



2020年8月16日

金信期货研究院

黄婷莉

·从业资格编号 F3073548
·投资咨询编号 Z0015398

经济复苏斜率放缓，债市反弹修复

内容提要

经济修复斜率放缓，叠加央行持续净投放对冲缴税以及政府缴款压力，释放货币政策边际收敛而不收紧的态度，债市小幅走强。资金利率边际收敛下短端表现弱于长端，收益率曲线有所走平，期限利差收窄是对前期经济复苏预期过高的修复，且10年期下行幅度高于5-7年显示本周行情主要由交易盘主导。

月中缴税叠加地方债发行提速下，资金面边际收敛，央行加大公开市场操作平抑资金面波动，央行操作进一步确认了DR007保持在2.2%附近是央行合意的区间。央行再度预告MLF一次性续作，货币政策边际收敛而不收紧，预计在政府债券缴款冲击以及存单利率持续攀升冲击商业银行负债端压力下，MLF操作有望加量平价操作。

策略建议

7月经济数据不及预期显示经济修复节奏有所放缓，对于债市的逆风有所减轻，同时经济修复的节奏放缓制约货币政策的进一步收敛，近期央行持续大额净投放对冲缴税和政府债券缴款冲击以及央行的MLF续作预告也体现了货币政策收敛有度的取向，DR007保持在OMO附近运行基本处于央行的合意区间。

730政治局“完善宏观调控跨周期设计和调节”以及“保持社融和信贷合理增长”表述下，宽信用力度的边际弱化也缓解长端利率上行压力，当前2.95%左右的长端收益率具备一定的配置价值，叠加当前移仓换月节奏加快下出现的逼空现象，期债具备一定的做多价值，但经济修复的方向决定利率仍处于上有顶下有底的震荡区间，长端利率向下或难突破2.8%的水平，仍需警惕本月地方债供给冲击。

风险提示

利率供给超预期，股市上涨超预期



扫码关注获取更多资讯

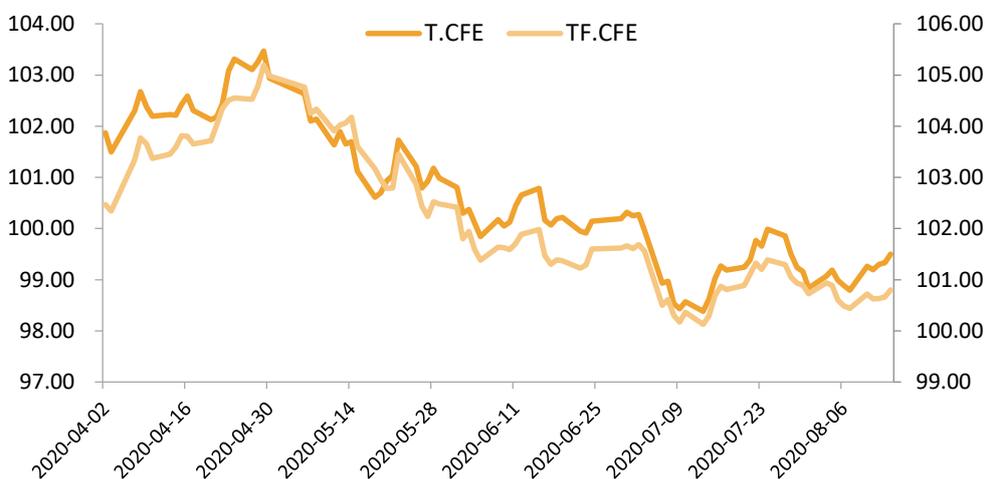
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

经济修复斜率放缓，叠加央行持续净投放对冲缴税以及政府缴款压力，释放货币政策边际收敛而不收紧的态度，债市小幅走强。本周公布的经济和金融数据均有所不及预期，信贷结构继续向好但总量低于预期，730 政治局“完善宏观调控跨周期设计和调节”的新表述以及货币政策“灵活适度、精准导向”的定调，下半年政策边际收敛，经济修复速度有所趋缓，工业增加值向上修复放缓，内生消费动力依然偏弱。

资金利率边际收敛下短端表现弱于长端，收益率曲线有所走平。本周资金利率维持 2.2% 附近波动，短端收益率整体平稳，而长端收益率在经济基本面修复放缓下有所下行，10 年期国债收益率下行 5.5bp 报 2.94%，长短端利率回落，期限利差收窄是对前期经济复苏预期过高的修复，且 10 年期下行幅度高于 5-7 年显示本周行情主要由交易盘主导。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



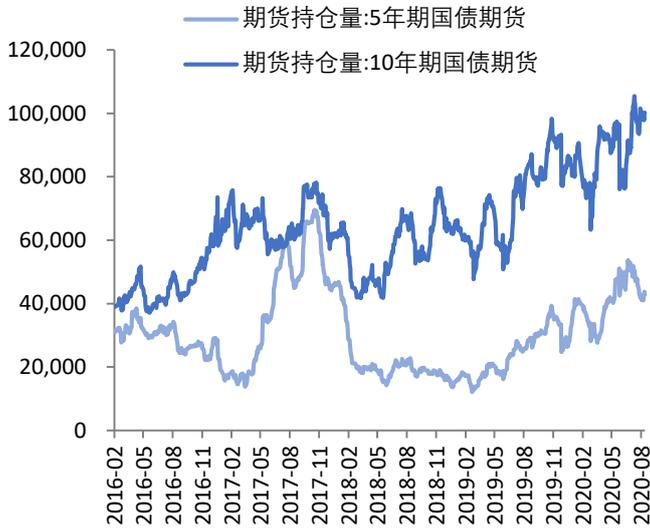
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：国债收益率（%）



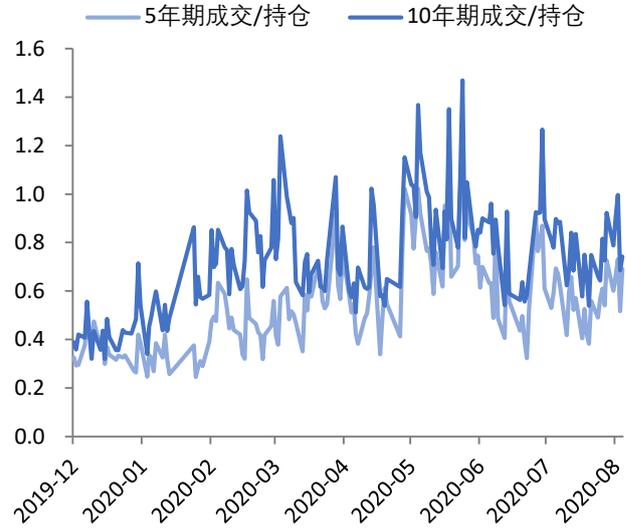
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3: 期货持仓量 (手)



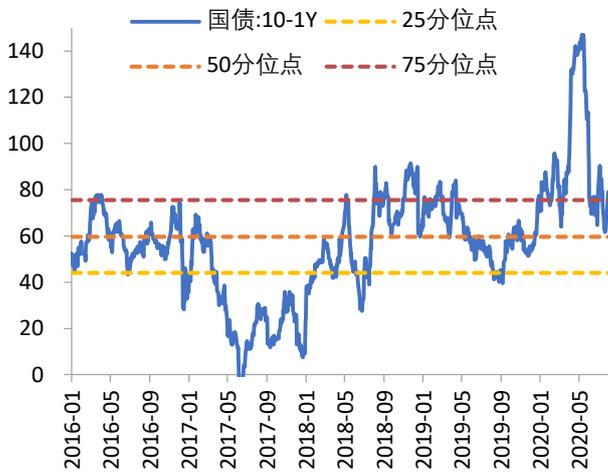
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 成交持仓比



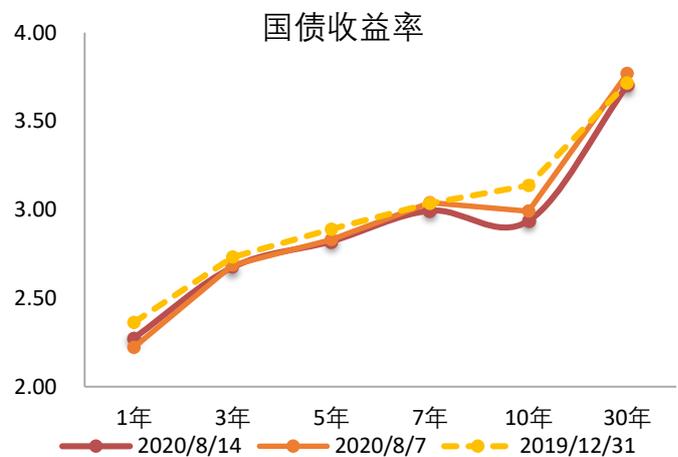
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 5: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 国债收益率曲线 (%)

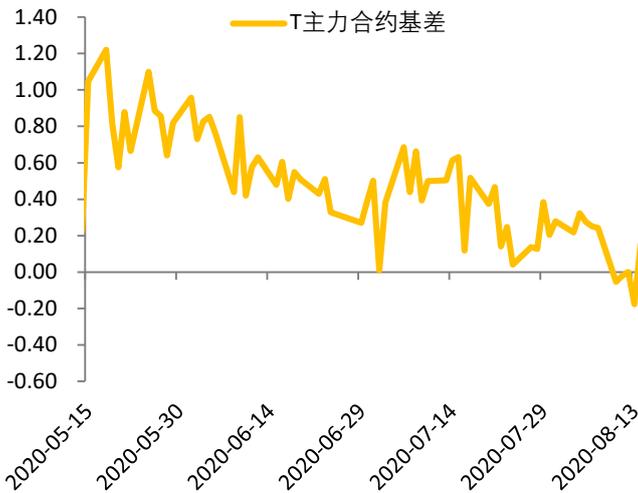


资料来源: Wind, 金信期货研究院

本周债市继续表现出期货强于现货的情况，最廉券基差继续收窄，周初利率再度接近边际下期债交易性做多情绪增强，叠加临近交割月，基差继续收敛。本周移仓换季进入高峰，预计下周将完成主力合约切换。

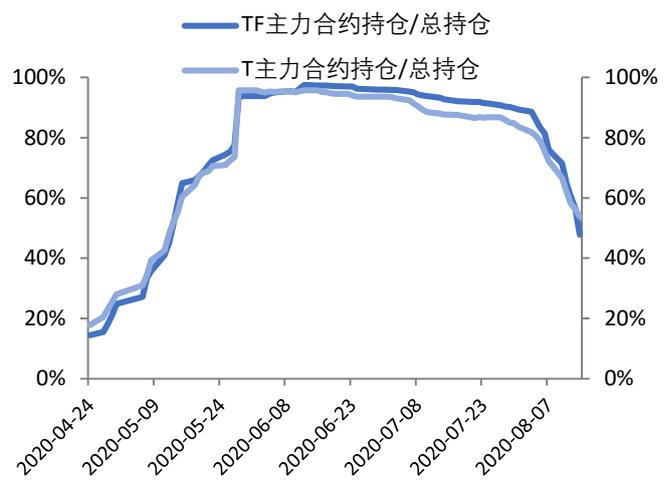
股债大类资产性价比处于相对均衡的水平。以“沪深 300 股息率/国债收益率”衡量的股债性价比在经历前期的快速波动后，目前基本回到相对均衡的位置。

图 7: T 主力合约最廉券基差 (元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 主力合约持仓占比 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 9: 股债性价比



资料来源: Wind, 金信期货研究院

二、 资金面与货币政策

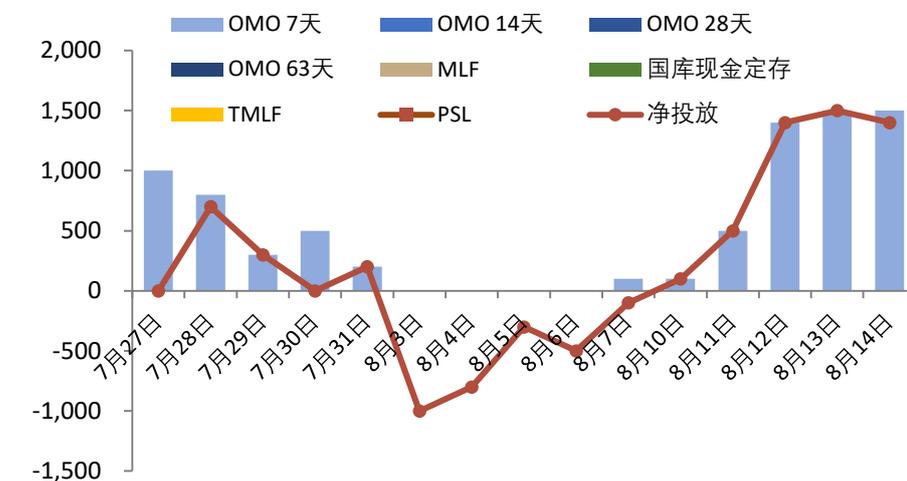
月中缴税叠加地方债发行提速下, 资金面边际收敛, 央行加大公开市场操作平抑资金面波动。本周央行净投放 4900 亿, 央行加大公开市场操作对冲政府债券缴款以及缴税的冲击, 资金面边际收敛, 但整体仍然运行在 2.2% 附近, 央行操作进一步确认了 DR007 保持在 2.2% 附近是央行合意的区间。

存单收益率小幅下行, 5 月下旬以来存单市场利率持续上行, 反映货币政策常态化回归路径, 存单利率逐步向 MLF 利率靠近。

央行再度预告 MLF 一次性续作, 货币政策边际收敛而不收紧。本周央行表示“将于 8

月 17 日对本月到期的两笔中期借贷便利 (MLF) 一次性续做, 具体操作金额将根据市场需求等情况确定”。预计在政府债券缴款冲击以及存单利率持续攀升冲击商业银行负债端压力下, MLF 操作有望加量, 但在央行货币政策态度保持中性下, 利率或将保持不变。

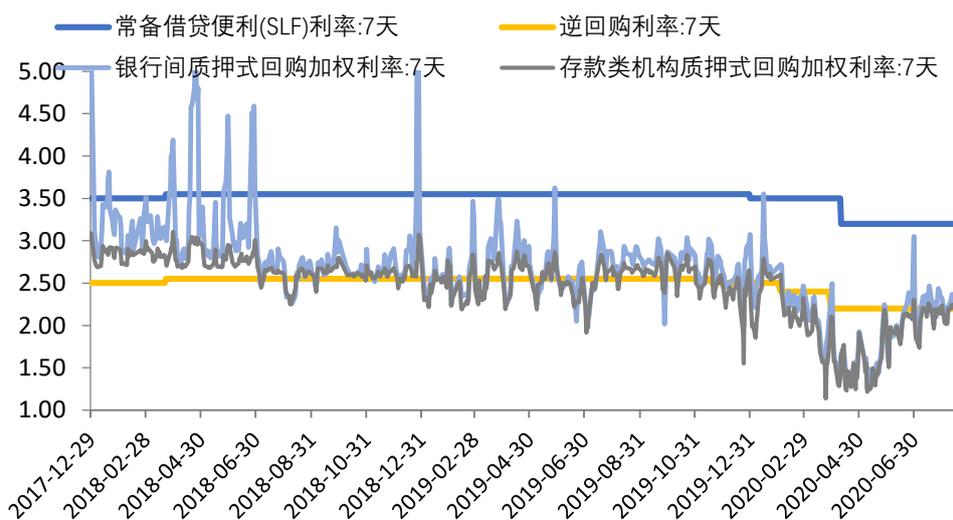
图 10: 央行公开市场操作 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

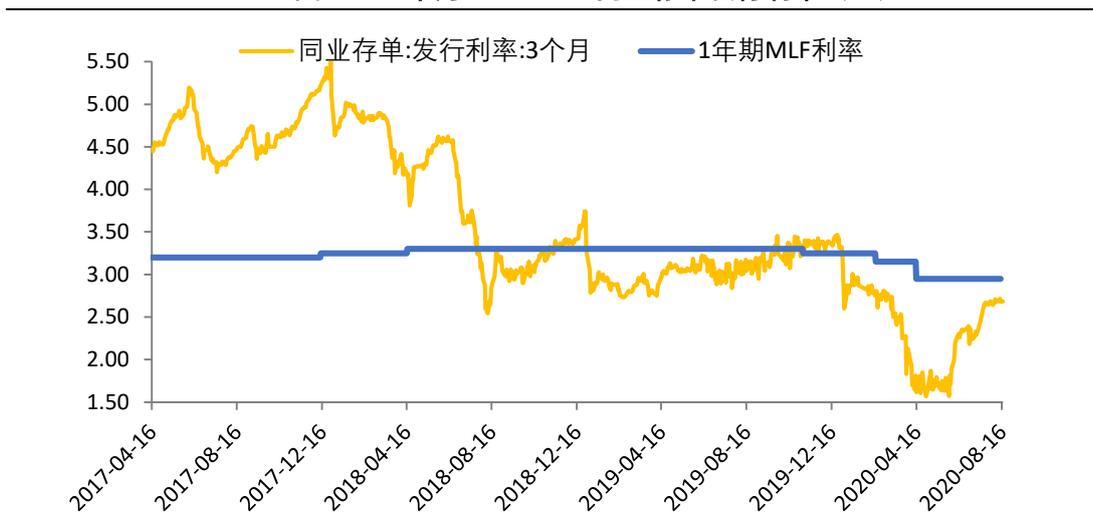
央行强调“引导市场利率围绕 OMO 和 MLF 利率平稳运行”，当前资金利率基本已完成重定价, 当前 DR007 利率回归至 2.2% 的 OMO 利率附近运行, 而同业存单也逐步回归至 MLF 利率附近。货币政策常态化回归的过程中货币政策边际收敛, 但从疫情防控和经济发展实际出发, 在经济进一步向上修复前, 货币政策短期内不具备收紧的基础。

图 11: 利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 3 个月 Shibor & 同业存单发行利率 (%)

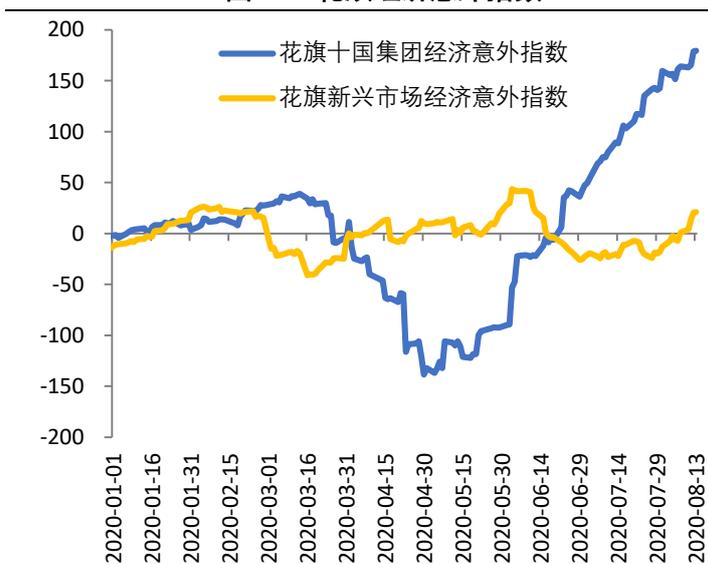


资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、 经济基本面

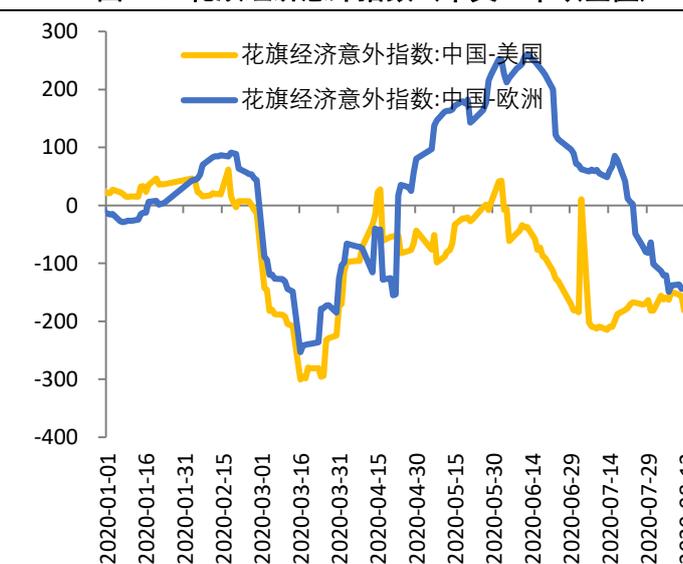
美国单日新增确诊回到 7 月初水平, 美国经济意外指数有所回升, 中国与美国比较优势回落。出口集装箱指数继续走高, 外需仍在好转。

图 13: 花旗经济意外指数



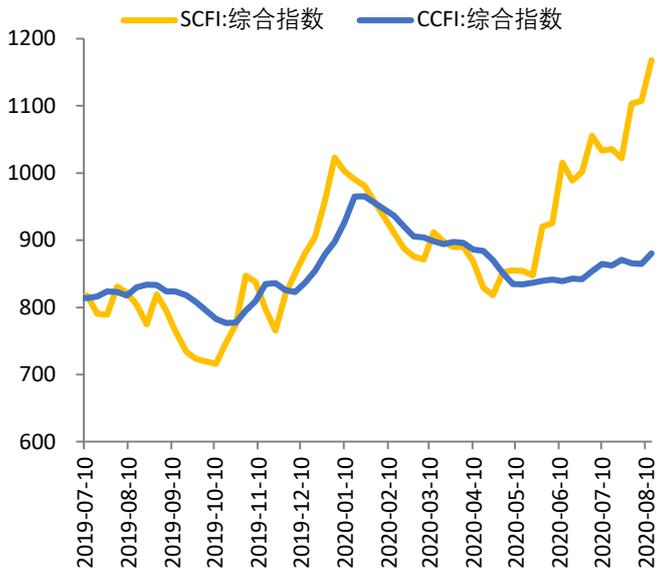
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: 花旗经济意外指数 (中美、中欧差值)



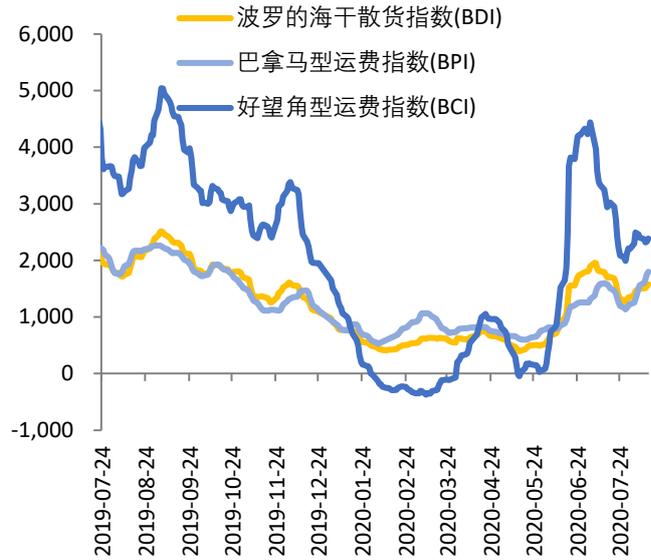
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 15: 出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 航运指数



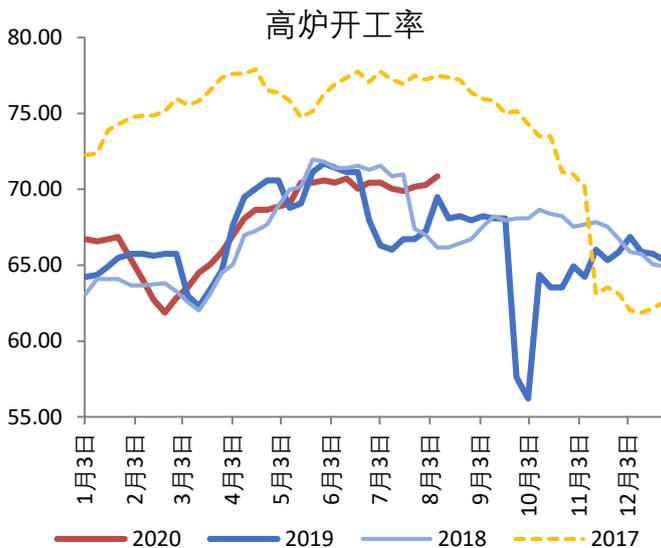
资料来源: Wind, 金信期货研究院

工业生产维持高位, 重点电厂耗煤走高, 高炉开工率震荡上升, 唐山钢厂高炉开工率和产能利用率保持高位。

工业品价格月度环比涨幅有所回升, 水泥价格继续底部回升, 南方水泥价格加速反弹, 随着天气的好转, 水泥需求或将边际改善。

商品房销售环比有所回落, 但较去年同期表现仍然较好, 尤其一线城市销售较强, 7 月乘用车销售同比增速加快。

图 17: 高炉开工率



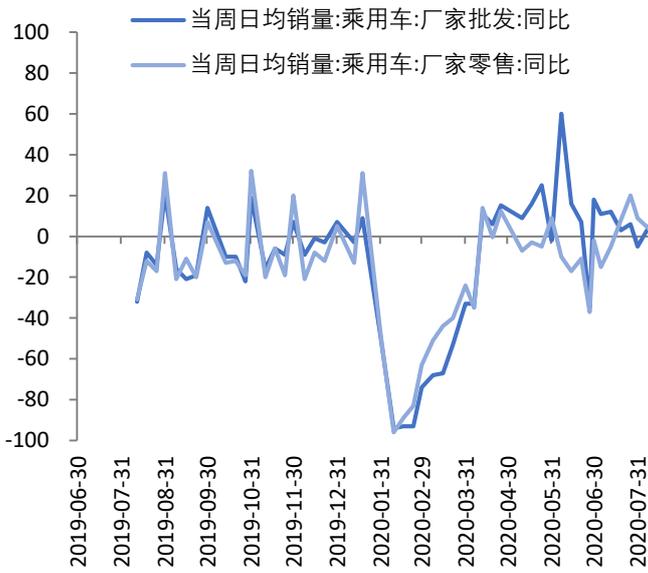
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 18: 6 大发电集团日均耗煤量



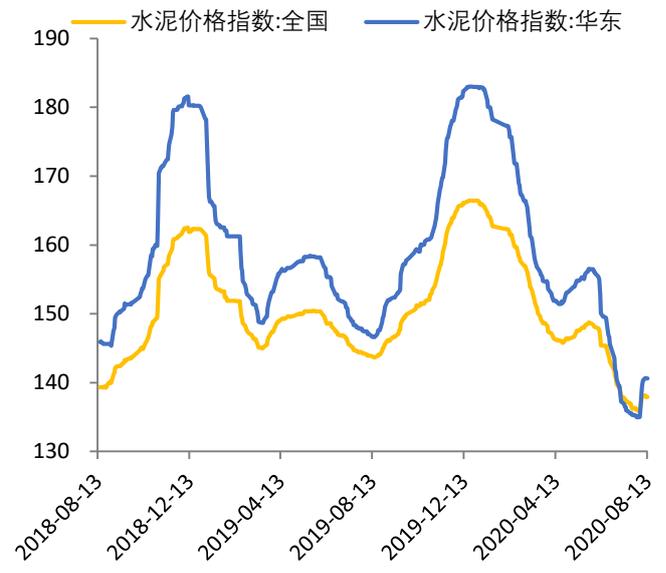
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 19: 乘用车当周销量增速



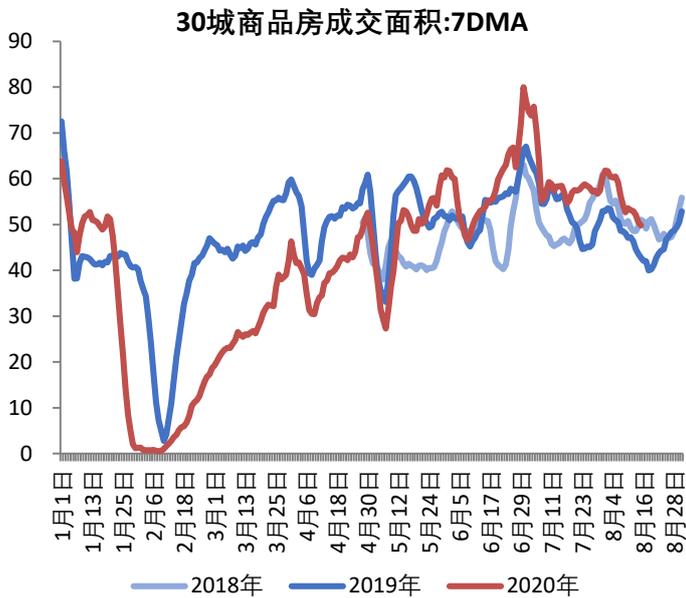
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 20: 水泥价格指数



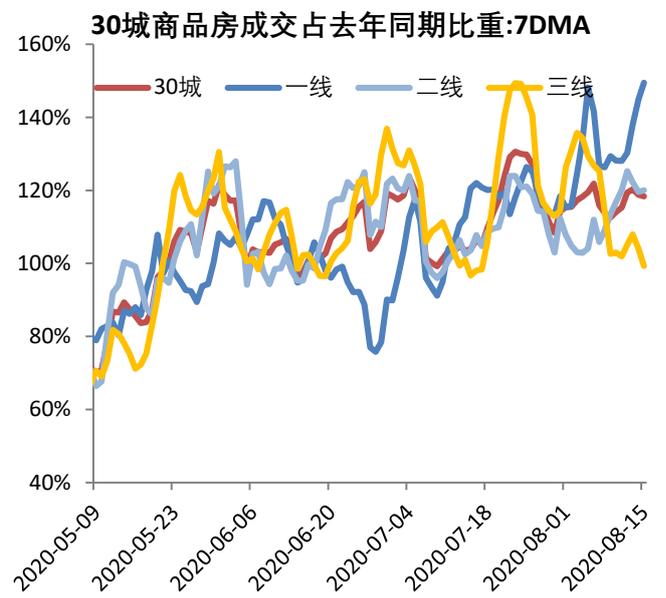
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 21: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



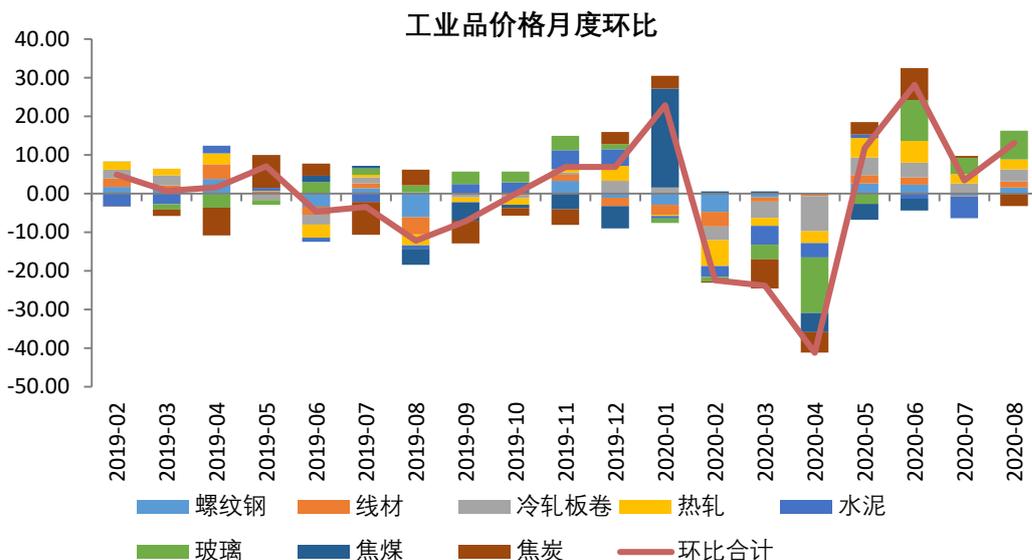
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 22: 30 城商品房成交占去年同期比重 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 23：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，金信期货研究院

四、观点和展望

7 月经济数据不及预期显示经济修复节奏有所放缓，对于债市的逆风有所减轻，同时经济修复的节奏放缓制约货币政策的进一步收敛，近期央行持续大额净投放对冲缴税和政府债券缴款冲击以及央行的 MLF 续作预告也体现了货币政策收敛有度的取向，DR007 保持在 OMO 附近运行基本处于央行的合意区间。

730 政治局“完善宏观调控跨周期设计和调节”以及“保持社融和信贷合理增长”表述下，宽信用力度的边际弱化也缓解长端利率上行压力，当前 2.95% 左右的长端收益率具备一定的配置价值，叠加当前移仓换月节奏加快下出现的逼空现象，期债具备一定的做多价值，但经济修复的方向决定利率仍处于上有顶下有底的震荡区间，长端利率向下或难突破 2.8% 的水平，仍需警惕本月地方债供给冲击。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，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，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！