2021 年 01 月 26 日

固定收益研究团队

# 资金面的收紧：波段依然在眼前

## ——事件点评

杨为敦（分析师）
yangweixiao@kysec.cn
证书编号：S0790520050002

孟子君（联系人）
mengzijun@kysec.cn
证书编号：S0790120070014

● **当前的货币需求曲线非常陡峭，因此在月末冲击来临时，放大了利率的升幅**

这不是简单的月末冲击，资金面一个不可回避的脆弱性是：当前的货币需求曲线非常陡峭，利率对流动性的单位变化反应非常大：

1. 在经济基本面从偏大的冲击中开始修复的初期，银行资产端的久期都会缩到很短，而随着利率水平的上升，机构的久期也会慢慢拉长，这在一定程度上会给予利率上行的加速度；

2. 市场深谙目前的流动性尚未到达令人放心的拐点，因此预期也在加速利率的上行。

● **货币政策是推动利率上行的关键，但并不是货币政策即将收紧的坚实证据**

1. 在这个脆弱的系统下，货币政策是推动利率上行的关键，比起缩量来说，更令人担心的是投放期限的下降；

2. 但这似乎并不能成为货币政策即将重新收紧的坚实证据：

（1）当前的货币政策似乎只是忽视了对冲流动性的季节性颠簸，不排除其目的可能仅仅在于对套利盘的抑制；

（2）在经济基本面上，我们也尚无货币政策即将收紧的证据。至少短期来看，GDP 的环比增长水平是大概率下降的，且通胀的上升也无法在短期对冲掉 GDP 环比下降的压力。

● **在市场下跌之后，长端利率债的夏普比率反而是上升的**

1. 整体流动性如果中枢偏稳，后续的银行加久期可能会继续推动长端收益率下行；

2. 从短期来看，资金面的紧张时刻可能即将过去，当前 7D-3M 的利差水平已经降为负值，后续货币政策在 OMO 的节奏上大概率略微放量，且月末效应的结束也会推动资金面的恢复；

3. 春节的归乡难可能会导致节前所呈现的资金面压力低于以往。

● **建议在维持哑铃型配置的前提下，逢机积极加仓长端利率债**

（1）在这一轮利率债下跌后，波段的空间又重新被放大，下跌即是抄底良机，后续的 10Y 国债收益率依然有可能进一步向 3%靠拢；

（2）建议在维持哑铃型配置（着重配置 2 年/10 年附近的国开债，以及 3 年/10 年附近的国债）的前提下，逢机积极加仓长端利率债。

● **风险提示：** 货币政策超预期，经济复苏超预期。

相关研究报告

# 目　录

1、 推动利率上行的不单纯是月末冲击，货币政策是关键 ..... 3
2、 下跌即是抄底良机，建议积极加仓长端利率债 ..... 5
3、 风险提示 ..... 6

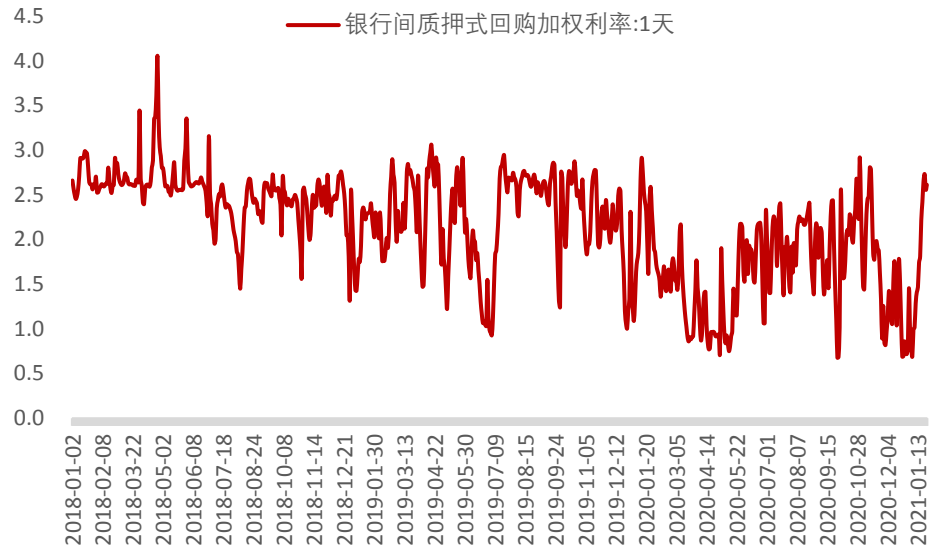
# 图表目录

图 1: 质押式回购利率在明显升高 ..... 3
图 2: 利率的波动率在不断加大 ..... 4
图 3: GDP 环比增长还存在向潜在水平靠拢的压力 ..... 4
图 4: 过去一个月以来，长端利率总体下降，而短端利率总体上升 ..... 5
图 5: 7D-3M 的利差水平已经降为负值 ..... 5
图 6: 春节客运量的减少大概率使得银行存款变化的幅度变缓 ..... 6

## 1、 推动利率上行的不单纯是月末冲击，货币政策是关键

**这不是简单的月末冲击，资金面不可回避的脆弱性是：当前的货币需求曲线非常陡峭，利率对流动性的单位变化反应非常大。**其一，在经济基本面从偏大的冲击中开始修复的初期，银行资产端的久期都会缩到很短，而随着利率水平的上升，机构的久期也会慢慢拉长，这在一定程度上会给予利率上行的加速度；其二，其实市场深谙目前的流动性尚未到达令人放心的拐点，一旦货币政策出现某些收缩的迹象，预期就会加速利率的上行。

**图1：质押式回购利率在明显升高**



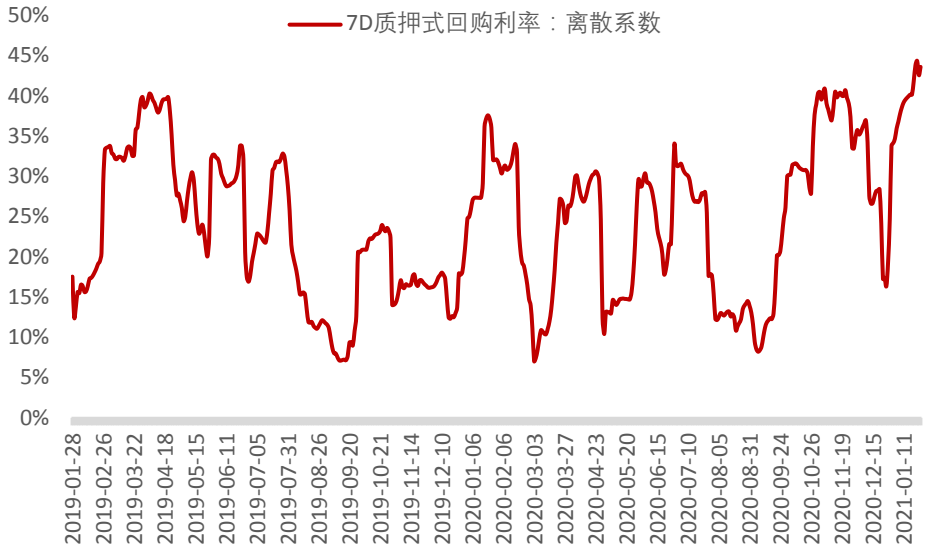

数据来源：Wind、开源证券研究所

**在这个脆弱的系统下，货币政策是推动利率上行的关键。**除了惜量之外，偏短的货币投放期限也成为市场的担心。其一：一月份仅存的三次偏大规模的逆回购都是不跨月的；其二：这一次央行并没有动用特别的手段去预先对冲春节压力，而在过去几年，货币政策往往会在春节来临前两个月就未雨绸缪，通过投放偏长期限的货币（例如 63D 逆回购、TMLF、临时性降准）去缓解节前的资金面压力。

**但这似乎并不能成为货币政策即将重新收紧的坚实证据。**

**（1）当前的货币政策似乎只是忽视了对冲流动性的季节性颠簸，不排除其目的可能仅仅在于对套利盘的抑制。**货币政策其实在长期流动性的供应上是偏充足的，譬如，一月的 MLF 净投放量依旧处于偏积极的状态；然而，货币政策并未对资金面的季节性（1 月月末、春节效应）波动预调微调，其原因可能是有意通过加大利率波动率的方式去抑制高企的利差所带来的增量套利盘。

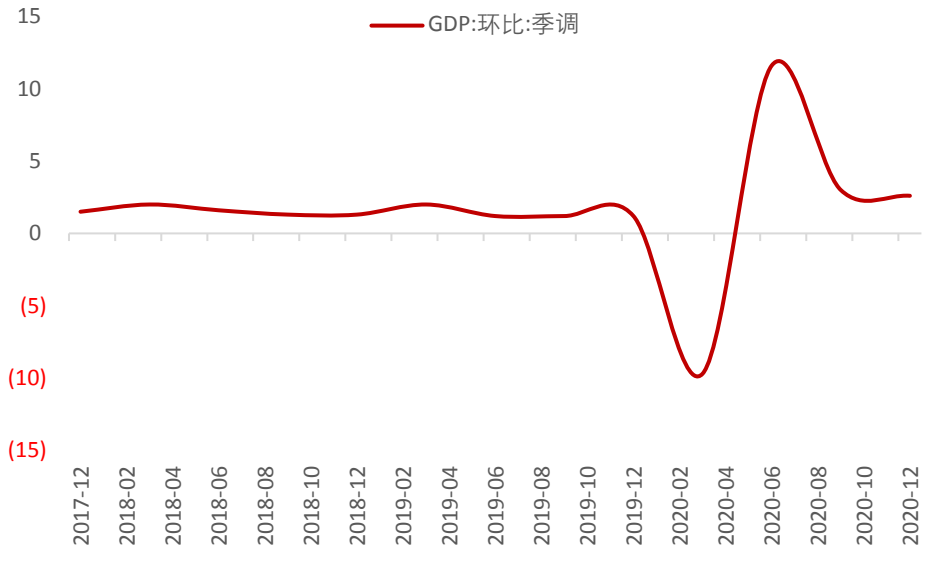
图2：利率的波动率在不断加大




数据来源：Wind、开源证券研究所

**（2）在经济基本面上，我们也尚无货币政策即将收紧的证据。**至少短期来看，GDP 的环比增长水平是大概率下降的，且通胀的上升也无法在短期对冲掉 GDP 环比下降的压力。抛开疫情对经济环比的可能性冲击不论，当前的经济环比增长本身就有从偏高的水平向潜在环比增长水平靠拢的压力（约 1.1%），在这部分压力释放完全之前，至少经济基本面不会给予货币政策过大的压力。

图3：GDP 环比增长还存在向潜在水平靠拢的压力



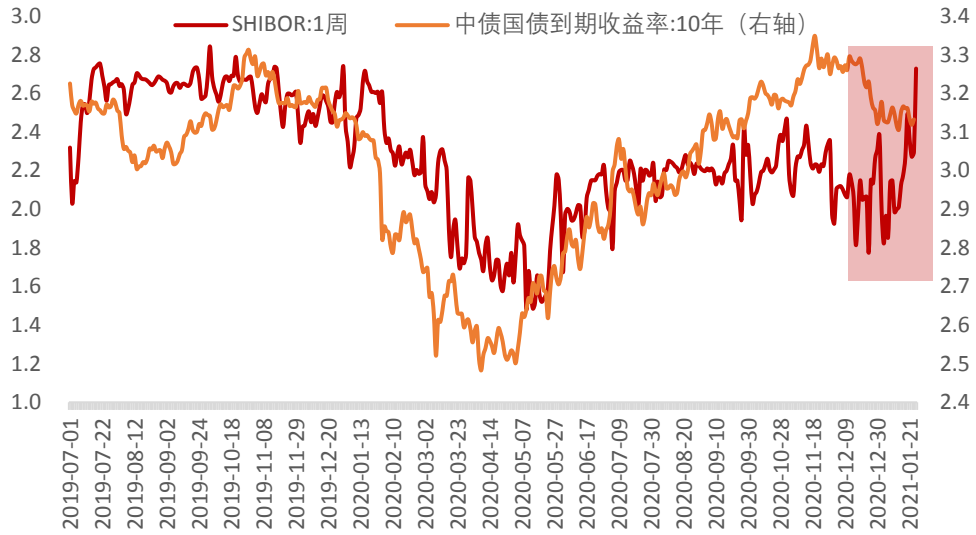

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 下跌即是抄底良机，建议积极加仓长端利率债

**在比之前更高的利率水平下，长端利率债的夏普比率反而是上升的。**

**（1）整体流动性如果中枢偏稳，后续的银行加久期可能会继续推动长端收益率下行。**一旦资金逐步从短端腾挪到长端，则会导致期限利差收缩。从过去近一个月的利率体系表现来看，所呈现的是资金加久期的标准情景：不但长端利率没有跟着短端利率上行，反而长端利率在短端利率上行时不断下降。从当前来看，短端资金利率还存在一些修复空间，因此，资金加久期对长端利率债的利好仍将持续。

**图4：过去一个月以来，长端利率总体下降，而短端利率总体上升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

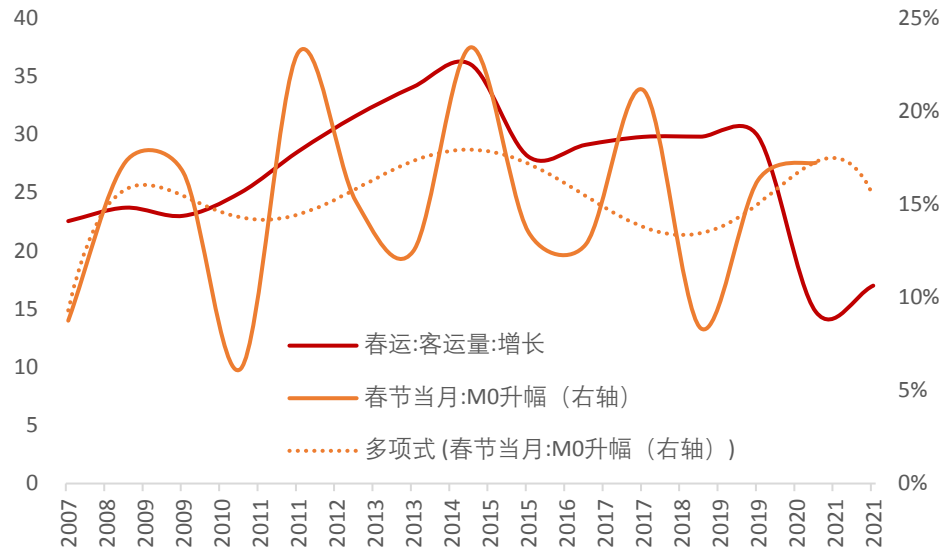
**（2）从短期来看，资金面的紧张时刻可能即将过去。**当前的 7D-3M 的利差水平已经降为负值，为了修正这种不稳定现象，后续货币政策在 OMO 的节奏上大概率略微放量，且随着月末效应的过去，资金面在短期就可能会出现相对明显的恢复。此外，春节的归乡难可能会导致节前所呈现的资金面压力低于以往。

**图5：7D-3M 的利差水平已经降为负值**




数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：春节客运量的减少大概率使得银行存款变化的幅度变缓




数据来源：Wind、开源证券研究所

**下跌即是抄底的良机，后续的 10Y 国债收益率依然有可能进一步向 3%靠拢。**在这一轮利率债下跌后，波段的空间又重新被放大，建议在维持哑铃型配置（着重配置 2 年/10 年附近的国开债，以及 3 年/10 年附近的国债）的前提下，逢机积极加仓长端利率债。

## 3、 风险提示

货币政策超预期，经济复苏超预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn