

LPR超预期下调，收益率下行动量不减，曲线持续牛陡

——债市周评（2024年2月19日-2月23日）

摘要:

本周为春节假期后第一周，节后资金面转松，但价格出现分化，整体围绕政策利率波动。至2月23日，DR001较节前下行11bp至1.7404%，R001上行1.5bp至1.8655%，DR007下行0.75bp至1.8425%，R007上行28bp至2.1247%。央行公开市场操作方面，本周逆回购投放10,320亿元，18,720亿元到期，净回笼资金8,400亿元。受短端收益率下行带动的牛陡行情影响，本周存单市场收益率持续下行，1年期AAA存单利率下行3.25bp，收于2.2325%。

2月20日央行公布新一期LPR报价，1年期LPR持稳于3.45%，5年期LPR则下降25bp至3.95%，降幅高于市场普遍预期。债券市场短端利率债、超长债下行动量不减，带动中长债收益率下行，曲线整体走陡。截至2月23日，1年期国债收1.7699%，较上周下行约16bp；5年期国债收2.2972%，较上周下行约5bp；10年期国债收2.4009%，较上周下行约4bp，30年期国债收2.8269%，较上周下行约0.8bp。1年期国开债收1.8840%，较上周下行约17bp；5年期国开债收2.3487%，较上周下行约9bp；10年期国开债收2.5551%，较上周下行约4.5bp。

在MLF降息落空的背景下，5YLPR非对称调降幅度超出市场普遍预期。降息公布后市场并未走出利多出尽行情，而是开启进一步全面降息跟进的预期。当前银行净息差持续走低，5YLPR作为银行长期资产端收益率，其调降或引导银行进一步下调负债端成本，即存款利率进一步下调。但值得注意的是，进入3月后地方政府债与国债或发行提速，当前市场流动性充裕环境或冲击，引发预期外的反转幅度与动量，如2023年9-12月万亿国债增发期间收益率持续上行。因此在当前时点应谨慎乐观，避免过度依赖“降息预期-市场下行”这一逻辑循环，明确当前市场整体走势是位于何种条件期望，从更多维度寻找论点，证明当前市场走势的合理性。

下周，政府融资节奏仍未发生突变，资金面保持充裕预期不变，预计多头动量将保持，预期收益率曲线或小幅牛陡。

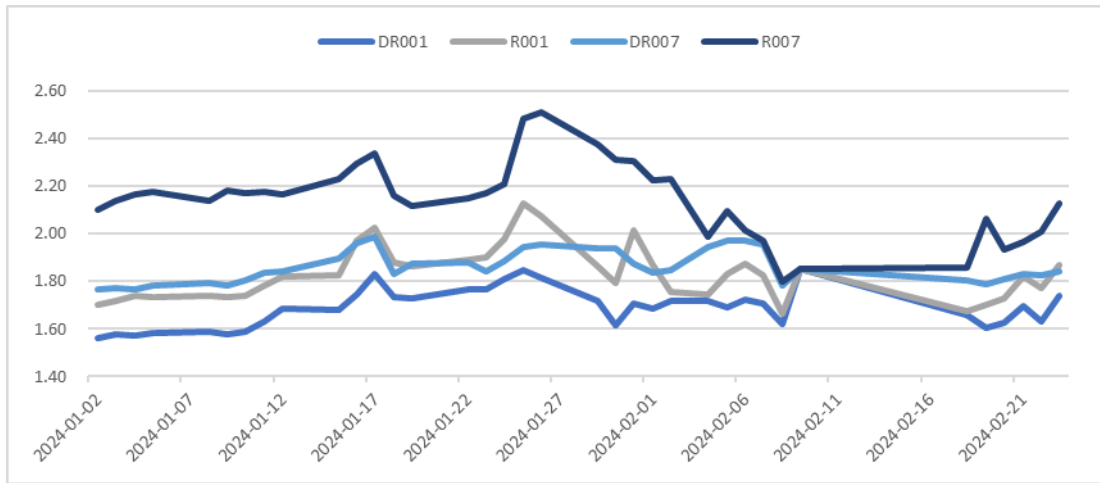
一、受跨年影响资金价格回升，但资金面整体保持流动性充裕

本周为春节假期后第一周,节后资金面转松,但价格出现分化,整体围绕政策利率波动。至2月23日,DR001较节前下行11bp至1.7404%,R001上行1.5bp至1.8655%,DR007下行0.75bp至1.8425%,R007上行28bp至2.1247%。央行公开市场操作方面,本周逆回购投放10,320亿元,18,720亿元到期,净回笼资金8,400亿元。

受短端收益率下行带动的牛陡行情影响,本周存单市场收益率持续下行,1年期AAA存单利率下行3.25bp,收于2.2325%。本周存单发行量为1,1232亿元,净融资额为4,383亿元。

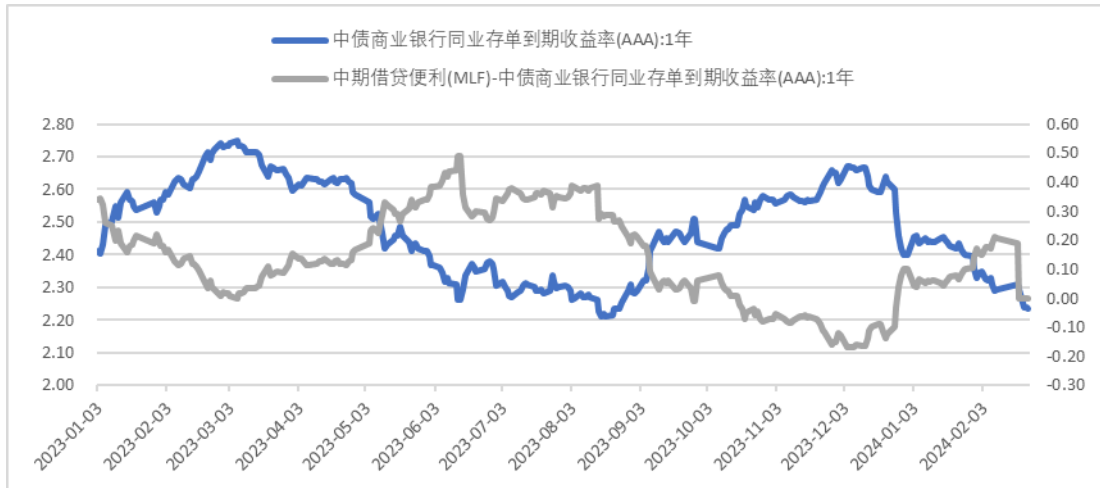
下周进入跨月周,逆回购到期5,320亿元,存单到期5,304亿元,整体到期压力小,考虑到央行目前保持流动性充裕的意愿,资金面收紧可能性较小,预计跨月资金价格小幅波动,整体跨月难度较小。

图1 近期资金利率走势



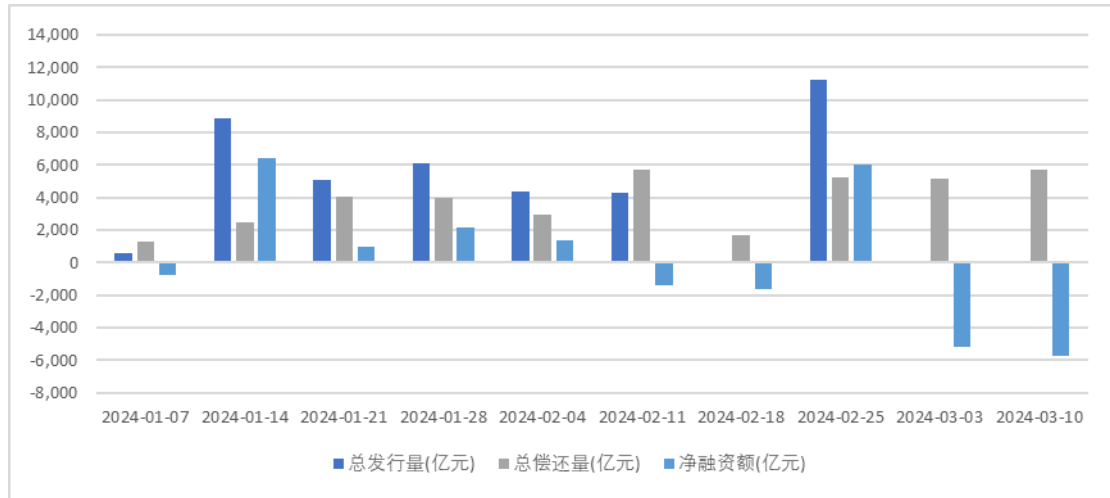
数据来源: wind

图2 一年期AAA存单利率走势



数据来源：wind

图3 存单发行与净融资情况



数据来源：wind

二、LPR 调降步长超预期，短端收益率下行或打开长债下行空间

本周，利率债（国债+地方政府债+政策银行债）共发行 6,399.73 亿元，净融资额 4,185.75 亿元，环比显著提升。2024 年至今，政府融资节奏同比减缓，净融资较去年同期减 55%，主要源于较低的地方债净融资，但结合当前地方政府化债与财政发力的实际需求，预计地方政府债发行或在两会后重启。

2 月 20 日央行公布新一期 LPR 报价，1 年期 LPR 持稳于 3.45%，5 年期 LPR 则下降 25bp 至 3.95%，降幅高于市场普遍预期。债券市场短端利率债、超长债下行动量不减，带动中长债收益率下行，曲线整体走陡。截至 2 月 23 日，1 年期国债收 1.7699%，较上周下行约 16bp；5 年期国债收 2.2972%，较上周下行约 5bp；10 年期国债收 2.4009%，较上周下行约 4bp，30 年期国债收 2.8269%，较上周下行约 0.8bp。1 年期国开债收 1.8840%，较上周下行约 17bp；5 年期国开债收 2.3487%，较上周下行约 9bp；10 年期国开债收 2.5551%，较上周下行约 4.5bp。

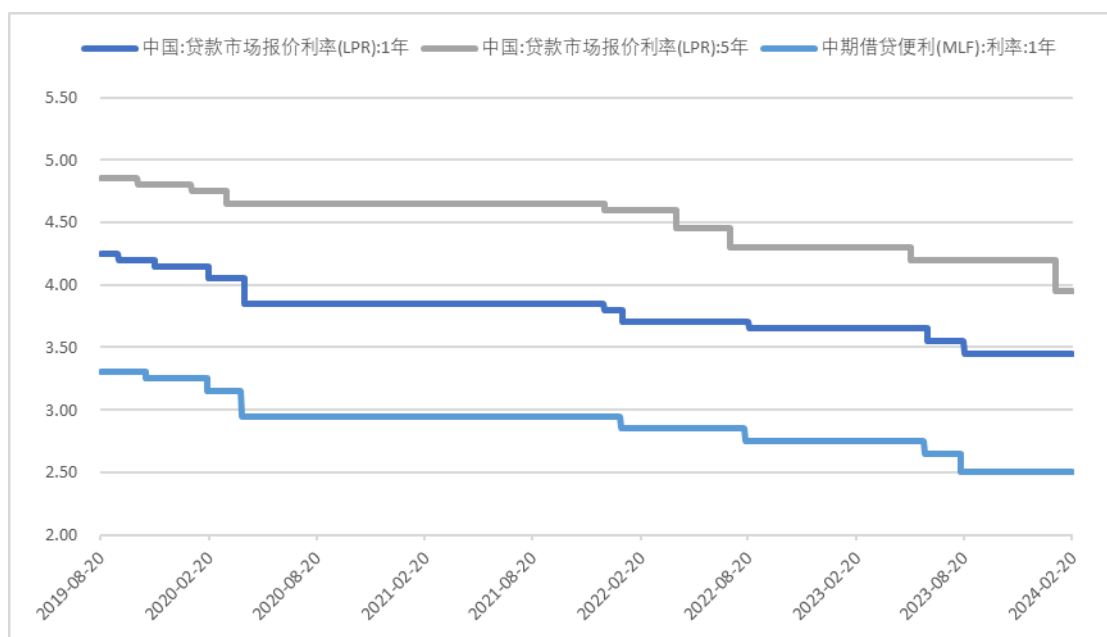
在 MLF 降息落空的背景下，5YLPR 非对称调降幅度超出市场普遍预期，降息公布后市场并未走出利多出尽行情，而是开启进一步全面降息跟进的预期。本次 LPR 调降虽降幅略超预期，但整体符合当前宏观经济逆周期调节需求，非对称条件也表露对地产、长期贷款等方面较为明显的定向调节意图。当前银行净息差持续走低，5YLPR 作为银行长期资产端收益率，其调降或引导银行进一步下调负债端成本，即存款利率进一步下调。同时，本次 LPR 调降步长创造历史，或开启政策调整节奏的新模式。

市场多头力量仍然较为强大，这一方面是由于年初银行机构配置需求，另一方面是在当前逆周期调节阶段，市场普遍预期在本次资产端降息后，负债端补降的预期再次升温。但值得注意的是，进入 3 月后地方政府债与国债或发行提速，当前市场流动性充裕环境或冲击，

引发预期外的反转幅度与动量，如 2023 年 9-12 月万亿国债增发期间收益率持续上行。因此在当前时点应谨慎乐观，避免过度依赖“降息预期-市场下行”这一逻辑循环，明确当前市场整体走势是位于何种条件期望，从更多维度寻找论点，证明当前市场走势的合理性。

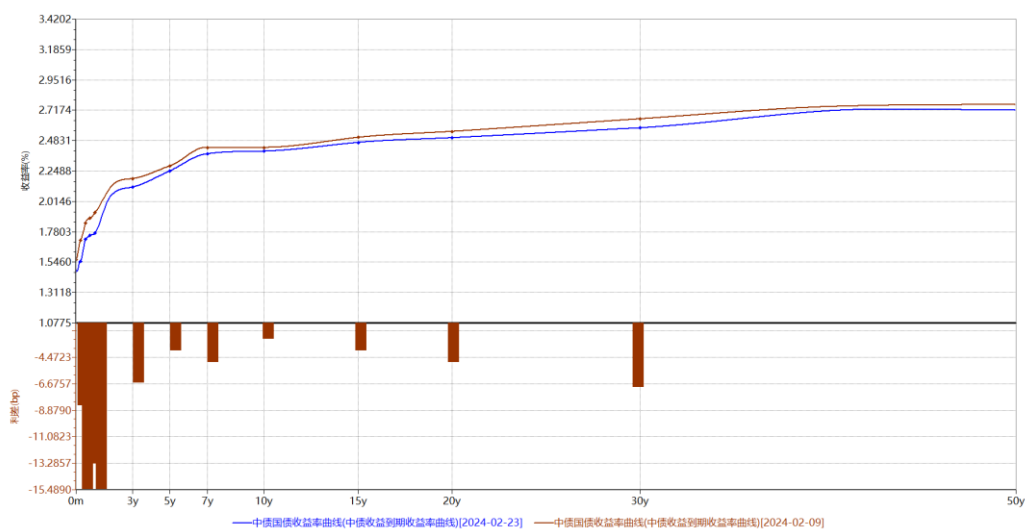
下周，政府融资节奏仍未发生突变，资金面保持充裕预期不变，预计多头动量将保持，预期收益率曲线或小幅牛陡。

图 4 MLF、LPR 走势



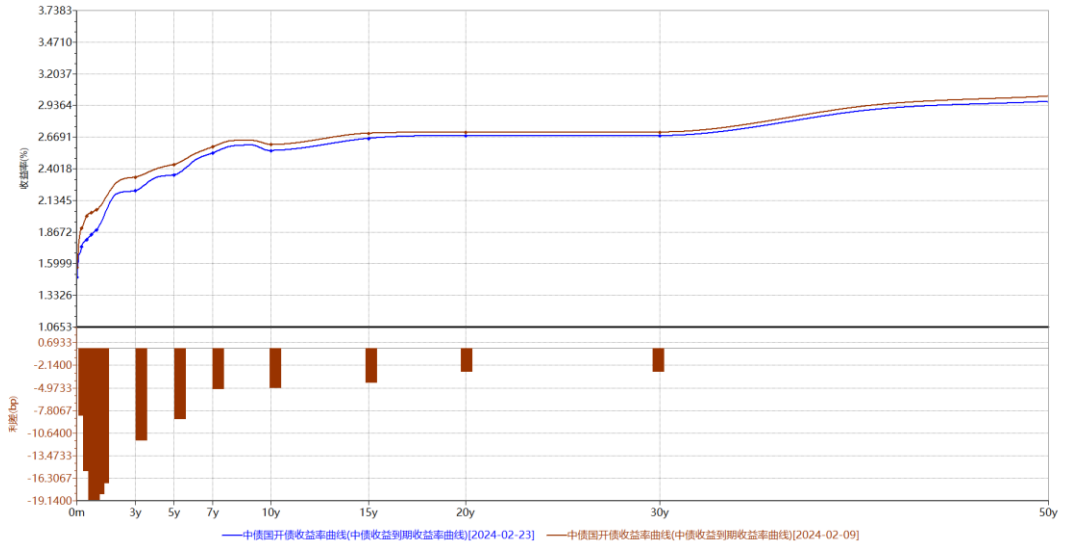
数据来源: wind

图 5 国债收益率期限结构



数据来源: wind

图 6 国开收益率期限结构



数据来源: wind