

## 【专题研究】

# 3 月债市收涨，4 月票息策略占优

——3 月利率债月报

2021 年 4 月 2 日

### 阅读要点

百瑞信托

博士后工作站

高阳

- 3 月利率债回顾：超储率回升，利率债收涨
  - 一级市场回顾：3 月供给压力减轻，4 月供给压力抬升
  - 二级市场回顾：3 月利率整体收涨
  - 流动性与资金面回顾：3 月流动宽松，资金价格平稳
- 4 月利率债展望：基本面回升、票息策略占优
  - 基本面研判：数据超预期，经济维持高景气
  - 政策研判：央行操作谨慎，资金面波动加剧
  - 资金缺口研判：财政存款、缴税对资金缺口影响较大
  - 市场研判：4 月利空因素较多，票息策略占优

4 月利率债研判	
经济基本面	利空
货币政策	中性
流动性	利空
供给压力	中性

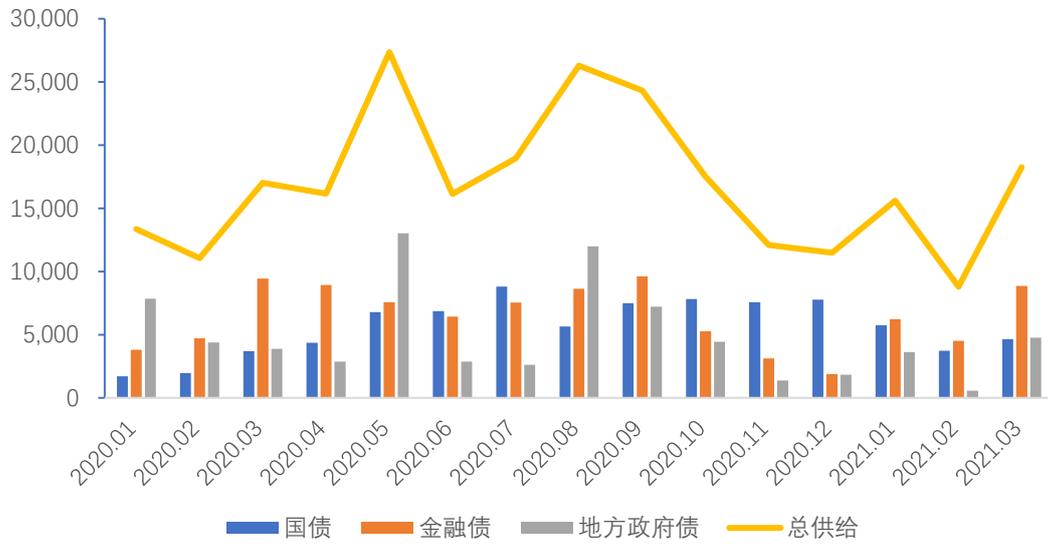
### 一、3 月利率债回顾：超储率回升，利率债收涨

#### （一）一级市场回顾：3 月供给压力减轻，4 月供给压力抬升

3 月利率债总发行量为 18259.96 亿元，相比 2 月环比增加 9462.72 亿元；其中，记账式国债发行 4640 亿元，环比增加 910 亿元；政策性金融债发行 8849.45 亿元，环比增加 4339.45 亿元；地方政府债发行 4770.51 亿元，环比增加 4213.27 亿元。进入 4 月第一周，国债计划发行 150 亿，金融债计划发行 30 亿，地方政府债计划发行约 595 亿，从历史数据来看，进入二季度供给压力在 4、5 月压力上升，四月供给压力抬升，资金中枢面临抬升压

力。

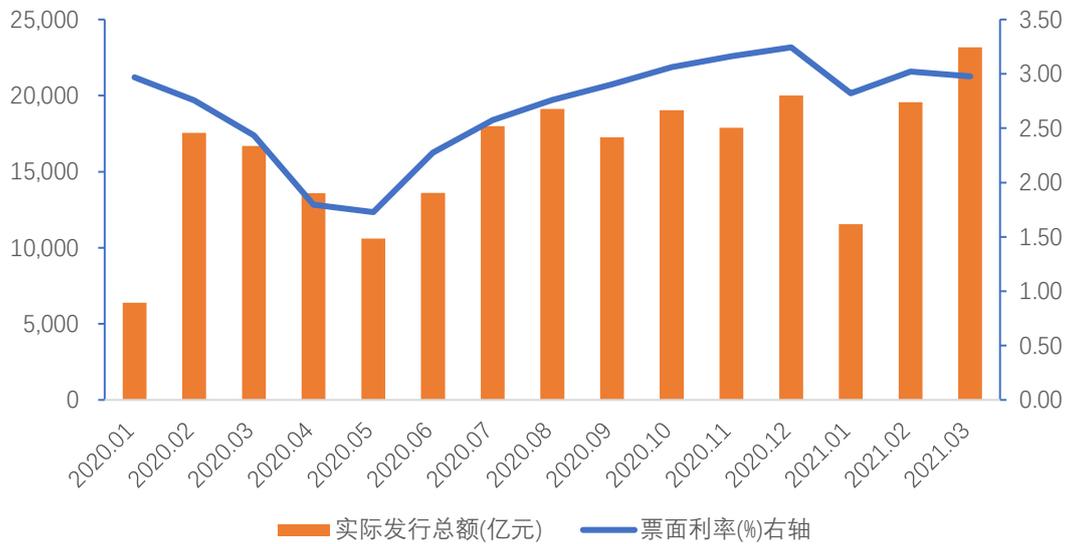
图 1：一级市场利率债发行规模



数据来源：iFind，百瑞信托

**存单方面量升价跌。**3 月同业存单总发行量环比增加约 3598.2 亿元至 23165.4 亿元；票面利率下降约 4BP 至 2.97，主要原因可能在于：第一是公开市场到期压力不大；第二财政补充流动性。

图 2：同业存单与发行利率



数据来源：iFind，百瑞信托

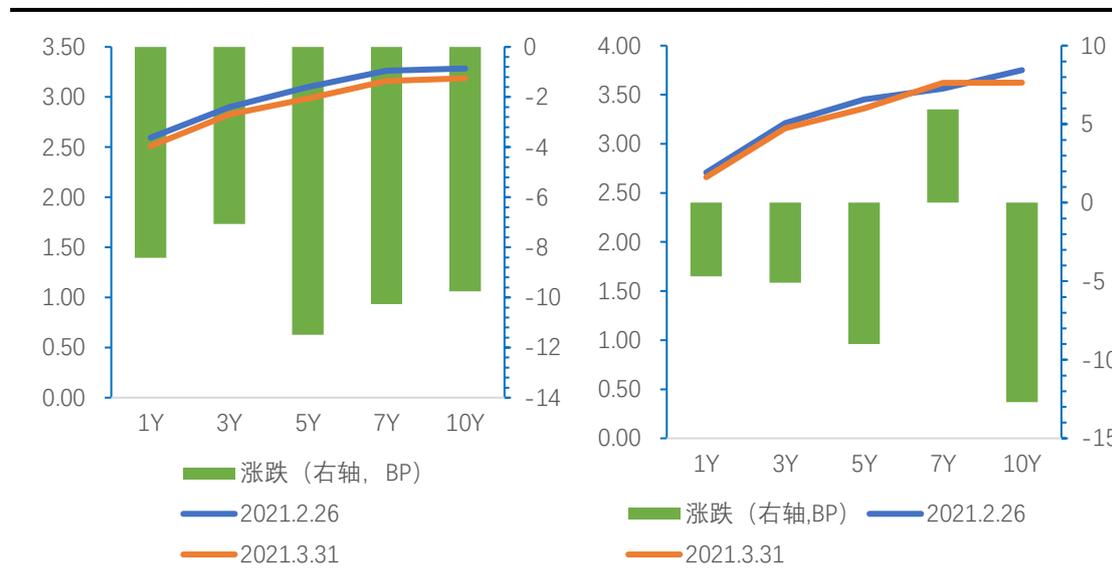
## （二）二级市场回顾：3 月利率整体收涨

3 月资金面宽松利率债整体收涨。1 年期国债收于 2.51%，环比下行 8.42BP；10 年期

国债收于 3.19%，环比下行 9.76BP。1 年期国开债收于 2.66%，环比下行 5BP；10 年期国开债收于 3.62%，环比下行 13BP。进入 3 月下旬，财政资金释放约 3000 亿流动性，为利率债收涨提供了一定的支撑。

图 3：国债收益率

图 4：国开收益率

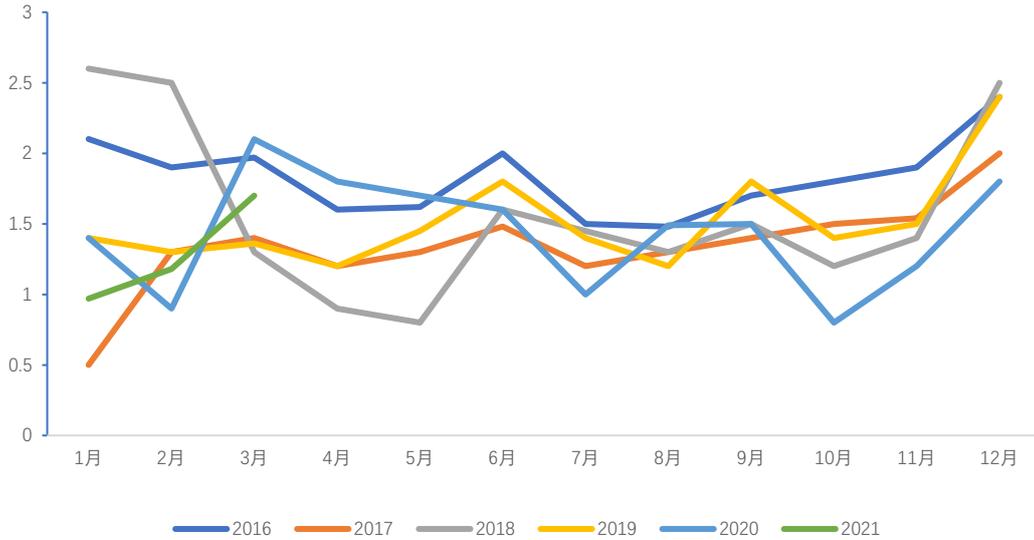


数据来源：iFinD，百瑞信托

### (三) 流动性与资金面回顾：3 月流动宽松，资金价格平稳，4 月流动性或再次收紧

**流动性总量：3 月超储率或回升至 1.7% 附近，4 月或再次下降。**3 月末公开市场操作净回笼 300 亿元，国债与地方债净融资消耗约 3100 亿元左右。若 M0、库存现金、财政存款投放节奏与往年同期均值接近，缴准基数与一般性存款同比维持 2 月的水平，则超储率可能回升到 1.7% 附近。4 月为缴税大月，且地方债发行规模上升，如果 4 月延续 3 月的谨慎投放，超储率或将再次下行，流动性收紧。

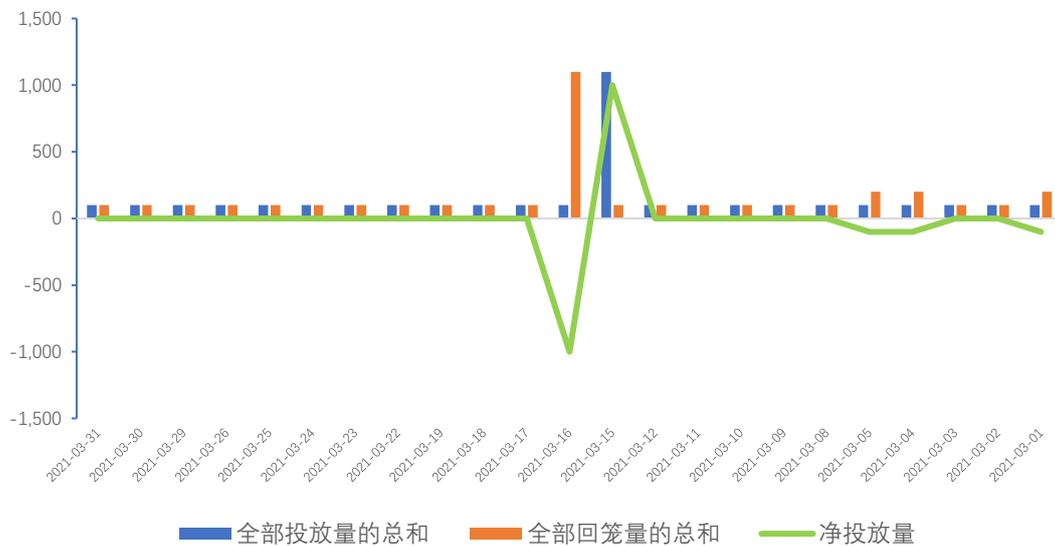
图 5：3 月超储率或回升至 1.7%



数据来源：iFinD，百瑞信托

**公开市场操作：3月累计投放-300亿，市场投放相对中性。**原因可能在于：3月流动性环境处于宽松状态，财政存款规模下降较大，MO可能也随之下降；前期逆回购到期以及MLF到期量不大，央行处于收无可收的状态。

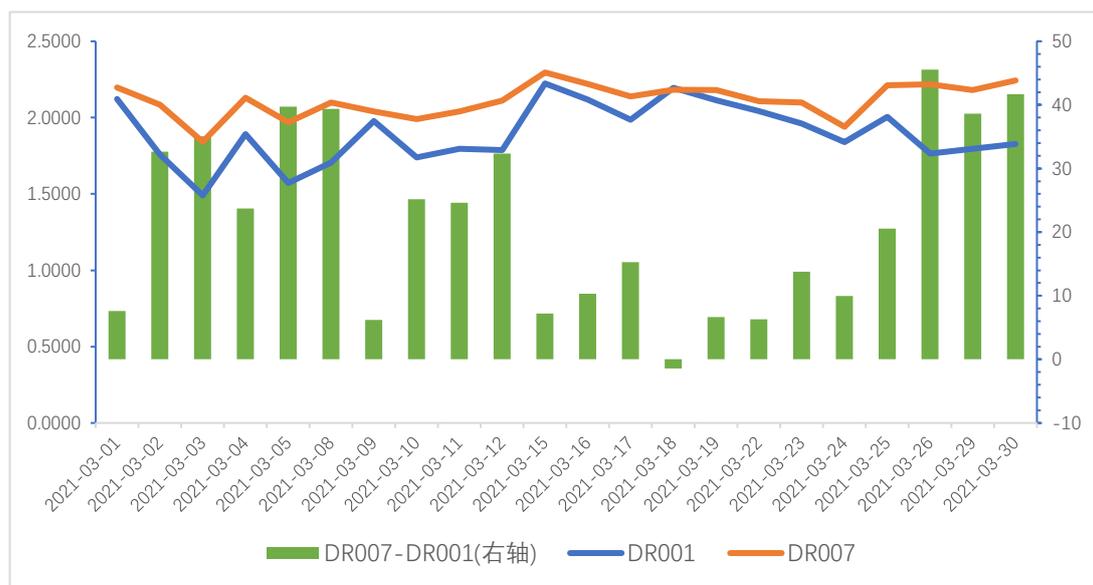
图 6：公开市场操作



数据来源：iFinD，百瑞信托

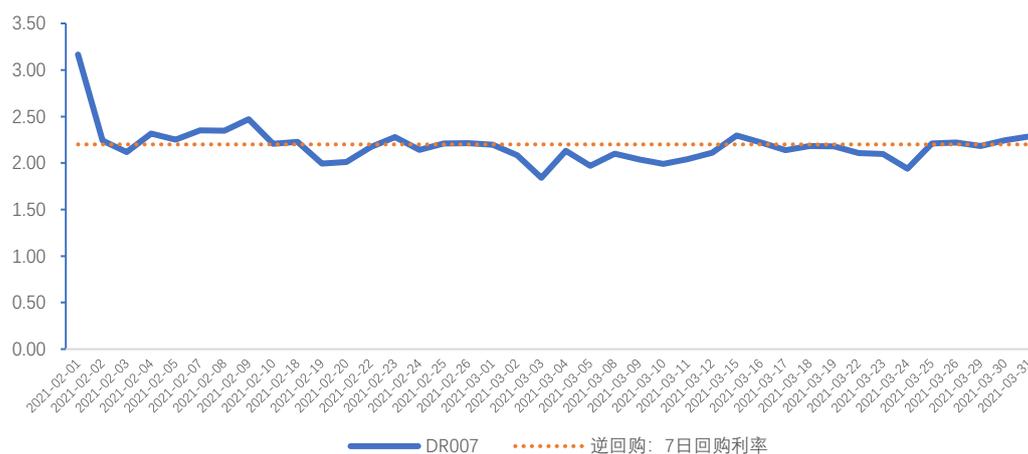
**资金面：3月资金面整体平稳，资金价差月末走阔。**3月全市场质押式回购日度均值较2月有所回升，资金面预期有所修复，成交金额处于2020年以来中枢水平，市场杠杆率没有抬升。从时间段来看，两会前一周质押式回购价格提升，两会后质押式回购小幅下行。

图 7：隔夜与七天利差走阔



数据来源：iFinD，百瑞信托

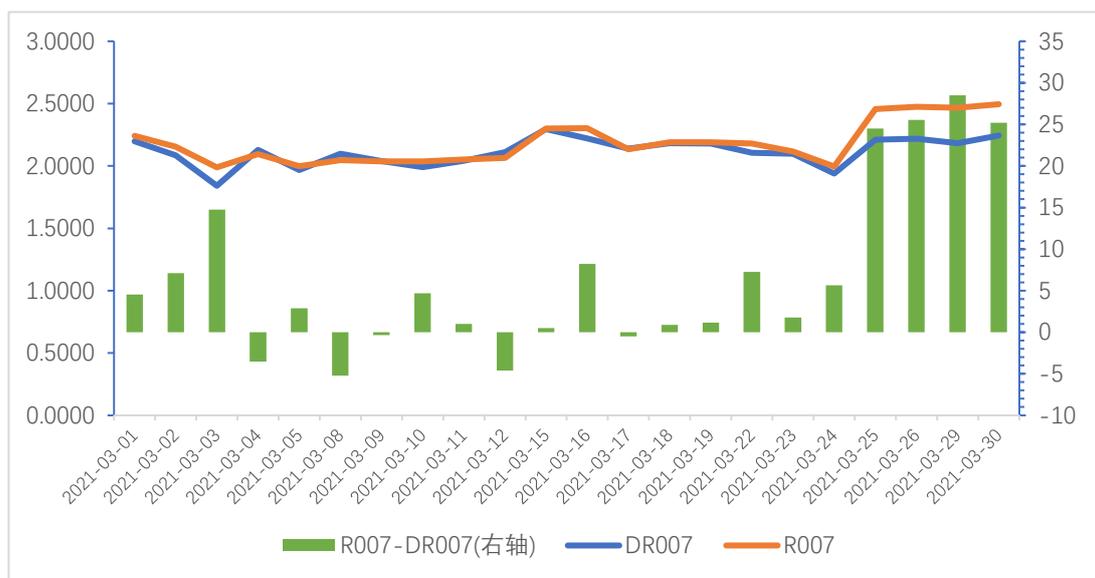
图 8：DR007 上升至政策利率上方



数据来源：iFinD，百瑞信托

资金分层方面：7D 全市场质押式回购资金价格（R007）与 7D 存款类金融机构质押回购资金价格（DR007），在上旬利差缩小，但进入月末，跨季资金面临压力，R007 与 DR007 利差走阔至 20BPBP 上下。资金价差相对平稳。

图 9：资金价格分层月末走阔



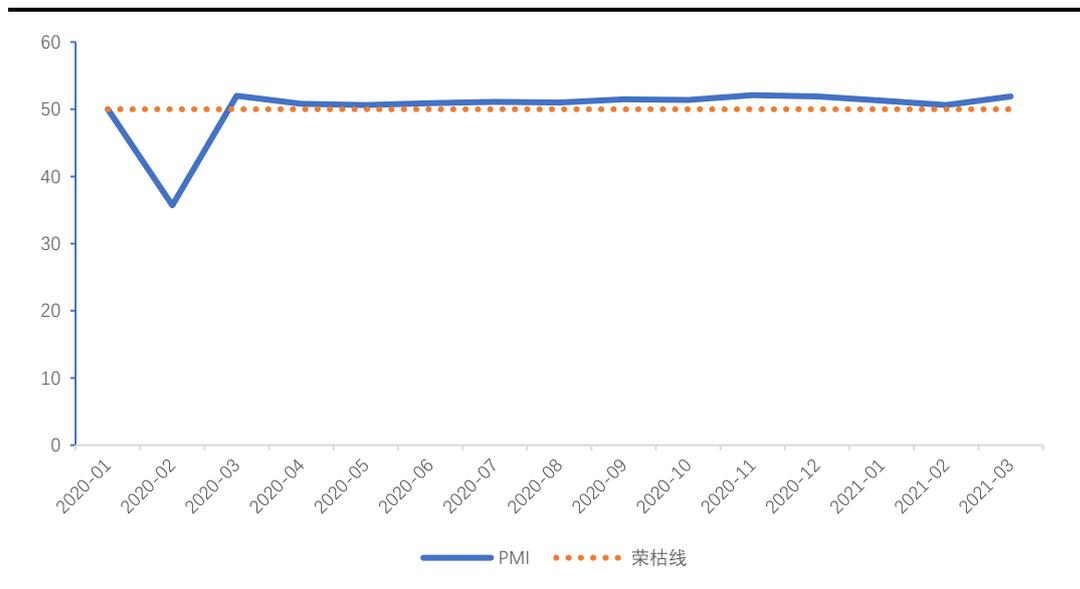
数据来源：iFind，百瑞信托

## 二、4 月利率债研判：基本面回升、资金面偏紧，票息策略占优

### （一）基本面研判：数据超预期，经济维持高景气

3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月上升 1.3 个百分点，在连续三个月下降后止跌回升，属于季节性回升，实际环比回升的幅度和 16、18 年相当。

图 10：制造业 PMI（%）

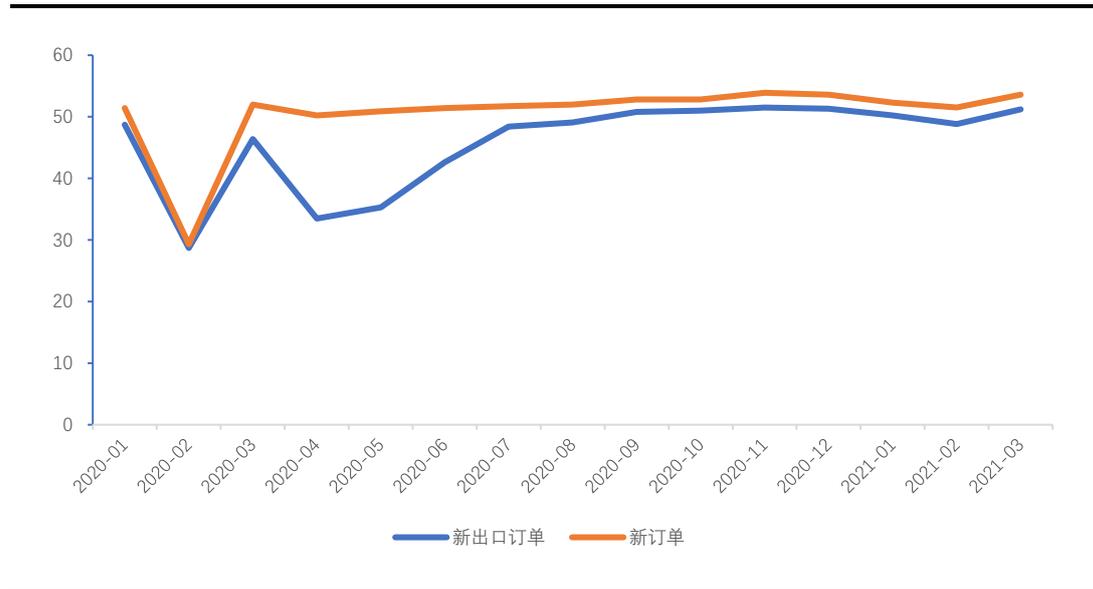


数据来源：iFind，百瑞信托

需求动力回升，内需与外需订单止跌回升。3 月新订单指数高于 2 月的 48.80%，回升 2.4 个百分点至 51.50%，内需动力在连续四个月回落后，反转回升。3 月新出口订单指数由

2月的51.5%上行到53.6%，回升2.1个百分点。

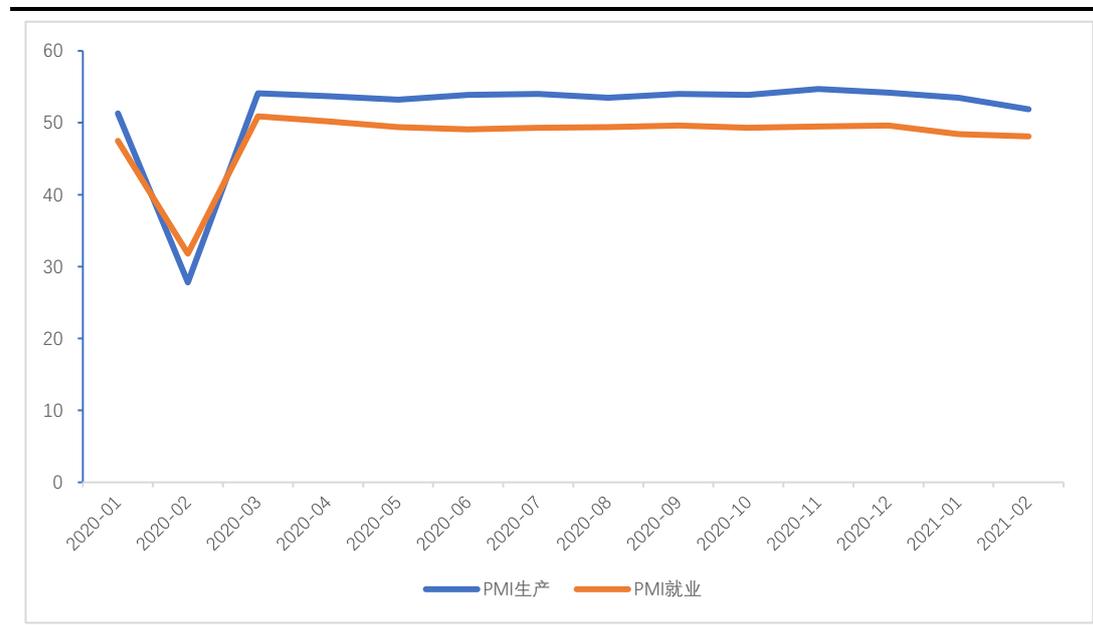
图 11：PMI 新订单、新出口订单 (%)



数据来源：iFind，百瑞信托

**生产与就业动力较强。**3月生产指数为53.9%，相比上月上升2个百分点，生产动力较强。3月制造业PMI就业人数为50.10%，相比上月上升2个百分点，经济延续复苏态势。

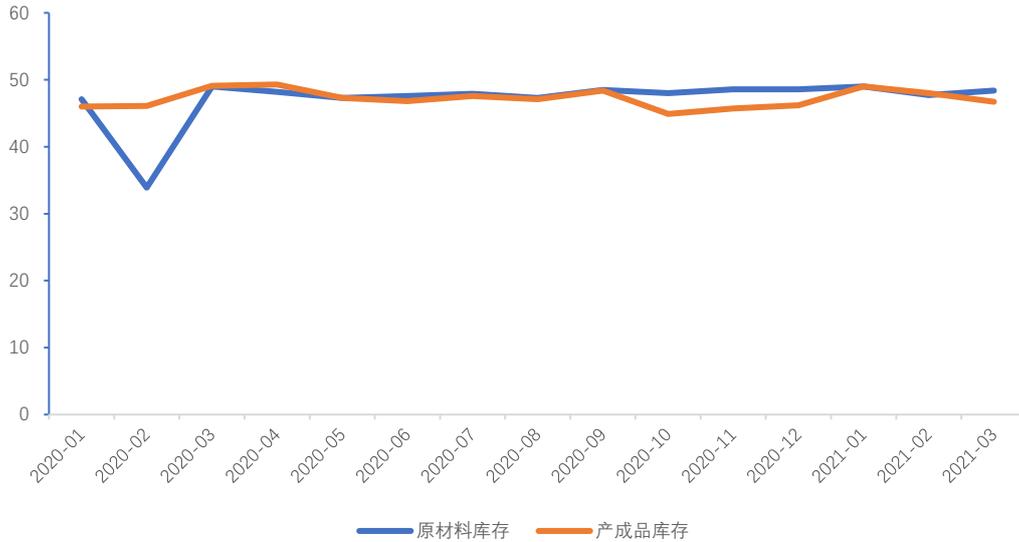
图 12：PMI 生产与就业 (%)



数据来源：iFind，百瑞信托

**企业产成品库存降幅收窄。**3月原材料库存指数由2月47.7%上升至48.4%，产成品库存由2月的48%下降至46.7%，降幅收窄。预计4月库存若反弹更多是增值税因素消退后的库存被动回补，仍或表现出一定主动出库存特征。

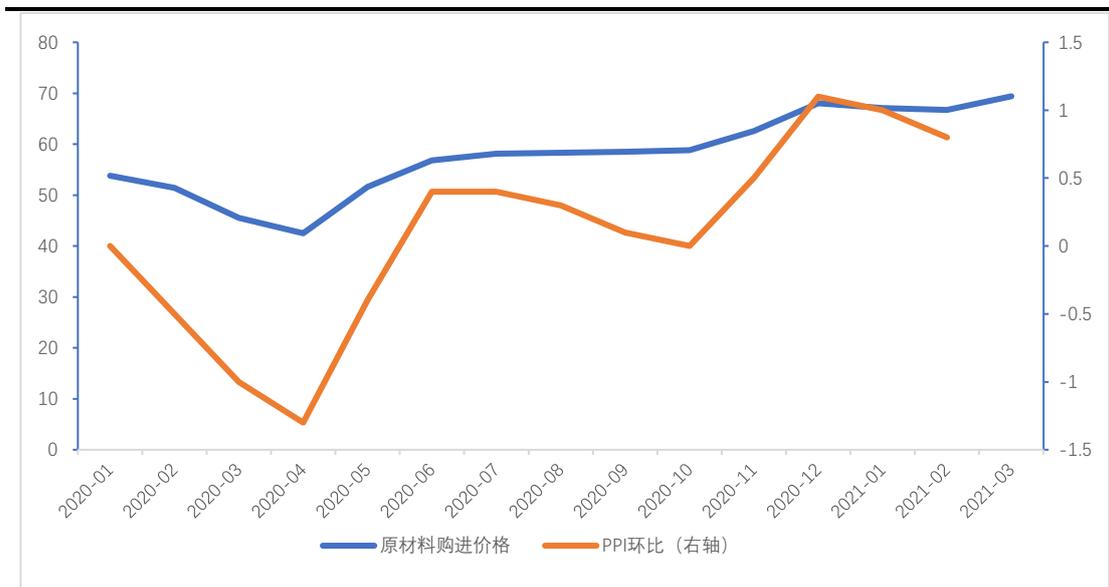
图 13：PMI 原材料库存、产成品库存 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

**原材料购进价格止跌回升，有可能带动 PPI 环比增速上升。**3 月原材料购进价格由 2 月 66.7% 上升至 69.4%，由于原材料购进价格对于 PPI 具有领先的作用，预计 PPI 环比增速有可能止跌回升。

图 14：PMI 原材料购进价格与 PPI 环比 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

**分析：**核心 PPI 在 PMI 环比上行的趋势下，有可能止跌回升，意味着国内通胀压力有可能抬头，货币政策有可能回归中性，预计 4 月央行投放将变得较为谨慎，需关注流动性对股债市场的影响。

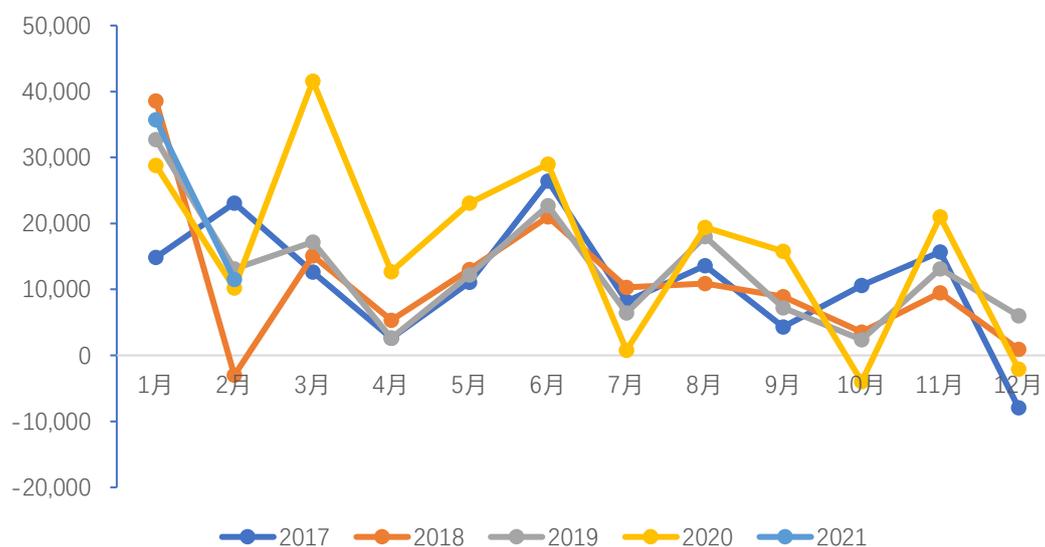
## (二) 政策研判：央行操作谨慎，资金面波动加剧

3月24日央行货币政策委员会2021年第一季度例会于在北京召开。整体来看央行对国内经济环境判断更加积极，从“国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”调整为“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”。其次，货币政策“不急转弯”的表述被删除。若后期政策逐步收紧，且央行要使市场利率围绕资金利率平稳运行就需要维持短中长期流动性均合理宽松，通过降准或MLF投放是方法之一。但是中长期流动性投放过多，就有可能导致资金利率过低，这种情况下央行投放就会相对谨慎，而这又可能反过来导致资金面紧张。而目前央行当前并不使用央票、正回购这类回笼工具，因此有可能导致资金面时紧时松，资金面波动加大的概率可能会提升。

### （三）4月资金缺口研判：财政存款、缴税与地方债发行对资金缺口影响较大

1. 内生缺口分析：缴准压力提升，MLF对冲压力较小。通常2季度新增存款规模在3万亿到4万亿之间，2020年2季度新增存款规模达到了5.7万亿，按照今年头两个月的信贷情况来看，今年贷款总规模相比去年应该有10%左右的增长，今年2季度贷款规模可能在5.5万亿左右。根据各月存款派生的情况，4、5、6月存款增长规模大约为0.9万亿、1.6万亿、3万亿，总量约5.5万亿。按照10%左右的准备金率估算，所需法准规模大约是900亿、1600亿和3千亿，总计约5500亿。

图 15：二季度人民币存款回升



数据来源：iFind，百瑞信托

公开市场操作方面：关注MLF操作。进入四月第一周，有500亿7天逆回购到期，到期压力不大。进入4月中旬有1000亿1年期MLF回笼，资金压力较大。但银保监会近日表示，全力支持乡村振兴，督促银行保险机构持续加大“三农”信贷投放，改进脱贫人口小额信贷

政策，推动农业保险“提标、扩面、增品”，积极发展面向低收入人群的普惠保险，促进巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接。预计央行在15日可能会加量对冲MLF到期金额。

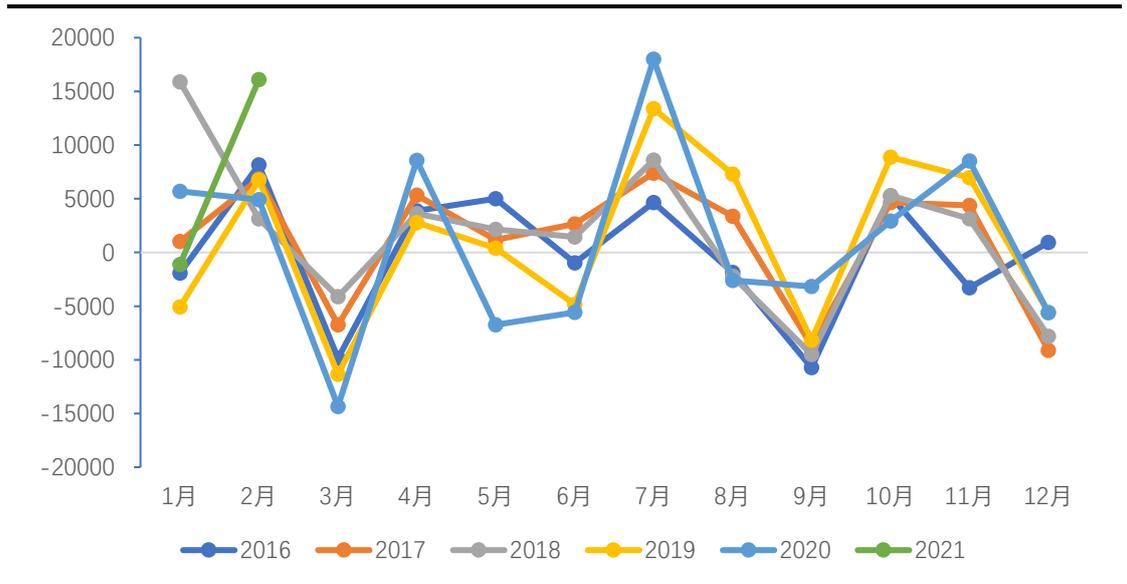
图 16：4 月公开市场到期操作

2021 年 4 月											
日期		星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六				
		28	29	30	31	1	2	3			
计划到期	本周合计计划到期		逆回购到期 7D -100.00	逆回购到期 7D -100.00	逆回购到期 7D -100.00	逆回购到期 7D -100.00	逆回购到期 7D -100.00				本周央行合计操作
央行当日操作	逆回购 -500.00		逆回购发行 7D 100.00	逆回购发行 7D 100.00	逆回购发行 7D 100.00						逆回购 300
方向及净量		净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 -100.00	净投放 -100.00	净投放 0.00			净回笼 -20
日期		4	5	6	7	8	9	10			
计划到期	本周合计计划到期		逆回购到期 7D -100.00								本周央行合计操作
央行当日操作	逆回购 -100.00										逆回购 0.0
方向及净量		净投放 0.00	净回笼 -100.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00		净回笼 -10
日期		11	12	13	14	15	16	17			
计划到期	本周合计计划到期					MLF 12M 回笼 -1,000.00					本周央行合计操作
央行当日操作	MLF、逆回购 -1,000.00										0.0
方向及净量		净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净回笼 -1,000.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00		净回笼 -10
日期		18	19	20	21	22	23	24			
计划到期	本周合计计划到期										本周央行合计操作
央行当日操作	0.00										0.0
方向及净量		净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00		净回笼 0.0
日期		25	26	27	28	29	30	1			
计划到期	本周合计计划到期	TMLF 12M 回笼 -561.00									本周央行合计操作
央行当日操作	-561.00										0.0
方向及净量		净回笼 -561.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00	净投放 0.00		净回笼 -56

数据来源：iFind，百瑞信托

2. 外生缺口分析：4 非银金融机构存款或补充流动性。从历史数据来看，进入四月，非金融机构存款上升，规模在 4000-5000 亿之间，对于流动性或产生扰动，主要原因可能为企业为应对缴税而储备现金准款，进入 5、6 月随着生产扩张，非银金融机构存款降低，或对流动性产生压力。

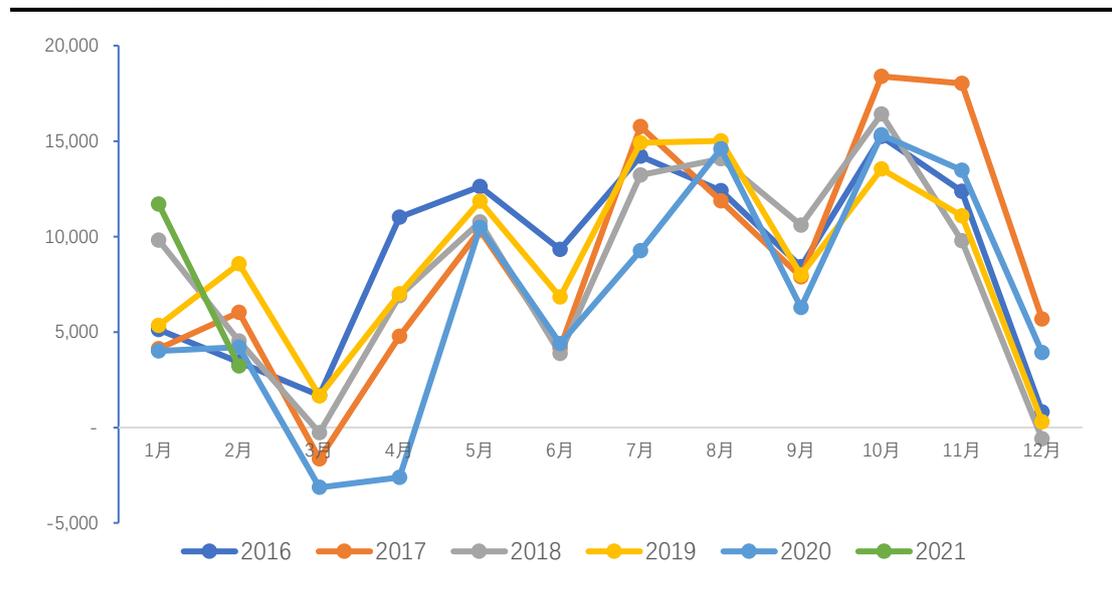
图 17：非银金融机构存款变化（亿）



数据来源：iFind，百瑞信托

3. 财政因素：4、5 月财政存款与缴税对流动性形成较大压力，6 月财政存款下降或补充流动性。一般来讲，2 季度末财政存款相比 1 季度增加约 5000 亿，预计 4、5、6 这 3 个月财政存款增加幅度分别为 5000 亿、5000 亿、-5000 亿。这意味着基础货币端，央行至少在前两个月需要通过货币政策操作补充约 1 万亿美元的流动性。

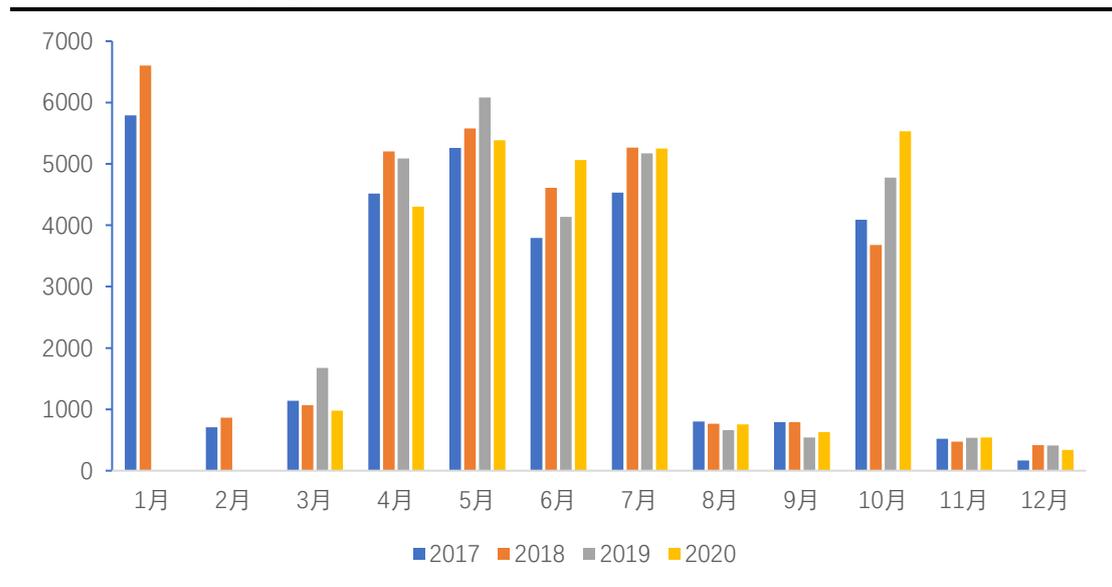
图 18：财政存款累计变化



数据来源：iFinD，百瑞信托

二季度属于缴税大月。缴税形成国库中的新增财政存款，银行可动用的超额准备金、库存现金减少，相当于从金融系统抽取流动性。缴税抽取流动性往往发生在中旬，整个 2 季度缴税规模约为 15000 亿，对流动性形成压力。

图 19：企业所得税月度值（亿）

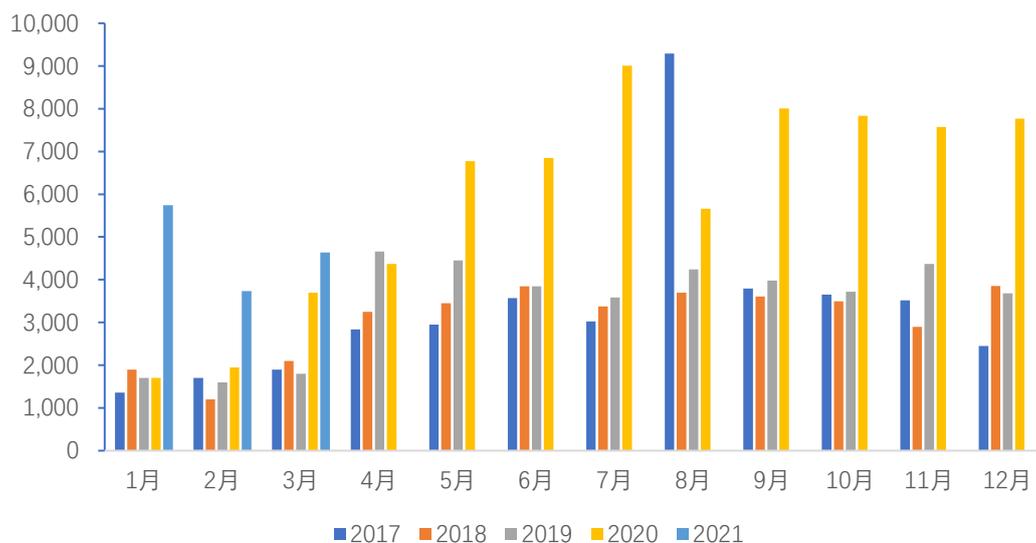


数据来源：iFinD，百瑞信托

#### （四）供给分析：国债与地方债发行规模适中

1. 国债供给适中，4月发行量在5000亿左右。观察往年国债发行情况，由于通常“两会”于3月举行，因此4月起国债供给量会有增大。目前2021年度“两会”已经披露全年赤字规模计划，今年的国债净融资总规模环比有了一定下降，考虑到5261亿元的国债总偿还金额，预计四月国债发行量在5000亿上下。

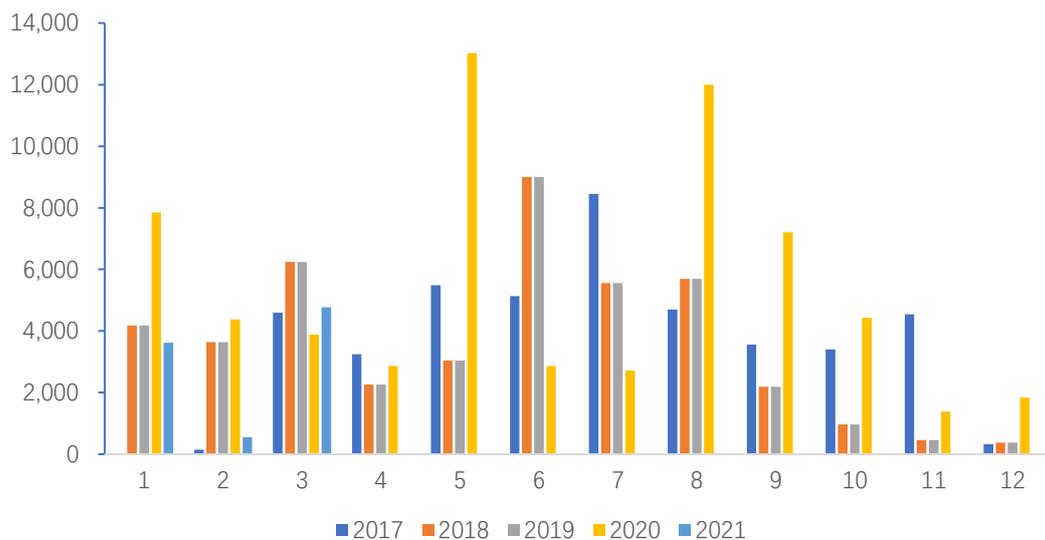
图 20：国债发行规模（亿）



数据来源：iFinD，百瑞信托

2. 地方政府债发行压力适，缴款压力适中。从当前已经公布的二季度地方政府债券发行计划看，4月已公布的地方政府债券总量在4400亿元以上，由于部分地方政府债券发行计划可能尚未披露，因此4月地方债总发行量预计不会小于4400亿元，整体的缴款压力适中。

图 21：地方政府债发行规模（亿）



数据来源：iFinD，百瑞信托

#### （五）市场研判：4月利空因素较多，点位性价比不高，票息策略占优

3月份以来配置盘有提前抢跑迹象，做多情绪有所升温，对于利率阶段性下行不宜过度乐观。首先，经济基本面对债市构成利空。其次，政策面回归中性，不及去年同期宽松环境。第三，资金缺口方面，超储率、财政存款、缴税均对流动性造成冲击。第四，供给方面，国债及地方债进入4月净融资额逐步上升，对于缴款形成压力。综合来看，当前利率点位性价比不高，建议利率向右侧后移后择机高配置，目前票息策略占优。

4月利率债研判	
经济基本面	利空
货币政策	中性
流动性	利空
供给压力	中性