

正文目录

本周策略观点:	4
风险提示	11
实体经济观察	12
通胀	13
流动性跟踪	15
债券及衍生品	18

图表目录

图表 1: Q1: 当前您最关心的宏观话题是? [多选题]	5
图表 2: Q2: 信贷挤水分过程中, 您最关注哪些点? [多选题]	5
图表 3: 近期央行对长债的表态	6
图表 4: Q3: 您如何看待本轮地产政策放松对债市的影响? [单选题]	7
图表 5: Q4: 未来三个月, 您认为 30 年国债的运行区间更接近? [单选题]	7
图表 6: Q5: 未来三个月, 您认为资金面会? [单选题]	8
图表 7: Q6: 未来三个月是否还会降准、降息 (降 MLF 利率)? [单选题]	8
图表 8: Q7: 未来央行公开市场操作买卖国债可能性有多大? [单选题]	8
图表 9: Q8: 您对短期和中长期债市的看法是? [单选题]	9
图表 10: Q9: 您认为未来三个月, 收益率曲线整体会? [单选题]	9
图表 11: Q10: 以 3 年 AA+ 中票为代表的信用利差整体会? [单选题]	10
图表 12: Q11: 在各类债券品种中, 您在未来三个月最看好?	10
图表 13: Q12: 未来债市想获得超额回报应该在哪个点着力? [多选题]	11
图表 14: Q13: 在未来三个月看好哪类大类资产的投资机会? [多选题]	11
图表 15: 高炉开工率	12
图表 16: 江浙织机开工率	12
图表 17: 30 大中城商品房成交面积	12
图表 18: 百城土地成交面积	12
图表 19: 进出口运价指数	12
图表 20: 粗钢日均产量	12
图表 21: 猪肉价格	13
图表 22: 蔬菜价格指数	13
图表 23: 原油价格	13
图表 24: 焦煤、动力煤价格	13
图表 25: 螺纹钢价格	13
图表 26: 阴极铜价格	13
图表 27: 水泥价格	14

图表 28： 大宗商品价格指数（能源、钢铁、有色） 14

图表 29: 公开市场操作与到期	15
图表 30: 未到期资金期限结构 (逆回购+MLF+国库现金定存)	15
图表 31: 本周资金到期提示	15
图表 32: 政策利率	15
图表 33: 7D 逆回购、R007、DR007	16
图表 34: 同业存单与 MLF	16
图表 35: 质押式回购成交量	16
图表 36: 汇率与中美利差	16
图表 37: 外汇储备环比变动	16
图表 38: 货币基金、银行理财收益率	17
图表 39: 票据贴现利率	17
图表 40: 实体融资利率	17
图表 41: 国债收益率走势	18
图表 42: 利率债双周涨跌	18
图表 43: 期限利差	18
图表 44: 国开债隐含税率	18
图表 45: 信用利差	18
图表 46: 中美利差 (10 年期国债)	18
图表 47: 利率互换	19
图表 48: 国债期货	19

本周策略观点：

上周金融经济数据公布，地产政策扰动不断，叠加特别国债发行，债市波动较大。周一，周末发布的金融数据偏弱，上午公布的特别国债发行信息显示发行节奏平缓，A股收跌，收益率全线下行。周二，早盘资金面相对宽松，债市收益率先下后上。周三，央行MLF平价等量续作，叠加房地产收储方案新闻扰动，收益率整体上行，短端相对强势。周四，受地产去库存、化债12省基建放松等影响，收益率全线上行。周五，金融时报发文表示“2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间”，经济数据结构分化，30年特别国债中标利率2.57%，地产政策利好密集释放，债市收益率一波三折。全周来看，10年国债、10年国开和30年国债利率较前一周均下行近3bp。10-1年国债期限利差走阔约7bp，信用利差中短端收窄、长端小幅走阔。

上周是信息密集度较高，金融经济等数据相继落地、地产政策密集发布、超长特别国债开启发行、各类传闻扰动市场，投资者预期出现快速变化。为捕捉市场最新预期，我们在5月17日进行了本月债市问卷调查。在此对结果进行汇总分析，以飨投资者。

本期调查结果显示：

- 1) 投资者近期关注的宏观话题主要集中于房地产政策及走势、货币政策、特别国债与地方债供给，也有部分投资者对美联储降息、经济高频数据有所关注。
- 2) 基本面与政策方面，多数投资者认为本轮“去库存”为重心的地产政策放松对债市影响有限；更关注信贷挤水分过程对机构行为以及银行体系的冲击；倾向于降准但不降息，认为未来三个月央行“有一定可能”公开市场操作买卖国债。
- 3) 债市判断方面，多数投资者短期（三个月）对债市看法偏中性/空居多，中长期（年内）仍倾向于看多。曲线上，多数投资者认为未来三个月收益率曲线整体会“陡峭化”，以3年AA+中票为代表的信用债信用利差整体会基本持平。
- 4) 操作方面，波段仍然是投资者较青睐的策略，权益暴露青睐度亦有所提升。品种方面对短端利率债偏好明显提升，对长端/超长端偏好有所下降，转债的偏好度提升（我们在4月份建议提升仓位，短期建议保持为主）。
- 5) 大类资产选择方面，股市、黄金、大宗商品等大类资产更受青睐，债市偏好相对下降，对房地产判断回暖。

具体如下：

Q1：（多选）当前您最关心的宏观话题是？

A1：“房地产政策及走势”、“货币政策（降准降息、央行对长债态度、二级买卖债等）”、“特别国债与地方债供给”是投资者当下最关心的宏观话题，另外还有不少投资者选择“经济高频数据”和“美联储降息”，关注“地缘事件”和“社融数据”的投资者不多。

点评：市场对地产政策关注度遥遥领先，之后是货币政策和政府债供给。周五地产政策密集发布，央行打出“房贷利率+首付比例+公积金贷款+再贷款”组合拳（详见问题3），力图刺激需求、加快库存盘活，但收入预期、房价预期还有制约，收购建成未售库存有利于盘活存量，但后续仍需密切关注政策落地效果，例如可观察指标：1) 短期带看成交改善情况；2) 去库存实际效果，包括待售商品房面积、库存去化周期等直接性指标；3) 房价预期等决定地产循环的关键因素等。

市场对货币政策关注度较高，尤其是央行近期密集向市场喊话传达对长债的观点，以及后续可能的降息降准、二级市场买债等操作，都会对市场造成直接且较大的影响。

特别国债5月17日开启发行，第一期招标结果中规中矩。特别国债发行计划公布，看似供给压力可控，但若叠加前期发行速度偏慢的地方债（发行节奏不确定性较大），某些时点仍有供给压力。此外特别国债用途也需关注，主要用于“两重”建设。

Q2：（多选）信贷挤水分过程中，您最关注哪些点？

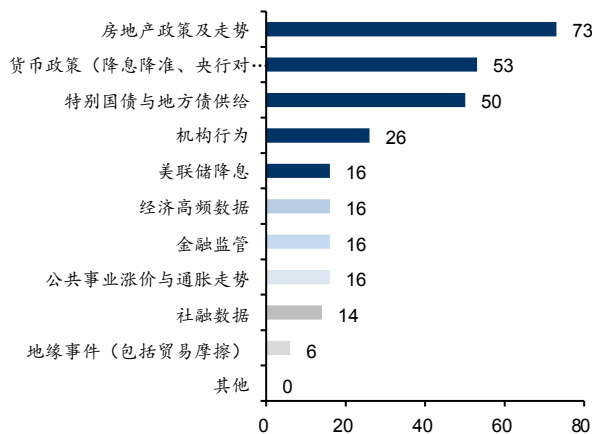
A2：调查问卷显示，较多投资者选择“存款搬家及机构行为”、“银行体系缩表”和“资金面冲击”，选择“金融数据表现”和“基本面冲击”的投资者相对较少。

点评：我们在 5 月 15 日的报告《社融指标：经验失灵后的思考》中曾分析挤水分对基本面的影响，整体来看信贷挤水分本身对经济的实际影响和企业真实融资需求的影响不大。从问卷结果来看，信贷挤水分过程中市场更关注对机构行为以及银行体系的冲击。

对机构行为影响来看：

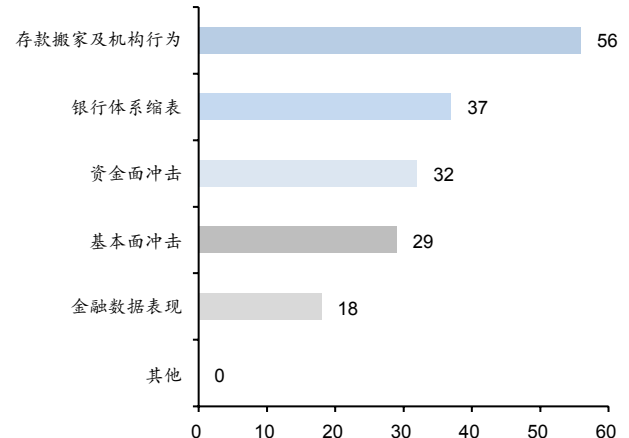
- 1) 银行：一是大行低息投放信贷行为将受到抑制；二是小行拉存款动力下降，扩表速度降低，前期“大行放贷、小行买债”逻辑或有所改变，但主导债市的关键仍是实体融资需求。大行预计将加大协议存款、同业存单、同业存款的操作力度。此外关注监管对小行买债态度的变化，若不支持（买长债），也将影响小行买债行为。
- 2) 理财：短期内存款搬家造成理财规模急剧膨胀，禁止存款手工补息使理财被动更多配置债券，短期信用债和存单、中短期利率是受益者。不过长期来看，金融被动缩表不利于理财规模的进一步扩张。此外，禁止手工补息的“次生”影响也值得关注。此前不少理财已按照手工补息的利率计提净值，若银行前期承诺补息利率无法兑现，将造成后续理财净值处理的难题。

图表1：Q1：当前您最关心的宏观话题是？[多选题]



资料来源：调查问卷，

图表2：Q2：信贷挤水分过程中，您最关注哪些点？[多选题]



资料来源：调查问卷，

Q3：（单选）您如何看待本轮以“去库存”为重心的地产政策放松对债市的影响？A3：69%的投资者认为本轮以“去库存”为重心的地产政策放松对债市的影响有限，21%的投资者认为“影响较大”，6%的投资者选择“几无影响”，还有 4%的投资者选择“看不清”。

点评：5 月 17 日全国切实做好保交房工作视频会议召开，地产政策进一步大幅松绑。央行宣布取消全国层面首套房和二套房贷利率政策下限，首套/二套房首付下限降至 15%/25%，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，并设立 3000 亿元保障型住房再贷款（1.75%、1 年、可展期 4 次、21 家全国性银行可做）。

政治局会议后，地产政策出台的速度和力度均有提升，以旧换新是重点。从以旧换新的三种模式来看，按照地产供求关系、政府资金负担和市场关注度排序均是：政府收储>换房补贴>优化交易。政府收储（以旧换新点对点收储与存量房收储两种方式有所不同，具体详见 5 月 17 日报告《地产政策迎来新一轮放松潮》）是下一步关注重点。17 日会上何立峰提到，商品房库存较多城市，政府可酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房，继续推进三大工程等。以及结合央行的相关表述来看，限制条件似乎较多。

政府收储还有一定不确定性：1) 收储模式——中央还是地方收储？从操作场面或许还是地方政府收购完工未售楼盘为主；2) 规模——大面积铺开还是城市试点（目前超 40 城试点，预计还会有所扩大）；3) 资金来源？地方自筹还是中央支持，支持资金规模多大、成本多低、期限多长效果显然更好。央行已出 3000 亿再贷款，撬动 5000 亿贷款。关注后续是否还有 PSL、财政补贴等。根据华泰地产组测算，收储金额区间为 0.56-1.68 万亿元。当然，政府收储还有更多其他细节待确定，例如旧房收购标准、新房换购标准、定价标准（定价过高加重政府负担，定价过低不利于房价预期）、收储后转化为保障房的长期收益率等等。

从目前债券市场反应来看，对地产政策及走势的关注度已较此前明显上升，且伴随相关新闻对债券走势造成不小的影响。不过，地产的核心还是需求，长期看人口，短期看收入预期+投资属性，由于收入预期未改善、地产价格未出现良性上涨，让居民加杠杆存在难度。此外，本轮地产政策或不及上一轮棚改去库存政策力度。因此，我们的观点以及问卷调查结果来看，地产政策短期内对债市影响还有限。后续还需要继续观察关键指标，包括短期带看成交数据、去库存数据以及房价等。

Q4: (单选) 未来三个月，您认为 30 年国债的运行区间更接近？

A4: 57% 的投资者预期 30 年国债的运行区间在 2.5%-2.6%，28% 的投资者选择 “2. 0%-2. 7%”，11% 的投资者选择 “2. 4%-2. 5%”，2% 的投资者认为发行时将 “2. 4% 以下”，还有 1% 的投资者选择 “2. % 以上”。

点评：投资者的选择似乎反映出，对短期内 30 年国债的调整幅度并不担心。总结来看，后续 30 年国债的运行区间主要受以下因素影响：

- 1) **央行心目中的“合理”长债运行区间。**3 月以来，央行通过公开市场操作以及密集公开喊话等方式提示长债风险。周五央行主管金融时报头条文章《长期国债收益率反映经济增长预期，债券市场供求有望回归均衡》更是提到“2.5% 至 3% 可能是长期国债收益率的合理区间”。而这一区间相较于当前长债收益率明显偏高，对债市情绪有一定负面影响。

图表3： 近期央行对长债的表态

时间	场合	内容
2024/3/13	央行公开市场操作	逆回购从100亿缩量至30亿。
2024/4/1	央行公开市场操作	逆回购进一步缩量至20亿。
2024/4/3	央行一季度例会	在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。
2024/4/9	央行与三家政策行座谈会	当前经济正在稳步恢复，长长期资产的利率风险值得关注。
2024/4/23	中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访	随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。
2024/4/30	央行公开市场操作	逆回购放量至4400亿。
2024/5/6	央行公开市场操作	逆回购继续缩量至20亿。
2024/5/10	《2024年第一季度中国货币政策执行报告》	今年计划发行的政府债券规模不小，发行节奏还会加快，债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。
2024/5/17	金融时报	市场人士称2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间。

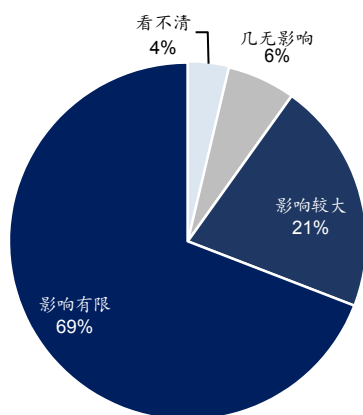
资料来源： ，

- 2) **特别国债发行情况。**上周财政部公布特别国债发行安排并于周五发行第一期 30 年特别国债，中标利率 2.57%，参与度尚可。中标利率较当时二级估值略高，带动利率小幅调整。后续考虑到特别国债发行节奏平缓，加之央行可能会在地方债+特别国债供给扎堆时点进行配合，故供给影响虽偏负面但整体可控。
- 3) **基本面与政策看好期权。**二季度经济数据同比大概率好于一季度，原因是低基数、地产政策、特别国债及出口等对数据偏有利，预计二季度实际 GDP 同比 5.7% 左右。不过经济内生动能更值得关注，目前来看仍偏弱。此外地产政策力度较大、效果不能证伪。因此，基本面和政策看好期权也将不时扰动市场。

1) **机构配置情况。**超长债主要配置机构——保险目前仍处于欠配状态，且对于 2.6% 以上绝对收益率债券接受度较好，将对超长债调整起到抑制作用。

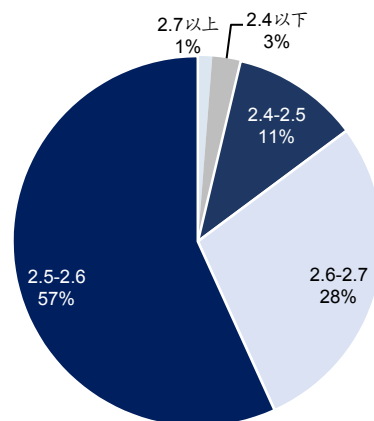
整体来看，前三个因素叠加三中前的风险偏好上升（影响很小），长债面临的环境整体不利，30 年国债在 2.4-2.5% 显然已经成为阻力区域。但保险等实际的配置压力仍然很大，调整空间不用担心，2.6% 及以上建议配置盘可入场参与。

图表4： Q3：您如何看待本轮地产政策放松对债市的影响？[单选题]



资料来源：调查问卷，

图表5： Q4：未来三个月，您认为 30 年国债的运行区间更接近？[单选题]



资料来源：调查问卷，

Q5：（单选）近期资金面出现“异化”，甚至出现非银向大行“倒灌”。未来三个月，您认为资金面会？

A5：较多数投资者认为未来三个月资金面“保持现状”（28%）、“小幅弱化”（27%），“波动增大”（26%），其次 17% 的投资者认为“小幅改善”，2% 的投资者选择“其他”。

点评：我们认为后续资金面将出现一些新的变化：

首先，从整体资金松紧来看，央行面临汇率制约+防空转要求，有必要把资金面维持在相对均衡水平，避免大水漫灌。但政府债供给在即，实体需求偏弱，也要通过降准等工具进行对冲。整体上面临两难境地，但基本面决定了稳中偏松取向没有变化。

其次，从近期资金“异化”情况来看，出现的原因是禁止手工补息背景下，大行存款流失并流入非银而造成的短期大行缺钱、非银资金过剩现象。大行资金短缺下，已通过存单提价增量、做多协议存款和同业存款等多种方式招揽资金，非银资金将在一定程度上重新流回银行体系，缓解“异化”现象。

第三，资金稳定性来看，预计政府债集中供给时点资金波动增大，季末特殊时间点资金波动要看银行冲存款会否实质缓解。以往银行季末冲存款行为会导致理财资金大量回表，非银融资压力增大，资金面阶段性趋紧。但随着金融增加值考核方式变化以及银行冲规模诉求减弱，季末冲存款压力预计会有所降低，但不排除银行通过理财引导存款回流可能，整体看季末资金稳定性有望略有增强。

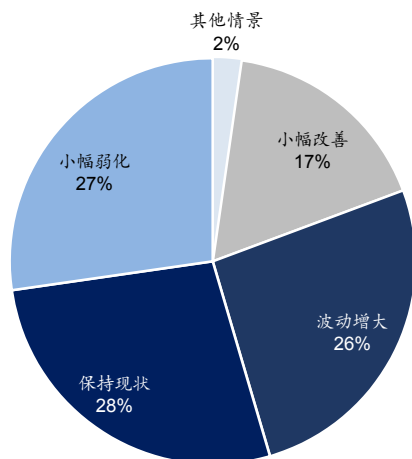
Q6：（单选）您认为未来三个月是否还会降准、降息（降 MLF 利率）？

A6：多数（42%）投资者认为后续会降准但不降息，其次 31% 的投资者认为会“降准、降息”，16% 的投资者选择“不降准、不降息”，11% 的投资者选择“降息但不降准”。

点评：关于降息，OMO/MLF 降息仍面临掣肘，包括美联储降息节奏、防空转要求等，调降概率不大。政治局会议的“降息”或更多指向 LPR、自律机制存款利率，调降概率较大。

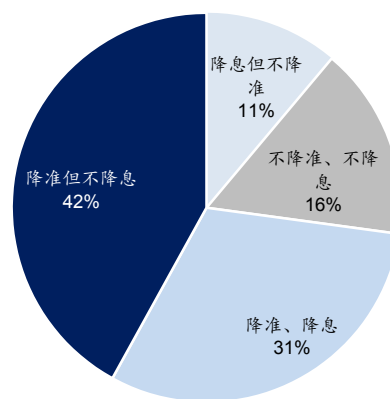
关于降准，考虑到政治局会议点名以及后续特别国债和地方债发行，未来两个月仍有不小的实施概率。第一，为7月份大会胜利召开营造良好的流动性环境；2、将视政府债供给情况而定；3、距离上次降准已经接近半年，符合以往降准惯例。但考虑到当前市场资金整体充裕，银行扩表速度的下降，即便降准，0.25%的幅度可能较为合适。

图表6：Q5：未来三个月，您认为资金面会？[单选题]



资料来源：调查问卷，

图表7：Q6：未来三个月是否还会降准、降息（降MLF利率）？[单选题]



资料来源：调查问卷，

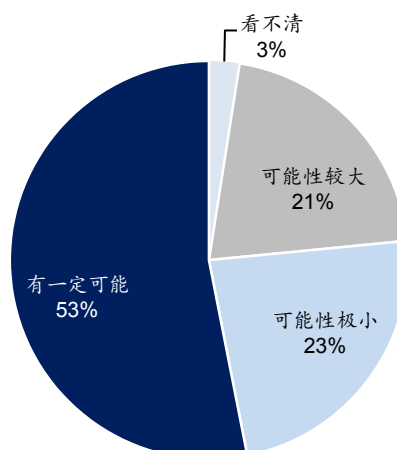
Q7：（单选）您认为未来三个月央行公开市场操作买卖国债的可能性有多大？

A7：

调查问卷显示，53%的投资者认为未来三个月央行“有一定可能”公开市场操作买卖国债，23%的投资者选择“可能性极小”，21%的投资者选择“可能性较大”，2%的投资者选择“看不清”。

点评：央行二级买卖国债是未来新框架的一部分，但短期或没有必要性。主要考虑，一是目前长端利率也基本在央行合意的区间之内，甚至略低，市场仍呈现资产荒，货币当局无意加剧这种状况；二是，央行也要避免其买卖行为干扰市场。与美国等直接融资市场不同，中国压低国债利率对经济等影响程度有限，但副作用很大；三是央行准备金、政策利率等正常货币政策工具的操作空间还较充足，需要避免买卖国债对市场预期的影响。显然，如果需要央行买卖国债，第一需要触发剂，比如市场偏离合理水平，需要央行出手纠偏；第二需要有明确的规则，比如美联储和日本央行都有明确的操作指引，才能起到政策引导、避免扰乱市场的作用。

图表8：Q7：未来央行公开市场操作买卖国债可能性有多大？[单选题]



资料来源：调查问卷，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/985200023332011220>