

2021

期货市场年度投资报告

INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2021

品种年报——品种（TS、TF、T）

防守反击，伺机而动

作者 刘晓艺

金融衍生品分析师
 投资咨询证号：Z0012930
 邮箱@ydqh.com.cn
 部门：期权部

电话：(022) 58298788
 网址：www.ydqh.com.cn
 地址：天津市和平区解放北路
 188 号信达广场 16 层
 邮编：300042

内容摘要

疫情发展成为 2020 年基本面和政策面的主线，流动性预期引领债券单边和期限利差的走向。随着国内经济修复和政策常态化的回归，2021 年债券市场将如何表现？本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析，并提出操作建议。

核心观点

- 2021 年国内经济将延续回升态势。国内经济景气度的提升、企业利润的加速修复和海外经济的复苏，有利于制造业投资、消费和出口进一步改善，并将拉动通胀指标逐步回升。考虑基建和地产投资增速下滑拖累，信用拐点或在出现在二季度，届时债市将迎来交易机会。
- 2021 年货币政策目标或以防风险为主，宏观流动性将维持“不缺不溢”状态。考虑逆周期政策退出后经济的短期冲击，中美关系可能再度紧张、疫情反复以及人民币快速升值的可能性，不排除降准或 MLF 等措施予以对冲。
- 2021 年利率债净供给将大幅减少 2.6 万亿至 7.95 万亿。在结构性存款压降缓和前提下，2021 年商业银行配置需求大概率向好。
- 当前长债收益率的估值相对去年四季度偏高，收益率对基本面已有预期。后期基本面回暖的过程中，长端利率可能表现更加钝化。预估全年十年期国债收益率波动区间 3.1%-3.5%，T 主连续波动区间 94-99。

目录

1. 疫情打乱市场节奏，国债期货先牛后熊.....	3
1.1 肺炎成为全年主线，债券走势大起大落.....	3
1.2 流动性预期引领方向，收益率曲线由陡走平.....	4
2. 内需修复趋势延续，信用拐点需要等待.....	5
2.1 企业进入补库周期，制造业投资回暖加快.....	5
2.2 社会消费逐步改善，出口强势持续性存疑.....	6
3. 刺激政策陆续退出，货币政策以稳为主.....	7
3.1 需求拉动价格回升，通胀压力总体可控.....	7
3.2 防风险稳杠杆目标，流动性投放不缺不溢.....	8
4. 债券供需环境改善，关注海外资金流入.....	10
4.1 财政赤字规模降低，利率债供给明显减少.....	10
4.2 银行负债压力缓解，配置力量有望加强.....	11
5. 利率中枢整体上行，国债市场危中有机.....	13
5.1 短期市场仍处逆风，蛰伏等待拐点到来.....	13
5.2 期限利差先缩走扩，把握套利交易机会.....	14
免责声明.....	15

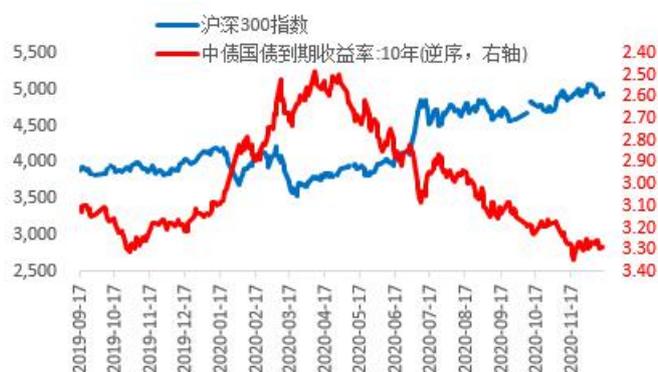
1. 疫情打乱市场节奏，国债期货先牛后熊

1.1 肺炎成为全年主线，债券走势大起大落

2020 年初新冠疫情爆发打乱资本市场节奏，疫情发展成为债券走势核心驱动。从年初债市的横盘震荡到疫情发酵债券收益率创出历史新低，再到疫情防控常态化债券收益率的快速反弹，全年国债期货走势先扬后抑，市场波动较去年同期明显加大。

分阶段看，以十年国债收益率为参考指标，大致可将全年债市可划分如下几个阶段：第一阶段为年初到 1 月上旬，资金面宽松，叠加摊余成本法大量建仓，3-5 年利率债受到追捧，而十年国债受制于经济企稳预期收益率下行并不明显；第二阶段为春季前一周至 4 月中旬，伴随国内外疫情的相继爆发，市场避险情绪升温，经济前景预期悲观，国内央行逐渐放松货币政策，流动性较为宽松，十年国债收益率一度降至历史低位 2.47%；第三阶段为 4 月末至 7 月，国内疫情高峰已过，复产复工加快，经济逐渐恢复，货币政策退出危机模式逐渐回归正常模式，抗疫国债陆续发行，债券供给压力加大，流动性明显趋紧，股涨债跌令风险偏好进一步回升并引发部分债基和理财被赎回，加剧利率债调整；第四阶段为 8 月-10 月，地方专项债恢复发行，利率债供给压力依然较大，央行加大公开市场投放对冲，资金面维持紧平衡，但受同业存单发行利率上行影响，债市情绪谨慎；第五阶段为 11 月至今，海外疫苗取得进展，股市和大宗商品接连上涨反映全球经济前景乐观预期，信用违约事件发生至部分债基被赎回，期债进一步下探，11 月中下旬央行加大公开市场投放，但同业存单维持高位制约期债反弹空间。

图 1.1：沪深 300 指数（点）和十年国债收益率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 1.2：R007 和 Shibo3M（%）



资料来源：Wind，一德期权部

1.2 流动性预期引领方向，收益率曲线由陡走平

2020 年国债收益率曲线先后经历“牛陡”和“熊平”的变化。从时间来看，5 月是收益率曲线陡峭和平坦的分界线。具体来看，年初到春节前，资金面宽松，叠加摊余成本法影响基金大量建仓中短期利率债，10 年-1 年国债期限利差开始小幅走扩 10BP 至 80BP；春节后受疫情冲击经济影响，央行降准降息等一系列操作，令期限利差大幅走扩；4 月初在央行意外下调超额存款准备金利率后，流动性预期到达极致，银行间隔夜回购利率一度下行至 1% 以下，10 年-1 年国债期限利差最高走到 140BP；5 月开始，央行逐渐回笼流动性，银行间回购利率明显走升，短端收益率快速走高，10 年-1 年国债期限利差 1 个月大幅压缩 50BP；6 月中旬至 7 月末 1 万亿抗疫特别国债完成发行，资金面持续收紧，且长债供给压力较大，期限利差在 60-90BP 区间波动；8 月-11 月上旬地方专项债恢复发行，结构性存款规模压降，银行间资金利率不断上行，中短端债券收益率上行超过长端，期限利差压缩至 45BP；11 月中旬，受信用债违约影响部分债基被赎回，基金抛售短债和存单换取流动性，导致期限利差再次压缩，随事件平复，期限利差逐渐走扩。

交易机会把握方面，相比于下半年做平曲线，上半年做陡曲线更容易把握。上半年流动性宽松预期较为确定，4 月前入场做陡曲线策略，无论 T-TF 还是 T-TS 交易机会都有较可观的收益。5 月期限利差压缩后，仅仅 1 个月时间，利差收窄幅度占到下半年收窄空间的一半左右，行情的快速变化令交易止盈止损难度加大。今年国债发行期限中短期限占比较高（除抗疫国债），因此供给压力也是下半年曲线平坦化程度超过往年的重要因素。对比 10 年-2 年曲线交易，9-10 月再次做扩 10 年-5 年利差的盈亏比较高。

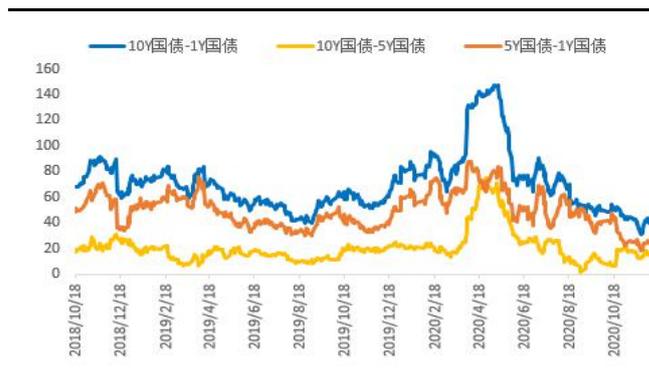
总的来看，疫情发展成为 2020 年基本面和政策面的主线，流动性预期引领债券单边和期限利差的走向。随着国内经济修复和政策常态化的回归，2021 年债券市场将如何表现？本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析，并提出操作建议。

图 1.3: 不同期限国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 1.4: 国债期限利差 (BP)



资料来源: Wind, 一德期权部

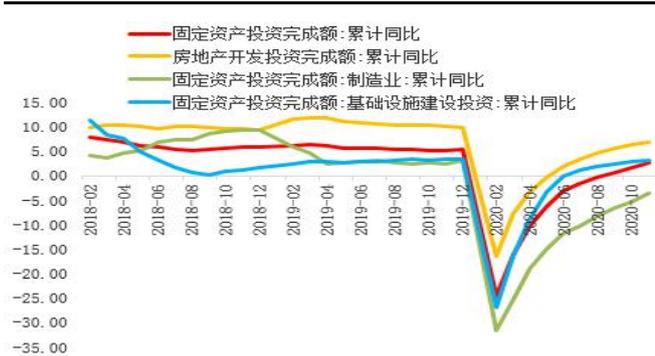
2. 内需修复趋势延续，信用拐点需要等待

2.1 企业进入补库周期，制造业投资回暖加快

2020 年二季度以来，国内经济逐渐修复。截止 11 月，生产、投资和消费同比增速分别录得 7%、2.6% 和 5%，供需的双双改善，显示经济内生动力增强。得益于疫情期间货币政策对于企业信贷的支持和积极的财政政策，二季度国内生产率先修复，下半年在出口的拉动下国内生产速度加快。

随着国内疫情转好，需求端逐渐修复，但相比供应端恢复偏慢。特别是财政赤字扩大情况下基建投资增速不及预期，成为固定资产投资中的最大意外。2020 年财政预算支出进度较慢是压制基建投资的主要原因。考虑未来国内外经济环境好转，基建托底经济必要性较低，再考虑“三道红线”下土地财政弱化，2021 年基建投资并不乐观，不过，十四五规划下有重大项目新开工，基建投资也无需悲观。2020 年 6 月房地产融资政策再度收紧，8 月拿地数据明显转弱，进一步增强了房地产投资放缓的预期，但房地产商加快推盘回笼资金和竣工速度加快均支撑短期房地产投资维持强势。在融资渠道收紧背景下，地产商拿地、开工、施工传导逻辑下，中期房地产投资将承压。与地产和基建投资预期相反，下半年以来制造业复苏进度略超市场预期。1-11 月制造业投资累计同比增速回升至 -3.5%，民间固定资产投资累计增速转正至 0.2%。制造业回暖的背后是企业贷款持续高增、企业盈利修复、出口改善的综合作用。2021 年上述利好有望延续，叠加海外经济复苏，后期制造业企业将进入主动补库阶段，制造业投资增速将加快。

图 2.1：固定资产投资累计同比增速（%）



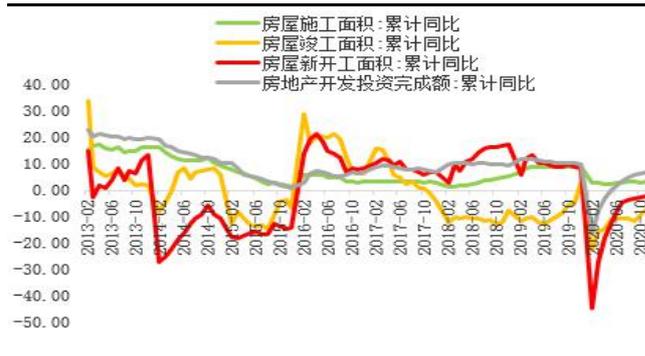
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.3：财政支出同比增速（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 2.2：房地产拿地、开工、施工和竣工增速（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 2.4：工业企业利润及产成品存货累计同比（%）



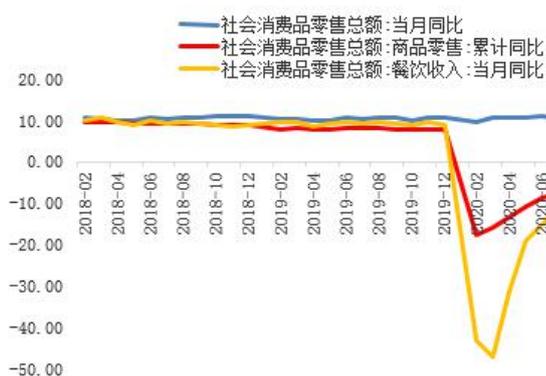
资料来源：Wind，一德期权部

2.2 社会消费逐步改善，出口强势持续性存疑

2020 年上半年受疫情影响，居民收入下降、失业率上升、消费意愿减弱，消费端整体情况不及生产端。下半年餐饮、娱乐、旅游等传统线下消费恢复，同时国内就业形势逐渐企稳，居民收入和消费意愿逐步提升。1-11 月城镇累计新增就业 1099 万人，同比少增 180 万人，11 月社会消费品零售总额同比增速回升至 5%。随着企业盈利修复和经济景气度继续回升，明年就业情况和居民收入将得以改善，消费需求逐渐回归常态化。

外需方面，疫情爆发后尽管外部经济形势悲观，但我国出口增速却表现强势。原因有二：一方面，得益于我国疫情防护措施的及时有效和保生产政策，国内产能较早得以恢复，弥补了国外供给缺口；另一方面，欧美等国大规模的财政刺激直接作用于居民消费，对居民消费能力的稳定起到重要作用。目前来看，海外生产端开始修复，疫苗研发取得进展，疫苗大规模投放后疫情将逐步缓解，此前由生产替代性拉动的出口增速可能放缓，值得关注。不过，疫苗从推出到取得临床进展尚需时日，国外产能恢复也需要时间，在此之前国内出口表现大概率维持强劲。

图 2.5: 社会消费品零售总额增速 (%)



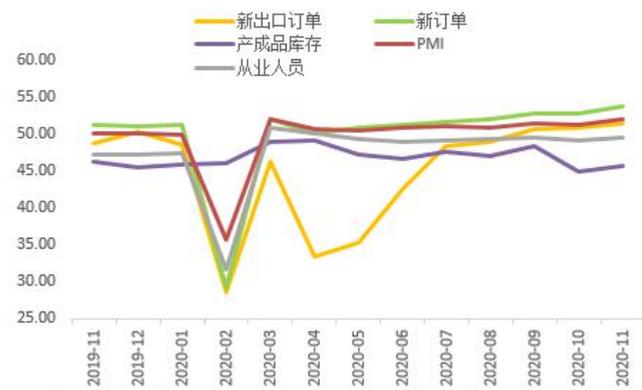
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.7: 美元计进出口金额当月同比增速 (%)



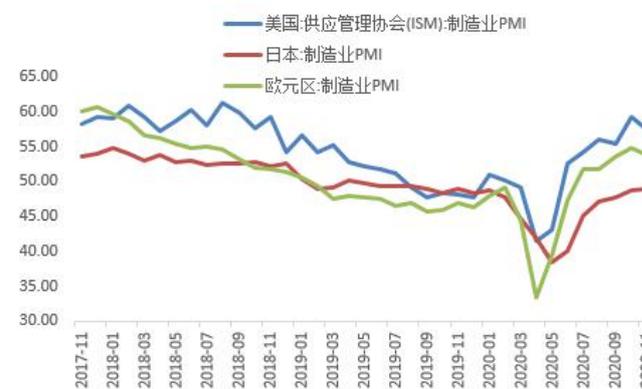
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.6: 制造业和非制造业 PMI 就业分项指标 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.8: 各国制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3. 刺激政策陆续退出，货币政策以稳为主

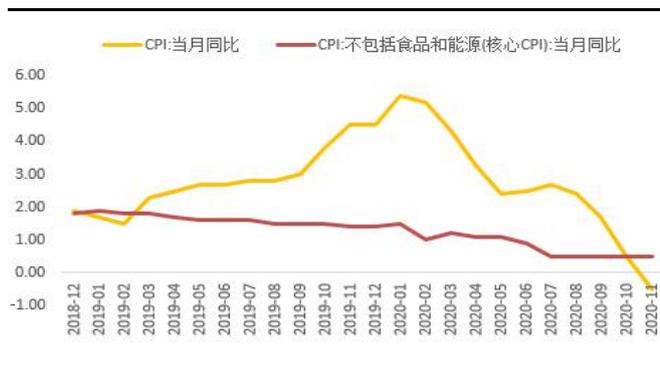
3.1 需求拉动价格回升，通胀压力总体可控

2020 年下半年猪肉供应明显改善，7 月生猪存栏同比开始转正，9 月生猪出栏同比转正，而下游需求一直表现平淡，导致猪肉价格快速走低，进而成为 CPI 的主要拖累，11 月 CPI 同比增速-0.5%。考虑此前养殖户大规模补栏，2021 年猪肉价格将开始新一轮下行周期，CPI 食品项仍将受到明显拖累。2020 年下半年以来，CPI 非食品分项表现非常稳定，主要原因是失业率水平仍低于自然水平，居民收入和支出恢复缓慢，使得总需求难以扩张。目前看 2021 年居民收入大概率延续缓慢修复，非食品分项小幅回升难以抵消猪价下行对食品分项的拖累，全年 CPI 中枢预计 1.5%-2%。

相比 CPI 食品分项，更值得关注的 PPI 走势。2020 年应对新冠疫情，各国央行大规模的货币投放引发市场对疫情后通胀风险的担忧。特别近期疫苗取得研发进展后，海外经济复苏预期推升原油等大宗商品价格快速上涨，令通胀预期升温。但实际上本轮危机我国央行货币投放是

十分克制的，并且危机模式退出后监管层多次强调广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，这意味这一轮全球经济复苏过程中国内工业品涨价风险将不及 2007 年-2008 年。从供需角度看，2021 年房地产和基建投资需求并不强劲，而钢铁、煤炭等上游行业在经历 2018 年-2019 年一轮投资和产能扩张后，产出回升明显。因此，2021 年国际大宗商品价格上行对国内传导可能弱化。按照 M2 领先通胀 1 年时间推算，明年上半年通胀将持续温和回升。

图 3.1: CPI 同比与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.2: 人均可支配收入和人均消费性支出累计同比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.3: PPI 同比和环比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.4: 货币供给增速 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3.2 防风险稳杠杆目标，流动性投放不缺不溢

2020 年年初受疫情冲击经济影响，货币政策大幅放松，央行多次降息、降准、再贷款、再贴现操作和采用创新直达实体经济的政策工具，意在保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。随着国内经济的逐步修复，二季度货币政策逐渐向常态化回归。5 月之后央行开始加强防范金融风险，并提出遏制资金空转、套利等活动，公开市场逐渐回笼流动性，以及监管要求压降结构性存款，使得银行间资金利率中枢明显回升。结合 2020 年央行货币政策

报告提及的政策目标来看，从年初稳增长到经济修复初期寻求稳增长和防风险目标之间的平衡，再到经济加速修复后流动性的“不缺不溢”，全年货币政策的思路非常清晰。

结合近期监管层释放的信号和基本面研判，我们认为 2021 年货币政策取向稳健中性，总量的收紧或放松的可能性都不大。从经济增长角度看，目前国内经济延续修复态势，但考虑基数影响，2021 年经济增速大概率前低后高，叠加中美关系和全球疫情发展存在较大变数，经济复苏力度难以估计，货币政策收紧概率不高。从通胀角度看，2021 年总需求的回升绝对通胀推升作用有限，通胀难以推动货币政策收紧。从金融稳定角度看，近期监管层多次提到保持宏观杠杆率稳定，但措辞上并未采用“去杠杆”说明监管态度相对温和，随着经济改善，名义 GDP 增速加快将有利于宏观杠杆率降低。此外，考虑疫情期间再贴现再贷款政策的退出对经济潜在影响，不排除央行采取降准或 MLF 等措施予以对冲。从汇率稳定角度看，全球经济的陆续复苏对人民币影响正面，注意到自 2020 年下半年人民币兑美元转向升值，11 月外汇占款环比转正，未来其持续性和基础货币创造模式的转变需要关注，若外资加速流入人民币汇率升值过快，央行可能通过降低中美利差等方式予以应对。

综上，2021 年货币政策目标或将防风险为主。考虑国内经济延续复苏、通胀温和回升、宏观杠杆率趋于稳定，货币政策宽松的可能性不大，中美关系、疫情反复、政策退出后对冲击经济的不确定性，以及人民币快速升值的可能性，货币政策收紧的可能性也不大，宏观流动性将维持“不缺不溢”状态。

图 3.5：2020 年央行货币政策一览

日期	货币政策工具
20200101	自1月6日降准0.5%，释放长期资金8000多亿
20200203	稳定疫情市场预期，对冲当日到期量OMO投放12000亿，并同时下调7天和14天公开市场操作利率10BP
20200217	MLF利率下调10BP至3.15%
20200226	在前期已设立3000亿元疫情防控专项再贷款基础上，增加再贷款再贴现5000亿元，用于中小银行加大对中小微企业支持；下调支农、支小再贷款利率0.25%至2.5%；2020年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠性小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金
20200313	自3月16日普惠金融定向降准释放5500亿流动性
20200330	下调7天期逆回购中标利率20BP至2.20%
20200403	决定对农联社、农商行、农合行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，同时自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%
20200415	MLF利率下调20BP至2.95%
20200601	央行创设两个直达实体经济的货币政策工具（普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划）
20200701	自7月1日下调再贷款再贴现利率0.25个百分点

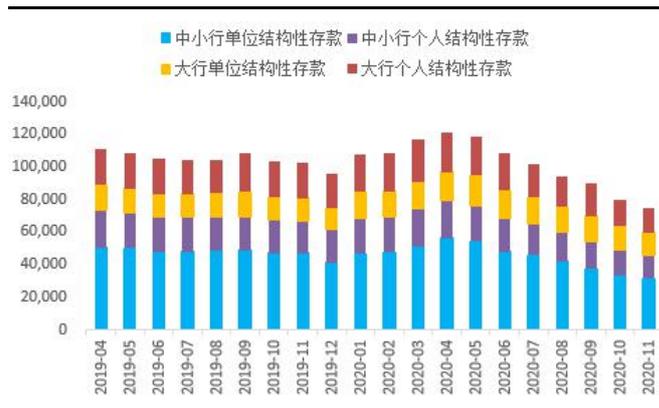
资料来源：Wind，一德期权部

图 3.7：实体经济部门杠杆率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 3.6：结构性存款规模（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

图 3.8：外汇储备环比变化（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

4. 债券供需环境改善，关注海外资金流入

4.1 财政赤字规模降低，利率债供给明显减少

2020 年面对疫情冲击，财政政策不断加码。两会确定 3.76 万亿财政赤字、1 万亿的特别国债和 3.75 万亿专项债发行规模，并首次将赤字率提升至 3.6%。2021 年财政政策稳增长的诉求将明显降低，财政赤字率大概率调降，政府债券发行规模大幅降低。假设 2020、2021 年名义 GDP 增速分别为 3% 和 10% 估算，则 2020、2021 年名义 GDP 总额分别为 102 万亿、112 万亿。按 3% 赤字率估算，2021 年财政赤字规模为 3.37 万亿。粗略估计国债和一般地方债新增额度分别为 2.25 万亿和 1.12 万亿规模。地方专项债方面，目前主流媒体预测明年新增专项债额度将下调至 3 亿元。政策性银行债方面，按照年度发行量与到期量 1.5 的比例估算，全年政策性银行债发行量约 4.74 万亿。在不发行特别国债的情况下，2021 年利率债净供给 7.95 万亿，较 2020 年减少 2.6 万亿。

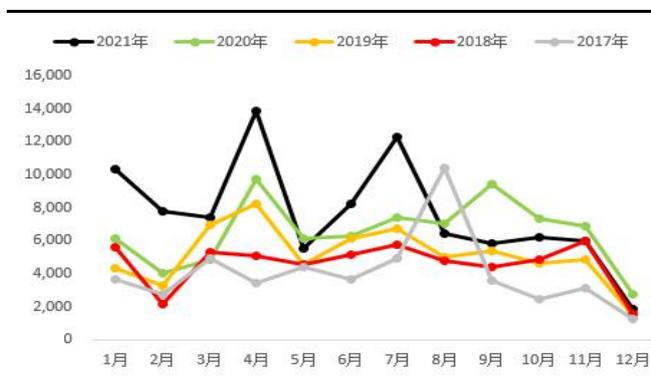
从发行节奏看，利率债传统供给的高峰集中在二三季度，由于 2020 年抗疫特别国债的发行打乱了国债和地方债的发行节奏，因此在预估月度发行量时本文更多借鉴 2018-2019 年的发行节奏。相比国债和地方债，政策性银行债净融资节奏稳定，可以根据历史均值进行预测。加总每月国债、地方债、政策性银行债净融资，发现 5 月、8 月、9 月为利率债供给高峰。考虑年初信用债发行清淡，机构早配早收益的模式，结合基本面分析，2021 年一季度或为配置盘介入的较佳时点。

图 4.1：财政赤字率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.3：利率债到期量（亿元）



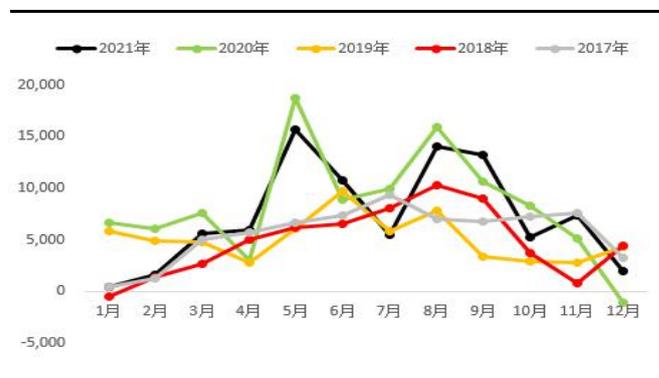
资料来源：Wind，一德期权部

图 4.2：全年利率债发行量预估（亿元）

	2019年	2020年	2021年E
财政赤字规模	27600	37600	33700
地方专项债额度	21500	35000	30000
特别国债额度	0	10000	0
国债到期量	24094	30820	33681
地方债到期量	13151	20747	26654
政策性银行债到期量	24574	26547	31620
国债发行量	41332	68620	56147
地方债发行量	43624	63500	67887
政策性银行债发行量	38237	52000	47430
利率债净融资	61374	106006	79509

资料来源：Wind，一德期权部

图 4.4：利率债月度净融资预估（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

4.2 银行负债压力缓解，配置力量有望加强

2020 年下半年，受货币政策常态化回归和结构性存款压降影响，银行存款增速明显放缓。为稳定负债端，商业银行加大同业存单发行和债券发行，但大部分银行债券主要由商业银行和保险消化，实际上银行负债压力缓解并不明显。相比于大行，中小型商业银行信贷资源匮乏，本身对于债券投资具有较强需求，但下半年存款压降过程中中小行债券投资增速明显降低，表明其负债端收缩压力大于资产端。对比同业存单利率和十年国债收益率走势来看，同业存单利

率成为下半年制约债券收益率下行的核心因素。11 月受信用风险事件影响，央行加大公开市场投放和并意外开展 MLF 操作，资金面明显改善，同业存单利率上开始回落，存单利率对长债收益率的制约逐渐减弱。

从银行角度看，经过 2020 年宽松的货币政策和结构性存款大规模压降后，目前大行表内存款成本已经出现较为明显下行，若 2021 年结构性存款压降大幅放缓，则银行配置需求将大幅改善。考虑 2021 年上半年实体融资需求可能维持高位，大型商业银行资金投放或仍倾向于贷款。一旦信用扩张放缓，货币政策放松，大行将增加对债券配置。因此，在明年结构性存款压降缓和前提下，商业银行配置需求大概率向好。

相比内资，外资配置力量增强更为确定。2020 年以来，尽管北向资金快进快出令 A 股市场波动加大，但外资对于中国债券一直很青睐。截至 2020 年 11 月，境外机构投资者已连续 24 个月增持中国债券，持有 2.77 万亿元。在 2021 年人民币兑美元汇率走强的预期下，中国债券对外资吸引力进一步增强。为方便外资机构买债，自 2020 年 9 月 21 日，银行间债券市场现券交易延迟至 20:00。9 月 25 日，富时罗素公司宣布中国国债将于 2021 年 10 月份纳入富时罗素全球政府债券指数（WGFI），纳入生效日期将在 2021 年 3 月最终确认。至此，全球三大债券指数纳入中国债券。据高盛测算，本次中国国债纳入 WGFI 指数将带来 1400 亿美元的外资流入，从而为人民币提供进一步支撑。

图 4.5: 同业存单发行量 (亿元)



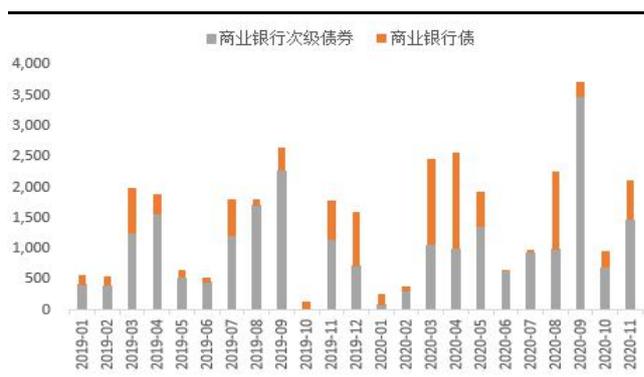
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.7: 同业存单发行利率和十年国债收益率 (%)



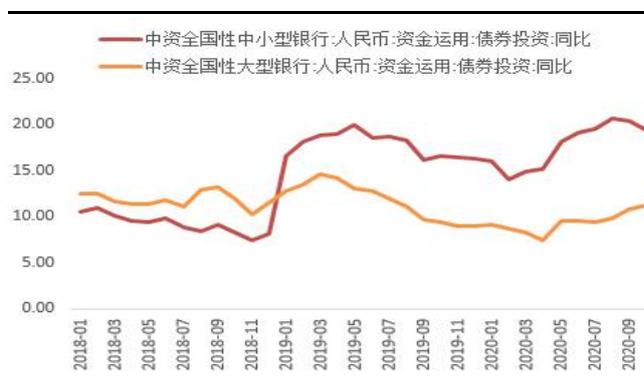
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.6: 商业银行债券发行量 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.8: 商业银行债券投资同比增速 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

5. 利率中枢整体上行，国债市场危中有机

5.1 短期市场仍处逆风，蛰伏等待拐点到来

2021 年国内经济将延续回升态势。国内经济景气度的提升、企业利润的加速修复和海外经济的复苏，有利于制造业投资、消费和出口进一步改善，并将拉动通胀指标逐步回升。考虑基建和地产投资增速下滑拖累，信用拐点或在出现在二季度。届时债市将迎来交易机会。

考虑疫情期间我国货币政策较为克制，2021 年房地产和基建投资需求并不强劲，而钢铁、煤炭等上游行业在经历 2018 年-2019 年一轮投资和产能扩张后，产出回升明显。2021 年通胀将温和回升。

2021 年货币政策目标或以防风险为主，宏观流动性将维持“不缺不溢”状态。考虑国内经济延续复苏、通胀温和回升、宏观杠杆率趋于稳定，总量宽松的可能性不大。不过，考虑逆周期政策退出后经济的短期冲击，中美关系可能再度紧张、疫情反复以及人民币快速升值的可能性，不排除央行采取降准或 MLF 等措施予以对冲。

2021 年财政政策稳增长的诉求将明显降低，预估发行国债和一般地方债新增额度共 3.37 万亿，地方专项债 3 万亿，政策性银行债 4.7 万亿。不发行特别国债的情况下，2021 年利率债净供给 7.95 万亿，较 2020 年减少 2.6 万亿。经过 2020 年宽松的货币政策和结构性存款大规模压降后，目前大行表内存款成本已经出现较为明显下行。在结构性存款压降缓和前提下，2021 年商业银行配置需求大概率向好。

5.2 期限利差先缩走扩，把握套利交易机会

从估值角度来看，当前十年期国债收益率已经上行到 3.3%，已经到达去年四季度高点。考虑去年市场对于 2020 年库存回升拉动经济增长已有预期，且当时政策利率和资金利率均高于当前，我们认为当前债券收益率的估值相对去年四季度偏高。后期基本面回暖的过程中，长端利率可能表现的更加钝化。预估全年十年期国债收益率波动区间 3.1%-3.5%，T 主连续波动区间 94-99。注意到自 11 月信用违约事件发生后，央行开始加大流动性投放，同业存单利率已经逐步上行。12 月 15 日央行超额续作 9500 亿 1 年期 MLF 后，说明央行有意缓解当前商业银行负债压力，未来存单利率将逐渐向政策利率回归。考虑 2021 年年初经济延续回升态势，信用扩张未见拐点前流动性投放有限，收益率曲线后先平后陡。

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。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

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)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

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)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5822 0902)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部 (Tel: 0411-8480 6701)

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

郑州营业部 (Tel: 0371-65612019/65612079)

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

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

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

一德期货营业网点

 联系方式 4007-008-365
  公司官网 www.ydqh.com.cn
  总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层