

基本面走弱得到数据印证，市场降息预期有所升温

——利率债周报（2021. 08. 16–2021. 08. 22）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

- 本周（8月16日当周）市场多头情绪有所回暖，主要原因是7月经济数据全面放缓印证基本面下行预期、央行MLF操作量超预期、有传闻称央行货政司组织银行研讨会以调研信贷需求不足问题等，令市场降息预期有所升温。在7月央行超预期降准后，市场在重新调整对货币政策预期方向的同时，再度走到了央行前面，当前1年期AAA级同业存单利率比1年期MLF利率低30bps，已经在一定程度上包含了降息预期。那么年内政策性降息的概率有多大？
- 我们认为，下半年经济下行压力加大，稳增长需求提升，宏观政策确实“易松难紧”。但宏观政策向稳增长方向倾斜并非必然发力“宽货币”，下半年稳增长可能会更多借重“宽财政”，即财政政策在兜牢基层“三保”底线的前提下，加快推进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。对于货币政策来说，向稳增长方向倾斜意味着国内政策不会因美联储下半年启动“收水”而随之收紧，金融机构要用好降准释放的资金，加强对小微企业的金融服务等。我们认为，为保障实体经济融资需求、降低实体经济融资成本，四季度央行有可能再降准一次，但政策性降息的可能性仍然不大。原因有二：一是在宏观政策实施过程中，仍将注重稳增长与防风险之间的长期均衡，不太可能出台强刺激措施。二是今年经济增长目标是“6%以上”，实现难度并不大，重要的是还要保持明年经济增长也处于合理区间，为此跨周期调节要求做好今明两年的宏观政策衔接，避免经济增速大幅波动，也就是要避免下半年稳增长政策用力过猛，造成GDP增速过高，但明年政策效应减弱后，经济增速有可能出现超预期的大幅回落现象。
- 后市展望及策略建议：**本周市场降息预期有所升温，但对于降息会否落地市场分歧仍然较大，在看到进一步的证据前，后续降息行情难以持续演绎，且多空博弈、预期反复将导致市场波动加大，建议谨慎追涨。我们仍然维持债市“短空长多”的判断，短期来看，稳增长将更多借重宽财政，财政发力加之供给放量，以及稳货币+宽财政下的宽信用预期抬头，将对多头情绪产生压制。中期来看，基本面下行，政策易松难紧，同时，实体融资需求收缩，城投、地产融资严监管不会明显解绑，结构性资产荒仍将演绎，仍利好债市。这些中期利多因素一方面会制约利率短期反弹幅度，另一方面也意味着利

率因短期供给冲击回调后，大概率还会拐头向下。因此，建议仓位高的机构可以继续减仓，仓位低的机构可以持仓待变，仍有配置需求的机构建议放缓配置，考虑待利率进一步反弹后再择机配置。

2. 本周市场回顾

2.1 二级市场

✚ 本周（8月16日当周）市场波动较大。全周看，长端做多情绪有所回暖、债市整体小幅上涨。本周10年期国债期货主力合约累计上涨0.10%；本周五10年期国债收益率较上周五下行2.72bp，1年期国债收益率较上周五上行4.73bp，期限利差有所收窄。

✚ 8月16日：周一MLF及经济数据尘埃落定，MLF续作如期缩量，但规模仍超预期，显示央行对资金面仍持呵护态度，同时7月经济数据全面走弱。因此，**当日MLF和经济数据对债市都偏利好，但市场情绪并未受到提振，我们认为或因市场对基本面较弱早有预期，也与供给忧虑难消有关。**当日国债现券期货震荡走弱，银行间主要利率债收益率小幅上行，其中，10年期国债到期收益率上行1.51bp；国债期货各期限主力合约小幅收跌，其中，10年期主力合约跌0.10%。

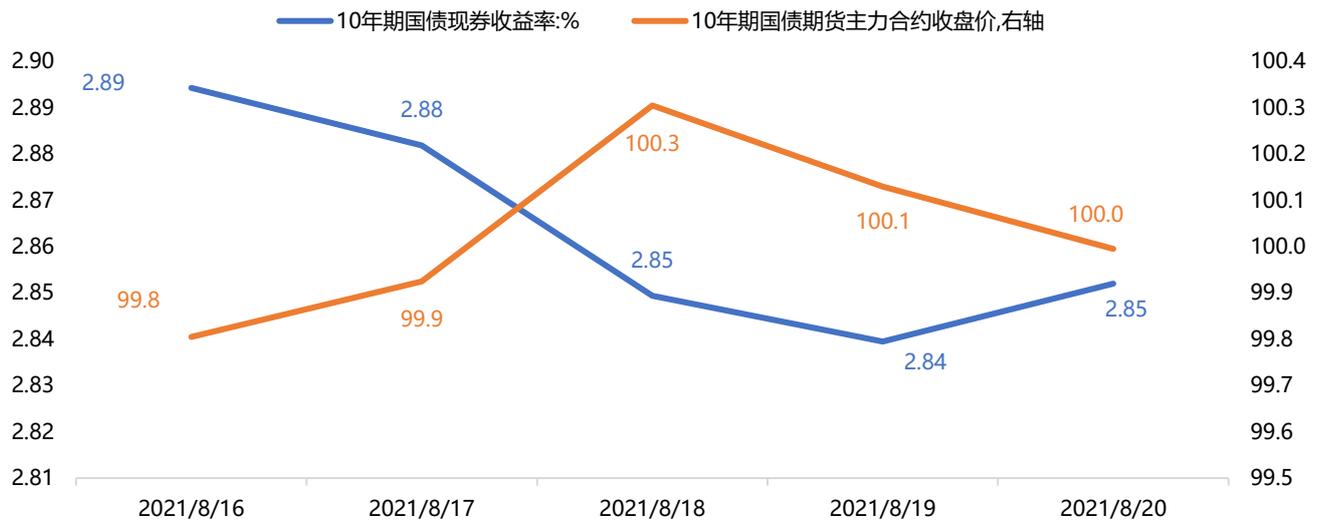
✚ 8月17日：**周二资金平衡偏松叠加股市大跌、股债跷跷板效应提振债市。**当日银行间主要利率债收益率小幅下行1bp左右，其中，10年期国债到期收益率下行1.24bp；当日国债期货各期限主力合约小幅收涨，其中，10年期主力合约涨0.11%。

✚ 8月18日：**周三市场无明显增量利好，但做多情绪上涨，或因有传闻称央行货币政策司组织银行研讨会，调研信贷需求不足的问题，**这一方面指向在信贷需求萎缩压力下，银行缺资产的问题可能仍较为严重，另一方面也令市场猜测央行可能会为了提振信贷需求而采取进一步的宽松举措，加之7月经济数据印证基本面下行压力，降息预期有所升温，**当日债市迎来大涨。**全天来看，银行间主要利率债收益率明显下行3-4bp左右，其中，10年期国债到期收益率下行3.25bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，其中，10年期主力合约涨0.38%。

✚ 8月19日：**周四市场继续交易宽松预期，多头情绪仍占上风，不过，多空分歧下债市盘中波动有所加剧，当日债市延续上涨，但长端利率下行幅度收窄。**全天来看，当日国债期货各期限主力合约多数小幅收涨，其中，10年期主力合约涨0.12%；银行间主要利率债收益率多数小幅下行，其中，10年期国债到期收益率下行0.99bp。

✚ 8月13日：**周五上午公布的LPR继续按兵不动，加之当日资金面收敛，市场做空情绪有所回升，债市偏弱调整。**当日国债期货各期限主力合约全线收跌，其中，10年期主力合约跌0.09%；银行间主要利率债收益率小幅上行，其中，10年期国债收益率上行1.25bp。

图1 本周10年期国债现券收益率和期货价格走势



数据来源: Wind, 东方金诚

图2 本周国债收益率曲线长端下行

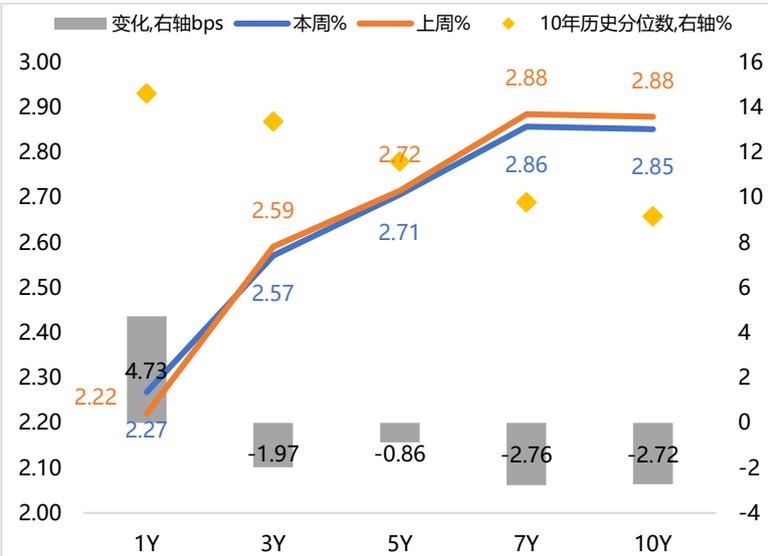


图3 本周国开债收益率曲线长端下行

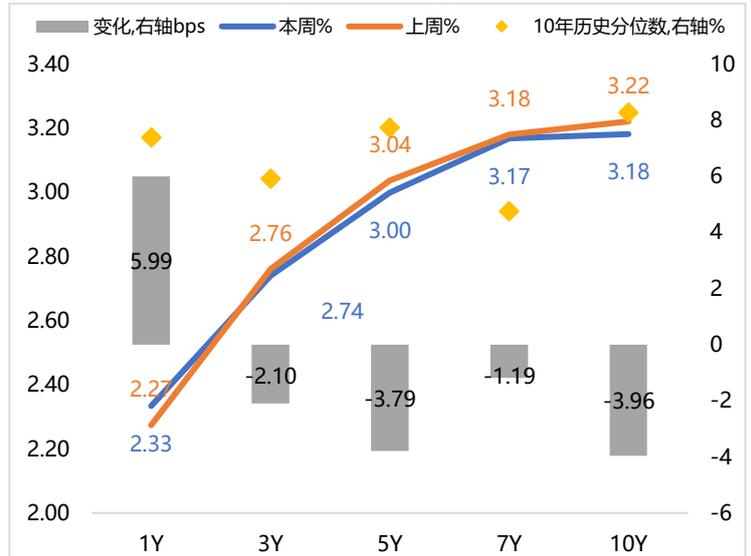


图4 国债期货长端小幅上涨

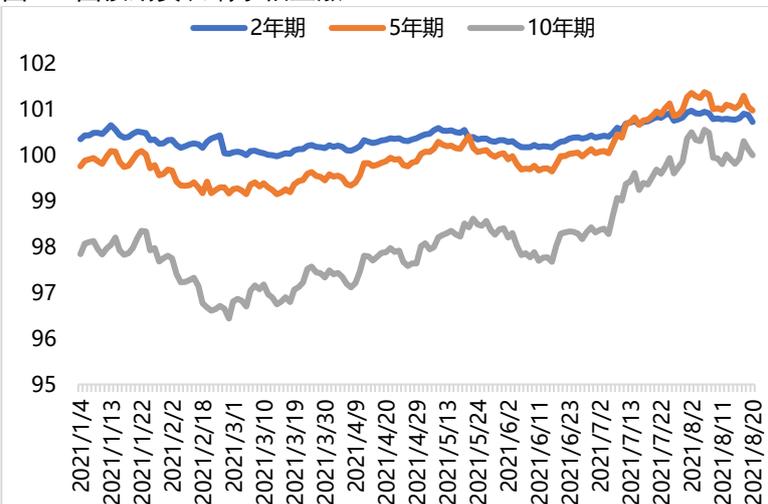


图5 10年期国开债隐含税率降至年内低位

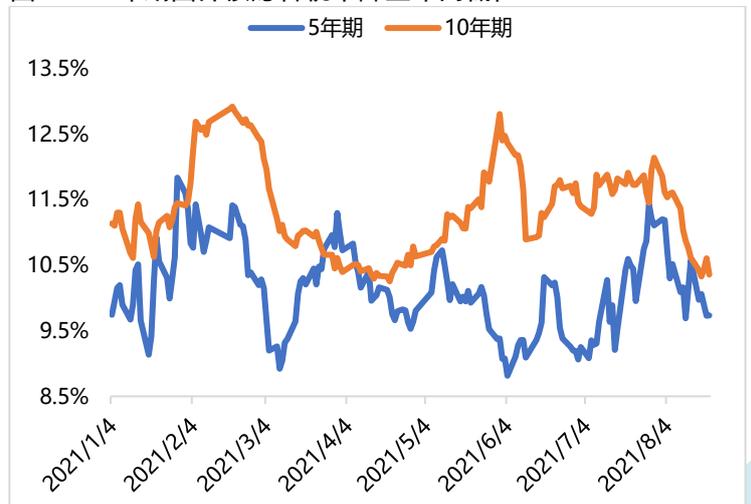
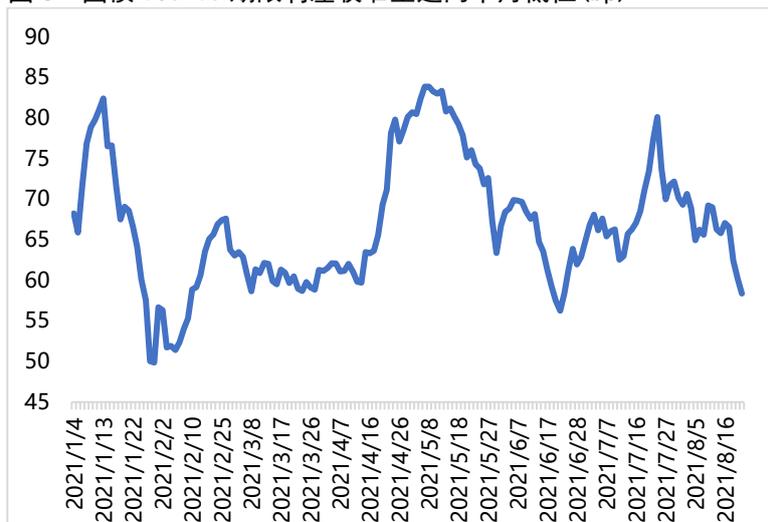
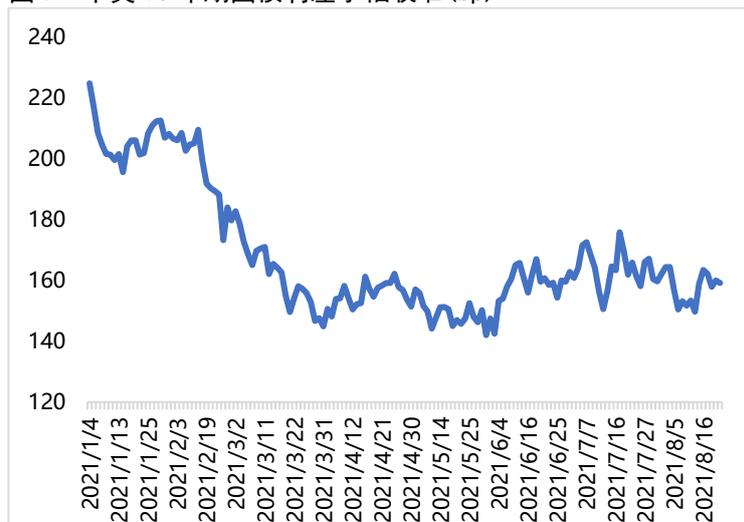


图 6 国债 10Y-1Y 期限利差收窄至近两个月低位 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

图 7 中美 10 年期国债利差小幅收窄 (bp)



2.2 一级市场

本周共发行利率债 104 只，环比增 68 只，发行量 6853 亿，环比大增 3403 亿，净融资额 5418 亿，环比增加 4216 亿。本周国债发行、到期和净融资额环比均减少；政金债发行量增加且到期量为 0，净融资额环比大增；地方债发行量环比大幅增加，净融资超 3000 亿元，创去年 8 月以来单周新高。

表 1 利率债发行与到期 (亿元)

| | 本周发行量 | 上周发行量 | 本周偿还量 | 上周偿还量 | 本周净融资额 | 上周净融资额 |
|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 国债 | 2032 | 2263 | 782 | 880 | 1250 | 1383 |
| 政金债 | 1040 | 917 | 0 | 651 | 1040 | 266 |
| 地方政府债 | 3782 | 271 | 654 | 717 | 3128 | -446 |
| 合计 | 6853 | 3451 | 1436 | 2248 | 5418 | 1203 |

数据来源: Wind, 东方金诚

本周利率债认购需求整体尚可：共发行 4 只国债，平均认购倍数为 3.32 倍；共发行 19 只政金债，平均认购倍数为 5.64 倍；共发行 81 只地方政府债，平均认购倍数为 17.48 倍，发行量增加致认购倍数环比下降。(本周利率债发行情况详见附表 1-3)

3. 本周重要事件

8 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，两项贷款市场报价利率均连续 17 个月保持这一水平。考虑到 8 月 MLF 利率保持不变，本月 LPR 报价不动符合预期。

本月 15 日，央行续作 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与上月持平。这表明 8 月 LPR 报价的参考基础

未发生变化。可以看到，自 2019 年 9 月以来，1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 招标利率始终保持同步调整，点差固定在 90bps。这意味着尽管近期央行全面降准，带动主要市场利率出现不同幅度下行，但 MLF 利率仍对 LPR 报价发挥关键指引作用。同时我们也认为，全面降准对降低银行负债端资金成本有一定作用，但截至目前，其下降幅度尚不足以促使报价行下调 LPR 报价 0.05 个百分点（LPR 报价最小调整步长）。这是 7 月 15 日全面降准落地后，LPR 报价连续两个月维持原有水平的一个直接原因。

在我国当前的利率体系中，LPR 报价属于市场利率范畴，但因其决定着银行贷款利率水平和走向，直接影响各类市场主体融资成本，因此具有很强的政策信号意义，受到市场的广泛关注。全面降准落地与 LPR 报价连续保持不变，一方面意味着下半年宏观政策重心在向稳增长方向切换；另一方面，下半年经济下行压力加大但整体可控，特别是就业市场有望保持稳定，宏观政策向稳增长方向大幅调整的必要性不大，这是近期全面降准后，MLF 利率及 LPR 报价保持不动的宏观经济及政策背景。

值得关注的是，尽管二季度 LPR 报价未发生调整，但并未影响实际贷款利率下行。6 月新发放贷款加权平均利率为 4.93%，比 3 月低 0.17 个百分点，其中企业贷款加权平均利率下降 0.05 个百分点，扭转了 3 月出现的环比上行势头。**LPR 报价不变，企业贷款利率为什么会下降？**我们认为，这主要是信贷市场供求平衡和政策引导的结果。首先是二季度银行边际资金成本下行，监管层督促银行将成本端的政策红利传导至实体经济。可以看到，二季度 DR007 均值为 2.16%，而一季度为 2.21%；同期 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率也从一季度的 2.99% 降至二季度的 2.91%；而 6 月初监管层调整了存款利率上限确定方式，旨在遏制银行存款成本上行势头。以上因素带动商业银行边际资金成本下行。其次，在城投平台和房企融资受限后，企业信贷需求总体上有所减弱。二季度央行问卷调查显示，企业贷款需求指数为 70.5%，较一季度下降 7 个百分点，这一降幅超出季节性。

这也意味着，**要引导贷款利率下降，并非必然下调政策利率。**展望未来，我们判断企业贷款利率还有进一步下行空间。一方面，降准效应下，近期包括 DR007、10 年期国债收益率、1 年期同业存单到期收益率等的关键市场利率出现不同幅度下行，在前期监管层着力打破利率双轨制的背景下，三季度企业贷款利率也会在一定程度上随之下行，政策红利会进一步向企业融资成本传导。另一方面，若四季度 1 年期 LPR 报价下调，根据现有贷款利率定价模式，将直接带动企业贷款利率随之下调。

4. 本周实体经济观察

4.1 本周重点数据

7 月宏观数据普遍不及预期。本周一（8 月 16 日）国家统计局公布数据显示：7 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，前值 8.3%；1-7 月固定资产投资累计同比增长 10.3%，1-6 月为 12.6%；7 月社

会消费品零售总额同比增长 8.5%，前值 12.1%。我们认为，受外部不确定性加大，国内汛情及疫情反复等因素影响，7 月供需两端的宏观数据普遍不及市场预期。这显示当前经济下行压力较大，政策面适度向稳增长方向微调确有较强必要性。

工业生产方面，7 月工业增加值同比增速超预期下滑，在基数变动的的影响减退后，7 月工业生产减速反映出内外需走弱对生产端的拖累。同时，7 月工业生产也受到汛情、疫情等短期因素扰动，且环保限产、芯片等关键原材料短缺、上游商品涨价挤压利润空间等供给侧不利因素的影响也依然存在。

投资方面，7 月投资数据不及预期，内部分化加剧。由于上年基数抬高叠加本月增长动能减弱，1-7 月固定资产投资同比增速回落，以两年平均增速衡量的固定资产投资修复也在转弱。我们认为，在城投平台严监管持续加码及汛情短期扰动下，当月基建投资同比负增幅度较大，以及楼市调控压力下房地产投资降速明显，是 7 月固定资产投资数据走弱的主要原因。与此同时，在政策面支持力度加大、PPI 高涨等因素推动下，7 月制造业投资修复进度明显加快，成为本月固定资产投资的主要支撑。

消费方面，考虑到基数并无明显变动，且从绝对规模来看，去年 7 月基数还有所下降，因此，今年 7 月社零增速大幅下行反映消费需求边际走弱。今年以来社零修复斜率持续偏缓且过程有所波折，表明疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在，加之汛情和疫情反弹扰动，7 月消费需求明显减弱。

展望未来，经济下行压力犹存，但在新一轮国内疫情逐渐平息，汛情等短期扰动因素消退，以及宏观政策向稳增长方向倾斜背景下，8 月工业生产、社零和投资两年平均增速有望恢复改善态势。我们判断，央行 7 月全面降准，客观上会对下半年稳增长起到重要支撑作用，短期内经济下行压力仍然可控。

图 8 7 月工业增加值增速超预期下滑

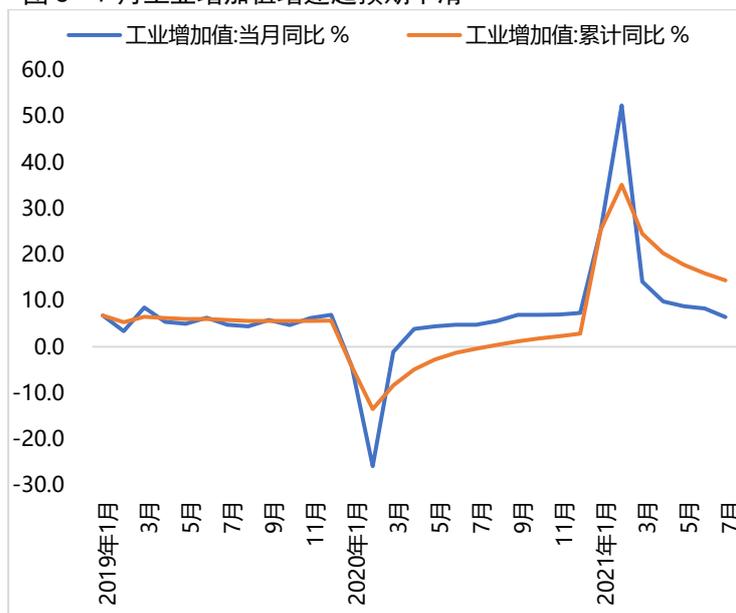


图 9 7 月固定资产投资修复速度放缓

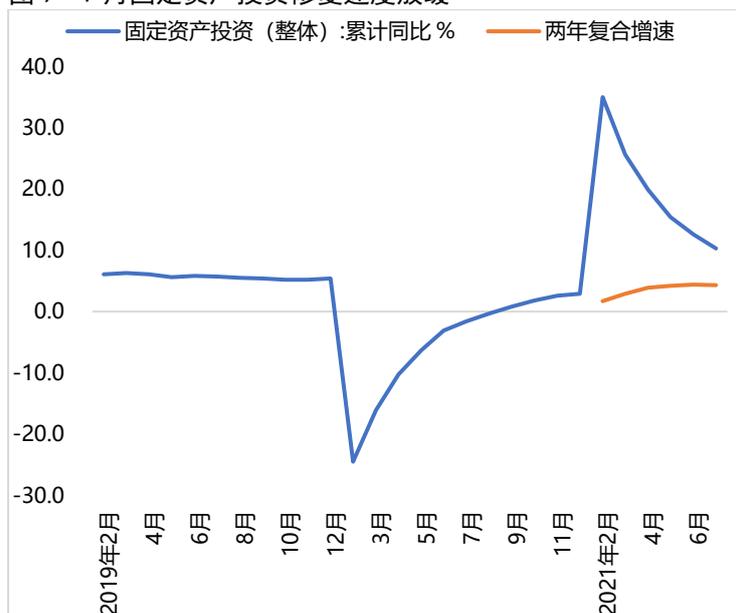


图 10 7 月基建投资修复速度大幅放缓

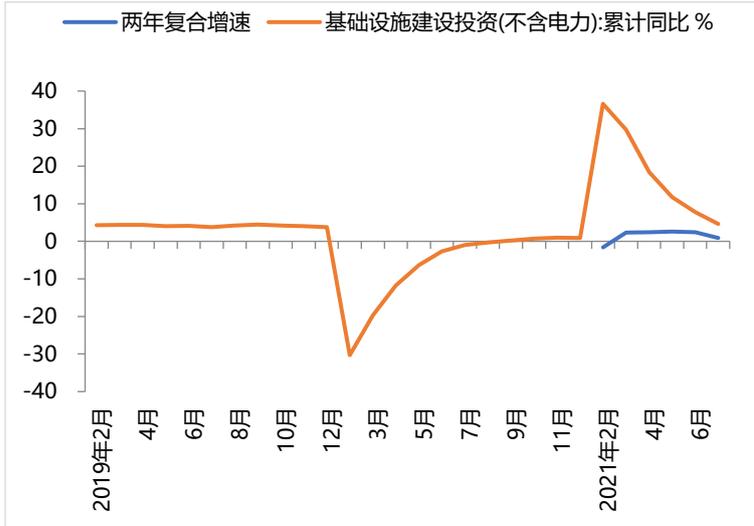
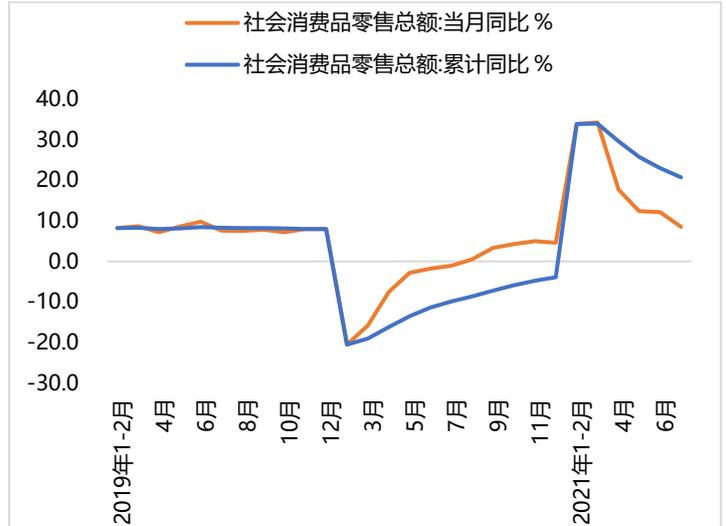


图 11 7 月社零增速大幅下行



资料来源：Wind，东方金诚

4.2 本周高频数据

本周生产端普遍回落，高炉、江浙织机、半钢胎开工率小幅回落，同时需求端 30 大中城市商品房销售面积连续 7 周回落，地产下行压力加大；但 BDI 指数加速上行、运价指数 CCFI 上周出现小幅回落本周重拾上涨趋势，出口动能持续。通胀方面，本周猪肉价格低位震荡，目前仍为盛夏需求淡季，预计震荡局面还会持续一段时间，关注四季度供给回落、需求走强可能会带动猪周期转入上行阶段；本周大宗商品价格普遍回落，布伦特原油现货价格、沪铜期货和螺纹钢期货活跃合约结算价分别下跌 6.89%、4.45%和 7.68%。

图 12 本周高炉开工率环比小幅下降(%)

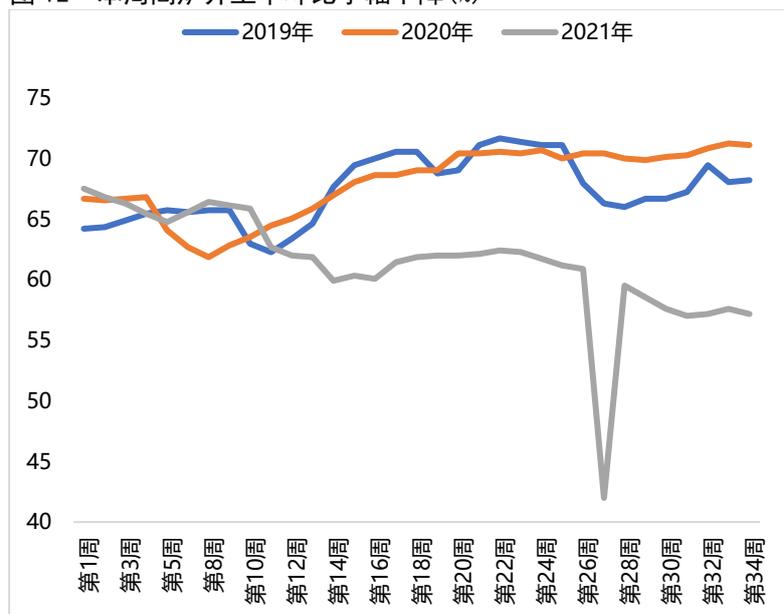


图 13 本周江浙织机开工率继续回落(%)

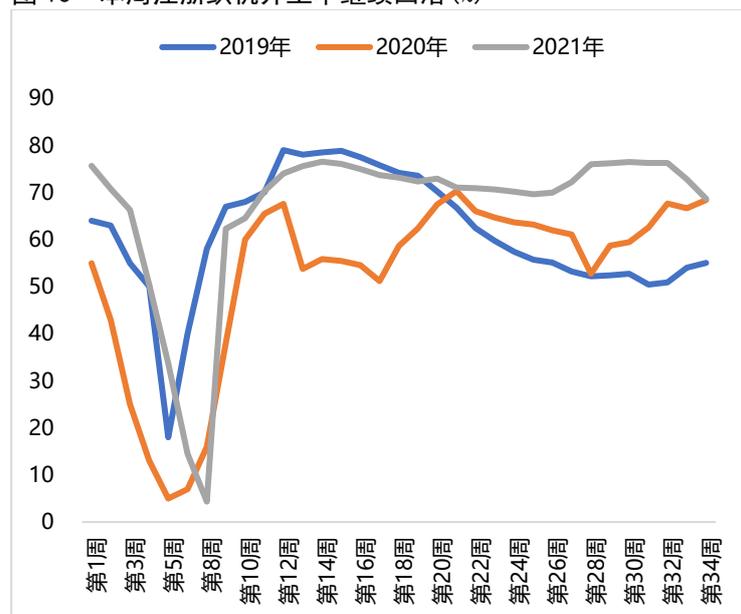


图 14 本周半钢胎开工率小幅回落 (%)

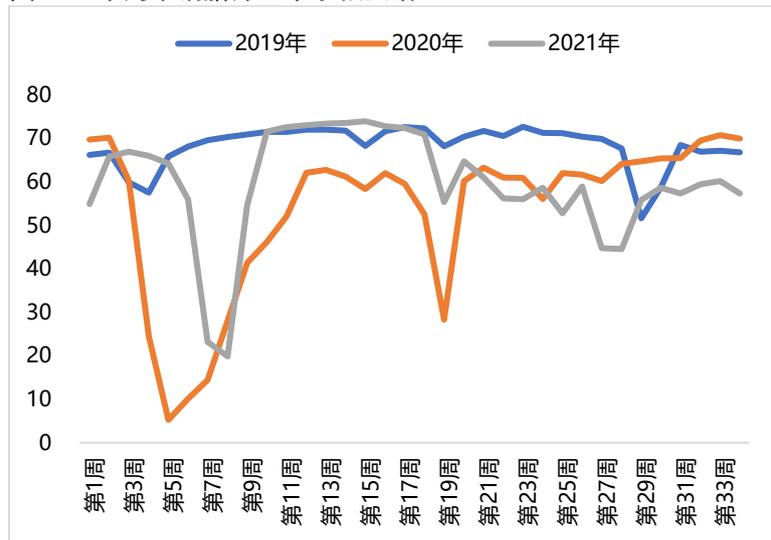


图 15 本周 30 大中城市商品房成交面积继续回落 (万平方米)

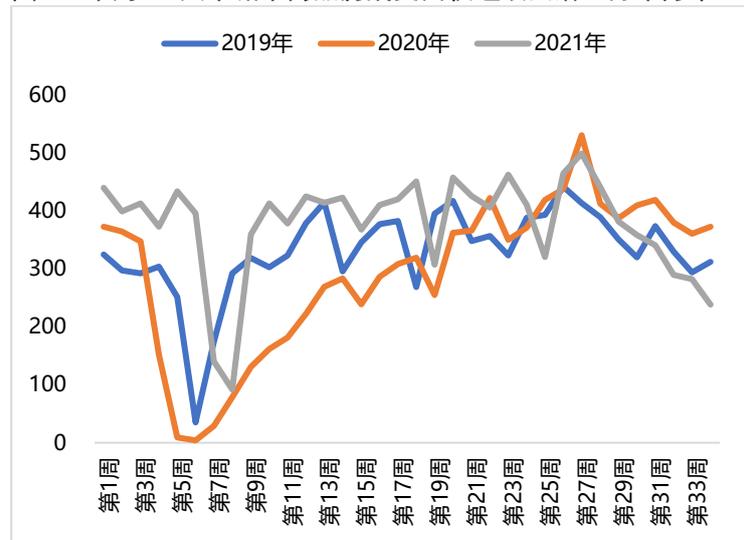


图 16 本周 BDI 指数加速上行

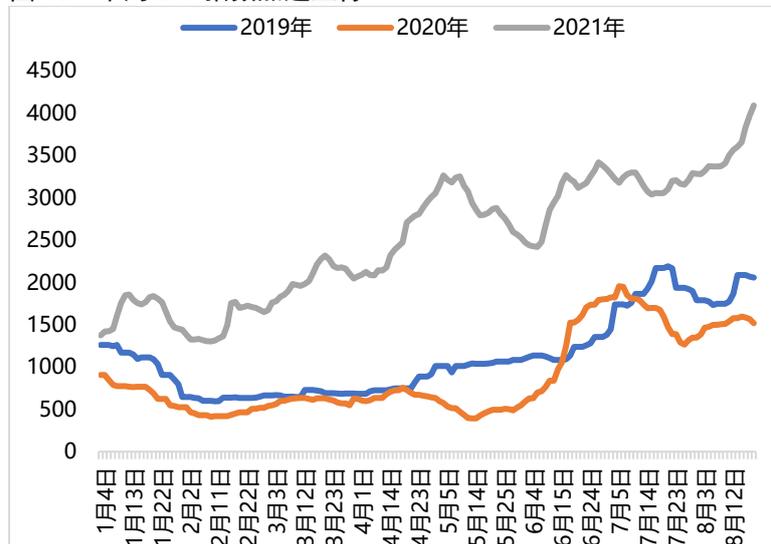


图 17 本周 CCFI 小幅反弹

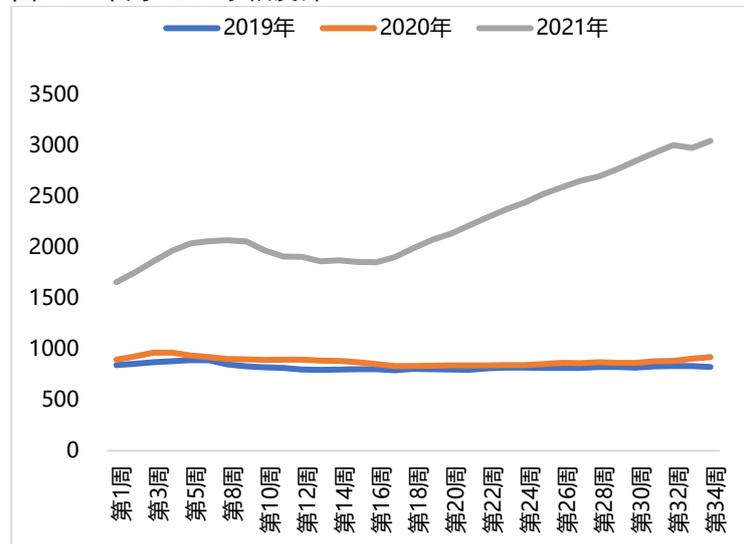


图 18 本周猪肉价格低位震荡

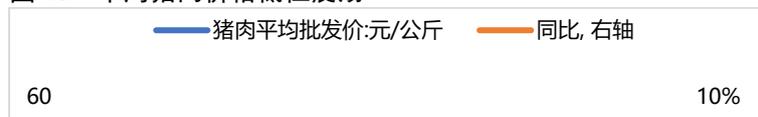
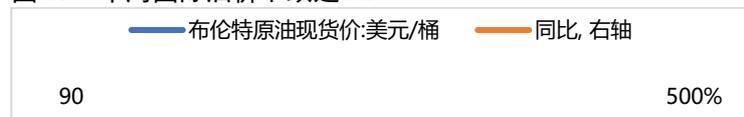


图 19 本周国际油价下跌近 7%



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_25745



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn