

被撕裂的线性：10Y 国债收益率难以跌破 2.6%

报告要点：

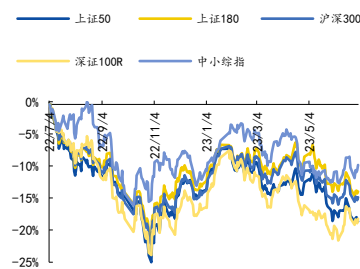
- 很多人误解今年推动利率债收益率下降的主因是经济，其实 PPI 是更为主要的原因，如果算经济的现价口径的增长速度的话，今年一二季度的数据应低于去年任何一个季度，这在很大程度上要归咎于 PPI 的下跌。
- 从这个角度看，央行在决策货币政策时，是更多考虑名义增长而非实际增长的，这其实正常，且可以被历史规律所解释，毕竟企业的冷热体感更多来自于经济的名义增长，这个观点的论述可以详见我们在 3 月发过的文章《我们重视的和我们忽视的：我们仍然走在货币宽松的大道上》。
- 如果基本面至此，那为何收益率水平难以跌破去年低点 2.6%，表现上看，是流动性的原因所致，在去年 8 月 10Y 国债收益率跌至 2.6% 时，7D 质押式回购利率的中枢已经低至 1.6%，而如今，7D 质押式回购利率的中枢尚在 2% 附近，距离当时高了约 40bp。
- 这似乎和我们之前说的政策和名义增长速度之间的相关性有些矛盾，但其实不然：
 - 1) 市场利率和名义增长速度之间的相关性并非一定线性，尤其近几年，这种非线性表现得尤为明显；
 - 2) 但这不代表着在经济下跌时，政策除了经济还有其他目标，而是因为经济环境所面临的不确定性不同，政策所施力度会根据不确定性的高低有所调整；
 - 3) 譬如去年，在经济面临诸多不确定性时，政策的力度是偏大的，于是，去年 8 月，在偏大力度的政策下，利率其实是出现了与基本面不相匹配的超跌。
- 但这个意义上看，我们认为今年市场已经进行了相对充分的通缩交易，毕竟在资金利率和去年 8 月尚有差异之时，10Y 国债收益率已经率先回到了去年 8 月的关口。
- 2.6% 的这个关口是留给市场的一个非常重要的阻力位，如果市场想再把 10Y 国债推到这个阻力位以下，经验上只有两种途径：
 - 1) 市场破位得先看到政策的破位，流动性因经济问题一再宽松，当 7D 资金利率破了 1.6% 这个低位时，10Y 利率自然会破 2.6% 的位置；
 - 2) 在此流动性环境不变的情况下，资金形成类似 15 年那般拥挤的加杠杆通道，非银的活跃推动长端收益率进一步超跌。
- 现在看起来，二者的可能性都不大，如果 PPI 接近底部的话，那市场和政策情绪也应离底部不远，此外，资管新规仍然在约束着资金行为，银行对非银的债权甚至在今年以来是略为减速的。
- 因此，短时 10Y 国债跌破 2.6% 是存在难度的，一个粗糙的考虑是，比起去年 8 月的时点，不确定性的消逝和经济下滑，哪个因素会更加稳定，无疑是前者，如果后续情绪推动 10Y 收益率一度跌破 2.6%，建议以避险来应对。
- 在利率债上，我们要做好资本利得空间收窄的准备，当然，经济本身是缺乏弹性的，因此，利率债总体面临的风险也不大，但在目前这个位置，我们可以就 10Y 以下的持仓略微降降久期。

风险提示：宏观政策落地不及预期，海外风险超预期

主要数据：

上证综指：	3202.06
深圳成指：	11026.59
沪深 300：	3842.45
中小盘指：	3983.29
创业板指：	2215.00

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《大城小债的那些事儿 20230616-20230630》
2023.07.02
- 《混沌宇宙：2023H2 大类资产配置策略》
2023.06.30

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188