

## 震荡市中资金面、安全边际是关键

### 核心摘要

- **近期债市走强的原因是什么？美元指数走强还是存款定价机制改革？**6月18日以来，在跨季、缴税等因素的扰动下，资金面边际收紧，市场情绪也偏谨慎，债市却走出一波上涨行情，投资者究竟在交易什么？我们以排除法的方式逐一分析：**1) 美元指数上行不是近期收益率回落的原因：**无论是美元指数与国债收益率、还是大宗商品与国债收益率，长期走势都是对经济基本面的同步反应，而非因果关系。尤其从短期走势看，三类资产价格在各自扰动因素的影响下，正相关、负相关关系并不稳定，进一步说明了三者之间并没有因果关系，大宗商品价格、美元指数并不是影响国债的短期交易因素。**2) 存款利率定价机制改革也并非近期债市走强的原因：**从资金利率角度理解，存款利率定价机制改革对债市的影响偏中性，虽然存款利率上限被下调，但银行对于资金的真实需求仍会通过更市场化的资金利率有所反应。
- **震荡市缺少明确方向，资金面和安全垫是市场关注焦点，近期债市演绎的就是这一逻辑。**当前市场缺乏明确的方向：基本面边际走弱，但韧性仍存。以前两月的走势看，市场并没有对仍处于高位，环比小幅回落的经济数据定价；货币政策上，基准利率保持稳定，短端利率难以为长端利率打开下行空间，引导利率趋势回落。因此，在这样的震荡市格局中，资金面边际变化和交易安全垫是市场关注的焦点，近期债市演绎的就是这一逻辑：经历上半月调整后，国债期货价格再次回落至支撑位附近，在资金面乐观预期的催化下，债市走强。
- **7月资金利率波动增大，或带动债券收益率再次上行。**7月资金面将面临政府债券供给、公开市场大量到期、缴税三方面的挑战。央行会呵护狭义流动性，但在通胀上行有压力的情况下，资金面维持紧平衡，预计7月MLF难超量续作，资金面延续6月的波动格局。由于震荡市中，资金面、安全边际是最重要的交易逻辑，7月资金面收紧或将带动债市再次调整，建议投资者等待利率回调至更安全位置：10年国债3.2%、10年国开3.6%，结合当时资金面再布局交易。
- **风险提示：1) 政府债券供给超预期；2) 央行政策收紧；3) 6月经济数据、金融数据增速超预期。**

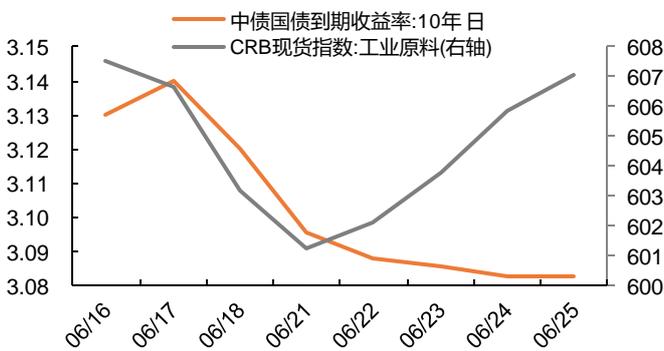
■ 近期债市走强的原因是什么？美元指数走强还是存款定价机制改革

6月18日以来，在缺少明确利好的情况下，债市却走出一波上涨行情，投资者究竟在交易什么？6月18日以来，在跨季、缴税等因素的扰动下，资金面边际收紧，市场情绪也偏谨慎，6月18日续发的50年国债中标利率3.8%较二级估值高5BP，但就在这样的情况下，当日10年国债收益率却下行2BP，并在此后几个交易日中持续回落，截至上周五收盘，10年国债、国开收益率较6月17日分别回落5.74BP、5BP，10年国债期货主力合约由97.69最高涨至98.47。市场究竟在交易什么？我们以排除法的方式逐一分析：

1. 美元指数上行，或不是近期收益率回落的原因：无论是美元指数和国债收益率、还是大宗商品与国债收益率，长期走势上都是对经济基本面的同步反应，而非因果关系。尤其从短期走势看，三类资产价格在各自扰动因素的影响下，正相关、负相关关系并不稳定，进一步说明了三者之间并没有因果关系，大宗商品价格、美元指数并不是影响国债的短期交易因素。市场有观点认为，由于美元指数上行→大宗商品价格回落→国债收益率回落，因此近期国债收益率回落是由于美元指数走强所致，但我们看到近期CRB工业原料价格指数并未走弱（图表1），这一逻辑关系显然不成立。事实上，无论是“美元—债券收益率”，还是“大宗商品—债券收益率”，长期走势都是对经济基本面定价后的同步关系，而非因果关系：1) 当全球经济相对美国表现更强时，美元指数作为避险资产进入弱周期（图表2）；2) 经济向好时，大宗商品在需求拉动下涨价（图表3）；3) 我国作为全球第二大经济体，经济走势与全球基本一致，因此全球经济向好时，国债收益率往往上行（图表4）。

尤其是，从短期走势来看，美元指数与国债收益率的负相关关系、大宗商品与国债收益率的正相关关系并非那么确定，三类资产价格短期走势都会受到各自扰动因素的影响，比如债市受资金面波动影响，大宗商品受政策或者地缘因素影响等。这进一步说明三者之间并非因果关系，大宗商品价格、美元指数不是影响国债的短期交易因素。

图表1 6月中旬债市走强并非大宗商品走弱所致（%）



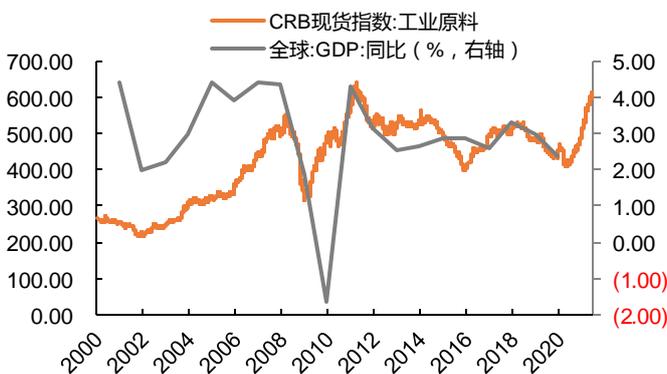
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 全球经济相对美国更强时，美元指数往往走弱



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 工业品价格长期走势与全球经济走势一致



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 国债收益率长期走势与全球经济相关



资料来源：Wind，平安证券研究所

2. 存款利率定价机制改革，不能理解为降息，从资金利率角度理解，其对债市的影响偏中性，虽然存款利率上限被下调，但银行对于资金的真实需求会通过更市场化的资金利率有所反应。上周末（6月19日）有媒体报道，央行将对银行存款利率定价机制进行改革，在新的利率定价机制下，1年以上的存量利率浮动上限较旧机制下行，因此，有投资者会认为，近期债市走强与此有关。但事实上，并不能将存款利率定价机制解读为利好，因为1年及1年以内的短期存款利率高于或持平于旧机制，此外，更不能将其解读为降息，因为新的定价机制只是改变了存款利率上限的计算方式，并没有调降存款基准利率。就其对债市的影响看，主要是从资金、短端利率的视角切入分析，存款利率上限的调降对抚平银行短期负债成本波动效果有限，因为当资金需求旺盛时，银行仍会向同业要负债，届时资金的供需格局还是会通过市场化的利率有所反馈，真正决定资金利率的还是央行政策以及资金供需格局，与银行存款上限调降与否关系不大。因此，这一条消息也并非近期债市走强的原因。

## ■ 震荡市缺少明确方向，资金面和安全垫是市场关注焦点

市场缺少明确方向，资金面和安全边际是交易盘考虑的两个重要因素，近期债市走强便是演绎的这一逻辑。当前市场缺乏明确的方向：基本上，经济韧性仍存，拿PMI来说，近两月虽边际回落，但由于仍处于荣枯线以上，市场并没有对环比的变化定价；货币政策上，基准利率保持稳定，短端利率很难为长端利率打开下行空间，引导利率趋势回落。在这样典型的震荡市格局中，资金面边际变化和交易的安全垫是市场关注的焦点。近期债市演绎的就是这一逻辑：10年国债期货主力合约价格自5月26日触及高点后走弱，6月15日价格回落至120日均线支撑位后，明显呈现出筑底特征（图表5）。6月16日，经济数据公布，并无明确利空的情况下，多头蓄势待发，6月18日午后，借着存款利率定价机制传闻的扰动，国债期货直线拉升，现券跟着期货同样走强，后续在官媒维稳的表态下，市场对资金面预期转暖，收益率进一步下行。经历了一周的上涨后，10年国债期货价格重回震荡区间偏高水平，周四、周五借着央行超量投放300亿元逆回购的利好，机构表现出落袋为安的意愿，国债期货连续两日收跌。那么，如何看待7月资金面及后市走势呢？

图表5 国债期货价格6月15日跌至120日支撑位后，呈现筑底特征



资料来源：Wind，平安证券研究所

## ■ 7月资金利率波动增大，或带动债券收益率再次上行

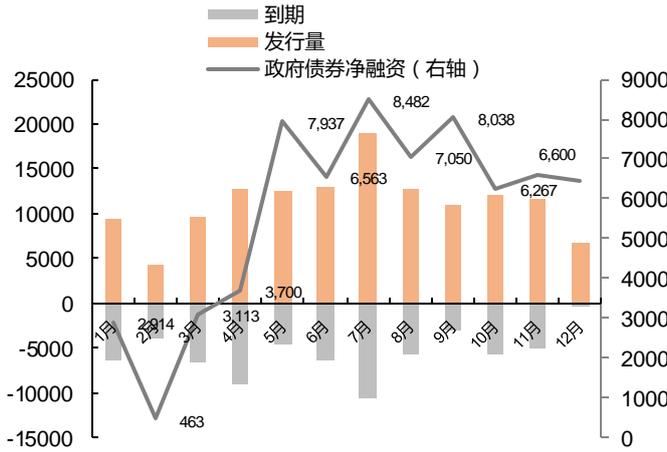
7月资金面或将面临政府债券供给、公开市场大量到期、以及缴税三方面的挑战。

- 1) 7月政府债券净融资近8400亿元，较6月多增近2000亿元（图表6），需要关注因国债单期发行量大，以及发行与到期的错位带来短期资金面的波动。6月国债、地方债净融资规模分别为：2635亿元、3928亿元，合计净融资6563亿元，较5月少增1374亿元。7月政府债券净融资8400亿元，较6月多增近2000亿元。国债方面：净融资3850亿元，较6月多增1215亿元，由于到期规模较大为7990亿元，总体发行11840亿元，需要关注因

单期国债发行规模大，发行、到期错位带来的短期资金面扰动。**地方债方面：**净融资额 4632 亿元，较 6 月多增 704 亿元，总发行量 7147 亿元。

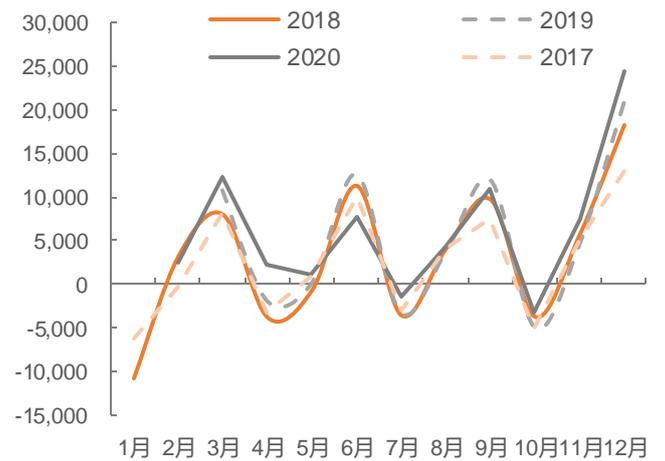
- 2) **公开市场到期 4600 亿元，创 3 月以来新高，此外还有 700 亿元的国库现金定存到期。**7 月公开市场操作到期 4600 亿元，到期规模创 3 月以来新高。其中，包含 4000 亿元 MLF，以及 600 亿元逆回购到期。
- 3) **7 月是财政支出小月，财政对资金面的影响偏利空。**7 月由于缴税规模偏大，财政收入通常大于财政支出( 图表 7 )。2016 年以来，7 月公共财政支出-收入的均值为-2600 亿元，财政对流动性的影响或偏利空。

图表6 7月政府债券供给较6月多增近2000亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

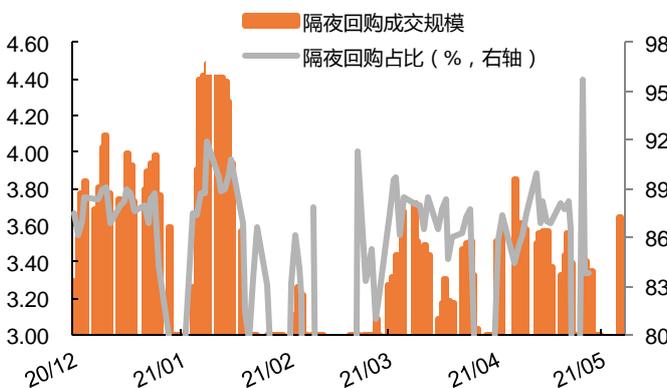
图表7 7月是财政支出小月(公共财政收入-支出, 亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

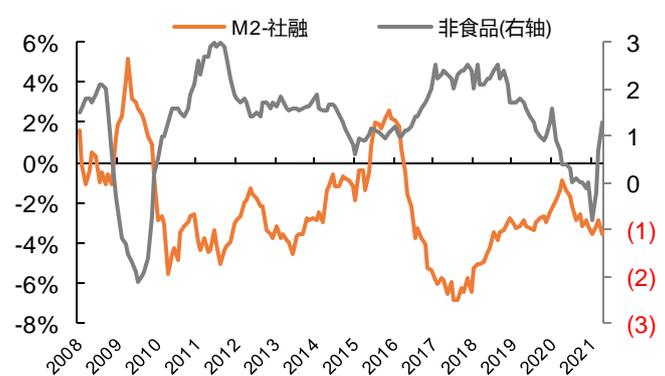
央行会呵护狭义流动性，但在通胀有上行压力的背景下，资金面维持紧平衡，预计 7 月 MLF 等量续作，资金面仍会延续 6 月的波动格局。在震荡市中，资金面和安全边际是两个重要的交易逻辑，7 月资金面收紧或将带动债市再次调整，建议投资者等待利率回调至更安全位置：**10 年国债 3.2%、10 年国开 3.6%**，结合当时资金面再布局交易。从近期央行呵护资金平稳跨季的操作，以及官媒发声勿过度担忧资金面的情况看，央行有呵护狭义流动性的意愿。此外，我们关注的衡量银行间杠杆水平的两个指标：隔夜回购成交规模低于 4 万亿；隔夜回购占比低于 90%，也尚未触及警戒阈值（图表 8），央行不会主动收紧。但从历史经验看，当国内面临通胀压力，尤其是非食品项 CPI 趋势上行时，央行货币供给相对克制，M2 与社融增速差呈现收敛态势（图表 9）。

图表8 银行间杠杆水平尚未触及警戒阈值(万亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

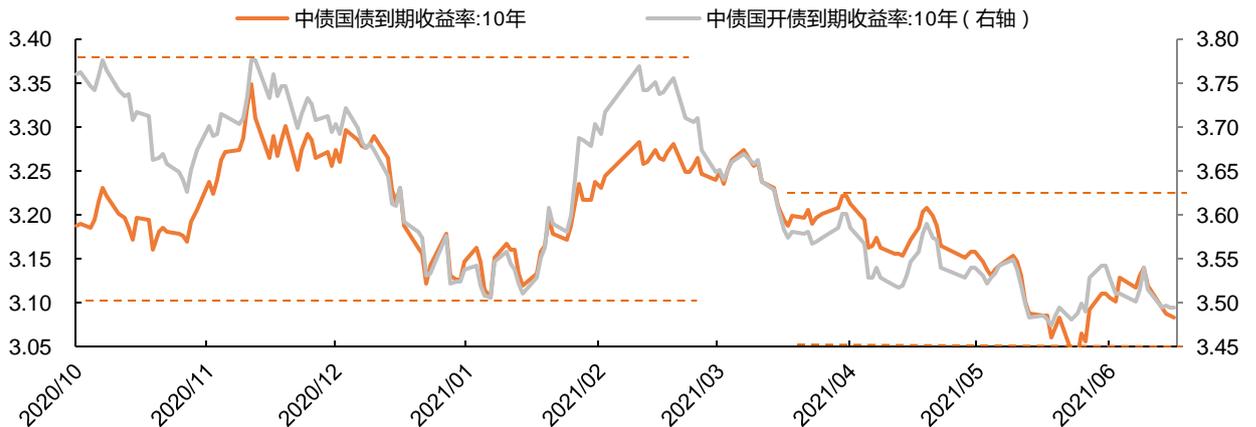
图表9 非食品项 CPI 上行时, M2-社融增速收窄(%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

因此，我们预计央行对 7 月到期的 4000 亿元 MLF 仍会等量续作，资金利率平稳，但市场很难有宽松的感觉，尤其在缴税时点、政府债发行集中时期，资金面波动将会加剧。利率走势上，7 月初资金面宽松的背景下，收益率会借着前期的做多热情惯性回落，若要追涨，建议关注 5 年、3 年国债的机会。再向后看，由于在震荡市中，资金面和安全边际是交易盘参考的两个重要变量，在当前 10 年国债、国开债收益率再次回落至 3.08%、3.49%，这一不那么安全的位置时，7 月资金面又难言利好，收益率后期大概率还是会上行，建议投资者见好就收，等待更好的入场时机。由于近期利率震荡区间进一步收窄（图表 10），10 年国债 3.2%、10 年国开 3.6%，可能就是比较安全的位置，届时可以结合资金面预期布局交易。

图表 10 长端利率的波动区间收窄且中枢下移 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 1) 政府债券供给超预期; 2) 央行政策收紧; 3) 6 月经济数据、金融数据增速超预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_20396](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20396)

