

【专题研究】

2月债市熊陡，建议关注中短端机会

——2月利率债月报

2020年3月5日

阅读要点

百瑞信托

博士后工作站

高阳

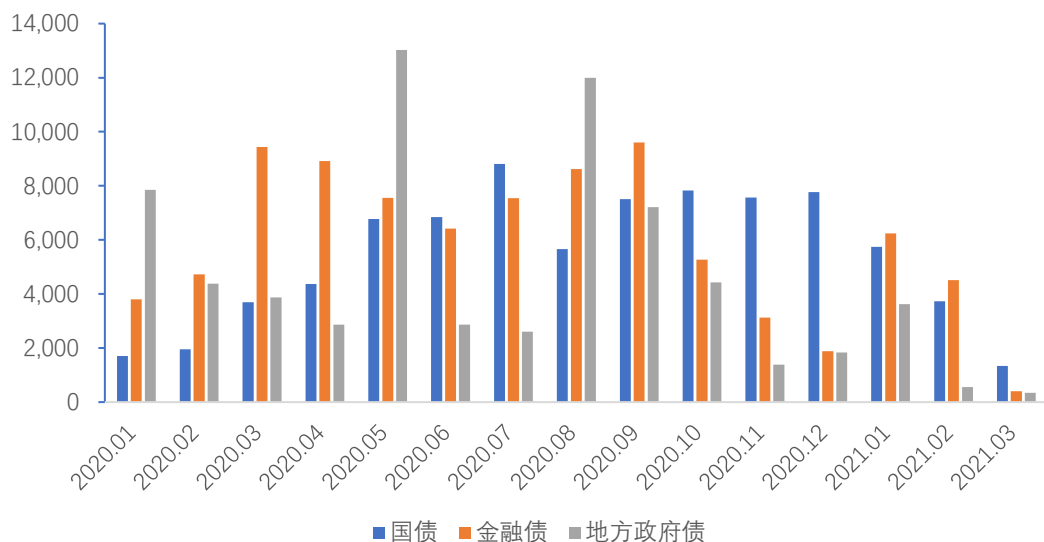
- **2月利率债回顾：资金平稳，债市收益率曲线熊陡**
 - **一级市场回顾：**2月供给压力减轻，同业存单量价齐升
 - **二级市场回顾：**2月利率债短端涨，长端跌
 - **流动性与资金面回顾：**资金面平稳，资金价差修复
- **3月利率债展望：货币政策不转弯，关注中短端机会**
 - **基本面研判：**PMI 环比增速回落，通胀可控，仍需货币支持
 - **政策研判：**政府报告中财政与货币政策整体利好债市
 - **资金缺口研判：**整体平稳，财政支出补充流动性
 - **市场研判：**关注中短端机会，以短久期票息策略为主

一、2月利率债回顾：资金平稳，债市收益率曲线熊陡

（一）一级市场回顾：2月供给压力减轻，同业存单量价齐升

2月利率债总发行量为8184亿元，相比1月环比减少7415亿元；其中，记账式国债发行3730亿元，环比减少2010亿元；政策性金融债发行3897亿元，环比减少2338亿元；地方政府债发行557亿元，环比减少3066亿元。进入3月第一周，国债计划发行1340亿，金融债计划发行405亿，地方政府债计划发行约340亿，从历史数据来看，进入三季度供给压力较大，三月供给压力尚可，但需关注两会政策的调整与变化。

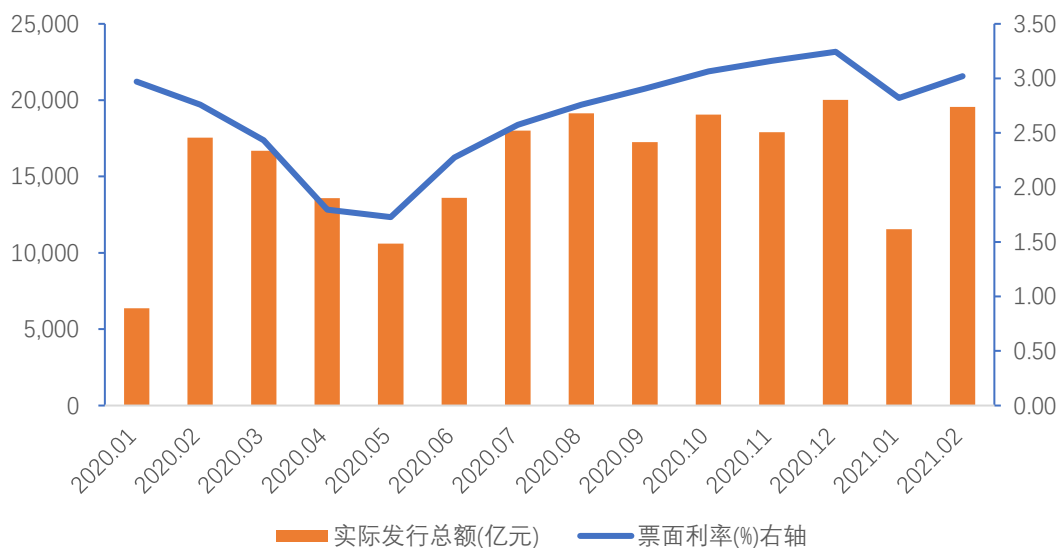
图1：一级市场利率债发行规模



数据来源：iFinD，百瑞信托

存单方面量价齐升。2月同业存单总发行量环比增加约8015亿元至19567.2亿元；票面利率上升约20BP至3.02，可能原因在于通胀预期下，央行谨慎投放流动性，资金面边际收紧。

图2：同业存单与发行利率



数据来源：iFinD，百瑞信托

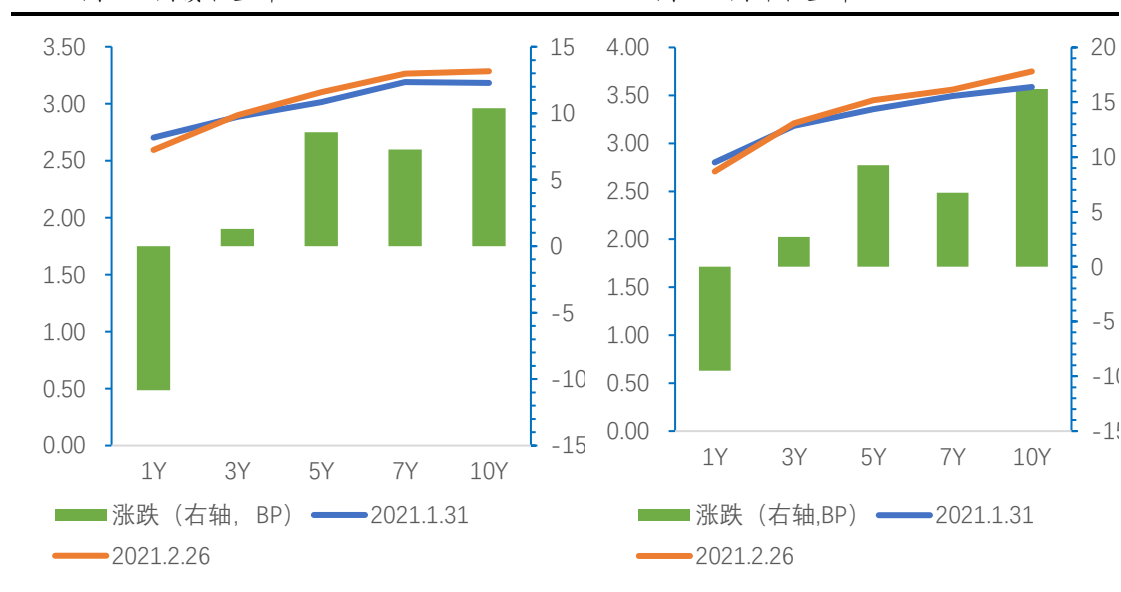
(二) 二级市场回顾：2月利率债短端涨，长端跌

市场表现来看，国债优于国开，1年期国债收于2.6%，环比下行8BP；10年期国债收于3.28%，环比上行10BP。1年期国开债收于2.71%，环比下行8BP；10年期国开债收于3.75%，环比上行17BP。进入二月末最后两周，央行累计回笼资金3450亿元，资金面收紧，

叠加美国国债十年收益率在二月持续抬升 30%，加剧了市场对通胀的预期，长端利率整体出现下跌。

图 3：国债收益率

图 4：国开收益率

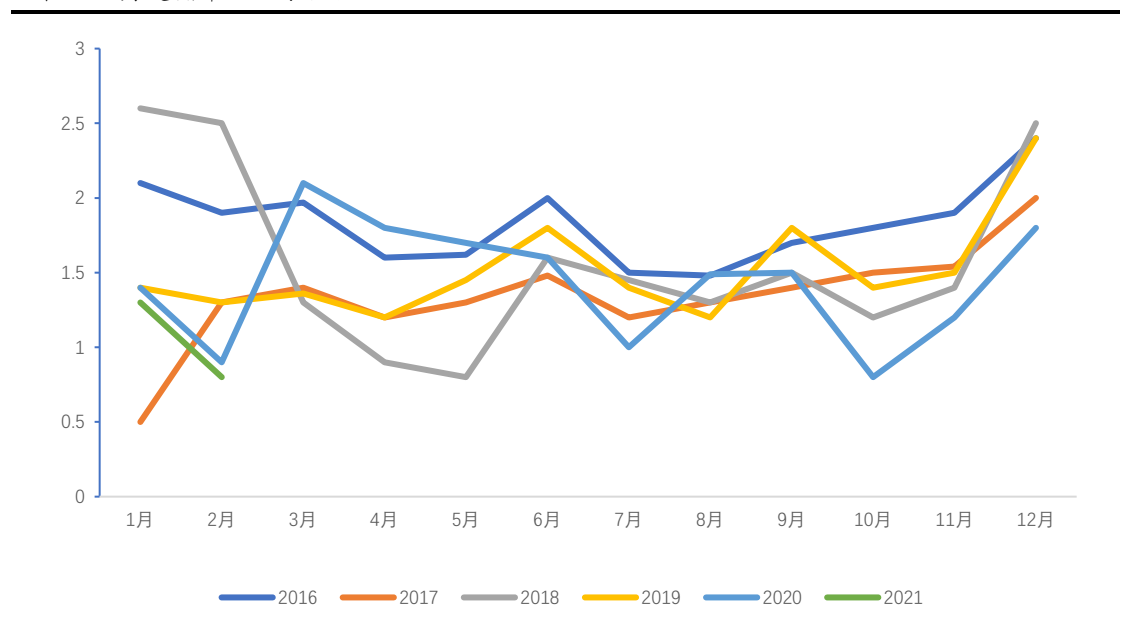


数据来源：iFinD，百瑞信托

（三）流动性与资金面回顾：资金面平稳，资金价差修复

流动性总量：2 月超储率回落。由于基础货币回笼约 2000 亿，财政存款增加或补充约 800 亿，缴准或消耗超储规模约 900 亿，公开市场净回收约 3000 亿，现金走款消耗约 3000 亿，1 月末超储率有可能回落到 0.8%附近的水平。

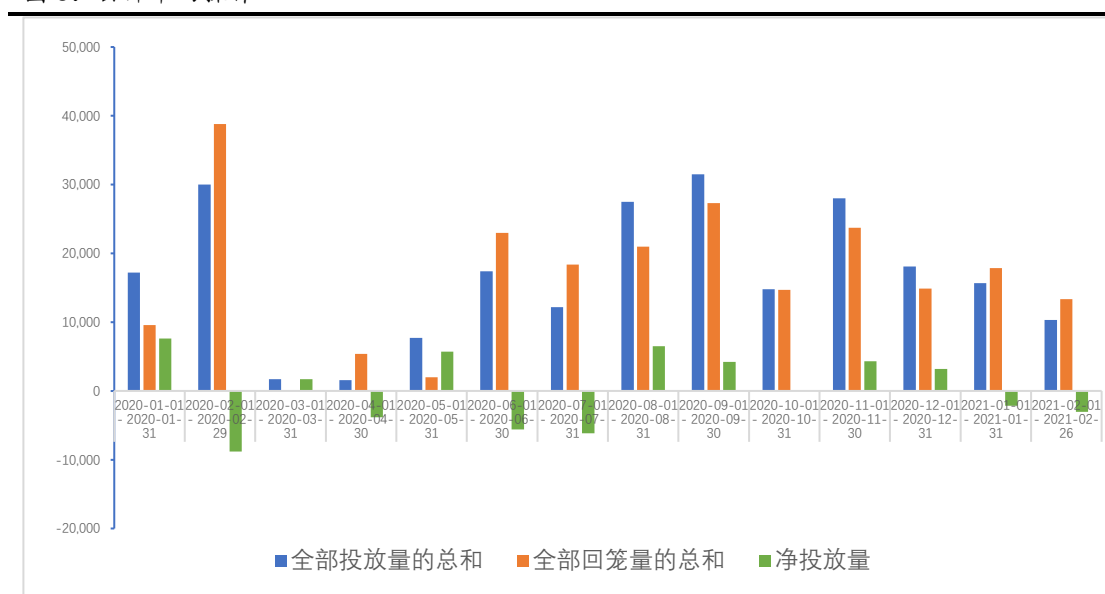
图 5：2 月超储率仍处于低位



数据来源：iFinD，百瑞信托

公开市场操作：2月累计投放-3040亿，市场投放相对谨慎。原因可能在于：第一，春节前为稳定市场预期，资金价格围绕政策利率波动，资金面整体宽松。第二，春节后受缴税影响，资金价格稍有波动，但二月是缴税小月，影响不大，且春节后现金回流银行体系对流动性也形成一定补充。第三，通胀预期下，债市投资者对加杠杆的需求下降。

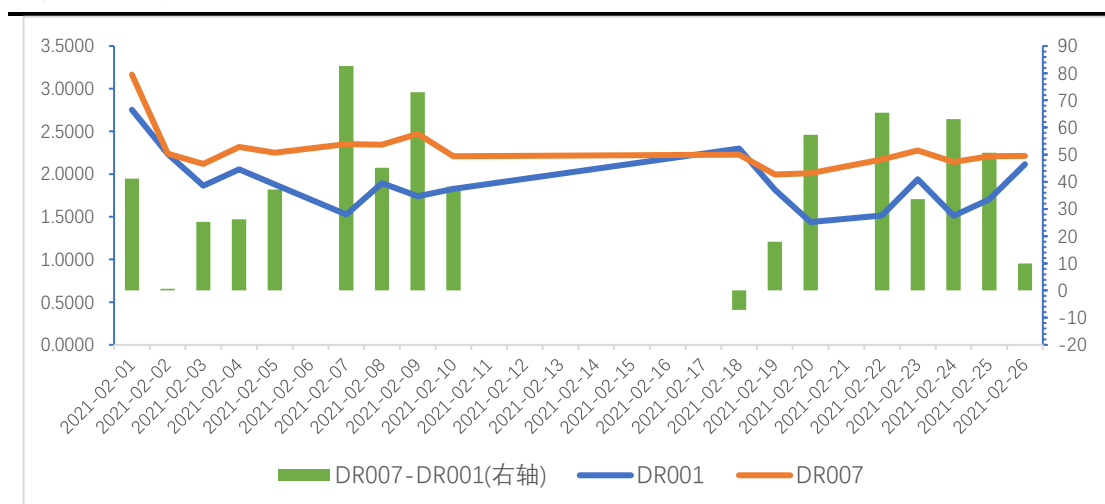
图 6：公开市场操作



数据来源：iFinD，百瑞信托

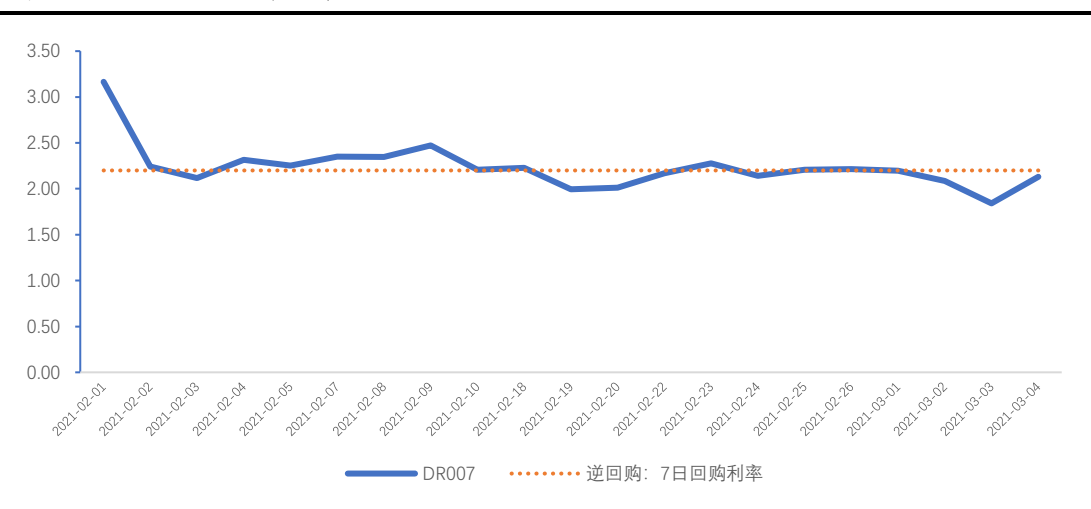
资金面：2月资金面整体平稳，资金价差下行修复。资金价格方面：月初资金价格由1月的紧张状态中得到修复，3号7天加权价格回到2.2%附近。中旬节后第一个交易日，央行对冲MLF，价格维持平稳。进入下旬，缴税期附近，央行继续维持小规模操作，资金面整体平稳。综合来看，今年春节因素对资金面影响较少，资金面整体平稳。

图 7：隔夜与七天利差走阔



数据来源：iFinD，百瑞信托

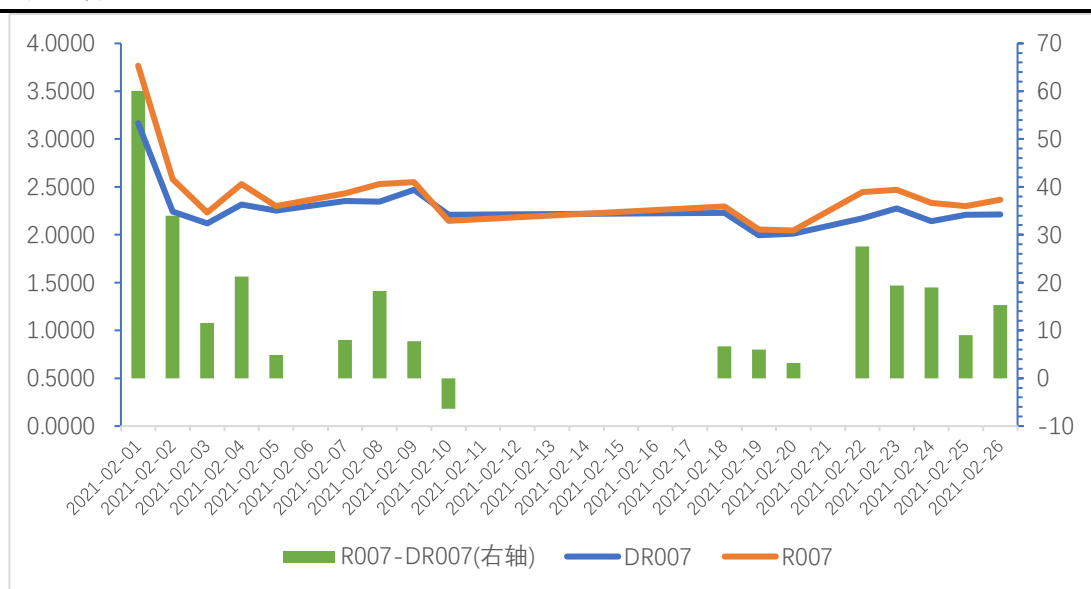
图 8：DR007 回落至政策利率附近



数据来源：iFinD，百瑞信托

资金分层方面：7D 全市场质押式回购资金价格（R007）与 7D 存款类金融机构质押回购资金价格（DR007），利差大幅回落至 10BP 左右。在资金面整体平稳后，资金价差表现也相对平稳。

图 9：资金价格分层修复



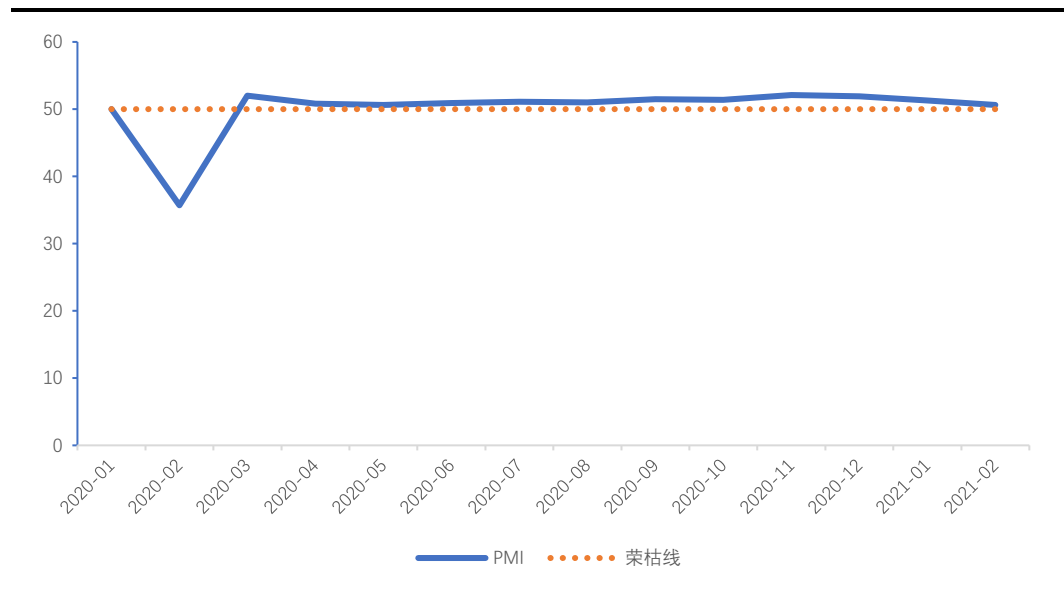
数据来源：iFinD，百瑞信托

二、3 月利率债研判：货币政策不转弯，关注中短端机会

(一) 基本面研判：PMI 环比增速回落，通胀可控，经济仍需货币支持

2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，比上月略降 0.7 个百分点，连续两个月环比下降，主要原因在于春节放假对生产造成的影响，但仍位于临界点以上，表明制造业扩张步伐放缓。

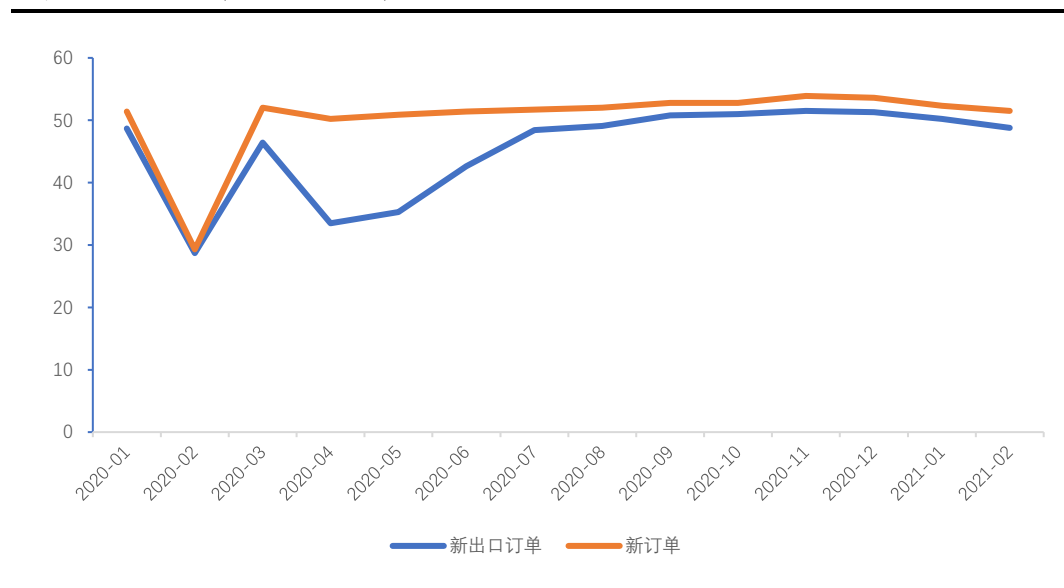
图 10：制造业 PMI（%）



数据来源：iFind，百瑞信托

需求动力较弱，内需与外需订单连续两月双回落。2 月新订单指数低于 1 月的 52.30%，回落 0.8 个百分点至 51.50%，内需动力不足。2 月新出口订单指数由 1 月的 50.20% 下行到 48.80%，连续两月增速下行。

图 11：PMI 新订单、新出口订单（%）

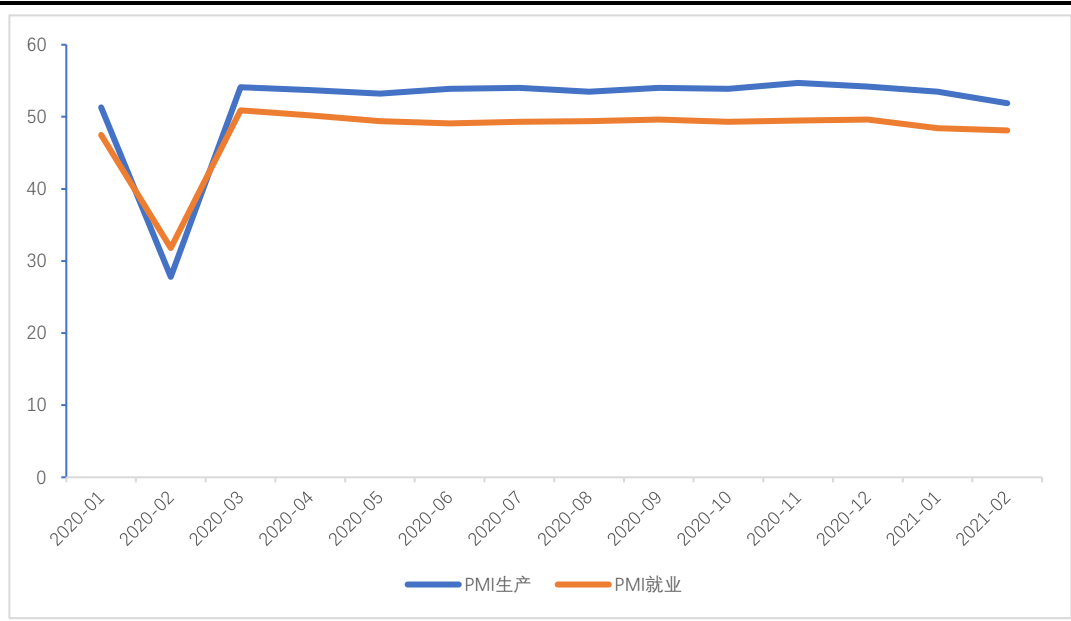


数据来源：iFind，百瑞信托

生产与就业连续三月回落。2 月生产指数为 51.90%，相比上月回落 1.4 个百分点，生产

动力较弱。2月制造业 PMI 就业人数为 48.1%，相比上月回落 0.3 个百分点。

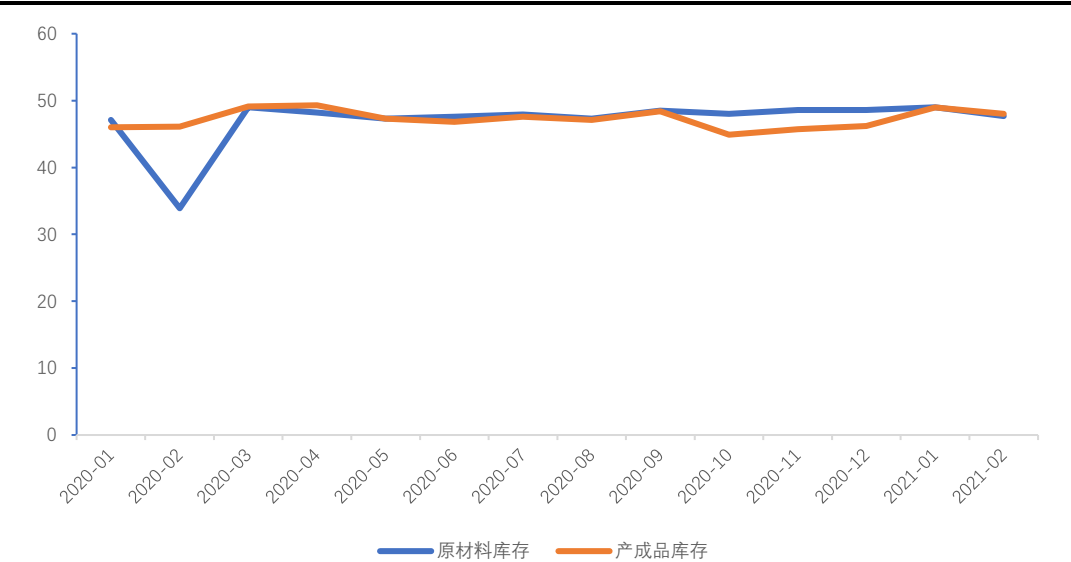
图 12：PMI 生产与就业 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

需求弱化，企业产成品库存回落。2月原材料库存指数由1月49.0%下降至47.7%，产成品库由12月的49.0%降至48.0%。

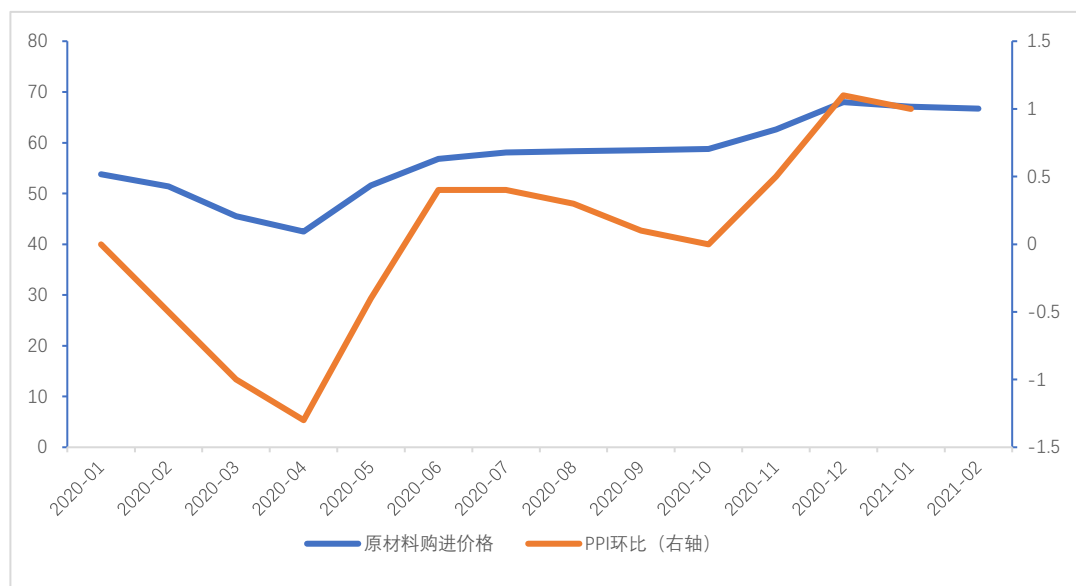
图 13：PMI 原材料库存、产成品库存 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

原材料购进价持续回落，有可能压制 PPI 环比增速下降。2月原材料购进价格由1月67.1%下降至66.7%，由于原材料购进价格对于 PPI 具有领先的作用，预计 PPI 环比增速有可能继续下降。

图 14：PMI 原材料购进价格与 PPI 环比 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

分析：核心 PPI 在 PMI 环比下行的趋势下，有可能继续下行，意味着国内通胀压力可控，短期内货币政策收紧的可能性降低，经济稳步回升仍需货币政策的支持。

（二）政策研判：政府报告中财政与货币政策整体利好债市

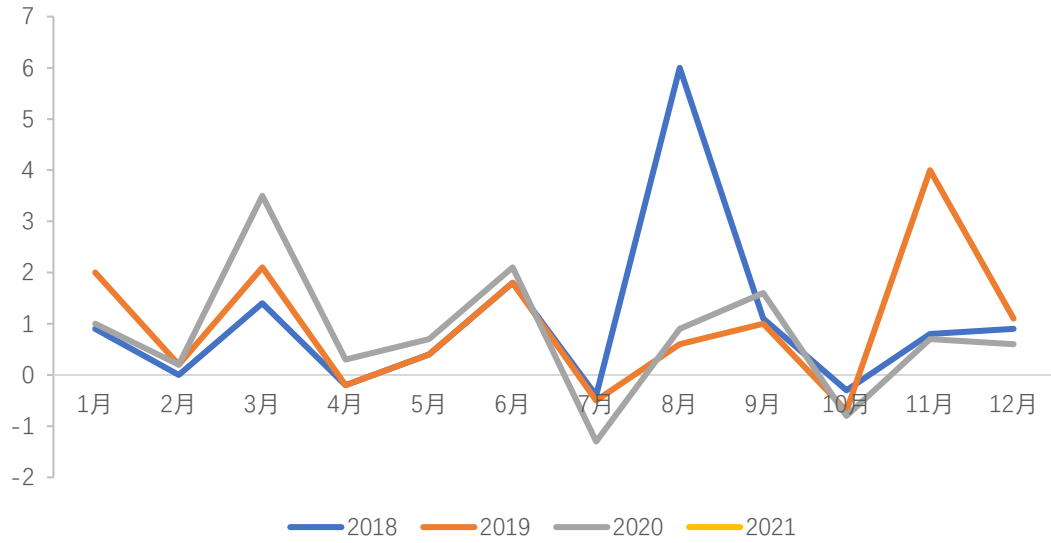
3月5日，政府召开两会，关于货币政策方面，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。关于财政政策方面，积极的财政政策要提质增效、更可持续。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按3%左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。

整体来看，在财政赤字率下降、信用收缩环境下，债券发行量减少，货币供应中性，整体利好债市。

（三）3月资金缺口研判：整体平稳，财政支出补充流动性

1. 内生缺口分析：降准压力增大。法定存款准备金随着一般存款的增长而自然增长，形成流动性的刚性缺口。其存在显著的季节性趋势，季初月份环比增速回落，3月一般存款通常季节性回升，缴准需求或在3400亿附近，缴准压力带来的缺口或边际放大。

图 15：3 月一般存款季节性回升



数据来源：iFind，百瑞信托

公开市场操作方面：到期压力不大。截止到3月5号统计，其中7天逆回购到期1000亿，MLF到期1000亿，总计约2000亿，整体来看，资金到期压力相对较轻。

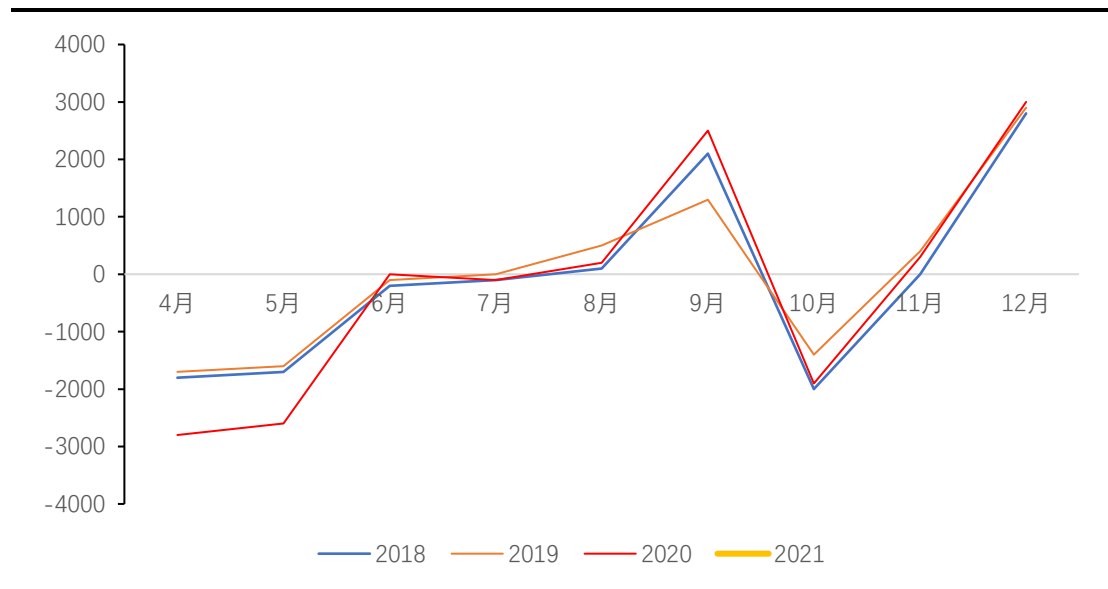
图 16：3月公开市场到期操作

| 2021年3月 | | | | | | | | | | | |
|---------|----------|-----------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------|---|---------------------|---------------------|----------|-----|----------|
| | | 星期日 | 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 | | | |
| 日期 | | 28 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | | | |
| 计划到期 | 本周合计计划到期 | | 逆回购到期 7D 200亿; 存 单到期1167亿 | 逆回购到期 7D 100亿; 存 单到期1335亿 | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -200.00 | 逆回购到期 7D -200.00 | 逆回购到期 7D -200.00 | | | 本周央行合计净 |
| 央行当日操作 | 逆回购 | -800.00 | 逆回购发行 7D 100.00 | 逆回购发行 7D 100.00 | 逆回购发行 7D 100.00 | 逆回购发行 7D 100.00 | 逆回购发行 7D 100.00 | 逆回购发行 7D 100 | | | 逆回购 500. |
| 方向及净量 | 净投放 | 0.00 | 净回笼 -100.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净投放 0.00 | 净回笼 | -300. |
| 日期 | | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | | | |
| 计划到期 | 本周合计计划到期 | | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -100.00 | 逆回购到期 7D -100.00 | | | 本周央行合计净 |
| 央行当日操作 | 逆回购 | -500.00 | | | | | | | | | 逆回购 0.00 |
| 方向及净量 | 净投放 | 0.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净回笼 -100.00 | 净投放 0.00 | 净回笼 | -500. |
| 日期 | | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | | | |
| 计划到期 | 本周合计计划到期 | | | MLF到期 | | | | | | | 本周央行合计净 |
| 央行当日操作 | MLF、逆回购 | -1,000.00 | | | -1,000.00 | | | | | | 0.00 |
| 方向及净量 | 净投放 | 0.00 | 净投放 0.00 | 净回笼 -1,000.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净回笼 | -1,000. |
| 日期 | | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | | | |
| 计划到期 | 本周合计计划到期 | | | | | | | | | | 本周央行合计净 |
| 央行当日操作 | | 0.00 | | | | | | | | | 0.00 |
| 方向及净量 | 净投放 | 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 | 0.00 |
| 日期 | | 28 | 29 | 30 | 31 | 备注： ①逆回购发行是央行释放流动性 ②逆回购到期是央行回收流动性 ③3月15日为缴税日 | | | | | 本周央行合计净 |
| 央行当日操作 | | 0.00 | | | | | | | | | 0.00 |
| 方向及净量 | 净投放 | 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | 净投放 0.00 | | | | | | 净投放 0.00 |

数据来源：iFind，百瑞信托

2. 外生缺口分析：现金走款或补充流动性。3 月，现金需求量降低，对于流动性或有补充。

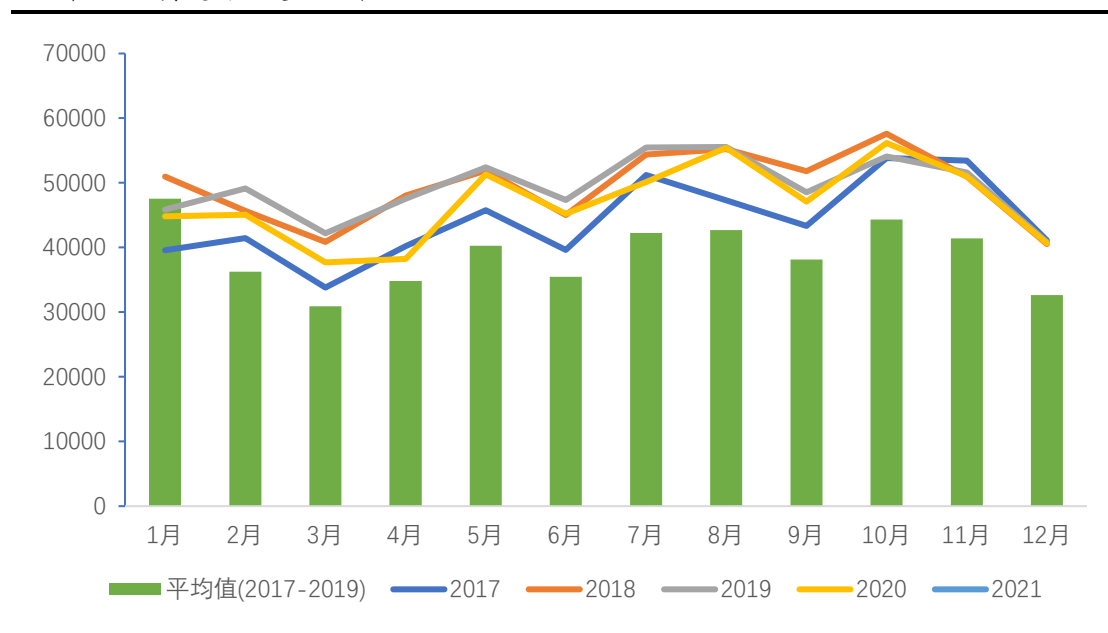
图 17：现金走款或补充流动性



数据来源：iFinD，百瑞信托

3. 财政因素：缴税压力不大，财政支出补充流动性。央行资产负债表的政府存款是财政对于流动性影响的集中体现，历史上 3 月财政存款较低，支出较大，对流动性形成较大支撑。

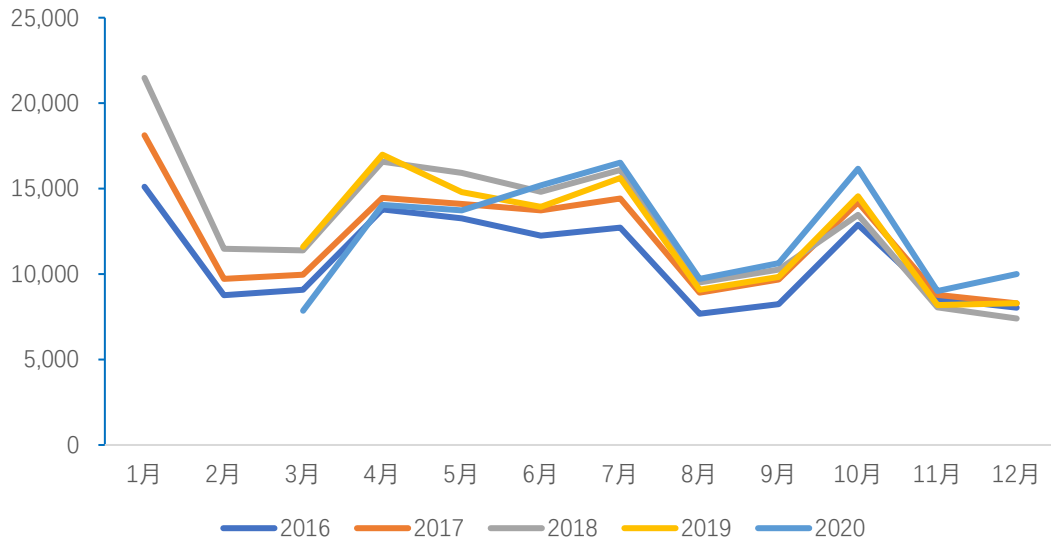
图 18：3 月是财政支出上行



数据来源：iFinD，百瑞信托

历史上 3 月是缴税小月，缴税规模不大，就主要税种缴税的季节性规律而言，3 月缴税规模不足万亿，对流动性扰动较小。

图 19：3 月为税收小月



数据来源：iFinD，百瑞信托

(四) 市场研判：关注中短端机会，以短久期票息策略为主

1. 利率水平：国债安全边际优于国开债。截止 2 月末，从历史分位数来看，国债与国开不同期限利率分位数逐步接近中位数水平，1Y、3Y、5Y、7Y 国债均位于 40%分位数附近，10Y 国债位于 32%分位数，相比国债，国开债历史分数相对整体偏低。

图 20：国债、国开利率水平 (%)

| | | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y |
|----|-------|------|------|------|------|------|
| 国债 | 中位数 | 2.76 | 3.01 | 3.17 | 3.4 | 3.48 |
| | 当前价位 | 2.6 | 2.9 | 3.11 | 3.26 | 3.28 |
| | 当前分位数 | 38 | 40 | 42 | 39 | 32 |
| 国开 | 中位数 | 3.22 | 3.64 | 3.84 | 4.02 | 4.08 |
| | 当前价位 | 2.74 | 3.23 | 3.47 | 3.58 | 3.75 |
| | 当前分位数 | 33 | 32 | 30 | 25 | 35 |

数据来源：iFinD，百瑞信托 起止时间：2010.01-2021.02

2. 期限利差：国债中短端期限利差保护较好。5Y-3Y 国债收益率曲线最为陡峭，分位数达到 71%；10Y-1Y 国债利差相比上月走扩 18BP，位于 57%的历史分位数。对比国开债来看，国债中短端曲线更为陡峭，尤其是 5Y-3Y 国债收益率曲分位数达到 71%。

图 21：期限利差（%）

| | | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-1Y |
|----|-----------|-------|-------|--------|
| 国债 | 中位数 (BP) | 26 | 15 | 63 |
| | 当前水平 (BP) | 30 | 20 | 68 |
| | 当前分位数 (%) | 36 | 71 | 57 |
| 国开 | 中位数 (BP) | 47 | 20 | 87 |
| | 当前水平 (BP) | 49 | 23 | 102 |
| | 当前分位数 (%) | 54 | 63 | 62 |

数据来源：iFinD，百瑞信托 启止时间：2010.01-2021.02

3. 国开隐含税率：市场处于调整，关注中短端。十年期国开隐含税率的极限值在 23%，目前为 12.64%，相比上月上升 1.19%，仍然处于较低位置，隐含税率具有“牛市下降，熊市上升”，目前仍然处于上升阶段。除 5Y 与 7Y 较上月下降超 1%外，其余普遍上升。

图 22：国开隐含税率（%）

| 国开 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中位数 | 14.26 | 15.63 | 15.29 | 14.63 | 13.78 |
| 当前水平 | 4.91 | 10.16 | 10.39 | 8.81 | 12.64 |
| 当前分位数 | 12 | 12 | 6 | 4 | 40 |

数据来源：iFinD，百瑞信托 启止时间：2010.01-2021.02