

“退空转”与引导债券利率下行相冲突吗？

打压资金空转与引导债券利率下行并不矛盾。由于国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，因此现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。“退空转”的货币政策边际收紧有可能渐近尾声。

- 自今年 2 月份起，中国央行率先进入抗疫模式，市场利率出现了超预期的下行，市场流动性明显宽松。随着 4 月份以来国内疫情得到控制，经济开始逐步恢复，预防性地调整刺激政策的力度，避免相关后遗症自然成为重要的政策考虑。
- 打压资金空转与引导债券利率走低并不矛盾。前期债券市场加杠杆套利，增加了短期资金需求，压低了短期债券的收益率。而遏制债市的过度炒作，有助于引导资金增加对中长期债券的需求，降低中长期债券发行的成本。5、6 月份债券收益率整体走高，但中长端利率回升较少。
- 现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。首先，国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，如果政策朝令夕改，不利于稳定市场预期、提振市场信心，甚至可能前功尽弃。其次，当前需要理顺货币政策传导，增加更“接地气”的金融服务供给。再次，“退空转”的货币政策边际收紧有可能渐近尾声。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080013

6月17日，国务院常务会议强调，要抓住合理让利这个关键，保市场主体，稳住经济基本盘。其中明确提出，要进一步通过引导贷款利率和债券利率下行等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。然而，5月中下旬以来，为防止资金“空转”套利，央行货币政策边际调整，市场利率走高，债市出现震荡。如到6月底，10年期国债收益率已到2.9%附近，远高于4月份2.5%左右的水平，接近1月底3.0%的水平。那么，应如何理解近期债券收益率上扬与引导债券利率下行的关系呢？

一、前期市场流动性确实显得过于宽松

因为今年1月底新冠肺炎疫情率先在中国集中暴发，故自2月3日起中国央行较早就进入了抗疫模式，领跑全球央行抗疫工作。中国央行综合运用价格和数量工具，保持市场流动性合理充裕，引导市场利率走低，积极支持抗疫工作和企业复工复产（见图表1）。

图表 1.2 月份以来中国央行采取的主要货币政策工具

时间	货币政策内容
2月7日	设立3000亿元抗疫专项再贷款
2月17日	下调MLF利率10个基点至3.15%
2月26日	新增再贷款、再贴现额度5000亿元，同时下调支农支小再贷款利率0.25个百分点
3月16日	实施普惠金融定向降准，同时对符合条件的股份制商业银行额外定向降准1个百分点
4月3日	新增1万亿普惠性再贷款、再贴现额度；对中小银行定向降准1个百分点（4月15日和5月15日各降0.5个百分点，分两次实施）；支持金融机构发行3000亿元小微金融债券，引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元
4月7日	将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%
4月15日	下调MLF利率20个基点至2.95%
6月1日	创设两项直达实体经济的货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划
7月1日	下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点，下调再贴现利率0.25个百分点，下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点。

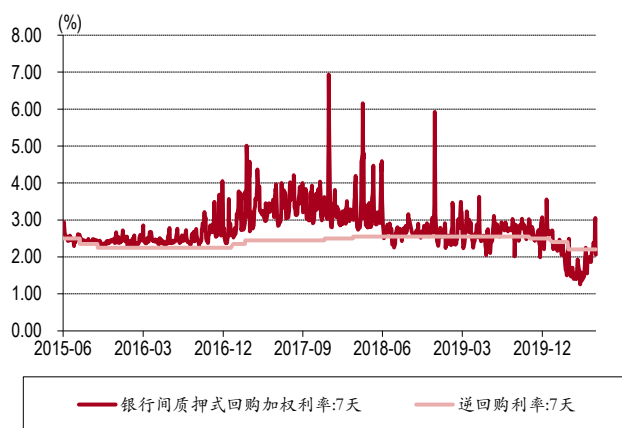
资料来源：中国人民银行，中银证券

对疫情造成经济停摆的冲击，各国面临的挑战前所未有，央行也没有什么现成的经验。但基本共识是，央行要果断采取行动，保持金融服务正常提供，金融市场正常运转，支持企业特别是中小微企业渡过难关。那么，在具体实施过程中，央行只能事急从权，哪怕明知有副作用、后遗症，货币政策也要先顾眼前。

在中国，特殊时期的货币政策，一方面，表现为广义货币供应和社融规模都出现了超预期的增长，较好支持了抗疫工作和经济社会发展。另一方面，表现为市场利率出现了超预期的下行，市场流动性明显宽松。

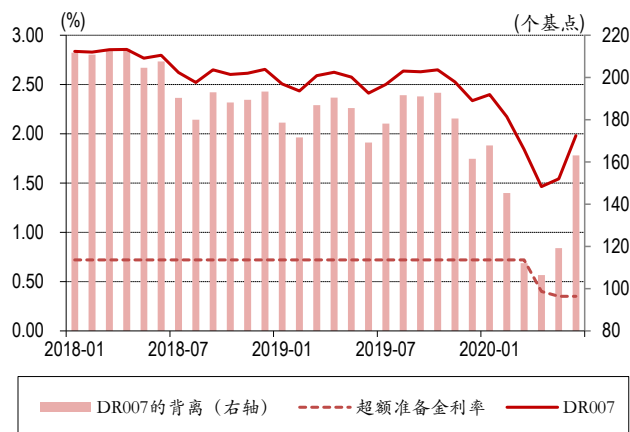
自2月初以来，7天银行间质押式回购加权利率持续低于央行7天逆回购利率，且4、5月份日均负向偏离达到61个基点，远高于2、3月份日均21个基点的水平（见图表2）。另外，7天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）相对利率走廊的下沿——超额存款准备金利率的正向背离，4月份降至日均不到110个基点，远低于2019年以来月度日均160个基点以上的水平（见图表3）。

图表 2.7 天银行间质押式回购加权利率与 7 天逆回购利率



资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

图表 3. DR007 相对超额存款准备金利率的背离

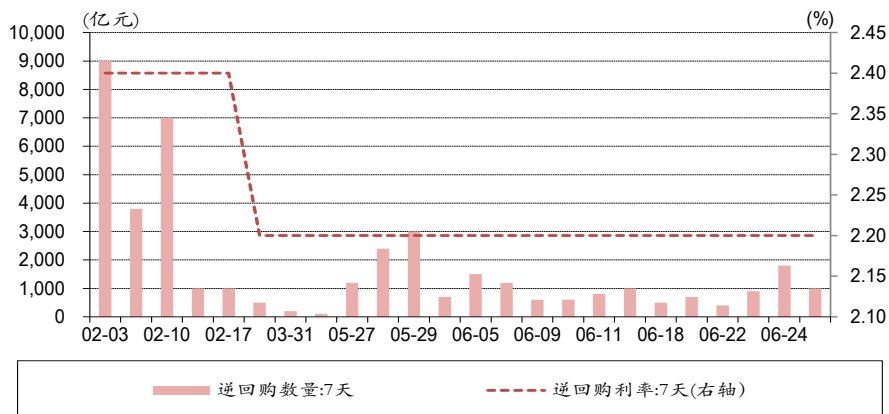


资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

自 3 月底以来，央行加大了公开市场 7 天逆回购的操作频率。3 月 20 日至 6 月 28 日累计 19 次，远多于年初至 2 月 17 日的仅 5 次。但是，央行一直维持低于市场利率水平的 2.20% 的逆回购利率不变（见图表 4），这其实已向市场发出了预警。只是市场依然我行我素，隔夜和七天回购在 4 月底均出现近十年最低值，而 3 月银行间市场杠杆水平回升至 110% 的近年来高位。个别领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头有所抬头。

这是货币宽松的副产品，也是需要付出的政策代价。但是，随着 4 月份以来疫情得到控制，经济社会活动逐渐恢复正轨，各项经济数据逐渐回暖，按照“风险应对要走在市场曲线前面”的部署，预防性地调整刺激政策的力度，避免相关后遗症自然成为重要的政策考虑。

图表 4. 今年上半年央行 7 天逆回购的数量及利率

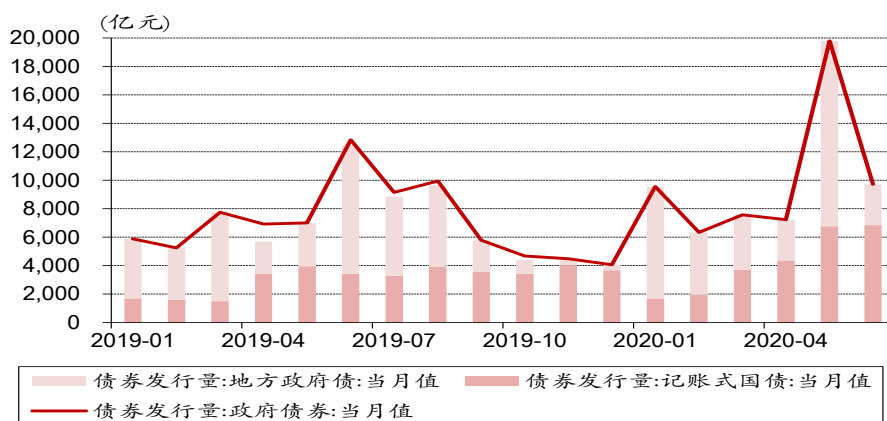


资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

二、5、6 月份债券收益率整体走高但中长端利率回升较少

随着宏观政策对冲力度加大以及全国两会顺利召开，最近两个月政府债券发行明显提速。上半年，政府债券累计发行 6.02 万亿元，同比增长 32%，其中，5、6 月份累计发行同比增长 49%，占到上半年发行量的 49%。具体来看，过去两个月，国债累计发行 2.53 万亿元，同比增长 84%，占上半年国债发行量的 54%；地方政府债累计发行 3.49 万亿元，增长 32%，占上半年地方政府债发行量的 46%（见图表 5）。

图表 5. 月度政府债券发行情况

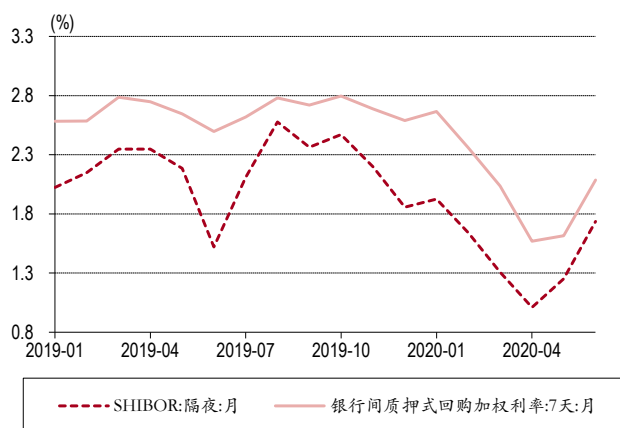


资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

因为这些债券都是市场化发行，债券供给大幅增加，资金供需矛盾进一步凸显。但是，除了早期宣布的中小银行降准 0.5 个百分点的措施于 5 月 15 日落地外，市场再没有等到央行新的降准和降息。这导致 5 月份以来，市场流动性趋紧，货币市场利率走高，债券收益率上升。

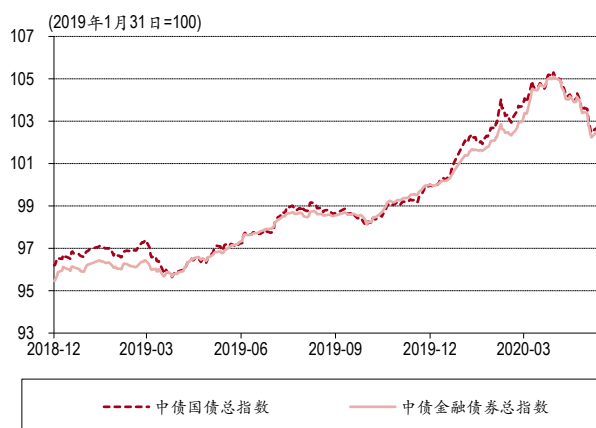
6 月份，日均隔夜上海银行间同业拆借利率（Shibor）较 4 月份的低点反弹了 73 个基点，较 1 月份回落了 19 个基点；日均 7 天银行间质押式回购加权利率较 4 月份反弹了 53 个基点，较 1 月份回落了 58 个基点（见图表 6）。与此同时，债市出现多头踩踏，5 至 6 月份，中债国债总指数和金融债券总指数分别累计下跌 2.3% 和 2.4%（见图表 7）。

图表 6. 货币市场利率走势（月度日均）



资料来源：中国货币网，万得，中银证券

图表 7. 中债国债总指数和金融债券总指数表现



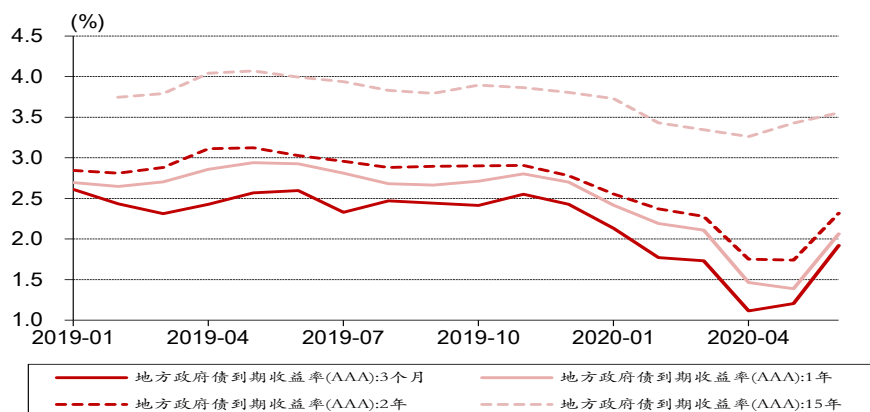
资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

不过，打压资金空转，与引导债券利率走低并不矛盾。据财政部统计，今年前 5 个月地方政府债券发行的平均期限为 15.2 年；国债发行也大多都是中长期，如近期发行的特别抗疫国债分别是 5 年期、7 年期和 10 年期。前期债券市场加杠杆套利，增加了短期资金需求，压低了短期债券的收益率。而遏制债市的过度炒作，有助于引导资金增加对中长期债券的需求，降低中长期债券发行的成本。

以 AAA 级地方政府债到期收益率为例。6 月份，3 个月期的地方政府债日均到期收益率较 4 月份的低点反弹了 81 个基点，较 1 月份回落了 21 个基点；1 年期的较 4 月份反弹了 60 个基点，较 1 月份回落了 35 个基点；2 年期的较 4 月份反弹了 57 个基点，较 1 月份回落了 24 个基点；15 年期的较 4 月份反弹了 29 个基点，较 1 月份回落了 17 个基点（见图表 8）。

可见，打击套利空转之后，债券发行期限越长，其收益率回升幅度越小。而且，从相对年初水平回落的幅度看，显示期限溢价趋于收敛，表明确有部分资金转向了中长期债券配置，缓解了供求矛盾。

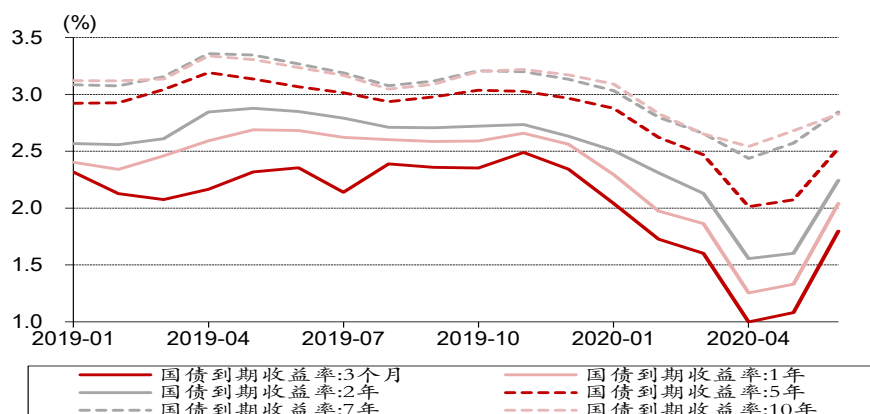
图表 8. 部分期限品种的 AAA 级中债地方政府债到期收益率（月度日均）



资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

国债到期收益率也呈现了类似的变化。6 月份，3 个月期的国债日均收益率较 4 月份低点反弹了 80 个基点，较 1 月份回落了 24 个基点；1 年期的较 4 月份反弹了 79 个基点，较 1 月份回落了 25 个基点；2 年期的较 4 月份反弹了 69 个基点，较 1 月份回落了 26 个基点；5 年期的较 4 月份反弹了 51 个基点，较 1 月份回落了 35 个基点；7 年期的较 4 月份反弹了 41 个基点，较 1 月份回落了 19 个基点；10 年期的较 4 月份反弹了 28 个基点，较 1 月份回落了 26 个基点（见图表 9）。

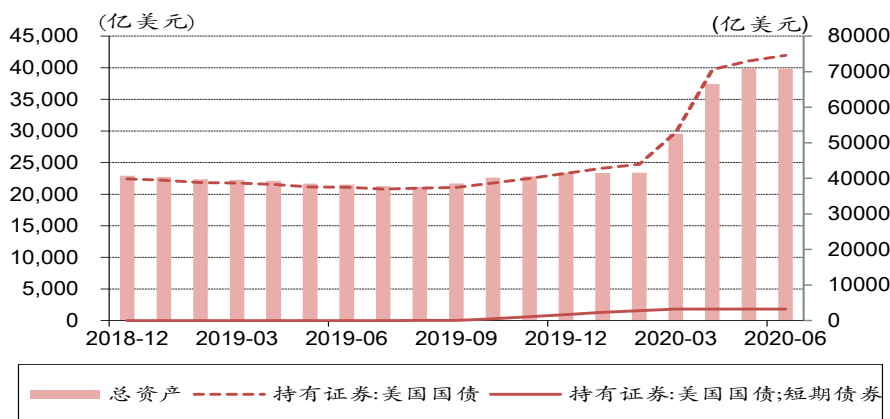
图表 9. 部分期限品种的中债国债到期收益率（月度日均）



资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

当然，引导中长期债券利率下行，更为有效的手段应是央行直接调控市场中长期利率。如美联储今年上半年扩表 2.92 万亿美元，其中净增持美国国债占到 64%，净增持的国债中短期国债仅占 8%（见图表 10）。可见，美联储的数量型工具主要是国债，而且重点是中长期国债。这也是导致当前中美国债收益率差特别是中长期国债收益率进一步扩大的重要原因。

图表 10. 美联储的总资产及其持有的国债余额（月末）



资料来源：美联储，万得，中银证券

中国央行同期主要通过 3000 亿的专项贷款和 1.5 万亿的再贷款再贴现，以及降准等数量型工具释放流动性，扩大总量供给，解决企业融资难问题（见图表 1）。降准本是深度释放中长期低成本资金的手段。但自 4 月 3 日宣布对中小银行分两次累计降准 1 个百分点后，央行没有再动用这一工具。因为降准具有较强的刺激作用，如果频繁使用此工具，有可能造成政策信号混乱，不利于债市拆杠杆、退空转。同理，在国内通胀快速下行的情况下，央行也未如市场预期那样降息。

三、当前货币政策只是边际调整而非彻底转向或退出

近来，因为连续两个月对于降息降准的预期落空，以及货币市场利率和债券收益率持续走高，引发了市场对于央行货币政策取向的关注。6 月 18 日易纲行长在陆家嘴论坛上提出，要注重防范道德风险，关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，以及 6 月 28 日央行货币政策委员会二季度例会提出，要把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，更是引发了市场对于货币政策退出的猜测。然而，这些应该是央行与市场沟通、预期引导的一部分，现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。

首先，5 月底延期召开的两会刚刚定调“稳健的货币政策更加灵活适度”的具体内容，会后的相关会议及文件，都是在抓紧落实两会精神和工作部署。况且，两会记者招待会上，总理已明确表示，当前规模性政策是有力度的，但各种政策又是有储备的，如果形势有大的变化，随时可以果断出手。目前，国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，如果政策朝令夕改，不利于稳定市场预期、提振市场信心，甚至可能前功尽弃。事实上，目前无论利率还是存款准备金，均未出现反转，而只是在前期过度宽松的基础上暂停进一步的调整。

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_4123

