



靳毅：中短债行情会反转么？



意见领袖 | 靳毅

二季度资金利率出现了明显下行，但仅 1 年及以下券种收益率下行。

7 月份之后，为何做多情绪开始蔓延至 3-5 年品种？我们认为这两段行情之间的差别在于：

(1) 专项债资金集中下拨，使得流动性宽松的时长和幅度超出市场预期；(2) 7 月以来地产风险、就业压力上升，降低央行紧缩的可能性；(3) 利率债供给下降，“资产荒”进一步凸显；

展望下半年中短债行情，我们认为应主要把握两个时间窗口：

(1) 资金利率的拐点可能在 8 月底出现。需关注 8 月底后资金利率上行，可能带来的 1 年及以下品种的反转行情。(2) 央行若不主动收拢流动性，本轮资金利率可能要到年底才回升至中性水平。在此背景下，3-5 年利率债品种由于利差较高，在资金利率上行的前中期仍有“安全垫”。

风险提示 财政投放不及预期、央行货币政策超预期、海外通胀超预期、历史数据无法预测未来走势，相关资料仅供参考。



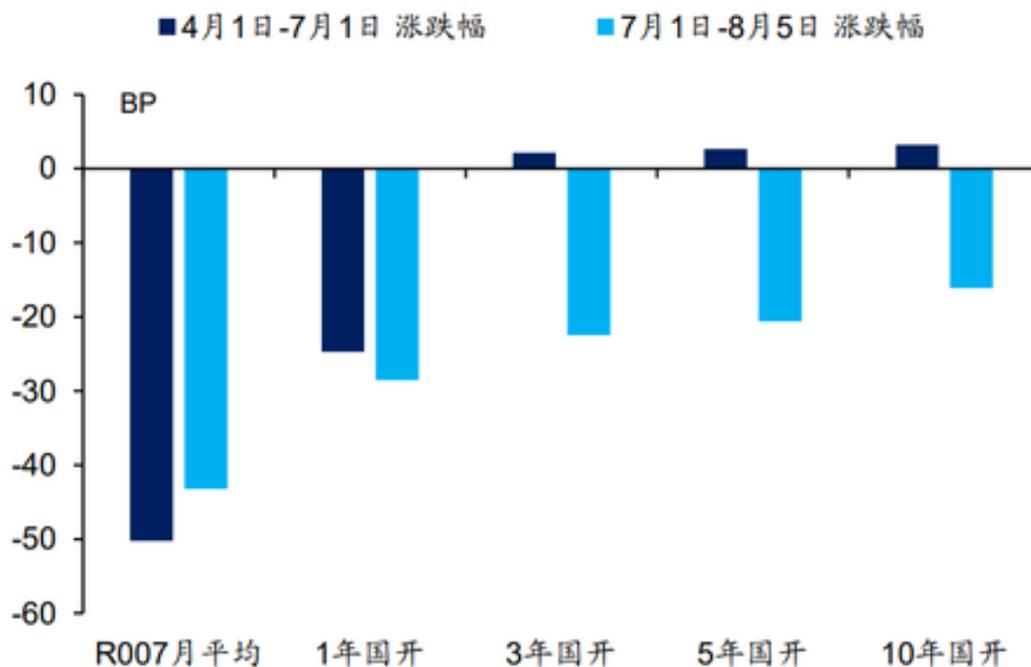
正文：

1、7月中短债行情复盘

7月份以来，利率债主要期限收益率均出现明显下行，中短端下行更多。对于近期的中短债行情，市场主要将其归因于资金面的宽松。

有意思的是，二季度资金利率同样出现了明显下行，但仅1年及以下券种收益率下行。7月份之后，为何做多情绪开始蔓延至3-5年品种，这两段行情之间有什么差别？对此我们做出以下分析：

图 1: 7 月份后, 做多情绪向 3-5 年期限品种蔓延



资料来源: Wind、国海证券研究所

(1) 专项债资金投放, 带来流动性宽松“下半场”;

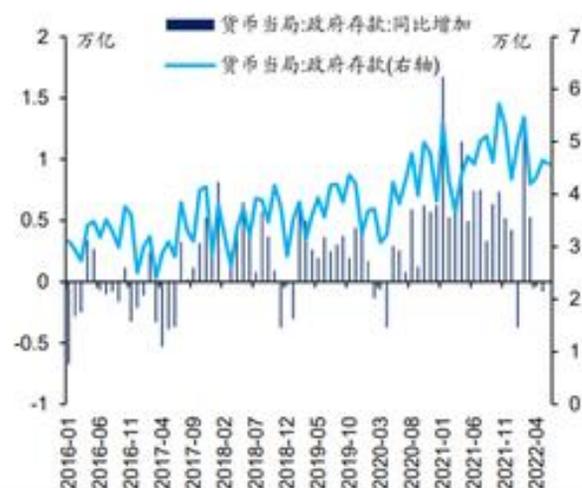
二季度资金面宽松, 主要是源于 1.64 万亿“留抵退税”有效补充超储。但是此种宽松来源于财政投放, 而非央行长期下调资金利率中枢, 属于暂时性的宽松。因此市场对于做多 3 年及以上品种, 一直抱有谨慎的态度。

然而 7 月份后留抵退税基本结束, 资金面却并未收紧、反而进一步宽松。R007 月平均从 7 月初的 2.04% 下行至 8 月 5 日 1.6%, 资金面宽松的时长和幅度超出市场预期。

对于这一现象, 我们早在 6 月 26 日的报告《三季度资金面怎么看?》中就有过分析, 判断 8 月底前万亿专项债资金下拨, 仍会对流动性形成补充, 使得流动性宽松还有下半场。与此同时, 从绝对值上来看, 7、8 月份

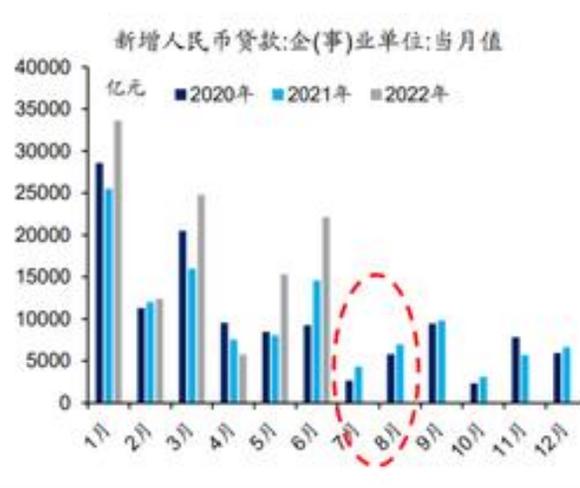
又是全年企业信贷扩张偏弱的月份，信贷投放不足以消耗掉专项债下拨带来的超储。因此当前流动性宽松的格局，会一直持续到专项债资金下拨的 8 月份。

图 2：专项债加快发行推动二季度政府存款增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 3：7、8 月企业信贷投放较低



资料来源：Wind、国海证券研究所

(2) 地产风险、就业压力降低央行紧缩的可能性；

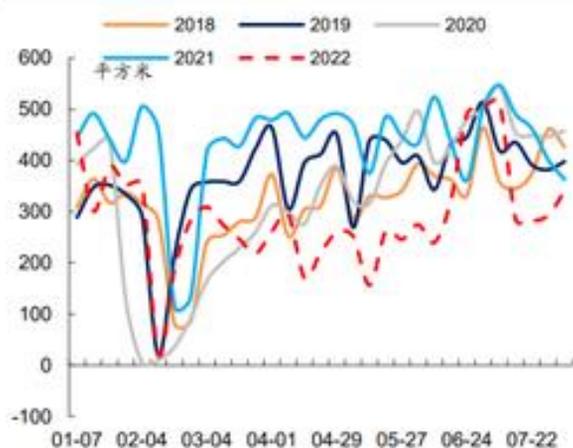
二季度，市场不敢做多 3 年期以上品种的另一担忧，是央行可能会为了打击“资金空转套利”，主动收拢流动性，造成 2020 年 6 月份行情的重演。

但时间进入 7 月份后，由于房地产风险局部出现，地产销售再度下行。央行出于防风险的目的，较难做出主动紧缩的操作，因此本轮资金面宽松持续的时间可能更长。

除了地产防风险的角度之外，在报告《三季度资金面怎么看？》中我们也指出：7 月份为大学生毕业季，从 2018、2019 年历史来看，毕业季

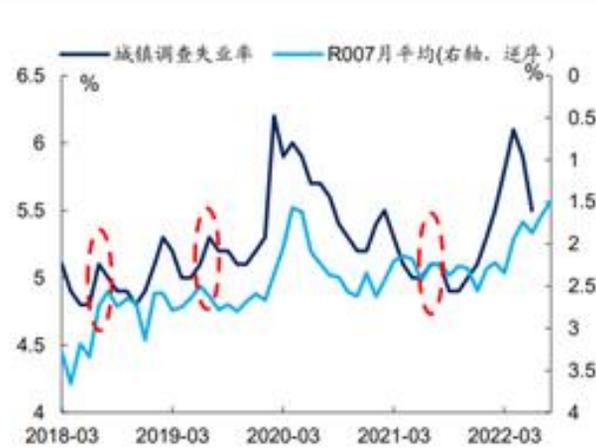
时总体失业情况倾向于上行。而央行对于短期流动性的管理，与就业形势高度相关。因此在三季度就业市场仍不稳定的情况下，央行可能不会主动从银行间提取流动性，重演 2020 年 6 月份行情。

图 4：7 月以来 30 大中城市商品房成交恶化



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：毕业季时，流动性趋于宽松



资料来源：Wind、国海证券研究所

(3) 利率债供给下降，“资产荒”进一步凸显；

随着 6 月份地方专项债发行高峰的过去，7 月份利率债净融资 4151 亿元，无论是环比还是同比均有下降。利率债供给收缩，推动利率下行行情向中长期期限蔓延。

尽管国常会提出，新增 8000 亿元政策性银行贷款额度。但我们曾在 6

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_44918

