

汇率向上、利率向下？

宏观利率周报（2023-08-20）

摘要

内外压力，困难重重，宏观约束下，利率向下几乎无阻力，与此同时，汇率向上似乎也没什么阻力。

这种局面下，该做如何思考？

汇率贬值和利率下行的根源都在于宏观预期转弱，货币宽松只是表象，宏观预期转弱趋势不改变，则汇率贬值和利率下行的逻辑将延续。

宏观预期如何提振？行胜于言。

按照目前的宏观形势，不以规矩不成方圆，市场不可强求，只能顺势而为。

只是需要注意一些或有的问题：

怎么看资金面有所收敛？

固然存在税期和利率债供给等因素的影响，但是很容易看到5月以来总体资金都有所偏贵，特别是6月以来已经两次降息，考虑到信贷需求依然偏弱，合理解释只能是外部均衡对内部均衡的或有制约。或许多少还有对于资金空转套利的关注。因为固有的矛盾不可调和，所以我们预计这一状况可能还会延续。

降息之后还会降准吗？

降息本身较为超预期，后续还会降准吗？降准的基础逻辑在于释放长期流动性，降低银行业资金成本，与其他货币政策工具配合保持流动性合理充裕，引导金融机构稳固信贷支持实体经济力度，增强贷款总量增长的稳定性和可持续性。稳增长逻辑下，降准有其合理性。市场需要考虑的是降准会带来什么？降准与降息不同，降准并不直接影响利率定价，通过资金利率变化间接向债券市场传导。考虑到目前资金利率水平受到外部均衡和防空转套利的影响，我们预计降准对于债市利好可能有限。

地方债务置换影响如何？

地方债务置换不同于简单增发地方债，前者是存量结构调整，后者是增量供给投放，对债市利空有限，当然，如果考虑到地方政府隐性债务置换包含了期限调整和利息降低，对于银行等金融机构而言，可能会进一步加剧资产荒和经营压力，对债市可能是利好。

债市宏观大逻辑来看仍是胜率较高，无非就是赔率问题，对于机构最需要的还是票息，我们建议继续票息为主，兼顾久期。

风险提示：海内外宏观形势变化超预期，宏观政策超预期，流动性超预期收敛，市场走势不确定性

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 联系人
suixiuping@tfzq.com

朱宸翰 联系人
zhuchenhan@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：长期限 CD 收益率下行-同业存单周度跟踪（2023-08-19）》
2023-08-19
- 《固定收益：新 23 转债，汽车内饰龙头企业 - 申购建议：积极参与》
2023-08-19
- 《固定收益：货币政策报告传递了哪些信息？——2023 年二季度货币政策执行报告点评》 2023-08-18

内容目录

1. 近期资金面有所收敛?	3
2. 人民币贬值压力还在上升?	4
3. 降息后, 还会降准吗?	6
4. 如何看待大规模债务置换及其影响?	7
5. 小结	9
6. 一周债市回顾	10

图表目录

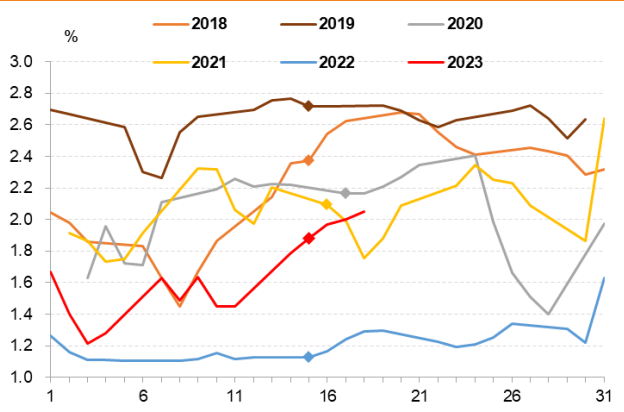
图 1: 历年 8 月 R001 季节性和税期时点影响	3
图 2: 历年 8 月 DR007 季节性和税期时点影响	3
图 3: 新增专项债发行进度	3
图 4: 地方债净融资规模与资金利率	3
图 5: 央行政策利率	4
图 6: 2021 年 7 月以来 MLF 月度净投放	4
图 7: 美元指数与人民币汇率	4
图 8: 10Y 美债收益率与人民币汇率	4
图 9: 非美主要发达经济体的货币表现对美元走势有重要影响	5
图 10: 美元受到非美基本面相对强弱的影响	5
图 11: 外债余额和短债占比	5
图 12: 本轮宽松周期降息后主要品种表现	6
图 13: 票据利率和中长期贷款余额同比增速	6
图 14: 地方政府债券发行额	8
图 15: 地方政府债券净融资额	8
图 16: 2019 年置换债发行情况	8
图 17: 2020 年底以来地方债试点置换隐性债务的发行节奏	8
图 18: 特殊再融资债发行情况 (亿元)	9
图 19: 2015-2018 年地方债务置换规模与利率走势	9
图 20: 2020 年特殊再融资债规模与利率走势	9
图 21: 一周债市行情回顾	10
图 22: 信用利差和等级利差	11
图 23: 3Y 企业债等级利差	11
图 24: 国债收益率曲线	11
图 25: 国开收益率曲线	11
表 1: 下周关注	10

1. 近期资金面有所收敛?

近一周在降息和 OMO 净投放较多的情况下，资金面仍然呈现收敛态势。其中 8 月 16 日央行 OMO 操作公告提到¹，“对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响”。

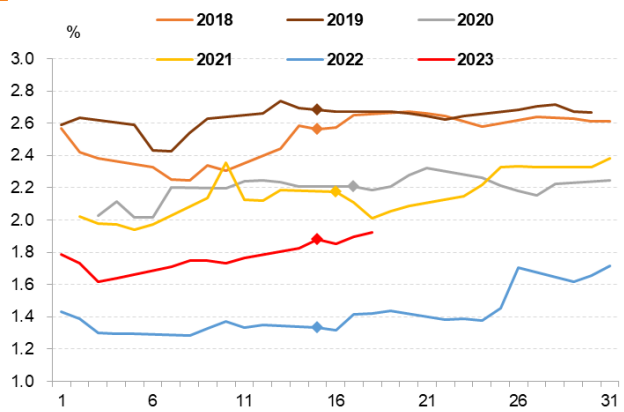
首先观察税期是否扰动? 参考历史，历年 8 月资金面变化与税期时点存在一定差异，对比申报纳税期限截止日前后资金利率走势，至少从交易日维度来看两者不是简单同步关系。

图 1：历年 8 月 R001 季节性和税期时点影响



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：历年 8 月 DR007 季节性和税期时点影响

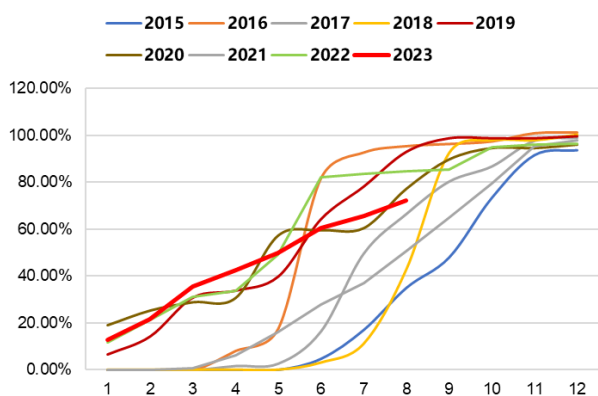


资料来源：Wind，天风证券研究所

其次是政府债供给压力是否带来流动性收敛? 8 月 1 日媒体报道，2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。前 7 月新增专项债发行累计约 2.5 万亿元（累计进度 65.7%），意味着 8-9 月或有近 1.3 万亿元新增专项债需要发行。

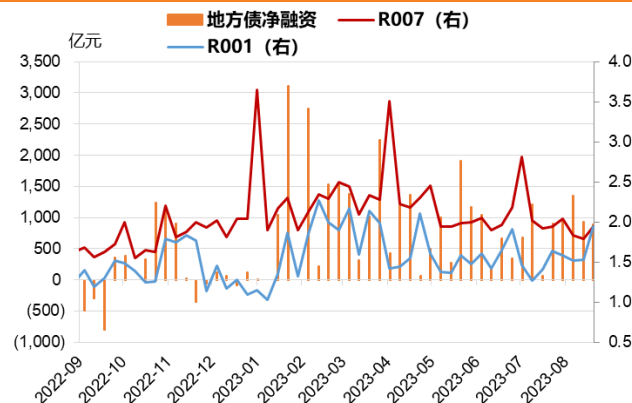
截至 8 月 18 日，8 月当月新增专项债发行 2490 亿元，带动全年发行进度来到 72.3%。节奏上较 7 月加快，可能对资金面有一定影响。

图 3：新增专项债发行进度



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：地方债净融资规模与资金利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

但与历史对比，无论是税期，还是供给，都不是资金面收敛的关键所在，考虑到 5 月以来央行又降息两次，但总体资金利率高于去年同期的现实，我们倾向于认为，原因可能还是在于央行本身的引导取向。

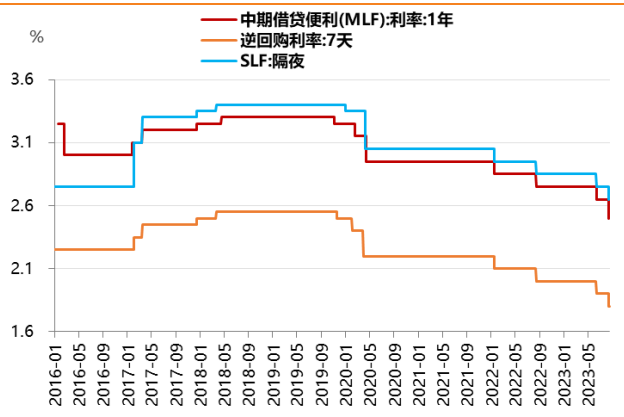
央行在此次降息中 OMO 与 MLF 调降幅度不同，我们认为其背后是央行仍对“资金套利和空转”、内外均衡等因素有所顾虑，因此降息时兼顾对于曲线形态的考量与引导。

此次 MLF 续作是近年来罕见的小幅超量，也是今年以来超额规模最小的一次，一方面是目前存在流动性陷阱，确实不缺基础货币；另一方面能够体现央行对于流动性合理适度的追

¹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125475/5025964/index.html>

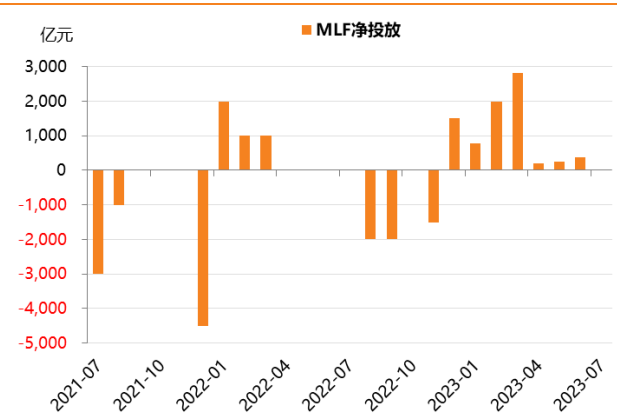
求。这与 OMO 和 MLF 降幅差别异曲同工。

图 5：央行政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2021 年 7 月以来 MLF 月度净投放



资料来源：Wind，天风证券研究所

央行面临的宏观约束会映射在金融市场，从现券价格角度考虑资金利率可能会维持相对略高的状态。

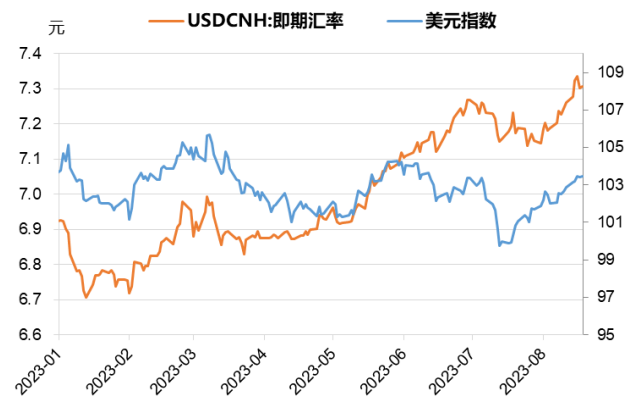
2. 人民币贬值压力还在上升？

8 月 17 日，境内人民币兑美元汇率达到年内新高 7.318，十分接近去年高点 7.328。

人民币汇率贬值压力为何进一步上升？

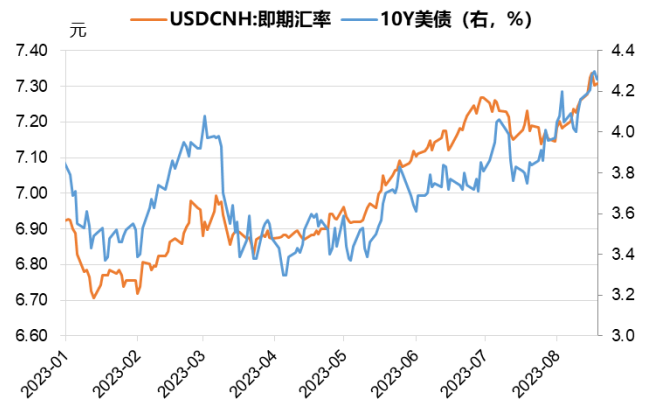
从海外方面看，近期美元走强、美债收益率上行。

图 7：美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：10Y 美债收益率与人民币汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

美元指数走强，缘于近期欧元、英镑、日元等非美主要发达经济体货币兑美元汇率在走贬。其背后是美国与非美经济体的基本面与货币政策强弱对比。

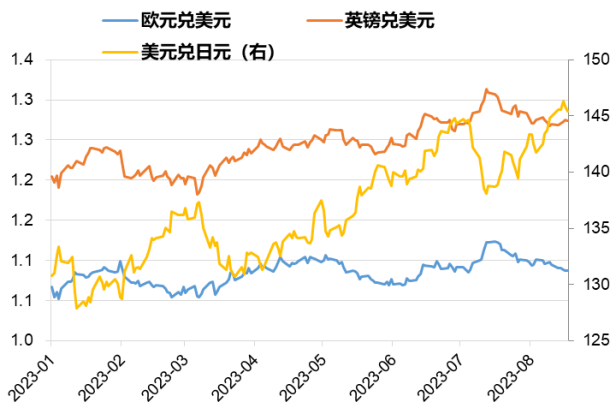
当前美国基本面继续展现超预期的韧性，8 月 16 日美联储公布的 7 月 FOMC 会议纪要中²，上调了核心 PCE 预期，大多数决策者仍认为通胀有上行风险；且不再预计今年经济会轻度衰退，基于上述情况，美联储认为可能需要进一步加息，当然最终决策仍受数据驱动，存在不确定性。

近期公布的 8 月 ZEW 景气指数亦显示，美国相对欧元区的经济景气度进一步走强，美元强势的逻辑依然成立。

对于美债利率，其交易的关键底层逻辑与美元一致，就是美国宏观图景变化带来的货币政策预期变化。

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20230726.pdf>

图 9：非美主要发达经济体的货币表现对美元走势有重要影响



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：美元受到非美基本面相对强弱的影响



资料来源：Wind，天风证券研究所

外部美元走强、美债收益率走高，国内宏观预期走弱、货币政策继续宽松，由此加大了人民币汇率贬值压力。8月15日，中国央行超预期降息后，人民币对美元汇率快速贬值³。

从中期角度来看，服务贸易逆差有所扩大，逆全球化的背景下，部分行业存在生产线外迁现象等，购汇需求增加，都对汇率造成压力。

当然最核心问题还是在于国内宏观预期走弱。

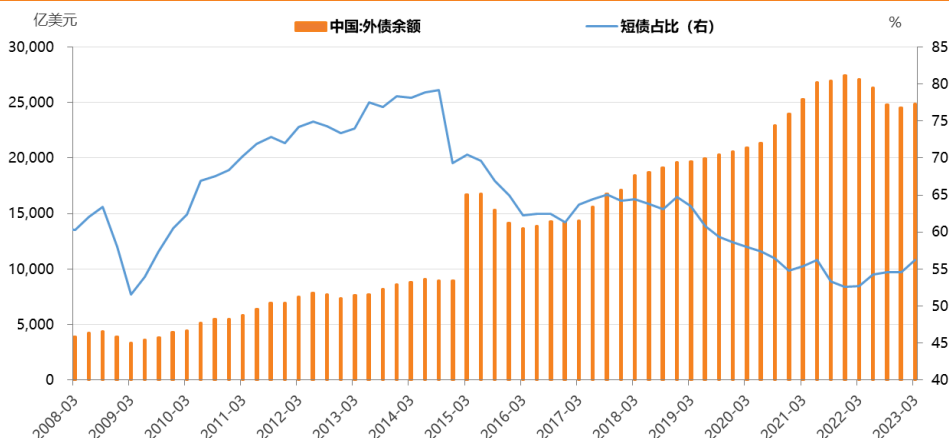
当前人民币汇率贬值压力仍然存在，央行也指出要防范汇率超调风险。

二季度货币政策执行报告⁴提出“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险。”

汇率超调的影响在于我们的外债余额并不低，短债占比从2021年下半年以来有上升趋势，汇率超调有可能加重外部均衡压力。

我们预计央行可能会动用预期管理、逆周期因子、跨境融资宏观审慎调节参数、控制跨境套利、规范结售汇行为等一系列手段控制人民币贬值压力。在这个过程中，对于债市的直接影响，可能主要是资金面。

图 11：外债余额和短债占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

³ <https://finance.sina.com.cn/china/2023-08-15/doc-imzhqgz3865534.shtml>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5025834/index.html>

3. 降息后，还会降准吗？

降准的基础逻辑在于释放长期流动性，降低银行业资金成本，与其他货币政策工具配合保持流动性合理充裕，引导金融机构稳固信贷支持实体经济力度，增强贷款总量增长的稳定性和可持续性。

央行于 8 月 20 日挂网，三部门于 8 月 18 日联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议⁵，会议强调，金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续。主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。要注重保持好贷款平稳增长节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性。要注意挖掘新的信贷增长点，大力支持中小微企业、绿色发展、科技创新、制造业等重点领域，积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。

从加大贷款投放力度，保持好贷款平稳增长的角度出发，近期降准仍有其合理性。

市场需要考虑的是降准会带来什么？降准与降息不同，降准并不直接影响利率定价，通过资金利率变化间接向债券市场传导。考虑到目前资金利率水平受到外部均衡和防空转套利的影响，我们预计降准对于债市利好可能有限。

更重要的是，这次三部门会议是否能视作进一步宽信用的信号？

2022 年两次降息，前后都有央行信贷形势分析会，降息的目的是进一步驱动信贷需求，政策在行动，或者靠前发力，或者出台有针对性的举措，如保交楼、增加信贷额度等。两次降息之后，票据利率都在月内出现显著见底回升，作为政策效果的验证。因此，前两次降息后，都出现了较长时间和较大力度的利率反弹。

2023 年 6 月降息后，利率下行 2 个交易日就开始反转，一方面是因为 6 月 13 日先降 OMO 尤为特殊，另一方面有了前两次的经验，市场想到的可能是更大力度的增量政策即将落地，因此快速止盈。但是随后的政策落地情况低于市场预期，利率再度转而下行。

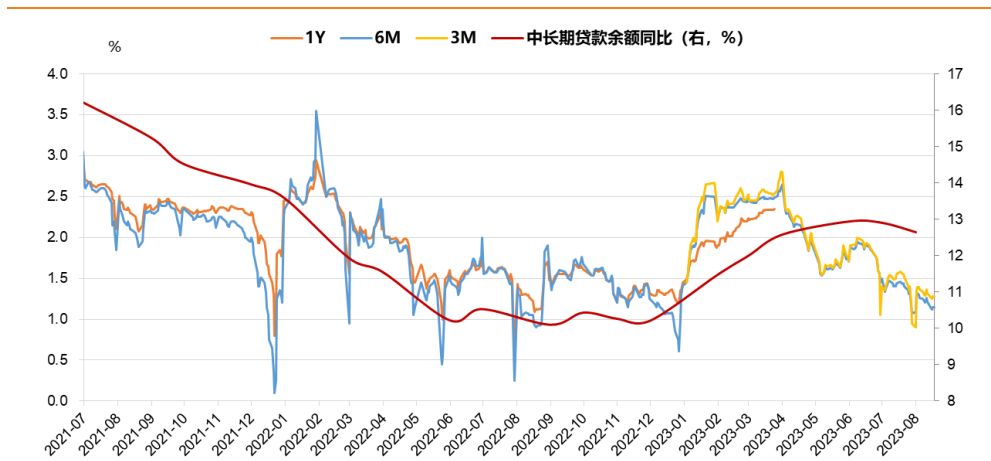
图 12：本轮宽松周期降息后主要品种表现

降息时点 (对应交易日)	幅度 (BP)	10 年国债					3 年中票 (AAA)				
		首日 (bp)	持续时间 (天)	总体下行幅度 (bp)	反弹持续时间 (天)	反弹幅度 (bp)	首日 (bp)	持续时间 (天)	总体下行幅度 (bp)	反弹持续时间 (天)	反弹幅度 (bp)
2023-06-13	10	-4.8	2	-5.3	5	+7.0	-2.6	2	-3.6	13	+10.5
2022-08-15	10	-7.7	4	-15.5	51	+18.3	-6.0	5	-10.9	42	+11.9
2022-01-17	10	-0.7	8	-11.8	45	+17.5	+0.5	8	-9.4	59	+33.3

资料来源：中国人民银行官网、Wind，天风证券研究所

后续建议继续观察票据利率走势来验证对应政策效果和具体倾向。

图 13：票据利率和中长期贷款余额同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5033430/index.html>

三部门会议同时强调，要继续推动实体经济融资成本稳中有降，规范贷款利率定价秩序，统筹考虑增量、存量及其他金融产品价格关系。发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用。结合二季度货政报告对于商业银行经营压力的关注，出于维护息差的目的，存款利率或存在进一步下调的空间。

除此之外，政策端在进一步考虑金融产品价格关系和贷款利率定价秩序问题，说明在进一步关注金融体系内部定价失衡问题。金融系统稳定的前提是要有票息合意风险可控的金融资产。

逻辑上只有稳增长才能更好防风险，但是稳增长需要几家抬，需要形成政策合力。金融对实体支持固然重要，但是政策如果缺乏合力，传导的效果就很难尽如预期。当前的主要问题，反映在总需求收缩的同时，微观动能不足。解决问题的关键可能不在于货币政策，而在于货币以外。否则，金融体系内部定价失衡问题可能会愈发严重。

4. 如何看待大规模债务置换及其影响？

一揽子化债中，地方隐债置换是市场最为关注的内容。

一揽子化债目的，是在尽量控制金融风险外溢的同时，压降隐性债务存量，直至清零，最终降低地方政府的债务压力。

从债市影响来看，债务置换对于防范城投债违约风险有正面和积极意义，从这个角度考虑，对于债市存在一定或有影响。但是毕竟一揽子化债不是一揽子还债，很难毕其功于一役，对于市场风险偏好的提振同样有时间和空间的局限性。

当然市场关注在于直接影响。

历史上主要有两轮债务置换：

一是 2015-2017 年大规模发行置换性质的地方债，置换存量政府负有偿还责任的债务，推动地方政府债务管理体制和融资举债形式规范化；二是 2019-2020 年发行再融资债置换隐性债务，缓释部分债务压力较大地区的风险，并推进发达地区实现全域无隐债。

2015 年 1 月，新的预算法生效。在预算法、43 号文⁶和第三次地方政府存量债务审计的基础上，对 2014 年底前尚未清偿完毕的存量债务中⁷，被认定地方政府负有偿还责任的，以及政府或有债务中需财政资金偿还的部分，可以利用地方债进行置换⁸。

2015 年 3 月，财政部下达了首批 1 万亿元地方政府债券置换存量债务额度⁹，自此开启了三年债务置换。

2015 年 5 月，三部委联合发布《关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》¹⁰，要求于 8 月 31 日前完成第一批置换债的发行工作。

2015 年 6 月，财政部下达第二批地方置换债发行额度 1 万元¹¹，叠加三月首批额度，覆盖了 2013 年审计确定的全部到期政府债务。

2015-2017 年期间，三年分别发行置换债 3.2 万亿、4.9 万亿、2.7 万亿。至 2017 年底，尚未置换的非政府债形式存量政府债务为 1.73 万亿¹²。

大规模债务置换将其他债务形式改变为低息政府债券，降低融资成本，优化期限结构，债务风险也有所降低。2016 年财政预算执行情况指出¹³，2016 年发行地方政府债券置换存量

⁶ http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

⁷ https://www.gov.cn/gongbao/content/2015/content_2821641.htm

⁸ https://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm

⁹ http://www.gov.cn/govweb/xinwen/2015-03/13/content_2833258.htm

¹⁰ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201505/t20150515_1232661.htm

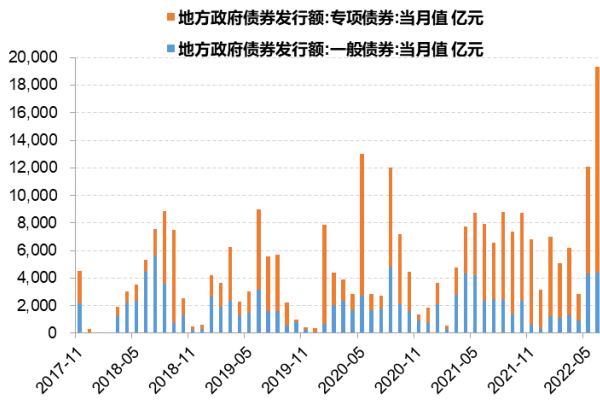
¹¹ http://www.gov.cn/zhengce/2015-06/11/content_2877793.htm

¹² http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/25/content_5260669.htm

¹³ http://www.xinhuanet.com/politics/2017lh/2017-03/17/c_1120647597.htm

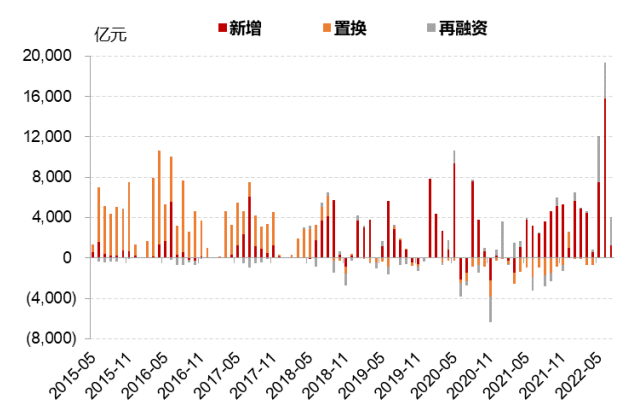
债务 4.9 万亿元，全年降低利息成本约 4000 亿元。

图 14：地方政府债券发行额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：地方政府债券净融资额



资料来源：Wind，天风证券研究所

二是 2019-2020 年建制县地方债置换隐性债务。

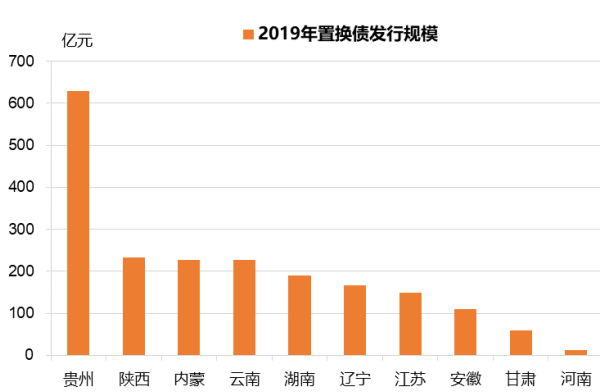
第一轮发生在 2019 年，当年共发行了约 2000 亿的地方债试点置换建制县隐性债务：主要是集中在财政部提到的六个建制县试点置换的省份，湖南、贵州、云南、辽宁、内蒙古、甘肃。

其所发行的对应债券均为置换债，名称就是普通的一般债和专项债，募集资金用途为置换存量政府债务。

第二轮由 2020 年 12 月起开始推进，发行特殊再融资债置换近 1 万亿，试点范围从不发达省市的建制县推广到市辖区甚至发达省市，规模增加，行政层级也有所突破。

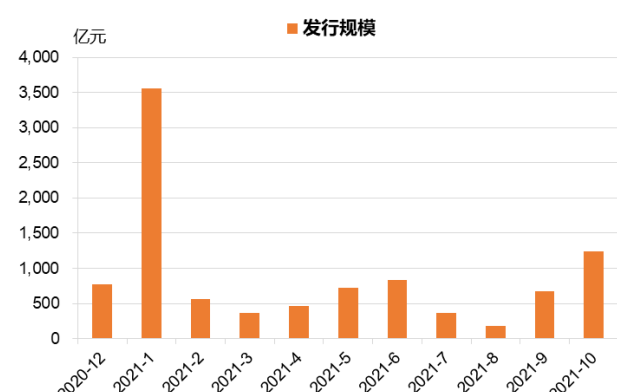
这批发行的对应债券相较之前，加上了再融资债券的名称，其募集资金用途除了用于偿还到期地方政府债券本金之外，还有一部分用于偿还政府存量债务，即开始以再融资债的名义发行债券置换隐性债务。

图 16：2019 年置换债发行情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2020 年底以来地方债试点置换隐性债务的发行节奏



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年 10 月后，又有北京、上海和广东，被纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，启动隐性债务清零冲刺工作。为了冲刺隐性债务清零，三省市也分别发行了部分再融资债用于偿还存量债务，即偿还隐性债务，市场也称这类用于隐性债务化解的再融资债券为“特殊再融资债券”。

至此，实际上形成了两类用途的特殊再融资债券：一类用于建制县区隐性债务风险化解试点，主要帮助高风险地区化解债务风险；另一类用于全域无隐性债务试点，主要奖励债务管控好的地区。

截止 2022 年底，市场上共发行特殊再融资债券规模近一万亿元，按规模排序，依次是北

京、广东、江苏、上海等发达省市，随后是重庆、天津、贵州等债务压力较重的区域。

图 18：特殊再融资债发行情况（亿元）

	2020/12	2021/1	2021/2	2021/3	2021/4	2021/5	2021/6	2021/7	2021/8	2021/9	2021/10	2021/11	2021/12	2022/1	2022/2	2022/3	2022/4	2022/5	2022/6
北京	-	200.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	849.16	-	-	377.20	-	488.50
天津	153.00	-	-	97.40	-	20.00	115.60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
河北	180.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
山西	133.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
内蒙古	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
辽宁	-	193.00	-	82.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
吉林	-	68.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	130.30	-	-	-
黑龙江	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
上海	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	654.80	-
江苏	150.00	322.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	308.66	-	-	-
浙江	-	160.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
安徽	-	221.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
福建	-	302.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
江西	-	-	-	154.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
山东	93.78	195.45	-	-	-	-	37.77	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
河南	-	-	209.24	-	-	-	148.76	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖北	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖南	-	147.37	-	-	45.63	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
广东	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	751.63	208.16	113.12	-	-	-	-	-	-
广西	30.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海南	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
重庆	-	276.00	-	-	224.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
四川	-	339.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
贵州	130.61	163.54	-	-	-	69.49	-	-	-	33.36	-	-	-	-	-	-	-	-	-
云南	-	97.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西藏	-	-	-	22.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
陕西	-	248.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
甘肃	24.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
青海	-	71.00	-	-	-	-	-	-	50.21	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宁夏	55.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新疆	-	95.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
兵团	-	-	348.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
大连	-	225.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
深圳	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.20	-	-	-	-	-	-
青岛	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
宁波	-	112.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	949.39	3435.36	557.24	355.40	269.63	89.49	302.13	0.00	50.21	33.36	751.63	208.16	161.32	849.16	0.00	438.96	377.20	654.80	488.50

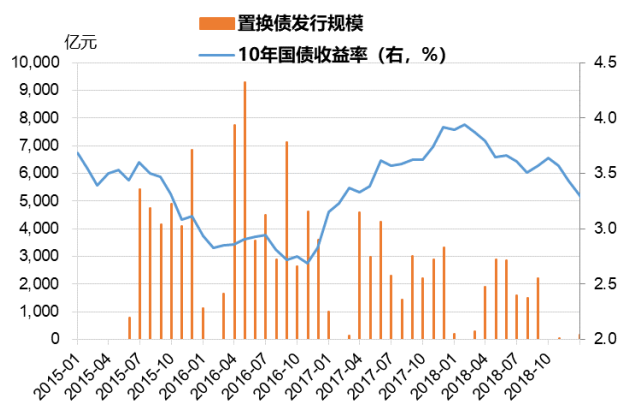
资料来源：Wind，天风证券研究所

如何看待债务置换对债市影响？

从供给观察，地方债务置换不同于简单增发地方债，前者是存量结构调整，后者是增量供给投放，对债市利空有限，当然，如果考虑到地方政府隐性债务置换包含了期限调整和利息降低，对于银行等金融机构而言，可能会进一步加剧资产荒和经营压力，对债市可能是利好。

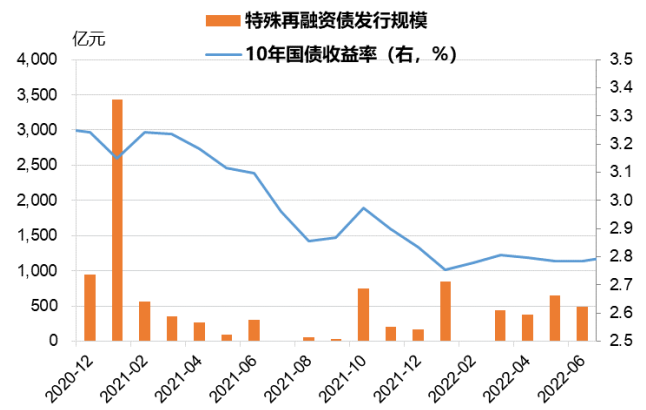
从信用角度，对特定区域的城投可能有获益，导致局部利差收缩。

图 19：2015-2018 年地方债务置换规模与利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2020 年特殊再融资债规模与利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 小结

内外压力，困难重重，宏观约束下，利率向下几乎无阻力，与此同时，汇率向上似乎也没什么阻力。

这种局面下，该做如何思考？

汇率贬值和利率下行的根源都在于宏观预期转弱，货币宽松只是表象，宏观预期转弱趋势不改变，则汇率贬值和利率下行的逻辑将延续。

宏观预期如何提振？行胜于言。

按照目前的宏观形势，不以规矩不成方圆，市场不可强求，只能顺势而为。

只是需要注意一些或有的问题：

怎么看资金面有所收敛？

固然存在税期和利率债供给等因素的影响，但是很容易看到5月以来总体资金都有所偏贵，特别是6月以来已经两次降息，考虑到信贷需求依然偏弱，合理解释只能是外部均衡对内部均衡的或有制约。或许多少还有对于资金空转套利的关注。因为固有的矛盾不可调和，所以我们预计这一状况可能还会延续。

降息之后还会降准吗？

降息本身较为超预期，后续还会降准吗？降准的基础逻辑在于释放长期流动性，降低银行业资金成本，与其他货币政策工具配合保持流动性合理充裕，引导金融机构稳固信贷支持实体经济的力度，增强贷款总量增长的稳定性和可持续性。稳增长逻辑下，降准有其合理性。市场需要考虑的是降准会带来什么？降准与降息不同，降准并不直接影响利率定价，通过资金利率变化间接向债券市场传导。考虑到目前资金利率水平受到外部均衡和防空转套利的影响，我们预计降准对于债市利好可能有限。

地方债务置换影响如何？

地方债务置换不同于简单增发地方债，前者是存量结构调整，后者是增量供给投放，对债市利空有限，当然，如果考虑到地方政府隐性债务置换包含了期限调整和利息降低，对于银行等金融机构而言，可能会进一步加剧资产荒和经营压力，对债市可能是利好。

债市宏观大逻辑来看仍是胜率较高，无非就是赔率问题，对于机构最需要的还是票息，我们建议继续票息为主，兼顾久期。

表 1：下周关注

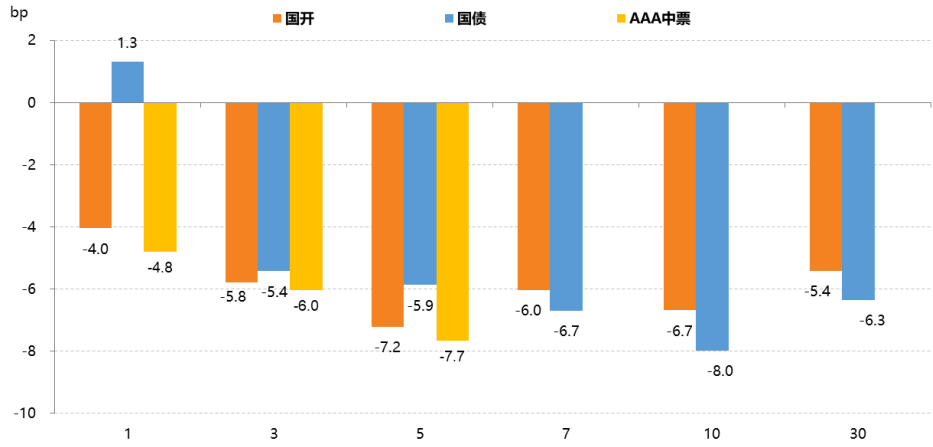
	时间	事项
国内	8月21日	8月LPR报价
	8月25日	7月服务贸易差额
	8月22日	美国7月成屋销售数据
海外	8月23日	美国8月Markit PMI、欧元区8月制造业PMI
	8月24日	美国7月耐用品订单

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 一周债市回顾

本周影响长端利率的主要因素在于央行超预期降息、偏弱的金融数据和经济数据所反映的经济现实、地产企业状况、权益市场持续走弱，以及随时间推移和一些部门的发声后，市场对于后续增量政策和经济前景的对应预期调整。

图 21：一周债市行情回顾



资料来源: Wind, 天风证券研究所

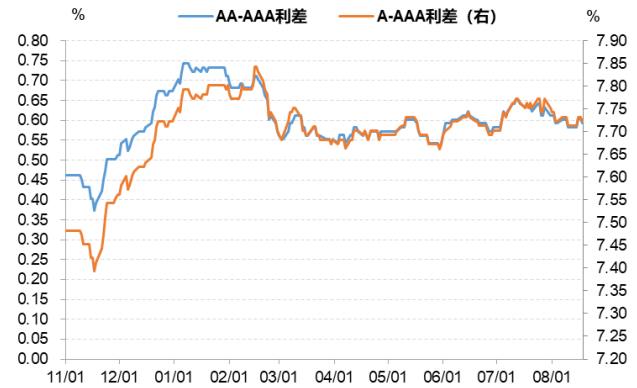
本周信用利差基本持平, 中票等级利差有所收窄, 3Y 企业债等级利差基本持平。

图 22: 信用利差和等级利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

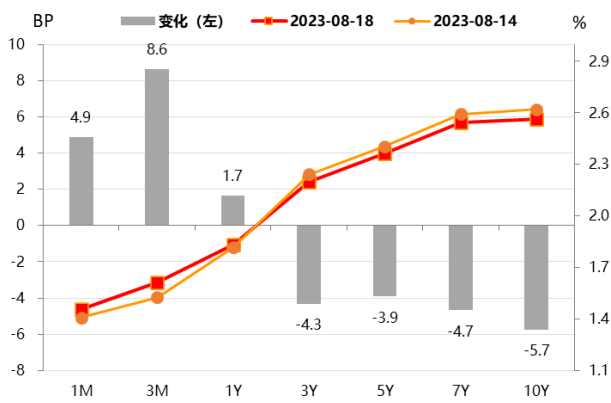
图 23: 3Y 企业债等级利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

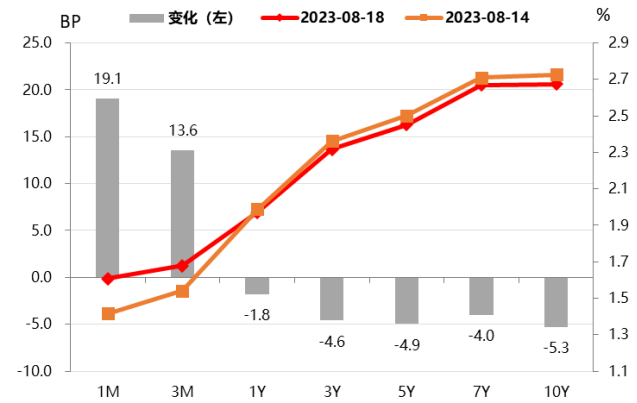
本周国债、国开收益率曲线牛平, 中长端收益率下行幅度更大。

图 24: 国债收益率曲线



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 国开收益率曲线



资料来源: Wind, 天风证券研究所

一周债市复盘:

8月14日(周一), 市场继续交易上周五偏弱的信贷数据, 截至收盘, 10年国债收益率较前一交易日下行1.69bp, 收于2.62%。

8月15日(周二), 上午央行超预期调降MLF利率15bp、OMO利率10bp, 当月MLF小幅超额续作。随后公布7月经济数据, 各项指标表现偏弱。截至收盘, 10年国债收益率较前一交易日下行4.53bp, 收于2.58%。

8月16日(周三),市场继续交易降息,且权益市场持续走低。截至收盘,10年国债收益率较前一交易日下行1.10bp,收于2.56%。

8月17日(周四),市场关注债务化解相关消息,部分地区城投认购倍数较高。晚间央行公布二季度货币政策执行报告,提及防风险、商业银行利润等内容。截至收盘,10年国债收益率较前一交易日上行0.29bp,收于2.57%。

8月18日(周五),权益市场大幅走低,同时市场对降准可能有所关注。截至收盘,10年国债收益率较前一交易日下行0.39bp,收于2.56%。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com