

利率难言趋势逆转

——疫情宏观分析系列之二十八

宏观简报

市场流动性收紧叠加部分经济数据超预期导致市场利率迅速反弹，亦使得债券市场大幅走低。而央行未释放流动性主要是为限制少数机构监管套利行为，政策收紧的条件尚不充分。6月份以后接近5万亿新增政府债券要发行，未来仍存在降准的必要性，营造低利率环境和较为宽松流动性环境给企业“纾困”。但为抑制套利行为，流动性供给更多会根据需求而定。下半年利率波动维持在当前中枢基础上波动的可能性比较大，难言趋势逆转。

风险提示：中国贸易关系恶化和国内经济复苏的不确定性，均对利率走势造成影响。

分析师

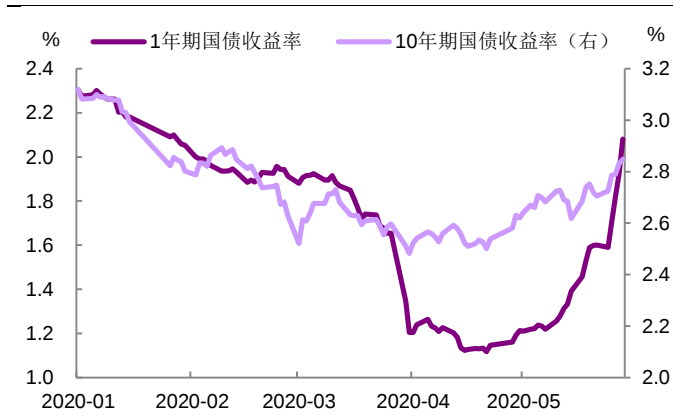
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)
021-52523805
dengqiaofeng@ebsecn.com

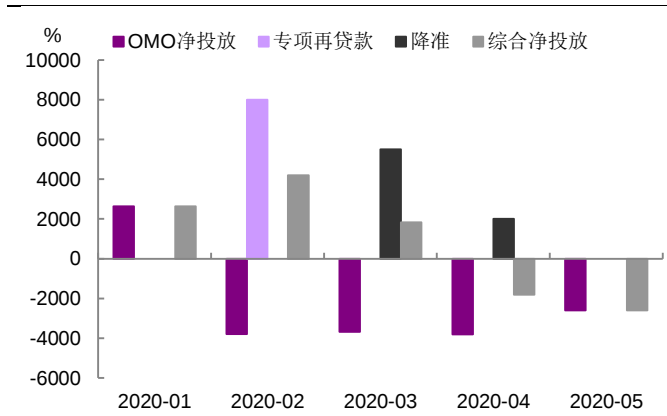
从5月初以来，债券市场出现大幅走低，1年期国债收益率上行90BP以上，10年期国债收益率上行30BP以上（图1）。那么触发利率调整的主要因素是什么呢？未来利率将如何变动呢？

图1：5月份以来国债长短端利率均大幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：中国央行公开市场操作



资料来源：Wind，光大证券研究所

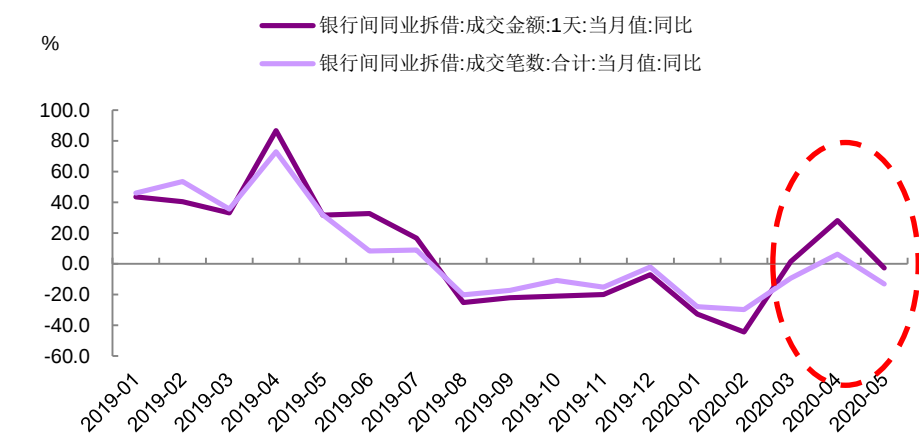
注：5月份数据从5月1日至6月8日

从表明上来看，目前央行未释放流动性是触发利率上行的主要因素。从5月初至5月25日，央行基本停做了公开市场操作，仅在5月15日投放一笔MLF1000亿，但5月14日回笼了2000亿MLF，实际上净回笼资金1000亿元。直到5月26日央行才重启公开市场操作，5月26日-5月29日连续4天向市场净投放7天逆回购6700亿，但6月份前8天，央行净回笼资金8300亿，5月份至今（6月8日）央行净回笼资金2600亿。市场流动性收紧叠加部分经济数据超预期（PMI数据和出口数据）导致市场利率迅速反弹，亦使得债券市场大幅走低。在新冠疫情影响未完全消失情况下，央行为何未释放市场流动性呢？

央行未释放流动性的主要原因在于限制监管套利。今年1月份新冠疫情发生以来，央行为维持市场稳定和“纾困”实体经济，通过公开市场操作、降准、定向贷款投放等多种方式向市场投放大量流动性和“纾困贷款”。但由于实体经济需求不足，不排除少数非银机构和实体企业利用低息资金进行监管套利的可能。

从2月份开始至4月份，央行多次通过降准、降息的方式引导市场利率下行，纾困实体经济，还在4月7日起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%，市场机构认为利率走廊下限被打开，非银机构开始通过加杠杆的方式在债券市场套利，短端利率短期内大幅下降。2020年4月份银行间同业拆借金额同比增长6.2%，其中1天同业拆借金额同比增长28.2%，是2019年7月份以来的最高值，表明机构在银行间市场利用市场充裕流动性，且不排除有少数机构通过短期资金拆借加杠杆购买债券的可能（图3）。

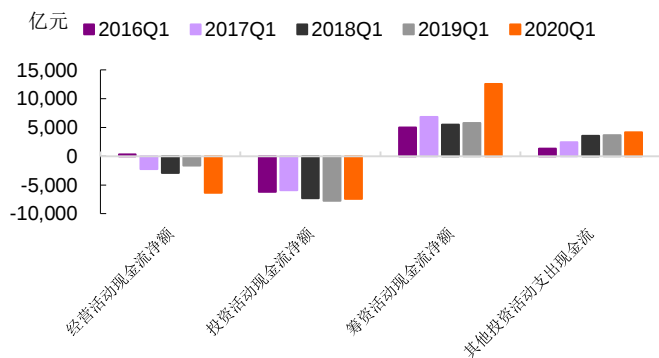
图 3：银行间市场同业拆借当月同比



资料来源：Wind

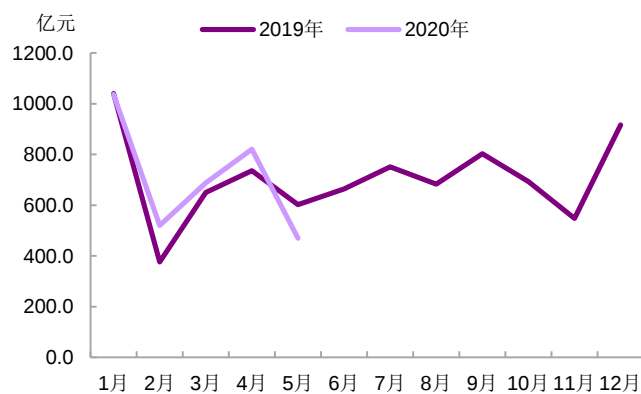
基于上市公司的数据，我们发现，2020 年一季度上市公司的经营性现金流与往年相比大幅下滑，投资性现金流变化不大，筹资性现金流大幅上升，体现了信贷政策“纾困”的结果。与此同时，在经营性现金流大幅下滑的情况下，其他投资活动支出现金流却小幅上升，可能反映某些公司在流动性宽松的情况下低息借入资金扮演“类银行”的角色，再把资金转借给供应链上下游的企业（图 4）。在供应链融资过程中，企业实质上起到了支持弱小企业渡过难关的作用，也增厚了本身的收益。不排除也有少数企业趁低息时期借入资金，以备后用，暂时则以理财产品的形式持有资金。从上市公司对结构存款的购买来看，2020 年 2-4 月份购买金额要明显高于去年同期（图 5）。

图 4：上市公司现金流指标



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：上市公司购买结构化存款金额



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2020 年数据截至到 5 月

在流动性充裕和利率较低环境下，非银金融机构套利和实体经济套利是本次监管整治的重点，从目前效果来看，银行间同业拆解资金同比增速转负，债券市场加杠杆行为可能明显减少；5 月份上市公司购买结构存款的金额已经开始低于去年同期。**目前对监管机构对监管套利的整治效果初步显现。**

展望未来，从国外需求来看，尽管 3-5 月份出口数据较为超预期，但一定程度上是前期积压订单赶工造成的，未来出口压力还待释放；从国内需求

来看，受疫情冲击影响，消费倾向较高的低收入人群因为所从事的行业难以居家办公而受到疫情的冲击最大，在我国“纾困”政策中，信贷支持多、现金补贴少，企业支持多、家庭支持少的政策组合对消费的支撑作用有限，加上失业保险机制不成熟、疫情推升储蓄率，下半年消费或仍是弱复苏；基建和地产投资尽管有反弹，但制造业投资受需求制约难有明显改善。从国内外经济来看，政策收紧的条件尚不充分。

与此同时，6月份之后仍有1万亿特别国债、1.5万亿新增专项债、约5000亿新增一般债，约2.1万亿新增国债待发行，需要流动性配合，同时在疫情冲击下，仍需要低息贷款“纾困”企业，因此我们预判，未来央行仍存在降准的必要性，营造低利率环境和较为宽松流动性环境。但为抑制套利行为，流动性供给更多会根据需求而订，定向的企业纾困计划会增加。我们预计未来10年期国债收益率会在2.8%上下波动。

风险提示：中国贸易关系恶化和国内经济复苏的不确定性，均对未来利率走势造成影响。

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_4671

