

## 警惕债市回调风险！

7月7日以来，全面降准效应在债市持续发酵，十年期国债收益率在短短5个交易日大幅下行约16个基点，降至2.91%，自去年8月以来首次处于MLF操作利率（2.95%）之下。应当说，本轮降准出乎市场预期，债市有所反应实属正常，特别是在当前市场还对将于7月20日公布的1年期LPR报价下调抱有较强预期的背景下。但债市短期内出现如此幅度暴涨（收益率走势与债券价格相反），需要警惕债市回调风险。主要理由如下：

一、短期涨幅过大。2018年以来，10年期国债收益率在5个交易日内下行达到或超过16个基点的次数很少，共有两次：最近一次发生在2020年疫情爆发之初，央行连续宣布降息降准，货币政策基调转为“更加积极”，1月23日至2月3月的两个交易日内（中间为春节长假），10年期国债收益率下行约25个基点。另一次发生在2018年4月12日至4月18日，收益率下行21个基点，背景是资管新规发布，央行宣布降准1个百分点。可以看到，历史上这两次超级行情短期爆发后，债市随即均出现了不同程度的回调。

二、当前短端资金利率不降反升，本轮债市“快牛”基础并不牢固。历史上看，国内债市与货币市场短端利率相关性很强。但从7月7日国常会决定降准以来，DR007在5个交易日内的均值不降反升，较之前的5个交易日上行13个基点（从2.02%升至2.15%），隔夜利率均值上行幅度更是达到20个基点（从1.79%升至1.99%）。尽管月初短端利率波动有一定季节性，但一个基本事实是，7月7日国常会降准决定没有对短端资金利率产生明显的下行牵引作用。我们判断，一个直接原因是央行每日通过逆回购操作明确短期政策利率，而这一政策利率水平始终保持在2.2%。更为重要的是，根据经济形势判断，接下来央行实施政策性降息的可能性极小。由此，当前短端资金利率与10年期国债收益率“一上一下”，这种背离走势值得警惕。

三、此前债市短期内出现类似幅度上涨，均为货币政策取向发生变化，而针对本次降准，央行强调属“常规流动性操作”。除2020年年初疫情触发货币政策转向“更加积极”外，2018年4月资管新规发布，为控制压降非标对金融体系带来的信用风险，以及应对中美贸易战带来的经济下行压力，央行当年连续实施了3次降准。这是此前两次债市短期暴涨行情的政策面背景。

不过，针对本次全面降准，央行明确这是一次“常规流动性操作”，主要为

缓解 PPI 大幅上涨给小微企业带来的成本压力，并非代表货币政策取向发生变化。我们认为，央行如此表态的一个重要指向就是避免市场对本次降准在宽松方向上做过度解读。另外，综合考虑下半年经济和物价走势（我们认为下半年经济修复势头不会出现明显顿挫，四季度 CPI 同比有望从 6 月的 1.1% 升至 2.5%-3.0% 区间），接下来央行连续实施降准的概率不大。由此，本轮债市暴涨的政策面基础也不牢固。

我们认为，本轮降准确实代表货币政策在短期内向扶持实体经济方向做了微调，三季度市场利率会下一个台阶，当季 10 年期国债收益率均值有望从 6 月的 3.1%（也基本是降准前的水平）降至 3.0%。但当前收益率已降至 2.91%，债市反应或已过度，回调随时可能发生，特别是在 7 月 20 日 1 年期 LPR 报价如期下调之后。“买预期、卖现实”可能就是一个触发因素。我们提醒，在当前债市的火爆行情中，市场参与者还需“留一半清醒”。

东方金诚首席宏观分析师 王青      高级分析师 冯琳