

宏观

证券研究报告

2021 年 08 月 05 日

现在仍然是对债市最好的时候

我们认为现在仍然是对利率债最好的时候，行情将在犹豫中继续，10 年期国债利率将下行到 2.6% 附近。

货币宽松刚刚开始，短期利率的下限仍有突破空间；财政转向需要一系列政策协同配合，短期仍是结构性紧信用为主，不会很快转向，资产荒下机构存在配置压力；中美利差处于近十年的 70% 历史分位，期限利差处于 65% 历史分位，美债利率短期继续回落，中国经济和通胀温和回落，中美利差和期限利差仍然有压缩空间。

当前市场尚未对宽货币的持续性形成一致预期，当货币政策连续转向成为一致预期后，意味着利率下行空间基本释放；等到后续宽财政和宽信用政策兑现，利率可能开始反弹。

风险提示：美国货币收缩力度超预期；国内经济表现超预期；宽财政政策效果超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-巨震后市场赔率在什么位置？-8 月第 1 周资产配置报告》 2021-08-03
- 2 《宏观报告：预期充分的 taper 会有多大影响-预期充分的 taper 会有多大影响》 2021-07-29
- 3 《宏观报告：风险定价-关注 7 月底美国债务上限豁免到期对市场的影响-7 月第 5 周资产配置报告》 2021-07-27

内容目录

一、货币宽松刚刚开始，打开短端利率下行空间	3
二、信用依然偏紧，不会很快转向	4
三、经济通胀回落、美债回落，期限利差和中美利差仍有压缩空间.....	5

图表目录

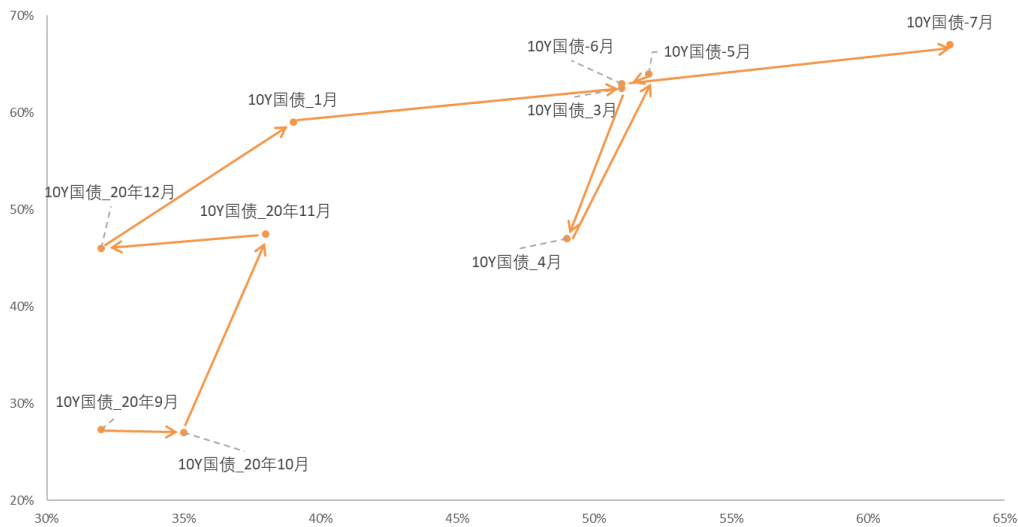
图 1：今年利率债的历史胜率 vs 赔率	3
图 2：从每轮降准开启后，短端利率最大下行空间	4
图 3：银行-央行资产负债表增速显示紧信用还在延续	5
图 4：中美利差处于近十年的 70%历史分位	5
图 5：10 年-1 年国债期限利差处于近十年的 65%历史分位	6

我们的资产配置系统在今年3月、5月、7月三次增配利率债。7月全面降准以来，利率已经下行了25BP，市场情绪逐渐恐高并担忧宽财政和利率债供给加速。**我们认为现在仍然是对利率债最好的时候，行情将在犹豫中继续，10年期国债利率将下行到2.6%附近。**

货币宽松刚刚开始，短期利率的下限仍有突破空间；财政转向需要一系列政策协同配合，短期仍是结构性紧信用为主，不会很快转向，资产荒下机构存在配置压力；中美利差处于近十年的70%历史分位，期限利差处于65%历史分位，美债利率短期继续回落，中国经济和通胀温和回落，中美利差和期限利差仍然有压缩空间。

当前市场尚未对宽货币的持续性形成一致预期，当货币政策连续转向成为一致预期后，意味着利率下行空间基本释放；等到后续宽财政和宽信用政策兑现，利率可能开始反弹。

图1：今年利率债的历史胜率 vs 赔率



资料来源：WIND，天风证券研究所

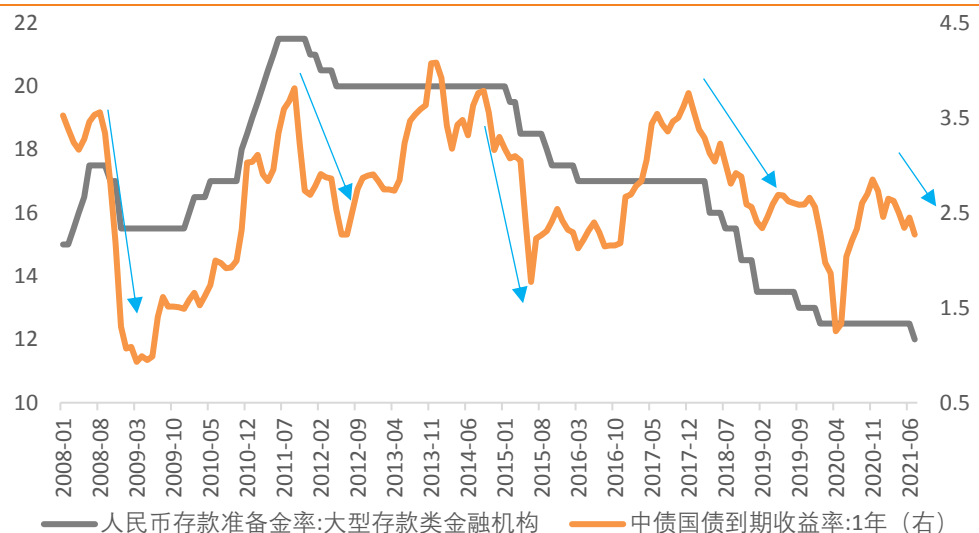
一、货币宽松刚刚开始，打开短端利率下行空间

宏观政策兼顾明年经济下行压力的诉求正在提升。这在近期几个关键会议中已经有所体现：7月12日总理经济形势座谈会，指出“做好跨周期调节、应对周期性风险、统筹今年下半年和明年经济增长”；7月30日政治局会议，删除了“稳增长压力较小的窗口期”的表述，强调要“做好跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接”，货币政策维持“保持流动性合理充裕”。

下半年货币政策会有进一步的前瞻性和渐进式放松。预计下半年还会有降准，主要是置换大量到期的MLF，优化金融机构负债结构，为宽信用提供有利条件。下半年LPR报价下降只是时间问题，也有通过下调政策利率引导降低实体经济企业融资成本的可能，但时点上可能晚于降准，需要经济下行压力加大的信号确认。

降准和降息的落地将进一步打开短端利率的下行空间。从历次降准周期前后1年期国债利率的下行空间来看，2008.8-2009.1期间降准200BP，利率下行249BP；2011.9-2012.6期间降准150BP，利率下行154BP；2014.12-2016.3期间降准300BP，利率下行117BP；2017.12-2019.2期间降准350BP，利率下行142BP。

图 2：从每轮降准开启后，短端利率最大下行空间（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

除了直接降低政策利率之外，降息还可能采用定向降息的形式。央行在下半年工作会议中提到，“推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金，引导金融机构为具有显著减排效应重点领域提供优惠利率融资”。一种形式类似 2018 年底创立的TMLF，以大中型商业银行为操作对象，提供利率水平低于 MLF 的中长期资金，金额视其支持碳减排领域的力度而定；另一种形式是低息再贷款，以中小型商业银行为操作对象，提升其对碳减排领域的支持力度。

二、信用依然偏紧，不会很快转向

7 月 30 日政治局会议提出“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，市场对于下半年宽财政的预期提升。

但是我们认为下半年财政不会很快转向，信用依然结构性偏紧。

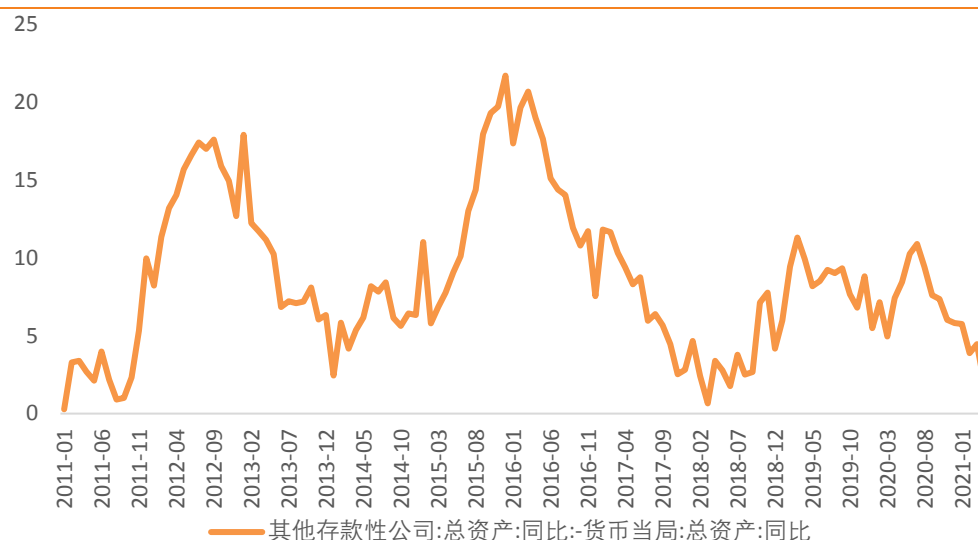
财政转向不仅仅是专项债发行提速那么简单。去年专项债新增 3.75 万亿且有 1 万亿特别国债，但全年基建增速只有 3.4%，仅略高于 19 年的 3.3%。究其原因，规范整顿地方财政纪律的大环境没有变，资管新规约束影子银行、房地产收紧等与地方政府投资间接相关的金融监管政策也没有变，结果是财政举债规模大，但支出进度慢，财政存款上升。

财政转向需要金融监管、地方政府考核导向等一系列政策条件的协同配合。今年财政部《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》、银保监会 15 号文等规范化文件下发不久，资管新规处在过渡期的最后一年，房地产政策仍是高压态势，眼下经济下行压力尚不明显，短期内一系列政策转向的概率不大，结构性紧信用还将持续一段时间。如果政策转向，将会有更多的明确信号可以被观测。

财政的边际变化可能发生在今年底-明年初，与明年的经济下行压力加大相对应。据 21 世纪经济报道的消息，7 月中旬发改委向地方下发通知，要求“争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量，促进投资稳定增长”。因此，财政的关键不是今年“财政后置”，而是明年“财政前置”。（详见《下半年没有“财政后置”》）

在结构性紧信用的环境下，利率债依然供不应求，银行配置压力约束了利率的反弹空间。即使下半年专项债发行提速，在货币政策的配合下，供给因素对利率没有趋势性影响。等到宽财政和宽信用政策落地，需求因素对利率会有趋势性冲击。

图 3：银行-央行资产负债表增速显示紧信用还在延续（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、经济通胀回落、美债回落，期限利差和中美利差仍有压缩空间

根据中债登统计，今年 1-7 月境外机构在银行间累计增持国内债券 4900 亿，持债存量占比从去年底的 3.9% 提升至 4.3%。其中 7 月增持 753 亿，外资加速配置中国债券。中美利差处于较高水平，当前中美 10 年国债利差达到 160BP 以上，处于最近十年的 70% 历史分位，利差有较大的可压缩空间；中德 10 年国债利差在 300BP 以上。

但是美债利率短期可能还没见底。由于信用派生能力明显下降，流动性构成了一个闭环结构——财政扩张发债或压降 TGA 账户，美联储扩表购债，财政投放通过居民和企业存款转化为银行准备金和货币市场基金，最后又通过隔夜逆回购流回联储。TGA 压降、QE 购买、国债发行量减少——三者共同加剧了美债的供不应求和利率的加速回落。在上述环境没有改变这个流动性的闭环结构以前，美债利率主要面临的还是短期回落压力。

对于国内，预计下半年经济和通胀将温和回落，当前 10 年-1 年国债利差处于近十年的 65% 历史分位，期限利差也有压缩空间，预计 10 年期国债利率将下行到 2.6% 附近。

图 4：中美利差处于近十年的 70% 历史分位（%）



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_24893

