

2021年03月21日

利率债左侧买点已现

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，美债利率持续超预期上行，引起国内投资者对国内债市的担忧。我们认为大可不必如此，中国债市“风景独好”，继续提示国内利率债的左侧买点已现。

● **中美债市走势，取决于各自基本面，并不必然相关；在经济分化时，常会背离中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。**回溯历史，2008年之前，中美10年国债收益率变化差异较大，2008年之后两者走势有所趋同、但也经常出现背离，较为典型的时期例如2010年上半年和2018年上半年，美债收益率大幅上行、中债收益率震荡下行。**中美债市走势，归根结底取决于各自基本面；经济表现分化时，收益率变化明显背离。**不论中债还是美债，主要受基本面和货币流动性影响，而货币政策决策内生于经济基本面和通胀。2008年之前，中美债市走势差异较大，与两国经济表现不同有关；随着中美经济趋同，2008年之后中美收益率变化较为类似，但2010年上半年、2018年上半年中国经济回落、美国回升，导致中美债市明显背离。

● **中美经济“K”型分化下，以美债走势看空中债市，缺乏基本面逻辑的支撑疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。**疫情冲击下，中美经济出现了明显错位，中国率先于其他经济体明显修复。国内政策在“不急转弯”的背景下，2020年下半年即开始有序退出、滞后影响已有所显现，而美国刺激政策仍在落地，中美经济走势分化已经开始，市场演绎出现分化也是自然。政策主线重回调结构、防风险下，类似“紧信用”、“宽货币”的政策环境，总量偏弱、结构优化的经济环境，对国内利率债的利好支撑会逐步显现。“低”效率杠杆行为指向的经济活动，在政策“退潮”过程中，已经开始逐步降温；疫情期间，托底政策带动下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落，内需高点或已现。伴随着海外产需缺口的快速收敛，中国出口“替代效应”也在逐步衰减。

● **重申观点：从“固收+”到“+固收”，国内利率债的左侧买点已现**

CPI通胀率阶段性抬升、地方债供给等，不会成为影响货币流动性的核心因素。中美经济“K”型分化下，输入型通胀带来PPI的快速上行，更多表现为中上游对中下游的利润挤压，对CPI影响总体可控。伴随政策回归调结构、防风险，资产泡沫、债务风险成为关注焦点。经验显示，解决资产泡沫等结构性问题，不宜采用总量政策的收紧；化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。**重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强、左侧买点或已出现，权益类资产估值压缩风险或尚未解除。**2021年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值偏高的板块。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济点评-理性看待年初经济数据》-2021.3.15

《宏观经济专题-地方债放量，对流动性环境的影响》-2021.3.14

《宏观经济专题-美元看空“陷阱”再论》-2021.3.14

目 录

1、 以美债走势看空中债，缺乏基本面逻辑支撑	3
2、 研究结论：国内利率债的左侧买点已现	8
3、 风险提示	8

图表目录

图 1: 2020 年 2 月底以来，10 年期美债收益率加速上行、突破 1.7%	3
图 2: 2010 年上半年和 2018 年，中美债市表现出明显的背离	3
图 3: 美国经济回升阶段，美债期限利差大幅走阔	4
图 4: 债市背离的阶段，中美经济走势也明显背离	4
图 5: 疫情“错位”下，中美经济“K”型分化	4
图 6: 中国货币流动性环境已回归常态	4
图 7: 工业增加值同比显著高于 2015 年以来的正常水平	5
图 8: 2020 年年中以来，基建投资增速趋势性回落	5
图 9: 2020 年底以来，房地产投资增速见顶回落	5
图 10: 商品零售和餐饮收入增长放缓	5
图 11: 2020 年底以来，海外复工加快	6
图 12: 中国在美国进口中所占份额逐步下滑	6
图 13: “紧信用”环境，多对应“宽货币”	6
图 14: 信用债发行期限呈现出缩短的倾向	6
图 15: 2021 年 3 月和 4 月信用债到期规模较大	7
图 16: 地方债大规模发行时，央行一般会加大货币支持	7
图 17: 油价上涨带动 PPI 上行	7
图 18: 终端需求偏弱下，PPI 生活资料和 CPI 较为低迷	7
图 19: 经济回落阶段，PPI 上行并不改变长端利率趋势	8
图 20: 信用收缩阶段，权益类资产估值多承压	8

1、以美债走势看空中债，缺乏基本面逻辑支撑

近期，美债利率持续超预期上行，引起国内投资者对国内债市的担忧。年初以来，美债震荡走弱，10年期美债收益率接连突破1%、1.5%和1.7%等点位，其中近1个月上行幅度达40BP；伴随美国经济活动加快修复、通胀预期的快抬升等，美债收益率或仍将进一步上行。美债的上行会否带动中债调整，是近期我们与机构交流过程中，经常被问到的问题，也是本文分析的重点。

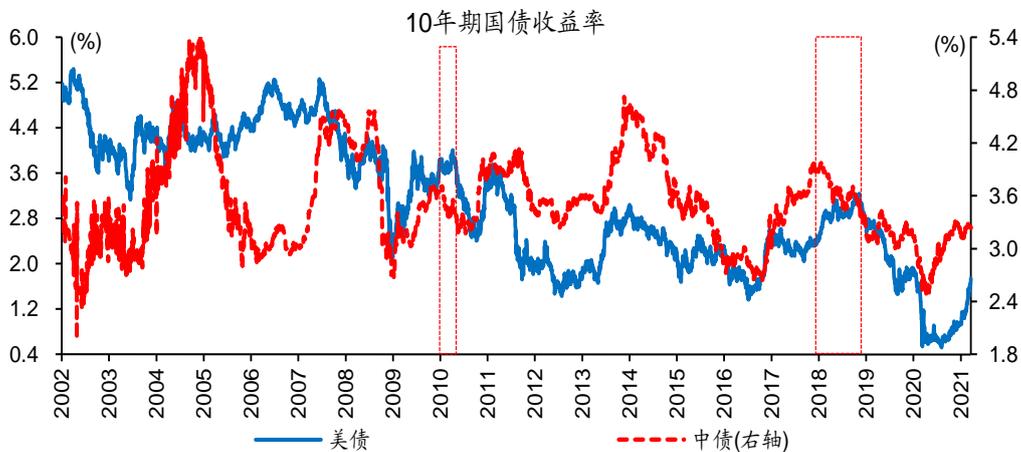
图1：2020年2月底以来，10年期美债收益率加速上行、突破1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。回溯历史，2008年之前，中美10年期国债收益率变化差异较大，2008年之后两者走势有所趋同、但也经常出现背离，较为典型的事情例如2010年上半年和2018年上半年。其中，2010年上半年，美债震荡上行、一度触及阶段性高点4.1%，而中债收益率进入下行通道、半年下行超40BP；类似地，2018年也呈现出美债上行、中债下行的震荡格局。

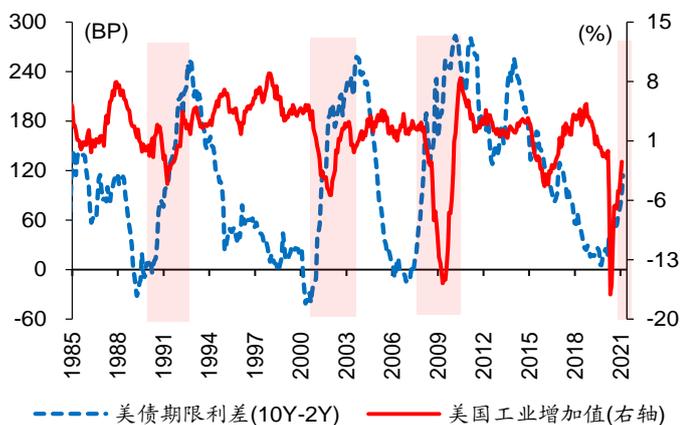
图2：2010年上半年和2018年，中美债市表现出明显的背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

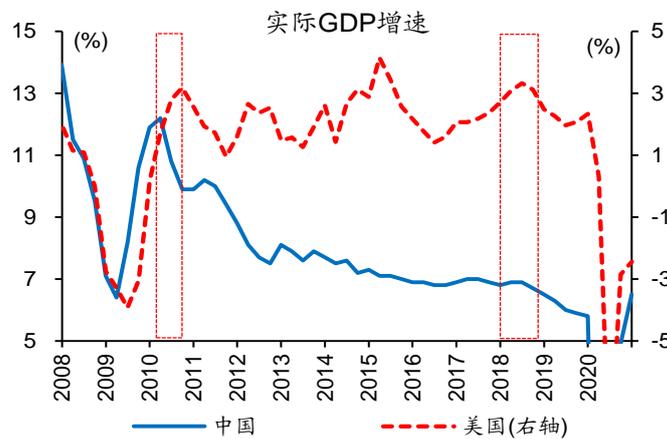
中、美债市走势核心取决于各自基本面，经济表现分化时，债市收益率也明显背离。无论是中债还是美债，主要受基本面和货币流动性的影响，而货币政策内生于经济基本面和通胀。2008年前，中美债市走势差异较大，与两国经济表现不同有关。随着中美经济趋同，2008年后的中美债市收益率走势相对一致，但2010年上半年和2018年上半年中国经济回落、美国上升的阶段，中美债市明显背离。

图3: 美国经济回升阶段，美债期限利差大幅走阔



数据来源: Wind、开源证券研究所

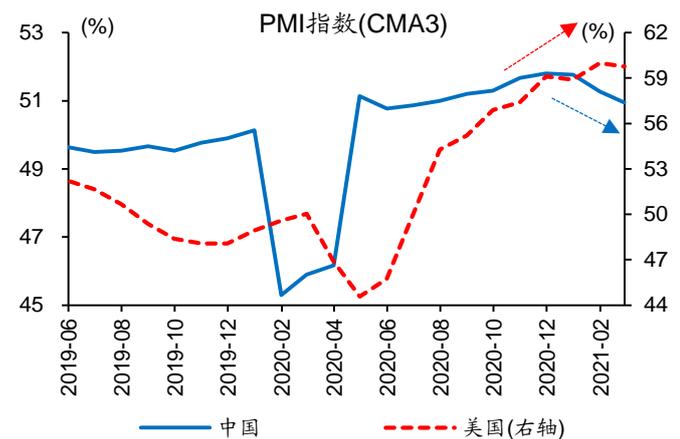
图4: 债市背离的阶段，中美经济走势也明显背离



数据来源: Wind、开源证券研究所

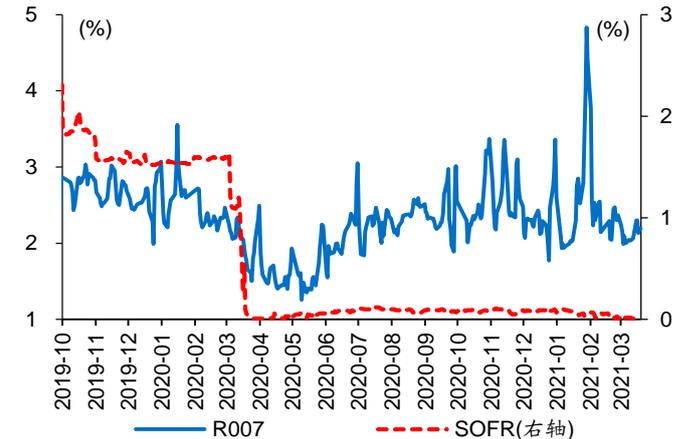
疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。疫情冲击下，中美经济出现了明显错位，中国率先于其他经济体明显修复。国内政策在“不急转弯”的背景下，2020年下半年即开始有序退出、滞后影响已有所显现，而美国刺激政策仍在落地，中美经济走势分化已经开始，市场演绎出现分化也是自然。

图5: 疫情“错位”下，中美经济“K”型分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 中国货币流动性环境已回归常态

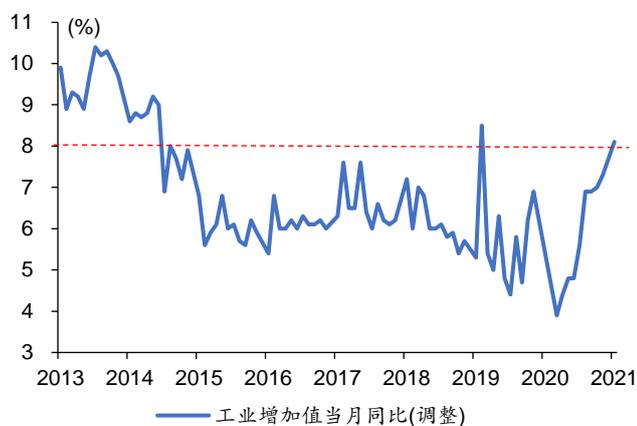


数据来源: Wind、开源证券研究所

政策“退潮”下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落，内需高点或已现。以工业增加值计的生产指标，1-2月两年平均增速达8.1%、显著高于2015年以来正常水平，PMI生产指标已连续3个月大幅下滑。“低”效率杠杆行为指向的经济活动，在政策“退潮”过程中，已经开始逐步降温；疫情期间，托底政策带动下，部

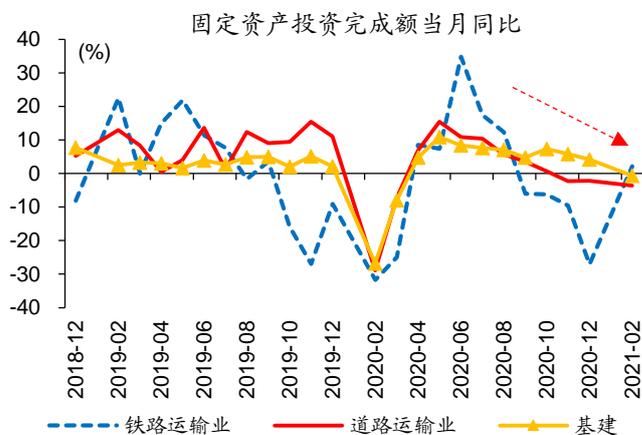
分较早修复的指标，如基建和房地产投资等已依次见顶回落，对部分制造业相关行业投资的滞后影响也在显现；而消费增长，仍受到居民收入端和线下活动等拖累。

图7：工业增加值同比显著高于2015年以来的正常水平



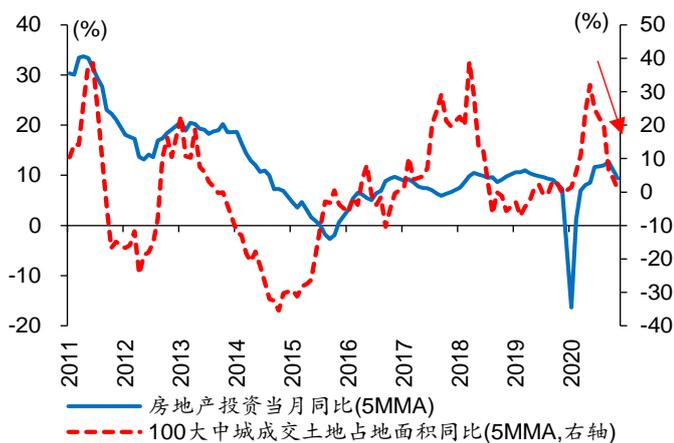
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020年年中以来，基建投资增速趋势性回落



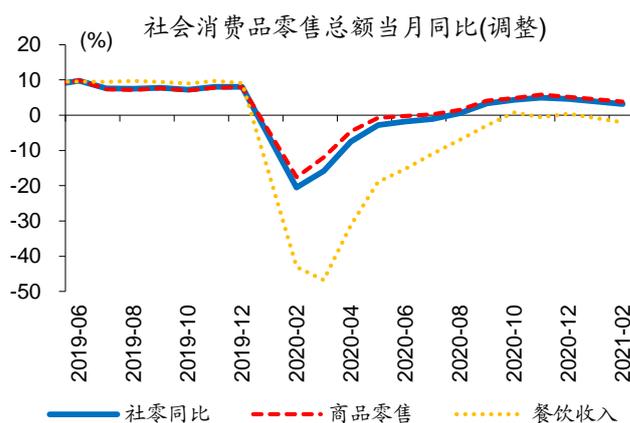
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020年底以来，房地产投资增速见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

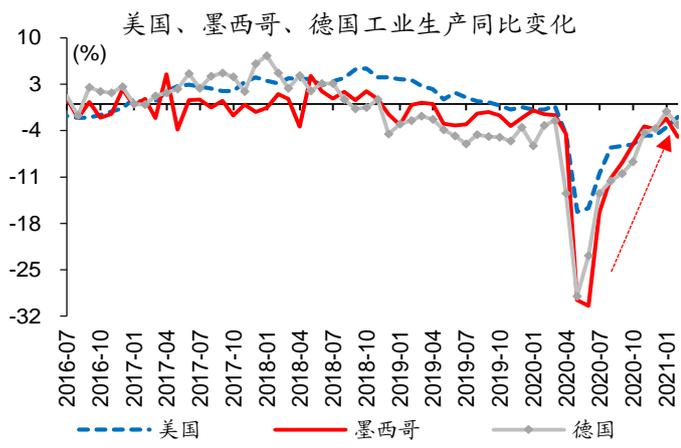
图10：商品零售和餐饮收入增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

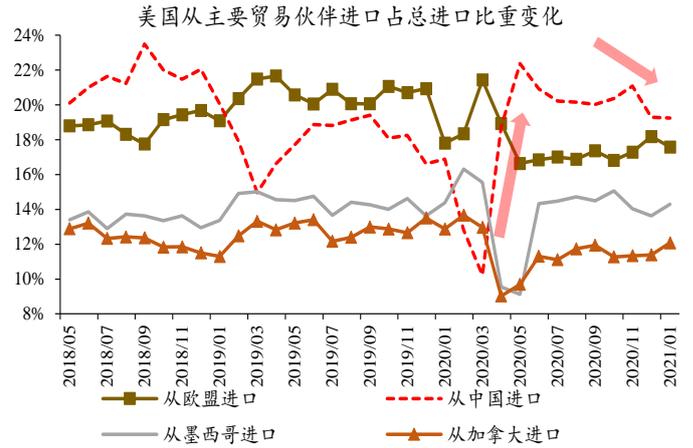
伴随海外产需缺口的快速收敛，中国出口“替代效应”在逐步衰减。疫情“错位”下，出口表现突出，与海外生产受限、政策“保”需求下，部分外需转向中国有关。随着疫情从“错位”到“收敛”，海外生产活动加快修复，德国、墨西哥等主要生产型经济体的产能均快速修复，海外产需缺口或加快收敛。随之而来的是中国出口“替代效应”的逐步衰减，美国进口商品中中国占比份额已开始明显回落。

图11: 2020年底以来, 海外复工加快



数据来源: Wind、开源证券研究所

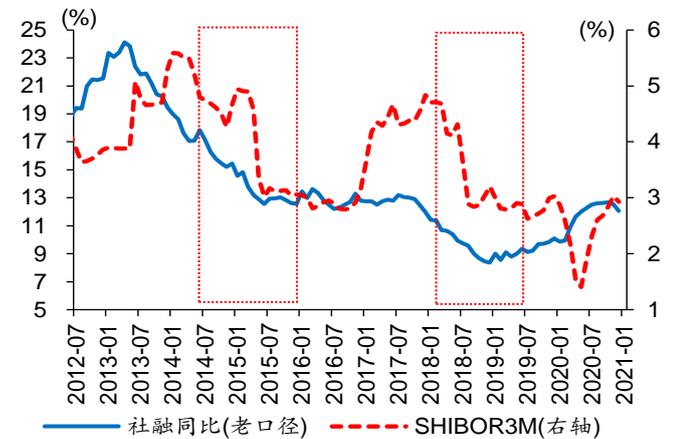
图12: 中国在美国进口中所占份额逐步下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

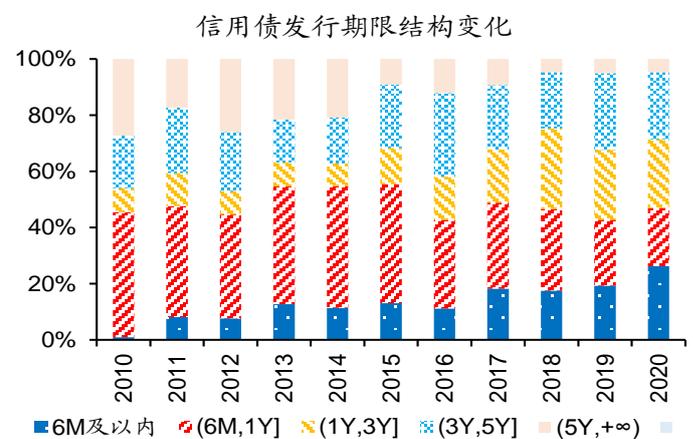
政策主线重回调结构、防风险下, “紧信用”、“宽货币”成为主要政策环境搭配。伴随经济逐步回归常态, 国内政策重心重回“调结构”、“防风险”, 信用环境已进入收缩通道、即将加速收缩。经验显示, 解决资产泡沫等结构性问题, 不宜采用总量政策的收紧; 化解风险的过程, 需要相对平稳的货币流动性环境配合。此外, 贷款展期、地方债供给、及信用债集中到期等, 仍需要政策适时适度呵护(详细分析参见《地方债放量, 对流动性环境的影响》)。

图13: “紧信用”环境, 多对应“宽货币”



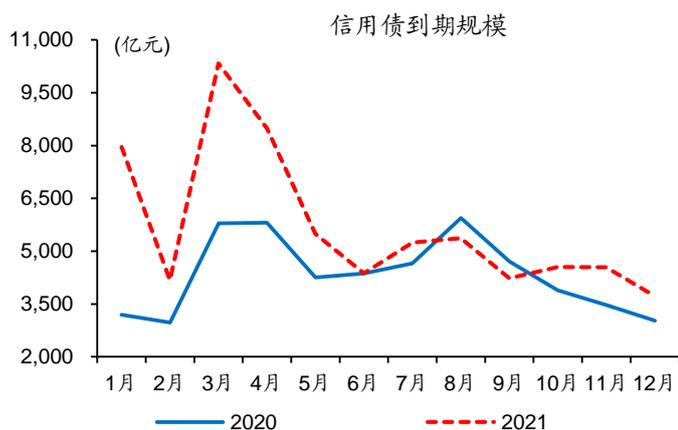
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 信用债发行期限呈现出缩短的倾向



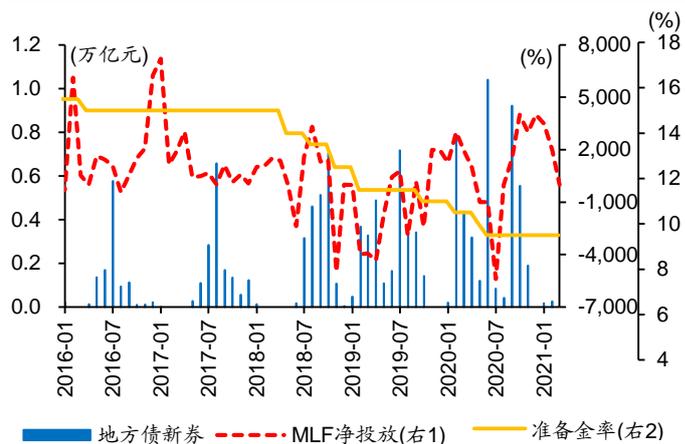
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2021年3月和4月信用债到期规模较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 地方债大规模发行时, 央行一般会加大货币支持



数据来源: Wind、开源证券研究所

中美经济“K型”分化下，输入型通胀压力总体可控，不会成为影响货币流动性的核心因素。海外需求加快修复下，全球大宗商品涨价，带动PPI快速上行；但国内需求已出现走弱下，PPI上行更多是结构性的，不会引发全面通胀。同时，输入型通胀对PPI的直接影响远大于CPI，在终端需求偏弱下，PPI上涨更多表现为中上游对中下游的利润挤压，涨价压力传导对CPI的影响或相对有限。

图17: 油价上涨带动PPI上行

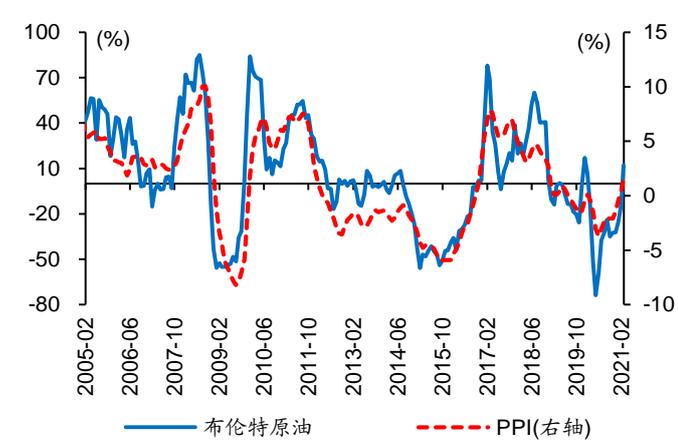
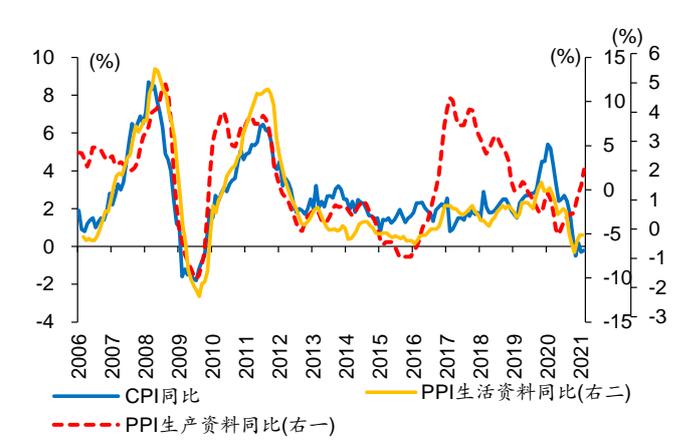


图18: 终端需求偏弱下, PPI生活资料和CPI较为低迷



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_18862



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn