

2021年7月3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

跨半年资金面波动加剧，债市仍难摆脱震荡格局

内容提要

债市周内呈现震荡格局，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。周初债市延续上周的谨慎观望情绪，债市窄幅震荡，半年末最后一天在资金面即将转宽的乐观预期下，债市情绪整体向好并支撑短券买盘旺盛。但跨月后，央行回归百亿逆回购投放压制债市情绪，尽管资金面明显转松，但债市仍保持偏窄幅震荡的格局。

跨半年时点银行间资金市场波动剧烈，资金面先紧后松，周初流动性持续收敛，隔夜回购一度冲高至 15%，而随着跨季结束后资金面回复宽松，主要回购加权利率延续下行，七天期利率则跌破 2%。本周初央行延续 300 亿的逆回购投放，并未进一步增加资金投放，而跨半年完成后央行回归百亿逆回购操作，货币政策态度维持中性。

月初资金面重回宽松下央行公开市场回归中性操作并不意外，但相比 3 月季末，6 月跨月紧张程度明显加剧，资金面波动加大，流动性微观结构已出现变化。随着后续财政后置节奏下地方债发行的加快，叠加下半年信用收缩节奏放缓，上半年缺资产和狭义流动性被动宽松的局面将有所反转，流动性最宽松的格局不再，央行中性态度下大概率将逐渐引导资金利率向政策利率收敛。

策略建议

债市仍难摆脱震荡格局，三季度债市或面临一定挑战。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，但“货币稳+财政后置发力+信用收缩放缓”的政策组合下供求关系变化对债市逐渐不利，三季度基本面和通胀导致债市可能面临一定挑战，市场对于利率上行风险的预期不足。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，3.0% 仍是 10 年期国债收益率的合理下限，对应 MLF 政策利率底线，在上下限的安全边际下把握利率波动机会，下半年收益率曲线平坦概率较高。

风险提示

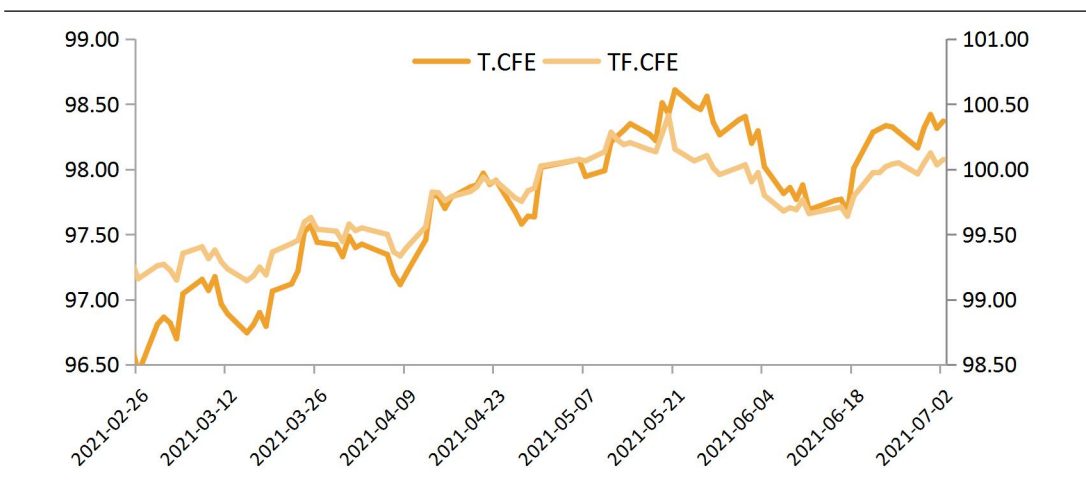
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期



一、行情回顾

债市周内呈现震荡格局，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。周初债市延续上周的谨慎观望情绪，债市窄幅震荡，半年末最后一天在资金面即将转宽的乐观预期下，债市情绪整体向好并支撑短券买盘旺盛。但跨月后，央行回归百亿逆回购投放压制债市情绪，尽管资金面明显转松，但债市仍保持偏窄幅震荡的格局。周内十年期国债期货周内小幅收涨 0.07%，10 年期国债收益率基本平稳，微幅下行 0.24bp 报 3.0803%，资金面转宽乐观预期下支撑短券买盘，短端收益率下行 4.4bp，收益率曲线小幅走陡。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



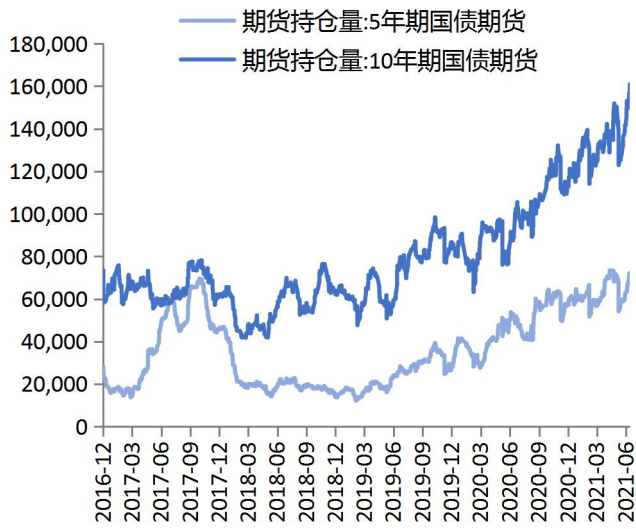
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



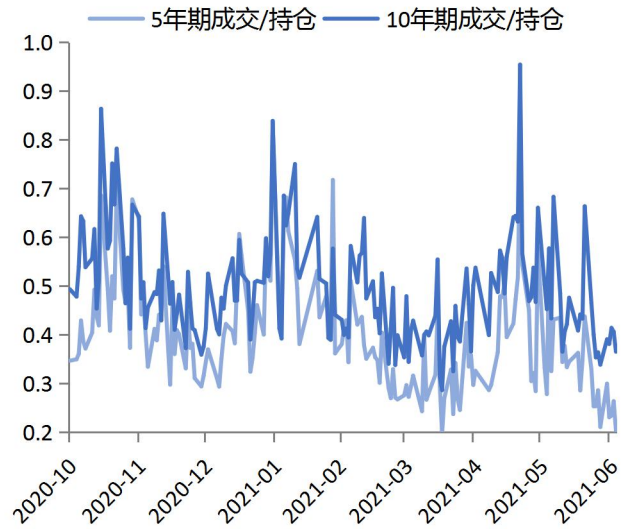
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



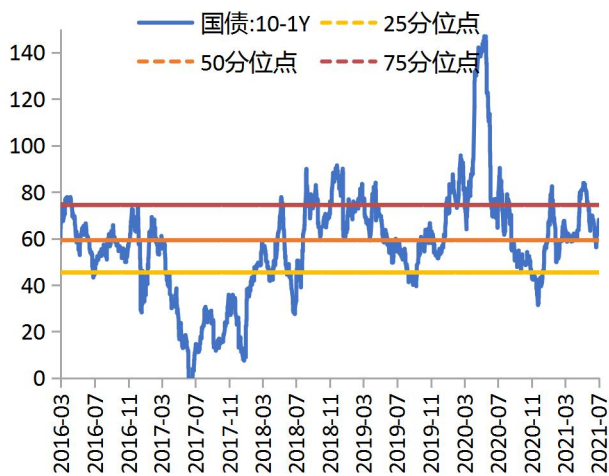
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



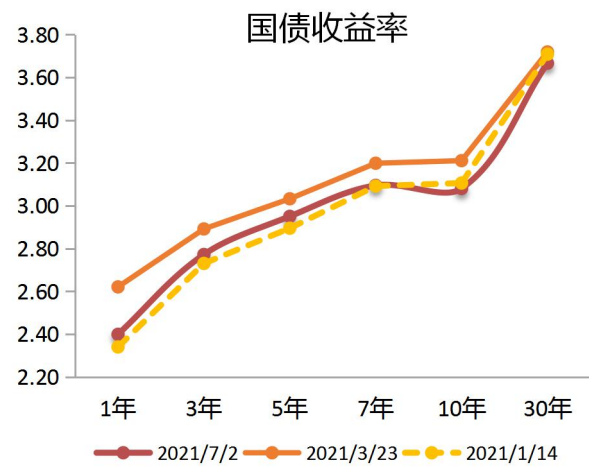
资料来源：Wind，优财研究院

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

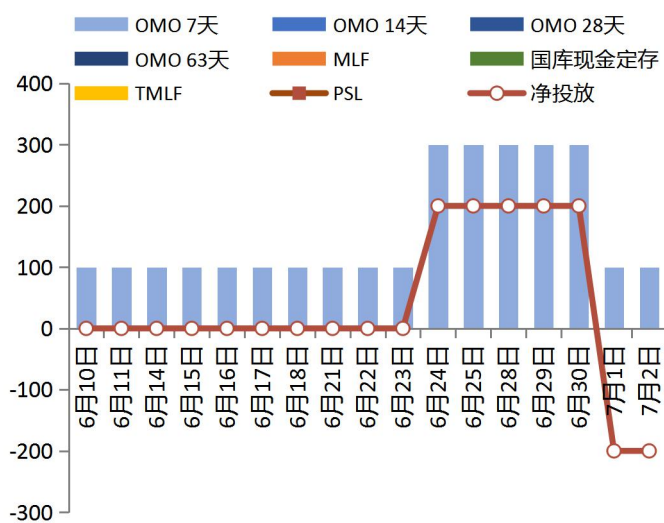
跨半年时点银行间资金市场波动剧烈，资金面先紧后松。本周正值跨半年末时点，周初流动性持续收敛，隔夜回购一度冲高至 15%，7 天期利率也大幅上升，跨季资金面收敛明显较 3 月末加剧。而随着跨季结束后资金面回复宽松，主要回购加权利率延续下行，隔夜利率下行回到 1.6% 左右，而七天期利率则跌破 2% 报在 1.89% 附近。

跨半年完成后央行回归百亿逆回购操作，货币政策态度维持中性。从央行的操作来看，上周为维护跨半年资金面的平稳，央行打破百亿逆回购操作的常态，本周初央行延续 300 亿的逆回购投放，并未进一步增加资金投放，而随着跨半年完成后，央行再度回归百亿逆回购投放，央行操作态度仍然以中性为主。

6 月跨月紧张程度明显加剧，流动性微观结构已发生变化，央行中性态度下大概率将逐渐引导资金利率向政策利率收敛。月初资金面重回宽松下央行公开市场回归中性操作并不意外，但相比 3 月季末，6 月跨月紧张程度明显加剧，资金面波动加大，流动性微观结构已出现变化。随着后续财政后置节奏下地方债发行的加快，叠加下半年信用收缩节奏放缓，上半年缺资产和狭义流动性被动宽松的局面将有所反转，流动性最宽松的格局不再，央行中性态度下大概率将逐渐引导资金利率向政策利率收敛。

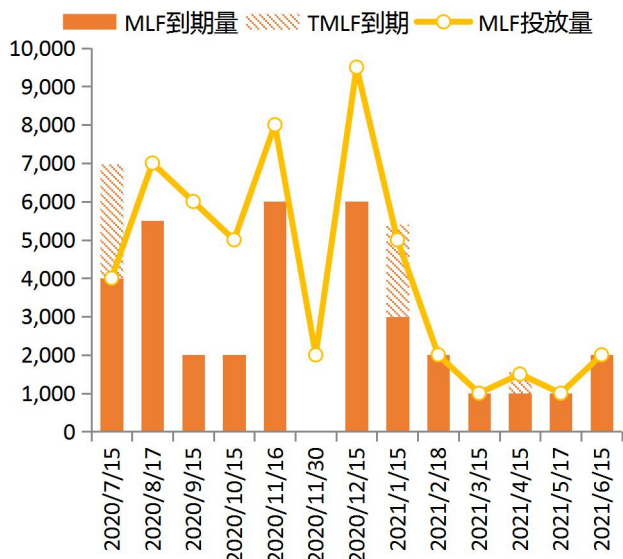
央行前日召开二季度货币政策例会，市场对此分歧较大，例会强调要加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，搞好跨周期政策设计。要维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性；优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。灵活精准实施货币政策，推动经济在恢复中达到更高水平均衡。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



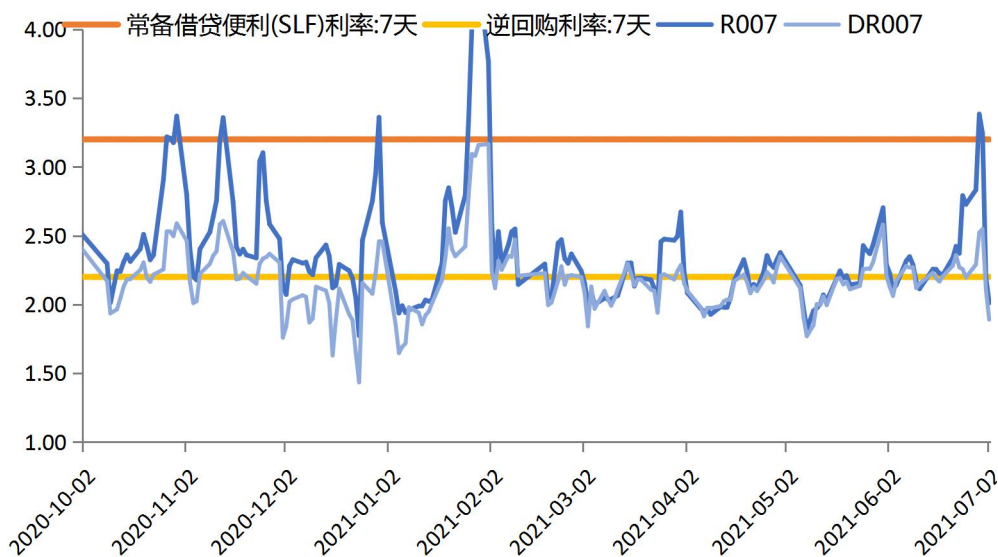
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



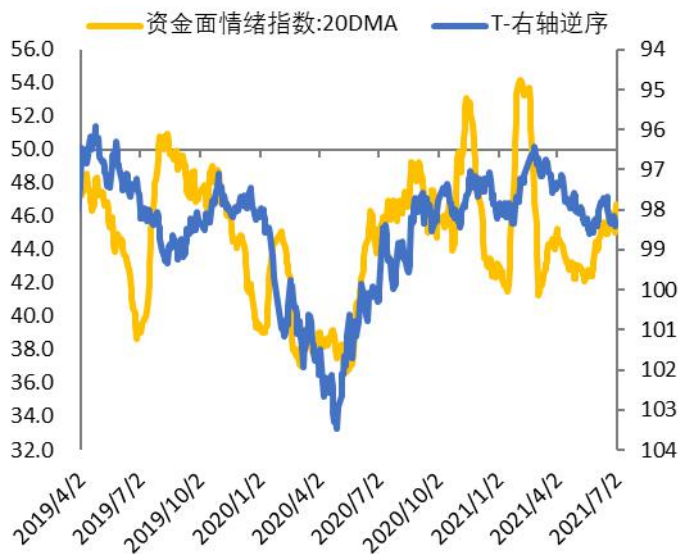
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊（%）



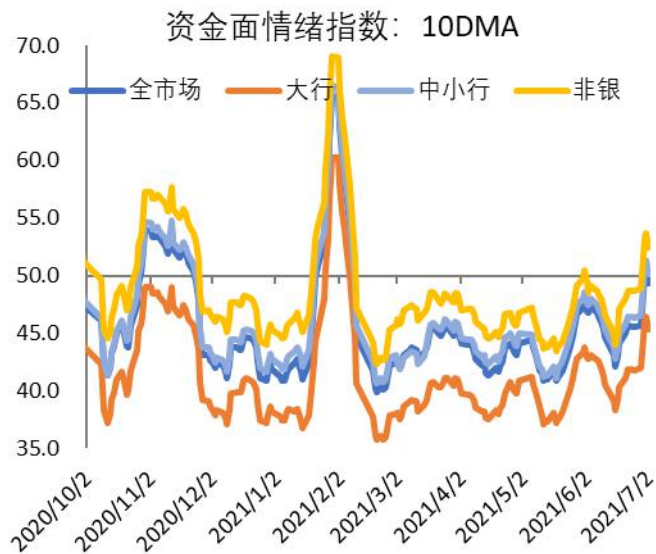
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



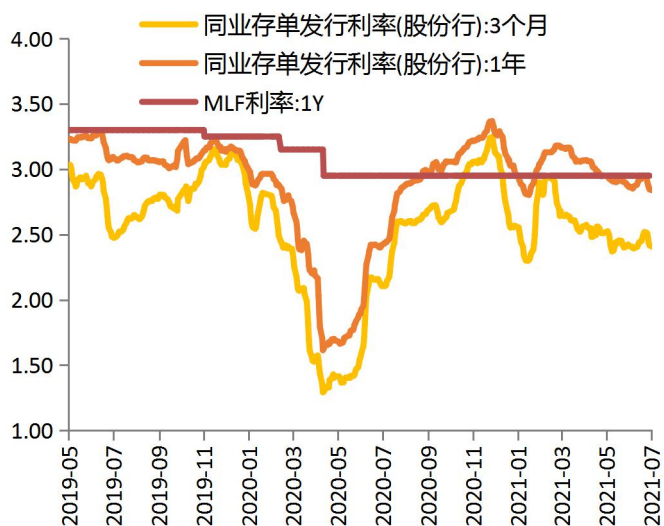
资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 资金面情绪指数



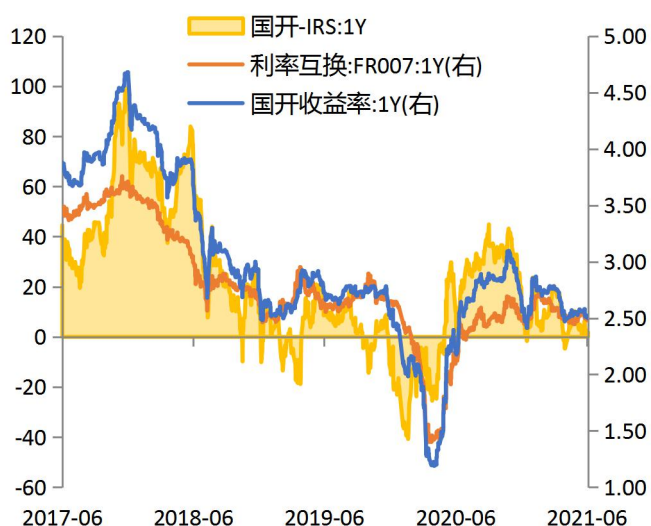
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 国开收益率与利率互换 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

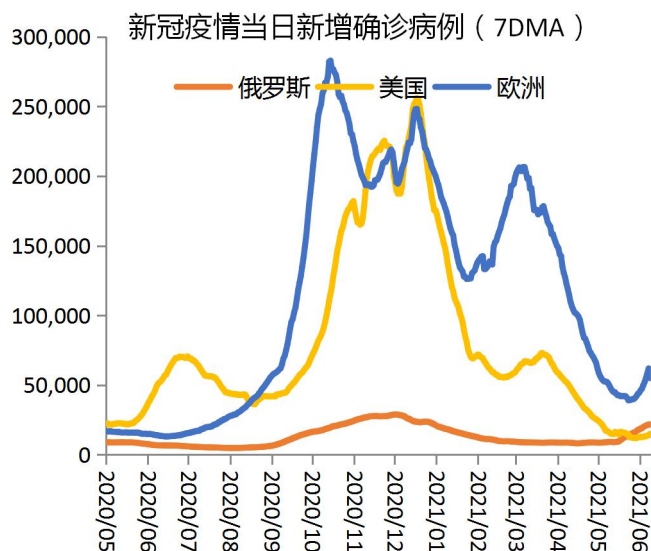
三、经济基本面

生产端，近期发电耗煤继续震荡，预计7月后将快速拉升；而全国高炉开工率连续四周下降，唐山钢厂高炉开工率和产能利用率均小幅回升，轮胎开工率低位波动。

需求端，71 临近地产销售出现调整，30 城商品房销售不及去年同期，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，或一定程度受到百年大庆临近、部分新盘避开特殊时段开盘的影响，但一线城市地产销售仍然较强，各线城市分化仍然明显。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，钢材水泥价格6月环比下跌，本周钢材价格涨跌互现，传统淡季的累库周期下库存继续上升，水泥价格持续走弱。

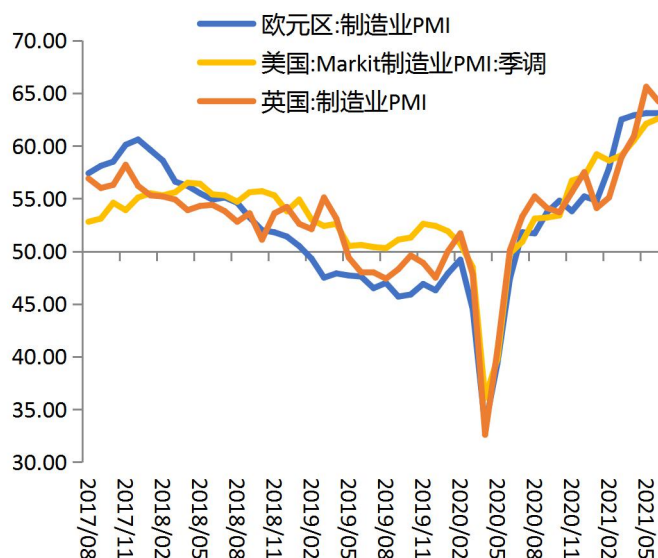
海外方面外需持续强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数持续攀升，海外经济修复节奏拉动外需对国内出口支撑仍然较强。

图 13: 海外新增确诊病例 (例)



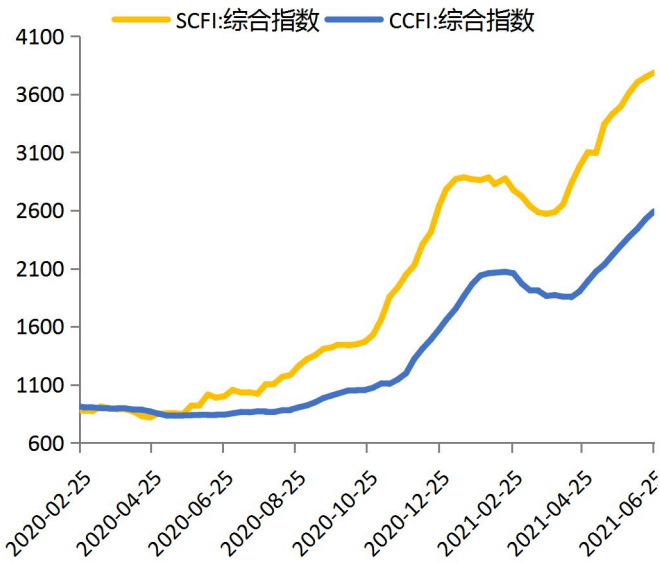
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 欧美 PMI 继续回升



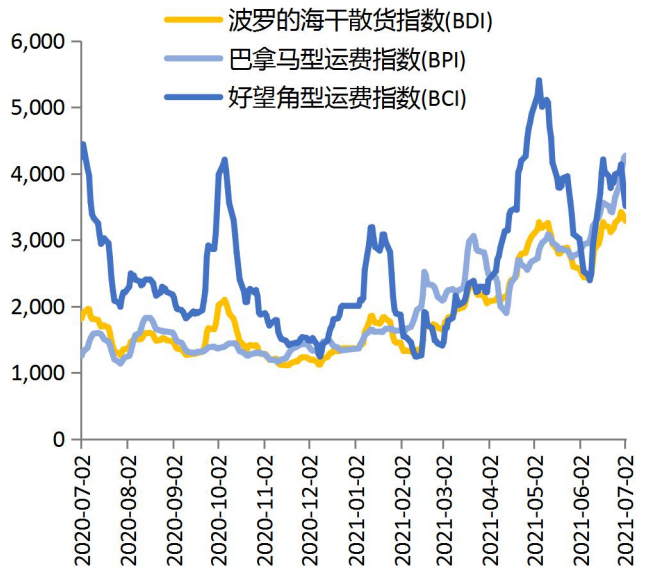
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 出口集装箱运价指数



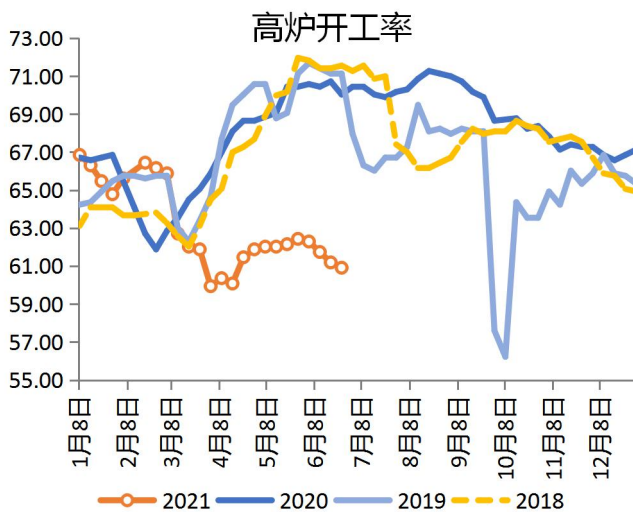
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 航运指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 高炉开工率 (%)



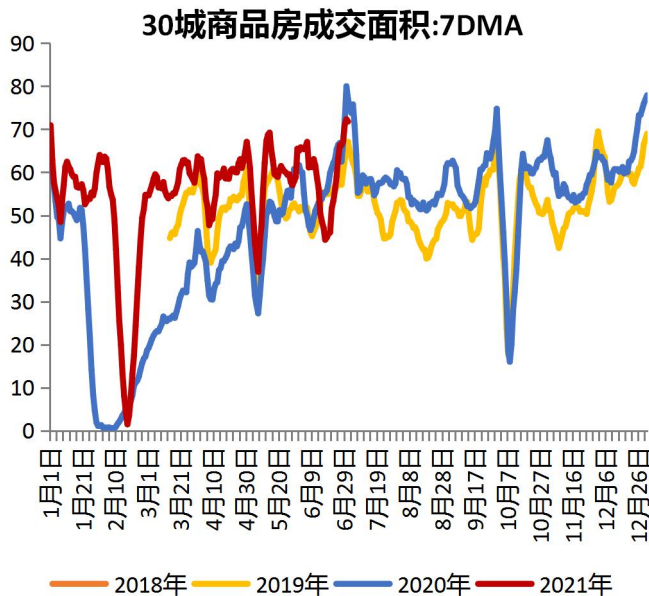
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



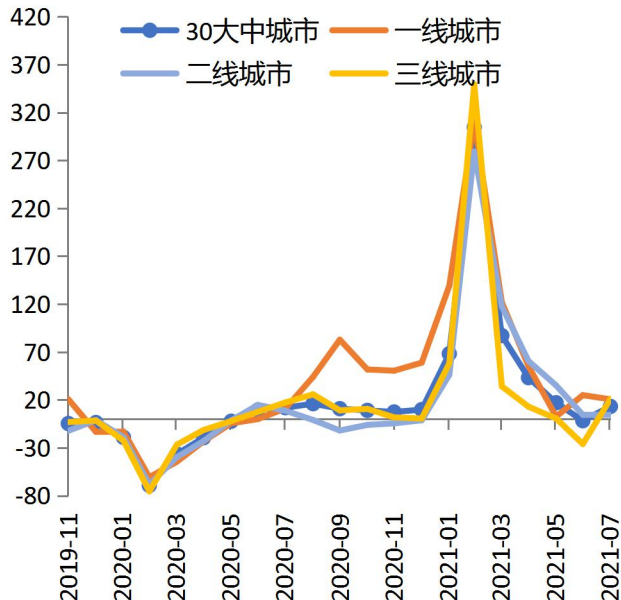
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



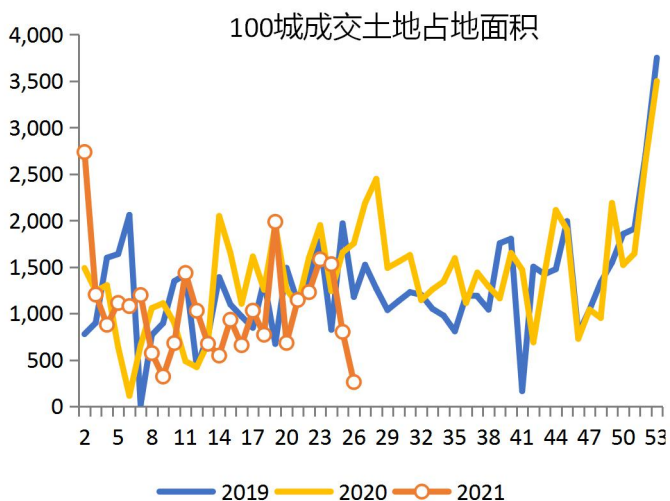
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)



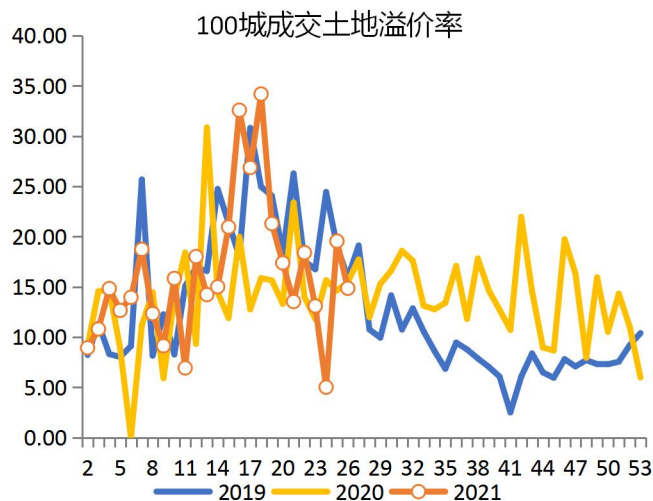
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)



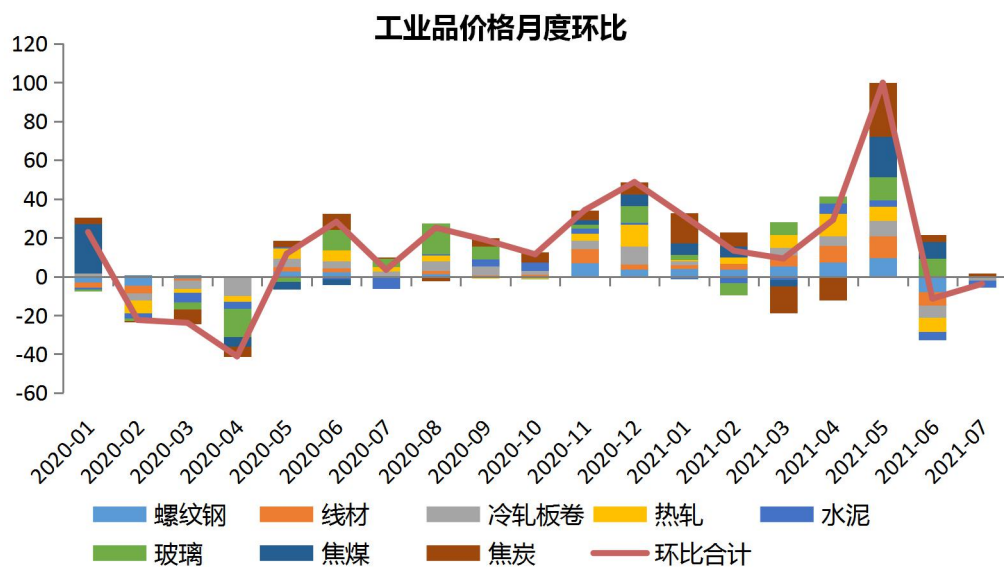
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 百城土地成交溢价率 (%)



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

债市仍难摆脱震荡格局，三季度债市或面临一定挑战。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，但“货币稳+财政后置发力+信用收缩放缓”的政策组合下供求关系变化对债市逐渐不利，三季度基本面和通胀导致债市可能面临一定挑战，市场对于利率上行风险的预期不足。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，3.0%仍是 10 年期国债收益率的合理下限，对应 MLF 政策利率底线，在上下限的安全边际下把握利率波动机会，下半年收益率曲线平坦概率较高。

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”。