

# 宏观5月月度报告

严梦圆 F3070177  
0571-87215357  
ymy@cnzsqh.com

郑弘 F3027428  
0571-87215357  
zhengh@cnzsqh.com

## 报告导读

从去年同期一季度见底以及政策支持力度边际下滑来看，今年一季度GDP或已经见顶。此外社融信贷低于同期且不及预期，PMI全线回落也表明经济表现最强的时期或许已经过去。

## 相关报告

**债券：**综合经济基本面，通胀和流动性三方面来看，当前市场环境下利率上方空间不大，可以尝试参与做多期债，十年期利率区间(3.0%-3.2%)。供参考

**商品：**美联储4月继续鸽派，维持利率近零水平，维持购债规模不变，将推动海外经济复苏进程，海外通胀预期下，预期商品价格整体偏多；不过，商品后绪仍存风险，印度疫情肆虐之下原油等商品需求或有所下滑。

报告撰写人：严梦圆，郑弘、金辉  
数据支持人：严梦圆，郑弘、金辉

**股票：**我们认为指数在相当长一段时间内将维持震荡态势，同时上方压力较为显著；但当前的基本面与资金情绪同样不支持指数出现大幅下跌。具体操作上，当前IF2106合约继续关注5250的压力位，4900的支撑位。

**黄金：**综合来看，美联储偏鸽短期继续支撑金价，但是中长期美国经济复苏逻辑无法被打破，关注美黄金1800美元阻力位。

## 正文目录

<b>1. 宏观篇：</b>	<b>4</b>
1.1. 海外经济：美联储偏鸽支持经济继续复苏	4
1.1.1. 拜登提出 2 万亿美元基建计划和 1.8 万亿美元家庭计划	4
1.1.2. 美联储 4 月会议持续偏鸽	4
1.1.3. 海外疫情风险再次回升	5
1.2. 国内经济：数据虽延续强势，但高峰或已过去	6
1.2.1. 经济数据：GDP 增速高点已现	6
1.2.2. 景气指数：较上月回落	7
1.2.3. 价格指数：基数叠加复苏，通胀修复上行	8
1.3. 政策方向：货币政策维稳，信用政策收缩	9
1.4. 资产配置：经济复苏边际放缓	10
1.4.1. 债券：利率上方空间有限	10
1.4.2. 商品：整体偏多	10
1.4.3. 股票：上方存在压力	10
1.4.4. 黄金：维持观望	10
<b>2. 国债篇</b>	<b>11</b>
2.1. 行情回顾：4 月利率维持震荡	11
2.2. 利率影响因素：预期已存，等待机会	11
2.2.1. 经济：复苏中继，高点已现	11
2.2.2. 通胀：基数影响，仍在修复	12
2.2.3. 流动性：央行维稳，不松不紧	13
2.2.4. 海外因素：美债回升，利差仍存	13
2.3. 期限利差：偏向平坦，整体震荡	14
2.4. 5 月行情展望	15

## 图片目录

图 1: 2 月以来全球疫情增速明显回落 .....	4
图 2: 美联储观察工具显示 6 月会议加息概率同样较低 .....	5
图 3: 美国失业率尚未达到疫情前水平 .....	5
图 4: PCE 数据仍大幅低于 2% 的通胀目标 .....	5
图 5: 巴西印度死亡病例快速增加 .....	6
图 6: 近期印度每日新增病例大增 .....	6
图 7: 3 月工业增加值增速略低于预期 .....	7
图 8: 3 月投资增速略有回落 .....	7
图 9: 一季度 GDP 增速大幅上行 .....	7
图 10: 3 月消费增速强于预期 .....	7
图 11: 4 月制造业及非制造业 PMI 扩张度放缓 .....	8
图 12: 4 月生产及新订单指数回落 .....	8
图 13: 4 月新出口订单和进口订单回落 .....	8
图 14: 4 月购进和出厂价格略有回落 .....	8
图 15: 3 月 PPI 与 CPI 同比增速均上行 .....	9
图 16: 3 月 PPI 环比继续上行, CPI 环比略有下降 .....	9
图 17: 4 月生猪价格继续下行 .....	9
图 18: 4 月原油价格高位震荡 .....	9
图 19: 社融存量同比持续下滑 .....	10
图 20: 新增社融出现下滑 .....	10
图 21: 近期国债收益率走势 .....	11
图 22: 3 月工业工业低于预期 .....	12
图 23: 3 月新增信贷出现回落 .....	12
图 24: 4 月制造业 PMI 高位回落 .....	12
图 25: PPI 上穿 CPI .....	13
图 26: PPI 与利率走势 .....	13
图 27: 3 月 DR007 维持平稳 .....	13
图 28: 各期限 SHIBOR 利率维持平稳 .....	13
图 29: 4 月中美利差维持平稳 .....	14
图 30: 当前期限利差情况 .....	15

## 1. 宏观篇：

### 1.1. 海外经济：美联储偏鸽支持经济继续复苏

#### 1.1.1. 拜登提出 2 万亿美元基建计划和 1.8 万亿美元家庭计划

在 1.9 万亿刺激计划通过三周后，拜登提出了 2 万亿美元的基建计划，旨在对包括“减少贫富差距”“解决气候变化”“提高美国的竞争力”等方面做出成果。根据提案来看，这个计划包括以下几个部分：①6210 亿美元用于支持交运项目的建设，其中包括修建 3.2 万公里高速公路，修理 1 万座桥梁，还要建造 50 万个充电站，用于支持电动汽车的推广普及。②4000 亿美元用于扩建老人及残疾人住房，其中 2130 亿美元用于建造适合穷人的住房。③1110 亿美元用于为居民建造新的下水道系统。④1000 亿美元用于高速因特网建设。⑤1000 亿美元用于清洁能源电力系统的建设。⑥1000 亿美元用于建造新的或者翻新老旧的公立学校。⑦最后还将有超过 5000 亿美元用于支持美国的制造业，其中主要对应保证供应链畅通，员工再训练以及科技研究发展。可以看到这 2 万亿计划基本上都是用于包括交运、住房、管网和学校等基础设施建设方面。这一点与之前 1.9 万亿元主要用于支付地方政府支出、疫情防治以及居民失业金的财政刺激方面呈现出明显的不同，若得到通过将明显扩大需求从而对美国经济起到较好的支撑作用。

此外在 4 月末拜登再次提出一个 1.8 万亿美元旨在针对儿童、学生和家庭的“美国家庭计划”。其中大概一万亿美元主要用于儿童相关服务，支持奖学金和各种学费赞助等项目的投资，剩下 8 千亿美元主要用于对美国家庭和劳动者进行减税。

目前来看两个计划短期内通过的概率不大。首先，根据拜登的提案，基建计划以加税来筹集资金，将企业税从目前的 21% 提高到 28%，此外还将对企业加征全球税。而美国家庭计划的部分金额也将通过提高美国最富裕群体的税率抵免，这些税收包括提高年收入超过 60 万的个人所得税税率，从 37% 提高至 39.6%；同时针对年收入超过 100 万美元的家庭的资本利得税也将提高到 39.6%。可以发现两个计划均是以加税作为筹集资金的方法，而民主党当前在参议院仅有微弱优势并不足以一锤定音，所以这意味着税改需要长期的两党博弈才能完成。其次这两项计划并不是一次性的计划，而是一个 10-15 年逐步实现的长期计划，而拜登就算连任也只有 8 年时间，这意味着当前的提案未来可能出现较大的变数。

图 1：2 月以来全球疫情增速明显回落

投资项目	投资资金
交通设施，高速桥梁，充电站电动汽车	6210
为穷人，老人和残疾人扩建可用住房	4000
家用下水道及排水系统	1110
高速网络系统	1000
清洁能源电力系统	1000
建设升级公立学校	1000
制造供应链，员工教育以及支持研究发展	5000

资料来源：Worldometer，浙商期货研究中心

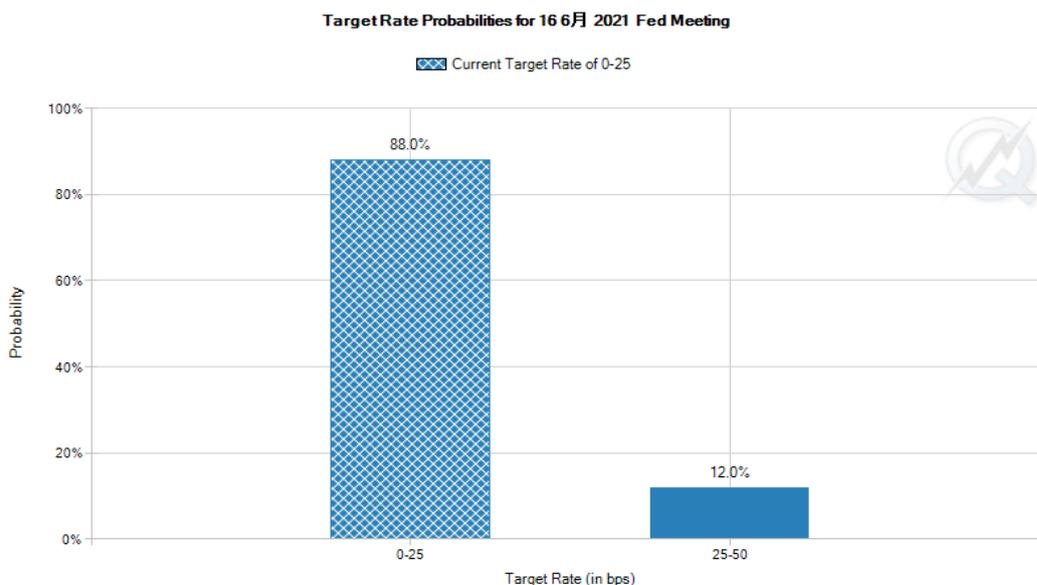
#### 1.1.2. 美联储 4 月会议持续偏鸽

4 月 28 日美联储议息会议整体仍然维持偏鸽态度。美联储主席鲍威尔在美联储利率决议会议上声明，维持当前货币政策不变，维持 0%-0.25% 的利率不变，同时也维持每月 1200 亿的购债规模不变。

美联储 4 月继续偏鸽基本上是符合市场此前预期的。首先，4 月多位美联储官员的偏鸽表态就已经暗示了 4

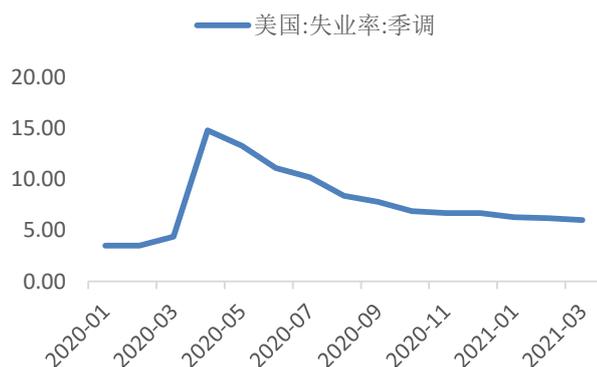
月会议的走向。鲍威尔主席的讲话表明，美联储收缩货币政策必须要建立在就业与通胀都能达到合意水平之后。而当前就业方面虽然较之前有明显的改善，但是受疫情打击最严重的行业仍然未能完全恢复。而通胀方面，当前PCE指数仍然大幅低于2%的长期目标之下，且在平均通胀目标的框架之下这个差距就更大了。未来来看，根据美联储观察工具显示，6月美联储加息的概率仅在12%左右，很有可能继续不进行收缩操作。而疫苗进度很大程度上影响经济的恢复速度，75%的接种比例可以说是美联储收缩政策的必要条件之一。根据现有接种速度来看，7-8月份或许是疫苗接种的重要时间点。

**图 2：美联储观察工具显示 6 月会议加息概率同样较低**



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 3：美国失业率尚未达到疫情前水平**



资料来源：Worldometer，浙商期货研究中心

**图 4：PCE 数据仍大幅低于 2% 的通胀目标**

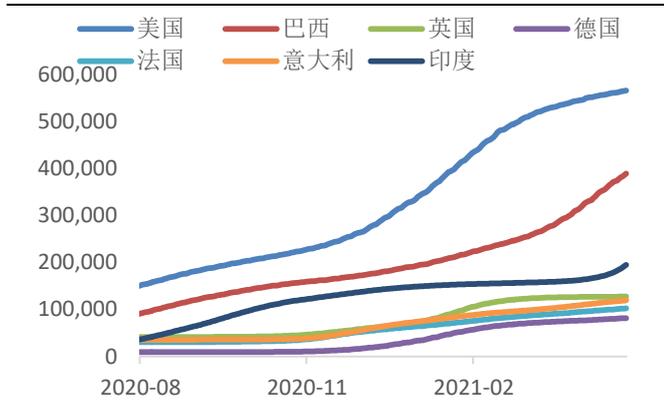


资料来源：Worldometer，浙商期货研究中心

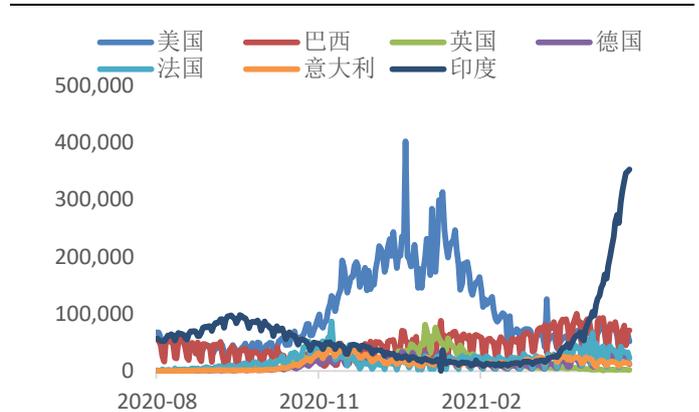
### 1.1.3. 海外疫情风险再次回升

根据 WHO 的数据显示，截至 4 月 27 日，全球新冠累计确诊病例达 147,539,302 例，累计死亡病例 3,116,444 例。从全球新冠病毒新增感染病例数量上来看，4 月再次爆发了新的疫情高峰，主要新增来自于印度，而欧元区、美国、巴西等国新增病例也出现了小幅回升。

当前全球疫情焦点主要在印度，截至4月27日印度每日新增病例已经超过35万人，相比4月初的7万人增长超过400%。印度的医疗系统不堪重负，各种医疗资源供不应求，死亡人数不断上升。造成这样情况的主要原因可能与印度近期聚众举办大壶节导致疫情快速传播有关。由于印度疫情呈现出爆发性的增加，且未来前景不确定性大增，全球风险偏好略有受到压制。

**图 5：巴西印度死亡病例快速增加**


资料来源：Worldometer，浙商期货研究中心

**图 6：近期印度每日新增病例大增**


资料来源：Worldometer，浙商期货研究中心

## 1.2. 国内经济：数据虽延续强势，但高峰或已过去

### 1.2.1. 经济数据：GDP 增速高点已现

国家统计局公布的数据显示：一季度 GDP 增速 18.3%，较去年四季度上行 11.8 个百分点。3 月工业增加值增速为 14.1%，较上月出现大幅回落。3 月累计固定资产投资增速为 25.6%，较上月回落 9.4 个百分点。3 月社会消费同比增速 34.2%，较上月增加 0.8 个百分点。一季度以及 3 月的各项经济数据受到去年基数的影响较大，所以不能简单的看增速的变化。从环比以及预期上看，工业生产略低于预期，而消费略高于预期。

① 工业增加值增速略低于预期。3 月工业增加值增速 14.1%，较 2 月出现大幅下滑。之所以出现如此大的增速下滑主要是因为 1-2 月高增为低基数影响，而对比 3 月和去年同期或者去年 12 月的数据来看，工业增加值增速仍然处于继续回升的趋势。但由于原地过节政策影响下，2 月生产实际上并不弱，使得往年季节性预期失效，从而使得工增低于市场预期。

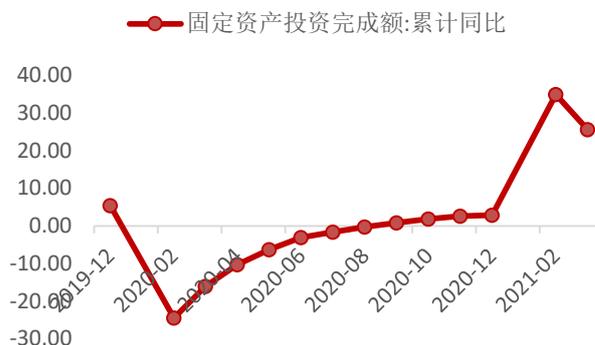
② 投资增速略有分化，基本符合预期。3 月投资累计增速 25.6%，较 1-2 月下行 9.4 个百分点。其中地产、基建和制造业均有超过 25% 的累计增速。与工增类似，投资高增速背后主要也是低基数影响。经济复苏背景下，今年基建支持力度将会下降，房住不炒持续下地产难有高增，上半年制造业或许为投资的主要支撑。

③ 社会消费增速略高于预期。3 月消费增速 34.2%，较上月上行 0.4 个百分点。在基数回升的情况下还能再创新高，表明当前消费需求较强。全年来看消费对经济均有一定支撑。

从去年同期一季度见底以及政策支持力度边际下滑来看，今年一季度 GDP 或已经见顶。制造业和消费是今年经济的主要支撑力量，基建方面或许强劲不再。

**图 7：3 月工业增加值增速略低于预期**

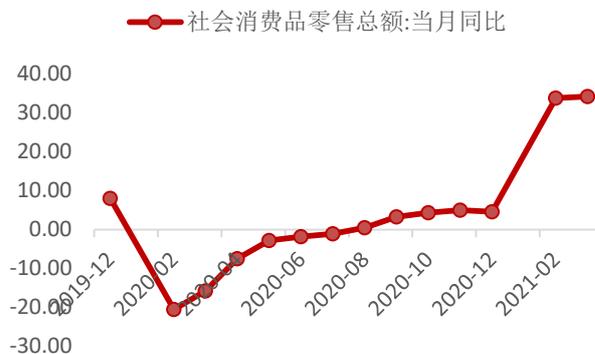

资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 8：3 月投资增速略有回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 9：一季度 GDP 增速大幅上行**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 10：3 月消费增速强于预期**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

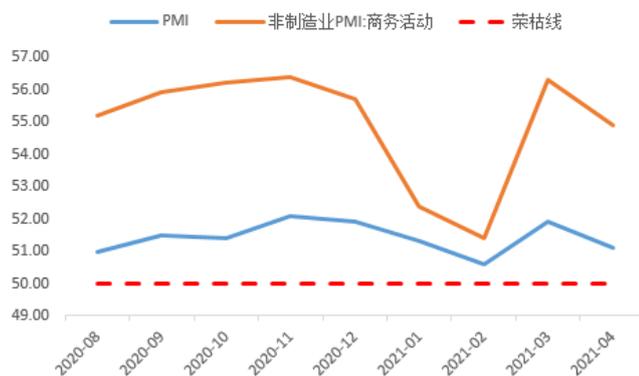
### 1.2.2. 景气指数：较上月回落

近期国家统计局公布的官方 PMI 数据显示：4 月官方制造业 PMI 为 51.1%，较上月回落 0.8 个百分点，连续 14 个月位于荣枯线以上；4 月官方非制造业 PMI 为 54.9%，较上月回落 1.4 个百分点。制造业及非制造业 PMI 扩张速度继续双双放缓，景气水平较上月回落幅度超出预期。

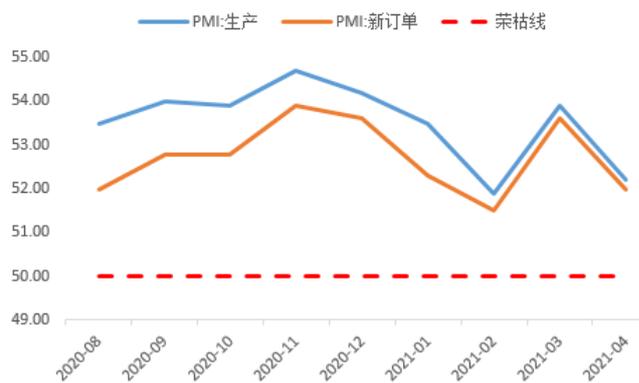
①生产及新订单均呈现回落态势。生产指数和新订单指数为 52.2%和 52.0%，分别较上月回落 1.7 和 1.6 个百分点。不过两者仍然在荣枯线之上，且已经持续连续 14 个月，表明制造业供需两端增速虽仍在扩张但边际有所放缓。

②进出口景气度有所下降。本月新出口订单指数和进口指数为 50.4%和 50.6%，分别较上月回落 0.8 和 0.5 个百分点，体现我国进出口景气度出现下滑。目前已经较为接近 50 的荣枯线水平，今年出口形势或不及去年。

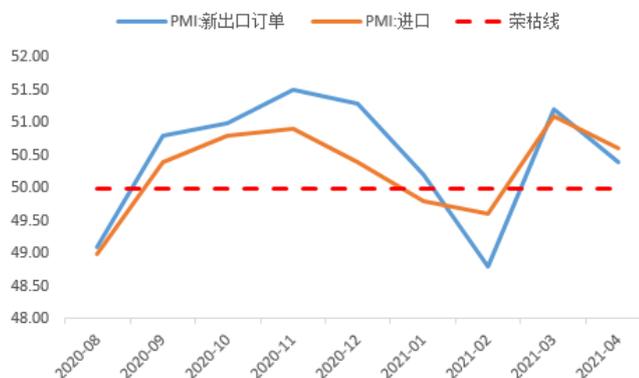
③购进和出厂价格略有放缓，但仍保持在较高位置。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数当下仍保持在较高水平，分别表现为 66.9%和 58.3%，较上月虽有所回调，但仍处于较高位置。值得注意的是上游景气程度超过下游，或逐步压缩下游企业利润。

**图 11：4 月制造业及非制造业 PMI 扩张度放缓**


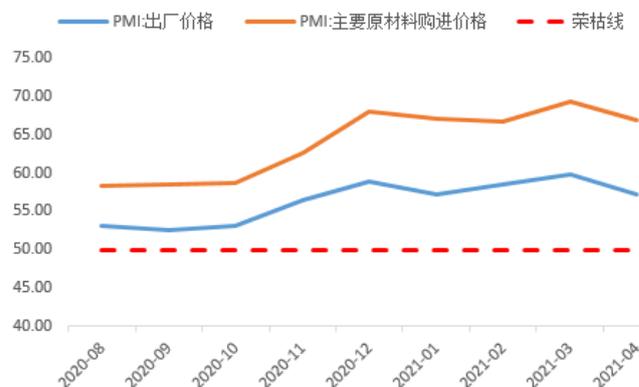
资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 12：4 月生产及新订单指数回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 13：4 月新出口订单和进口订单回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 14：4 月购进和出厂价格略有回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

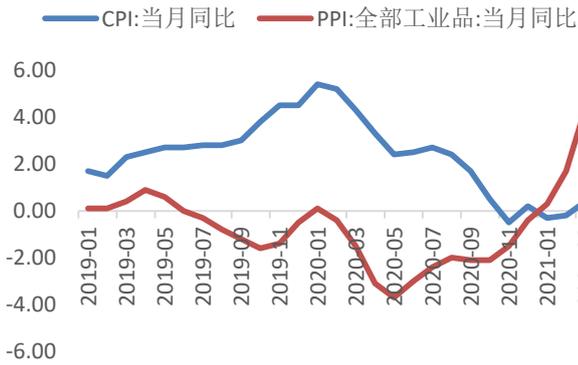
### 1.2.3. 价格指数：基数叠加复苏，通胀修复上行

2021 年 3 月份，全国居民消费价格同比增长 0.4%，较上月上行 0.6 个百分点；同月 PPI 同比上涨 4.4%，较上月增加 2.7 个百分点。

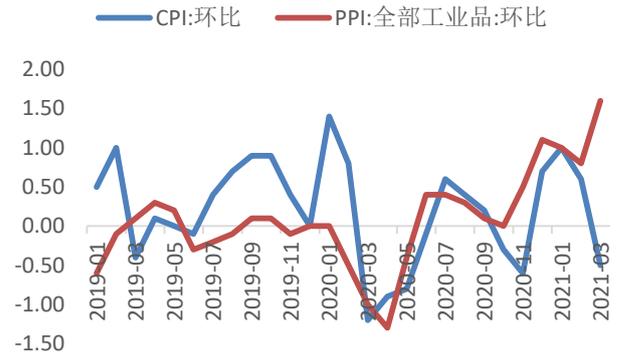
3 月 CPI 同比小幅回升。从分项看主要为交通通信项带来拉动，去年同期油价处于历史低位带来的基数影响使得 CPI 同比出现回升。而其它分项来看，食品烟酒、衣着、居住、生活用品、教育文化娱乐以及医疗保健增速均较小，其它用品及服务出现了小幅下降。同时 3 月 CPI 环比增速为-0.5%，较上月下降 1.1 个百分点，主要由于猪肉价格再次出现了下跌。高频数据上显示出 22 省市生猪价格在 3 月从 30 元下行到 25 元左右，下行幅度为 16.7%，而同时国际原油价格在 3 月基本维持震荡态势，最终形成 CPI 环比走弱的格局。

PPI 方面 3 月出现较大幅度的上行。主要有几个原因：① 2020 年 3 月 PPI 仅为-1.5%，偏低的基数支持 PPI 同比上行。② 宏观景气预期使得铜、铝等有色金属价格创出新高，以及化工产品价格持续上行。③ 国内碳中和等政策加码影响黑色金属等相关产业的商品出现上涨。

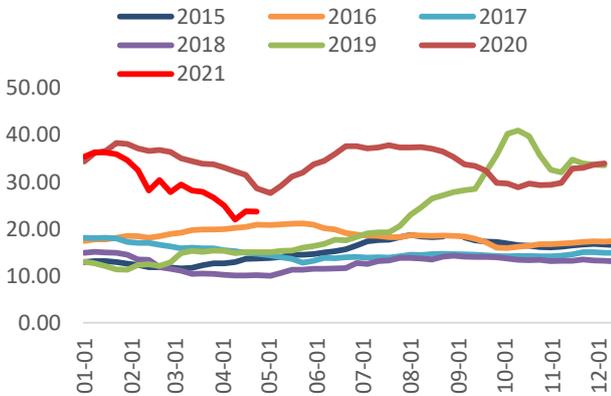
预计 4 月通胀将继续呈现出修复回升态势。一方面去年基数影响仍存，CPI 去年呈现持续下行，PPI 在 5 月才真正见底；另一方面，全球经济复苏支持大宗商品价格，支撑价格指数。不过当前印度疫情肆虐，对国际需求或造成意外打击。

**图 15：3 月 PPI 与 CPI 同比增速均上行**


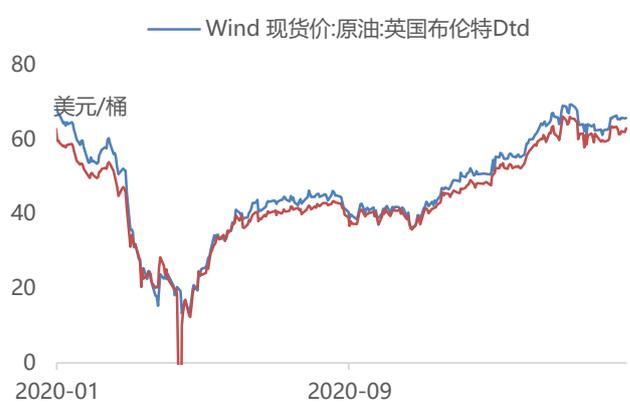
资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 16：3 月 PPI 环比继续上行，CPI 环比略有下降**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 17：4 月生猪价格继续下行**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 18：4 月原油价格高位震荡**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 1.3. 政策方向：货币政策维稳，信用政策收缩

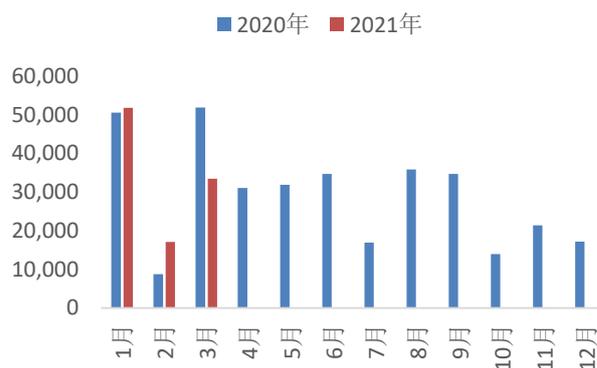
3 月份以来央行每日开展 100 亿元逆回购操作。而以前 OMO 往往是按需操作，操作的变化体现出央行有意维护货币政策预期。而从指标上看，重要货币市场利率指标 DR007 整个 4 月基本维持在 2.2% 附近，缴税缴准等因素影响均比较小，同样反映出货币政策维持稳定。

去年年末我们观察到社融存量同比在全年上行之后首次出现下滑，判断今年信用政策有可能出现收缩。3 月金融数据再次印证了这一观点。首先社融存量同比进一步下滑了 1 个百分点至 12.3%，已经体现了明显的下行趋势。其次 3 月社融信贷与 1-2 月的强势相比明显不及，数据上新增社融较去年同期下滑了 1.8 万亿，为年内首次低于去年同期水平，3 月新增信贷同样低于去年同期水平。从货币供应上看，3 月 M2 增速再次跌破两位数增速至 9.4%，较去年水平出现回落。

整体来看，从近期央行的态度和各期限货币市场利率的走势两方面可以发现短期流动性大概率维持稳定，而信用政策或将逐步收缩。

**图 19：社融存量同比持续下滑**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 20：新增社融出现下滑**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

## 1.4. 资产配置：经济复苏边际放缓

### 1.4.1. 债券：利率上方空间有限

一季度 GDP 创出新高，3 月经济表现不俗但边际出现放缓。债市情绪偏暖，在经济向好预期兑现下对利空消息反应钝化。同时流动性方面在央行有意维稳操作下预期稳定，货币市场利率维持在 2.2% 的政策利率附近。通胀方面 3 月开始有部分兑现，但目前来看并不会形成太大的压力。综合来看，当前市场环境下利率上方空间不大，可以尝试参与做多期债，十年期利率区间 (3.0%-3.2%)。供参考

### 1.4.2. 商品：整体偏多

美联储 4 月继续鸽派，维持利率近零水平，维持购债规模不变，将推动海外经济复苏进程，海外通胀预期下，预期商品价格整体偏多；不过，商品后续仍存风险，印度疫情肆虐之下原油等商品需求或有所下滑。

### 1.4.3. 股票：上方存在压力

从基本面来看，指数上方依旧存在相当大的压力，市场对后续企业盈利边际恶化存在担忧是后续压制指数上行的因素；此外，尽管当前流动性表现较为平稳，但市场对后续紧信用依旧存在担忧。后续的行情演绎上，我们认为指数在相当长一段时间内将维持震荡态势，同时上方压力较为显著；但与此同时，当前的基本面与资金情绪同样不支持指数出现大幅下跌。具体操作上，当前 IF2106 合约继续关注 5250 的压力位，4900 的支撑位。

### 1.4.4. 黄金：维持观望

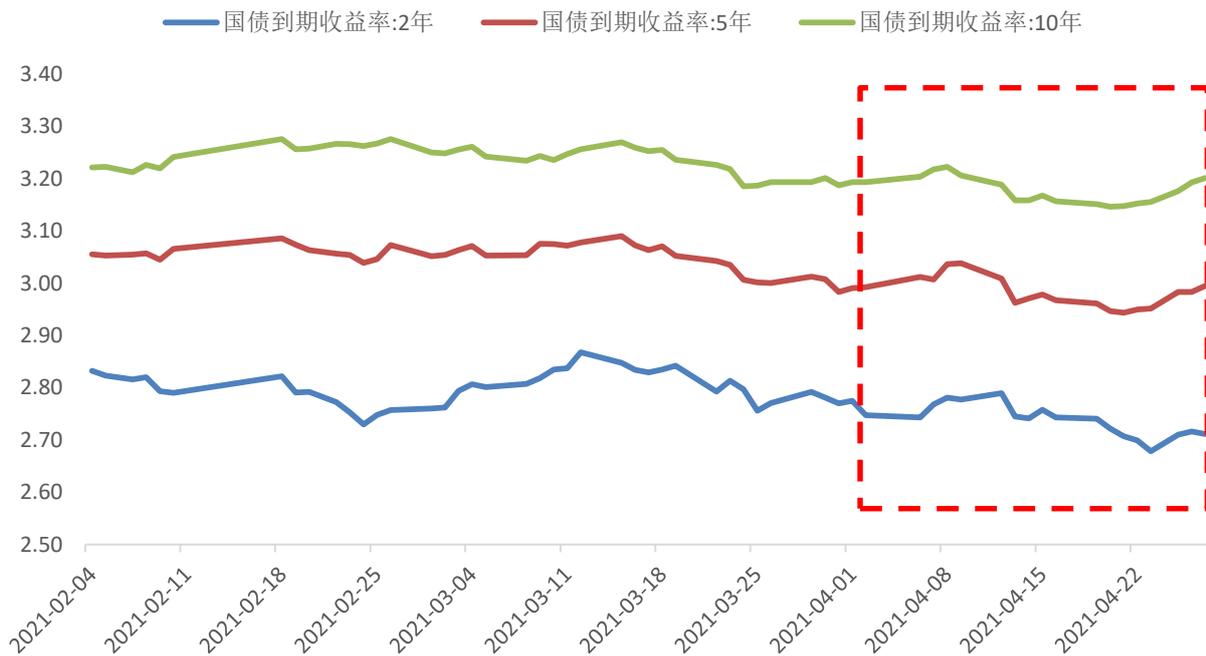
4 月美联储议息会议继续偏鸽，维持当前利率水平及购债规模支撑金价。美国 3 月数据普遍走强，反映出美国经济持续复苏。全球疫情再度肆虐，印度新增人数大幅增加，部分欧元区国家疫情严峻开启封城等措施，避险情绪出现回升。SPDR 等黄金 ETF 持仓趋势下降，显示出黄金对投资者吸引力不断下滑。美欧利差回落之下，美元偏弱走势支撑金价。综合来看，美联储偏鸽短期继续支撑金价，但是中长期美国经济复苏逻辑无法被打破，关注美黄金 1800 美元阻力位。

## 2. 国债篇

### 2.1. 行情回顾：4月利率维持震荡

2021年4月国债收益率维持小幅震荡。其中十年期收益率在3.15%到3.22%，五年期收益率在2.94%到3.04%，两年期收益率在2.68%到2.79%。3月经济数据表现不俗，一季度GDP在基数推动下再创新高，但市场明显对利空消息已存预期，反应钝化。4月末流动性季节性收敛，但DR007波动不大仍然维持紧平衡。

图 21：近期国债收益率走势



资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 2.2. 利率影响因素：预期已存，等待机会

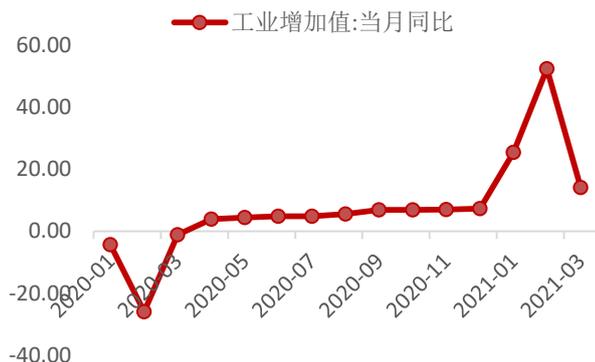
#### 2.2.1. 经济：复苏中继，高点已现

我们认为国内经济仍在复苏，但步伐或有所放缓。

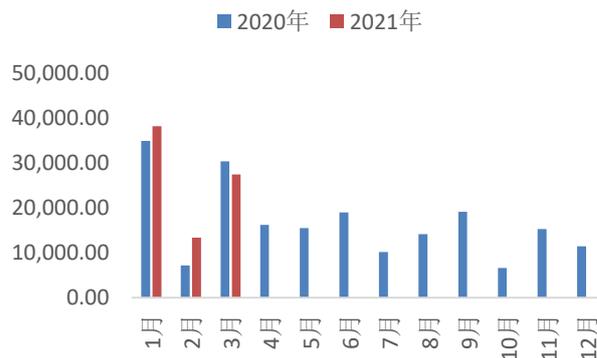
①部分经济数据不及预期。一季度GDP增速18.3%，较去年四季度上行11.8个百分点。3月工业增加值增速为14.1%，较上月出现大幅回落。3月累计固定资产投资增速为25.6%，较上月回落9.4个百分点。3月社会消费同比增速34.2%，较上月增加0.8个百分点。从去年同期一季度见底以及政策支持力度边际下滑来看，今年一季度GDP或已经见顶。制造业和消费是今年经济的主要支撑力量，基建方面或许强劲不再。

②社融信贷较同期有所下滑。社融存量同比进一步下滑了1个百分点至12.3%，已经体现了明显的下行趋势。3月社融信贷与1-2月的强势相比明显不及，数据上新增社融较去年同期下滑了1.8万亿，为年内首次低于去年同期水平，3月新增信贷同样低于去年同期水平。从货币供应上看，3月M2增速再次跌破两位数增速至9.4%，较去年水平出现回落。

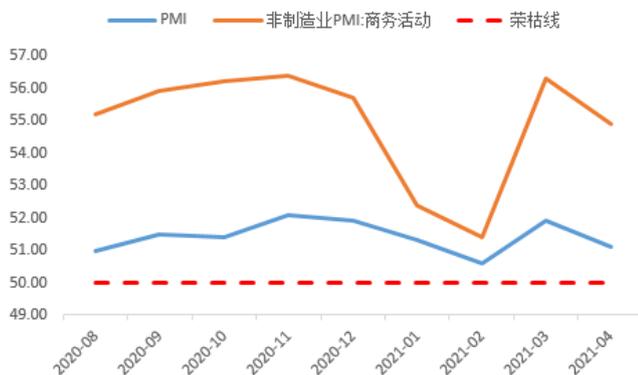
③PMI指数高位回落。近期国家统计局公布的官方PMI数据显示：4月官方制造业PMI为51.1%，较上月回落0.8个百分点，连续14个月位于荣枯线以上；4月官方非制造业PMI为54.9%，较上月回落1.4个百分点。制造业及非制造业PMI扩张速度继续双双放缓，景气水平较上月回落幅度超出预期。

**图 22：3 月工业工业低于预期**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 23：3 月新增信贷出现回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

**图 24：4 月制造业 PMI 高位回落**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

### 2.2.2. 通胀：基数影响，仍在修复

2021 年 3 月份，全国居民消费价格同比增长 0.4%，较上月上行 0.6 个百分点；同月 PPI 同比上涨 4.4%，较上月增加 2.7 个百分点。

3 月 CPI 同比小幅回升。从分项看主要为交通通信项带来拉动，去年同期油价处于历史低位带来的基数影响使得 CPI 同比出现回升。而其它分项来看，食品烟酒、衣着、居住、生活用品、教育文化娱乐以及医疗保健增速均较小，其它用品及服务出现了小幅下降。同时 3 月 CPI 环比增速为-0.5%，较上月下降 1.1 个百分点，主要由于猪肉价格再次出现了下跌。高频数据上显示出 22 省市生猪价格在 3 月从 30 元下行到 25 元左右，下行幅度为 16.7%，而同时国际原油价格在 3 月基本维持震荡态势，最终形成 CPI 环比走弱的格局。

PPI 方面 3 月出现较大幅度的上行。主要有几个原因：① 2020 年 3 月 PPI 仅为-1.5%，偏低的基数支持 PPI 同比上行。② 宏观景气预期使得铜、铝等有色金属价格创出新高，以及化工产品价格持续上行。③ 国内碳中和等政策加码影响黑色金属等相关产业的商品出现上涨。

预计 4 月通胀将继续呈现出修复回升态势。一方面去年基数影响仍存，CPI 去年呈现持续下行，PPI 在 5 月才真正见底；另一方面，全球经济复苏支持大宗商品价格，支撑价格指数。不过当前印度疫情肆虐，对国际需求或造成意外打击。

**图 25: PPI 上穿 CPI**


资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

**图 26: PPI 与利率走势**

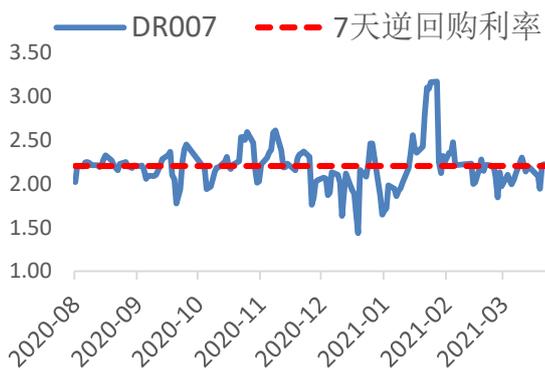

资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 2.2.3. 流动性: 央行维稳, 不松不紧

当前市场流动性预期维持稳定。

① 市场利率基本趋稳, 4 月 DR007 均保持在 2.2% 水平附近。从财政存款变动季节性来看, 每年 4 月受到缴税缴准影响, 银行体系将会有流动性缺乏的现象。但这个 4 月并未出现类似 1 月末流动性收紧的情况。同时 SHIBOR 短期利率也波动不大, 1M 和 3M 利率略有下行, 表明流动性并不偏紧。

② 央行操作有意维稳。三月以来, 央行 OMO 每天均开展 100 亿元逆回购操作。这种情况在历史上也比较少见, 因为若资金较为紧张一般央行会加大操作量, 若资金偏宽松央行甚至会选择不操作。此次央行稳定投放 100 亿元的举动或与此前市场过于关注央行操作量有关, 央行不仅喊话关注利率而不是量, 同时也通过这样的操作来稳定市场预期。

**图 27: 3 月 DR007 维持平稳**

**图 28: 各期限 SHIBOR 利率维持平稳**

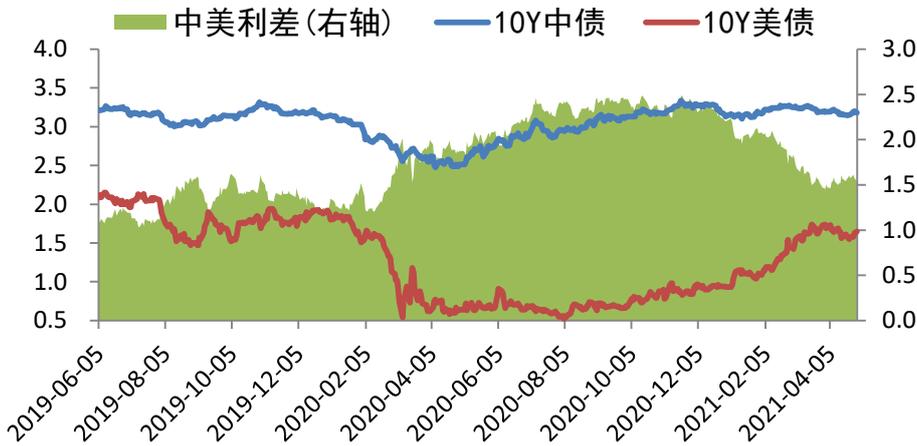

资料来源: Wind, 浙商期货研究中心

### 2.2.4. 海外因素: 美债回升, 利差仍存

虽然美债利率在 4 月表现并不抢眼, 而且在美联储偏鸽表态以及新冠疫情尚未结束的当下, 利率确实存在不少风险。但是我们从中期的角度来看, 美国疫苗推进至 75% 或许只需要到 7-8 月即可完成, 到时美国很多受到疫情打击的行业将会表现出明显恢复, 进而带动美国经济不断复苏。此外 3 月份美国包括就业、通胀以及消费等经济数据均表现出强劲走势, 更是可以为这一判断佐证。所以目前我们认为美债利率继续回升是大概率事件, 到年底有望回升到 2% 的水平。

不过这对于近期国债利率冲击或不会太大。自疫情以来，由于中美两国疫情形势差距较大，中美利率走势逐渐分化，使得中美利差一度超过3%。当前随着美债利率的回升，中美利差出现一定程度的回落。同时也可以发现美债利率回升的同时，国债利率走势并未受到太大的影响，这是由于利差较大的情况下就有冲击就会钝化。而当前的利差从历史上来看仍然处于较高位置，所以在短期内我们预期美债利率仍然不会对国债利率形成冲击。

**图 29：4 月中美利差维持平稳**



### 2.3. 期限利差：偏向平坦，整体震荡

当前收益率曲线有一定程度上的走陡。

从数据上看，当前 5Y-2Y 利差为 32bp，10Y-2Y 利差为 52bp，10Y-5Y 利差为 21bp，相比上月出现不同程度的走扩，代表近期收益率曲线偏向走陡。相比三项利差的历史均值 26bp、48bp、28bp，当前三个利差均处于偏低位置。相比历史中位数 26bp、48bp、22bp，5Y-2Y 以及 10Y-2Y 要偏高，而 10Y-5Y 偏低。这主要是因为近期短端利率下行幅度较大所致。从分位数来看三项利差仅位于 20%-25% 左右的低位，但较上月有所回升。这是由于期限利差经常会出现较高的特异值，所以中位数要比均值或是分位数能更好的体现期限利差的分布情况。综合从统计的角度来看，当前期限利差大概位于中位数附近，并不存在明显偏离现象。

从基本面的角度，期限利差主要看流动性变化和经济预期变化：

流动性方面目前市场预期较为平稳。①央行近期 OMO 操作非常平稳，3 月以来连续两月每天操作 100 亿元，这种操作在历史上并不常见，传达明显维稳信号。②货币政策委员会一季度会议对货币政策表述稳字当头，并未发生太大变化。③货币市场利率基本平稳，DR007 维持在 2.2% 附近。

经济方面继续回暖但预期上边际有所放缓。①总的来说 3 月经济数据仍然偏强，但生产和部分投资数据不及 1-2 月强势。②3 月社融信贷开始回落，虽然结构上仍然较好，但总量上有所下滑，市场预期紧信用政策已经发力。③4 月官方制造业 PMI 数据全线回落，虽然存在一定季节性的因素，但还是不及市场预期。

所以可以判断在当前流动性中性而经济边际走弱。这个判断下对应短端利率驱动不大而长端有下行动力，期限利差或将出现走平。所以从中期判断来看，可选择做平收益率曲线操作。

**图 30：当前期限利差情况**


资料来源：Wind，浙商期货研究中心

## 2.4.5 月行情展望

一季度 GDP 创出新高，3 月经济表现不俗但边际出现放缓。债市情绪偏暖，在经济向好预期兑现下对利空消息反应钝化。同时流动性方面在央行有意维稳操作下预期稳定，货币市场利率维持在 2.2% 的政策利率附近。通胀方面 3 月开始有部分兑现，但目前来看并不会形成太大的压力。综合来看，当前市场环境下利率上方空间不大，可以尝试参与做多期债，十年期利率区间（3.0%-3.2%）。供参考

### 免责声明：

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。