

“脱缰”的市场利率何时回归？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

1 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

2 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

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

4 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？

5 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？

6 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？

7 宏观专题 20220608：加征关税取消，美国通胀能回落多少？

8 宏观专题 20220623：居民拒绝债务，是插曲还是序幕？

9 宏观专题 20220705：美国通胀还会上行么？

10 宏观专题 20220722：关税一旦取消，出口提振多少？

11 宏观专题 20220723：退税和减税，有什么不同？

12 宏观专题 20220809：欧洲有多难？会向何处去？

13 宏观专题 20220813：灵活就业如何反映经济周期？

投资要点

- **宏观交流与思考：“脱缰”的市场利率何时回归？**
- **偏离终归收敛，路径决定取向。**自本轮疫情以来流动性尤为充裕，下半年这种状态会否改变，成为市场关注的焦点。基于实际运行情况的考量，央行在 Q2 货政执行报告中较 Q1 删去了“市场利率围绕政策利率波动”的表述。不过，两者之间的偏离并非常态，最终将以何种方式趋于收敛，决定着货币政策的取向。
- **降息条件苛刻，收敛概率不高。**降息是可能的收敛方式之一，不过需要同步调整逆回购和 MLF 操作的利率水平，在当前的环境之下，我们认为，出现对称式同步降息的概率并不算高，央行在货币政策执行报告中也再次强调“坚持不搞大水漫灌”。因而市场利率向政策利率靠拢将成为收敛最具可能的实现路径，这意味着 DR007 利率水平将面临系统性抬升。
- **地产如果见底，向下偏离回归。**首先，从历史经验来看，地产销售增速的下行，确实会引发市场利率向下偏离，进而在一定程度上对降息有所指引。但地产销售增速的见底往往预示着偏离结束，这意味着我们可能在 1-2 个月左右，应该就会看到市场与政策利率之间向下偏离的触底。
- **通胀不能高枕无忧，大幅向下偏离未见。**央行在 Q2 货政报告中表达了对通胀上行风险的担忧。从历史经验来看，即便是由于猪肉等食品价格上涨引发的结构性通胀，央行在政策操作上似乎也并不能够高枕无忧。伴随着通胀增速的大幅上行，比如接近于 3% 或者阶段性突破 3%，往往在这一时期，市场利率较政策利率会出现大幅向上偏离，或者紧密围绕着政策利率波动，并未出现过较大幅度的向下偏离。
- **汇率贬值告一段落，偏离也将回归常态。**央行货币政策在“以我为主”的同时，也要兼顾内外平衡。从历史经验来看，市场利率较政策利率向下偏离，往往对应着人民币汇率的大幅贬值。展望未来，我国人民币汇率再度贬值的空间已经不大，或也预示着偏离将逐渐向常态回归。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情反复，欧美疫情有所好转。**截至 8 月 11 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 2900 例和 15 万例。除我国港澳台地区外，现存 1270 个中高风险地区。欧美疫情有所好转。欧洲本周新增约 143 万，较上周大幅下降 35.1%。美国本周新增约 74 万例，较上周下降 17.8%。亚洲多国死亡人数上行。BA.2.75 或成为新主流毒株。美国放宽疫情管制。CDC 认为，目前美国的疫情与两年前已经完全不同，所以需要减轻 COVID-19 对民众的影响。多国推进新型疫苗。全球猴痘疫苗分配不均。截至 8 月 10 日，全球猴痘病例累计报告总数超 33000 例，较上周大幅上升 32%。
- **海外：美国通胀回落，拜登签署芯片法案。**该芯片法案将为美国半导体研发、制造以及劳动力发展提供 527 亿美元。美联储多位官员表示仍未“战

胜”通胀，仍需继续加息。旧金山联储行长戴利表示，消费者和企业压力正在得到一定缓解，但通胀仍然太高，离物价稳定目标还有一段距离，赞同美联储在下月会议上加息 50 个基点，但也对必要时再次大幅加息持开放态度。欧盟禁运俄罗斯煤炭正式生效。欧洲面临水路运输困难。欧洲多国推出能源危机应对措施。美国通胀超预期回落。美国 7 月 CPI 同比录得 8.5%，前值为 9.1%，核心 CPI 同比录得 5.9%。密歇根消费者信心指数持续回升。密歇根短期通胀预期持续回落。

- **物价：农产品批发价格小幅下行，国际油价上行。**本周农业部农产品批发价格指数持续下行，羊肉、鸡蛋、蔬菜和水果平均价格环比均下行，牛肉平均价格略有上涨。国际油价转为上行，国内螺纹钢均价持续上行。
- **流动性：短端资金利率下行，人民币转为升值。**本周 DR001 周度均值环比下行 2.5bp，R001 周度均值环比下行 2.7bp，DR007 周度均值环比下行 0.9bp，R007 周度均值环比下行 3.6bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比下行 12.3bp，3 个月存单发行利率周度均值环比下行 13.8bp，票据利率小幅下行。本周央行公开市场共进行了 100 亿元逆回购，同时累计有 100 亿元逆回购与 400 亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场操作净回笼 400 亿元。下周央行公开市场共有 100 亿元逆回购与 6000 亿元 MLF 到期。美元指数持续回落，人民币小幅升值。
- **大类资产表现：上证指数小幅上涨，国债收益率略上行。**本周国内股票涨幅前三的行业为煤炭、石油石化、综合。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 1bp，10 年期国债收益率周度均值环比上行 1.1bp。
- **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：“脱缰”的市场利率何时回归？	- 6 -
2. 疫情：国内疫情反复，欧美疫情有所好转.....	- 8 -
3. 海外：美国通胀回落，拜登签署芯片法案.....	- 11 -
4. 物价：农产品批发价格小幅下行，国际油价上行.....	- 13 -
5. 流动性：短端资金利率下行，人民币转为升值	- 16 -
6. 大类资产表现：上证指数小幅上涨，国债收益率略上行.....	- 18 -

图表目录

图表 1: 市场利率较政策利率偏离及地产销售面积增速 (%)	- 7 -
图表 2: 市场利率较政策利率偏离及 CPI 同比增速 (%)	- 7 -
图表 3: 市场利率较政策利率偏离及人民币汇率贬值幅度 (%)	- 8 -
图表 4: 中国大陆及港澳台地区每日新增感染 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 5: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 9 -
图表 6: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 9 -
图表 7: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 10 -
图表 8: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 9: 各经济体人口流动情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 10: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 11 -
图表 11: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 11 -
图表 12: 美国 CPI 和 PPI 同比增速 (%)	- 12 -
图表 13: 美国密歇根消费者指数 (%)	- 13 -
图表 14: 美国密歇根通胀预期 (%)	- 13 -
图表 15: 农产品批发价格 200 指数	- 14 -
图表 16: 食用农产品价格指数	- 14 -
图表 17: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 18: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 14 -
图表 19: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 20: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 15 -
图表 21: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 16 -
图表 22: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 16 -
图表 23: R001 和 DR001 利率 (%)	- 16 -
图表 24: R007 和 DR007 利率 (%)	- 16 -
图表 25: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 17 -
图表 26: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 17 -
图表 27: 央行公开市场操作 (亿元)	- 17 -
图表 28: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 18 -
图表 29: 美元指数	- 18 -
图表 30: 全球主要股指表现 (%)	- 18 -
图表 31: 申万行业表现 (%)	- 19 -
图表 32: 国外主要商品期货表现 (%)	- 19 -
图表 33: 国内主要商品期货表现 (%)	- 20 -

图表 34: 10Y 国债和国开债收益率 (%) - 20 -

图表 35: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%) - 20 -

1. 宏观交流思考：“脱缰”的市场利率何时回归？

资金充裕待变，市场关注焦点。7月新增社融明显缩量，同比转为少增，而二季度货币政策执行报告却表达出对于通胀上行风险的担忧，货币政策工具使用上也强调适度。自本轮疫情以来，偏宽松的货币政策环境使得流动性尤为充裕，下半年这种充裕的流动性状态会否改变，成为市场关注的焦点。

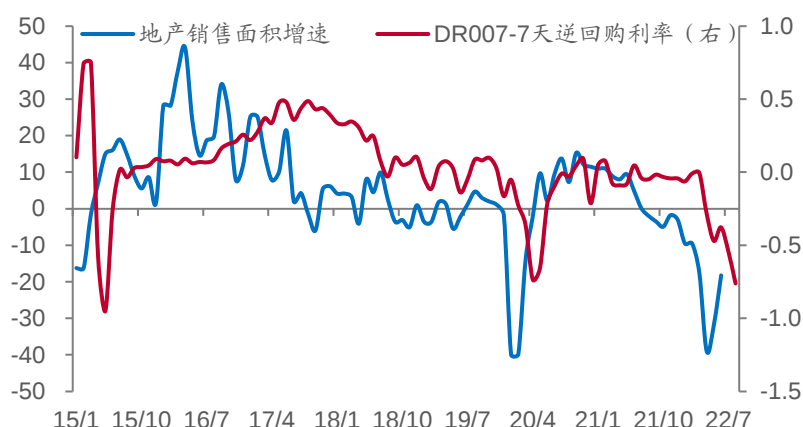
偏离终归收敛，路径决定取向。虽然1年期LPR利率已经近乎半年未动，而5年期LPR利率下调也经过了近一个季度，但是市场上的资金价格却屡创新低，反映政策利率的7天逆回购一直维持在2.1%的水平，而DR007甚至一度降至1.3%以下，和政策利率的偏离度明显上升。基于实际运行情况的考量，央行在Q2货政执行报告中也较Q1删去了“市场利率围绕政策利率波动”的表述。不过，两者之间的偏离并非常态，最终将以何种方式趋于收敛，决定着货币政策的取向。

降息条件苛刻，收敛概率不高。降息是可能的收敛方式之一，不过单凭LPR利率甚至是5年期LPR利率的下调难以实现收敛，需要同步调整逆回购和MLF操作的利率水平，在当前的环境之下，我们认为，出现对称式同步降息的概率并不算高。一方面，实体融资需求的收缩存在着结构性原因，仅凭借资金价格的下调恐怕难见起色，需要产业政策等方面的配合，况且当前利率水平已经较低；另一方面，海外货币政策收紧带来的溢出效应尚有待观察，贸然全面放松也并不可取，央行在货币政策执行报告中也再次强调“坚持不搞大水漫灌”。

因而，市场利率向政策利率靠拢将成为收敛最具可能的实现路径，这意味着DR007利率水平将面临系统性抬升。市场对此分歧不大，不过何时出现一度众说纷纭，我们从内需、通胀和海外因素三方面予以考量。

地产如果见底，向下偏离回归。首先，部分观点认为，当前市场与政策利率之间较高的偏离度和地产疲弱态势有关。从历史经验来看，地产销售增速的下行，确实会引发市场利率向下偏离，进而在一定程度上对降息有所指引。但一方面，正如我们前文所述，当前通过降息来实现收敛的概率并不算高；另一方面，地产销售增速的见底也往往预示着这种偏离将面临结束，如上一轮武汉疫情时期即是如此。而6月全国地产销售增速已有明显反弹，虽然7月高频数据指向地产恢复势头不牢，销售状况或将有所反复，但较难突破前期低点，这意味着我们可能在1-2个月左右，应该就会看到市场与政策利率之间向下偏离的触底。

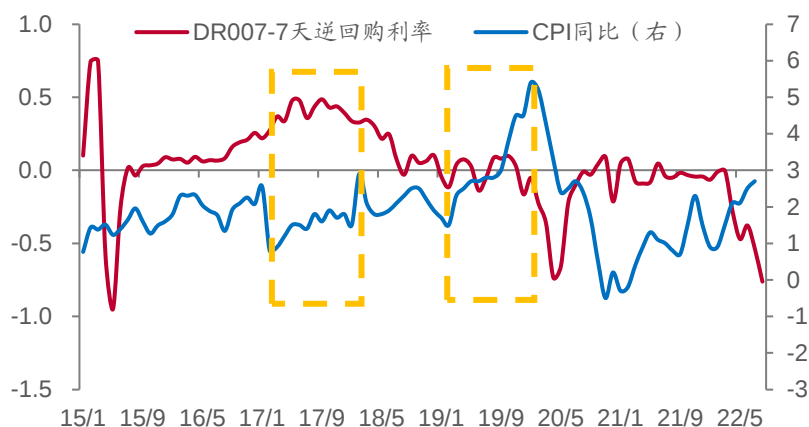
图表 1：市场利率较政策利率偏离及地产销售面积增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

通胀不能高枕无忧，大幅向下偏离未见。其次，央行在 Q2 货政报告中表达了对通胀上行风险的担忧。从历史经验来看，即便是由于猪肉等食品价格上涨引发的结构性通胀，央行在政策操作上似乎也并不能够高枕无忧。伴随着通胀增速的大幅上行，比如接近于 3% 或者阶段性突破 3%，往往在这一时期，市场利率较政策利率会出现大幅向上偏离，或者紧密围绕着政策利率波动，并未出现过较大幅度的向下偏离。在下半年通胀存在上行且阶段性超过 3% 的风险之下，央行很可能也会维持市场利率不要超过政策利率太多。

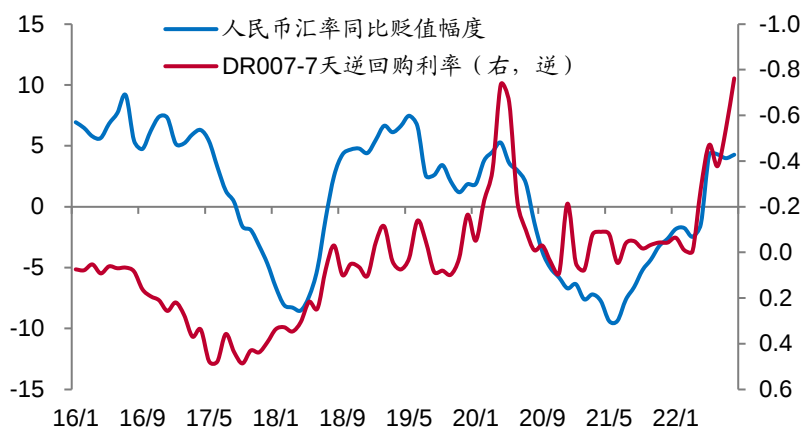
图表 2：市场利率较政策利率偏离及 CPI 同比增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

汇率贬值告一段落，偏离也将回归常态。最后，央行货币政策在“以我为主”的同时，也离不开对内部和外部平衡的兼顾，部分观点认为我国市场利率变化与外部因素的关系不大，而前期美债利率的冲高对应着国内债市利率波澜不惊，似乎是对这种观点的印证。但需要特别注意的是，这中间其实是由人民币汇率的贬值，抵消乃至吸收了外部冲击的压力。从历史经验来看，市场利率较政策利率向下偏离，往往对应着人民币汇率的大幅贬值。展望未来，我国出口韧性或将继续保持，人民币汇率再度贬值的空间已经不大，或也预示着偏离将逐渐向常态回归。

图表 3：市场利率较政策利率偏离及人民币汇率贬值幅度（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2. 疫情：国内疫情反复，欧美疫情有所好转

国内疫情反复。截至 8 月 11 日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 2900 例和 15 万例。除我国港澳台地区外，现存 **1270 个中高风险地区**。**海南**全省疫情处于快速发展期，有 13 个市县发生疫情，其中 6 个市县疫情发展快速。**三亚**疫情仍然在高位，处于胶着、拉锯阶段。**浙江** 93% 的感染者集中在**义乌市**，80% 的感染者在集中隔离、居家隔离人群中筛查发现，防控措施效果显现。**新疆**自本轮疫情发生以来，连续 12 天单日新增确诊病例数均为 0，仅报告 1 例确诊病例为无症状感染者转归，但累计无症状感染者数已**突破 1000 例**。**西藏**时隔 920 天出现感染病例，4 天来累计新增本土确诊病例 15 例。中国疾控中心病毒学首席专家**董小平**表示，疫情处置中首要关键要素是“**早发现**”，第九版防控方案要求开展人、物、环境等 8 大类多渠道监测预警，关注了新变异株的监测和溯源问题，更加突出体现了精准科学防控理念与措施。

图表 4：中国大陆及港澳台地区每日新增感染（七日移动平均，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_45159

