

2025年02月13日

资金面维持紧平衡，信用债布局宜尽早

主题报告

投资要点

- ◆ 春节后债市整体平稳，资金仍然是当前运行的关键因素。资金面变化始于节前央行公告决定阶段性暂停在公开市场买入国债，其后市场资金面逐步趋紧，现券日内波动幅度放大。1月央行再次公告当月买断式逆回购17000亿元，对MLF缩量、财政收支、春节现金带来的资金缺口稍有补充，市场整体维持紧平衡状态。从节后公开市场操作来看，央行继续维持公开市场净回笼的状态，投放弱于季节性。非银资金价格回落较多而银行资金价格虽有下降但处于相对高位，同时隔夜资金依旧不便宜，与七天品种多次倒挂。
- ◆ 截至2月11日，R001、DR001分别较1月27日上行21.50bp、20.66bp至1.94%、1.91%，R007、DR007则分别上行8.55bp、3.84bp至1.95%、1.90%，较1月低点则分别上行42.01bp、46.24bp、35.73bp、34.21bp。AAA1Y存单小幅上行3.25bp至1.75%，1M则大幅上行16.98bp至1.87%，显示银行缺负债的情况仍较为显著。往后看可能需要等到两会后特别国债和降准落地才能得到有效改善。若资金面持续处于紧平衡状态之下，对市场短期冲击可能时有发生，同时压制做多情绪。
- ◆ 资金面的桎梏反应在国债收益率上，体现出短端易上难下、长端窄幅波动的局面。截至2月11日，1Y、5Y、10Y、30Y国债较1月27日分别变动-3.69bp、1.55bp、-0.25bp、-6.00bp，较1月低点则分别变动24.90bp、8.70bp、3.08bp、-2.52bp。负carry环境中长端倒挂较少，且市场博弈货币宽松的资本利得预期，长端惜售情绪较浓。
- ◆ 进一步分析当前曲线平坦化的情况，自货币政策框架调整为短及长、确立7天逆回购的政策利率属性以来，1Y国债与OMO7D、1YAAA存单、DR007(MA20)、R007(MA20)差距逐步拉大，但相较于历史尚未达到极值水平。与此同时，由于监管淡化MLF政策利率色彩，长端失去定价锚。若以10Y-1Y期限利差为参考，则因为国债买卖过程中1Y国债收益率被动下行偏离，10Y也应该会间接受到影响。但2021年至2023年期间10Y-1Y中位数和平均值67bp左右与2024年8月至12月央行开展国债买卖期间的69bp左右变化不大，符合监管强调的“保持正常向上倾斜的收益率曲线”；30Y-10Y利差虽然由前期的45bp逐步稳定压缩至20bp左右，但节奏较为平稳，理解为更多是市场自发性调整导致的中枢下移。当前市场对于利率的定价差距，源于短端的预期与实际差异，2023年11-12月也曾出现因资金面中性趋紧、基本面预期回暖带来的短端回调而长端震荡的局面，10Y-1Y利差阶段性压缩至40bp以下，直到2024年1月短端收益率再次回到2%以下，长端才开始顺畅下行，与当前局面有一定相似之处。因此预计在短端重回前期低点前，长端可能难以实现有效突破。
- ◆ 从基本面的角度来看，尽管处于政策和数据的相对真空期，但春节后票据利率下行幅度以及监管淡化开门红的引导或说明信贷可能仍保持平稳状态。叠加地方政府化债诉求，置换债若前置发行，则存量高息资产规模可能进一步压缩加剧资产荒情况。本轮化债开启后城投债提前偿还规模、数量较前两轮减少，一方面因为当前存续城投债较多为借新还旧债券、单只规模持续压缩，另一方面近一年城投债发行利率已处于历史低位，提前偿还在缓释财政压力上的意义相对不显著。因此后续置换债对银行尤其中小银行资产端压力更大，带来配置需求进一步提升。

分析师

牛逸

 SAC执业证书编号：S0910523040001
 niuyi@huajinsec.com

相关报告

重庆市最大供排水一体化经营企业-渝水转债(113070.SH)申购分析 2025.1.9

中高端铝轧制材研发、生产和销售的龙头企业-银邦转债(123252.SZ)申购分析 2025.1.7

2024年12月信用债市场跟踪 2025.1.1

再看超长信用债 2024.12.25

医药流通业区域性集团化企业-南药转债(110098.SH)申购分析 2024.12.25

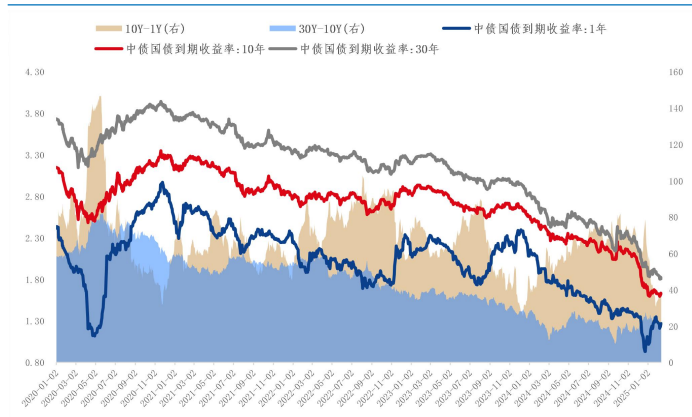


◆ 在利率横盘震荡、结构性资产荒难改的预期下，建议尽早布局信用债资产。截至 2 月 11 日，各期限等级中短票相对于 1 月 27 日变动不大，短久期品种变动多在 2bp 以内，但相较于 1 月低点，3Y 以内品种上行幅度均在 10bp 以上；长久期品种相对稳定，较低点上行多在 5bp 以内，超长期限如 15Y 则下行 4bp 左右。若资金利率短期无法回到前期低点，则短久期信用债在流动性偏弱的情况下，当前收益率仍显鸡肋。同时节后理财规模平稳回升，从配置资金角度结合历史二季度信用债表现，中长久期信用债仍有下行的空间。与过往区别在于，对于负债端相对稳定的机构，下沉和拉久期可能需要同步进行，才能在全年维度实现收益目标。

◆ 风险提示

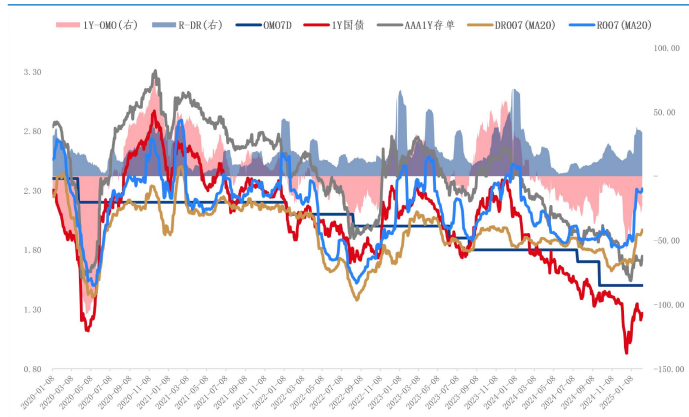
- 1、宏观经济、城投监管政策变化超预期；
- 2、城投统计口径偏差、部分城投公布信息不完整可能导致偏差；
- 3、部分预测基于历史和现有政策，未来政策变化可能导致预测产生较大偏差；
- 4、其他不可抗力因素导致信用风险事件等。

图 1：收益率和期限利差变化（%，bp）



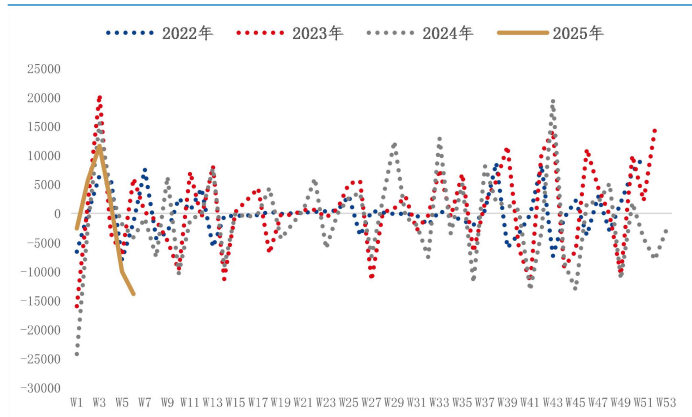
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：资金情况变化（%，bp）



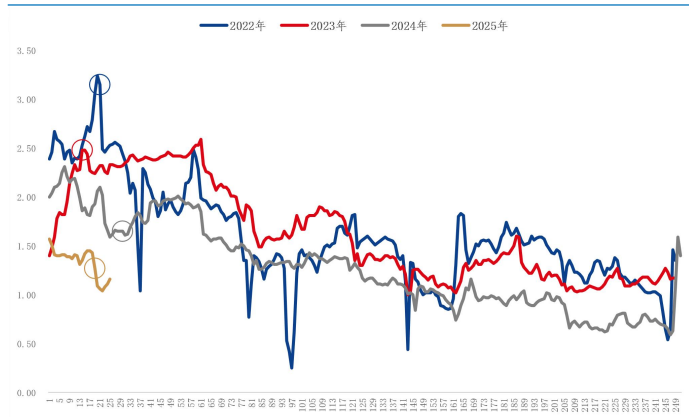
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公开市场操作净投放情况（亿元）



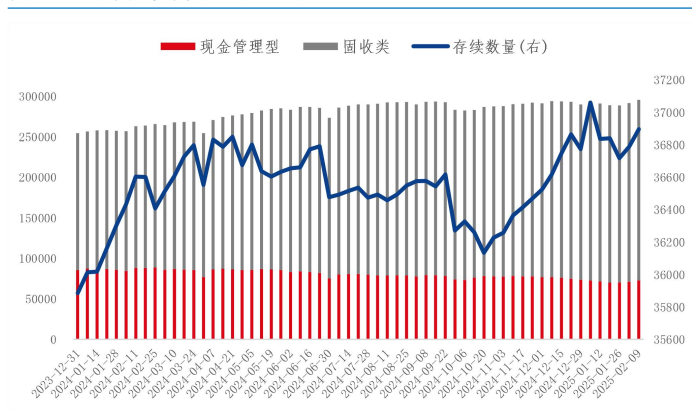
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：票据利率走势（%）



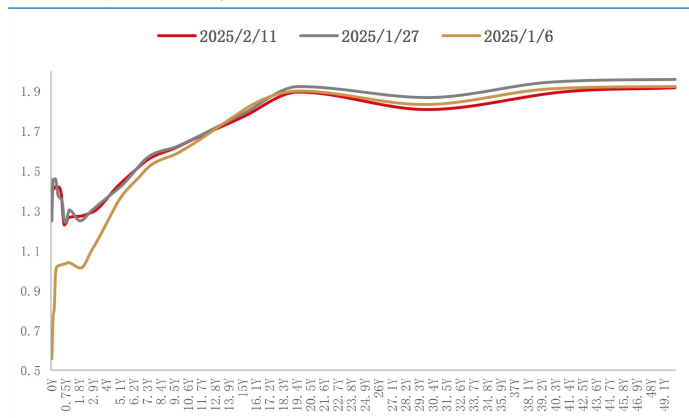
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：理财规模变化（只，亿元）



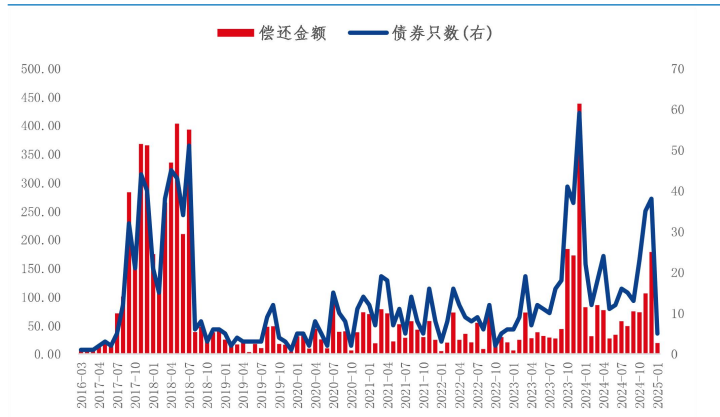
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：当前曲线进一步平坦化（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：本轮城投债提前兑付规模下降（只，亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

牛逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn