

资金面仍有支撑

11月以来，债市大幅调整，10年期国债活跃券收益率较10月末上行26BP至2.9%附近，10年期国债期货当季合约盘面调整近1.5元。尽管降准落地和资金面转松均利好债市，但盘面表现对利多因素钝化。

目前市场预期和风险偏好均出现明显变化。自11月11日国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》后，市场对于明年经济活动修复的预期明显增强。叠加房地产政策不断加码，此前债市两大做多逻辑出现扭转。

11月中旬债基赎回潮发生后，央行加大公开市场投放，维稳市场情绪。证监会新闻发言人11月28日就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问时表示，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施。房企股债再现涨停潮，市场风险偏好进一步回升，印证宽信用预期主导债市。但值得注意的是，近期出台的房地产政策集中在融资端，从“继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资”，再到“2000亿元保交楼免息再贷款工具的设立”和“金融16条政策的正式出台落地”，以及“恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资”。这些政策均从供给侧角度出发，致力于精准解决“保交楼”环节的痛点，打通信用传导通道。而地产周期趋弱导致的信用不足在于需求端，后期地产投资能否企稳取决于需求端改善情况。

此前，11月银行间资金利率中枢较10月利率中枢小幅抬升引发债市投资者担忧。11月15日1万亿元MLF到期缩量续作，以及11月25日央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，幅度均不及市场预期。首先，月中资金利率上行主要是债基赎回潮导致的资金面阶段性收紧，这与2020年5月的逻辑不同，在赎回潮出现后11月16日和17日央行加大逆回购投放平抑市场情绪，银行间隔夜利率在11月下旬回落到1%附近。其次，依据MLF续作和降准的幅度判断央行态度有失偏颇，当前央行投放流动性的工具较多，如果考虑11月央行通过PSL等工具投放中长期流动性3200亿元，实际中长期资金投放并没有减少，而降准幅度的收窄源于利率绝对水平低位导致降准空间逼仄，因此无需过度解读本次降准。最后，尽管12月降准落地时间较早，但跨年资金面未必紧张，12月政府债供给压力不大，季末财政支出加大将向市场投放大量流动性，月内并不存在流动性缺口，预计12月DR007围绕1.7%—1.8%波动。

从估值角度看，当前1年期同业存单利率较DR007的利差已经多出50BP以上，同业存单的配置价值凸显。如果12月DR007能维持1.7%—1.8%的水平，1年期同业存单利率或将逐步回落到2.2%—2.3%附近。在资金面宽松得到确认后，短端利率将率先向7天逆回购利率回归。在资金面和短端利率企稳后，前期受宽信用影响的长

端利率有望重新找到定价的锚。当前10年-1年国债期限利差已压缩70BP，处于年内绝对低位，这意味着前期的调整已经定价了流动性边际收紧的预期。考虑12月资金面大概率维持宽松，国债收益率曲线有望牛陡变化。建议投资者把握短期债市修复行情。（作者单位：一德期货）

本文源自期货日报