

美债、欧债上行，国内利率还能否波澜不惊？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220213: 美国劳动参与率能恢复到什么程度？

2 宏观专题 20220220: 战火之下，大类资产有何表现？

3 宏观专题 20220301: “两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

4 宏观专题 20220305: 5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

5 宏观专题 20220308: 防疫放松需要满足什么条件？

6 宏观专题 20220315: 持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

7 宏观专题 20220329: 高油价一定会带来高通胀么？

8 宏观专题 20220407: 金融稳定保障基金如何运行？

9 宏观专题 20220419: 食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一

10 宏观专题 20220502: 关于缩表，需要担心什么？

11 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？

12 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？

13 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？

投资要点

- **宏观交流与思考：美债、欧债上行，国内利率还能否波澜不惊？**
- **实体融资需求疲弱，资金供给尤为充裕。**近期美债、欧债和日债等收益率水平显著上行，但我国国债收益率却波澜不惊。事实上，我国的货币政策同发达经济体存在错位，国内流动性环境显得极其充裕。更值得注意的是，实体经济融资需求的疲弱，使得资金“淤积”在金融体系内部，资金的“被动”增加有助于利率水平维持低位。
- **汇率前期大幅贬值，化解外部收紧压力。**与此同时，由于疫情对经济特别是出口产生冲击，4月以来人民币汇率大幅贬值，在而汇率有所“牺牲”的条件下，部分程度上抵消了海外货币政策收紧的压力，给国内政策释放空间，使得利率水平得以保持稳定。
- **经济恢复速度很快，地产、汽车均有复苏。**然而，随着国内疫情形势整体趋于平稳，经济自疫情冲击后的恢复速度很快。如5月我国出口增速就已经反弹至接近17%，工业生产增速也有转正。高频数据显示，地产销售近期已有改善，而汽车消费反弹力度更为可观。这均意味着，实体经济融资需求会在疫情后逐渐释放，吸纳金融体系充裕的流动性。我们之前报告也已指出，今年新增广义财政收支缺口超2万亿元，部分资金在现有的预算安排下难以得到落实，因而政府融资在下半年很可能会有所加码，这也会对充裕的流动性环境带来影响。
- **汇率再贬空间有限，利率水平易上难下。**我们预计，当前人民币汇率进一步贬值空间有限。而从以往的经验来看，在美联储持续加息时期，美债收益率还会不断上行，对应着三季度我们很可能还会看到美债利率水平的二次冲高，届时或将带来国内利率水平的同步回升。即便假设人民币汇率仍可显著贬值，但由于外部通胀增速较高，贬值会带来输入型通胀，叠加国内猪肉价格开始抬头，CPI增速上行压力增加，同样会使得利率水平易上难下，债市调整仍需警惕。
- **一周扫描：**
- **疫情：我国疫情防控压力仍在，欧洲疫情有所反弹。**截至6月16日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超400例和44万例。除我国港澳台地区外，现存53个中高风险地区。北京市出现聚集性疫情，内蒙古疫情得到有效控制。**欧洲疫情有所反弹**，本周新增确诊病例数127万，较上周大幅上升31.8%，形势不容乐观。**美国新增死亡持续上行**，本周新增死亡约2300例，较上周上升14.9%。**奥密克戎子变体BA.4/5将成全球主导毒株**，欧洲疾控中心警告称，虽然多数欧洲国家BA.4/5占病例的比例相较于BA.2仍较低，但部分国家已出现逆转之势。美国扩大疫苗接种范围，FDA建议6个月至5岁以下婴幼儿接种Moderna及辉瑞疫苗。多国推出猴痘应对措施。
- **海外：美联储单次加息75bp，多国通胀再创新高。**6月美联储FOMC议息会议决定将联邦基金利率的目标区间上调75个基点至1.5%-1.75%，

为 1994 年以来最大幅度的加息。欧央行召开紧急会议，将灵活地对紧急抗疫购债计划（PEPP）投资组合中即将到期的赎回资金进行再投资，以保持货币政策传导机制的运作。**多国央行继续加息。美国零售额自 2022 年以来首次出现环比负增长**，5 月季调后零售销售总额环比下降 0.3%，4 月下修为增长 0.7%。**多国 CPI 增速创新高。**

- **物价：农产品批发价格下行，国际油价高位回落。**本周农业部农产品批发价格指数持续下行，羊肉、牛肉、鸡蛋和水果平均价格环比均下行，蔬菜平均价格环比小幅回升。国际油价高位回落，国内螺纹钢均价下行。
- **流动性：票据利率回升，人民币小幅贬值。**本周短端资金利率小幅下行，DR001 周度均值环比小幅下行 0.5bp，DR007 周度均值较上周持平；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比小幅下行 0.1bp，3 个月存单发行利率周度均值环比上行 2.7bp。本周票据利率回升。本周央行公开市场共进行了 500 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF，同时累计有 500 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，因此本周央行公开市场操作实现零投放零回笼。下周央行公开市场共有 500 亿元逆回购到期。本周美元指数均值继续回升，人民币小幅贬值。
- **大类资产表现：A 股涨幅居前，国债收益率分化。**本周 A 股涨幅居前，创业板领涨，美股三大指数均有下跌。国内股票涨幅前三的行业分别为美容护理、农林牧渔和家用电器。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 1.1bp，10 年期国开债收益率周度均值环比下行 0.4bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：美债、欧债上行，国内利率还能否波澜不惊？	- 5 -
2. 疫情：我国疫情防控压力仍在，欧洲疫情有所反弹	- 6 -
3. 海外：美联储单次加息 75bp，多国通胀再创新高	- 10 -
4. 物价：农产品批发价格下行，国际油价高位回落	- 12 -
5. 流动性：票据利率回升，人民币小幅贬值	- 14 -
6. 大类资产表现：A 股涨幅居前，国债收益率分化	- 16 -

图表目录

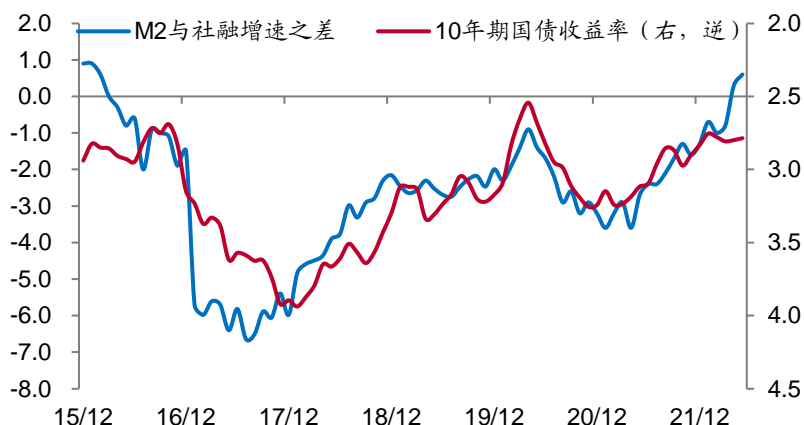
图表 1: M2 与社融之差和国债收益率水平 (%)	- 5 -
图表 2: 上一轮美联储货币收紧时期美债利率表现 (%)	- 6 -
图表 3: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 5: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 6: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 8 -
图表 7: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 8: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 9: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 10: 各经济体加强针接种率 (%)	- 10 -
图表 11: 美国零售分项环比增速 (%)	- 11 -
图表 12: 各经济体 CPI 同比 (%)	- 12 -
图表 13: 农产品批发价格 200 指数.....	- 12 -
图表 14: 食用农产品价格指数	- 12 -
图表 15: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 16: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 17: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 18: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 14 -
图表 19: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 20: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 14 -
图表 21: R001 和 DR001 利率 (%)	- 15 -
图表 22: R007 和 DR007 利率 (%)	- 15 -
图表 23: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 15 -
图表 24: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 15 -
图表 25: 央行公开市场操作 (亿元)	- 16 -
图表 26: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率.....	- 16 -
图表 27: 美元指数.....	- 16 -
图表 28: 全球主要股指表现 (%)	- 17 -
图表 29: 申万行业表现 (%)	- 17 -
图表 30: 国外主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 31: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 32: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 19 -
图表 33: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 19 -

1. 宏观交流思考：美债、欧债上行，国内利率还能否波澜不惊？

美债、欧债显著上行，国内利率波澜不惊。在美国通胀增速再创新高的背景下，6月美联储加息幅度再度提升，高达75bp之多，是自1994年11月以来的首次，而这也使得近期美债收益率大幅上行，一度接近3.5%左右的高位。在美债收益率上行的带动下，欧元区和日本的国债收益率也有不小幅度的提升，欧元区10年期公债收益率水平已由5月底时的1.2%左右升至目前接近1.9%。但我国国债收益率却波澜不惊，维持在2.7%-2.8%左右的低位，那么，我国利率水平为何并未跟随美债利率上移？后续又是否存在上行风险呢？

实体融资需求疲弱，资金供给尤为充裕。事实上，我国的货币政策同以美国为代表的发达经济体之间存在着一定程度的错位，3月美联储开启本轮加息周期之后，我国央行在5月还大幅下调了5年期LPR利率水平，这使得国内流动性环境显得极其充裕，DR007在4月以来持续位于逆回购利率之下，且两者之间的差距也是屡创新低。更值得注意的是，实体经济融资需求的疲弱，使得资金中有较多部分“淤积”在金融体系内部，虽然近期社融增速也在持续回升，但相比于充裕的资金供给，其回升的幅度不能算高，这也使得金融市场上的资金“被动”增加，有助于利率水平维持低位。

图表 1: M2 与社融之差和国债收益率水平 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

汇率前期大幅贬值，化解外部收紧压力。与此同时，4月以来人民币汇率的大幅贬值，也部分化解了美债利率上行给国内债券收益率带来的压力。去年我国出口的强劲增长使得人民币汇率走势偏强，甚至和美元指数一度出现显著背离、逆势升值。而今年二季度新冠疫情再度蔓延，对经济增长的冲击加深，特别是给出口端也带来了不小的干扰，人民币汇率因而出现快速贬值。但在汇率有所“牺牲”的条件下，部分程度上抵消了海外货币政策收紧的压力，给国内政策释放空间，使得利率水平得以保持稳定。

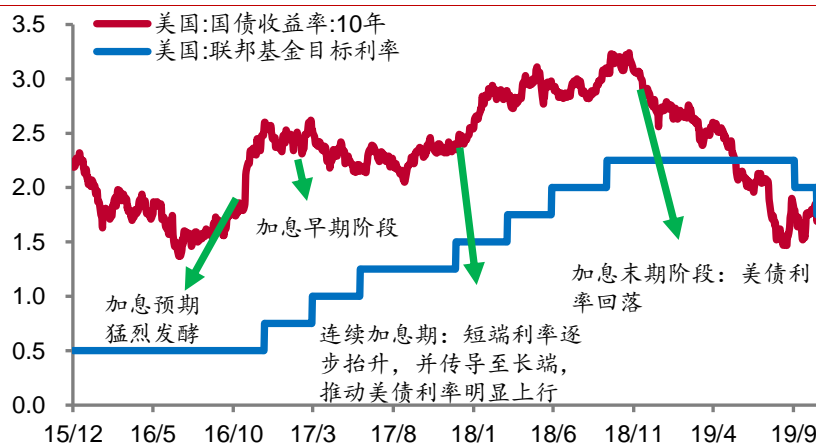
经济恢复速度很快，地产、汽车均有复苏。然而，随着国内疫情形势整体而言进入平稳状态，特别是上海复工复产的全力推进，使得经济自疫情冲击后的恢复速度很快。如5月我国出口增速就已经反弹至接近17%，投资增速小幅回升，工业增加值增速也有转正，仅消费增速表现依然不如人意。但是随着汽车购置税减免等支持措施的出台，对于消费会带来一定的促进作用，

从乘联会的数据来看，汽车消费特别是零售端就有明显回暖，而作为可选消费的最大品类，其增速改善无疑会对整体消费复苏构成支撑。此外，一直以来表现疲弱的地产，在房贷利率水平下调的情况下，近来高频数据也有显著改善。这均意味着，实体经济融资需求会在疫情后逐渐释放，吸纳金融体系充裕的流动性。

财政新增缺口不小，政府融资可能加码。根据我们在上一篇宏观交流思考报告《财政减收带来的缺口有多大？》中的测算，新增退税等支持政策的推出，包括疫情导致的减收，或带来新增广义财政收支缺口 2 万亿元左右，占广义财政收入的比重接近 5%。而我们预计，部分资金在现有的预算安排下难以得到落实，因而政府融资在下半年很可能会有所加码，这也会对充裕的流动性环境带来影响。

汇率再贬空间有限，利率水平易上难下。随着国内疫情好转以及出口的明显反弹，加之人民币汇率和美元指数之间的背离态势也有显著收敛，因而，我们预计，人民币汇率进一步贬值的空间较为有限。然而，从以往的经验来看，在美联储货币政策收紧的背景下，往往在持续加息时期，美债收益率还会不断上行，对应着三季度我们很可能还会看到美债利率水平的二次冲高，在汇率贬值空间不大的情况下，届时或将带来国内利率水平的同步走高。即便假设人民币汇率仍可以显著贬值，但在外部通胀增速较高，叠加国内猪肉价格开始抬头，给 CPI 增速带来上行压力的情况下，贬值也会带来较强的输入型通胀风险，同样会使得利率水平易上难下，债市调整仍需警惕。

图表 2：上一轮美联储货币收紧时期美债利率表现 (%)



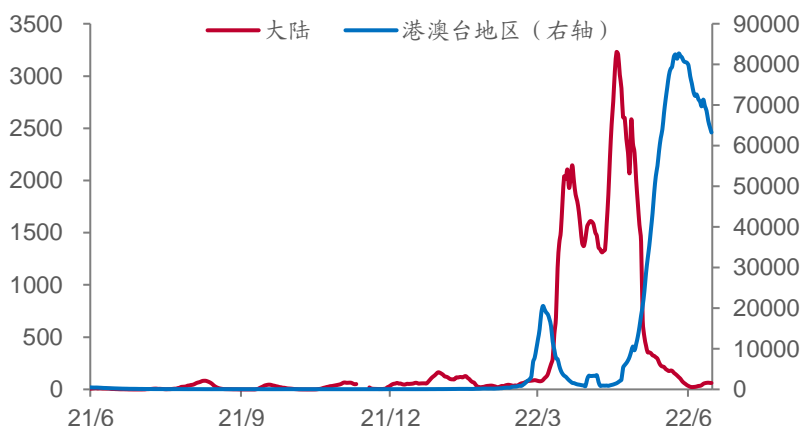
来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：我国疫情防控压力仍在，欧洲疫情有所反弹

我国疫情防控压力仍在。截至 6 月 16 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 400 例和 44 万例。除我国港澳台地区外，现存 **53 个中高风险地区**。北京市出现**聚集性疫情**，6 月 9 日至 16 日 15 时，累计报告 351 例新冠肺炎病毒感染者，均涉天堂超市酒吧这一本轮疫情源头，已波及 14 个区和经开区。**内蒙古疫情得到有效控制**，感染者数量小范围波动，总体可控。除此之外，上海、天津、广东、福建有少量新增确诊，其余大部分省市

基本实现动态清零。北京市疾控中心副主任**刘晓峰**介绍，前期疫情防控措施效果初步显现，但疫情防控仍处于关键阶段，切不可麻痹大意、松劲懈怠。中国台湾地区新冠疫情仍处“高原期”，确诊率居高不下，6月16日当地新增确诊6.3万人。同日，中国香港地区单日新增确诊首次突破200人，疫情隐有反弹趋势。

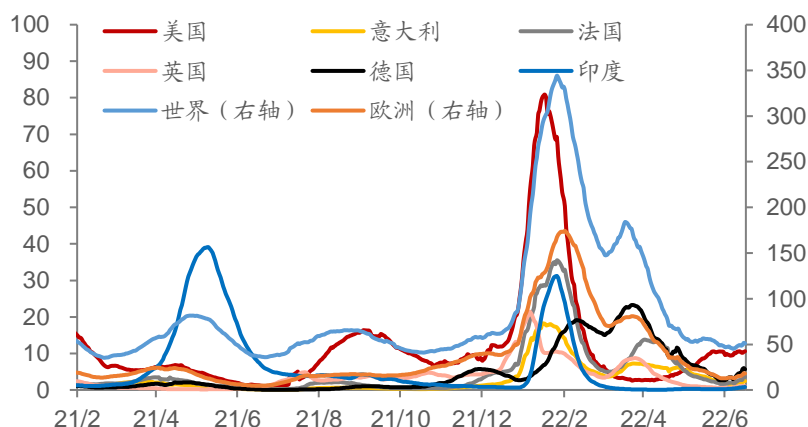
图表 3: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)



来源: WIND, 中泰证券研究所

欧洲疫情有所反弹。截至6月16日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约357万，相较前一周小幅上升9.7%。欧洲本周新增127万，较上周大幅上升31.8%，疫情形势不容乐观，其中，法国本周新增25万，较上周大幅上升68.0%，德国本周新增39万，较上周大幅上升51.9%。美国本周新增约74万，较上周小幅上升5.3%，仍处于持续上升态势。亚洲形势持续向好，日本本周新增10万，较上周小幅下降14.0%。韩国本周新增5万，较上周大幅下降21.0%。

图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)

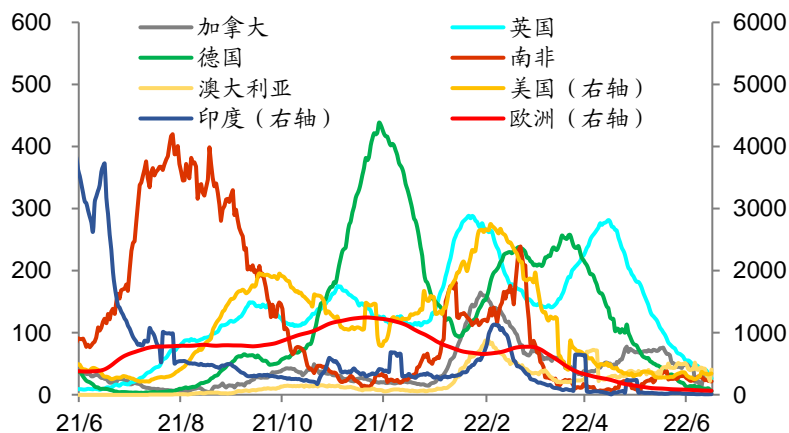


来源: CEIC, 中泰证券研究所

美国新增死亡持续上行。截至6月16日，全球新冠肺炎一周新增死亡病例8600余人，较上周小幅上升2.2%。欧洲一周新增死亡2200余人，较上周下降15.9%。本周，除美国之外各主要经济体新增死亡仍现下降趋势。美国本周新增死亡约2300例，较上周上升14.9%。英国本周新增死亡约180例，较上周大幅回落38.1%。泰国、韩国本周持续回落，泰国本周新

增死亡 140 例，相较上周大幅下降 22.0%，韩国本周新增死亡约 80 例，相较上周大幅下降 24.3%，形势稳中向好。

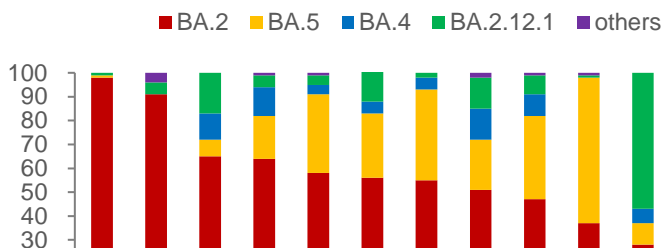
图表 5: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

奥密克戎子变体 BA.4/5 将成全球主导毒株。欧洲疾控中心警告称，尽管目前大多数欧洲国家 BA.4/5 占病例的比例相较于 BA.2 仍较低，但这种情况在葡萄牙等国家已经发生了逆转，BA.4/5 病例比例超过半数。美国国立卫生研究院研究学者王宇歌认为，BA.4/5 对人体的适应性更高，使之正在取代其他毒株成为主要毒株，BA.4/5 对疫苗接种者血清发生了更显著的逃逸，更容易发生突破性感染，这将为未来的防疫带来新的挑战。英国国家统计局数据显示，受 BA.4/5 影响，英格兰与北爱尔兰近期确诊人数呈现“小幅上升”，住院人数也随之每周增加 10%。俄罗斯总防疫师表示，奥密克戎 BA.5 变种感染病例已在俄罗斯出现。

图表 6: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)



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_43114



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>