

修复进程仍在推进 期债后半年上行机会衰减

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 整体来看 2021 年上半年国债期货呈现先降后升的态势, 二月末至六月初, 债市走出了超预期的小牛市。6 月份债市主要受资金面扰动, 中上旬, 市场担心地方债发行提速及季末资金面紧张, 10 年期国债收益率小幅上行, 国债期货出现明显回调。随后官媒发文, 市场对流动性的担忧有所缓和, 国债期货重拾上行。
- ◆ 总体上看, 经济修复仍在持续推进。从累计值两年平均增速看, 工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资均较前值攀升, 我国经济复苏的趋势不变。但随着去年同期基数抬高, 6 月各项宏观数据同比增速或进一步回落。
- ◆ 5 月社融维持稳健, 体现宽信用的持续。往后看, 货币政策方向上也将维持宽松环境。从政府工作报告基调看, 政策大概率不会“大水漫灌、急放急收”的情况, 而将维持“细水长流”的模式, 政策偏暖时间可能将较长, 且将尤为关注资金是否直达实体经济。
- ◆ 整体来看上半年央行公开市场投放较为温和, 货币政策总体基调保持稳健中性, LPR 报价连续 14 个月维持不变, MLF 操作总体平稳, 央行持续释放中性信号, 资金面保持平稳充裕。
- ◆ 今年以来, 地方政府专项债的发行节奏明显放缓。与此同时上半年货币政策重视防风险, 保持流动性宽松。市场机构对于地方债的配置需求增加, 供不应求推动了二季度债券收益率的下行。下半年债券供给会逐步释放, 到三季度将会是供给高峰, 四季度地方债发行或将大幅超过历史季节性的规模。
- ◆ 今年年初美债突破 1.75% 预期点位, 我国债市淡定应对, 中美利差增大, 虽随后得到修正, 彰显出我国金融市场的独立性, 以及政策把控的前瞻性, 预计未来美联储退出量化宽松后, 债市或有短暂扰动, 但整体上仍会保持相对独立性。

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

整体来看 2021 年上半年国债期货呈现先降后升的态势。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。二月末至六月初，债市走出了超预期的小牛市。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。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，10 年期国债收益率回落至 3.23% 附近。进入四月上行趋势得以延续，央行连续实行等投放操作，MLF 平稳续作，继续释放稳定信号。四月税期资金面并未如市场预期的那样出现明显波动，专项债集中供给延后，利率债供给压力低于市场预期，市场流动性维持平稳。

进入 5 月中旬，受益于政策难收紧、紧信用有加速之势、经济下行压力加大、地方债发行仍低于市场预期，巴以冲突引发避险情绪升温、大宗商品延续调整导致通胀预期明显降温以及加密货币巨幅下挫代表市场风险偏好大幅回落等影响，国债期货大幅上行，并创近十个月主力合约收盘新高。6 月份债市主要受资金面扰动，6 月中上旬，市场担心地方债发行提速及季末资金面紧张，10 年期国债收益率小幅上行，国债期货出现明显回调。随后，官媒发文称“流动性合理充裕并不是空话”，市场对流动性的担忧有所缓和，国债期货重拾上行。

图 1. 国债期货先下后上



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量有所上行

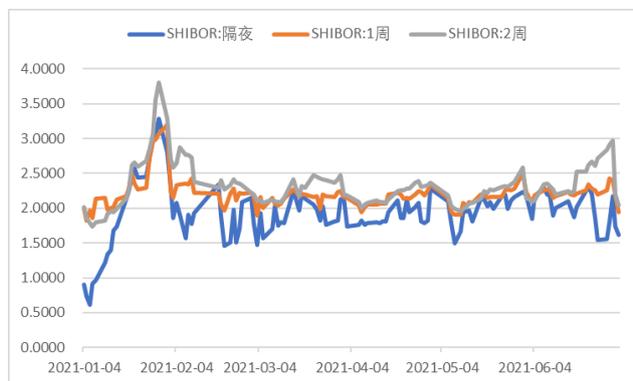


资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，今年上半年资金面整体平稳，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。央行连续开展 100 亿元逆回购操作，并等量对冲 MLF 资金，货币市场利率保持平稳，银行间资金面整体平衡。总体来看 2021 上半年市场流动性处于合理充裕区间。Shibor 方面，隔夜、7 天和 3 个月利率，截至 6 月 30 日，分别报 1.614%、1.945% 和 2.041%；去年末，分别报 1.093%、2.381% 和 3.025%；去年同期，分别报 1.785%、2.228% 和 2.282%。

价差方面，截至6月30日，5年期国债期货主力合约TF2109与10年期主力合约T1009的价差整体维持震荡重心下移0.105%。跨期价差T00-T01较去年底上行0.2%，TF00-TF01较去年底上行0.3%。

图3. Shibor 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 价差震荡下行



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) 经济修复仍在推进

随着去年同期基数抬高，5月工业生产、消费、投资等宏观数据同比增速均呈现出一定程度下行，同时国外生产恢复使我国出口承压，不过这并不能说明经济动能的衰减。总体上看，经济修复仍在持续推进。从累计值两年平均增速看，工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资均较前值攀升，我国经济复苏的趋势不变。但当前经济修复仍存在一定结构性问题，即外需偏强，内需较弱；内需中的投资偏强，消费较弱，未来仍存在较大改善空间。

1、工业生产边际降温

2021年1-5月份规模以上工业增加值同比增长17.8%，2020-2021两年平均增长7.0%，处于近五年来同期偏高水平，显示出年内工业生产端整体偏强。但从当月增速看，5月规上工业增加值同比增长8.8%，两年平均增长6.6%，较4月份回落0.2个百分点，表明工业生产高位边际有所放缓。从三大门类看，制造业是拖累工业生产边际走弱的主因，从制造业内部看，出口放缓和成本上涨导致中上游生产减速是主要拖累项，如除计算机通信电子设备制造业外，5月几乎所有的中游装备制造业增加值两年平均增速均较上月回落，同时环保趋严下原材料制造业生产继续下降，但受益内需边际改善下游消费品制造业生产有所加快。不过，两年平均增速下滑也显示工业生产扩张动能正在减弱，这也反映于5月工业增加值环比增长0.52%，虽维持扩张，但与历年同期

相比并未强于季节性，与去年2月到今年3月的环比增速相比更是明显放缓。随着工业生产增速回升至疫情前水平，增长动能向常态回归属正常现象，这也表明工业生产修复进程已经迈过顶部。

2、消费有所改善

5月社会消费品零售总额同比12.4%，低于预期的12.8%和前值17.7%，两年平均增速为4.5%，高于4月较2019年4月增长8.8%和两年平均增速为4.3%。5月城镇消费品零售总额同比12.3%，较前值下降5.3个百分点，乡村消费品零售总额同比13.2%，较前值下降4.6个百分点，显示乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑。商品零售同比10.9%，较前值下降4.2个百分点，餐饮收入同比26.6%，较前值下降19.8个百分点，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。由于今年2-5月累计同比增速与去年低基数相关，2-5月累计同比的高或低的意义不是非常重要，我们更关注，相对于2019年5月累计值的成长情况。今年1-5月社会消费品零售总额较2019年1-5月两年平均增速为4.3%，高于1-4月较2019年1-4月两年平均增速的4.2%。扣除价格因素，5月份社会消费品零售总额实际增长10.1%，两年平均增长3.0%。

从环比看，5月社会消费品零售总额增长0.81%。1-5月，城镇消费品零售额两年平均增长4.4%，高于1-4月的4.3%，乡村消费品零售额两年平均增长3.7%，高于1-4月的3.4%。1-5月，商品零售两年平均增长4.8%，与1-4月的值持平，餐饮收入两年平均增长-0.3%，较1-4月的-0.7%跌幅收窄。从具体门类5月零售总额累计同比来看，已经出来数据的15个零售门类中，相对于4月，1个门类增速上升，14个门类增速下降，增速下降幅度最大的6个门类分别为金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽、针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类和建筑及装潢材料类。零售总额累计同比较前值攀升的行业是粮油、食品类。高频数据显示，6月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，6月初乘用车零售和批发较5月大幅下降且同比下探明显（6月1至6日，同比去年同期分别下跌7%和26%），汽车零售同比或回落，压制消费增速。

3、投资稳步增长，结构分化

1-5月固定资产投资同比15.4%，预期17.0%，前值19.9%。从三大投资领域来看，1-5月基础设施投资同比增长11.8%，两年平均增长2.6%，比4月加快0.2个百分点；制造业投资同比增长20.4%，两年平均增长0.6%，比4月加快1.0个百分点；房地产开发投资同比增长18.3%，两年平均增长8.6%，比4月加快0.2个百分点。5月投资结构继续优化。一是高技术产业投资同比增长25.6%，两年平均增长13.2%；其中高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长29.9%和17.1%，两年平均分别增长15.5%、8.5%。二是民间企业投资增速继续高于国有企业。

1-5月制造业固定资产投资同比增长20.4%，基数垫高导致较前值下滑3.4个百分点，但两年平均增速升至1.3%，较1-3月大幅改善1.7个百分点，为本轮疫情冲击以来首度转正。首先，当前制造业固定资产投资两

年平均增速在三大类投资中仍属最低水平，且修复进度也较为滞后。这主要是由于去年同期制造业投资跌幅巨大，致使修复过程拉长。其次，从最新的增长动能来看，制造业投资增速正在迅速改善，其中5月单月同比增长13.5%，在三大类投资中增速最快。去年下半年以来，工业品价格出现大幅上涨，制造业行业利润迅速改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。此外，近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大，制造业投资的信贷资金来源正在大幅增长。最后，当前制造业转型升级在投资数据上也有明显体现：1-5月高技术制造业投资同比增长17.5%，两年平均增长13.1%，远高于制造业平均投资增长水平。

1-5月房地产投资同比增长18.3%，同样主要受基数垫高影响，增速较1-4月下滑3.3个百分点。其中，5月单月房地产投资增速为9.8%，为今年以来首次降至个位数，较上月下降3.8个百分点。不过，以两年平均增速衡量，1-5月增速达到8.6%，较1-4月加快0.2个百分点。这与同期房地产市场继续保持较高热度直接相关：1-5月商品销售额同比增长52.4%，两年平均增长16.7%；商品房销售面积同比增长36.3%，两年平均增长9.3%。其中两年平均增长数据均远超疫情前水平。背后的主要因素是，2020年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用，当前因城施策的房地产调控重点指向个别城市房价高涨，但对整体市场并未形成全面压制效应。

1-5月基建投资（不含电力）同比增长11.8%，增速较1-4月大幅下降7.4个百分点，主要源于上年同期基数变化。以2019年同期为基期，两年平均增长2.4%，与前值持平，仍低于2010年同期4.0%的增长水平。这表明，伴随经济修复持续推进，基建投资稳增长迫切性在下降——今年上半年主要投向基建领域的新增地方政府专项债发行节奏明显延后，也说明了这一点。另外，近期PPI正在快速冲高，也不排除为防止各类工业品需求扎堆碰头，部分基建项目进度有所延迟。展望未来，今年包括政府性基金在内的广义财政收缩力度相对较大，控制地方政府隐性债务风险政策加码。这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年升幅有限。

4、进出口继续保持高增长

5月我国出口增长略低于预期，进口增长略高于预期。按美元计价，5月我国进出口总金额4,823亿美元，同比增长37.4%，比2019年同期增长24.7%，两年平均增长11.7%。其中，出口2,639亿美元，同比增长27.9%，比2019年同期增长23.4%，两年平均增长11.1%；进口2,184亿美元，同比增长51.1%，比2019年同期增长26.4%，两年平均增长12.4%；贸易顺差455亿美元，同比减少26.5%。

出口方面：出口延续高增长，供需错配逻辑料将延续。2021年5月以美元口径计量的出口总金额为2639.2亿美元，当月同比增速收于27.9%，环比基本持平，延续高增长态势。5月出口同比增速延续高增长的原因主要有三：第一、随着疫苗接种的稳步推进，主要经济体消费品需求有所恢复，从具体商品类别来看，玩具和箱包出口金额同比增速延续高位。第二，美国房地产周期导致海外地产持续繁荣，对家具及其零件、灯

具、照明装置及类似品的需求迅速释放。第三，面对恢复的需求，部分国家或地区在供给方面未能及时响应，导致对我国出口需求增加。

进口方面：进口增速保持高位，大宗商品与内需齐拉动。今年5月我进口总金额为2183.9亿美元，同比增速为51.1%，较4月略有回落，环比下降1.2%。进口增速保持高位的原因主要有三：第一、去年同期全球疫情大范围爆发，多国生产陷入停滞，海外供应能力显著下降，基数效应导致今年5月进口金额同比增速高企。第二、受全球经济复苏和流动性宽松影响，大宗商品价格涨势不停。LME铜价5月向上突破1万美元关口，ICE布油目前价格维持在70美元上方，该点从进口数据也可以看出，5月我国进口铁矿砂及其精矿同比增长105.32%，进口原油同比增长105.09%，同比增速较上月高位基础上又有所抬升。第三、旺盛外需和内需修复共同带动我国企业补库需求。

展望后期，进出口保持韧性，高景气度有望延续。出口方面，印度等区的疫情反弹拖累供应恢复进程，另外美国疫情虽有所缓解，但前期大额的补贴令居民就业意愿下降，就业恢复速度缓慢，两方面因素叠加致使海外对中国出口的依赖性加强，预计我国出口仍将保持韧性增长。进口方面，内外需的同步修复令我国企业补库存需求增加，同时受疫情影响较小的其他多数经济体生产恢复加速，逐渐清除我国进口阻碍。我国经济发展稳中向好，进口有望持续增长。

（二）社融增速继续回落

央行公布5月金融数据，新增社融3.19万亿，前值3.09万亿，同比多增1.48万亿，社融存量同比增长12.5%，高于上月12%水平；新增人民币贷款1.48万亿，同比多增2984亿，委托贷款减少273亿，信托贷款减少337亿，债券净融资2971亿，同比多增1938亿，政府债券净融资1.14万亿，同比多增7505亿。5月M2同比增长11.1%，较上月持平。

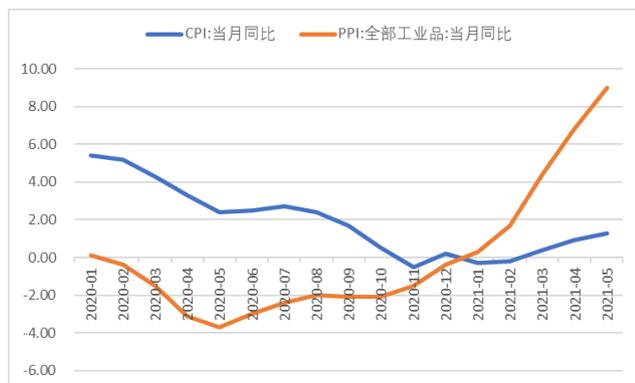
新增社融基本符合预期，地方政府债券发行增加是重要支撑。5月新增社融3.19亿，强于去年同期1.71亿。其中，政府债券同比多增7543亿，成为社融的主要支撑；企业债券融资则环比少增6044亿回落至2971亿。

实体经济融资维持稳健，企业增量大于居民，侧面印证投资复苏快于消费。5月新增人民币贷款1.48万亿，较4月少增0.22万亿，但好于去年同期的1.18万亿。其中非金融企业贷款同比多增3235亿，居民贷款同比多增418亿。企业部门增量整体多于居民部门，和投资复苏快于消费也相吻合。

M1 同比回升，社融与 M2 出现剪刀差。5 月 M1 同比从 5.5% 升至 6.8%，体现企业生产经营活动的持续改善。此外，5 月社融同比增速升至 12.5%，而 M2 同比持平于 11.1%，且居民存款和企业存款均好于去年同期。社融与 M2 的剪刀差可能是因为 5 月地方债发行大幅增加但尚未支出，这与 5 月财政存款的明显增加相吻合。

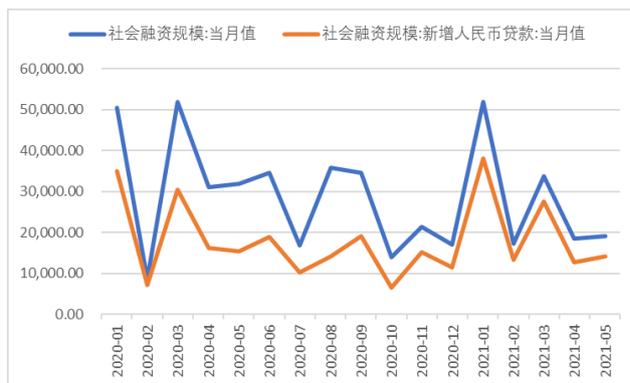
年内来看，政策或将“细水长流”，关注资金是否直达实体经济。5 月社融维持稳健，体现宽信用的持续。往后看，货币政策方向上也将维持宽松环境。而需要注意的是，全国性大型银行单位结构性存款/单位存款近期快速上升，从 2019 年底的 3.4% 升至 2020 年 4 月的 4.6%。这可能体现在宽松金融政策环境下，开始出现一些企业以低成本融资来购买理财或者结构性存款进行套利导致资金空转的迹象。从政府工作报告基调看，政策大概率不会“大水漫灌、急放急收”的情况，而将维持“细水长流”的模式，政策偏暖时间可能将较长，且将尤为关注资金是否直达实体经济。

图 5. CPI, PPI 均有所上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融增速回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(三) PPI 冲高筑顶，CPI 温和上涨

国家统计局公布 5 月份物价数据，数据显示：中国 5 月 CPI 同比 1.3%，市场预期 1.6%，前值 0.9%；环比 -0.2%，前值 -0.3%。5 月 PPI 同比 9.0%，市场预期 8.3%，前值 6.8%；环比 1.6%，前值 0.9%。

CPI 方面，5 月 CPI 同比涨幅扩大，环比降幅收窄，翘尾正向影响增大。5 翘尾因素正向影响增强是 CPI 同比涨幅扩大的主要原因。环比来看，食品项方面，生猪供给持续恢复，能繁母猪与生猪存栏同比均超过疫情前水平，猪肉价格还存在下跌空间，但是由于猪肉价格已经接近疫情前水平，下跌空间有限。随着气温升高、饲料成本上涨，淡水鱼、鸡蛋供给恢复尚需时间，价格或将继续上涨。非食品项方面，原油需求持续修复，供给增长无法满足需求增长速度，欧美国家近期一直处于去库存周期。国内相关产品价格存在一定时滞，存在进一步上涨空间。

PPI 方面，5 月 PPI 涨幅扩大，国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价持续上涨。5 月，原油价格震荡上行。由于原油需求稳定恢复，OPEC+扩产计划尚未满足市场需求，原油价格于 6 月初突破 70 美元。长期来看，国内外需求持续修复是原油价格上涨的确定性支撑。5 月 18 日，发改委回应大宗商品价格持续上涨问题，称随着价格信号对原材料生产流通的引导作用持续释放，大宗商品价格将逐步回归供求基本面。5 月 23 日上午，国家发改委等五部门召开会议，联合约谈了铁矿石、钢材、铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业，指出有关监管部门将密切跟踪监测大宗商品价格走势，加强大宗商品期货和现货市场联动监管，加大执法检查力度，排查异常交易和恶意炒作，坚决依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格、囤积居奇等违法行为，大宗商品价格伴随这一系列的调控政策应声回落。但是由于政策存在时滞，5 月 PPI 涨幅居于高位。

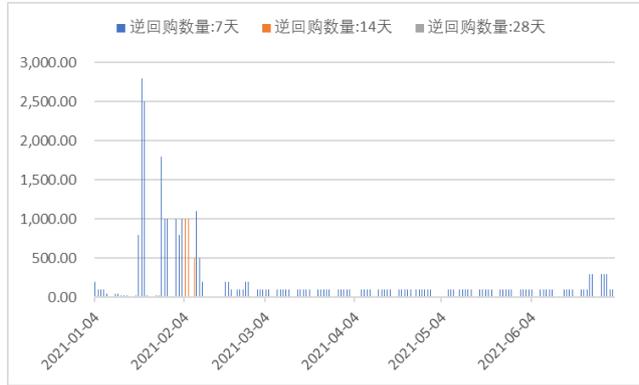
展望后期：CPI 方面，预计 2021 年 6 月涨幅或将继续扩大。食项方面，生猪供给持续恢复，猪肉价格还存在下跌空间；鲜菜供给持续恢复，未来价格将进一步下跌；鸡蛋、淡水鱼供给恢复尚需时间，价格或将继续上涨但涨幅有限。非食品项方面，原油价格已触及 70 美元区间，随着需求恢复或将进一步上涨，带动成品油价格上涨。同时，6 月翘尾因素进一步扩大，达到 1.0%。综合来看，预计 2021 年 6 月 CPI 涨幅或将继续扩大。PPI 方面，预计 2021 年 6 月 PPI 涨幅或将缩小。5 月，发改委多发声回应大宗商品价格持续上涨问题，称随着价格信号对原材料生产流通的引导作用持续释放，大宗商品价格将逐步回归供求基本面。相关物价调控政策或将抑制国内工业品价格上涨趋势。原油价格在需求修复下或将持续上涨，但由于供给端修复，上涨空间有限。综合来看，预计 2021 年 6 月的 PPI 的同比涨幅或将缩小。

（四） 经济展望

随着去年同期基数抬高，6 月各项宏观数据同比增速或进一步回落。基建和房地产投资增速大概率放缓。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。虽然 5 月经济数据不及预期，但这主要是受基数扰动影响，我国经济复苏的趋势不变。下半年，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国经济增速也大概率触底逐步攀升。预计 6-7 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，边际收敛而不是快速收紧，

图 7：逆回购投放适度

图 8：流动性投放平稳



资料来源: WIND 新纪元期货研究



资料来源: WIND 新纪元期货研究

二、货币政策助力经济平稳

整体来看上半年央行公开市场投放较为温和。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。随后央行连续实行等投放操作,整体资金面平稳,资金到期压力小,地方债发行节奏偏慢,央行整体对冲力度较为克制。央行货币政策调控着重结构,总量调控较为保守,保持流动性合理充裕,同时关注通胀水平。

LPR报价连续14个月维持不变。2021年6月LPR维持不变,1年期LPR报价3.85%,5年期LPR报价4.65%。随着我国经济持续复苏,货币政策回归常态,LPR报价自2020年5月至2021年6月连续14个月维持不变。当前政策利率与LPR利差依然保持:7天逆回购(2.20%)+75bps=1年MLF(2.95%),1年MLF(2.95%)+90bps=1年LPR(3.85%),1年LPR(3.85%)+80bps=5年以上LPR(4.65%)。

当前货币政策总体基调保持稳健中性,MLF操作总体平稳。自2月和3月等量续作、4月1500亿投放对冲1561亿到期平稳续作后、5月和6月MLF再次等量续作,持续释放中性信号。同时公开市场逆回购依旧保持100亿元的投放,资金面保持平稳充裕,6月以来尽管DR007中枢有所抬升,但依然围绕政策利率2.2%上下波动。

6月份以来,信用债净融资额较5月份大幅回升,利率债净融资额较5月大致持平,使得资金面有所转紧,再加上临近年中,市场流动性供求收紧。6月24日央行公开市场近四个月来首次打破逆回购操作百亿元惯例,连续5日开展300亿元逆回购操作。进一步稳定资金预期,随着缴税扰动逐渐消失,资金面转松。此前主管媒体发文强调政策维稳态度后,此番出手也是言行一致,这也为市场平稳跨过关键时点吃下“定心丸”,半年末流动性大局已定,整体波澜不惊,

近期，央行货币政策委员会召开了今年第二季度例会，会议对经济态度偏乐观。肯定了前一阶段经济增长，指出“当前我国经济运行稳中加固、稳中向好”；对于接下来的经济，会议表示了对经济更好的期望，“推动经济在恢复中达到更高水平均衡”。货币政策强调了稳定实体经济。对货币政策的描述强调了“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”，进一步强调服务实体经济。对于经济放缓的担忧，货币政策表现了助力经济平稳的态度，预计在经济有下行压力时，货币政策会以预调微调来应对。

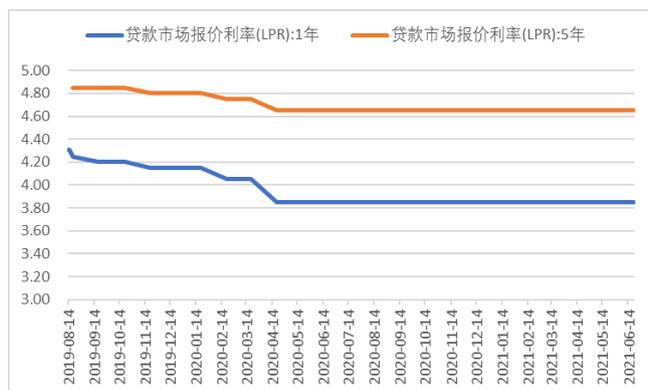
三、利率债供给压力

(一) 地方债发行节奏明显放缓

今年以来，地方政府专项债的发行节奏明显放缓。与此同时上半年货币政策重视防风险，保持流动性宽松。市场机构对于地方债的配置需求增加，供不应求推动了二季度债券收益率的下行。6月以来，地方政府专项债发行逐步加速，资金面压力逐步显现。截至2021年6月27日，6月利率债总发行量17938.58亿元，净融资额8226.35亿元；其中，地方政府债总发行量7948.68亿元，净融资额3928.31亿元。1-6月利率债累计净融资额约3.37万亿，其中地方政府债累计净融资额约1.92万亿。

今年三季度地方债或迎来一波发行高峰，其中新增专项债的放量，有望对下半年的基建投资起到支撑作用，同时债券供不应求的状况在三季度大概率会改变。三季度16个省、3个计划单列市已经披露第三季度地方债发行计划，广西省仅披露7月地方债发行计划，合计规模17471亿元（新增地方专项债10846亿元+新增地方一般债1414亿元+再融资债5210亿元）。7月、8月、9月发行比例分别为34%、41%、25%。其中已披露的7月计划为5982亿元（新增地方债3842亿元、再融资债2140亿元）、8月计划为7093亿元（新增地方债4958亿元、再融资债2135亿元）、9月计划为4396亿元（新增地方债3460亿元、再融资债935亿元）。下半年债券供给会逐步释放，到三季度将会是供给高峰，四季度地方债发行或将大幅超过历史季节性的规模。

图9：LPR连续14个月不变



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图10：中美利差联动性减弱



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、美联储由鸽转鹰

疫情以来，美国推行力度空前的宽松货币政策，全球利率水平降至历史低位，美元流动性从严重短缺转向极度充裕，金融资产价格屡创新高。近期，随着美国经济复苏，通胀加速抬升，美联储逆回购工具用量不断刷新历史纪录，货币政策提前转向预期不断升温。

美联储多次释“Taper”信号，引发市场对于美联储“Taper”的担忧。“Taper”是指美联储缩减购买资产的过程。通过复盘上一轮美联储“Taper”前后市场的表现，从而为当下提供有益的参考。美联储在6月FOMC会议上的上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率，以及美联储的天量隔夜“逆回购”，均指向流动性的边际收缩。看似美联储已经有了转向苗头，但随后美联储主席鲍威尔在出席美国众议院作证时仍旧表示“不会先发制人地提高利率”，表态依旧偏鸽，而其他美联储官员则表达了对经济强劲的判断，并认为是时候开始讨论何时退出QE；然而又有美联储官员发表“2022年将加息”“2023年将加息两次”的鹰派言论。短期美联储货币政策的不确定性加剧了海外市场的波动，从市场情绪上也会对国内股债市场产生一些影响。

通常来说，在经济回升以及通胀回升的情况下，通常伴随着债券收益率的上行。正如今年上半年的美债收益率上行。但对于中国债市来说债券收益率上行并未实现，反而利率逐步下行，造成了投资者明显踏空和欠配，更加推动债券收益率进一步下行。然而这种现象的主要原因是因为债券市场在2020年领先于全球收紧，债券利率最先回归疫情前水平。从上图我们也可以看出，不同于往年中美债市涨跌共振。疫情发生后，中美债市走势分化显著，今年年初美债突破1.75%预期点位，我国债市淡定应对，中美利差增大，虽随后得到修正，彰显出我国金融市场的独立性，以及政策把控的前瞻性，预计未来美联储退出量化宽松后，债市或有短暂扰动，但整体上仍会保持相对独立性。

第三部分国债期货市场展望

经济基本面方面，5月工业生产、消费、投资等宏观数据同比增速均呈现出一定程度下行，同时国外生产恢复使我国出口承压，不过这并不能说明经济动能的衰减。总体上看，经济修复仍在持续推进，我国经济复苏的趋势不变。但当前经济修复仍存在一定结构性问题，未来仍存在较大改善空间。随着去年同期基数抬高，6月各项宏观数据同比增速或进一步回落。基建和房地产投资增速大概率放缓。驱动经济增长的主动力量是消费和制造业投资的恢复。下半年，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国经济增速也大概率触底逐步攀升。

上半年央行公开市场投放较为温和，货币政策总体基调保持稳健中性，LPR 报价连续 14 个月维持不变，MLF 操作总体平稳，央行持续释放中性信号，资金面保持平稳充裕。预计 6-7 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，边际收敛而不是快速收紧，通胀水平预计将继续呈现回落走势，为货币政策打开更大空间。今年以来，地方政府专项债的发行节奏明显放缓。与此同时上半年货币政策重视防风险，保持流动性宽松。市场机构对于地方债的配置需求增加，供不应求推动了二季度债券收益率的下行。下半年债券供给会逐步释放，到三季度将会是供给高峰，四季度地方债发行或将大幅超过历史季节性的规模。

整体来看，我国经济复苏的趋势不变，市场大概率延续货币政策稳字当头，流动性稳中偏松的基调。未来地方债发行仍面临较大压力，三季度地方债或迎来一波发行高峰。中长期而言，通胀和海外货币政策回归常态的趋势不变，国债期货上行机会减弱。目前市场情绪偏暖，预计后期期债以震荡为主，还需关注地方债的供给进度。

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述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：028-68850968-801
邮编：610041
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：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

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）

徐州营业部

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

常州营业部

电话：0519-88059977
邮编：213161
地址：常州市武进区湖塘镇延政中路16号B2008、B2009

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

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

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
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

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

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

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#

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼