

## 鑫元基金研究部投研周报（20210222）

### 顺周期逻辑再演绎 债市配置依然看好长端利率

#### 一周债券市场跟踪

#### 一、一周市场复盘：资金价格保持平稳 大宗上涨通胀担忧增强

##### 1、资金面：央行公开市场净回笼 资金价格大幅回落

上周 DR001 和 DR007 均较节前变化不大，央行在节后逐步开始回笼资金。央行在上周两个交易日开展了 400 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，有 3800 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，净回笼 3400 亿元。上周资金面在春节后保持平稳，央行在总量上逐步收紧。从资金利率来看，上周五 R001 加权平均利率为 1.82%，较前一周上行 29BP，R007 加权平均利率为 2.06%，较前一周下行 38BP。

##### 2、基本面：PMI 数据将公布 关注顺周期逻辑的需求侧

上周一央行开展 1100 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1000 亿元逆回购到期，净投放 100 亿元。资金面有所转紧，DR001 上行 37BP 至 1.89%，DR007 收平。现券方面，活跃券开盘普遍下行 0.5BP，央行公开市场操作从 14 天回归 7 天，节后首日到期量增加，货币政策再次传递出紧信号。同时周末有消息称专项债项目将在 2 月份上报，提前批额度很快就会下达，节前债市情绪依然不佳，早盘活跃券单边上行 1-2BP。午后维持震荡，全天 200215 上行 2.75BP，200016 上行 2BP，200012 上行 1BP。权益方面，三大指数缩量反弹，上证综指涨 1.03%，创业板指涨 2.64%。板块方面，挖掘机、化学原料、影视概念涨幅居前，网红、医美、次新股板块跌幅居前。

上周二央行开展 500 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 800 亿元逆回购到期，净回笼 300 亿元。资金面维持平衡，DR001 下行 15BP 至 1.74%，DR007 上行 13BP

至 2.47%。现券方面，隔夜央行公布了四季度货币政策执行报告，强调对政策利率而不是 OMO 操作数量的关注。活跃券基本平开，早盘下行约 1BP。午后进一步下行 1BP，4 点公布了 1 月金融数据，社融情况非常好，活跃券上行了 1-1.5BP，全天 200215 下行 0.9BP，200016 下行 0.75BP，200012 下行 1BP。权益方面，三大指数均大涨，上证综指涨 2.01%，创业板指涨 1.71%。板块方面，稀土、医美、化纤概念涨幅居前，航空、农业、银行板块涨幅靠后。

上周三央行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1000 亿元逆回购到期，净回笼 800 亿元。跨年资金宽松，DR001 上行 9BP 至 1.83%，DR007 下行 26BP 至 2.21%。现券方面，全天交投活跃度清淡，活跃券基本平开，早上公布的 CPI 和 PPI 数据的影响不大，市场依然担心节后资金面的转向，以及整个基本面的变化。日内活跃券以上行为主，全天 200215 上行 2BP，200016 上行 1.5BP，200012 上行 0.25BP。权益方面，三大指数上演节前行情，上证综指涨 1.43%，创业板指涨 2.39%，纷纷突破前高。板块方面，稀土、疫苗、钛白粉概念涨幅居前，航空、次新、风电板块跌幅居前。

上周四央行开展 2000 亿元 MLF 和 200 亿元逆回购操作，当日有 2800 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，净回笼 2600 亿元。资金面转紧，DR001 上行 47BP 至 2.30%，DR007 上行 2BP 至 2.23%。现券方面，春节假期期间海外风险偏好提振，经济复苏逻辑演绎，股市大幅高开，债市情绪疲软，活跃券开盘上行 3-4BP。随后股市快速跳水，债市依然低迷，国债走势强于国开，全天 200215 上行 5.25BP，200016 上行 4.25BP，200012 上行 3BP。权益方面，三大指数均高开低走，上证综指涨 0.55%，创业板指跌 2.74%。板块方面，有色、煤炭、数字货币概念涨幅居前，医疗器械、白酒、茅指数概念跌幅居前。

上周五央行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1000 亿元逆回购到期，净回笼 800 亿元。资金面转松，DR001 下行 48BP 至 1.82%，DR007 下行 23BP 至 2.00%。现券方面，隔夜央行释放鸽派信号，同时股市全天弱势，指数破位，亏钱效应很强，抱团趋势瓦解，债市情绪较好，全天维持了强势，走出了超跌反弹，全天 200215 下行 2.5BP，200016 下行 2.75BP，200012 下行 2BP。权益方面，三大指数探底回升，上证综指涨 0.57%，创业板指跌 1.04%。板块方面，农业、游戏、水泥概念涨幅居前，锂电池、半导体、光伏板块跌幅居前。

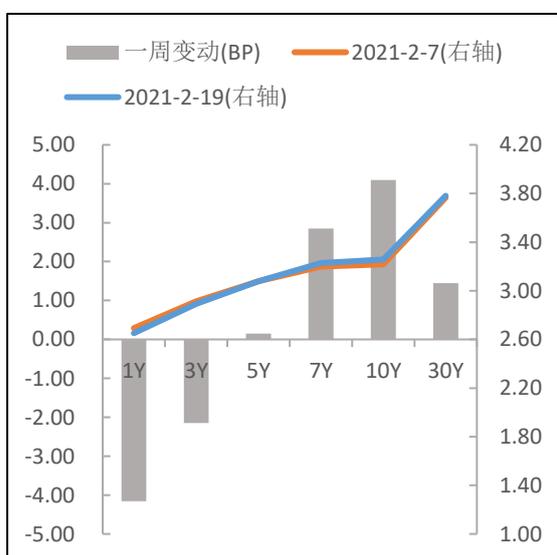
疫情方面从全周来看，全球每日新增确诊人数逐渐下降，国内方面春节期间疫情控制的很好，仅 1 例本土确诊，中美疫苗接种速度均较快。

期货方面，上周一黑色系全线上扬，铁矿涨 2.90%，螺纹涨 1.81%，焦炭涨 1.62%。上周二黑色系延续涨势，铁矿大涨 4.27%，螺纹涨 2.31%，焦炭涨 1.39%。上周三黑色系有所分化，铁矿涨 2.39%，螺纹涨 0.78%，焦炭跌 1.14%。上周四黑色系迎来开门红，铁矿大涨 7.05%，螺纹涨 3.26%，焦炭涨 6.09%。上周五黑色系普遍冲高回落，铁矿跌 0.31%，螺纹涨 0.29%，焦炭跌 0.18%。上周黑色系跟随全球大宗商品上涨。

### 3、市场走势：国债和国开均分化 信用以调整为主

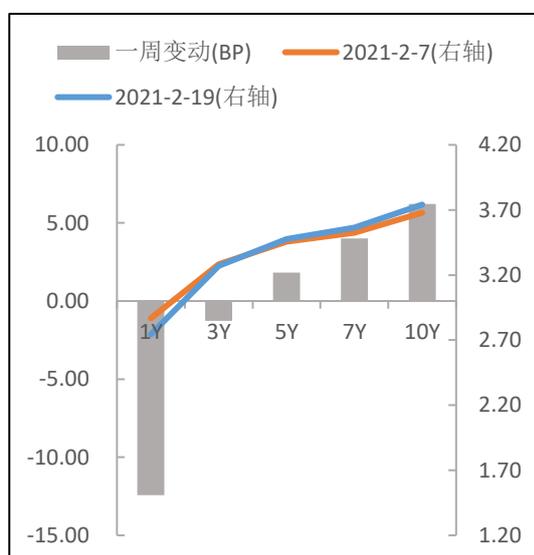
上周国债和国开的走势相近。具体来看，国债 1Y 和 3Y 下行，5Y、7Y、10Y 和 30Y 上行，其中 1Y 下行幅度最大 (4.16BP)，10Y 上行幅度最大 (4.10BP)；国开 1Y 和 3Y 下行，5Y、7Y 和 10Y 上行，其中 1Y 下行幅度最大 (12.42BP)，10Y 上行幅度最大 (6.22BP)。国债表现出 1-3Y、3-5Y、5-7Y 和 7-10Y 的期限利差扩大，10-30Y 的期限利差缩小的特点；国开债表现出 1-3Y、3-5Y、5-7Y 和 7-10Y 的期限利差扩大的特点。

图 1：国债收益率曲线一周变动



数据来源：WIND 鑫元基金整理

图 2：国开收益率曲线一周变动



数据来源：WIND 鑫元基金整理

上周 10Y 国开与国债的隐含税率上升至 14.84% 左右的水平，较前一周增加了 0.47 个百分点，所处历史分位数为 42.80%，上周隐含税率上升的原因是 10Y 国债和 10Y 国开均上行，两者的变动幅度相差 2.12BP。另外，代表市场交易情

绪的 30 年国债上周收益率上行了 1.45BP 至 3.78，30Y 国债上周的回调幅度尚可，30Y 国债对银行和保险依然有比较好的配置价值。

信用债方面，上周产业债整体表现和城投债接近。产业债 5YAA+、5YAA 和 5YAA-下行，其他品种上行，其中 5YAA 和 5YAA-的下行幅度最大（2.16BP），3YAA 和 3YAA-的上行幅度最大（3.96BP）。城投债 1YAA 下行，其他品种上行，其中 1YAA 的下行幅度最大（4.50BP），5YAA-的上行幅度最大（12.05BP）。总体来看，上周信用相对利率调整幅度更大。

图 3：一周中短期票据收益率和信用利差变化

品种	期限	收益率周变化(BP)				收益率(%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
中短期票据	1Y	1.57	2.56	2.56	2.56	3.28	3.48	3.84	6.01
	3Y	2.97	2.96	3.96	3.96	3.73	3.98	4.43	6.60
	5Y	2.84	-1.16	-2.16	-2.16	3.87	4.26	4.76	6.93
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	13.99	14.98	14.98	14.98	53	73	109	326
	3Y	4.23	4.22	5.22	5.22	46	71	116	333
	5Y	1.01	-2.99	-3.99	-3.99	40	79	129	346

数据来源：WIND 鑫元基金整理

信用利差方面，上周利率短端普遍下行，而信用普遍上行，除了部分 5Y 品种产业债的信用利差有所收窄外，其他品种的信用利差均扩大。

图 4：一周城投债收益率和信用利差变化

品种	期限	收益率周变化(BP)				收益率(%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
城投债	1Y	2.51	0.50	-4.50	4.50	3.26	3.41	3.59	5.41
	3Y	7.88	10.88	5.88	8.88	3.75	3.96	4.17	6.44
	5Y	5.05	3.05	4.05	12.05	3.92	4.27	4.64	7.15
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	14.93	12.92	7.92	16.92	52	66	84	266
	3Y	9.14	12.14	7.14	10.14	48	69	90	317
	5Y	3.22	1.22	2.22	10.22	45	80	116	367

数据来源：WIND 鑫元基金整理

## 二：本周市场展望：资金面延续平稳 债市或以震荡行情为主

### 1、基本面：数据面上 PMI 数据将公布 股市走势较为关键

上周国内疫情有所好转，春节期间仅有一例本土确诊。海外的每日新增确诊数量逐渐下降，疫苗分发速度加快。上周央行资金面上净回笼 3400 亿元，主要

是逆回购的净回笼所致，资金价格保持平稳。

市场方面，上周央行进行了一定的净回笼，货币政策延续了节前的操作风格。春节假期期间海外大宗商品大幅上涨，美国财政刺激对大宗市场的支撑作用较强，债市对 CPI 的关注程度逐渐提高，通胀压力也可能会限制央行的操作。春节期间疫情控制较好，基本面延续改善态势，债市走弱。

海外疫情有所改善，欧美发达国家每日新增确诊人数逐渐下滑，但美国德州大雪影响颇大。数据面上，本周数据面上较为清淡，本周日将公布 2 月 PMI 数据。

股市方面，上周股市走弱，指数纷纷破位，抱团行情瓦解，中小市值票反弹，周期板块独领风骚。上周利率债普遍呈现出短端反弹，而长端上行的特征，经济基本面的改善和通胀压力的存在让市场对长端相对悲观一些。上周五 10-3Y 和 10-5Y 的期限利差历史分位数分别扩大至 31.9%和 21.4%。本周来看，资金面大致维持平衡状态，数据面较为平淡，美国财政刺激力度大，大宗商品涨势不改，通胀压制的逻辑会逐步强化，基本面暂时没有衰退的迹象。地方债发行节奏方面，上周发行了 0 亿元，本周暂无发行计划。春节假期后，地方债发行节奏尚未恢复。

高频数据上，22 省市猪肉价格暂未更新。工业方面，上周浙电日均耗煤量暂未更新，全国高炉开工率为 66.44%，环比增长 0.83 个百分点。

投资方面，百大城市土地成交总价周环比减少 92.52%，拿地情况依然不容乐观；三十大城市住房销售面积暂未更新。上周水泥价格环比下跌了 0.76%，冬天以来水泥需求不振，价格持续下跌。

综合来看，春节假期国内疫情防控成效显著，海外疫情逐步收敛，疫苗接种速度加快。本周数据面较为清淡，周日将公布 PMI 数据。货币政策延续节前特征，海外财政刺激导致大宗商品价格持续上涨，通胀压力让债市担忧。

## 2、货币政策：国债供给规模有所恢复 本周资金价格预计平衡

上周资金面较为平衡，央行在上周两个交易日开展了 400 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，有 3800 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，净回笼 3400 亿元，本周有 400 亿元逆回购到期。资金利率上看，市场资金价格以震荡为主，总体资金价格并不贵。

## 3、市场供求因素：地方债发行规模减少 信用债净融资额连续为负

上周利率债一级市场发行规模较前一周有所增加，发行规模为 560 亿元，较前一周环比增长 31%，到期偿还总规模为 4909 亿元，净融资额为-4349 亿元，较前一周减少 4495 亿元。

上周信用债（含企业债、公司债、中票、短融、PPN）发行总规模为 199 亿元，较前一周环比减少 51%，到期偿还总规模 608 亿元，净融资额-409 亿元，较前一周减少 260 亿元，信用债的净融资额连续两周为负。上周取消发行/发行失败的信用债数量有所减少，以弱资质的城投债为主。

上周地方政府债发行总规模为 0 亿元，较前一周减少 0 亿元，总偿还量为 285 亿元。

同业存单方面，上周同业存单总发行量为 2740 亿元，环比前一周减少 35%，总偿还量为 3392 亿元，净融资额为-652 亿元，净融资额较前一周减少 1753 亿元。

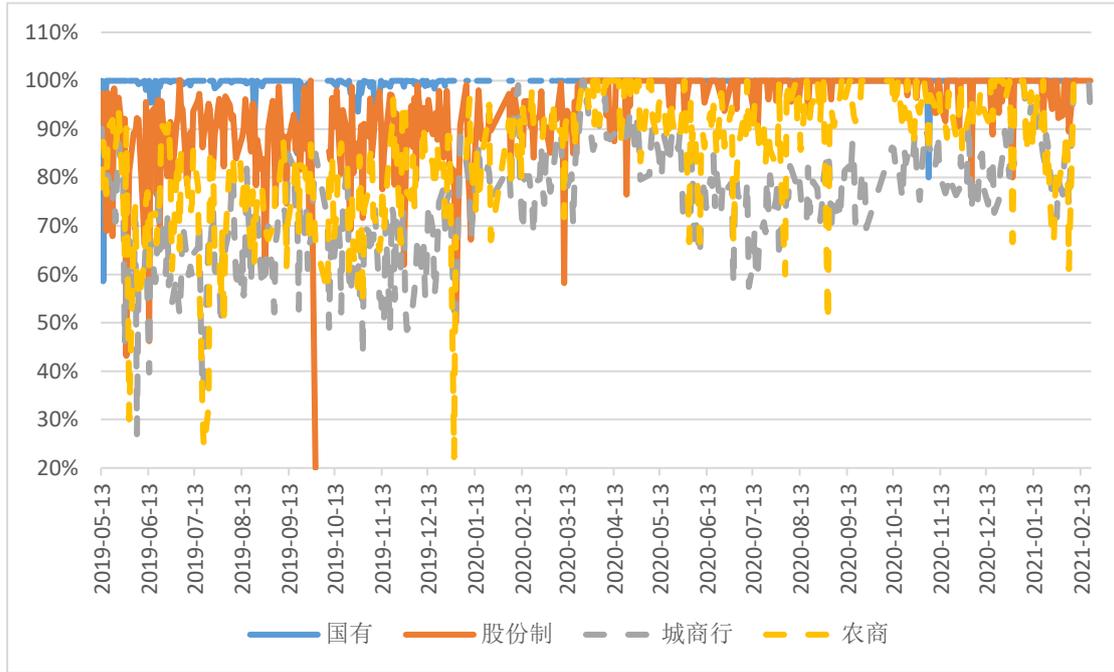
图 5：分类型银行存单不同期限的发行价格（%）

		2021/02/01	2021/02/02	2021/02/03	2021/02/04	2021/02/05	2021/02/08	2021/02/09	2021/02/10	2021/02/18	2021/02/19	
股份制	1M	2.86	2.70	2.40			2.65	2.63	2.63		2.50	股份制
	3M	3.00	2.85	2.60	2.66	2.92	2.90	2.97	2.92	2.87	2.92	
	6M		2.80	2.90					3.05		2.99	
	9M	3.00	3.01	3.03	3.00	3.08	3.04	3.10	3.10	3.00	3.05	
	1Y	3.06	3.05	3.06	3.03	3.11	3.12	3.14	3.12	3.12	3.13	
城商	1M	3.15	2.85	2.86	2.74	2.86	2.81	2.80	2.71	2.82	2.74	城商
	3M	3.09	2.86	3.03	2.93	2.99	3.06	3.02	3.03	3.07	3.03	
	6M	3.05	3.04	3.15	3.02	3.26	3.09	3.11	3.11	3.05	3.12	
	9M		3.08	3.07	3.14	3.21	3.17	3.16	3.17	3.17	3.20	
	1Y	3.24	3.20	3.18	3.23	3.31	3.32	3.25	3.26	3.28	3.33	
农商	1M	3.15	2.86	2.81	2.84	2.83	2.84	2.81	2.82	2.89	2.64	农商
	3M	3.00	2.95	2.86	2.93	2.95	3.00	3.01	2.99	3.02	3.01	
	6M	3.02	3.03	3.04	3.00	3.06	3.04	3.10	3.09	3.09	3.08	
	9M	3.08	3.11	3.06	3.09	3.25	3.25	3.20	3.15			
	1Y	3.15	3.20	3.13	3.30	3.20	3.22	3.35	3.25	3.51	3.38	
全部	1M	3.08	2.83	2.84	2.76	2.85	2.81	2.80	2.68	2.89	2.67	
	3M	3.04	2.88	2.84	2.85	2.94	2.99	2.97	2.93	2.89	2.98	
	6M	3.04	3.02	3.04	3.01	3.25	3.07	3.10	3.10	3.09	3.11	
	9M	3.00	3.02	3.03	3.06	3.10	3.14	3.13	3.12	3.13	3.16	
	1Y	3.13	3.19	3.14	3.18	3.20	3.27	3.24	3.23	3.19	3.28	

数据来源：WIND 鑫元基金整理

从上周具体的发行情况来看，国有行的发行成功率维持在高位，股份行、城商行和农商行的发行成功率均有所修复。价格方面来看，上周资金面保持平衡，存单价格总体与节前相当。

图 6：各种类型银行存单发行成功率走势



数据来源：WIND 鑫元基金整理

### 三、本周市场操作策略

从上周的市场走势来看，央行在节后开始逐步回笼资金，资金价格大体保持平稳。数据面上较为清淡，本周日将公布2月PMI数据。从国债和国开的走势来看，国债和国开均表现出短端反弹下行，而长端上行的特点，10-3Y和10-5Y的期限利差历史分位数变动至31.9%和21.4%的水平。从央行的态度上来看，上周公开市场的净回笼3400亿元，主要是回购的净回笼所致，节后资金价格平稳。本周国债和政金债发行规模有所恢复，地方债暂无发行计划。疫情方面，海外国家每日新增确诊数逐渐下来了，春节期间国内的疫情防控做的很好，中美疫苗接种速度均较快。本周来看，数据面上本周日将公布2月PMI数据，若数据进一步走弱则可能刺激债市走一波小幅的超跌反弹行情。股市方面，上周主板和创业板指数以走弱为主，节后高开的过高，市场预期过于一致导致兑现。地方债的发行节奏上，上周发行了0亿，本周将发行0亿，受春节因素的影响，地方债的发行规模大幅减少。上周央行资金面净回笼，尽管节前市场普遍预期节后货币政策会收紧，但实际上从资金价格的角度上来看尚未出现明显的上行。上周利率债收益率短端受到资金面较为宽松的影响而下行，长端则受制于经济复苏和通胀压力的逻辑走弱。上周中美利差下滑至190~200BP左右的区间，近期美债收益率上行较快。操作方面债券市场短期内难有行情。经济的复苏、海外货币政策和财政政

策宽松目前来看力度都很大，在顺周期的逻辑下，叠加大宗商品的涨价，债市的利空因素很多。目前长端利率依然具有不错的配置价值，配置仓位依然建议持券，交易仓位建议缩短久期，信用方面建议关注中高等级信用债，规避低等级无流动性的信用债。

上周节后上证综指和创业板指高开后大幅走弱，盘面上亏钱效应明显。板块上来看，抱团风格有所松动，先前市场关注度高的抱团个股纷纷大幅下挫，而周期股依然独领风骚，现在这个时点很难说风格完全切换，但确实逻辑在演变。本周来看，指数上想继续上攻难度很大，创业板指破位后横盘或向下的可能性更大。板块方面，周期股是市场上的最强主线。

期货方面，上周黑色系有一定的涨幅。总体来看春节期间有色金属延续了涨势，原油行情再起，财政刺激的逻辑互相加强，黑色系跟随上涨，后市行情尚未走完。

#### 四、本周重要事件日历

日期	指标	前值及预期
2021-2-25	美国 2 月 20 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	前值 861,000.00
2021-2-28	中国 2 月官方制造业 PMI	前值 51.30，预期 50.50

##### 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。