

2020年8月29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

## 政策、供给和资金成为行情主线，债市情绪偏弱

### 内容提要

本周债市延续偏弱调整，政策、供给、资金波动成为影响行情的主线，资金面波动下短端收益率调整幅度继续加大，收益率曲线继续熊平。银行近期缺存款问题凸显，政策信用扩张边际放缓、叠加结构性存款监管趋严，银行存款派生趋弱，同业存单利率持续上行也即反映银行负债端压力，加大债市波动的同时也制约长端收益率下行空间。叠加利率债供给放量 and 资管新规过渡期整改压力下，债市需求弱化。

央行加大逆回购操作、叠加月末财政支出力度加大下资金面前紧后松。央行持续几个月回笼资金后，当前银行间超储率位于偏低状态，资金面波动加大，叠加银行缺存款现象，市场资金面预期偏弱，或出现资金分层的情况，央行除了公开市场操作外，仍需通过其他工具投放基础货币。

### 策略建议

对于债市来说，近期基本面修复方向不改以及货币政策中性的组合决定利率上有顶下有底的局面。尽管近期经济修复节奏有所放缓，使得对于债市的逆风有所减轻，宽信用力度的边际弱化也缓解长端利率上行压力，但利率债供给冲击仍然较大，供给端放量带来债市的风险仍在，在央行连续几个月的回笼资金后，银行间超储率处于偏低的位置，叠加结构性存款等监管仍严，资金面波动风险和资金分层压力增大。

近期政策、供给、资金波动成为影响行情的主线，超储率低+缺存款+利率债放量发行下情绪较弱放大利空。长端收益率上行超出边际后，对债市整体不再悲观，交易盘博反弹力量也有所增强，但银行去存款下同业存单利率持续上行也制约长端收益率下行空间，利率债供给放量和资管新规过渡期整改压力下，债市需求弱化，9月仍然是利率债供给大月，在供给矛盾没有解决前债市仍然缺乏做多力量。

### 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

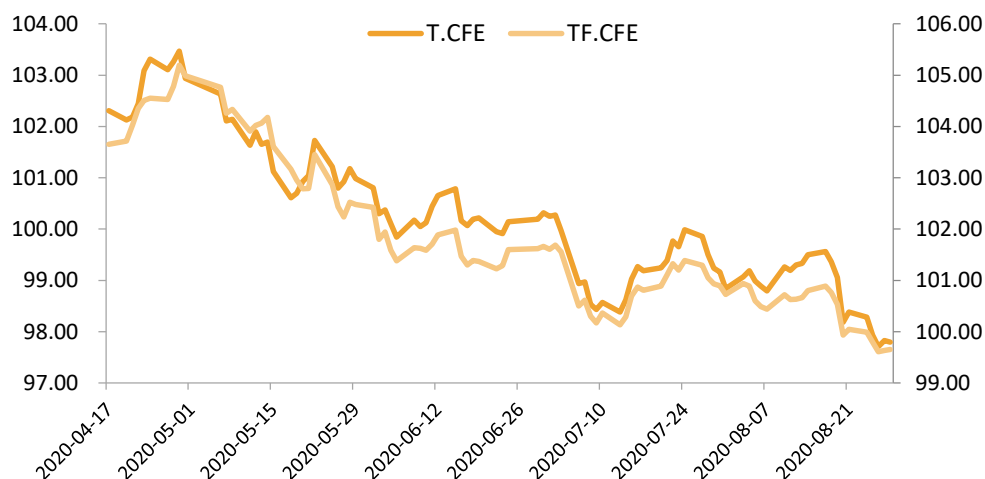
## 一、行情回顾

本周债市延续偏弱调整，政策、供给、资金波动成为影响行情的主线。本周债市延续调整，市场对经济基本面修复和货币政策转向中性已有较为一致的预期，但本周政策、供给、资金波动成为影响行情的主线。资金面波动下短端收益率调整幅度继续加大，尤其3年期国债收益率上行超过10个bp，10年期国债收益率回升6.26个bp报3.06%，再次上破3.0%关口，收益率曲线继续熊平。

银行近期缺存款问题凸显，政策信用扩张边际放缓、叠加结构性存款监管趋严，银行存款派生趋弱，同业存单利率持续上行也即反映银行负债端压力，银行间市场资金分层现象显现，加大债市波动的同时也制约长端收益率下行空间。

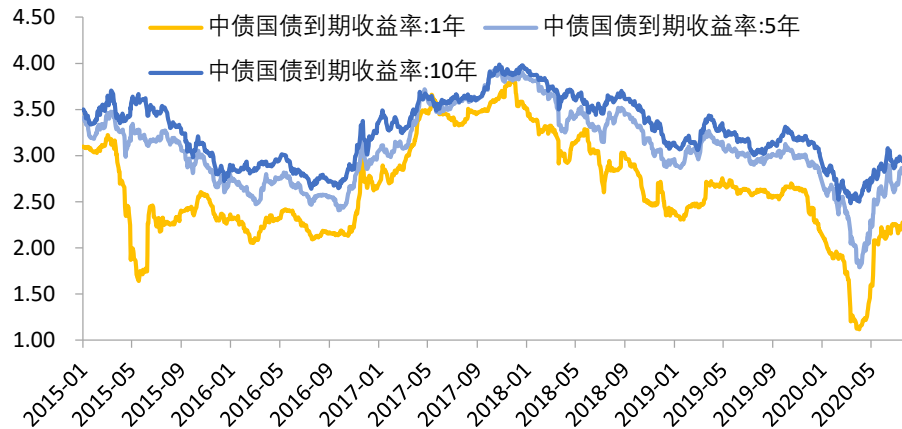
利率债供给放量和资管新规过渡期整改压力下，债市需求弱化。一方面，资管新规过渡期下老账户整改压力较大，债市需求走弱；另一方面，银行配债额度已被地方债和抗疫债挤占，配债额度有限，供给放量下需求承接不足容易出现一级带动二级走弱现象。8、9月均为供给大月，供给矛盾没有解决前债市需求仍然偏弱。

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)

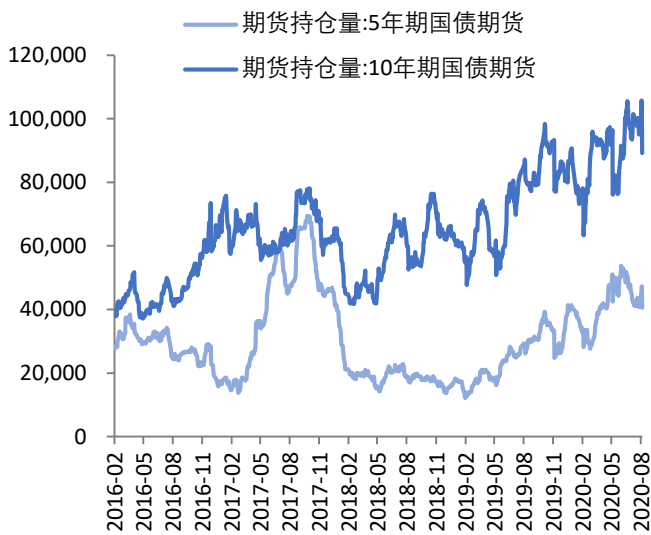
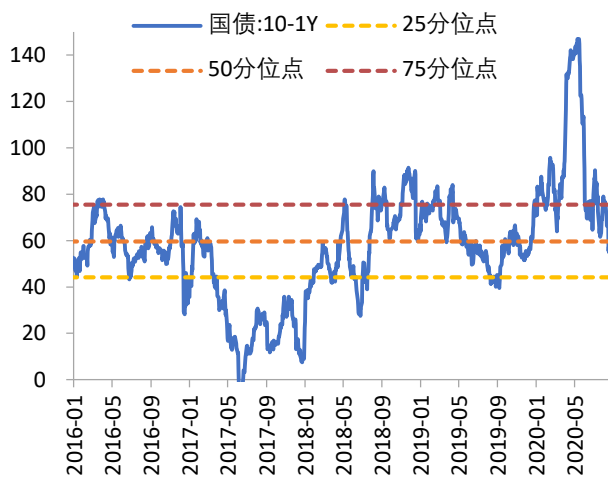


图 5: 国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 成交持仓比

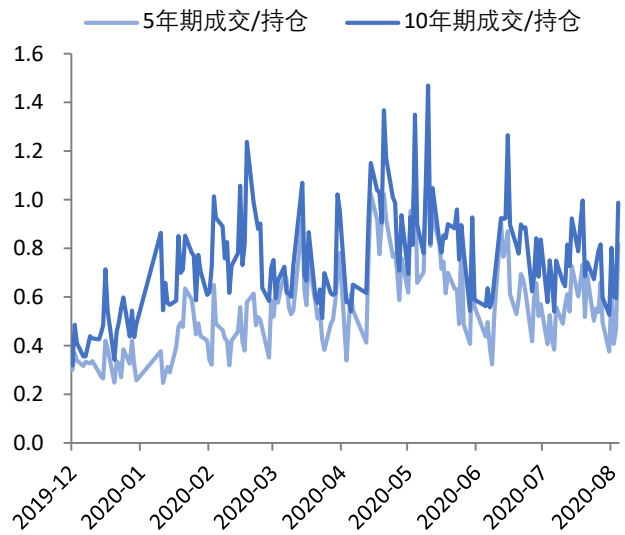
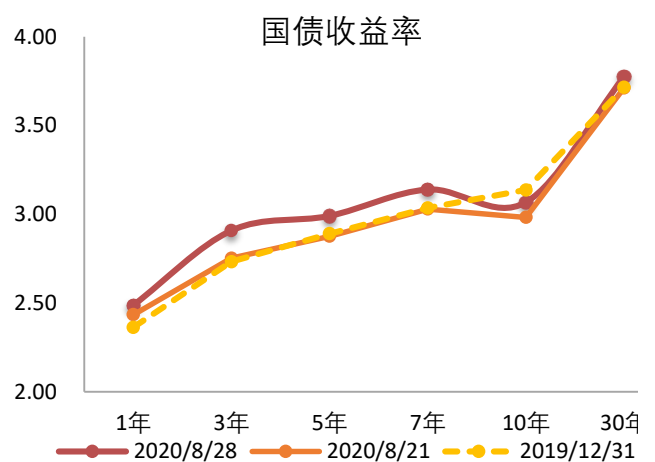


图 6: 国债收益率曲线 (%)



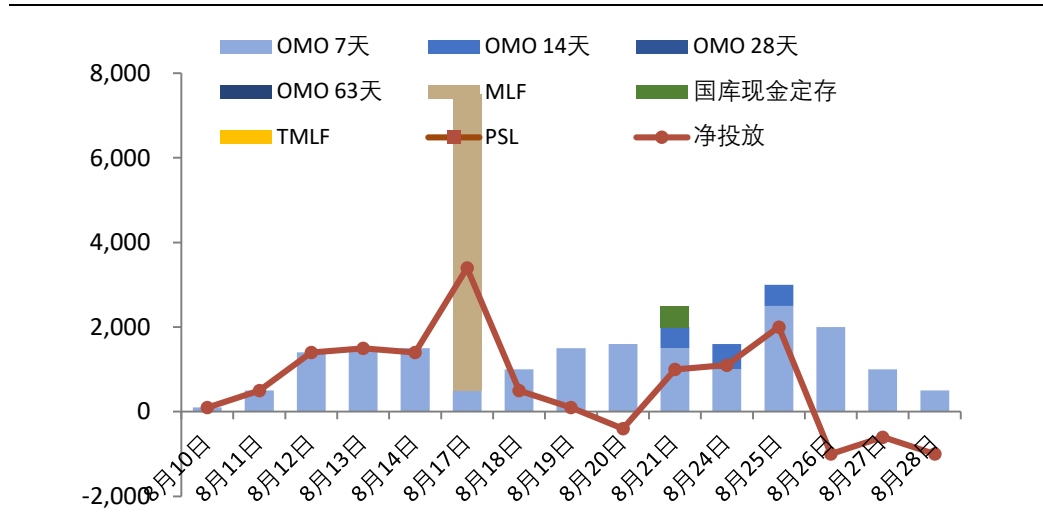
资料来源: Wind, 金信期货研究院

## 二、资金面与货币政策

**央行加大逆回购操作、叠加月末财政支出力度加大下资金面前紧后松。**本周央行进行8100亿逆回购操作，除去当周到期后实现净投放2,000亿元。同时本周有1,500亿元MLF到期，已于8月17日提前超额续做。央行加大逆回购操作、叠加月末财政支出力度加大下资金面前紧后松，DR007回到2.2%以下，隔夜利率也回到1.5%左右的均衡水平。

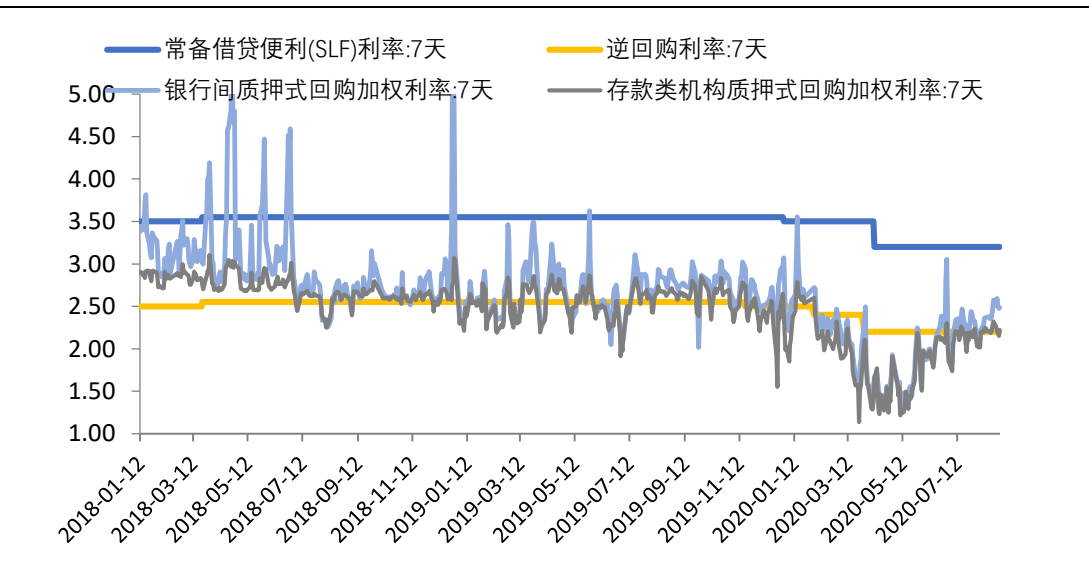
**超储率偏低加大资金面波动，市场资金面预期偏弱。**近期银行间市场资金波动较大，资金预期仍然偏弱，反映在超储率偏低下资金面不稳定的格局，央行持续几个月回笼资金后，当前银行间超储率位于偏低状态，资金波动加大，叠加银行缺存款现象，或出现资金分层的情况，央行除了公开市场操作外，仍需通过其他工具投放基础货币。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



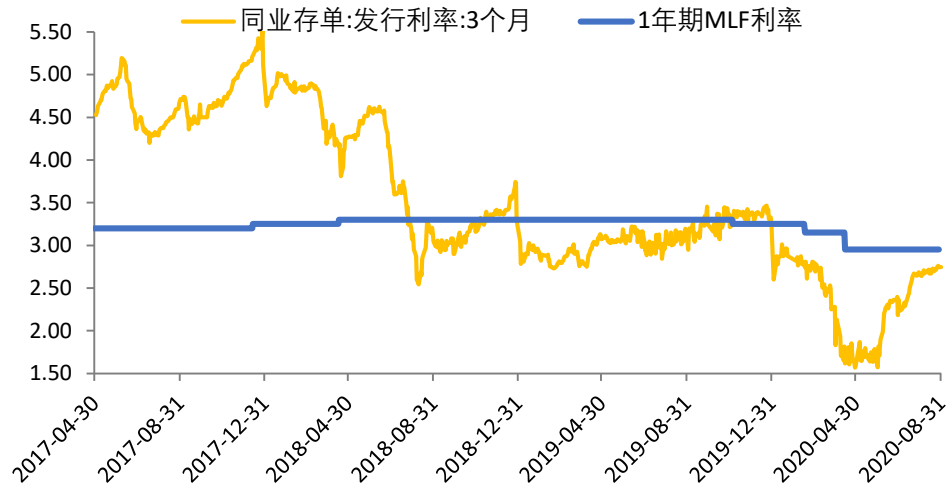
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：利率走廊（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 9: 3 个月 Shibor & 同业存单发行利率 (%)

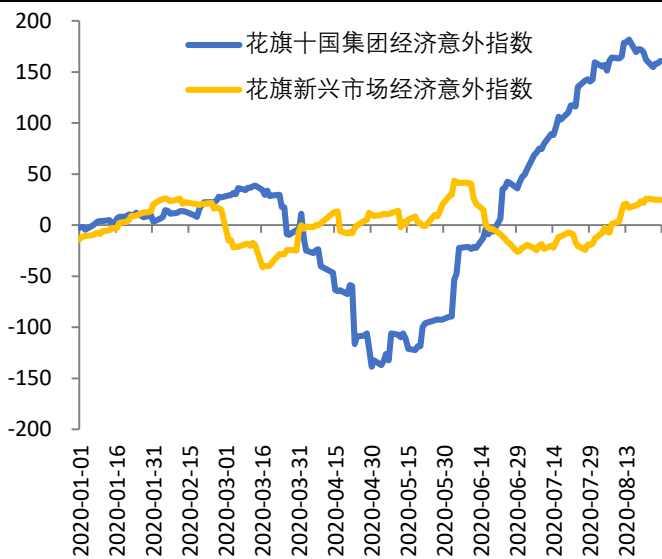


资料来源: Wind, 金信期货研究院

### 三、 经济基本面

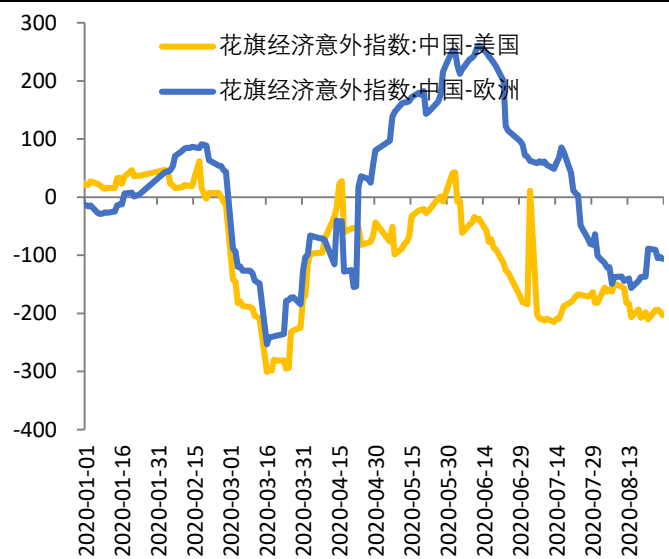
本周欧元区经济意外指数高位回落后变动不大, 美国经济意外指数保持高位震荡, 中国与美欧的比较优势维持震荡。出口集装箱运价指数继续走高下显示海外外需好转仍在延续, 但航运指数保持震荡, 反映近期大宗商品需求端改善放缓。

图 10: 花旗经济意外指数



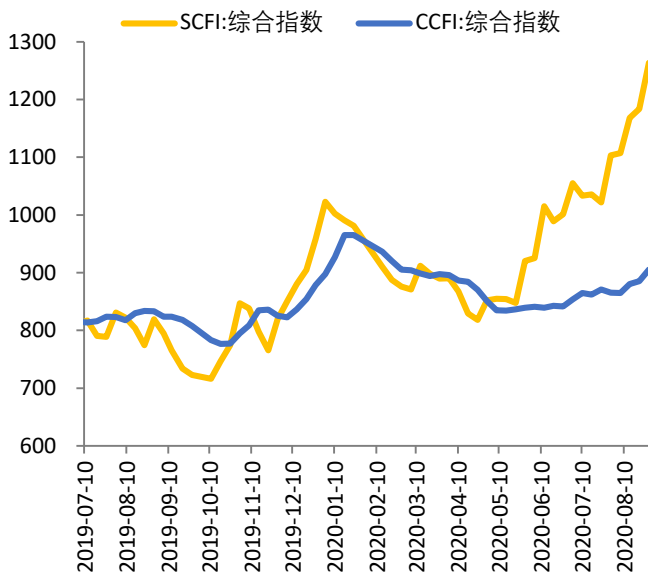
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 11: 花旗经济意外指数 (中美、中欧差值)



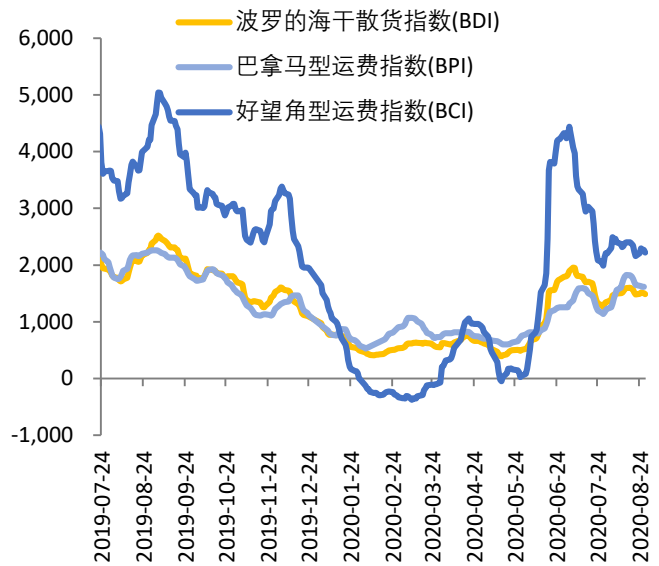
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 13: 航运指数

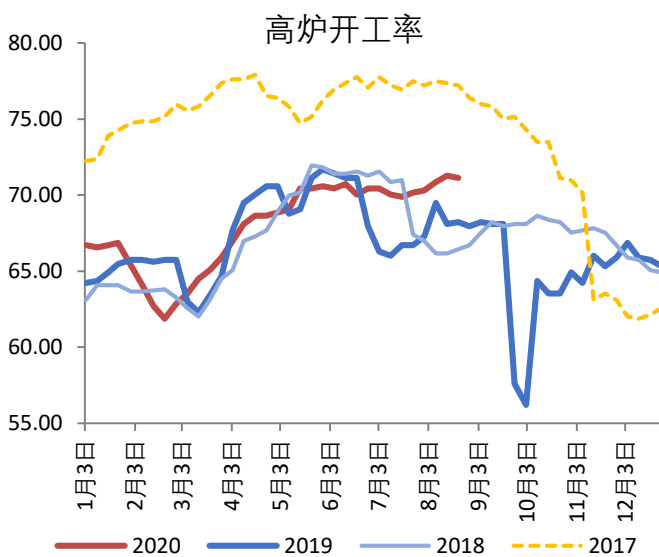


资料来源: Wind, 金信期货研究院

**发电耗煤同比走高**, 受南方暴雨影响, 耗煤峰值后移至 8 月, 近期发电耗煤同比走高, 高炉开工率高位小幅回落, 唐山钢厂高炉开工率和产能利用率也高位小幅回落。**工业品价格月度环比涨幅继续回升**, 南方水泥价格加速反弹, 随着天气的好转, 水泥需求仍将继续改善。

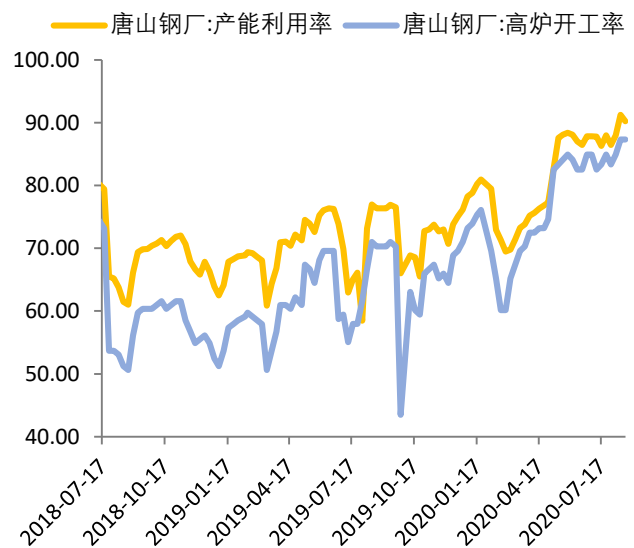
**商品房销售仍然偏强, 且一线城市热度较高**, 一线城市商品房销售较去年同期增长仍然明显, 乘用车销售同比增速转正并逐周走高。

图 14: 高炉开工率



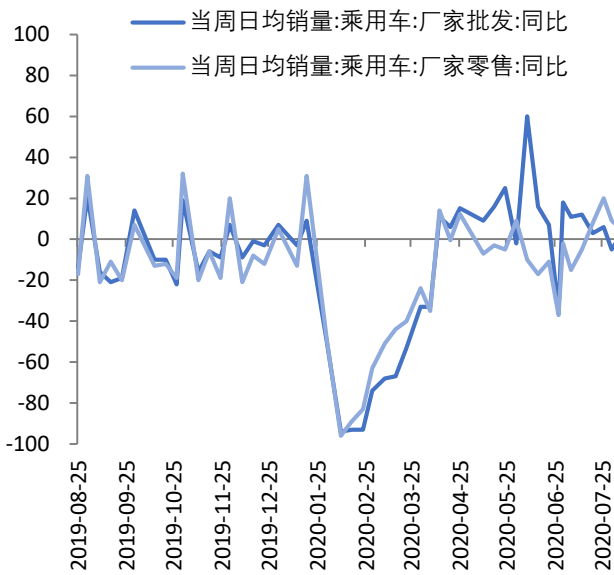
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 15: 6 大发电集团日均耗煤量



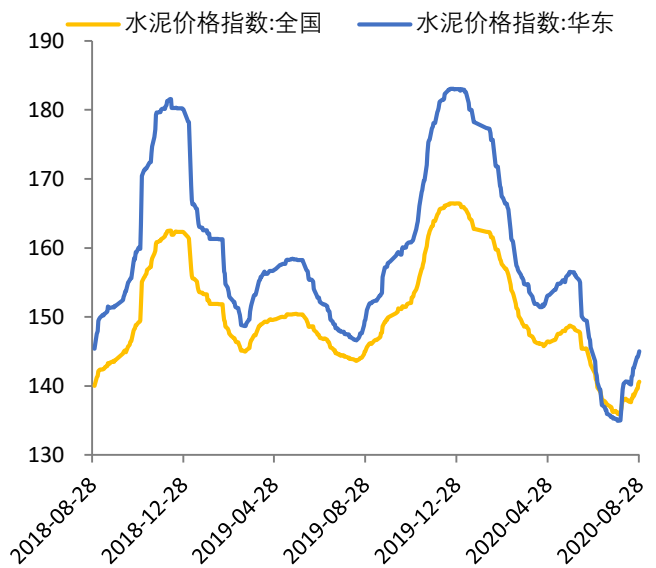
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 乘用车当周销量增速



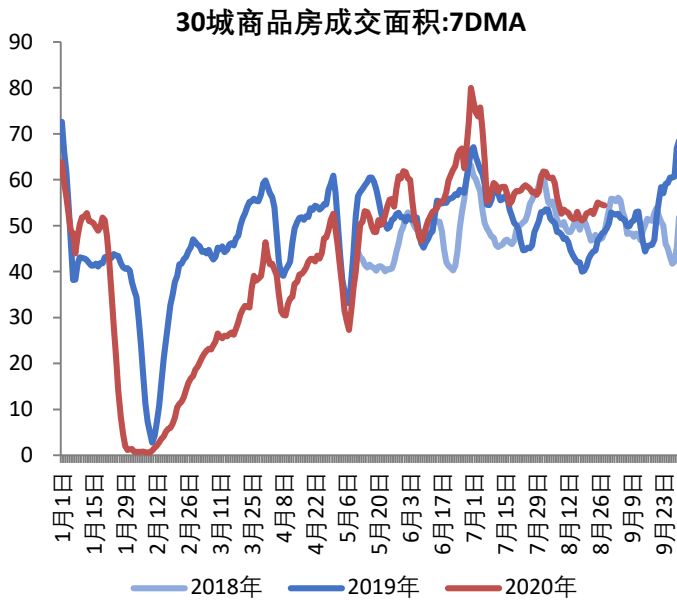
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 17: 水泥价格指数



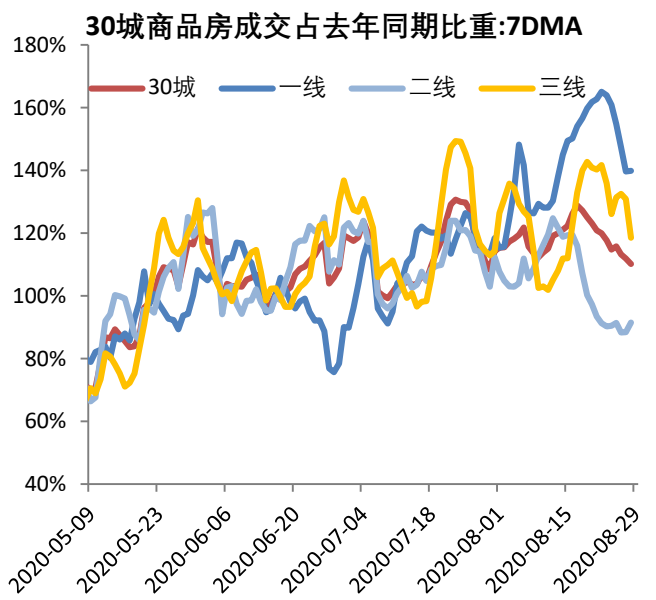
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 18: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



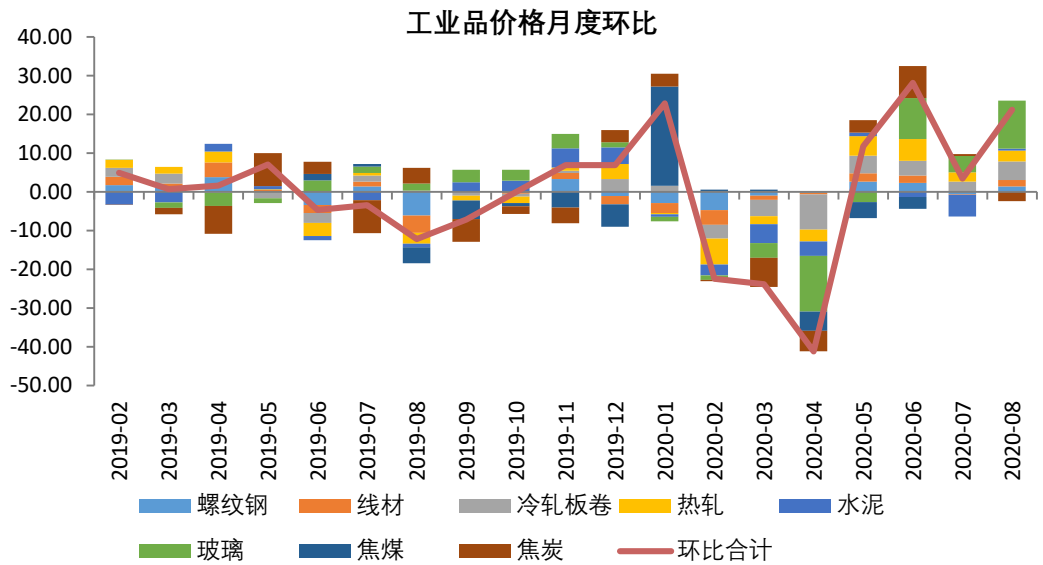
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 19: 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 20：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

对于债市来说，近期基本面修复方向不改以及货币政策中性的组合决定利率上有顶下有底的局面。尽管近期经济修复节奏有所放缓，使得对于债市的逆风有所减轻，宽信用力度的边际弱化也缓解长端利率上行压力，但利率债供给冲击仍然较大，供给端放量带来债市的风险仍在，在央行连续几个月的回笼资金后，银行间超出率处于偏低的位置，叠加结构性存款等监管仍严，资金面波动风险和资金分层压力增大。

近期政策、供给、资金波动成为影响行情的主线，超储率低+缺存款+利率债放量发行下情绪较弱放大利空。长端收益率上行超出边际后，对债市整体不再悲观，交易盘博反弹力量也有所增强，但银行去存款下同业存单利率持续上行也制约长端收益率下行空间，利率债供给放量和资管新规过渡期整改压力下，债市需求弱化，9月仍然是利率债供给大月，在供给矛盾没有解决前债市仍然缺乏做多力量。



## 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！