

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

警惕通胀预期升温

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

2021.02.08

2月以来，资金面明显转松，但受央行推迟跨年资金投放影响，市场流动性预期并不乐观，上周债券表现依然弱势，十年期国债期货主力合约跌破97.2，距离去年12月末低点仅一步之遥。结合资金面和基本面的判断，我们认为当前债市机会大于风险。

当前货币政策基调以稳为主

1月末，央行持续回笼流动性，资金利率大幅抬升，银行间存款类机构7天质押式回购利率一度超过SLF利率。度过月末，尽管资金面压力明显减弱，但央行跨年资金投放时间偏晚且投放力度不及预期，加重了市场对于货币政策转向的担忧。对比往年，我们认为今年春节前央行公开市场操作量较为克制的原因有二：一是考虑1月中上旬资金面较为宽松，以及股价和房价上涨较快，若流动性继续大量投放或进一步推升资产泡沫；二是今年节前取现需求与1月缴税缴准期错位，叠加就地过年政策，实际资金需求不及往年。因此，我们认为1月末的资金回笼是对前期流动性过于宽松的修正，2月初资金投放的克制也并非意味着央行态度发生变化，当前货币政策仍是以稳为主。

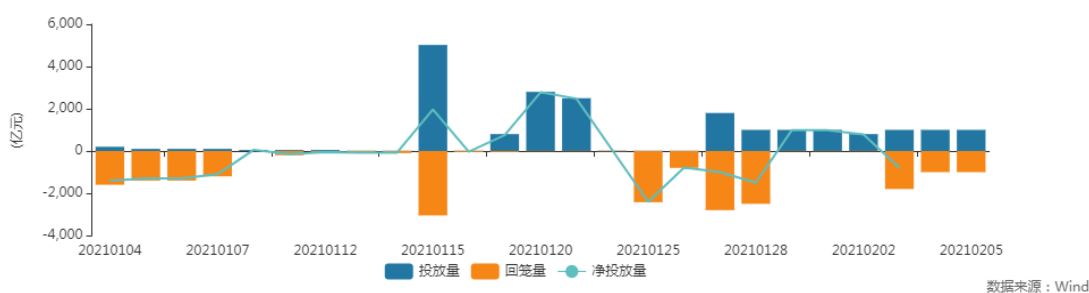


图1 公开市场资金投放和回笼（亿元）

短期经济增长隐忧仍存

年初国内局部地区疫情抬头对经济造成冲击。目前看，春节前后疫情影响难以完全消除。1月国内制造业和非制造业景气双双出现下滑，均不及预期。相对中游制造业，终端服务、消费行业受到疫情的冲击更加明显。参考去年经验，后期随着疫情的控制，生产端将较消费端更快恢复。而今年春节倡导“就地过年”或强化消费弱、生产强的格局。

特别值得注意的是，当前外需正在发生变化，PMI新出口订单指标连续两个月回落，其原因在于伴随疫苗全球范围内接种速度的加快，海外产能进一步修复，我国出口动能开始减弱。鉴于内外终端需求面临压力，预计一季度经济环比增速将弱于季节性。另外，考虑3月和4月是信用债到期高峰，在经济增长动能放缓的情况下，央行可能再度开启流动性宽松窗口，届时债市有望迎来一轮上涨行情。

警惕通胀预期扰动债市

近期，美国推动大规模援助计划带动美债收益率和美元强势反弹，美债收益率表隐含通胀预期在不断升

警惕通胀预期升温风险

2021.02.08

温。我们认为短期需要关注通胀预期传导至国内对债市形成扰动。自1月中旬拜登提出1.9万亿美元财政刺激法案后，美国新任财长耶伦也表示将继续推动新一轮财政刺激计划。上周五美国两院通过1.9万亿规模下的相关救助计划，叠加当日公布的美国1月非农数据不及预期，市场预期后期美国国会或加快通过该计划，通胀预期升温并有望传到至国内市场，对债券走势形成扰动。

不过，后期美国数据通胀能否上行存疑，目前美国居民低消费高储蓄的行为以及对金融资产的购买热情引发监管层关注。在此背景下，最终国会通过的财政刺激规模很可能打折，而美联储在就业和通胀目标平衡下可能会出手预防通胀上行过快风险出现（提前缩减资产购买计划）。因此，目前难以评估通胀预期传导对国内市场影响的期限，我们倾向为短期扰动。

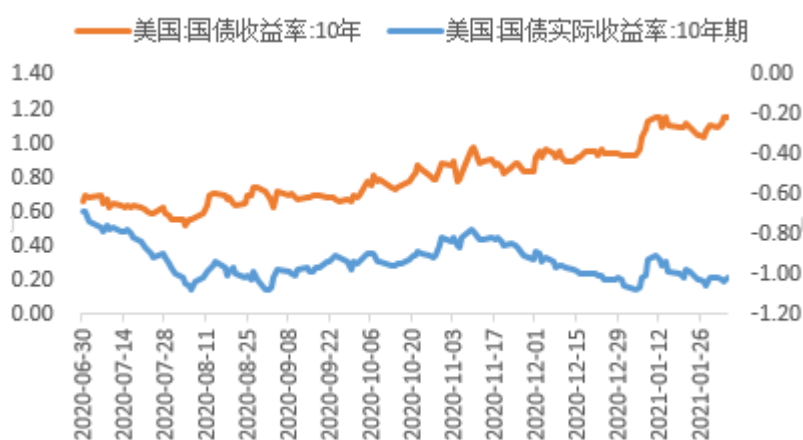


图2 美国十年期国债名义利率和实际利率 (%)

债券市场在经历了近两周的调整后，目前十年期国债收益率回升至3.2%附近。考虑上周央行已经开启14天跨年资金投放后市场流动性预期修复，当前内外需求恢复出现的放缓信号，3-4月信用债到期压力，我们对于债市并不悲观，十年期国债收益率在3.25%以上可以增加配置。风险方面，短期需要关注美国新一轮财政计划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