

鑫元基金研究部投研周报（20210301）

美联储货币政策有所转向 上周全球股债表现不佳

一周债券市场跟踪

一、一周市场复盘：资金价格有所上行 大宗上涨持续压制债市

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 均有较大的幅度的上行，逆回购的到期量和操作量均不大。央行在上周开展了 700 亿元逆回购操作，有 900 亿元逆回购到期，净回笼 200 亿元。上周资金面保持平稳，央行持续回收流动性。从资金利率来看，上周五 R001 加权平均利率为 2.21%，较前一周上行 77BP，R007 加权平均利率为 2.37%，较前一周下行 32BP。

2、基本面：数据面较为清淡 关注全球市场对美国财政刺激的反应

上周一央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 500 亿元逆回购到期，净回笼 400 亿元。资金面小幅转紧，DR001 上行 8BP 至 1.52%，DR007 上行 16BP 至 2.17%。现券方面，活跃券开盘纷纷上行 0.5-0.75BP，工业品价格持续大幅上涨，叠加美国经济开始复苏，通胀压力和基本面压力对债市的压制很大，早盘活跃券上行约 2BP。午后股市跌幅扩大，抱团股崩盘，长端利率有一定的修复，部分收复失地，全天 200215 上行 0.75BP，200016 上行 1BP，200012 上行 1.65BP。权益方面，三大指数均放量下跌，上证综指跌 1.45%，创业板指大跌 4.47%。板块方面，稀土、有色、农业概念涨幅居前，白酒、创新药、高价股板块跌幅居前。

上周二央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日无逆回购到期，净投放 100 亿元。资金面转紧，DR001 上行 42BP 至 1.94%，DR007 上行 11BP 至 2.28%。现券方面，活跃券开盘小幅高开 0.25-0.5BP，近日来消息面清淡，资金面平稳偏

松，短券较为活跃，长端则持续受制于基本面和通胀压力，但股市方面指数持续下跌，亏钱效应连续，长端以震荡为主，全天 200215 下行 1.25BP，200016 下行 0.75BP，200012 下行 0.15BP。权益方面，三大指数延续颓势，上证综指跌 0.17%，创业板指跌 0.84%。板块方面，航空、军工、医美概念涨幅居前，农业、锂矿、整车板块跌幅居前。

上周三央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日无逆回购到期，净投放 100 亿元。资金面宽松，DR001 下行 43BP 至 1.51%，DR007 下行 13BP 至 2.14%。现券方面，200215 和 200016 基本平开，200012 开盘下行 0.75BP，资金面较为宽松，早盘 200215 和 200016 下行约 1-2BP，午后市场上有专项债规模超预期的消息，活跃券又转头上行，日内以震荡为主，全天 200215 上行 0.5BP，200016 和 200012 上行 0.75BP。权益方面，三大指数继续下行，上证综指跌 1.99%，创业板指跌 3.37%。板块方面，半导体、数字货币、网红概念涨幅居前，稀土、白酒、锂矿板块跌幅居前。

上周四央行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 200 亿元逆回购到期，完全对冲到期量。资金面平衡，DR001 上行 19BP 至 1.70%，DR007 上行 7BP 至 2.21%。现券方面，活跃券普遍平开，美债收益率持续上行，大宗商品涨势不改，美股依然在创新高，债市以弱势震荡为主，活跃券早盘上行 0.5BP 午后回落，振幅在 1BP 左右，全天 200215 和 200016 收平，200012 上行 0.5BP。权益方面，三大指数涨跌互现，上证综指涨 0.59%，创业板指跌 1.01%。板块方面，保险、基建、银行板块涨幅居前，医美、有色、风电板块跌幅居前。

上周五央行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 200 亿元逆回购到期，完全对冲到期量。资金面有所转紧，DR001 上行 41BP 至 2.11%，DR007 收平至 2.21%。现券方面，活跃券开盘上行 1-2BP，股市持续大跌，债市情绪转弱，10Y 美债收益率近来快速上行了 20-30BP，美股方面由于经济开始复苏对美联储货币政策的持续性开始担忧，大宗商品上涨带动 PPI 和 CPI 齐涨，日内活跃券早盘下行后维持震荡，全天 200215 上行 0.75BP，200016 上行 1BP，200012 收平。权益方面，三大指数难止跌势，上证综指跌 2.12%，创业板指跌 2.12%。板块方面，农业、环保、网安概念涨幅居前，有色、医美、保险板块跌幅居前。

疫情方面从全周来看，全球每日新增确诊人数逐渐下降，国内方面节后疫情

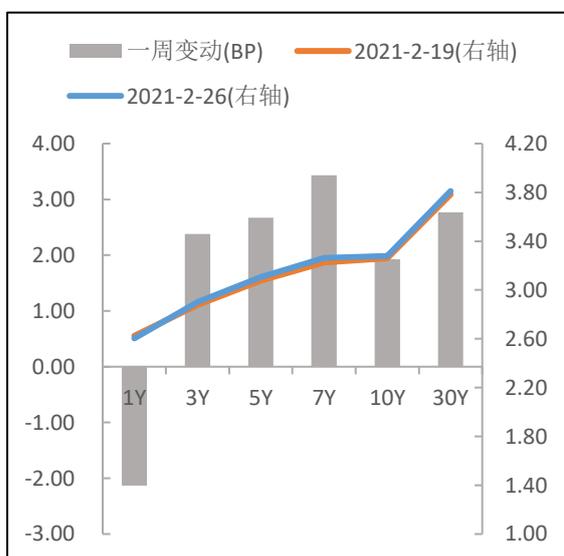
并未反复。

期货方面，上周一黑色系涨跌互现，铁矿涨 1.74%，螺纹涨 1.10%，焦炭跌 3.96%。上周二黑色系普跌，铁矿跌 2.94%，螺纹跌 0.70%，焦炭跌 3.36%。上周三黑色系有所分化，铁矿涨 0.44%，螺纹涨 0.81%，焦炭跌 0.85%。上周四黑色系全线上涨，铁矿涨 1.39%，螺纹涨 2.52%，焦炭涨 2.60%。上周五黑色系涨跌互现，铁矿涨 1.72%，螺纹涨 0.09%，焦炭跌 2.95%。上周黑色系跟随全球大宗商品上涨。

3、市场走势：国债和国开有所分化 信用普遍反弹

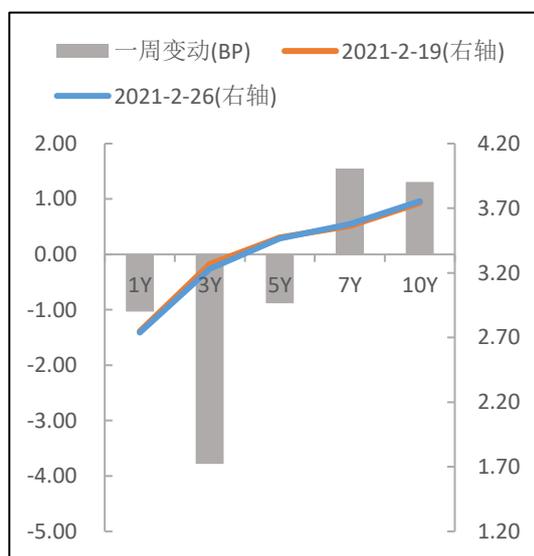
上周国债和国开的走势有所分化。具体来看，国债 1Y 下行，3Y、5Y、7Y、10Y 和 30Y 上行，其中 1Y 下行幅度最大 (2.13BP)，7Y 上行幅度最大 (3.43BP)；国开 1Y、3Y 和 5Y 下行，7Y 和 10Y 上行，其中 3Y 下行幅度最大 (3.78BP)，7Y 上行幅度最大 (1.55BP)。国债表现出 1-3Y、3-5Y、5-7Y 和 10-30Y 的期限利差扩大，7-10Y 的期限利差缩小的特点；国开债表现出 3-5Y 和 5-7Y 的期限利差扩大，1-3Y 和 7-10Y 的期限利差缩小的特点。

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下降至 14.46% 左右的水平，较前一周减少了 0.28 个百分点，所处历史分位数为 40.60%，上周隐含税率下降的原因是 10Y 国债和 10Y 国开均上行，两者的变动幅度相差 0.62BP。另外，代表市场交易情绪的 30 年国债上周收益率上行了 2.77BP 至 3.81%，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略强于城投债。产业债全线下行，其中 1YAAA 的下行幅度最大 (9.05BP)，5YAAA 的下行幅度最小 (1.01BP)。城投债 1Y 和 3Y 以下行为主，5Y 上行，其中 1YAA- 的下行幅度最大 (7.62BP)，5YAA- 的上行幅度最大 (6.34BP)。总体来看，上周信用相对利率更强。

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	-9.05	-7.05	-6.05	-6.05	3.18	3.40	3.78	5.95
	3Y	-2.71	-3.71	-1.71	-1.71	3.70	3.94	4.41	6.58
	5Y	-1.01	-6.02	-7.02	-7.02	3.86	4.19	4.67	6.84
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	-8.02	-6.02	-5.02	-5.02	44	66	104	321
	3Y	1.07	0.07	2.07	2.07	47	71	118	335
	5Y	-0.13	-5.14	-6.14	-6.14	40	73	121	338

数据来源：WIND 鑫元基金整理

信用利差方面，上周国开短端普遍下行，其中 3Y 下行幅度较大，产业债和城投债的信用利差变动方向有所不同。

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	-3.63	-6.62	0.38	-7.62	3.22	3.34	3.58	5.32
	3Y	-3.90	-5.89	-3.89	1.11	3.71	3.91	4.15	6.47
	5Y	2.34	0.34	1.34	6.34	3.95	4.29	4.65	7.21
		信用利差变化(BP)				信用利差(BP)			
	1Y	-2.60	-5.59	1.41	-6.59	49	60	84	258
	3Y	-0.12	-2.11	-0.11	4.89	48	68	91	323
	5Y	3.22	1.22	2.22	7.22	48	82	119	375

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：数据面上较为清淡 债市依然缺乏刺激

上周国内疫情依然控制的很好，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 200 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，上周逆回购的到期量不大，央行进行了小幅的净回笼，货币政策延续了节前的操作风格。大宗商品不改涨势，美股在创新高后连续回调，A 股和

港股也连续下挫，债市方面情绪较差。

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。数据面上，本周数据面上较为清淡。

股市方面，上周股市持续走弱，指数纷纷破位，机构重仓股亏钱效应显著，周期板块在未能带起指数后跟随调整。上周利率债延续了短端反弹，而长端上行的特征，大宗商品价格的持续上涨，以及美国经济复苏的预期持续压制着债市。上周五 10-3Y 和 10-5Y 的期限利差历史分位数分别扩大至 33.1%和 22.3%。本周来看，资金面大致维持平衡状态，数据面较为平淡，美国财政刺激落地后，海外股市和全球商品的表现将极大程度上影响国内资产的定价。地方债发行节奏方面，上周发行了 0 亿元，本周将发行 340 亿元。地方债的发行节奏缓慢恢复。

高频数据上，22 省市猪肉价格环比下跌 5.65%。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 66.16%，环比下滑 0.28 个百分点。

投资方面，百大城市土地成交总价周环比减少 72.10%，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 2.55%，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，美国 1.9 万亿美元的财政刺激方案落地，美债收益率的快速上行对资产价格产生压制，大宗商品能否延续先前的复苏逻辑值得关注。

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，央行在上周开展了 700 亿元逆回购操作，有 900 亿元逆回购到期，净回笼 200 亿元，本周有 800 亿元逆回购到期。资金利率上看，市场资金价格以震荡上行为主，总体资金价格较为平衡。

3、市场供求因素：地方债发行规模恢复 信用债净融资额由负转正

上周利率债一级市场发行规模较前一周大幅增加，发行规模为 3131 亿元，较前一周环比增长 459%，到期偿还总规模为 2117 亿元，净融资额为 1013 亿元，较前一周增加 5362 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 2259 亿元，较前一周环比增加 1459%，到期偿还总规模 1550 亿元，净融资额 709 亿元，

较前一周增加 1170 亿元，信用债的净融资额由负转正。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 267 亿元。

同业存单方面，上周同业存单总发行量为 10196 亿元，环比前一周增加 272%，总偿还量为 4538 亿元，净融资额为 5658 亿元，净融资额较前一周增加 6310 亿元。

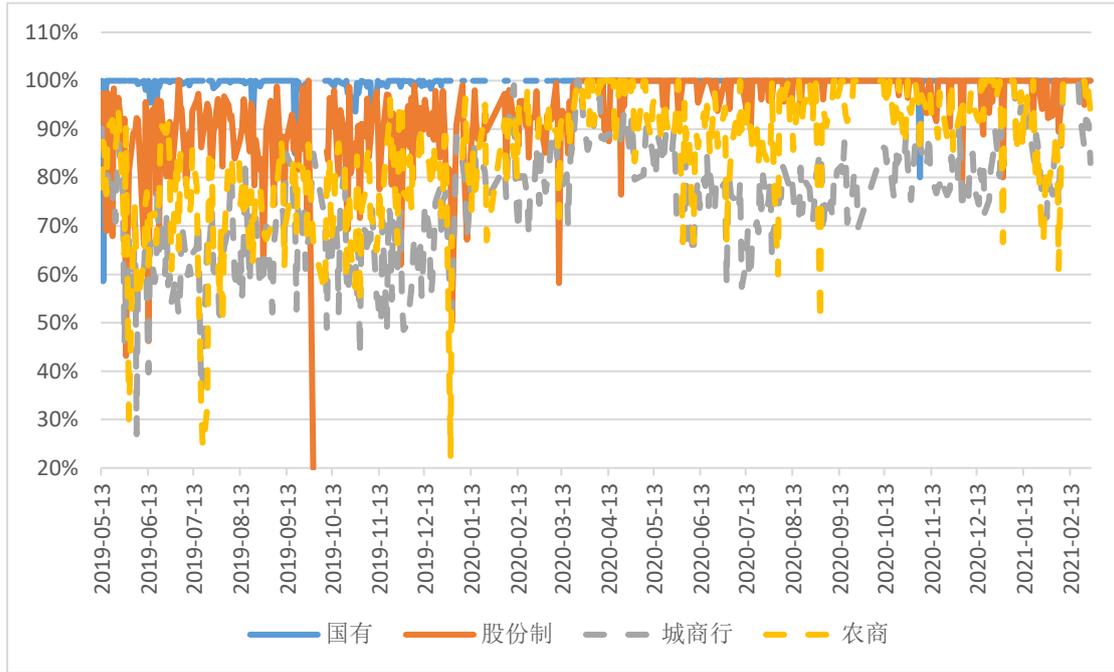
图 5：分类型银行存单不同期限的发行价格（%）

		2021/02/08	2021/02/09	2021/02/10	2021/02/18	2021/02/19	2021/02/22	2021/02/23	2021/02/24	2021/02/25	2021/02/26	
股份制	1M	2.65	2.63	2.63		2.50			2.30		2.43	股份制
	3M	2.90	2.97	2.92	2.87	2.92	2.90	2.90	2.80	2.76	2.66	
	6M			3.05		2.99	2.99	3.04	3.01	2.91	2.80	
	9M	3.04	3.10	3.10	3.00	3.05	3.10	3.10	3.10	3.10	3.05	
	1Y	3.12	3.14	3.12	3.12	3.13	3.16	3.17	3.18	3.18	3.11	
城商	1M	2.81	2.80	2.71	2.82	2.74	2.53	2.52	2.50	2.45	2.60	城商
	3M	3.06	3.02	3.03	3.07	3.03	3.06	2.99	2.91	2.87	2.79	
	6M	3.09	3.11	3.11	3.05	3.12	3.19	3.15	3.14	3.09	2.97	
	9M	3.17	3.16	3.17	3.17	3.20	3.17	3.23	3.23	3.18	3.21	
	1Y	3.32	3.25	3.26	3.28	3.33	3.40	3.36	3.43	3.41	3.31	
农商	1M	2.84	2.81	2.82	2.89	2.64	2.65	2.63	2.65	2.51	2.75	农商
	3M	3.00	3.01	2.99	3.02	3.01	3.00	3.00	2.93	2.99	2.82	
	6M	3.04	3.10	3.09	3.09	3.08	3.14	3.11	3.11	3.10	2.99	
	9M	3.25	3.20	3.15			3.18	3.19	3.16	3.17	3.12	
	1Y	3.22	3.35	3.25	3.51	3.38	3.33	3.38	3.34	3.55	3.26	
全部	1M	2.81	2.80	2.68	2.89	2.67	2.58	2.57	2.53	2.45	2.61	
	3M	2.99	2.97	2.93	2.89	2.98	3.03	2.95	2.88	2.82	2.77	
	6M	3.07	3.10	3.10	3.09	3.11	3.13	3.10	3.09	2.99	2.98	
	9M	3.14	3.13	3.12	3.13	3.16	3.11	3.15	3.12	3.10	3.06	
	1Y	3.27	3.24	3.23	3.19	3.28	3.27	3.24	3.21	3.27	3.17	

数据来源：WIND 鑫元基金整理

从上周具体的发行情况来看，国有行和股份行的发行成功率维持在高位，城商行和农商行的发行成功率有所下滑。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，上周日公布了2月官方PMI数据，受春节假期因素的影响，官方制造业和非制造业PMI数据均有所回落，制造业PMI下行速度较快，逐步逼近荣枯临界值。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扩大至33.1%和22.3%的水平。从央行的态度上来看，上周公开市场的净回笼200亿元，主要是逆回购的净回笼所致，节后资金价格平稳。本周国债和政金债发行规模有所恢复，地方债的发行规模逐渐恢复。疫情方面，海外国家每日新增确诊数逐渐下来了，国内节后复工阶段的疫情防控也较好，中美疫苗接种速度均较快。本周来看，数据面上步入了真空期。股市方面，上周主板和创业板指数持续走弱，前期获利丰厚的资金选择兑现，机构重仓股带动指数下跌。地方债的发行节奏上，上周发行了0亿，本周将发行340亿，地方债的发行规模逐渐恢复。上周央行资金面净回笼，资金价格上有一定的上行，但总体而言资金面依然是平衡偏松的格局。上周利率债收益率短端受到资金面偏松的影响而继续下行，长端则持续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170~180BP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。在美联储1.9万亿

美元的财政刺激政策落地后，美国经济的复苏节奏及资产定价的变化值得跟踪。顺周期的逻辑由货币宽松推动走向了经济复苏推动，一致性开始减弱。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持续走弱，此前涨幅较大的机构重仓股的亏钱效应明显。板块上来看，在抱团行情瓦解后，周期板块试图带动指数但失败，亦掉头调整。本周来看，指数上的下跌并未到位，但在持续快速下跌后会有企稳反抽行情。板块方面，关注农业、医美等逆势相对强势的概念。

期货方面，上周黑色系有一定的反弹。总体来看铁矿和螺纹在高位企稳，寒冬过后焦炭的表现不佳，但全球大宗的涨价潮依然在延续，后续黑色系以跟随为主。

四、本周重要事件日历

日期	指标	前值及预期
2021/3/1	美国 2 月制造业 PMI	前值 58.70
2021/3/3	2 月财新服务业 PMI:经营活动指数	前值 52.00
2021/3/3	美国 2 月非制造业 PMI	前值 58.70
2021/3/4	美国 2 月 27 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	前值 730,000.00
2021/3/5	美国 2 月新增非农就业人数:季调(千人)	前值 49

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。