



如何理解中国利率现状



2022 年 4 月以来中国利率体系出现了长短期利率走势背离的现象，短期利率不断下降，长期利率逐渐回升。

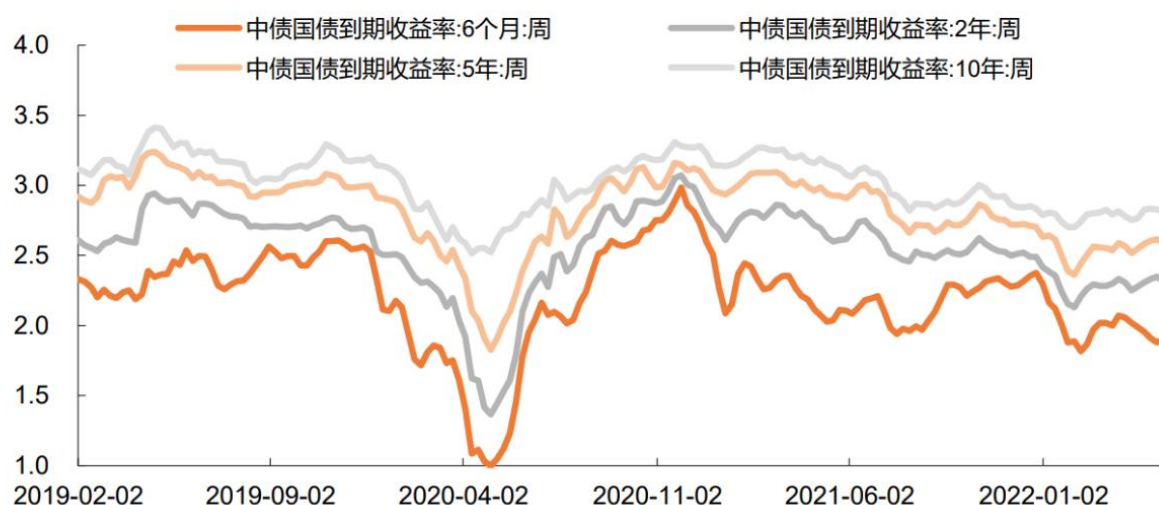
我们认为短期利率的下降主要受当前较为宽松的货币政策影响，短期流动性充裕；叠加今年地方政府专项债可能在半年集中发行，央行或有动力保持资金利率在低位；6 月期 AAA 级同业存单利率下降速度比 SHIBOR 利率更快，预示着短期利率还会继续下降。

当前国内投资、消费需求不旺，长期利率下行压力较大，而实际上长期利率小幅上升、国债期限利差扩大，与 4 月份 PMI 指数大幅下滑的经济现状有所背离，我们认为这一现象或与主要发达经济体货币政策调整对中国资本流向的扰动有关。

长期看，一方面国内劳动力人口增速持续下降，另一方面宏观杠杆率持续上升，两者共同作用，经济潜在增速在下降，中国长期国债利率存在长期下行的趋势。

2022 年 4 月以来，中国利率体系出现了长短期利率走势背离的现象，短期利率不断下降，长期利率逐渐回升。比如 6 个月 SHIBOR 利率从 2.45% 降至 2.30%，6 个月国债利率从 2.06% 降至 1.88%。而中长期国债利率则在不断回升，比如 5 年期国债利率从 2.57% 回升至 2.62%，10 年期国债利率从 2.78% 回升至 2.83%。

图 1: 短期、长期国债到期收益率



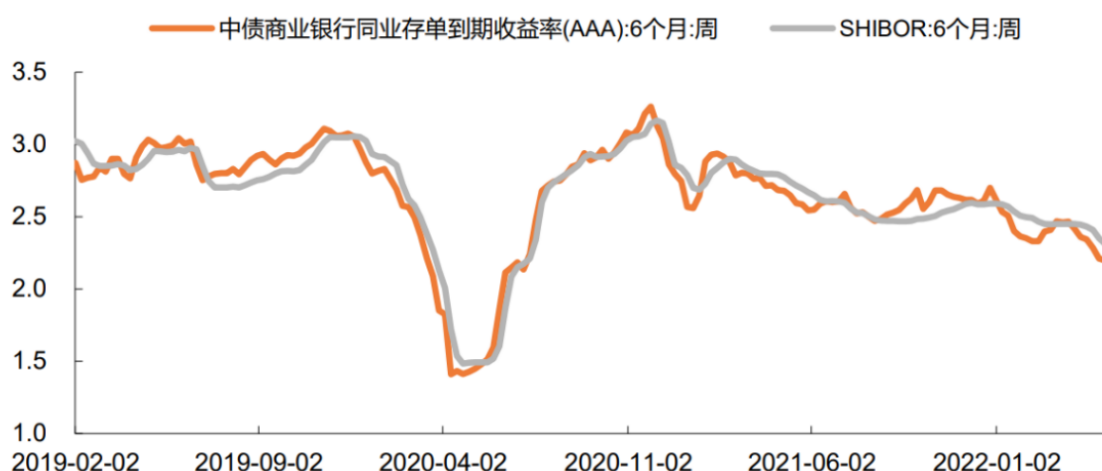
资料来源: IFIND、长城证券研究院

短期利率受货币政策影响,主要反映金融机构之间的资金供需关系。5月7日新华社刊发了访中国人民银行副行长陈雨露的文章,文中副行长表示“去年底,人民银行提前发力,全面降准0.5个百分点,近期又进一步降准0.25个百分点,增加金融机构长期稳定资金来源,加大流动性投放力度。”在连续降准的带动下,短期流动性较为充足,预计4月份超储率在1.8%以上。5月9日发布的《2022年第一季度货币政策执行报告》里也说明,前4个月人民银行靠前发力向中央财政上缴结存利润6000亿元,相当于投放6000亿元基础货币;同时设立2000亿元科技创新再贷款和400亿元普惠养老专项再贷款,增加1000亿元再贷款额度支持煤炭开发利用和增强储能,总共又提供了3400亿的再贷款额度。同时《报告》首次披露,人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制,新的机制建立后,银行的存款利率市场化程度更高,有利于银行稳定负债成本。这也为宽松的货币政策提供了空间。

据媒体报道，财政部要求加快新增专项债发行进度，6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，并于三季度完成剩余额度发行扫尾工作，为后续政策实施留出空间。机构统计数据显示今年前四月已经发行 1.35 万亿元，那么剩余约 2.3 万亿额度中的大部分或将在 5-6 月发行。为了配合政府债的集中发行，央行或有动力保持资金利率在低位。

在资金宽裕的推动下，银行拆借利率不断下降。6 个月期的 AAA 级同业存单利率下降速度比 SHIBOR 利率更快，当前已经降至 2.2% 以下。这预示着短期利率还会继续下降。

图 2: SHIBOR 与银行拆借利率

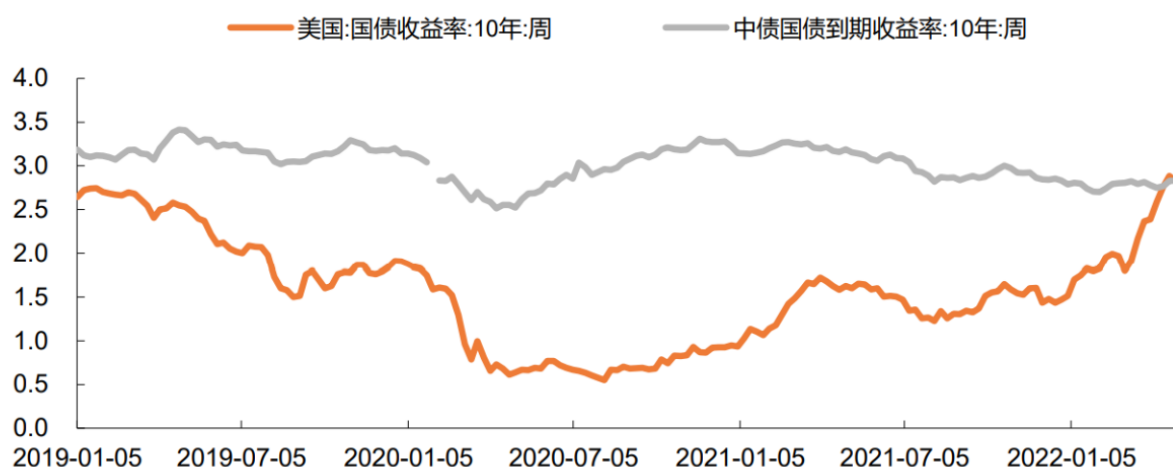


资料来源: IFIND、长城证券研究院

央行调控短期利率，其中一个目的是为了影响长期利率。实际上长期利率受经济需求影响较大，主要反映投资需求。如果一国的物价水平较高，出现恶性通胀，那么其居民倾向于不持有货币，急切寻找能保值增值的投资品，该国的投资需求将极其高涨。美国的十年期国债收益率已经超过了

中国十年期国债利率, 主要就是因为美国 CPI 同比已经达到 8.5% 的历史高位。

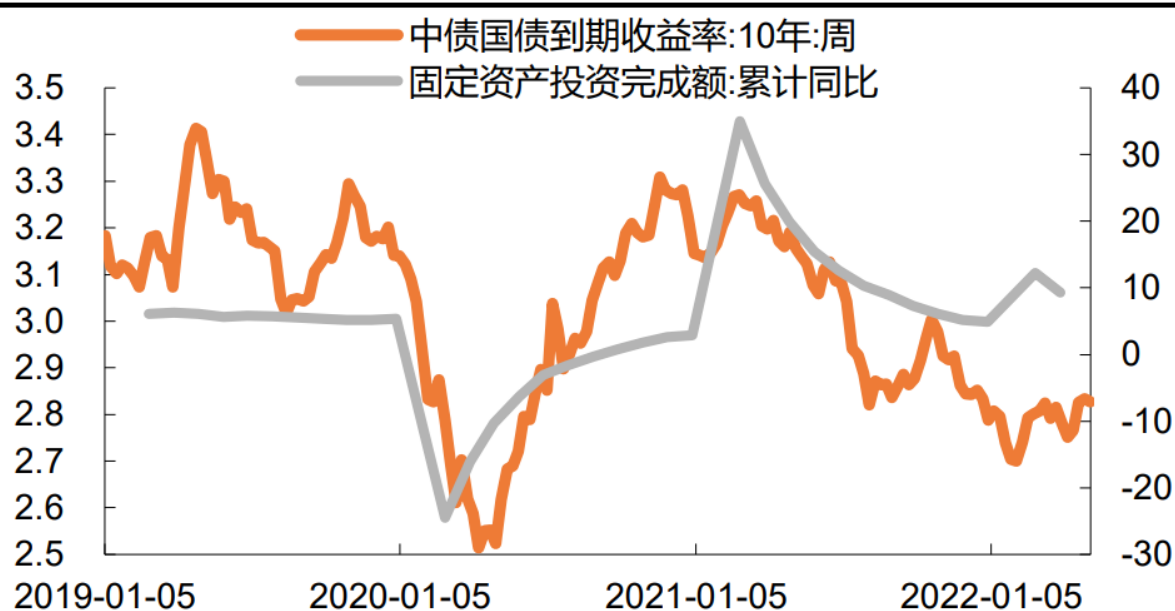
图 3: 10 年期中债收益率与美债收益率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

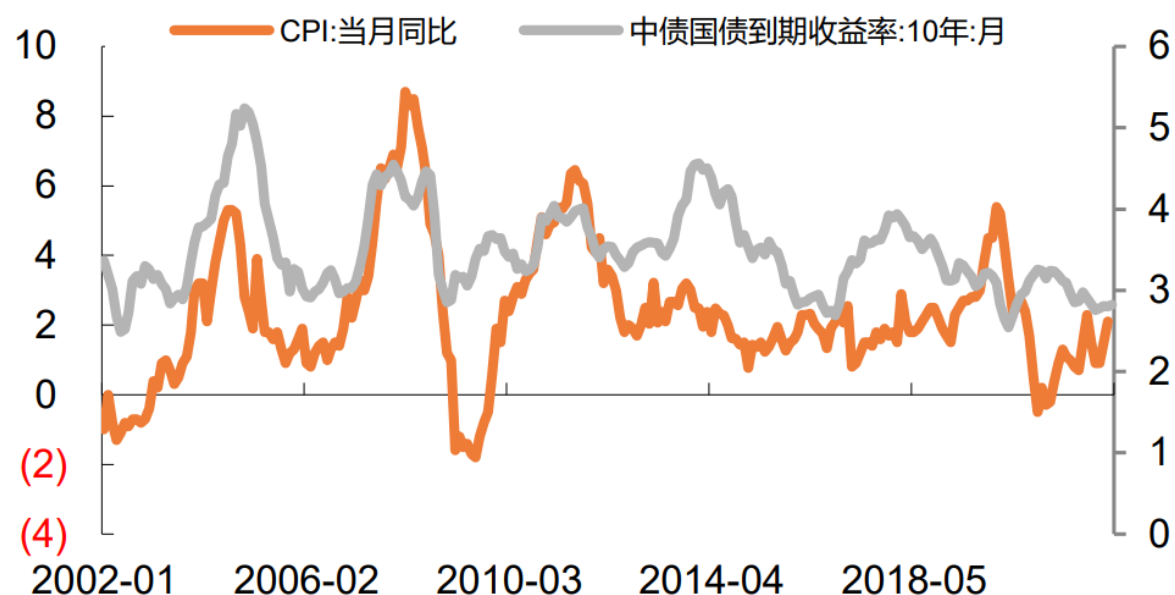
而中国十年期国债利率当前暂时不受通胀的困扰, 4 月份中国 CPI 同比为 2.1%, 远远低于 2.8% 的十年期国债利率。中国的投资需求暂时并不旺盛, 一季度固定资产投资累计增速为 9.3%, 增速虽然较高。但主要是基建投资增速高速增长的支撑, 房地产投资增速仍在大幅下滑, 一季度累计增速仅为 0.7%。当前无论是商品房销售还是社会消费品零售总额增速都较弱, 主要是商品房调控政策仍在影响购房需求, 疫情冲击造成消费下滑。因此近期中国的长期利率理论上也应小幅下降而非上行, 国债期限利差也不应大幅上升。

图 4: 10 年期中债收益率与投资



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 5: 10 年期中债收益率与 CPI



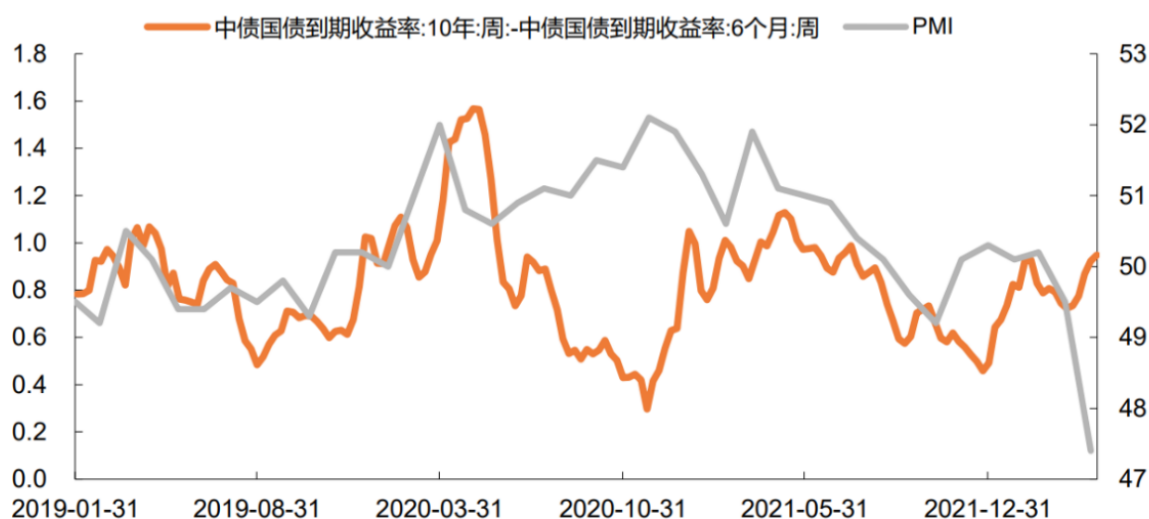
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

央行通过大幅降息或降准, 引导短期利率下降, 息差促使长期利率也

随之下降，进而促进居民和企业消费和投资，这是比较理想的货币政策传导机制。从这里可以看出，国债利率的期限利差反映了央行和投资者的博弈结果。

国债利率的期限利差一般认为是未来经济的预期指标，期限利差扩大往往是经济复苏的先兆；期限利差缩小往往是经济衰退的信号。中国 PMI 指数与国债 10Y-6M 期限利差在大多数时间的表现都符合这一规律，但 2020 年以来多次出现背离。尤其是当前 4 月份 PMI 指数已经大幅下滑至 47% 左右，而国债期限利差反而扩大，我们将在下一部分重点论述这一矛盾的可能原因。

图 6：国债期限利差与 PMI 短期背离



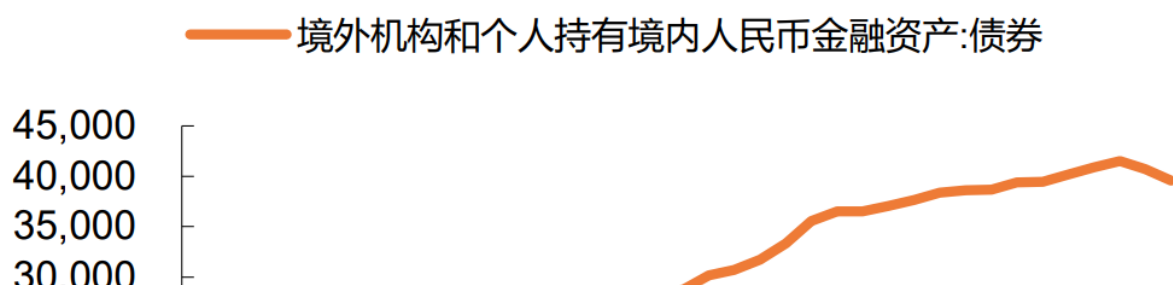
资料来源：IFIND、长城证券研究院

2019 年以来中国债券市场成为境外机构的重要投资市场，债券通相关统计数据显示，2022 年 1 月末，境外机构和个人净增持境内人民币债券

613 亿元至 4.15 万亿元，连续 10 个月上升。但从今年 2 月份以来，境外投资者开始抛售中国债券。截止到 3 月底，已经降至 4 万亿以下。

中美利差缩窄是导致境外资金抛售中国债券的原因之一。根据我们统计，2013 年以来境外机构和个人持续增配人民币债券，增配的速度与中美利差之间具有较高的相关性。当中美利差扩大时，增配人民币债券规模就会增加，单月可能会增加至 2000 亿以上；而当中美利差缩小时，增配人民币债券的规模就会下降，历史上也出现过单月负增长的时期，比如 2015 年的下半年，2018 年的 9-10 月份。像今年 1-2 月份出现的大规模单月负增长在历史上比较少见，主要是当前中美利差收窄速度过快，目前中美十年利差已倒挂。

图 7：今年 2 月份以来境外投资者减持中国债券



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42049

