

“退空转”与引导债券利率下行相冲突吗?

打压资金空转与引导债券利率下行并不矛盾。由于国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，因此现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。“退空转”的货币政策边际收紧有可能渐近尾声。

- 自今年 2 月份起，中国央行率先进入抗疫模式，市场利率出现了超预期的下行，市场流动性明显宽松。随着 4 月份以来国内疫情得到控制，经济开始逐步恢复，预防性地调整刺激政策的力度，避免相关后遗症自然成为重要的政策考虑。
- 打压资金空转与引导债券利率走低并不矛盾。前期债券市场加杠杆套利，增加了短期资金需求，压低了短期债券的收益率。而遏制债市的过度炒作，有助于引导资金增加对中长期债券的需求，降低中长期债券发行的成本。5、6 月份债券收益率整体走高，但中长端利率回升较少。
- 现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。首先，国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，如果政策朝令夕改，不利于稳定市场预期、提振市场信心，甚至可能前功尽弃。其次，当前需要理顺货币政策传导，增加更“接地气”的金融服务供给。再次，“退空转”的货币政策边际收紧有可能渐近尾声。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品
(8610)66229236
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

6 月 17 日，国务院常务会议强调，要抓住合理让利这个关键，保市场主体，稳住经济基本盘。其中明确提出，要进一步通过引导贷款利率和债券利率下行等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。然而，5 月中下旬以来，为防止资金“空转”套利，央行货币政策边际调整，市场利率走高，债市出现震荡。如到 6 月底，10 年期国债收益率已到 2.9%附近，远高于 4 月份 2.5%左右的水平，接近 1 月底 3.0%的水平。那么，应如何理解近期债券收益率上扬与引导债券利率下行的关系呢?

一、前期市场流动性确实显得过于宽松

因为今年 1 月底新冠肺炎疫情率先在中国集中暴发，故自 2 月 3 日起中国央行较早就进入了抗疫模式，领跑全球央行抗疫工作。中国央行综合运用价格和数量工具，保持市场流动性合理充裕，引导市场利率走低，积极支持抗疫工作和企业复工复产（见图表 1）。

图表 1. 2 月份以来中国央行采取的主要货币政策工具

时间	货币政策内容
2 月 7 日	设立 3000 亿元抗疫专项再贷款
2 月 17 日	下调 MLF 利率 10 个基点至 3.15%
2 月 26 日	新增再贷款、再贴现额度 5000 亿元，同时下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点
3 月 16 日	实施普惠金融定向降准，同时对符合条件的股份制商业银行额外定向降准 1 个百分点
4 月 3 日	新增 1 万亿普惠性再贷款、再贴现额度；对中小银行定向降准 1 个百分点（4 月 15 日和 5 月 15 日各降 0.5 个百分点，分两次实施）；支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券，引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元
4 月 7 日	将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%
4 月 15 日	下调 MLF 利率 20 个基点至 2.95%
6 月 1 日	创设两项直达实体经济的货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划
7 月 1 日	下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点，下调再贴现利率 0.25 个百分点，下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点。

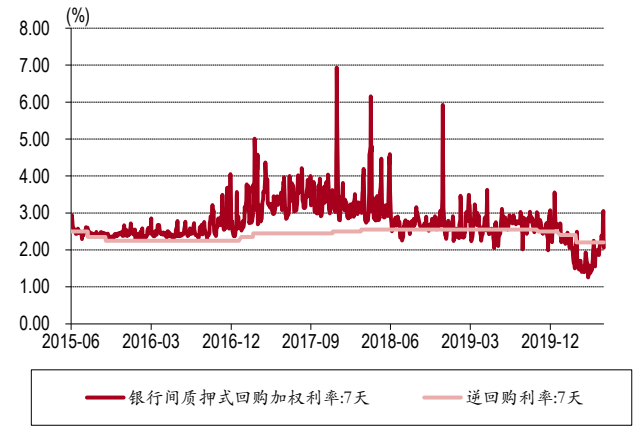
资料来源：中国人民银行，中银证券

对疫情造成经济停摆的冲击，各国面临的挑战前所未有，央行也没有什么现成的经验。但基本共识是，央行要果断采取行动，保持金融服务正常提供，金融市场照常运转，支持企业特别是中小微企业渡过难关。那么，在具体实施过程中，央行只能事急从权，哪怕明知有副作用、后遗症，货币政策也要先顾眼前。

在中国，特殊时期的货币政策，一方面，表现为广义货币供应和社融规模都出现了超预期的增长，较好支持了抗疫工作和经济社会发展。另一方面，表现为市场利率出现了超预期的下行，市场流动性明显宽松。

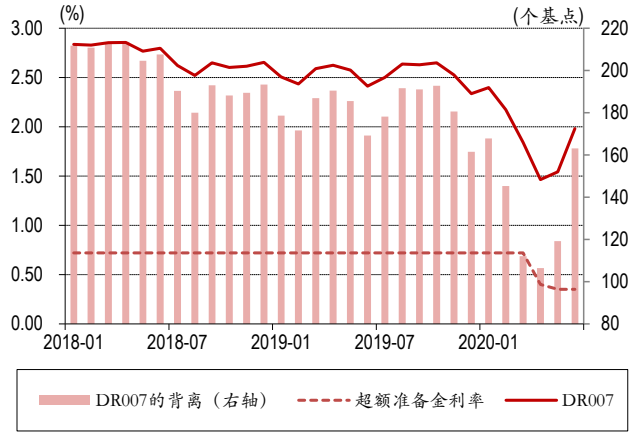
自 2 月初以来，7 天银行间质押式回购加权利率持续低于央行 7 天逆回购利率，且 4、5 月份日均负向偏离达到 61 个基点，远高于 2、3 月份日均 21 个基点的水平（见图表 2）。另外，7 天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）相对利率走廊的下沿——超额存款准备金利率的正向背离，4 月份降至日均不到 110 个基点，远低于 2019 年以来月度日均 160 个基点以上的水平（见图表 3）。

图表 2. 7 天银行间质押式回购加权利率与 7 天逆回购利率



资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

图表 3. DR007 相对超额存款准备金利率的背离

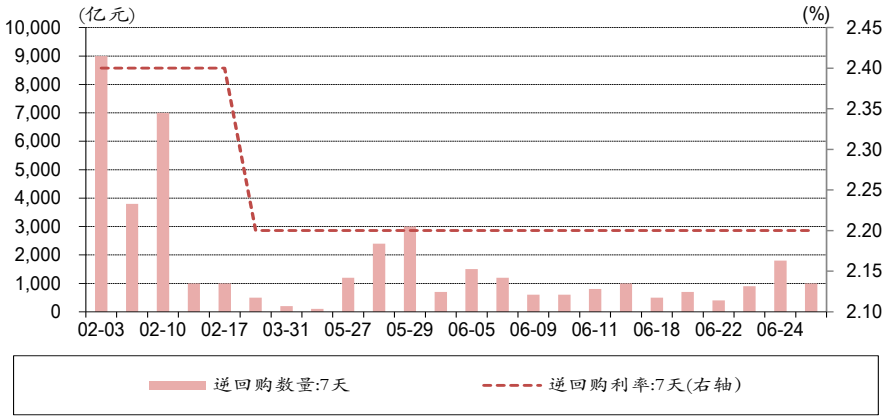


资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

自 3 月底以来，央行加大了公开市场 7 天逆回购的操作频率。3 月 20 日至 6 月 28 日累计 19 次，远多于年初至 2 月 17 日的仅 5 次。但是，央行一直维持低于市场利率水平的 2.20%的逆回购利率不变（见图表 4），这其实已向市场发出了预警。只是市场依然我行我素，隔夜和七天回购在 4 月底均出现近十年最低值，而 3 月银行间市场杠杆水平回升至 110%的近年来高位。个别领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头有所抬头。

这是货币宽松的副产品，也是需要付出的政策代价。但是，随着 4 月份以来疫情得到控制，经济社会活动逐渐恢复正轨，各项经济数据逐渐回暖，按照“风险应对要走在市场曲线前面”的部署，预防性地调整刺激政策的力度，避免相关后遗症自然成为重要的政策考虑。

图表 4. 今年上半年央行 7 天逆回购的数量及利率

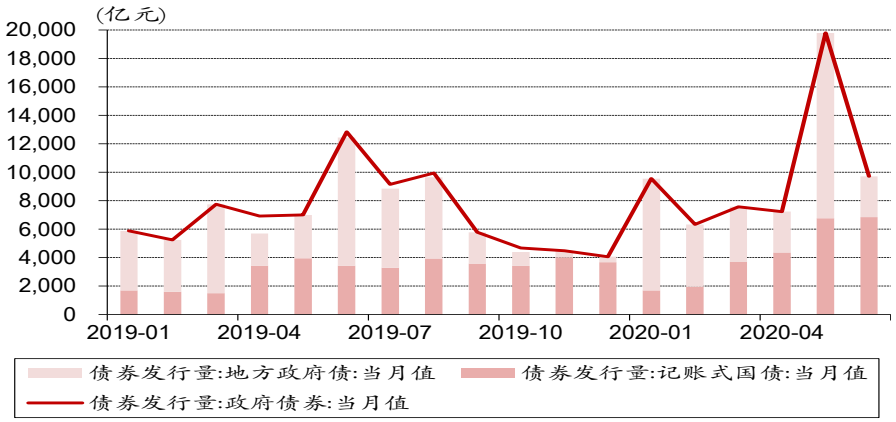


资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

二、5、6 月份债券收益率整体走高但中长端利率回升较少

随着宏观政策对冲力度加大以及全国两会顺利召开，最近两个月政府债券发行明显提速。上半年，政府债券累计发行 6.02 万亿元，同比增长 32%，其中，5、6 月份累计发行同比增长 49%，占到上半年发行量的 49%。具体来看，过去两个月，国债累计发行 2.53 万亿元，同比增长 84%，占上半年国债发行量的 54%；地方政府债累计发行 3.49 万亿元，增长 32%，占上半年地方政府债发行量的 46%（见图表 5）。

图表 5. 月度政府债券发行情况

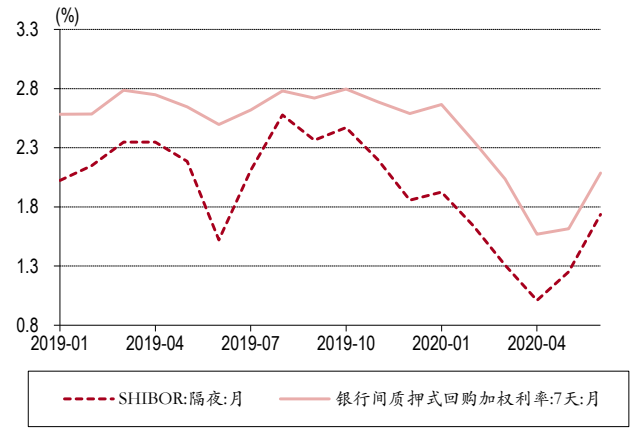


资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

因为这些债券都是市场化发行，债券供给大幅增加，资金供需矛盾进一步凸显。但是，除了早期宣布的中小银行降准 0.5 个百分点的措施于 5 月 15 日落地外，市场再没有等到央行新的降准和降息。这导致 5 月份以来，市场流动性趋紧，货币市场利率走高，债券收益率上升。

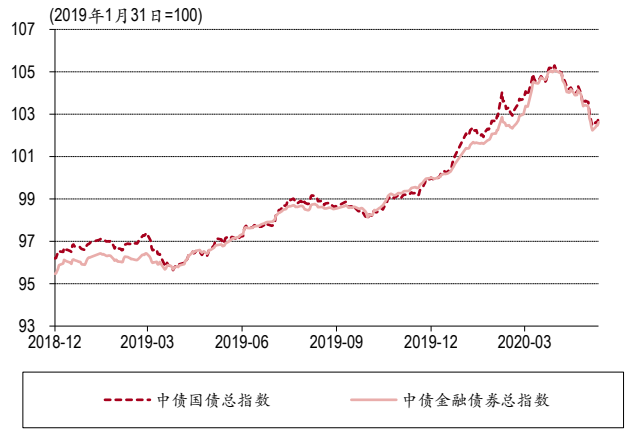
6 月份，日均隔夜上海银行间同业拆借利率（Shibor）较 4 月份的低点反弹了 73 个基点，较 1 月份回落了 19 个基点；日均 7 天银行间质押式回购加权利率较 4 月份反弹了 53 个基点，较 1 月份回落了 58 个基点（见图表 6）。与此同时，债市出现多头踩踏，5 至 6 月份，中债国债总指数和金融债券总指数分别累计下跌 2.3%和 2.4%（见图表 7）。

图表 6. 货币市场利率走势（月度日均）



资料来源：中国货币网，万得，中银证券

图表 7. 中债国债总指数和金融债券总指数表现



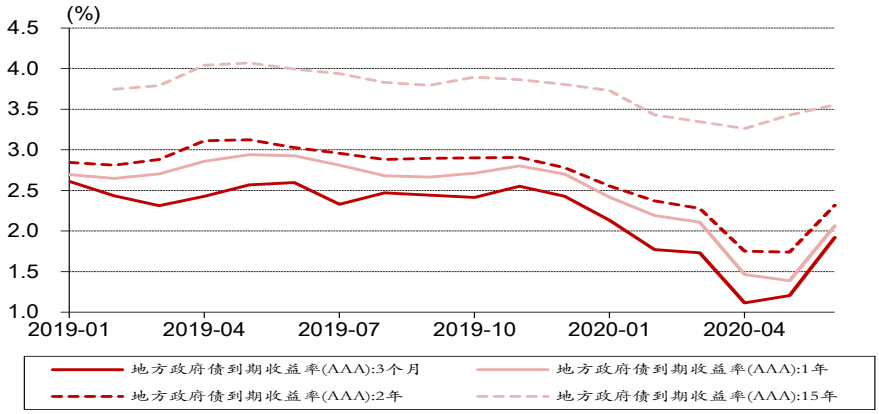
资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

不过，打压资金空转，与引导债券利率走低并不矛盾。据财政部统计，今年前 5 个月地方政府债券发行的平均期限为 15.2 年；国债发行也大都是中长期限，如近期发行的特别抗疫国债分别是 5 年期、7 年期和 10 年期。前期债券市场加杠杆套利，增加了短期资金需求，压低了短期债券的收益率。而遏制债市的过度炒作，有助于引导资金增加对中长期债券的需求，降低中长期债券发行的成本。

以 AAA 级地方政府债到期收益率为例。6 月份，3 个月期的地方政府债日均到期收益率较 4 月份的低点反弹了 81 个基点，较 1 月份回落了 21 个基点；1 年期的较 4 月份反弹了 60 个基点，较 1 月份回落了 35 个基点；2 年期的较 4 月份反弹了 57 个基点，较 1 月份回落了 24 个基点；15 年期的较 4 月份反弹了 29 个基点，较 1 月份回落了 17 个基点（见图表 8）。

可见，打击套利空转之后，债券发行期限越长，其收益率回升幅度越小。而且，从相对年初水平回落的幅度看，显示期限溢价趋于收敛，表明确有部分资金转向了中长期债券配置，缓解了供求矛盾。

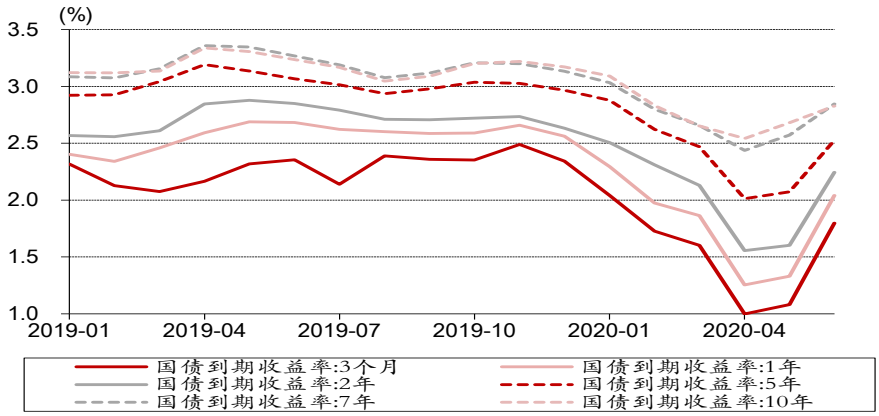
图表 8. 部分期限品种的 AAA 级中债地方政府债到期收益率（月度日均）



资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

国债到期收益率也呈现了类似的变化。6 月份，3 个月期的国债日均收益率较 4 月份低点反弹了 80 个基点，较 1 月份回落了 24 个基点；1 年期的较 4 月份反弹了 79 个基点，较 1 月份回落了 25 个基点；2 年期的较 4 月份反弹了 69 个基点，较 1 月份回落了 26 个基点；5 年期的较 4 月份反弹了 51 个基点，较 1 月份回落了 35 个基点；7 年期的较 4 月份反弹了 41 个基点，较 1 月份回落了 19 个基点；10 年期的较 4 月份反弹了 28 个基点，较 1 月份回落了 26 个基点（见图表 9）。

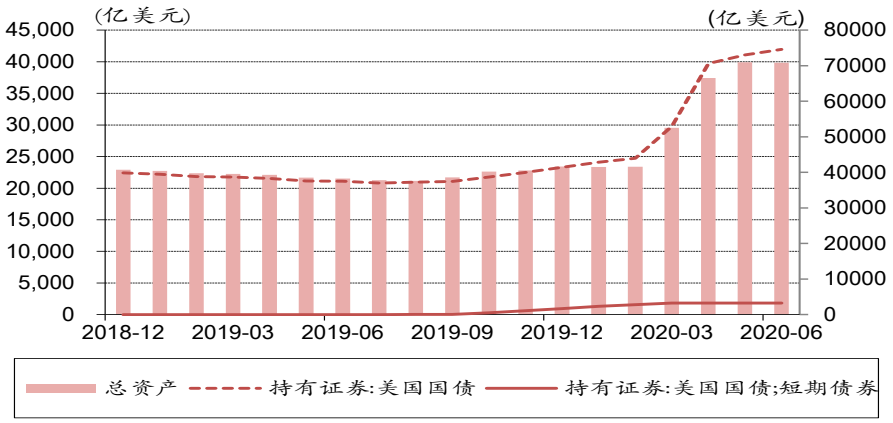
图表 9. 部分期限品种的中债国债到期收益率（月度日均）



资料来源：中债估值中心，万得，中银证券

当然，引导中长期债券利率下行，更为有效的手段应是央行直接调控市场中长期利率。如美联储今年上半年扩表 2.92 万亿美元，其中净增持美国国债占到 64%，净增持的国债中短期国债仅占 8%（见图表 10）。可见，美联储的数量型工具主要是国债，而且重点是中长期国债。这也是导致当前中美国债收益率差特别是中长期国债收益率进一步扩大的重要原因。

图表 10. 美联储的总资产及其持有的国债余额（月末）



资料来源：美联储，万得，中银证券

中国央行同期主要通过 3000 亿的专项贷款和 1.5 万亿的再贷款再贴现，以及降准等数量型工具释放流动性，扩大总量供给，解决企业融资难问题（见图表 1）。降准本是深度释放中长期低成本资金的手段。但自 4 月 3 日宣布对中小银行分两次累计降准 1 个百分点后，央行没有再动用这一工具。因为降准具有较强的刺激作用，如果频繁使用此工具，有可能造成政策信号混乱，不利于债市拆杠杆、退空转。同理，在国内通胀快速下行的情况下，央行也未如市场预期那样降息。

三、 当前货币政策只是边际调整而非彻底转向或退出

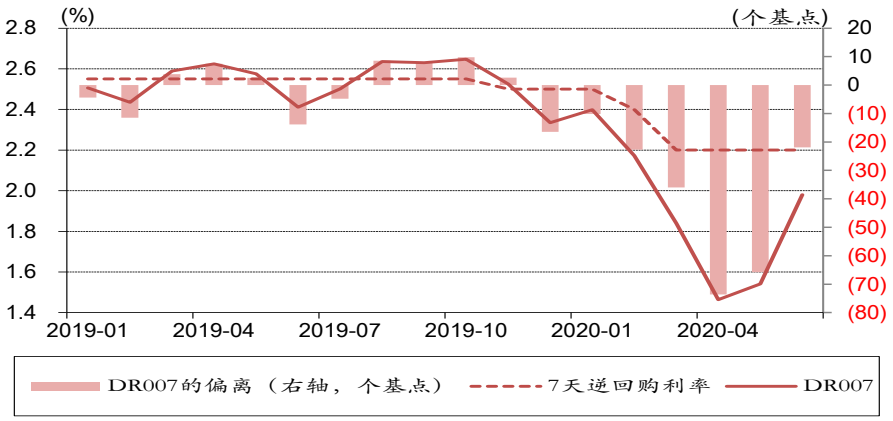
近来，因为连续两个月对于降息降准的预期落空，以及货币市场利率和债券收益率持续走高，引发了市场对于央行货币政策取向的关注。6 月 18 日易纲行长在陆家嘴论坛上提出，要注重防范道德风险，关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，以及 6 月 28 日央行货币政策委员会二季度例会提出，要把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，更是引发了市场对于货币政策退出的猜测。然而，这些应该是央行与市场沟通、预期引导的一部分，现在谈央行货币政策的正式转向或退出恐为时尚早。

首先，5 月底延期召开的两会刚刚定调“稳健的货币政策更加灵活适度”的具体内容，会后的相关会议及文件，都是在抓紧落实两会精神和工作部署。况且，两会记者招待会上，总理已明确表示，当前规模性政策是有力度的，但各种政策又是有储备的，如果形势有大的变化，随时可以果断出手。目前，国内外疫情发展和经济形势都具有较大不确定性，如果政策朝令夕改，不利于稳定市场预期、提振市场信心，甚至可能前功尽弃。事实上，目前无论利率还是存款准备金，均未出现反转，而只是在前期过度宽松的基础上暂停进一步的调整。

其次，当前需要理顺货币政策传导，增加更“接地气”的金融服务供给。为此，易纲行长在陆家嘴论坛上提到要注重政策设计的激励相容，周小川行长早前在清华全球金融论坛上还提到要完善风险承担机制。实际上，6 月初央行出台的两个货币政策工具创新，以及 7 月 1 日下调再贷款再贴现利率，都是完善激励机制，用经济手段调动银行信贷支持中小微企业的积极性。因此，疏通政策堵点、直达实体经济应该是下半年货币政策的关键。同时，这也助于减少货币政策漏损，减少货币宽松的后遗症。

再次，鉴于 DR007 的日均水平与 7 天逆回购利率的负向偏离由 4、5 月份的六七十个基点，到 6 月份收敛至二十多个基点，已接近 2 月份的水平（见图表 11），DR007 与超额准备金利率的正向偏离也重新回到了 160 个基点以上（见图表 3），故“退空转”的货币政策边际收紧有可能渐近尾声。其实，配合政府债券的巨量发行，尽管没有降准降息，但央行 5、6 月份也做了一些对冲操作。如 5 月份，央行资产负债表重新扩张了 7523 亿元，其中对银行净增加债权 7529 亿元；6 月份，在公开市场净投放货币 150 亿元的情况下，央行实施了 4 次 14 天逆回购操作“缩短放长”，并下调 14 天逆回购利率 20 个基点，累计投放资金 3700 亿元。

图表 11. DR007 与 7 逆回购利率的偏离



资料来源：中国人民银行，中国货币网，万得，中银证券

注：DR007 的偏离=月度日均 DR007-月末 7 天逆回购利率。

疫情不是世界末日，刺激不是免费的午餐。显然，对强刺激的期待过高，而低估了本届政府的政策定力，是导致前期债市多头踩踏的重要原因。日前，余初心在《正确认识非常事件应对的货币政策》一文中特别指出，市场利率自 4 月底触底回升后，前期盈利颇丰的机构纷纷获利了结，对于部分不舍得“下车”的，以及以抄底为目的“后上车”者，更应该秉持盈亏自负的良好心态。这实际上指出了，央行货币政策关注的是金融回归服务实体经济的本源，而非机构交易型的投资机会。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371