



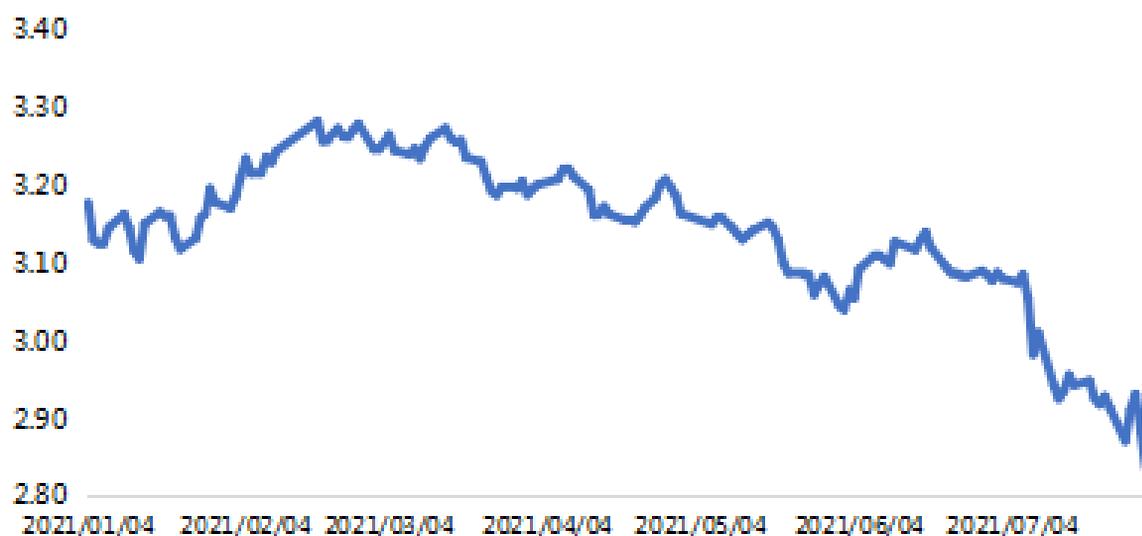
东方金诚：多重利好共振、供给扰动有限 短期内债市仍将处于相对有利的环境



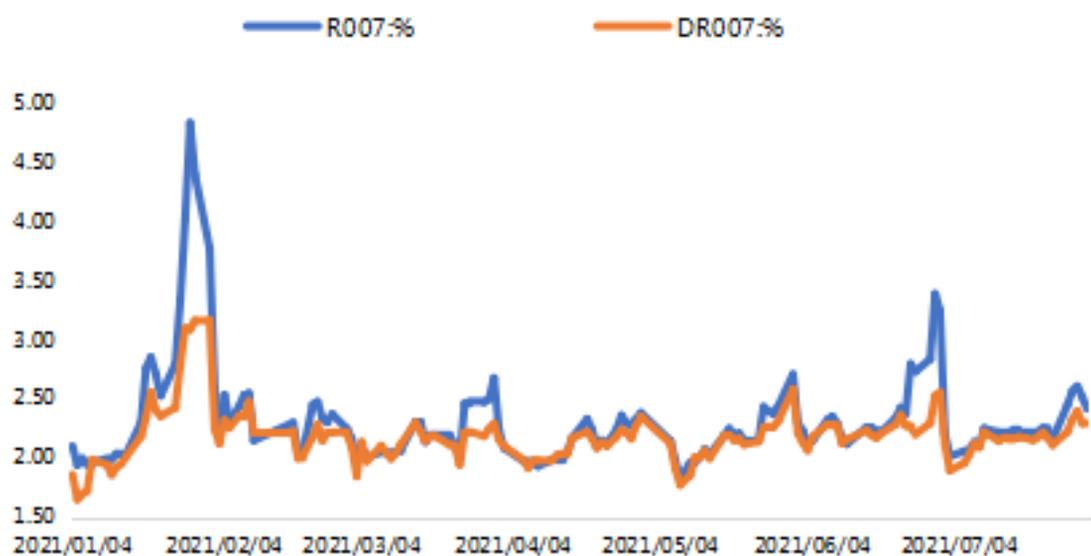
文/新浪财经意见领袖专栏作家 东方金诚 王青、高级分析师 冯琳、
分析师 于丽峰

2021年7月利率债市场月报

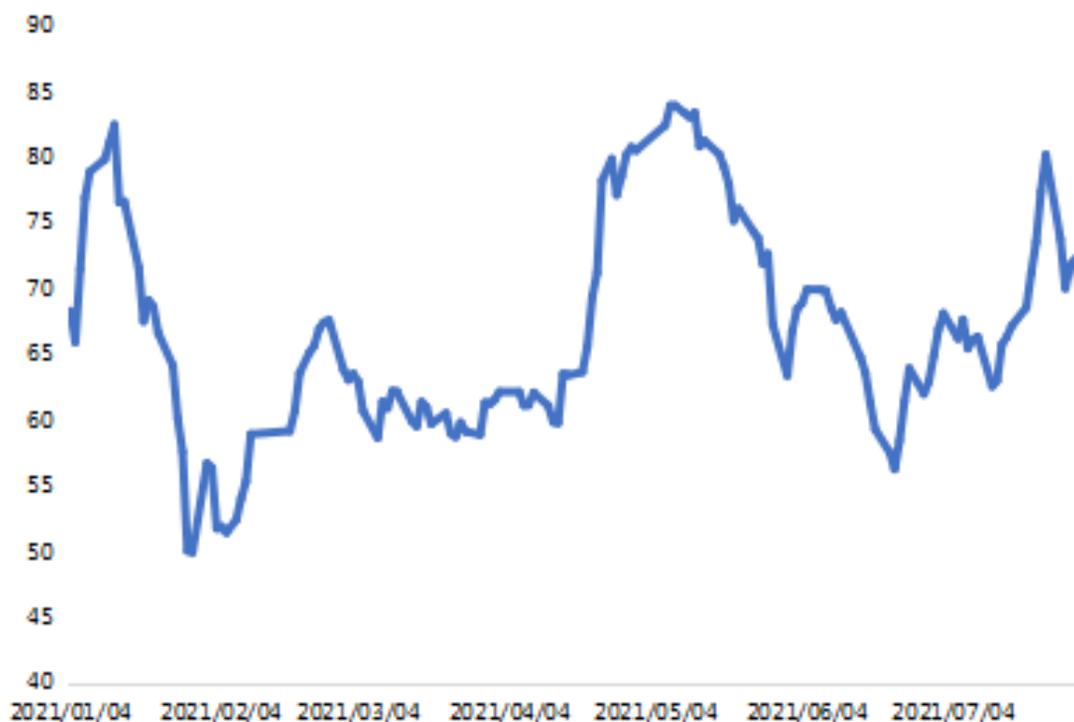
十年期国债收益率 (%)：



质押式回购利率 (%)：



国债 10Y-1Y 期限利差 (BP) :



主要观点:

7 月市场回顾: 7 月债市大涨的触发因素是央行超预期全面降准, 引燃市场做多情绪。月内中下旬, 尽管市场博弈降息未果, 但宽松预期并未证伪, 且政策向宽松方向调整也使得市场对于下半年经济下行压力加大的预期升温, 从而继续支撑多头情绪, 带动债市持续上涨。此外, 城投和地产领域监管持续加码加剧经济下行担忧、国内疫情再度反弹推升避险情绪、美债收益率下行引发风险情绪共振, 最后一周国内股市大跌、“股债跷跷板”再现, 票据利率创新低显示银行信贷投放可能不佳, 以及 7 月 29 日-30 日央行连续加量开展 300 亿元逆回购操作, 使得月末资金面不紧并提振市场对资金面的乐观预期等因素, 也对 7 月债市的持续上涨起到助推作用。

8月市场展望:受“基本面承压+货币边际宽松”预期以及避险情绪支撑,8月债市仍将处于相对有利的环境。主要利多因素包括:7月30日召开的中央政治局会议释放出外部形势更加复杂、国内基本面边际走弱、货币政策延续结构性宽松的信号;7月31日公布的7月制造业PMI继续回落,印证经济边际放缓压力,且从高频数据看,8月中旬公布的7月经济数据难有超预期表现;近日国内疫情持续扩散,避险情绪料进一步发酵,并将强化经济下行预期;8月公布的7月信贷数据或不及预期。利空因素方面,8月地方债发行量将达到万亿规模,中下旬债市可能会面临供给扰动,但无需过度担忧——在基本面和政策面对债市有利的局面下,供给因素不会改变整个债市走向。

策略建议:短期内仍建议以继续持有为主,但不建议过度追多。尽管当前债市环境依然有利,但利率进一步下行会受到政策利率制约,下降空间已然有限。预计年内后续10年期国债收益率将大致在2.8%-3.0%之间震荡,中枢在2.9%附近。故2.8%以下时,如仓位较高,可以考虑降一些仓位、锁定部分盈利;而利率回调至3.0%上方时,则是比较合适的加仓机会。

1. 7月市场回顾

7月债市加速上涨。当月10年期国债期货主力合约上涨1.96%,月末冲破100,创去年7月以来新高;现券方面,7月10年期国债收益率向下轻松突破3.0%和2.9%两个阻力位,月末降至2.84%,较上月末下降

24.15bp，也已回到去年 7 月初的水平。从收益率曲线变化来看，7 月资金面整体偏松，资金利率中枢下移，带动债券短端利率走低，月末 1 年期国债收益率较上月末下行 29.47bp，下行幅度超过长端，收益率曲线陡峭化下移。

图 1 7 月末 10 年期国债期货价格和现券收益率均已回到 2020 年 7 月初水平

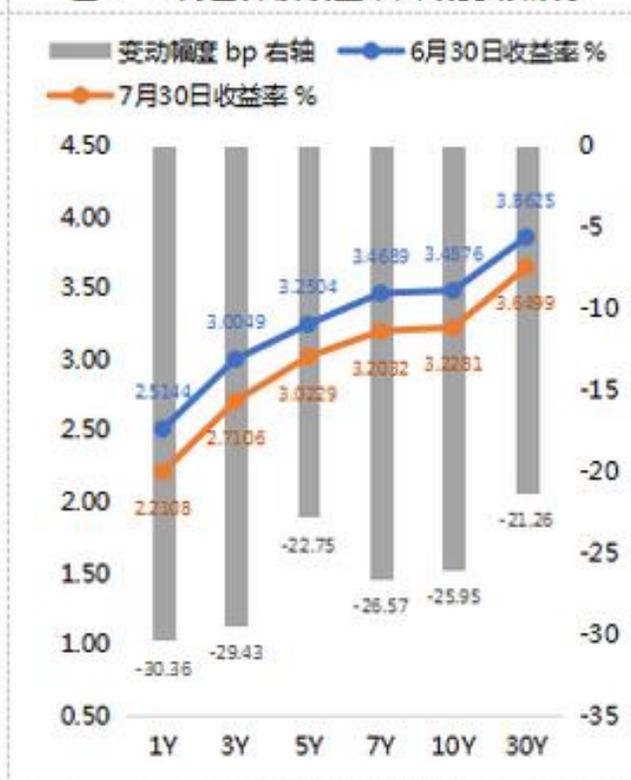


数据来源: Wind, 东方金诚

图2 7月国债收益率曲线变动情况



图3 7月国开债收益率曲线变动情况

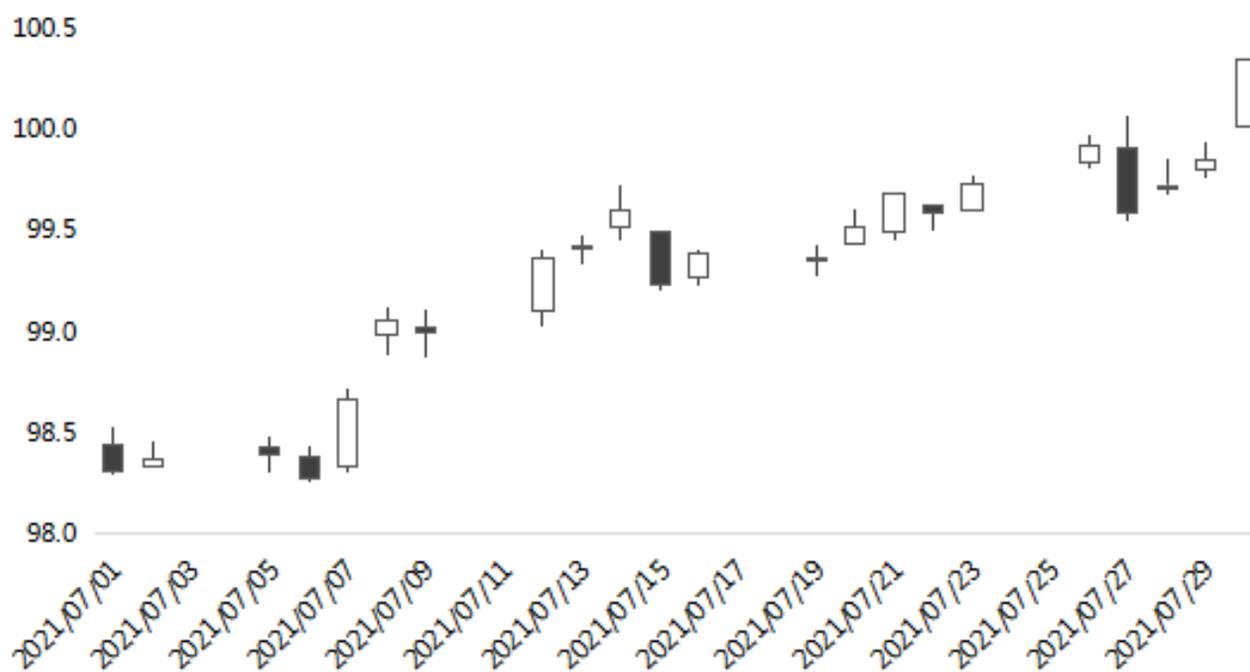


数据来源: Wind, 东方金诚

从影响因素看，7月债市大涨的触发因素是央行超预期全面降准，引燃市场做多情绪。从7月7日国常会提到降准到7月9日央行宣布降准，出现两轮预期差，助燃7月中上旬债市大涨。一是在国常会提到降准前，市场对降准并没有什么期待，反而对央行因通胀上行收紧货币政策有所担忧，这是第一轮预期差。二是在国常会提到降准后，市场对于降准会否落地、落地方式和释放资金量的预期仍相对谨慎，多数认为会采取定向降准方式，释放的资金量也会比较有限，甚至有观点认为可能不会落地。因此，央行7月9日即宣布7月15日实施降准，这一时点快于预期，且全面降准的方式和释放的1万亿资金量也均超出预期，这是第二轮预期差。在两轮预期差的影响下，市场对于后续货币政策的预期向着宽松方向迅速调整，并开始交易降息的可能性。

到 7 月 15 日，此次全面降准落地，同日央行开展 1000 亿元 MLF 操作，但维持利率不变，市场降息预期暂时落空，债市大幅回调，当日 10 年期国债期货主力合约下跌 0.42%。但回调并未持续，从 7 月 16 日起，债市进入小幅震荡上涨过程。这一过程一直持续到 7 月 27 日，当日债市午盘拉涨后尾盘突现暴跌，全天大幅收跌，可能的原因有二：一是外围传言美国可能会限制美国基金在中国的投资，尽管消息并未得到官方证实，但估计受多头恐高效应影响，市场反应剧烈；二是可能有部分重仓互联网、教育等行业港股的外资产品因补充流动性需要而卖出人民币债券。而在经过 27 日的剧烈波动后，7 月 28 日市场情绪偏弱，债市表现相对平淡，小幅收跌。但到 7 月 29 日，央行加量操作 OMO，提振债市再度恢复上涨，并在 30 日扩大涨幅。

图 4 7 月 10 年期国债期货主力合约涨跌情况



数据来源：Wind，东方金诚

在市场博弈降息未果的情况下，7月中下旬债市延续涨势的核心原因是，尽管降息预期暂时落空，但宽松预期并未证伪，同时，政策向宽松方向调整也使得市场对于下半年经济下行压力加大的预期升温，认为央行全面降准是在为潜在经济下行压力提前进行政策对冲。由此，“货币边际转向宽松+经济下行压力加大”的预期共同支撑债市多头情绪。

此外，城投和地产领域监管持续加码加剧经济下行担忧、国内疫情再度反弹推升避险情绪、美债收益率下行引发风险情绪共振，最后一周国内股市大跌、“股债跷跷板”再现，票据利率创新低显示银行信贷投放可能不佳，以及7月29日-30日央行连续加量开展300亿元逆回购操作，使得月末资金面不紧并提振市场对资金面的乐观预期等因素，也对7月债市的持续上涨起到助推作用。

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_34140

