

MLF 利率下调背后的故事

报告要点:

● 我们不必过分关注央行为何本次没有足量续作,除了 MLF 之外,央行在制定投放规模时,还需要考量外汇占款或财政吞吐等体外因素,至少从利率来看,银行间市场充裕的流动性已经将 7 月银存间质押式回购利率压低到了历史较低的 1.56%,这意味着货币政策的本意并非收紧。

● 价格政策虽然滞后,但其在方向上至少会指向一个确定的政策方向,MLF 利率下调这个事情应该意味着货币政策的宽松还在延续,这的确产生了一些预期差,毕竟市场对宽松的期待已经在之前数次官方讲话后下降了不少。

● 但事情的机理逻辑是不冲突的,此番利率下调,和当前的经济基本面难脱干系:

- 1) 从 7 月的实体数据来看,比 6 月改善的只有失业率和基建投资而已;
- 2) 经验上数次可印证的是,基建无法单凭自身的力量稳住经济,但这一轮市场的力量是缺失的;
- 3) 于是,利率再度下调,继续探索能与经济基本面产生弹性互动的位置。

● 往后来看,市场化力量的恢复尚需时日:

- 1) 地产一定是市场化力量中最为核心的东西,但现在地产销售还在盘底;
- 2) 按照地产销售到投资的既往时间差去推算的话,地产投资最快也要明年年中企稳。

● 经验上,货币宽松一定与经济周期所处的位置存在必然关联:

- 1) 即使当前存在资产荒的问题,但这问题绝不主要,在资管新规出台后,资金杠杆问题就是杯子中的风暴;
- 2) 空间也不是我们需要考虑的重点,经济和利率之间的关系并不绝对线性(线性解释不了的问题就是预期问题),政策在用穷举的方式寻找当前合意的利率水平,这在利率债投资上,应该是最强的安全边际。

● 由此,长端利率债已经迎来了这一轮周期的第二个春天:

- 1) 流动性还是长端利率债的最核心的基本面,上半年长端利率债的盘整行情并非来自于流动性问题,而是去年长端收益率确实下行有点过度,这导致上半年的增量流动性都在消化去年的超配盘;
- 2) 当前来看,利率债曲线的形态已经明显恢复,国债 1Y-10Y 期限利差已经升至 100bp 附近,在这个偏陡的曲线下,长端利率债可能即将开始重新交易货币宽松,10Y 国债收益率破 2.7%是技术上的重要信号。

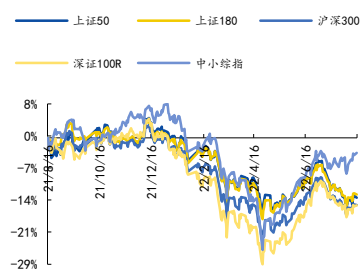
● 我们建议利率债采用进攻性配置方案:长久期、高杠杆,后续利率债的红利一方面来自于传统的货币宽松,另一方面则会来自于资产荒引起的交易盘,但无论是哪个原因占据主导,都会给利率债一个占优的收益。

风险提示:疫情反复超预期,地缘政治冲突超预期。

主要数据:

上证综指:	3276.09
深圳成指:	12460.22
沪深 300:	4185.68
中小盘指:	4381.25
创业板指:	2718.59

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

《灰霾中的万亿国债: 7 月金融数据印象》

2022.08.12

《7 月 PMI 数据点评》2022.08.01

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweidun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_45231

