

内外部环境冲击风险偏好 期债回暖空间受限

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 总体来看，剔除基数影响后，外需进一步走强，内需稳中趋弱。经济各分项中，工业生产和出口较 2020 年 12 月继续回升，消费、投资数据较 2020 年 12 月边际走弱。
- ◆ 整体上看，2 月社融出现小幅回升，信贷数据仍表现亮眼。考虑到去年同期社融基数较高，在信用风险隐忧仍存的背景下，预计企业债券融资或将继续承压，叠加近期监管开展的消费贷检查，3 月社融或将呈边际回落趋势。
- ◆ 食品价格起到拖累作用、非食品价格稳步修复、核心 CPI 持续反弹，3 月 CPI 同比或回升至 1.1% 附近。PPI 方面，3 月翘尾影响 1.09%，较 2 月大幅回升约 1 个百分点；3 月以来建筑业逐步开工，工业产品由淡季转向旺季，南华工业品指数加速回升，预计 3 月 PPI 同比将大幅回升至 3.5% 以上。
- ◆ 年初至今，央行公开市场投放较为温和，整体保持净回笼态势，资金面有所收敛。今年上半年在国内经济持续修复与外部不确定性犹存相交织、国内物价水平整体保持温和的背景下，货币政策将持续处于“观察期”，以 MLF 利率为代表的政策利率调整的可能性很小，LPR 报价基础有望保持稳定。
- ◆ 地方债方面，今年的新增地方债发行节奏明显慢于往年，在全国两会上确定全年新增专项债限额后才准备“开闸”。虽然没有“早发行”，但今年地方财政部门做到了“早准备”，在 2 月份完成了新增专项债券项目资金需求申报工作，让新增地方债赶在了 3 月内发行。
- ◆ 当前海外经济显著改善，美债收益率继续上行。随着各国新冠疫苗接种有序进行，疫情逐步得到控制，美国 1.9 万亿美元财政刺激计划获得参众两院通过。未来美国经济复苏叠加美联储维持宽松态度，美债利率上行趋势短期内仍难以扭转，资本流出新兴市场回流美国的趋势大概率仍将延续。

葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

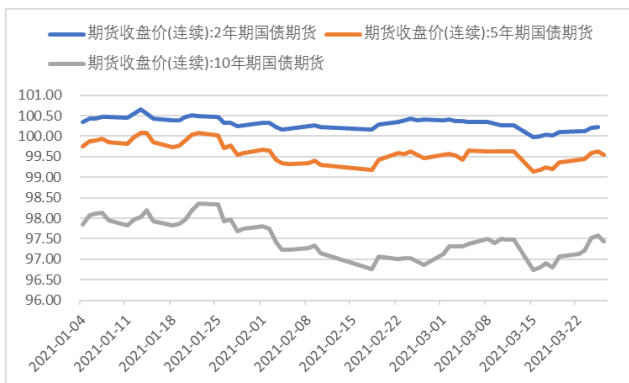
E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

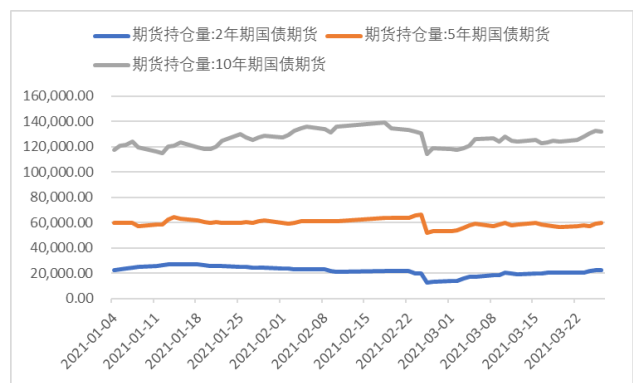
恰逢农历春节，二月份交易日有所缩减，二月随着全球新冠疫苗接种有序进行，市场生产和需求逐步恢复，美债收益率显著上行。春节后央行公开市场操作保持净回笼态势，资金面保持平稳，国债期货价格振荡走低。三月初资金面相对平稳，股市持续下跌，避险情绪升温，国债期货价格延续低位震荡。随后美债收益率上行节奏放缓，美元指数快速反弹令风险资产出现调整，市场波动明显加大。3月中旬，受经济数据好转、地缘政治风险引发避险情绪升温影响，国债期货主力合约先抑后扬。近期资金面保持相对平稳，加上股市持续下跌，避险情绪升温，国债期货价格有所反弹，10年期国债收益率回落至3.23%附近。

图 1. 国债期货有所上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量平稳



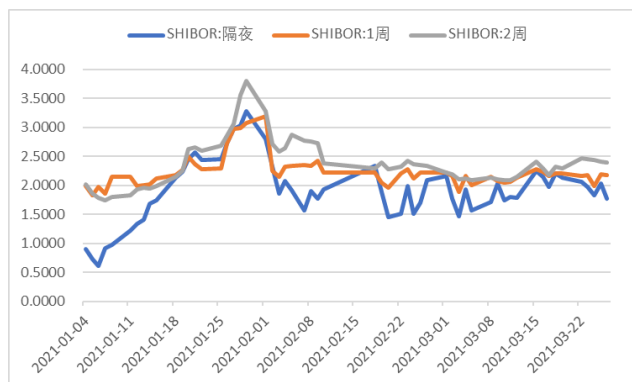
资料来源：WIND 新纪元期货研究

春节前央行流动性安排仍未落地，资金面有所收敛。随后月度税期渐过，同时央行也维持逆回购稳定操作安抚预期，流动性维持平稳偏宽局面。3月央行连续开展100亿元逆回购操作，并完全对冲到期的1000亿元MLF资金，货币市场利率保持平稳，银行间资金面整体平衡。隔夜Shibor较去年底上行66.90BP至1.762%，7天Shibor跌20.80BP至2.173%，14天Shibor下行62.80bp至2.2397%。

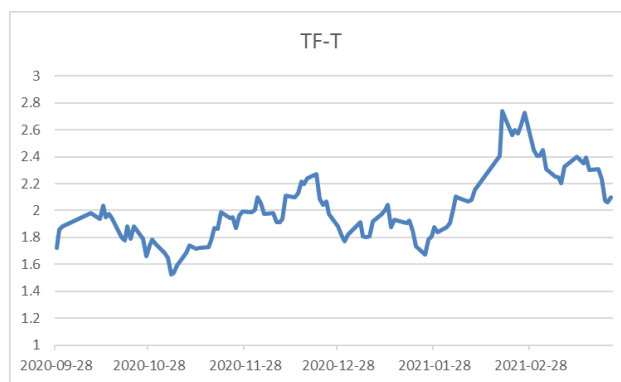
价差方面，截至3月26日，5年期国债期货主力合约TF2106与10年期主力合约T2106的价差整体维持震荡重心上移28.00BP。跨期价差T00-T01较去年底上行0.11，TF00-TF00较去年底上行0.245。

图 3. Shibor 有所下行

图 4. 价差震荡上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济数据继续修复

中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增 35.1%，预期增 31.3%，比 2019 年 1-2 月增 16.9%，两年平均增 8.1%。中国 1-2 月固定资产投资（不含农户）同比增 35%，预期增 38.11%，比 2019 年 1-2 月增 3.5%，两年平均增速为 1.7%。中国 1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，预期增 31.7%，比 2019 年 1-2 月份增 6.4%，两年平均增速为 3.2%。

为了剔除 2020 年低基数的影响，统计局计算了多数分项的两年平均增速，即把 2019 年 1-2 月作为基期，计算的几何平均增速。因此，参照统计局方法，把 2018 年-2019 年作为基期，计算 2020 年-2021 年数据的同比增速，然后将增速做年化处理。总体来看，剔除基数影响后，外需进一步走强，内需稳中趋弱。经济各分项中，工业生产和出口较 2020 年 12 月继续回升，消费、投资数据较 2020 年 12 月边际走弱。

1、工业生产保持扩张

工业生产稳步回升，汽车制造业、电气机械和器材制造业拉动力显著。国内经济持续恢复，国内高炉开工率和双焦企业节后复工率保持稳定，重点钢企日均产量高增；海外经济逐渐复苏，需求旺盛，推升大宗价格上行。工业生产 1 月和 2 月季调环比较 2020 年 11-12 月回升，主要是受到制造业拉动。1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，两年平均增长 8.1%，高于 2020 年 12 月的两年平均增速 7.1%。1 月和 2 月季调环比分别为 0.66% 和 0.69%，高于 2020 年 12 月的 0.65%。分行业来看，采矿业增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 4.8%，略低于 2020 年 12 月的两年平均增速 5.2%；制造业增长 39.5%，两年平均增长 8.4%，高于 2020 年

12月的两年平均增速7.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长19.8%，两年平均增长5.5%，低于2020年12月的两年平均增速6.4%。高技术制造业两年平均增速13%，高于2020年12月的两年平均增速11.5%。

2、消费受冬季疫情反弹影响

消费端复苏受到冬季疫情影响，但好于市场预期。1-2月，社会消费品零售总额同比增长33.8%，高于市场预期的32%；比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%。扣除价格因素，1-2月社会消费品零售总额实际增长34.3%，两年平均增长1.2%。从环比看，1月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了这波冬季疫情对消费的抑制；但2月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），略好于过去几年春节月份增速表现。

两大消费品类表现亮眼，但餐饮类消费仍然相对低迷。一是汽车类，1-2月同比增长77.6%，除汽车以外的消费品零售额增长30.4%，汽车类消费继续发挥对整体消费的拉动作用；二是消费升级类，通讯器材类、体育娱乐用品类商品同比增速分别为53.1%、45.6%，两年平均增速均为18.2%。1-2月餐饮类消费同比增长68.9%，两年平均下降2.0%，而商品零售同比增长30.7%，两年平均增长3.8%。

3、基建与制造业投资端表现略弱 房地产投资维持高位

2021年1-2月份固定资产投资（不含农户）同比增长35.0%，比2019年同期增长3.5%，两年平均增速为1.7%。从环比速度看，2月份固定资产投资（不含农户）增长2.43%；1-2月份社会消费品零售总额同比增长33.8%，比2019年同期增长6.4%，两年平均增速为3.2%；1-2月份规模以上工业增加值同比增长35.1%，比2019年同期增长16.9%，两年平均增长8.1%。分三大类别看，制造业投资和基建投资增长弱于季节性表现，房地产投资好于季节性表现。2021年1-2月份，国民经济持续改善，投资和消费稳定恢复，就业和物价总体稳定，基本民生保障有力。

制造业基本面改善，医药和化学原料制品增幅榜首。1-2月，制造业投资同比增长37.3%，隐含比2020年12月下降50.4%，虽然好于去年同期（-60.7%），但弱于2019年同期（-37.8%）；广义基建投资（含电力）同比增长35%，隐含比2020年12月下降40.3%，同样虽然好于去年同期（-53.9%），但弱于2019年同期（-35.6%）。制造业改善的主要原因有，首先春节错位，受就地过年政策的影响，企业停产停工的时间和规模减少，节后部分企业提前复工。其次1-2月份医药制造业、化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业涨幅最快、分别是64.0%、63.2%、60.2%。其他行业投资增速也得到支撑。同时全球完成疫苗接种数量增长可观，走出疫情逻辑强化。另外2月上游原材料价格整体强势，推高成本，下游开工需求乐观推升企业盈利预期，加快制造业投资持续恢复。

1-2月全国房地产开发投资13986亿元，同比增长38.3%，比2019年1-2月份增长15.7%，两年平均增长7.6%。从其他地产相关指标来看，1-2月商品房销售面积和销售额分别增长104.9%和133.5%，出现了大幅增长。1-2月，房屋施工面积同比上升64.3%，比2019年1-2月份增长11.3%；房屋新开工面积同比增长64.3%，比2019年1-2月份增长35.0%；房屋竣工面积同比增长40.4%，比2019年1-2月份增长30.9%。图表4：1-2月地产销售额和销售面积当月同比增速保持较快水平。剔除掉基数原因后，我们认为房地产投资还有韧性，地产销售不弱，开发商通过销售回款补充现金流的渠道仍属畅通，这从1-2月房地产开发企业到位资金的两年平均增速为11.7%，处于2015年以来同期的高位中即可看出。

基建投资稳定增长，商品房销售情况改善。1-2月份基础设施投资（不含电力热力、燃气及水生产和供应业）同比增长36.6%，两年平均下降1.6%；主要原因为首先新增地方政府专项债3.65万亿元，较去年规模有所收缩，但不会明显收紧。其次建筑业需求有所下降，钢铁价格走强，但水泥、混凝土价格走弱。基建投资方面，今年两会确认的专项债3.65万亿额度几乎持平上年，随着政府债发行放量，后续基建投资增速有望上行。

往后看，预计基建投资将有所回升但幅度有限，制造业将及继续高景气增长，地产将回落但空间有限。随两会下发的专项债额度及固定资产投资推进，预计基建将有所回升，但考虑到额度中或包含前期偿还及展期额度，幅度有限。二季度海外生产产能修复带动专用设备资本品出口下，制造业投资有望继续高增长。随着经济逐步恢复至常态，地产相关政策将引导投资回落，但考虑到房地产集中竣工叠加商品房低库存，地产投资增速回落空间有限。

4、进出口仍强劲

以美元计，2021年1-2月出口同比增加60.6%，前值为18.1%；1-2月进口同比增加22.2%，前值为6.5%。1-2月贸易差额为1032.6亿美元，前值781.7亿美元。以2019年1-2月为基期，计算出的出口与进口年均复合增长率分别达到15.19%和8.24%，两年间进口与出口的平均增速达到高水平。

我国出口维持自去年下半年开始的高速增长，进口增速较去年年底水平有所上升，主要原因在于：出口方面，1-2月海外疫情高峰已过，主要经济体制造业景气度进一步上升，海外需求持续走高；进口方面，由于我国工业生产持续复苏，叠加春节后复工节奏较快，1-2月我国内需相较以往年份更加旺盛。从主要出口国家和地区来看，对东盟、欧盟、日本、美国和澳大利亚的出口增速均有大幅提高。两年间对东盟、美国及澳大利亚出口的年均复合增长率均超过10%。从主要出口商品来看，农产品出口增速转正；机电产品和高新技术产品的出口增速继续上升，增速超50%，传统大宗商品出口有所回落，转为同比下降。

进口稳定增长，农产品进口上升。从主要进口国家和地区来看，由东盟、欧盟、日本、美国和澳大利亚的进口增速明显上升。两年间由东盟及美国的进口年均实现两位数增长，其中由美国的进口年均增速达31%。从

主要进口商品来看，农产品、机电产品与高新技术产品同比增速均进一步上升，大宗原材料进口增速降幅有所收窄，其中铁矿砂与原油进口均呈量价齐升态势。

出口方面，海外经济体制造业持续景气，对我国出口企业的高需求有望延续，去年三月我国出口回落，同比基数较低，预计 3 月我国出口增速将继续处在高位。进口方面，我国制造业生产的复苏速度虽有所回落但仍保持较快增长水平，加之去年 3-5 月为海外疫情的快速扩散阶段，进口增速低，预计未来几个月我国进口增速将继续上升。

（二） 新增社融超出预期 信贷维持较快增长

2 月金融数据出炉。新增人民币贷款 1.36 万亿元，前值 35800 亿元，同比多增 4529 亿元；社融规模存量为 291.36 万亿元，同比增 13.3%；社融规模增量 1.71 万亿元，前值 51742 亿元，同比多增 8392 亿元；2 月 M2 同比 10.1%，前值 9.4%，M1 货币供应同比 7.4%，前值 14.7%，M0 货币供应同比 4.2%，前值-3.9%。

社融增速为去年 10 月（13.7%）以来连续 3 个月下滑后首次回升，也是 19 年以来连续 2 年下滑后（18 年 2 月社融新增 1.2 万亿，19、20 年 2 月社融分别下滑至 9665 亿元和 8737 亿），2 月社融新增规模首次恢复增长，不可谓不强。整体来看显著超出市场预期。但 2 月本身为信贷投放小月，今年大幅偏强的 2 月社融新增也仅为 1 月的 1/3 左右，受到春节因素扰动明显，叠加 20 年疫情冲击下的低基数和今年就地过年的扰动，读数上反弹意义并不值得过度解读，社融自去年 10 月见顶以来有韧性的缓慢回落态势并未改变。

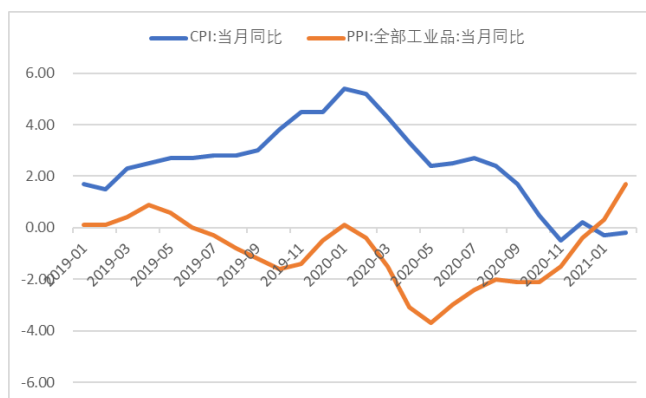
从人民币贷款结构来看，企业中长期贷款、居民中长期贷款表现均比较亮眼，贷款结构良好。得益于出口大增和 PPI 上行带来的利润增加，企业投资需求比较旺盛，中长期企业贷款 2 月达到去年同期的 2.5 倍以上。楼市 1 月火热后经历比较严厉的调控，温度有所下降，但居民中长期贷款依然维持了相当惯性，2 月新增 4113 亿（去年同期 371 亿）。

货币供应量方面，2 月 M1 同比增速降低至 7.4%，M2 同比则回升至 10.1%，上个月刚转正的剪刀差再次回落到负值。尽管通常 M1 增速高于 M2 表示经济活跃度比较高，但历年 1-2 月春节前后剪刀差本来就存在一定扰动，企业集中在年前发放奖金，居民可能在春节前取现并在节后存回，今年相比去年又叠加了疫情的冲击，扰动因素更大。单月剪刀差转负并不影响经济当前热度较好，企业融资需求旺盛的经济位置定性，不值得过度解读。

整体上看，2 月社融出现小幅回升，信贷数据仍表现亮眼。上月春节因素及春节错位影响的消失造成本月 M1 出现大幅回落；而地产仍然维持韧性，节后制造业持续走强，同时叠加财政超季节性支出增长，均对 M2 回升产生影响。信贷结构分化延续，居民企业融资需求仍然旺盛。社融增速小幅回升，企业债券融资边际下滑。两会

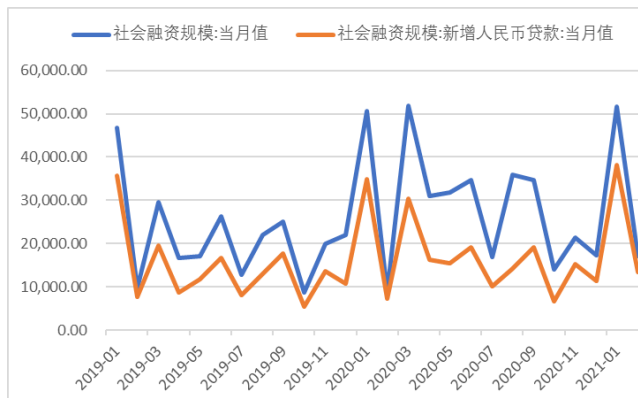
政府工作报告中强调 2021 年货币政策要维持“灵活精准、合理适度”，在将服务好实体经济放在突出位置的同时，坚持防风险及保持宏观杠杆率的稳定。考虑到去年同期社融基数较高，在信用风险隐忧仍存的背景下，预计企业债券融资或将继续承压，叠加近期监管开展的消费贷检查，3 月社融或将呈边际回落趋势。

图 5. PPI CPI 继续剪刀差



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融小幅回升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

(三) CPI 和 PPI 分化持续加剧

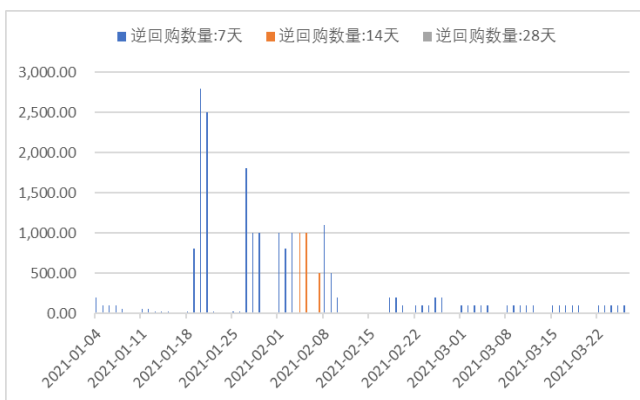
2021 年 2 月 CPI 同比-0.3%，前值-0.3%，上年同期 5.2%；2 月 PPI 同比 1.7%，前值 0.3%，上年同期-0.4%。

2 月 CPI 同比(-0.2%)小幅回升，环比上涨 0.6%，涨幅有所收窄，不同于除夕所在月份价格趋于上涨的历史规律，今年猪周期下行、天气转暖，叠加就地过年节省运力，2 月物价低于预期。食品 CPI 同比下降(-0.2%)，除因高基数效应肉类降价以外，其余食品分项普遍同比涨价；非食品 CPI 同比回落(-0.2%)，降幅较上月收窄 0.6%，其中交通通信价格降幅达(-1.9%)，主要源于春节错峰叠加就地过年；核心 CPI 同比暂定下跌，与上月持平。环比来看，CPI 环比上涨(0.6%)，食品分项(1.6%)是主要驱动因素，其中受春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响，水产品(8.7%)和鲜果(6.1%)价格上涨明显；生猪产能持续恢复带动猪肉(-3.1%)降价；鲜菜(1.8%)涨幅显著收窄，不及历史同期水平；蛋类(-3.8%)由于天气转暖，蛋鸡产蛋量提升，加之局部地区疫情好转后调运渠道逐步畅通价格由涨转跌；非食品环比(0.4%)持续回升，由于春节期间就地过年，文娱消费环比上涨(0.8%)，交通通信(1.1%)受油价拉动继续反弹。

2 月 PPI 同比上涨(1.7%)，较上月明显回升；环比上涨 0.8%，涨幅略收窄，主要受国内需求上升和国际大宗商品价格上行等因素驱动。大类分项方面，生产资料同比大幅回升 1.8 个百分点至 2.3%，生活资料与上月持平于-0.2%。分行业来看，价格涨幅较大的是石油相关行业和中上游制造业，环比排名前三的分别是石油开采(7.5%)、黑色金属矿采选业(5.9%)和石油加工炼焦(4.9%)；重点行业中价格表现较差的是汽车制造业(-0.2%)、计算机通信电子(-0.3%)和非金属矿物(-0.4%)。

展望 3 月，食品价格对 CPI 起到拖累作用，CPI 同比主要靠油价和核心通胀拉动，综合来看将继续上行；受益于低基数和全球经济复苏，PPI 同比进入高速上行阶段。3 月 CPI 翘尾影响-0.81%，较 2 月回升约 1.2 个百分点；今年寒潮较早叠加运力紧张程度较低，使得 2 月菜价涨幅明显偏低，3 月菜价季节性回落，近 5 年分项 CPI 环比均值为-8.6%；3 月上旬猪价下行趋势放缓，主要受集团化猪企出栏偏紧和学生返校等因素提振，但猪周期下行趋势难改，叠加 3 月本是消费淡季，预计后续猪价将恢复稳步下行趋势；油价方面，上周召开的最新 OPEC 会议结论显示，4 月原油增产规模不及预期，说明产油国延续减产意愿较强，带动上周布伦特原油期货结算价一度冲高至 69.36 美元/桶，预计 3 月油价继续快速上行。2 月核心 CPI 环比进一步回升至 0.2%，考虑基数效应可预计 3 月核心 CPI 同比将明显回升。综合来看，食品价格起到拖累作用、非食品价格稳步修复、核心 CPI 持续反弹，3 月 CPI 同比或回升至 1.1% 附近。PPI 方面，3 月翘尾影响 1.09%，较 2 月大幅回升约 1 个百分点；3 月以来建筑业逐步开工，工业产品由淡季转向旺季，南华工业品指数加速回升，预计 3 月 PPI 同比将大幅回升至 3.5% 以上。

图 7：逆回购投放平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8：流动性保持净回笼



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

年初至今，央行公开市场投放较为温和，整体保持净回笼态势，资金面有所收敛。央行春节前操作与往年央行提前通过降准、临时操作等方式释放天量流动性差别较大。节后几日随着现金逐步回笼，央行公开市场操作以净回笼为主，引发市场对货币政策转向的猜测。

随后央行转发金融时报文章称，不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

2 月 15 日，央行续作 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与上月持平。这意味着 2 月 LPR 报价的参考基础未发生变化。随后央行维持一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别在 3.85% 和 4.65% 不变。至此，LPR 已

连续 10 个月不变。根本原因在于 2020 年二季度以来宏观经济出现“V 型”反转；尽管 1 月部分地区出现聚集性疫情，经济运行略有波动，但并未显示脱离修复轨道迹象。

三月央行连续开展 100 亿元逆回购操作，并完全对冲到期的 1000 亿元 MLF 资金。3 月 15 日，央行发布公告称，当日开展 1 年期 MLF1000 亿元，中标利率为 2.95%，与 2 月持平，实现 MLF 等额续作。同时，央行还开展了 100 亿元 7 天逆回购操作。作为今年两会后的首次 MLF 操作，央行此次操作利率和规模直接体现了今年政府工作报告确定的货币政策方向。

当前货币市场利率保持平稳，DR007 等基准利率维持在 2.2% 附近。缴税大月叠加新增地方债供给来临，资金收紧压力增大，关注央行对冲力度。从 2018—2020 年来看，即将到来的 4 月作为缴税大月，税收规模在 1.4 万亿—1.7 万亿元，对应中旬税期缴税规模可能达到 1 万亿元级别；超储和银行库存现金转为政府存款，2018—2019 年 4 月政府存款增加幅度分别为 4653 亿元和 7060 亿元。受经济增长反弹带动，2021 年 4 月缴税的规模可能较大。4 月迎来地方债供给高峰的概率较大。地方债发行缴款形成财政存款，也相当于从市场抽取流动性。今年年初以来，央行投放量偏少。面临缴税大月和地方债供给，央行可能增加投放，但可能也是部分对冲税期、地方债缴款带来的资金缺口，资金面继续收敛的概率较高。

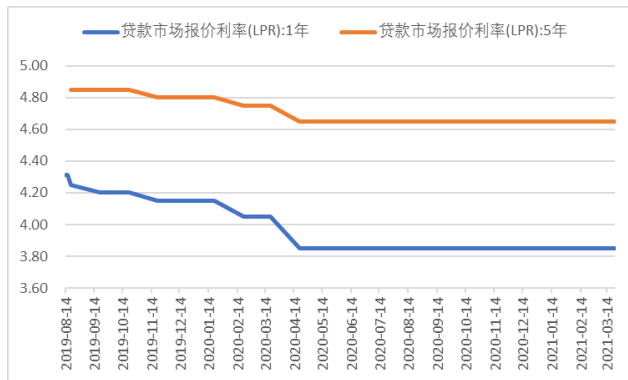
LPR 方面，贷款市场报价利率（LPR）已连续 11 个月保持不变。3 月 22 日，全国银行间同业拆借中心发布新一期 LPR 报价，1 年期 LPR 报 3.85%，5 年期以上 LPR 报 4.65%，均与 2 月持平，符合市场预期。3 月 LPR 保持不变体现了利率水平与经济恢复程度基本适应。

政府工作报告强调，保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。宏观政策不急转弯，货币政策要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。同时提到，要推动实际贷款利率进一步降低，务必做到小微企业综合融资成本稳中有降。这意味着今年货币政策将更加兼顾稳增长和防风险，加息和降息的概率都不大，但会通过结构性政策加强对重点领域、薄弱环节的定向支持。目前，中美 10 年期国债收益率之差仍有 150 个基点，安全空间较足。我国物价水平总体平稳，CPI 仍是货币政策核心关注的指标，通胀暂时不对货币政策构成较大掣肘，下一阶段 LPR 将大概率继续保持稳定。

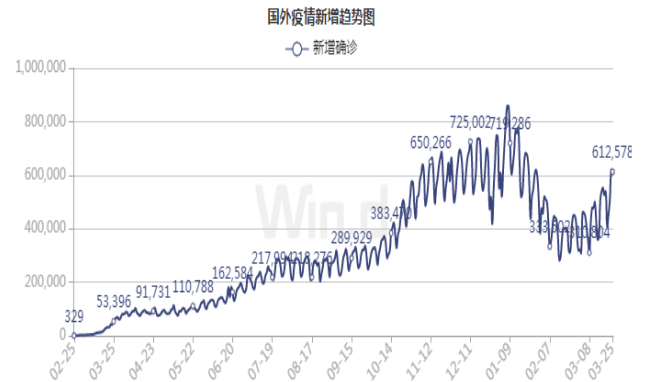
今年上半年在国内经济持续修复与外部不确定性犹存相交织、国内物价水平整体保持温和的背景下，货币政策将持续处于“观察期”，以 MLF 利率为代表的政策利率调整的可能性很小，LPR 报价基础有望保持稳定。

图 9：LPR 连续十一个月维持不变

图 10：国外疫情有所缓解



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

截至 2 月末，我国政府债券存量规模为 46.39 万亿元。今年前 2 个月政府债券新增发行较少，政府债券余额仅增加 3454 亿元，与前 2 年相比，处于低位。随着新增 7.22 万亿元国债和地方政府债券陆续下达，二、三季度政府债券发行将处于高位，月均发行规模超过 7000 亿元，对市场产生一定的供给压力，且随着专项项目资金到位后，交通、能源、水利等重大工程项目将陆续开工，将有效扩大投资，支持实体经济增长。

地方债方面，今年的新增地方债发行节奏明显慢于往年，在全国两会上确定全年新增专项债限额后才准备“开闸”。虽然没有“早发行”，但今年地方财政部门做到了“早准备”，在 2 月份完成了新增专项债券项目资金需求申报工作，让新增地方债赶在了 3 月内发行。

截至 3 月 25 日前，今年以来的地方债发行除开 3 月 9 日四川省发行的 114 亿元支持中小银行发展专项债券外，全部为借新还旧的再融资债券。而 25 日湖北省发行的新增一般债券和新增专项债券，代表着新增地方债的正式“开闸放水”。

按照往年新增地方债的发行节奏，首月发行规模往往会“大放水”，发行规模将处于全年高位。比如 2020 年 1 月份全国就发行了地方债 7850.64 亿元，全部为新增债券。但今年的发行情况有所不同，湖北的“首发”时间已经是 3 月末。

从去年情况来看，新增专项债在 5 月迎来全年发行高峰，但因为“让道”去年 2 万亿特别国债的发行而影响到了三季度的发行节奏。

今年新增地方债的发行可能在 4 月迎来一个高峰。参考 2018-2020 年，上半年均有 1-2 个月地方债发行量较大。自 3 月 25 日湖北开始发行新增地方债，后续地方债新增限额可能陆续开始发行，4 月迎来地方债供给高峰的概率较大。

四、海外经济显著改善 美债收益率继续上行

当前海外经济显著改善，美债收益率继续上行。随着各国新冠疫苗接种有序进行，疫情逐步得到控制，单日新增确诊病例逐步减少，全球单日新增确诊病例降至 40 万例左右，从疫苗接种进度看，美国接种比例超过 37%，按此接种速度，美国在上半年可以实现全民接种。

美国 1.9 万亿美元财政刺激计划获得参众两院通过，未来拜登还将推行规模超 2 万亿美元美国基建计划。随着疫情逐步得到控制和财政刺激计划的支持，市场对经济展望大幅改善最新 OECD 大幅上调对全球和美国、日本等国 2021 年 GDP 增速的预期。10 年期美债收益率持续上行，突破 1.7%，接近疫情前的位置。后期美债利率继续上行至 1.8%—2% 的可能性较大。

而新公布的美联储议息会议中，美联储对于政策和市场的看法没有较此前发生明显改变，甚至更加鸽派，认为近期经济、通胀方面的利好并不是一个趋势性变化。美债作为全球金融资产的定价锚，其收益率持续上行将会带来高估值风险资产的继续调整。需要注意的是，随着美债收益率以及通胀预期的持续攀升，新兴经济体可能会面临的资本流出、汇率贬值、输入性通胀上行压力不断加剧，将会不得不通过加息来应对。3 月 18 日，巴西央行就超预期加息 75BP。土耳其央行也加息 200 基点至 19%。随后土耳其以及俄罗斯央行纷纷跟随加息。在疫情尚未得到有效控制、经济复苏遥遥无期的背景下，不得不动加息的新兴经济体面临的危机风险正在攀升。

未来美国经济复苏叠加美联储维持宽松态度，美债利率上行趋势短期内仍难以扭转，资本流出新兴市场回流美国的趋势大概率仍将延续。大宗商品价格易上难下推升通胀，未来或有更多新兴市场国家面临被动加息风险，对全球经济的潜在拖累值得警惕。对国内而言，由于我国率先控制疫情，经济领先全球率先复苏，货币政策也已提前边际收紧，人民币汇率走势相对平稳。中美利差仍保持在相对较高水平，人民币资产持续吸引外资流入，资本流出风险也相对可控，因此央行被动收紧货币政策的压力可控。不过，需要警惕大宗商品价格上涨带来的通胀压力对国内货币政策的潜在影响。

第三部分国债期货市场展望

经济大概率延续强势，1—2 月主要国民经济数据悉数公布，中国经济整体呈现继续恢复态势。生产和外需恢复相对更强，房地产投资维持韧性，基建和制造业投资有所放缓，线下活动和消费继续缓慢恢复。在这种情况下货币数据或继续保持相对强劲的态势，降低了流动性进一步宽松的可能。今年年初以来，央行投放量偏少。面临缴税大月和地方债供给，央行可能增加投放，但可能也是部分对冲税期、地方债缴款带来的资金缺口，资金面继续收敛的概率较高。预计短期流动性将继续保持合理充裕，对债市形成支撑。

春节后，股票市场风格发生了明显的变化，创业板指数领跌全球主要指数，下跌幅度超过 20%，上证综指下跌幅度接近 10%。近日结束的中美高层战略对话，两国存在一定分歧，引发市场对中美后续谈判的担忧，避险情绪升温，也推动债市收益率有所下行。资金面平稳，避险情绪升温对期债有一定的支撑，不过在海外经济展望改善、美债收益率大幅上行，国内经济总体恢复、工业品价格快速回升和政府债券将大量发行的背景下，预计国债期货价格反弹空间有限，仍以下行为主。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
 邮编：221005
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号
 新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
 地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
 邮编：610004
 地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
 邮编：518001
 地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
 邮编：210019
 地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
 邮编：200120
 地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
 邮编：210018
 地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
 邮编：100007
 地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
 邮编：510080
 地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
 邮编：215028
 地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
 邮编：310004
 地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
 邮编：400010
 地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
 邮编：226001
 地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
 邮编：221005
 地址：徐州市淮海东路153号