

# 下半年利率展望

证券研究报告  
2020年08月05日

## 难见单边趋势，交易机会为主

作者

当前流动性环境已经回到疫情之前的水平，短端和长端利率可能处于相对合理的位置，股债大类资产性价比也处于相对均衡的水平。因此对于下半年的利率形势判断，我们重点通过分析信用环境、经济增速、通胀压力、就业压力等因素的边际变化，探讨货币政策变化的概率和空间。

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

总的来说，在经历了新冠疫情、负油价、股市熔断等诸多“历史性”事件后，债券利率短时间再创新低的概率较低，下半年将处于“上有顶下有底”的状态。

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

预计短期（1-2个月）利率走势以震荡为主，短端利率缺乏上行和下行空间，10年国债利率大致在2.8%-3.1%之间运行。

相关报告

中期来看（未来3-5个月），货币政策再加码的概率上升，短端利率可能迎来再次下行的机会，长端利率的下行空间相对较小，10年国债的底部可能在2.6%-2.7%附近，利率曲线变陡。

后续利率的下行风险主要来自国内疫情反复，上行风险主要来自经济过热和房价上涨。在利率“上有顶下有底”的情况下，下半年利率的趋势性机会有限，可能以交易性机会为主。

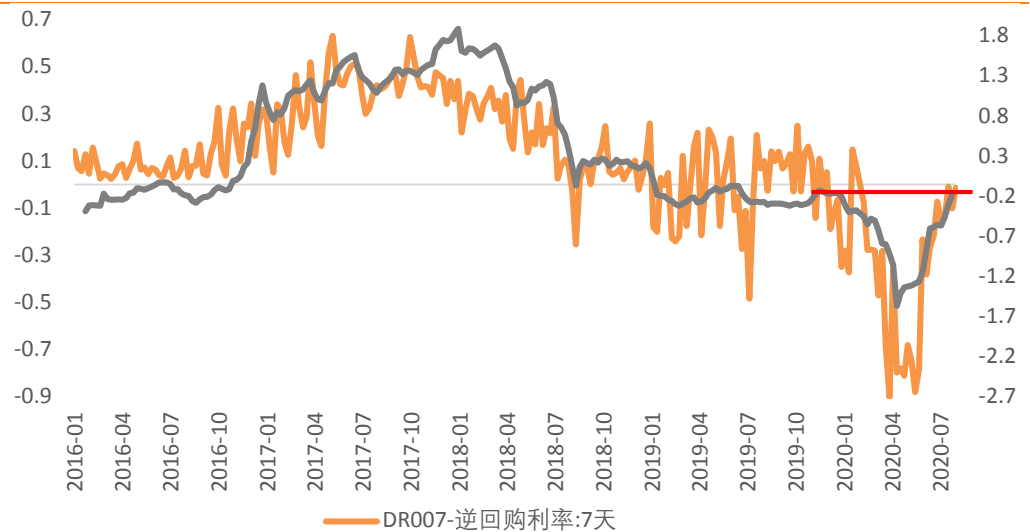
风险提示：国内疫情大规模反复；经济复苏力度超预期；中美关系变化超预期



## 一、利率市场的宏观环境和定价状态

第一，当前流动性环境已经回到疫情之前的水平。用 DR007-OMO7D 利率/一年期同业存单-MLF 利率来衡量剔除基准利率变化影响后的流动性价格，近期流动性水平已经接近 2019 年 4 季度时的状态，即回归疫情之前的水平。

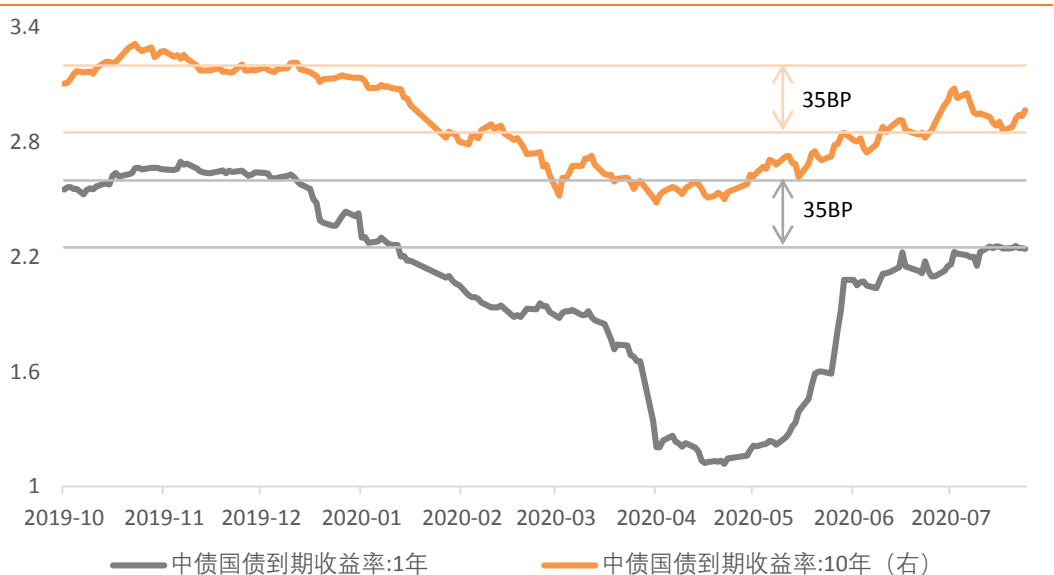
图 1: 货币市场流动性环境已经回到疫情之前的水平



资料来源: WIND, 天风证券研究所

第二，当前短端和长端利率都处于相对合理的位置。去年 4 季度 1 年国债利率均值为 2.6%，最近为 2.25%，考虑到 MLF/逆回购等政策利率较去年 3 季度末下调 35BP，当前的短端利率水平可能处于均衡位置，与流动性水平的回归一致。去年 4 季度 10 年国债利率均值为 3.2%，最近为 2.97%，综合考虑政策利率下调、经济的潜在增长中枢被疫情拉低以及长端利率的供给压力，2.9%-3.0%可能是 10 年国债利率的合意水平。

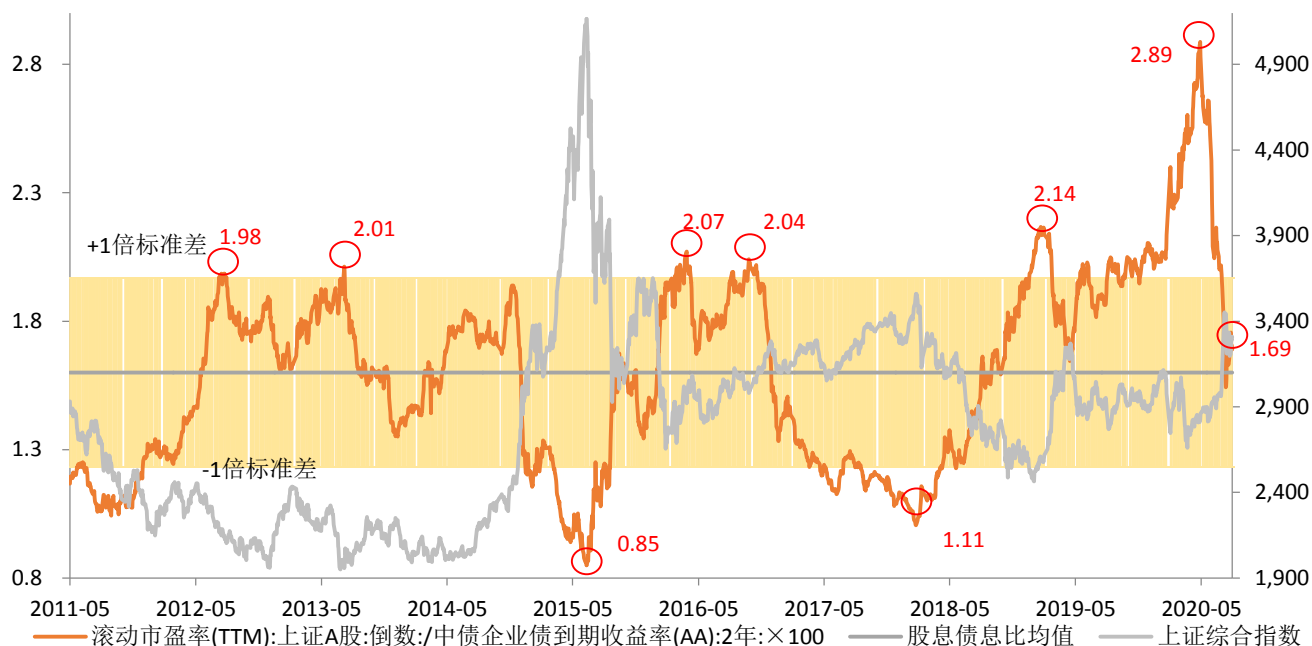
图 2: 当前短端和长端利率可能处于相对均衡的位置



资料来源: WIND, 天风证券研究所

第三，股债大类资产性价比处于相对均衡的水平。我们用来衡量股债相对性价比的指标“股息/债息”值在 4 月底从历史最高值 2.89 快速回落至近期的历史均值 1.6 附近，因此在近 3 个月的股指上涨和债券调整后，股债两类资产的相对价值处于相对均衡的位置。

图 3: 股息/债息值处于历史均值附近



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 二、下半年影响利率变化的主要因素

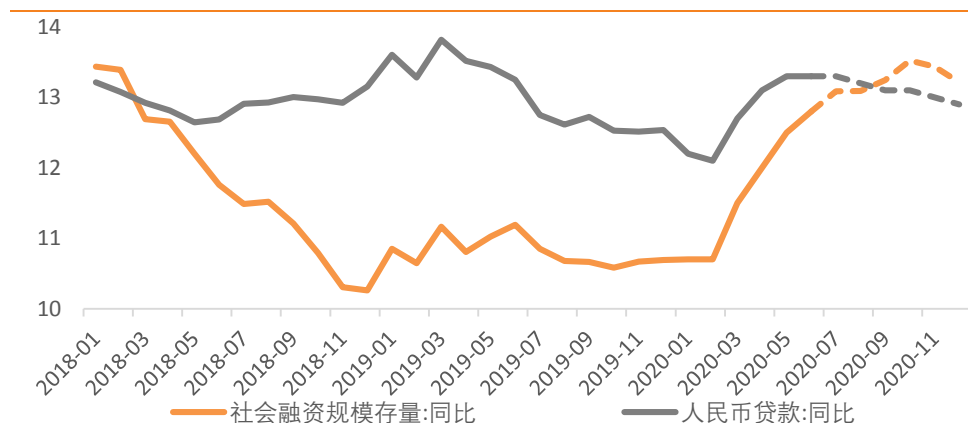
由于短端、长端利率和股债比价都处于与当前基本面和政策环境相对匹配的位置，对于下半年的利率形势判断，我们重点通过分析信用环境、经济增速、通胀压力、就业压力等因素的边际变化，探讨货币政策变化的概率和空间。

### 基本面因子-判断一：下半年大概率出现信用扩张的下行拐点

按照央行行长易纲在陆家嘴论坛上的表述，如果今年新增信贷（社融口径）19-20 万亿，则年底存量信贷同比增速 12.6%-13.2%，因此 6 月的 13.3% 已经是今年信贷增速的高点，3 季度将见顶回落。

社融增速的高点稍微滞后，主要与政府债券的放量发行有关。今年国债（2.78）+特别国债（1）+地方债（0.98+3.75）新增融资合计 8.51 万亿，考虑到部分存量债券到期没有续作，政府债券净融资大概在 8 万亿左右，较去年多增超 3 万亿；去年非金融企业债券净融资 3.2 万亿，按照国常会要求多增 1 万亿，今年可能稍高于 4.2 万亿；上半年表外（委托+信托+未贴现票据）融资净增长 262 亿，下半年相关政策收紧后按照负增长 0.5 万亿估计。照此估算，全年新增社融大约在 33.5 万亿，对应年底存量增速 13.2%，稍高于 6 月的 12.8%。从节奏上看，预计社融增速震荡上行至 10 月到达高点 13.5%，随后回落到年底。

图 4：下半年信贷和社融增速将先后见顶回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

从增量的角度，下半年新增信贷/社融的同比增速将明显低于今年上半年、低于 2019 年上

半年、高于 2019 年下半年，因此预计下半年的信用扩张力度尚可，但边际上将明显收敛。

表 1：下半年新增信贷/社融的同比增速将有所放缓

	新增社融	新增信贷（社融口径）	增量社融同比	增量信贷同比
19H1	146135	100219	27.7%	14.3%
20H1	207916	123271	42.3%	23.0%
19H2	109617	68616	-0.8%	-0.7%
20H2	121150	72248	16.0%	5.3%

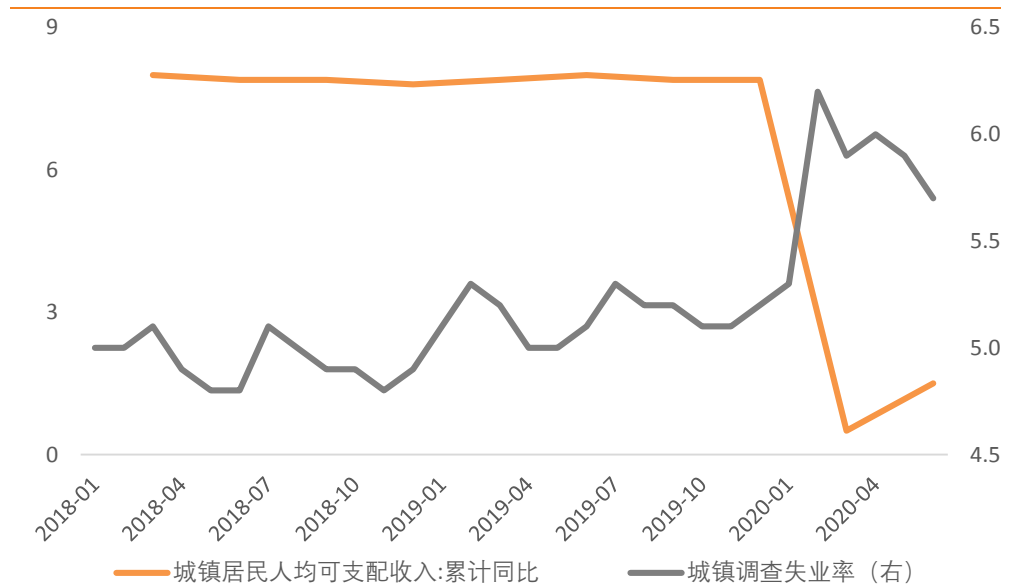
资料来源：WIND，天风证券研究所

### 基本面因子-判断二：3 季度经济复苏斜率可能低于预期

在国内对疫情有效防控的情况下，下半年经济基本面持续修复的悬念不大；另一方面，在经历了 2 季度的强势反弹后，市场对经济复苏斜率放缓的预期也比较一致。即便如此，3 季度经济复苏斜率放缓的幅度有可能超出预期。

一是疫情对居民就业、收入和消费倾向的冲击尚未明显改观。随着经济活动逐渐恢复正常，居民的消费预算约束将在下半年取代经济封锁成为消费复苏的最大障碍。当前居民可支配收入和失业率的恢复速度明显落后于投资、消费、工业生产等实体经济数据，央行 2 季度储户调查问卷也显示居民的消费倾向处于较低水平，因此消费的复苏进度大概率继续滞后于整体，3 季度当季社零增速大概在 3%-4%。

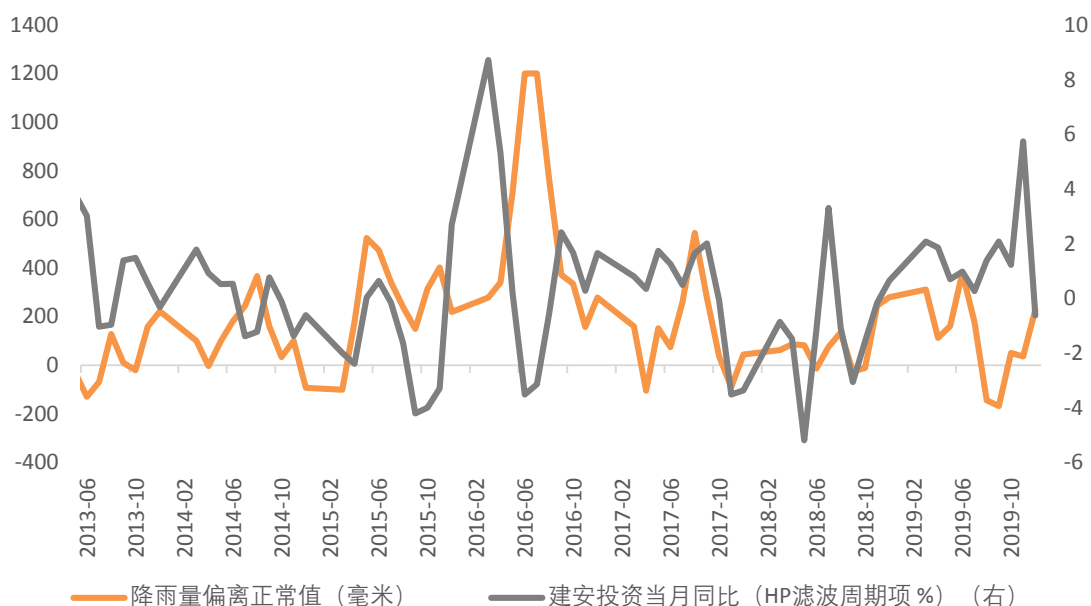
图 5：居民可支配收入增速和失业率的恢复速度较慢 %



资料来源：WIND，天风证券研究所

二是汛期强降雨可能对 3 季度建筑业施工造成影响。从历史数据来看，全国降水强度与房地产建安投资的单月同比增速存在负相关性，即降水量偏大的月份的房地产施工强度相对偏低，施工强度减弱也会削弱相关建材如螺纹钢、水泥的需求，从而抑制其生产。预计汛期强降雨可能导致 3 季度单季固投增速较原预期下滑 0.6%，4 季度升高 0.6%，对实际 GDP 增速影响在 0.2%左右。

图 6：降水强度与房地产施工强度有负相关性



资料来源：WIND，天风证券研究所

三是出口韧性超预期后进一步回升的弹性较低。一方面，外需正在边际改善但斜率较平，后续面临的下行风险也不小：欧洲疫情控制后推动复工复产，美国疫情二次爆发可能导致经济复苏放缓，东盟各国疫情尚不严重但每日新增确诊人数持续上升；另一方面，国内防疫物资出口的增长势头有所减弱：虽然全球疫情形势依然严峻，但6月以来国内防疫物资出口的增长势头减弱，除防护服之外主要物资的日均出口量都有明显下滑，可能与海外国家相关物资的产能逐渐投放和物资储备逐渐充足有关。

表 2：国内日均防疫物资出口量在 6 月之后有明显下滑

	口罩 (亿只)	防护服 (万套)	护目镜 (万副)	红外测温仪 (万件)
3.1-4.4	1.1	107.2	24.0	6.9
4.5-4.30	9.2	355.7	135.5	39.1
5.1-5.16	14.4	537.5	233.8	86.6
5.17-5.31	13.1	826.7	226.5	92.4
6.1-7.12	8.6	1023.8	131.0	44.8

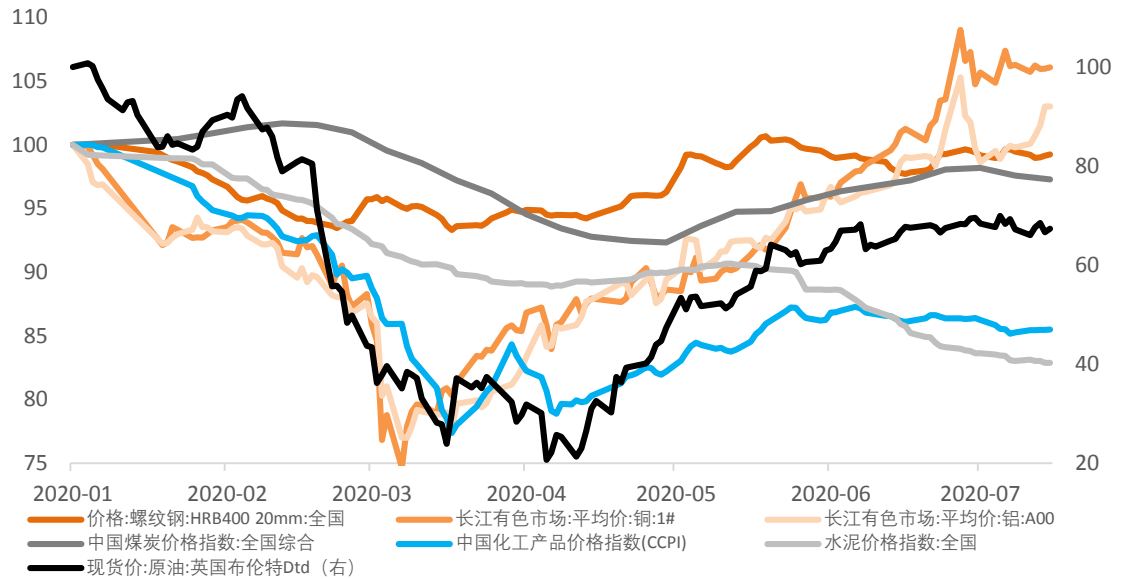
资料来源：WIND，天风证券研究所

### 基本面因子-判断三：工业品再通胀大概率不会触发货币政策进一步转紧

下半年 CPI 基数快速抬升，汛期强降水对食品价格的影响一般会在 1-2 个月左右消退，因此 CPI 同比大幅回落几成定局，对货币政策基本不构成制约。

主要问题是 PPI 的恢复程度。目前工业品价格处于快速通缩 后再通胀的过程中，但多数商品价格尚未回归到疫情之前的水平。恢复较好的主要是兼具需求拉动和金融属性的工业金属，如钢材、铜等，价格已经恢复至或稍高于疫前水平；恢复较慢的主要是能化类商品和建材，国际油价较疫情之前仍下跌 33%，并压制中下游化工产品价格，全国水泥价格仅为疫情前的 83%。

图 7：金属价格回到疫前水平，能化商品价格恢复较慢



资料来源：WIND，天风证券研究所

考察当前全球疫情形势，主要经济体中只有中国和欧洲的控制情况较好，日本近期又有反复，美国疫情二次爆发，东南亚、拉美、非洲等地区都在爆发期，这意味着下半年全球需求即便改善，空间和斜率也相当有限，缺乏金融属性的能化类商品价格很可能不会回归疫前水平；黑色系商品受国内需求拉动价格韧性较强，有色金属的金融属性可能在全球央行的流动性宽松操作下继续显现，但如果下游需求不足则原材料涨价更多是引发利润在产业链上的再分配，而不是工业品的整体通胀。

总的来说，与经济基本面的状态类似，下半年 PPI 同比大概率触底回升，但反弹的力度可能偏弱，年内由通缩转为通胀的概率较低，因此预计不会触发货币政策进一步转紧。

#### 基本面因子-判断四：失业率可能成为政策再调整的重要观察指标

国内疫情危机告一段落后，保就业成为今年政策目标的重中之重，但今年 7 月的 874 万高校毕业生可能对失业率造成明显冲击。以 2019 年为例，高校毕业生 834 万人，截至 6 月底的待就业占比为 12.3%，即 102.6 万人，占全国城镇就业人口 4.4 亿人的 0.23%；相应的，7 月城镇调查失业率从 6 月的 5.1% 上升至 5.3%。

表 3：近年高校毕业生基本就业情况

	高校毕业生的基本就业情况 (%)						
	2007	2009	2011	2013	2015	2017	2019
(1) 已确定单位	40.4	34.5	43.3	43.5	33.3	38.8	37.7
(2) 升学 (国内)	14.1	18.3	13.7	14.0	18.6	20.4	24.9
(3) 出国、出境	2.7	3.2	2.6	2.8	5.8	5.9	4.1
(4) 自由职业	4.1	3.3	4.3	2.6	4.7	5.0	4.1
(5) 自主创业	3.2	2.4	3.2	2.1	4.6	4.7	2.5
(6) 其他灵活就业	6.6	5.4	5.1	7.0	16.1	9.7	6.8
(7) 待就业	22.6	26.4	21.9	23.4	12.8	10.1	12.3
(8) 不就业拟升学	2.9	3.1	2.4	2.0	2.2	3.0	3.9
(9) 其他暂不就业	2.4	2.2	2.1	1.8	1.3	1.4	2.3
(10) 其他	1.1	1.2	1.5	0.9	0.7	0.9	1.4

资料来源：WIND，天风证券研究所

考察近年高校毕业生的去向，今年高校毕业生对失业率的冲击幅度主要受几方面影响：第一，2 季度 GDP 增速仅 3.2%，3 季度可能恢复到 4.5%左右，均明显低于 6%左右的潜在增速，(1)的比例可能大幅下滑；第二，海外疫情和国际关系变化可能导致占比 5%左右的(3)比例明显下滑；第三，教育部计划今年扩招硕士研究生 18.9 万、专升本 32.2 万，据此估算(2)的比例可能从 2019 年的 24.9%上升至 29.6%；第四，国家政策对(4)(5)(6)的支持力度加大，同时扩展了独立自主灵活就业的定义范围，因此这几项占比可能有一定提升。

综合考虑以上信息，对失业率有直接影响的(7)占比可能在 20%-30%，按照城镇就业人口 4.5 亿计算，城镇调查失业率将上升 0.4%-0.6%。考虑到 6 月底调查失业率为 5.7%，7 月失业率可能上升至 6.1%-6.3%，突破 6%的失业率红线。就正常年份来说，高校毕业生到年底时的就业率会逐渐提高，因此失业率脉冲上升后会在接下来的 3-4 个月逐步回落到原先水平。但如果今年经济恢复较慢，失业率的回落速度可能也偏慢，全年城镇调查失业率控制在 6%以下有一定挑战性。

### 三、下半年货币政策进一步收紧的概率下降，维持现状或再加码的概率上升

7 月 30 日的政治局会议为货币政策取向提供的增量指引不多，我们在解读报告《如何理解“跨周期”调节？》中判断“会议没有释放出货币政策将进一步收紧和重新放松的明确概率”，因此对于后续政策取向的判断仍然要以基本面和政策面的增量信息为基础。

从基本面的角度，按照上文的分析来，在流动性环境回归疫前水平之后，从对信用扩张、经济复苏、通胀、失业率等方面的前瞻来看，短期可能不支持货币政策进一步收紧；如果后续失业率压力上升，还有可能触发货币政策重新转松。

从政策目标的角度，国常会提出今年金融系统合理让利 1.5 万亿，央行在上半年金融统计数据新闻发布会上给出了大致构成：利息让利 9300 亿；直达政策工具和延期还本付息让利 2300 亿；银行减少收费让利 3200 亿，合计将近 1.5 万亿。因此，达成今年目标可能不需要下半年货币政策再加码。

但央行可能要为明年的降成本提前做准备。随着近年利率水平下行，银行信贷投放节奏趋于前置，19-20 年上半年信贷投放量占比全年比重超过 6 成，其中 1 季度接近 4 成，因此在上半年尤其是 1 季度适当降低贷款利率水平对于央行实现全年降成本目标至关重要。

表 4：上半年特别是 1 季度信贷投放占全年比重较高

	Q1	Q2	Q3	Q4
2018	30.9%	25.0%	25.7%	18.3%
2019	37.3%	22.1%	22.9%	17.7%
2020E	37.1%	26.0%	21.2%	15.7%

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\\_3455](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3455)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn