

无风险利率近期或进入 W 型第二底部

报告导读

本周央行减量续作到期 MLF 及 TMLF，意味着未来降息概率已经不大，后续货币政策将更加侧重结构性调节，降准也大概率是定向降准，如针对受洪灾影响较大地区金融机构的定向降准。重点提示，随着特别国债发行进入尾声，市场对债市供给的担忧减弱，近期无风险利率 W 型走势出现第二底部的第一项条件已经满足，大概率迎来交易性机会，收益率曲线也将趋于平坦化。但在扩信用及经济修复的大环境下，利率大幅下行空间不大，难以回到 2.5% 的前期低位，且需关注短期交易性机会结束后的利率上行风险。

□ 央行减量续作到期 MLF 及 TMLF，降息概率降低

7月15日，人民银行开展了4000亿元中期借贷便利（MLF）操作，此次MLF操作是对本月两次MLF到期和一次定向中期借贷便利（TMLF）到期的续做，本月有4000亿MLF和2977亿TMLF到期，央行一次性减量续作，也打消了通过降低TMLF利率进行结构性降息的预期，我们预计近期央行降息概率已经不大。5月央行收紧短端流动性以来，短端资金利率波动上行，6月30日季末时点，DR007收于2.3%，这是疫情后首次上行至7天逆回购利率上方，7月以来DR007持续在7天逆回购利率附近波动，多次行至上方，央行通过流动性调节消除降息空间。下周将有2000亿MLF、2977亿TMLF及3300亿逆回购到期，预计央行将继续维持流动性合理充裕，资金面大概率维持紧平衡，7月20日LPR报价大概率持平前值。

□ 近期将出现无风险利率走向 W 型第二底部的交易性机会

我们此前提出无风险利率可能形成一个 W 型的底部，并强调 7、8 月份跟踪两项信号判断 W 型第二个底部的出现：第一，市场不再担心债市供给；第二，市场博弈的宽松货币政策工具的释放。截至目前，抗疫特别国债已发行 12 期，累计发行 7200 亿元，完成 1 万亿元发行任务的 72%，随着特别国债发行进入尾声，市场对债市供给的担忧减弱，此前财政部强调，适当减少 6、7 月份一般国债、地方债发行量，为特别国债发行腾出市场空间，7 月内除特别国债外的国债和地方债发行计划量不大，我们认为近期无风险利率 W 型走势出现第二底部的第一项条件已经满足，将迎来交易性机会，收益率曲线也将趋于平坦化。但在扩信用及经济修复的大环境下，利率大幅下行空间不大，难以回到 2.5% 的前期低位，且需关注短期交易性机会结束后的利率上行风险，四季度是货币政策工具退出和短端流动性变化最重要的观察期，若流动性确认拐点，可确认无风险利率上行的中期趋势，从配置价值看，10 年期国债收益率在 2.8% 至 3.2% 之间具备了一定的配置价值。

□ 未来货币政策工具可能仅有结构性降准操作

年中阶段，保就业的核心矛盾仍未解除，货币政策基调将维持稳健略宽松，但随着经济增速逐渐向合理区间修复，货币政策将更加侧重结构性调节，全面宽松概率降低。结构性调节如增加再贷款再贴现额度、降低再贷款再贴现利率、创新直达实体经济货币政策工具等，均有助于引导资金更有效地支持实体经济尤其是民营小微企业以稳定就业。我们判断降息概率已经不大，降准方面，由于货币乘数已经过高，央行不太可能再次全面降准，只可能有定向降准，如针对受洪灾影响较大地区金融机构的定向降准，为受灾企业提供信贷支持。我们提示关注 10 月末中央政治局会议定调及短端利率变化跟踪货币政策确定性边际变化。

□ 扩信用仍是货币政策重心，社融 M2 增速下半年高位震荡

未来宽货币+宽信用的货币政策基调仍将更加向宽信用倾斜，扩信用仍是货币政策重心，预计下半年社融、M2 增速将维持高位震荡，全年社融增速预计达到 13%，M2 增速达到 12%，分别相比去年末数值高 2.3 和 3.3 个百分点，除了全年信贷投放约 20 万亿的支撑外，财政政策方面政府债券发行量释放及财政资金逐步拨付项目，也将支撑社融及货币派生。

风险提示：货币政策超预期收紧。

分析师: 李超

执业证书编号: S1230520030002

邮箱: lichao1@stocke.com.cn

相关报告

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_3779

