



2021年6月26日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



资金面预期修复提振债市情绪

内容提要

资金面预期修复提振债市情绪，央媒喊话不宜无根据猜测流动性的意图，叠加央行公开市场加量操作，打消了市场对于货币政策的担忧。但随着长端收益率再次下行接近前期低点后，利率下行阻力再次加大，债市开始陷入窄幅震荡，收益率曲线小幅走陡。

央行时隔四月打破逆回购佛系操作模式，资金面先紧后松。银行间流动性周初受缴税走款影响收敛，而后缴税扰动渐消、央行逆回购加量操作下，资金面转松，周五隔夜回购利率降至1.5%附近，不过跨半年末资金需求仍在高峰期，可跨月的七天期回购利率偏高。

近期关于流动性松紧讨论渐热，央行主管媒体也释放缓和之意，缓解市场关于货币政策转向的担忧，央行意外公开市场加量操作助力跨半年末资金面也稳定市场流动性预期。但当前流动性的微观结构和前几个月仍有变化，地方债发行节奏提速叠加跨半年需求的升温，资金需求攀升下流动性自发收敛，资金面波动放大，流动性从被动宽松到央行主动补缺下，边际资金成本的抬升下回购利率中枢将小幅上行。

策略建议

和上半年对经济向好、通胀上行的利空预期过于一致相似，当前市场对于下半年经济动能逐步放缓、通胀逐步缓解的利多预期也相对一致，而对于利率上行风险的预期不足。货币政策仍缺乏空间下长端利率3.0%仍是偏下限的水平，对应MLF政策利率底线，长端利率再次下行接近下限水平下，对债市保持谨慎。下半年财政后置+美联储QE退出的风险下，利率仍存上行压力，货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱3.0-3.35%的震荡区间。下半年在资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，可适当把握收益率曲线做平机会。

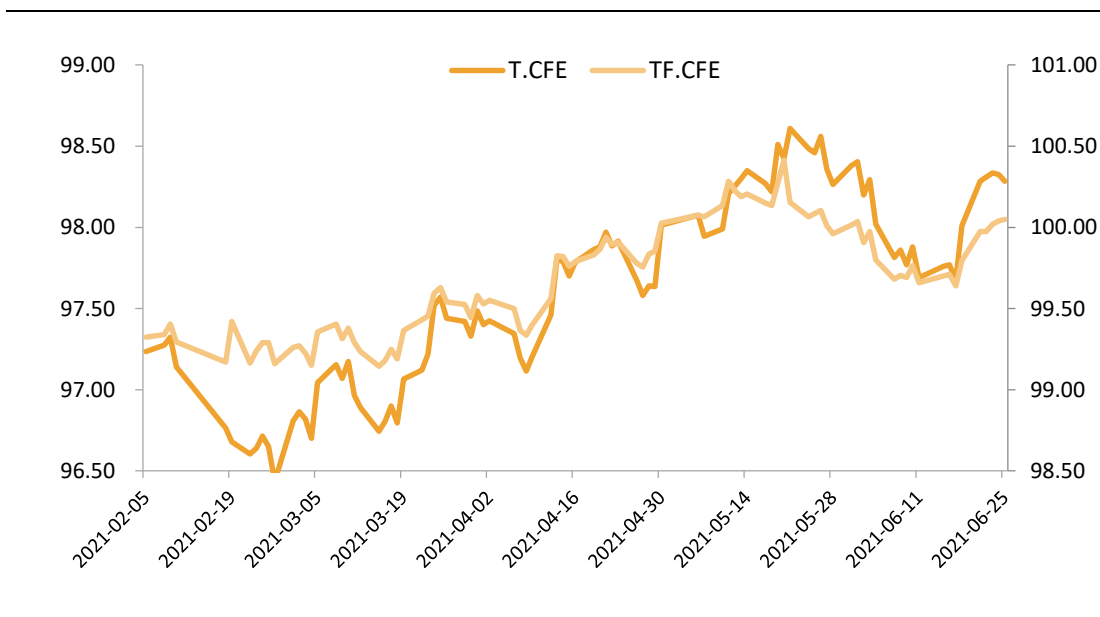
风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

一、行情回顾

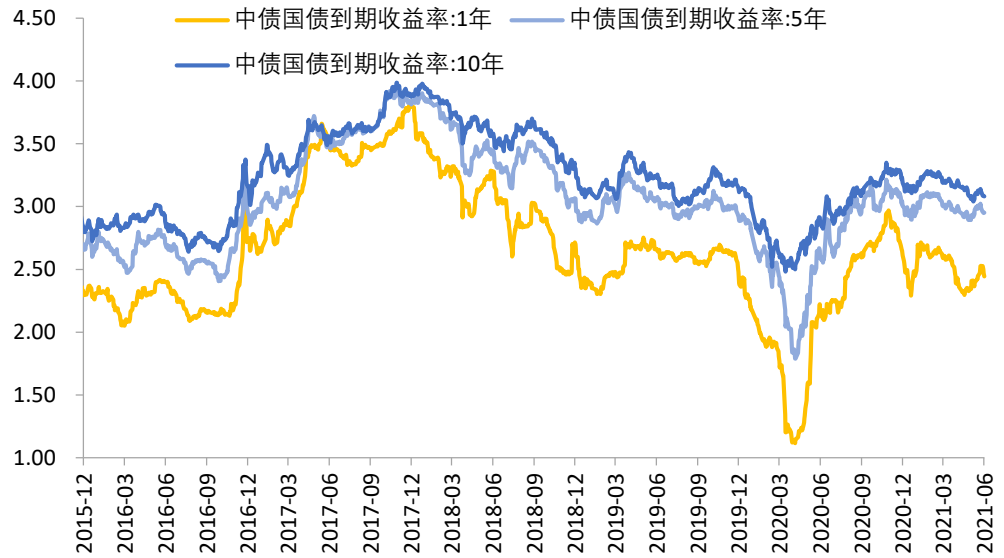
资金面预期修复提振债市情绪，长端收益率下行阻力再次加大。央媒喊话不宜无根据猜测流动性的意图，叠加央行公开市场加量操作，打消了市场对于货币政策的担忧，资金面预期修复下债市情绪受到提振，周初债市一度快速上涨，长端收益率回落。但随着长端收益率再次下行接近前期低点后，利率下行阻力再次加大，债市开始陷入窄幅震荡，周五尽管资金面显著转松，但市场依然延续谨慎氛围。10年期国债收益率周内下行 3.75bp 报 3.0827%，十年期国债期货周内收涨 0.30%，缴税期影响消散下资金面转松，短端收益率下行快于长端，1年期国债收益率下行 8.37bp，中端 5年期国债收益率下行 3.6bp，收益率曲线小幅走陡。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



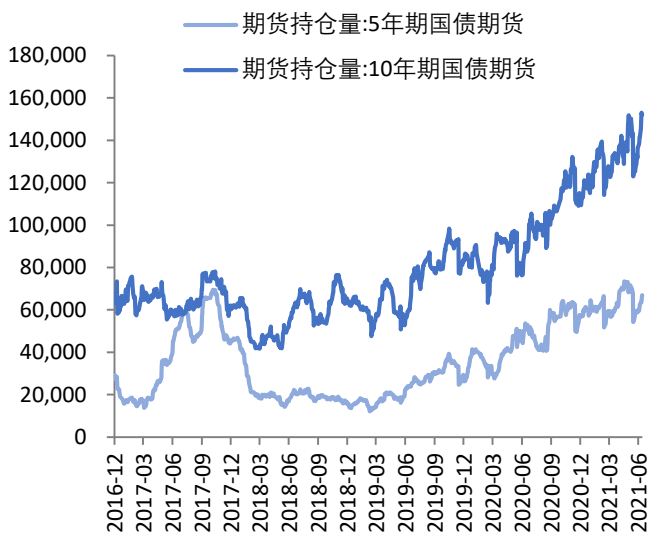
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率 (%)



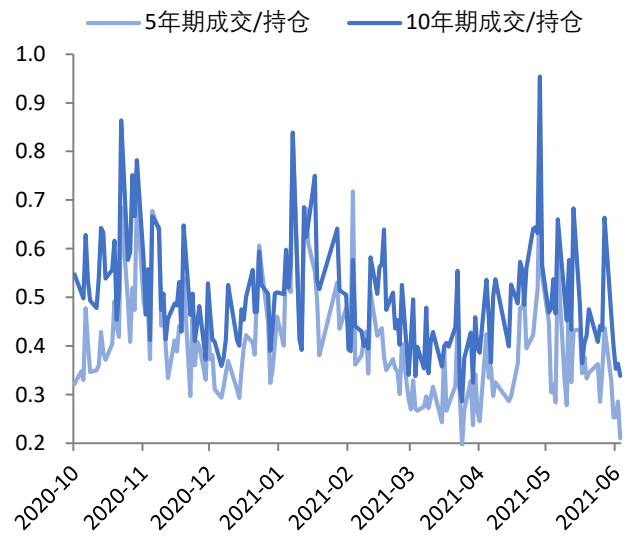
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量 (手)



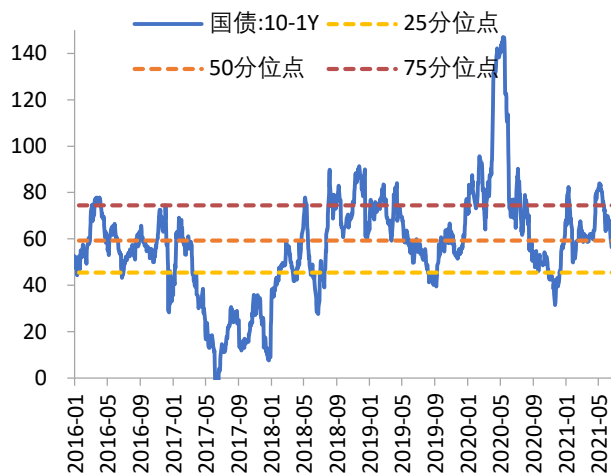
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



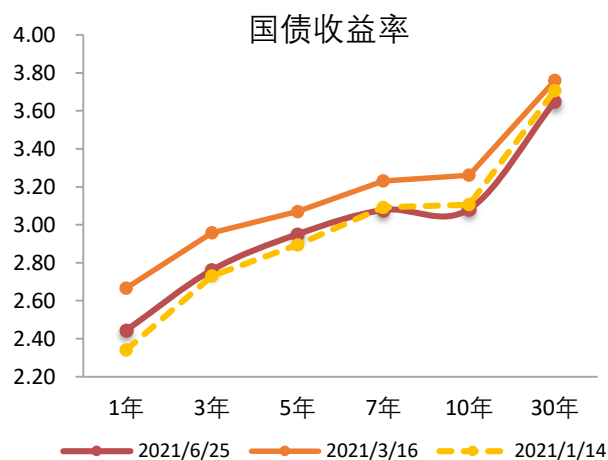
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：国债收益率曲线 (%)



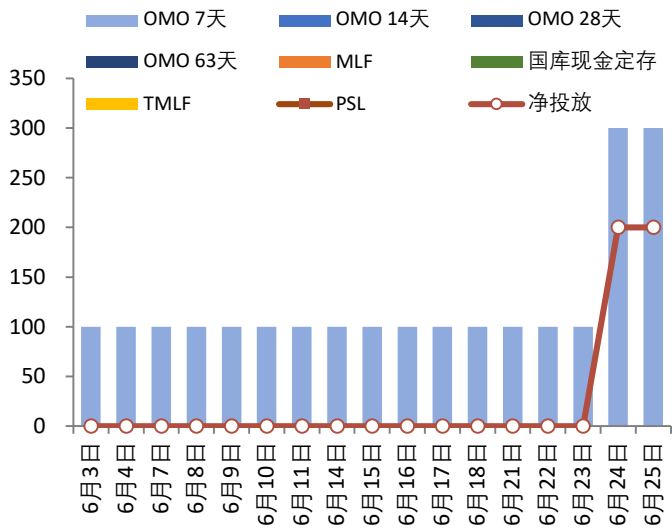
资料来源：Wind，优财研究院

二、资金面与货币政策

央行时隔四月打破逆回购佛系操作模式，资金面先紧后松。银行间流动性周初受缴税走款影响收敛，而后缴税扰动渐消、央行逆回购加量操作下，资金面转松，周五隔夜回购利率降至 1.5% 附近，不过跨半年末资金需求仍在高峰期，可跨月的七天期回购利率偏高。为维护半年末流动性平稳，央行本周打破此前持续近四个月的 100 亿佛系操作，周四周五分别投放 300 亿元逆回购，本周共进行了 900 亿元逆回购操作，累计有 400 亿元逆回购到期，因此本周净投放 500 亿元。本周主要银行一年期同业存单报价利率一度升破 2.95%，为一个半月以来首次回到同期 MLF 利率位置，资金中枢抬升仍需关注。

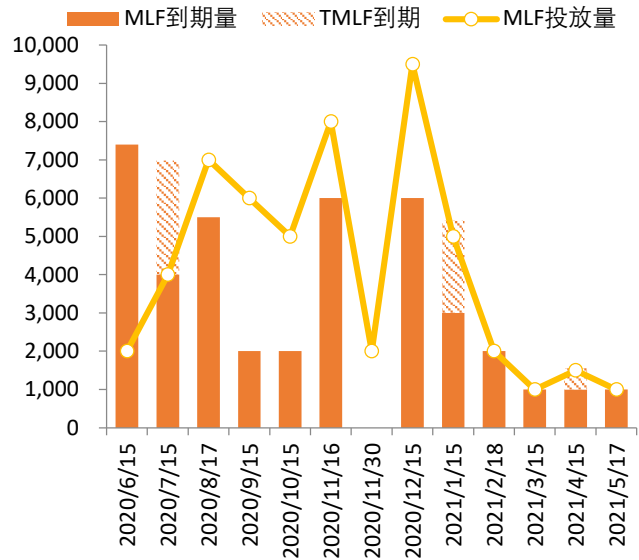
近期关于流动性松紧讨论渐热，央行主管媒体也释放缓和之意，缓解市场关于货币政策转向的担忧。央行主管媒体金融时报刊发评论文章《没有根据的所谓流动性预测可以休矣》称，在货币政策“稳字当头”政策取向下，央行保持流动性合理充裕不是一句空话。市场主体无需对流动性产生不必要担忧，更不宜以没有根据的猜测去预测流动性“收紧”和“波动”以及央行政策取向，误导市场预期，人为制造波动。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



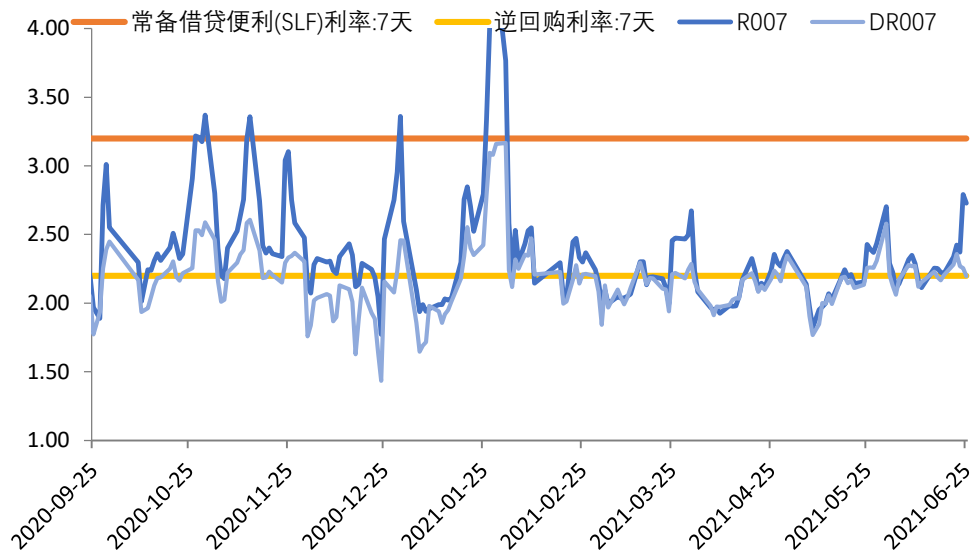
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



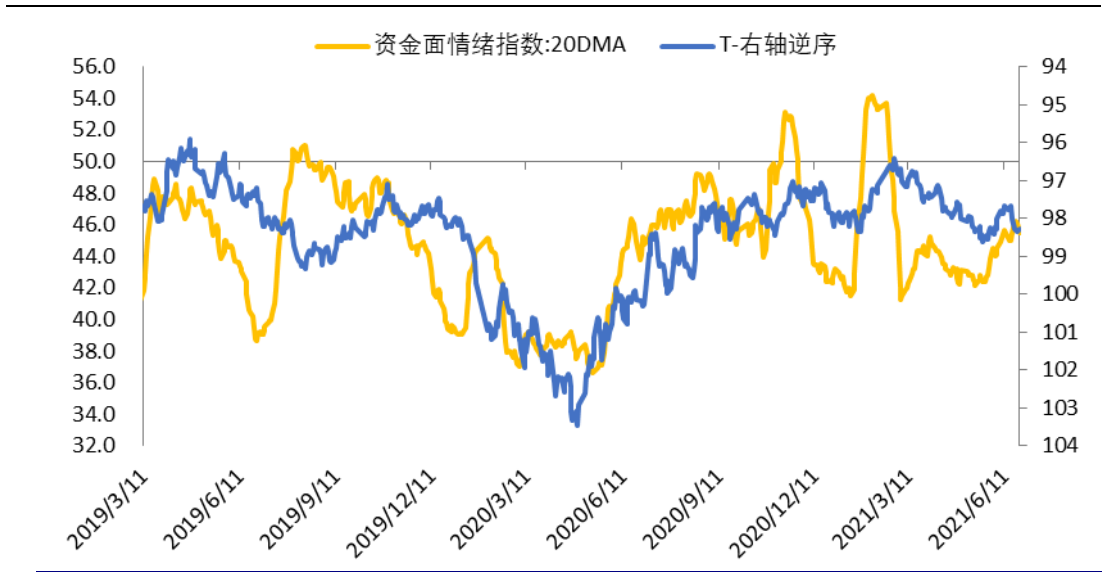
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊（%）



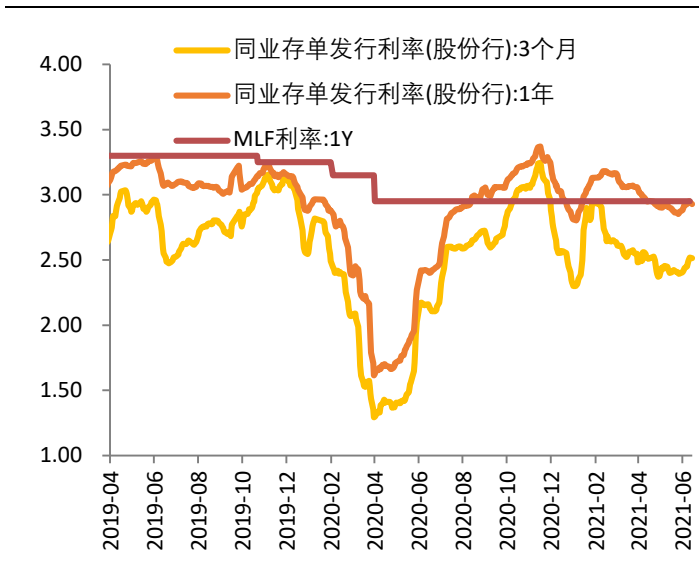
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 利率走廊 (%)



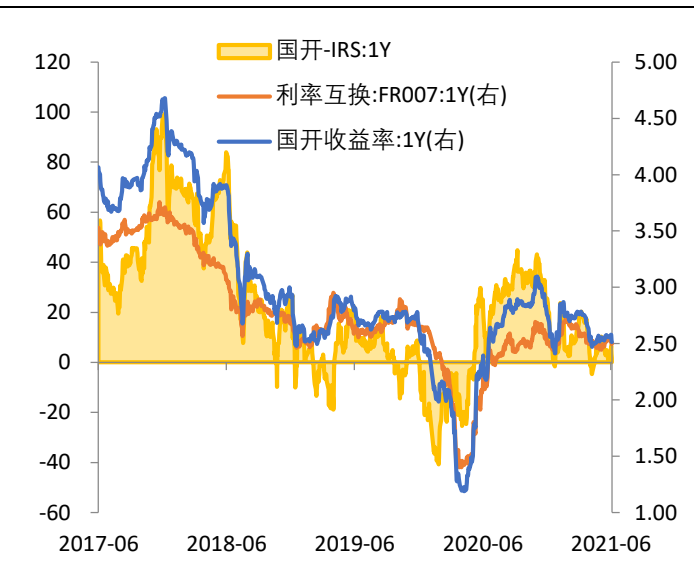
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 国开收益率与利率互换 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

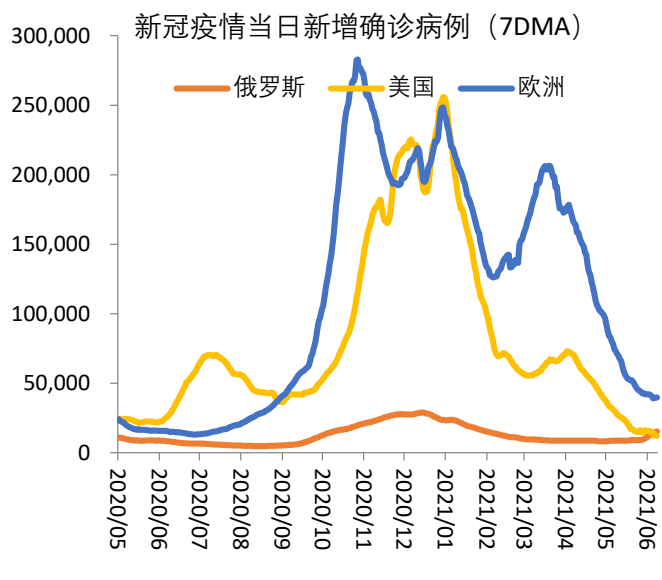
三、经济基本面

生产端，近期电厂日耗中高位运行，南方电网区域全社会用电量增速已超过疫情前水；而全国高炉开工率连续四周下降，唐山钢厂产能利用率维持低位，轮胎开工率低位续降。

需求端，地产销售出现调整，30城商品房销售环比转负，尤其6月下旬以来，30城商品房销售略弱于前两年同期水平，同比走弱并转负，但一线城市地产销售仍然较强。工业品价格分化加大，玻璃、焦煤、焦炭价格环比仍在小幅上涨，而钢材水泥价格环比下跌，淡季到来下钢材进入累库周期，价格普跌，水泥需求淡季下价格也延续走弱。

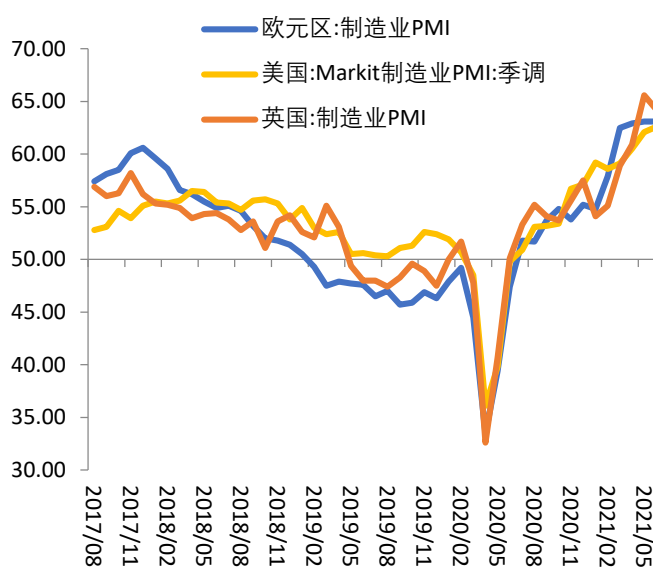
海外方面外需持续强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数持续攀升，海外经济修复节奏拉动外需对国内出口支撑仍然较强。

图 13：海外新增确诊病例（例）



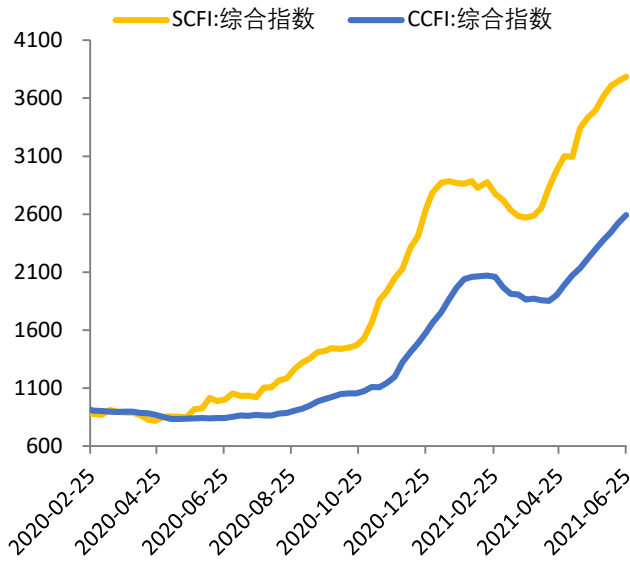
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：欧美 PMI 继续回升



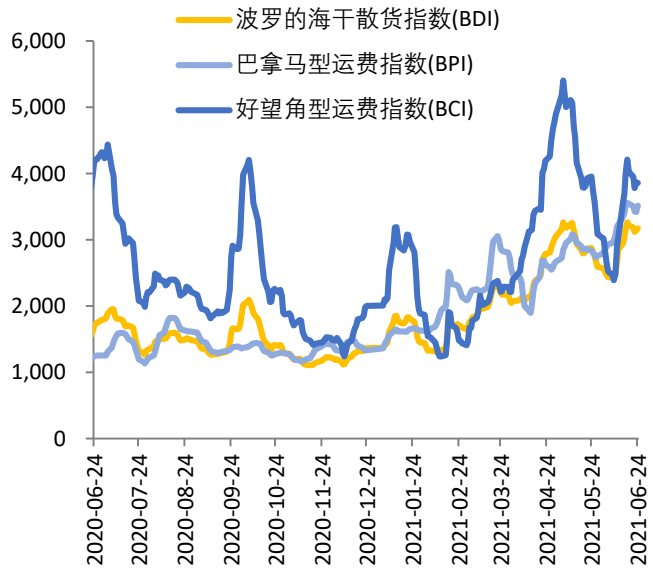
资料来源：Wind，优财研究院

图 15: 出口集装箱运价指数



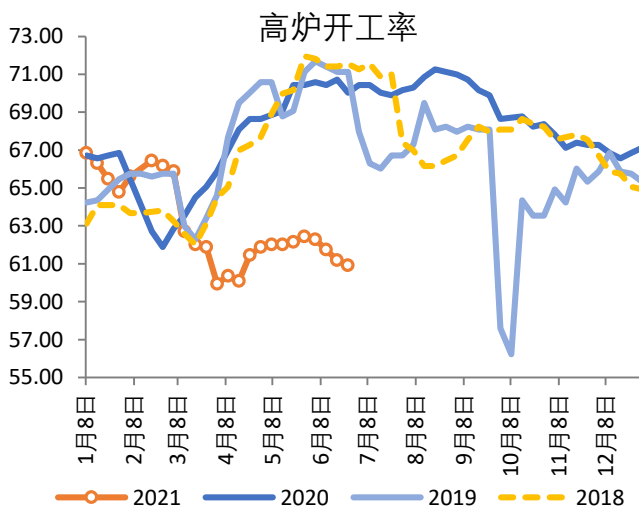
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 航运指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)

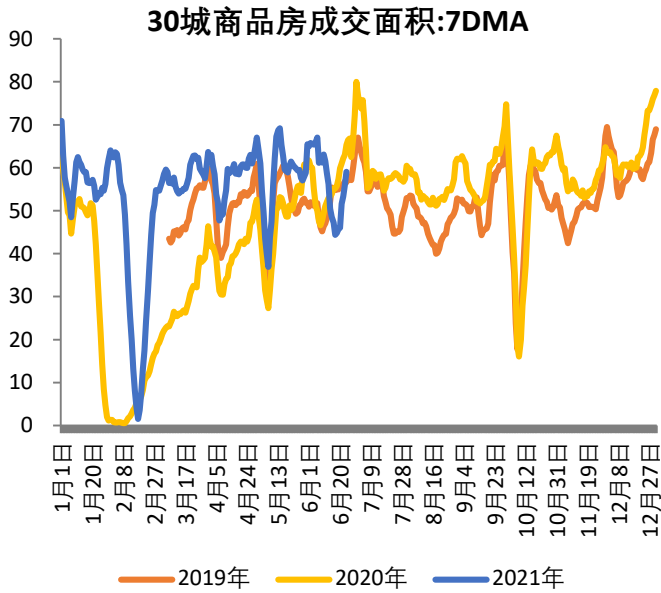


图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)

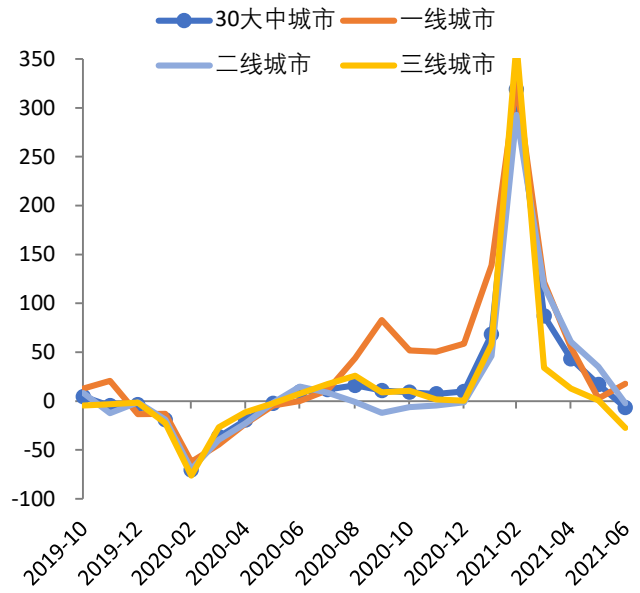


图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)

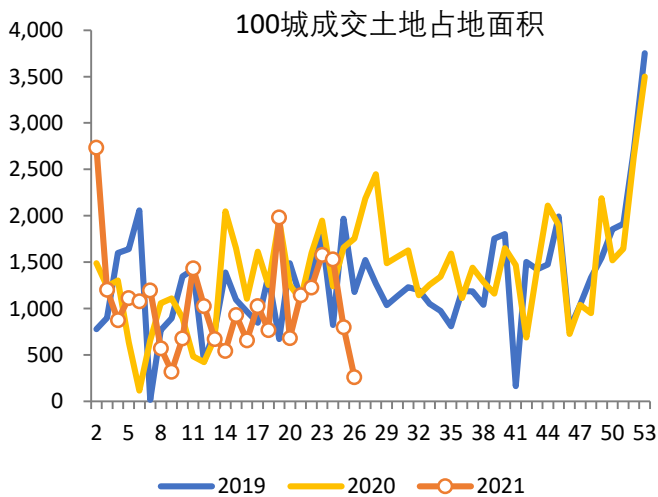
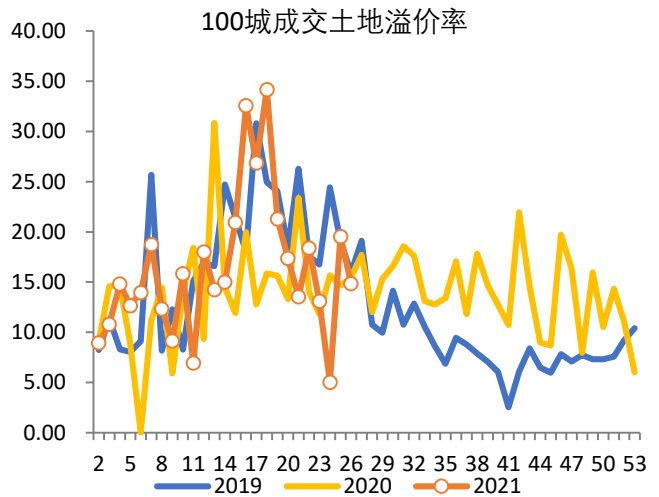


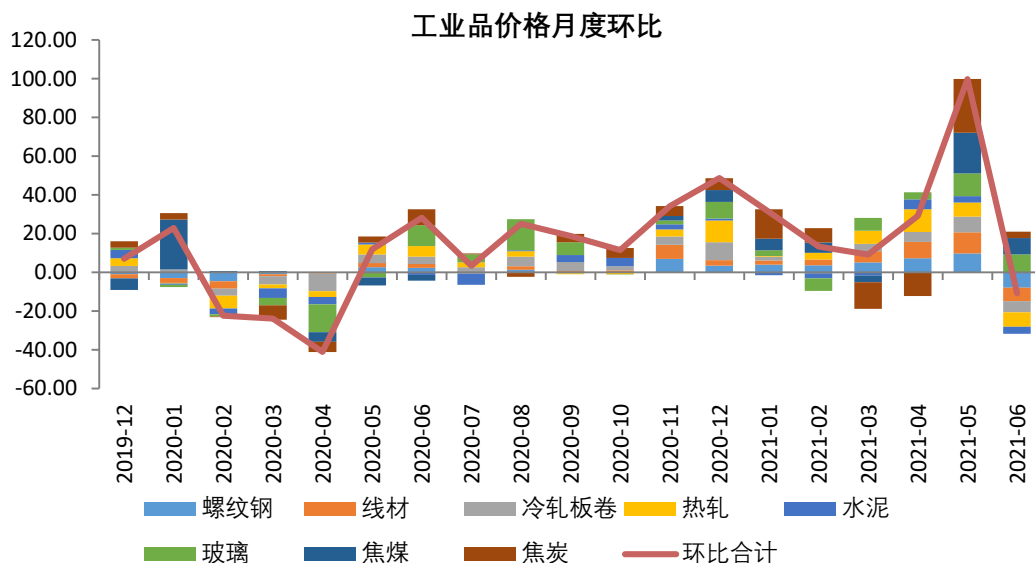
图 22: 百城土地成交溢价率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 23：工业品价格月度环比



资料来源：Wind，优财研究院

四、债市观点

近期关于流动性松紧讨论渐热，央行主管媒体也释放缓和之意，缓解市场关于货币政策转向的担忧，央行意外公开市场加量操作助力跨半年末资金面也稳定市场流动性预期。但当前流动性的微观结构和前几个月仍有变化，地方债发行节奏提速叠加跨半年需求的升温，资金需求攀升下流动性自发收敛，资金面波动放大，流动性从被动宽松到央行主动补缺下，边际资金成本的抬升下回购利率中枢将小幅上行。

和上半年对经济向好、通胀上行的利空预期过于一致相似，当前市场对于下半年经济动能逐步放缓、通胀逐步缓解的利多预期也相对一致，而对于利率上行风险的预期不足。货币政策仍缺乏空间下长端利率 3.0% 仍是偏下限的水平，对应 MLF 政策利率底线，长端利率再次下行接近下限水平下，对债市保持谨慎。下半年财政后置+美联储 QE 退出的风险下，利率仍存上行压力，货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱 3.0-3.35% 的震荡区间。下半年在资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，可适当把握收益率曲线做平机会。

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

1. 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。

2. 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。

3. 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”。