，通胀预期有望进一步

春节前债市保持强势

2021.01.25

升温并传到至国内市场，届时债市或面临调整压力。

综上所述，笔者认为春节前债市有望维持强势，后期需要关注国内疫情发展和美国财政刺激计划。考虑到春节前现金走款和金融机构缴准造成的资金缺口，未来两周央行将继续流动性投放，资金面有望维持宽松。近期国内新增病例增加，导致多地防控措施升级，若后续生产和消费活动遭受负面冲击，此前市场对于基本面的乐观预期或面临转向，基本面对于债市的牵制作用也将减弱。风险方面，需要关注美国财政刺激加码引发的通胀预期升温对债市的扰动。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人作为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673