



张瑜：利率拐点了？——不谈定性只谈定量&五大模型看利率定价



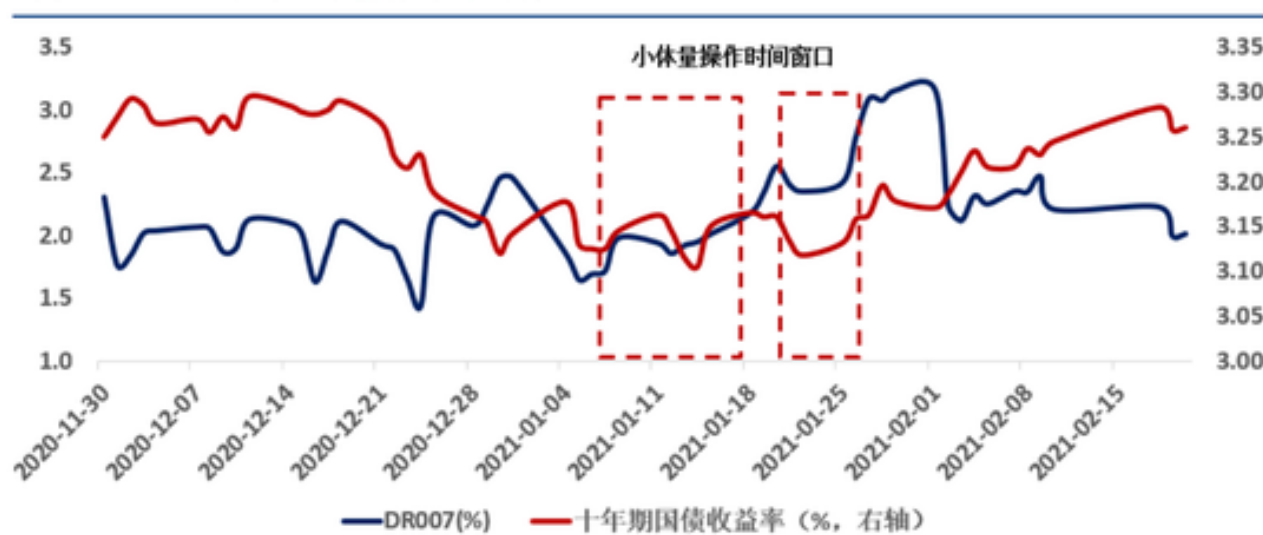
意见领袖 | 张瑜

2022 年 7 月 4 日和 7 月 6 日连续三天，央行进行了 30 亿的 7 天逆回购操作而非通常的 100 亿的 7 天逆回购操作。事实上 30 亿的小体量的逆回购并非历史首次。比如 2021 年 1 月 8 日到 1 月 18 日以及 2021 年 1 月 22 日到 26 日的共 10 次的逆回购操作均在 100 亿以下。(前 3 次 50 亿，后 7 次 20 亿)。



2021 年 1 月的小体量逆回购操作后，基本对应了长端利率和短端利率的趋势上行。本轮历史是否会重演，我们尝试从短端利率和长端利率视角分别来看。

图表 1 2021 年的小体量操作时间窗口



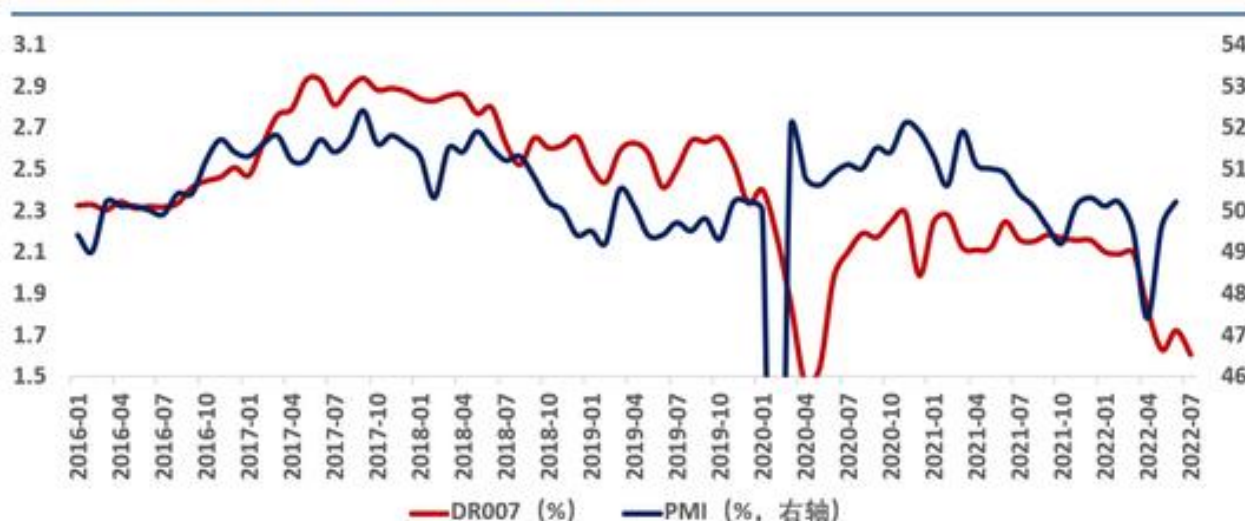
资料来源: wind, 华创证券。注: 小体量操作定义为逆回购数量小于100 亿。

两个视角判断短端利率

(一) 方向判断而言: 经济的方向决定了利率的方向

利率的方向本质上取决于经济的方向。疫后经济明显修复, 各项经济指标环比均有显著改善, 短期的信用扩张力度预计也较为明显。结合我们报告《继续寻找超预期的地方——6 月经济数据前瞻》, 6 月社零同比有望回升至 1%, 基建投资预计进一步加码, 新增社融预计比去年同期多增 1.2 万亿。经济修复的背景下利率边际抬升本是大势所趋。

图表 2 经济的方向大致决定了利率的方向



资料来源: wind, 华创证券

(二) 定量判断而言：DR007 回归模型预示未来利率抬升

货币政策的四大目标分别是经济增长，通胀，金融稳定以及国际收支平衡。我们以核心 CPI 同比表征物价，社零同比和企业利润同比表征增长，企业债高评级与低评级之间利差表征风险因素，国际收支问题则是以美元对人民币汇率衡量。

根据上述因子我们设立回归公式，假设 6 月核心 CPI 同比 0.9%，7 月核心 CPI 同比 1.0%，信用风险以及美元对人民币汇率不变，工业企业利润同比不为负的情境下，预计 8 月末 DR007 或回升至 2.1%左右。

图表 3 DR007 回归模型预示未来 DR007 将在 8 月末抬升至 2.1% 左右



资料来源: wind, 华创证券

二

四个定量模型看长端利率

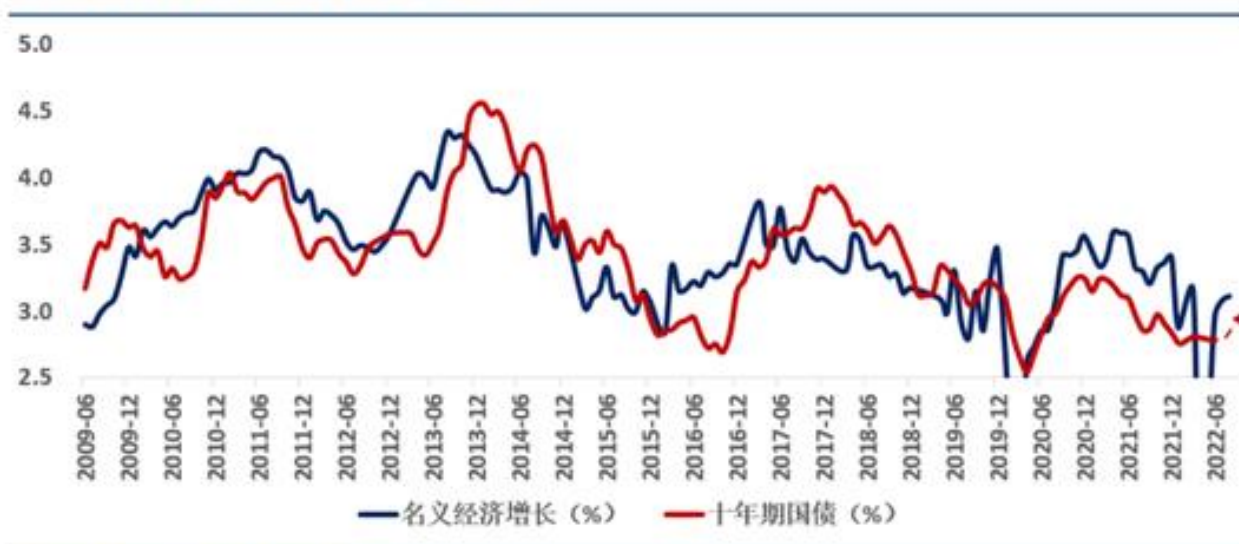
(一) 利率定价角度：三季度十年期国债偏空

经济名义增速是利率定价的基础，经济名义增速等于实际经济增速加通胀变化。对于实际经济增速，我们以工业增加值而非实际 GDP 同比来表征实际经济增速，原因在于回归发现中国利率定价与工业经济增速更为咬合，这也符合全球视角下我国扮演的“生产国”的角色。对于通胀的变化，2013 年以前，由于 CPI 波动较大会影响我国的货币政策，因此 CPI 对利率定价影响更为显著；2013 年以后 CPI 变动相对较小，PPI 逐步成为影响利率定价的主导因素。数据回归也能证明这一点。

从利率定价角度来看，三季度国债收益率大概率上行。在假设三季度

疫情不再出现大面积管控的前提下，当下供给侧制约的解除将推动三季度工业增加值同比持续修复。而海外加息影响需求的情境下，PPI 同比三季度预计边际回落。根据回归公式：名义经济增长 = $1.66 + 0.023 * \text{PPI 同比} + 0.262 * \text{工业增加值同比}$ ，三季度国债收益率大概率上行。

图表 4 利率定价角度未来债市偏空



资料来源: wind, 华创证券

(二) 供需定价角度：三季度十年期国债偏多

利率是货币的价格，因此货币的供需决定了利率的走势。把社会融资需求（社融存量）看作对货币的需求，把广义货币（M2）看作货币的总供给。

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_43631

