



2021年6月5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

长端收益率进一步下行受阻，债市震荡调整

内容提要

跨月后资金面重新转松，银行间资金供给稳定，但在长端收益率回到2019年震荡底部后，收益率进一步下行受阻，债市情绪转为谨慎，本周债市以震荡调整为主。10年期国债收益率周内小幅上行1bp，中端收益率调整幅度较大，收益率曲线继续小幅趋平。

税期本周资金面先紧后松，周初正值跨月时点，资金面一度快速收敛，而后跨月后银行间资金供给充裕，资金面逐渐转松，DR007回落至2.2%下方。对比前几个月跨月来看，随着超储率水平的持续走低，资金面波动开始有所加大，流动性微观结构已经出现一定变化。

6月上旬资金面料维持稳中偏松局面，而后随着缴税、跨半年需求升温，叠加地方债发行节奏有望加快，资金需求攀升流动性或将有所收敛，届时资金面从被动宽松向主动补缺转换，在当前市场利率低于政策利率的背景下，央行主动投放将抬升边际资金成本，回购利率中枢预计小幅上行。

策略建议

近三个月来资金面的持续超预期宽松以及机构的欠配压力释放持续支撑债市走强，并呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。当前债市的主要驱动力仍在于资金面，资金面超预期宽松及机构欠配压力对债市形成支撑，但长端收益率在回到2019年震荡底部后，收益率进一步下行逐渐受阻。货币政策仍缺乏空间下长端利率3.0%仍对应MLF利率底线，同时通胀压力仍在，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。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、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

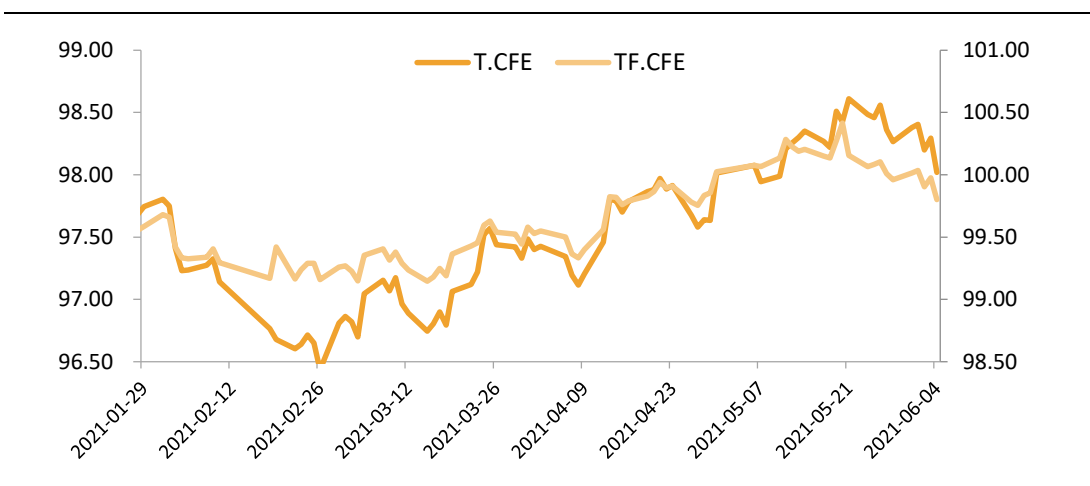
全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期



一、行情回顾

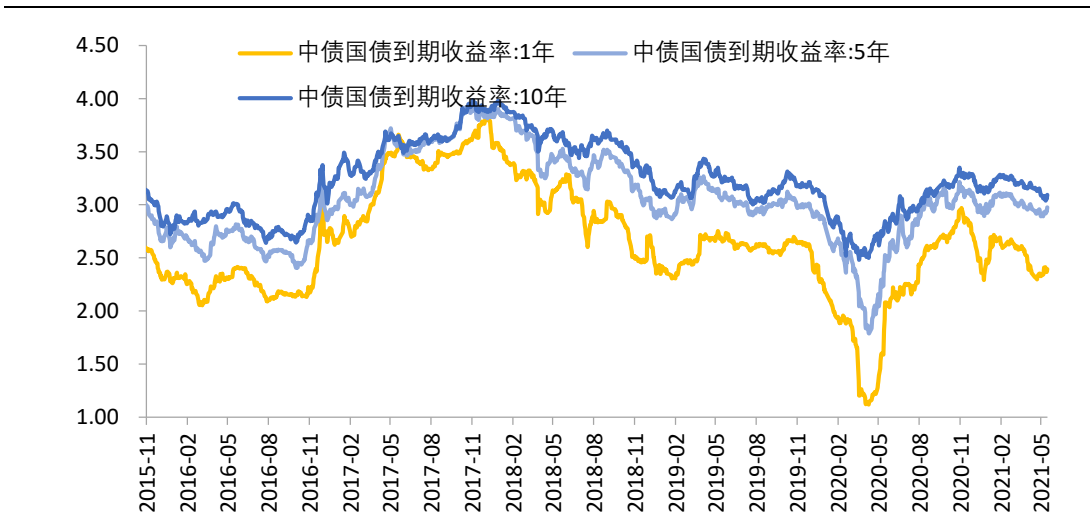
长端收益率进一步下行受阻，债市震荡调整。跨月后资金面重新转松，银行间资金供给稳定，但在长端收益率回到 2019 年震荡底部后，收益率进一步下行受阻，债市情绪转为谨慎，本周债市以震荡调整为主。10 年期国债收益率周内小幅上行 1bp 报 3.0925%，中端 5 年期国债调整幅度较大，收益率上行逾 4 个 bp，收益率曲线继续小幅趋平。

图 1：国债期货主力合约（右轴 TF）（元）



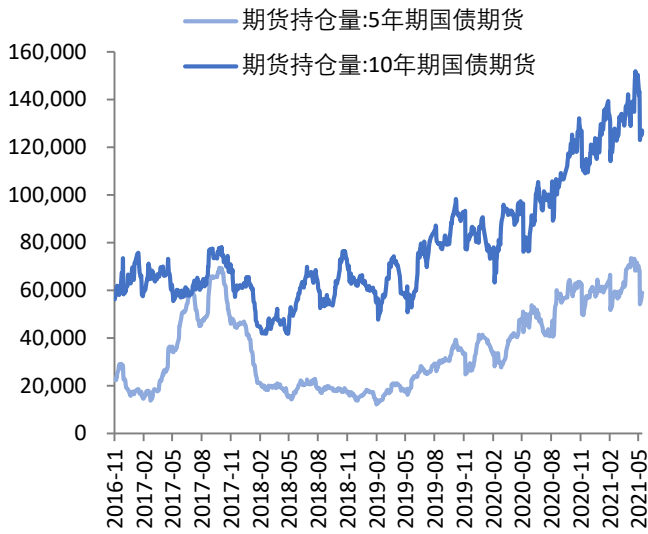
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：国债收益率（%）



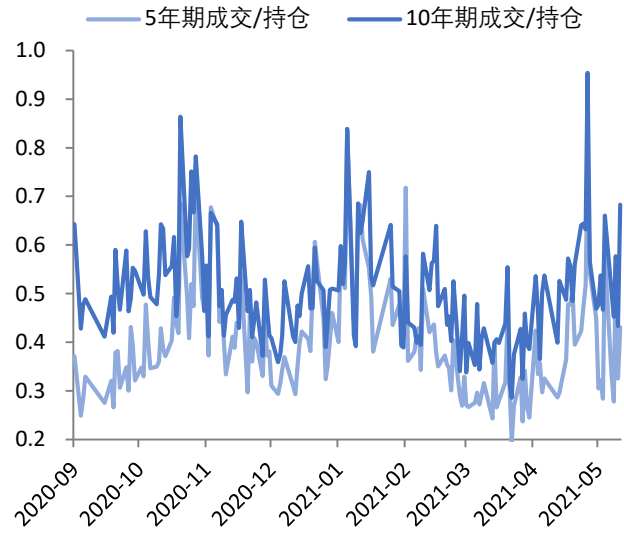
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：期货持仓量（手）



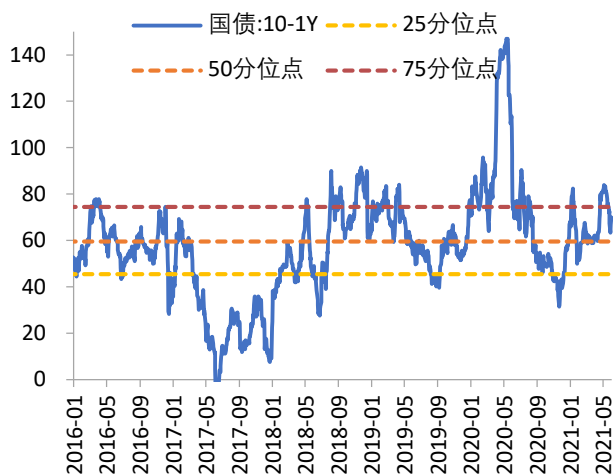
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：成交持仓比



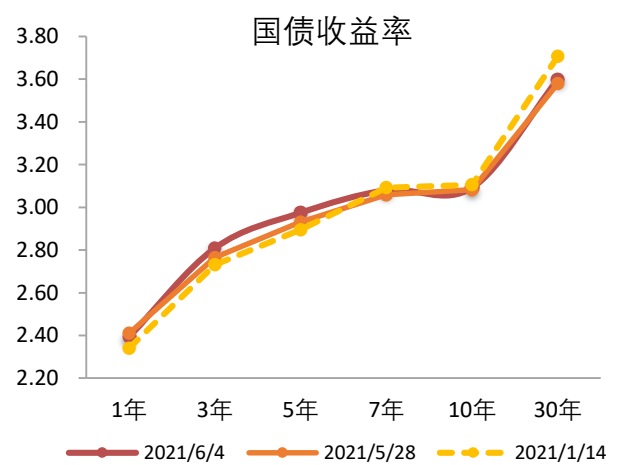
资料来源：Wind，优财研究院

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

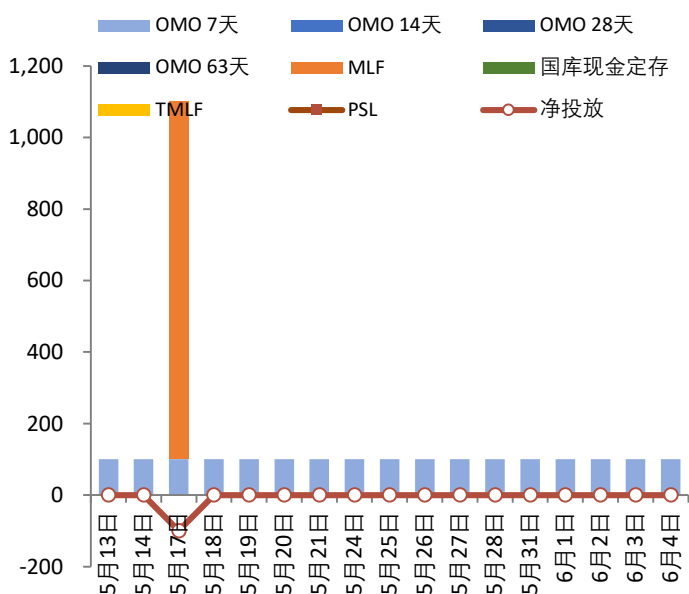
二、资金面与货币政策

本周资金面先紧后松。周初正值跨月时点，资金面一度快速收敛，DR007 上行接近 2.6%，为近 4 个月高点，隔夜利率也回到 2% 上方。而后跨月后银行间资金供给充裕，资金面逐渐转松，DR007 回落至 2.2% 下方。对比前几个月跨月来看，随着超储率水平的持续走低，资金面波动开始有所加大，流动性微观结构已经出现一定变化。

6 月上旬资金面料维持稳中偏松局面，而后随着缴税、跨半年需求升温，叠加地方债发行节奏有望加快，资金需求攀升流动性或将有所收敛，届时资金面从被动宽松向主动补缺转换，在当前市场利率低于政策利率的背景下，央行主动投放将抬升边际资金成本，回购利率中枢预计小幅上行。

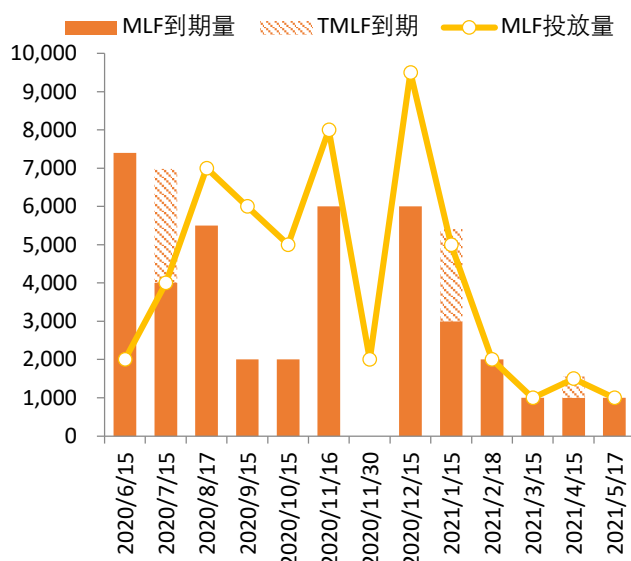
央行操作维持中性，央行同时投放 500 亿元逆回购，对冲 500 亿元逆回购到期，实现零净投放。

图 7：央行公开市场操作（亿元）



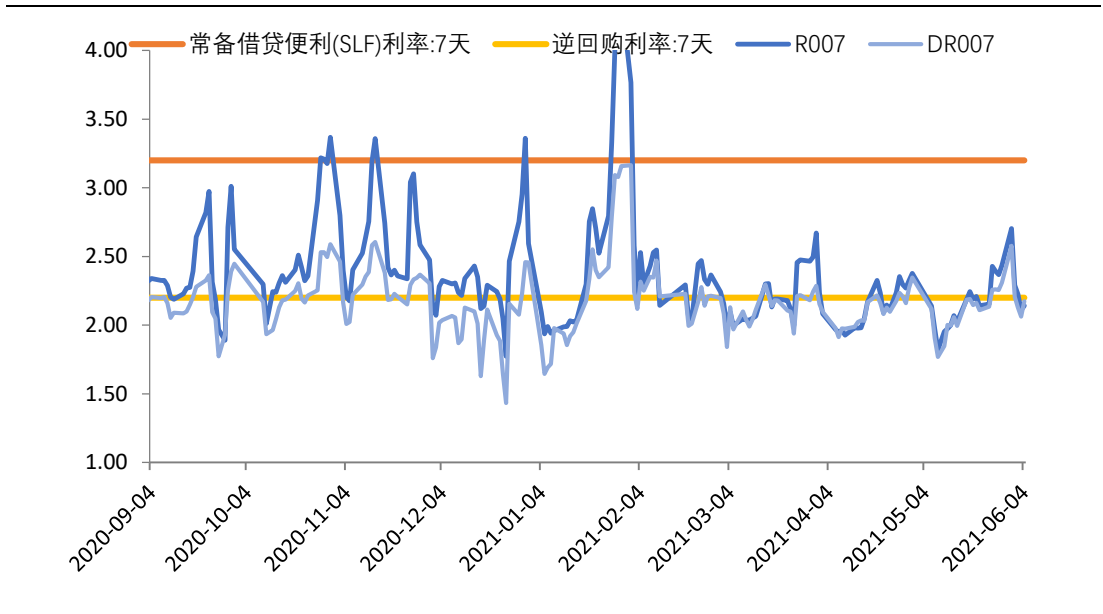
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：央行 MLF 操作（亿元）



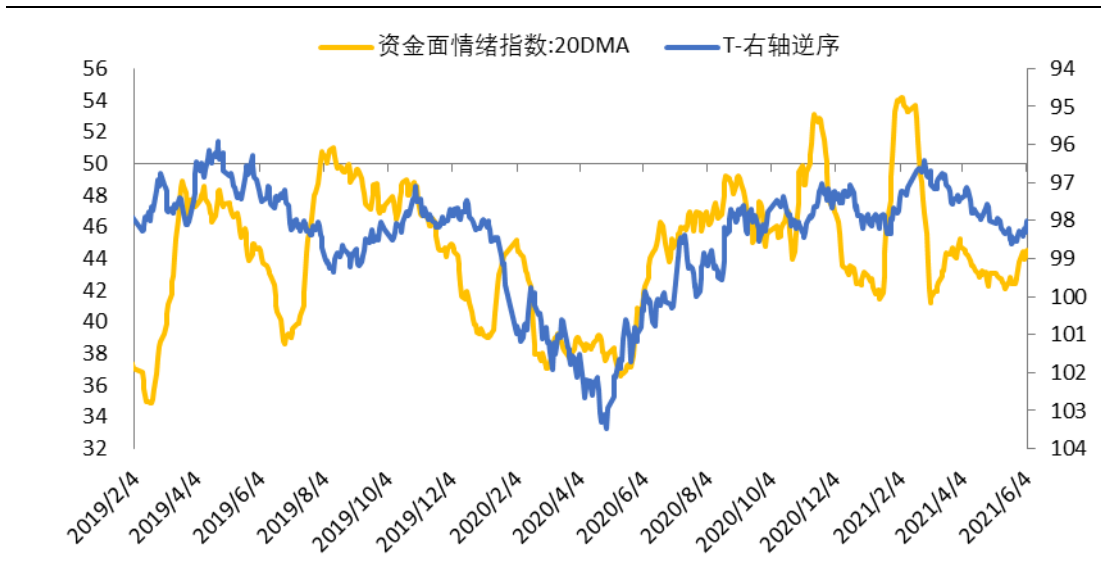
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：利率走廊 (%)



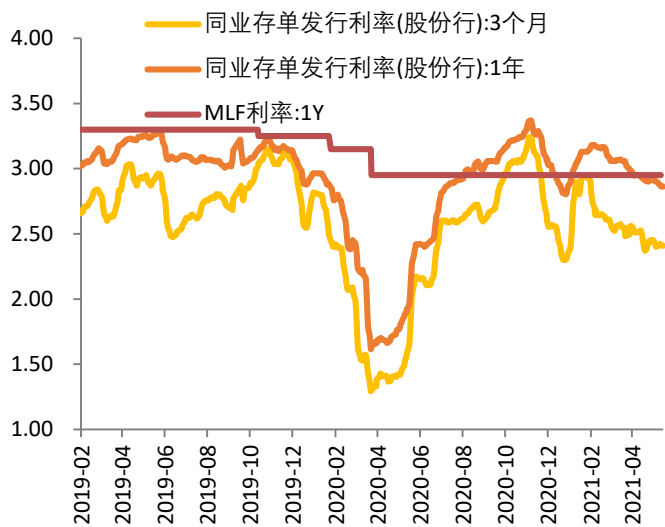
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：资金面情绪指数 VS 十年期国债主力合约



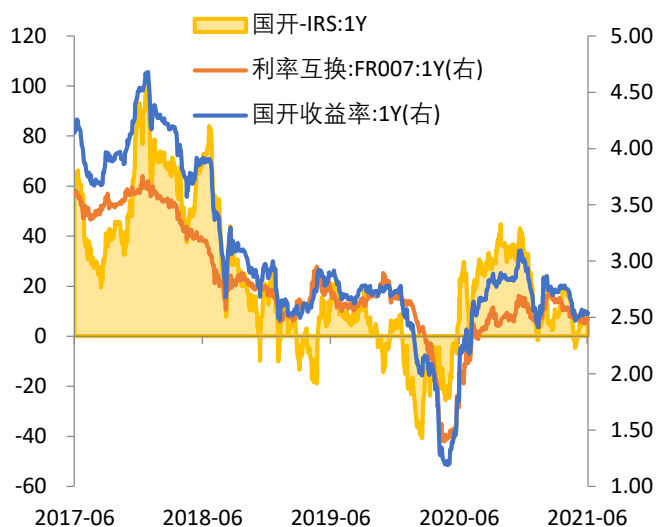
资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 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

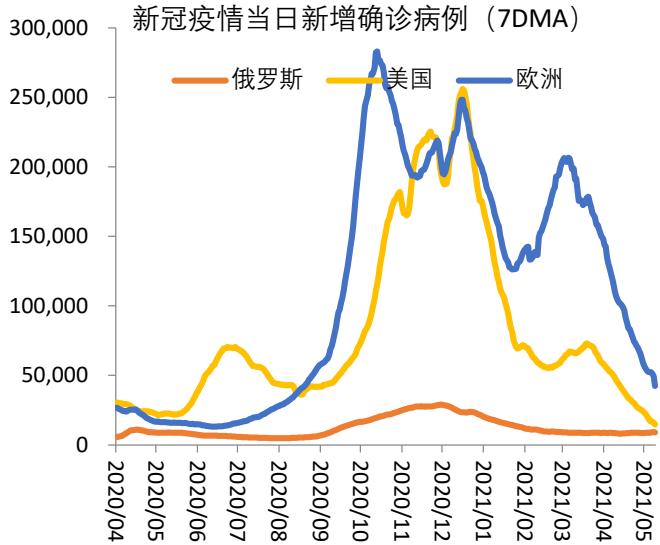
三、经济基本面

生产端，随着南方夏季高温来临，居民用电增加，电厂日耗季节性走高，而高炉开工和产能利用率继续维持缓慢上升的趋势，原料价格上涨压缩利润，开工意愿不足下轮胎开工率显著下降

需求端，楼市销售维持平稳，30 大中城市商品房日均销售面积处于近三年最好销售水平，一线城市表现仍然较好。5 月工业品价格环比增速较 4 月显著加快，各工业品价格较 4 月底均录得大幅上涨，焦炭价格环比涨幅居前。6 月初钢价又现回升，未来随着淡季来临、叠加保供稳价政策的实施，钢价继续上行空间或将受限，而高温天气及梅雨季节的到来，水泥需求淡季来临下价格持续走弱。

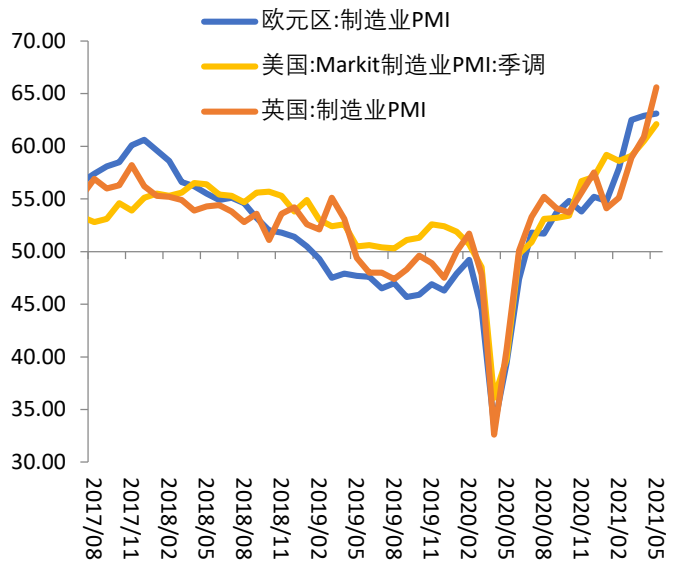
海外方面外需依然强劲，欧美 PMI 仍处于回升趋势，美欧新增确诊继续回落，出口运价指数继续回升再创新高，SCFI 和 CCFI 同比增速高位反弹，海外经济修复节奏拉动外需对国内出口支撑较强。

图 13: 海外新增确诊病例 (例)



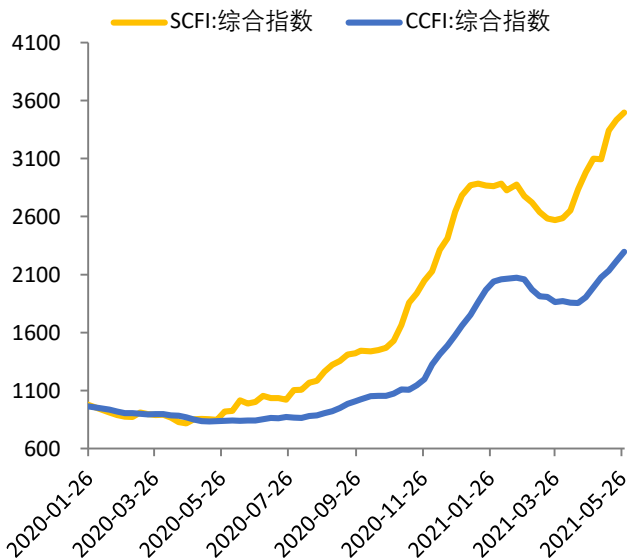
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 欧美 PMI 继续回升



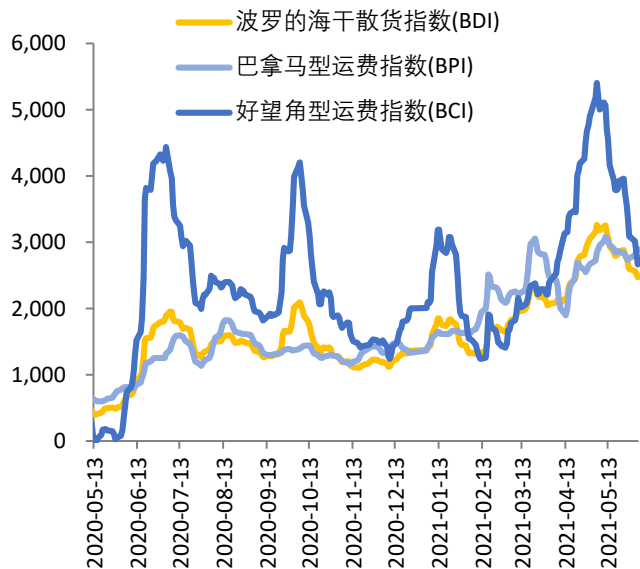
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 出口集装箱运价指数



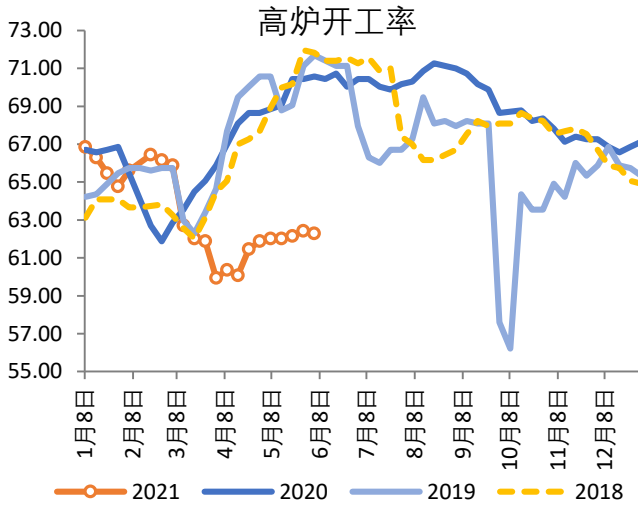
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 航运指数



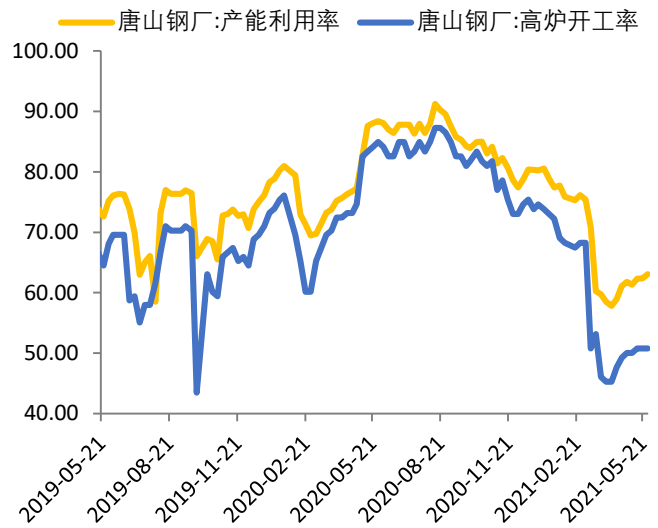
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 高炉开工率 (%)



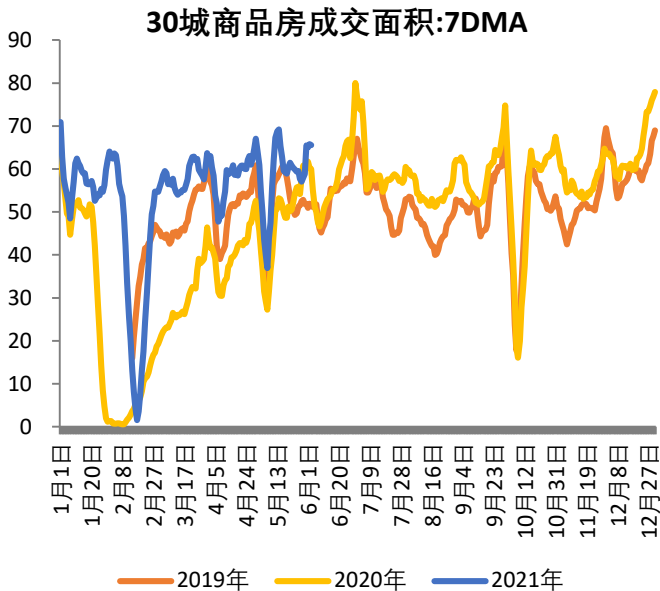
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



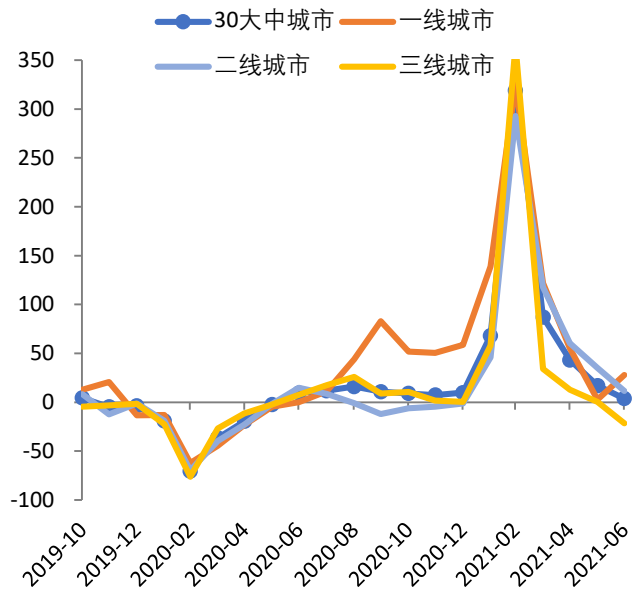
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



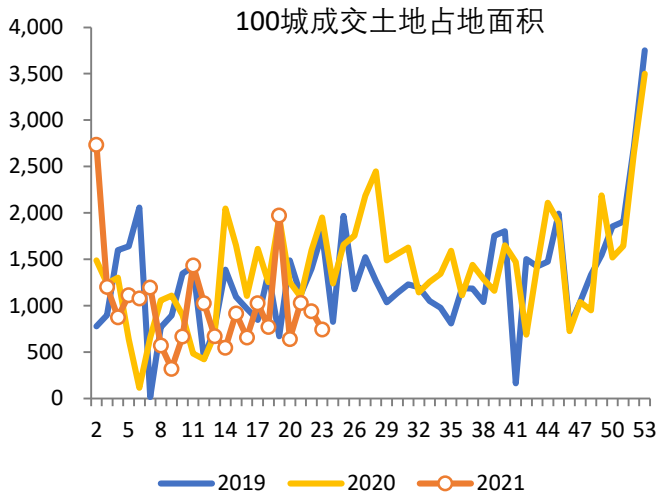
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)



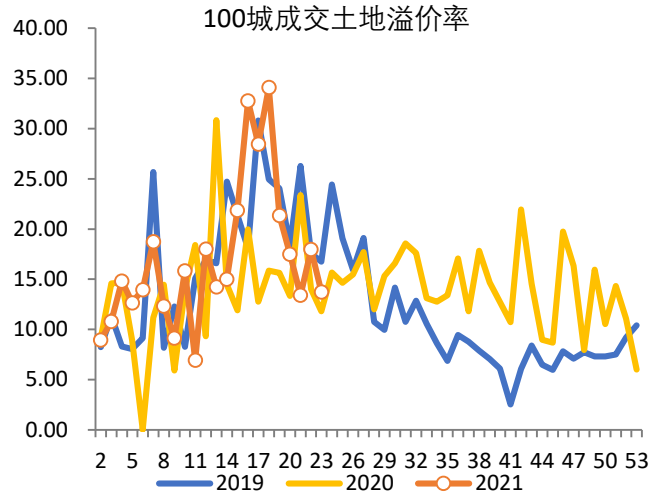
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)



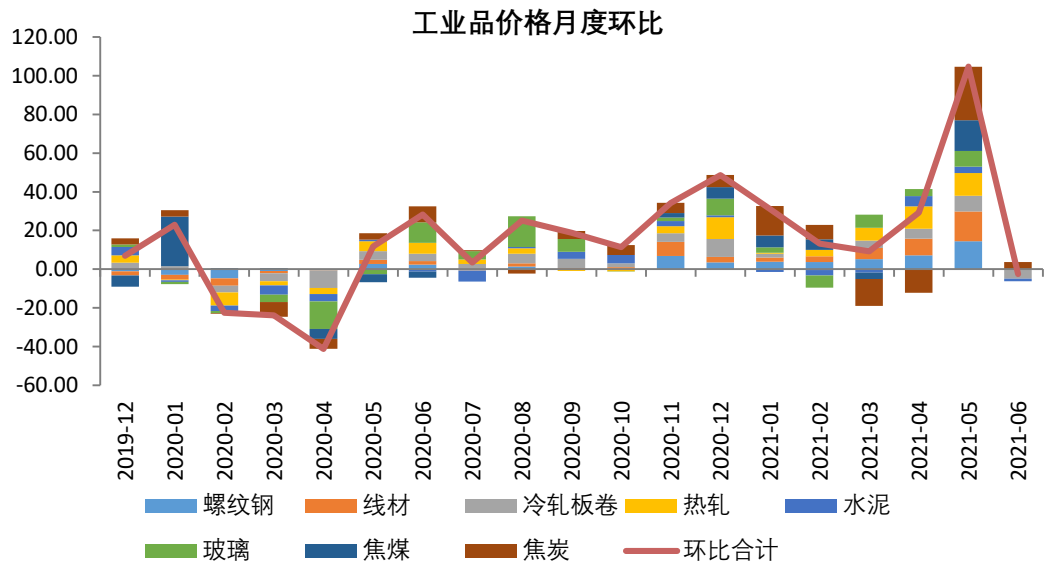
资料来源: Wind, 优财研究院

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

近三个月来资金面的持续超预期宽松以及机构的欠配压力释放持续支撑债市走强，并呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，长端收益率下行突破 3.1%，收益率曲线陡峭化。从债市的驱动来看，后疫情时代的基数效应下经济基本面对市场难以形成明显指引，债市的主要驱动力仍在于资金面，短期资金面超预期宽松及机构欠配压力对债市形成支撑，但长端收益率在回到 2019 年震荡底部后，收益率进一步下行逐渐受阻。

一方面，货币政策仍缺乏空间，当前并看不到 MLF 和 OMO 利率下调的可能性，长端利率 3.0% 仍对应 MLF 利率底线。当前股份行 1 年期同业存单发行利率下行至 2.9%，低于 MLF 利率约 5bp，关注同业存单是否低于 MLF 10bp 及以上超调的信号。另一方面，当前通胀呈现出一定扩散迹象，PPI 向 CPI 传导正在发生，服务类消费正在恢复，4 月 CPI 服务价格普遍上行，非食品 CPI 的上升压力或在下半年进一步显性化，从 PPI 分行业涨价来看也存在上游涨价向中下游传导的迹象。近期国务院会议多次提及通胀压力，但当前市场对通胀的预期不足，仍需警惕市场低估通胀的风险。在下半年财政后置+美联储 QE 退出的风险下，利率仍存上行压力。当前同业存单向下偏离 MLF 利率，以及 IRS 与国开利差回到低位，或透支部分资金面宽松预期，叠加未来资金面扰动增加、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”。