



2021年6月23日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179



## 从复苏分化到缺口收敛，债市韧性到何时？

### 内容提要

上半年，债市宏观与中观因素持续分化，资金面成为债市的主要驱动力。宏观经济与政策、供求背离，经济复苏、通胀走高与货币超预期宽松及机构欠配对立，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，长端收益率在年初高位震荡后开始下行并向下突破3.1%关口。

今年宏观主题依然是“正常化回归”，继货币政策、财政政策回归常态化后，工业增加值环比脉冲也逐渐完成均值回归，经济总量大致回归至潜在增长率对应水平。但国内宏观经济恢复仍有不均衡，经济动能仍在从逆周期和外需向内需顺周期过渡，从分化复苏到缺口收敛仍是经济正常化回归的重要主题。

下半年经济动能边际放缓，但出口支撑+地产维持韧性+财政后置节奏下基建适度托底，年内经济实质压力不大，经济结构更加均衡。1) 中美欧疫苗接种持续推进，美国三季度末或将迎来群体免疫，全球经济复苏路径预计继续沿着中国→美国→欧洲→印度南美推进，叠加疫苗产能外溢对全球经济的增量驱动，短期出口动能仍强。2) 今年稳增长压力不大决定基建诉求不强，上半年基建投资增速偏低，但下半年财政后置落地叠加专项债资金使用效率提高，基建投资或适度托底。3) 房地产政策收紧但投资韧性仍强，房地产宏观审慎政策下地产销售和投资或将边际弱化，但货币政策不紧叠加竣工压力，地产韧性仍存。

货币政策边际压力加大，流动性波动中收敛。上半年“货币稳偏松+财政后置+局部信用收缩”政策组合下，以社融为代表的广义流动性持续收缩，而财政后置+央行防债务风险下狭义流动性被动宽松。下半年，资金面最宽松的时候或已经过去，随着政府债发行节奏的提速、MLF到期规模放量下，基础货币缺口或将出现，资金面将从被动宽松转向央行主动补缺，防范债务风险诉求下降背景下央行大概率引导市场利率中枢向政策利率回归，回购利率中枢小幅上行。

通胀仍是下半年货币政策的核心关注变量，供求错位引发的工业品通胀下，货币政策缺乏空间，经济恢复不平衡叠加通胀预期上行的矛盾下，货币政策陷入“两难”境地，难以做总量松紧的大幅调整，短期并不存在明显收紧和放松的动力。居民通胀预期及涨价扩散情况将成为货币政策超预期收紧的风险来源之一，美联储退出

请务必仔细阅读正文之后的声明

预期也带来外部风险。

## 策略建议

和上半年对经济向好、通胀上行的利空预期过于一致相似，当前市场对于下半年经济动能逐步放缓、通胀逐步缓解的利多预期也相对一致，但“货币稳+财政后置发力+信用收缩放缓”的政策组合下供求关系变化对债市逐渐不利，三季度基本面和通胀导致债市可能面临一定挑战，市场对于利率上行风险的预期不足。货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱 3.0-3.35%的震荡区间，3.0%仍是 10 年期国债收益率的合理下限，对应 MLF 政策利率底线，在上下限的安全边际下把握利率波动机会。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下，收益率曲线做平机会较为确定。

## 风险提示

流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期，疫情反复

## 目录

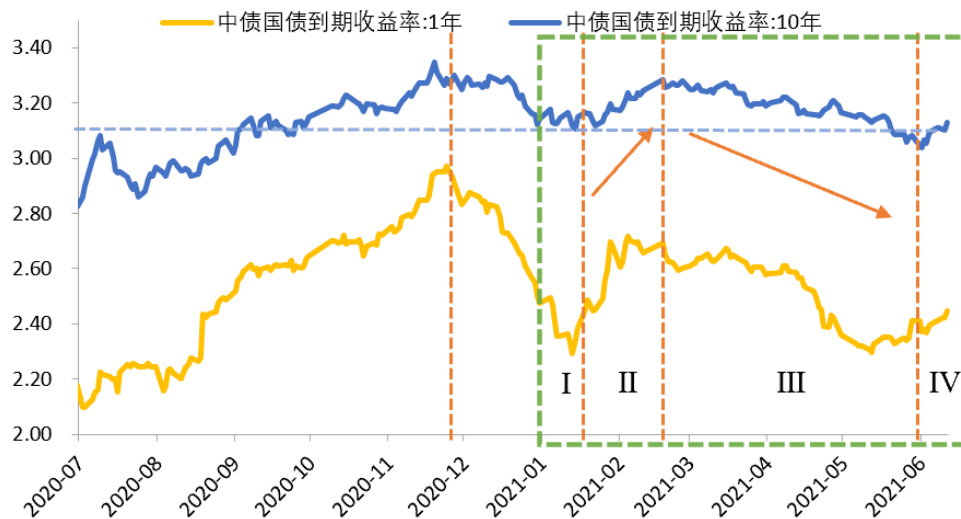
一、 债市复盘：上半年债市韧性，宏观与中观分化.....	4
二、 宏观经济继续正常化回归 .....	7
1. 宏观经济恢复仍有不均衡，宏观主题依然是“正常化回归” .....	7
2. 下半年经济的三个支撑 .....	9
2.1 三季度外需动能延续 .....	10
2.2 财政后置节奏下，基建适时托底.....	12
2.3 地产韧性仍强 .....	13
3. 信用周期与复苏动能：从广义信贷脉冲看经济增长周期.....	14
3.1 什么是广义信贷脉冲？ .....	14
3.2 广义信贷脉冲对经济的领先意义.....	15
三、 货币政策与流动性 .....	16
1. “货币稳偏松+财政后置+局部信用收缩”，广义和狭义流动性背离 .....	16
1.1 财政后置节奏是上半年狭义流动性宽松的主因.....	16
1.2 结构性货币政策工具补充银行体系流动性.....	18
1.3 央行防风险目标也要求狭义流动性保持宽松.....	18
2. 下半年货币政策边际压力加大，流动性波动中收敛.....	19
3. 供求错位引发的工业品通胀下，货币政策缺乏空间.....	21
4. 从不可测的央行态度中寻找安全边际.....	22
四、 宏观指引与中观供求背离下的利率波动 .....	23
重要声明.....	28

## 一、债市复盘：上半年债市韧性，宏观与中观分化

上半年债市行情大致可以分为以下几个阶段：①债市1月初延续去年年末受永煤事件冲击引发的宽松小周期下的行情，10年期收益率下行接近3.1%关口。②随着市场加杠杆行为愈演愈烈，1月中下旬央行主动收紧资金面，打破市场单边宽松的预期，“小钱荒”下债市大幅调整，叠加春节期间再通胀预期升温，10年期国债收益率上行接近3.3%。③3月初以来，“宏观基本面利空+资金面超预期宽松+地方债发行迟迟未放量+机构欠配压力”下，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感，10年期国债收益率下行突破3.1%关口，最低至3.04%。

近几个月来，债市宏观与中观因素持续分化，资金面成为债市的主要驱动力。宏观经济与政策、供求背离，经济复苏、通胀走高与货币超预期宽松及机构欠配对立，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。今年3月以来，债市的韧性成为市场的关注焦点，债市无视经济向好+通胀上行的利空，在资金面超预期的持续宽松下，收益率在高位震荡后开始下行并向下突破3.1%关口。从宏观角度来看，上半年政策组合为稳货币+紧财政+局部信用收缩，经济复苏叠加通胀向上，宏观环境对债市不利；但从中观来看，资金面的持续超预期宽松以及机构的欠配压力释放持续支撑债市偏强，债市呈现出对利空的钝化和对利多的敏感。在此阶段，宏观与中观因素出现了持续分化，资金面成为了债市的主要驱动力。

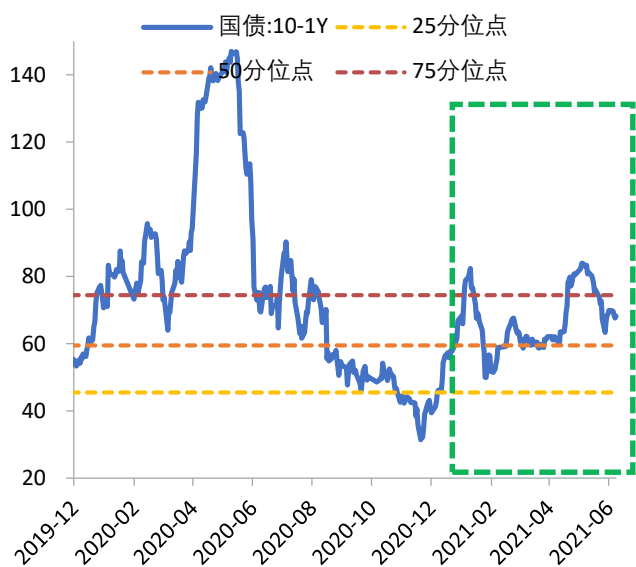
图 1：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

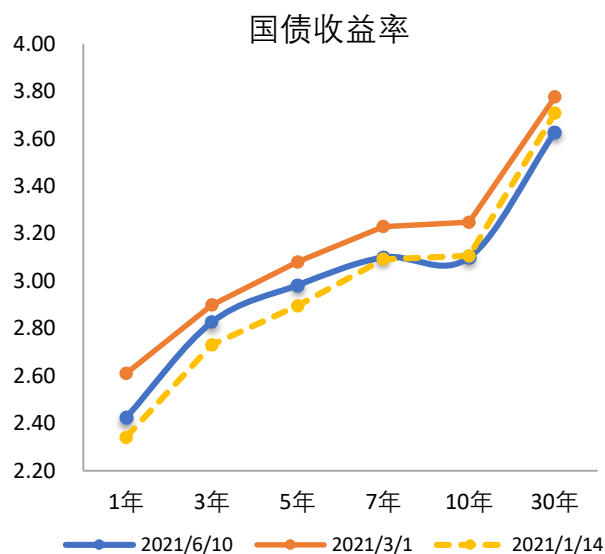
“货币稳+财政后置+局部信用收缩”，收益率曲线先陡峭后走平。3月以来，在资金面持续超预期宽松下，前期市场“看空做多”成为主流，推动短端收益率快速下行，10-1Y 长短端利差一度走扩至 83bp，而随着五月中下旬缴税走款及跨月因素影响，资金面微观结构发生变化，资金面波动逐渐放大，收益率曲线开始走平。

图 2：国债 10-1Y 长短端期限利差 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

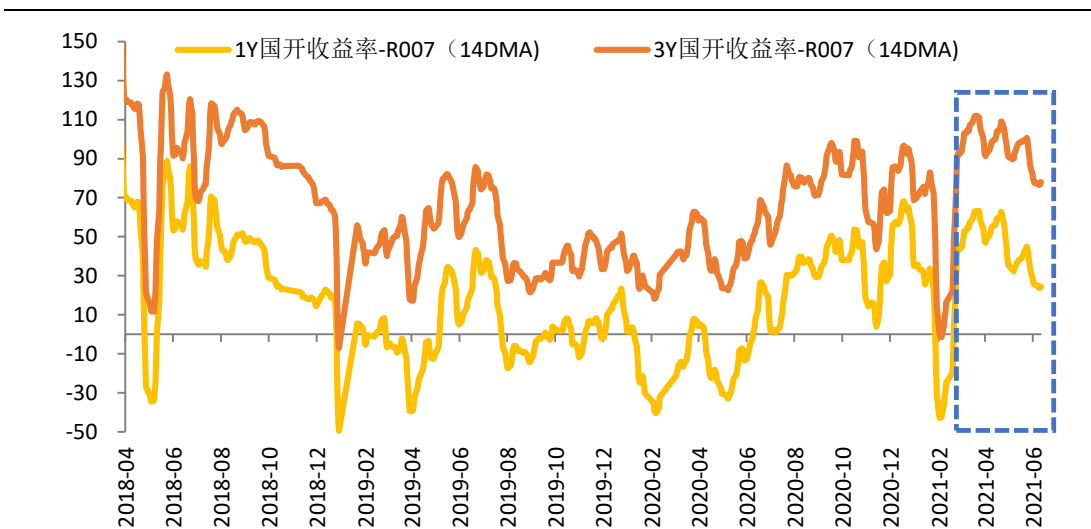
图 3：国债收益率曲线 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

流动性宽松下 3-5 月息差水平维持高位，资金结构发生变化后，息差水平开始回归。从中短端国开债与资金成本的息差来看，今年 3-5 月，收益率下行且绝对利率水平不高，但短端国开收益率与 R007 的息差维持在高位，主因资金面持续宽松稳定的贡献。进入 6 月以来，微观资金结构发生变化，资金面波动加剧，息差水平开始回归。

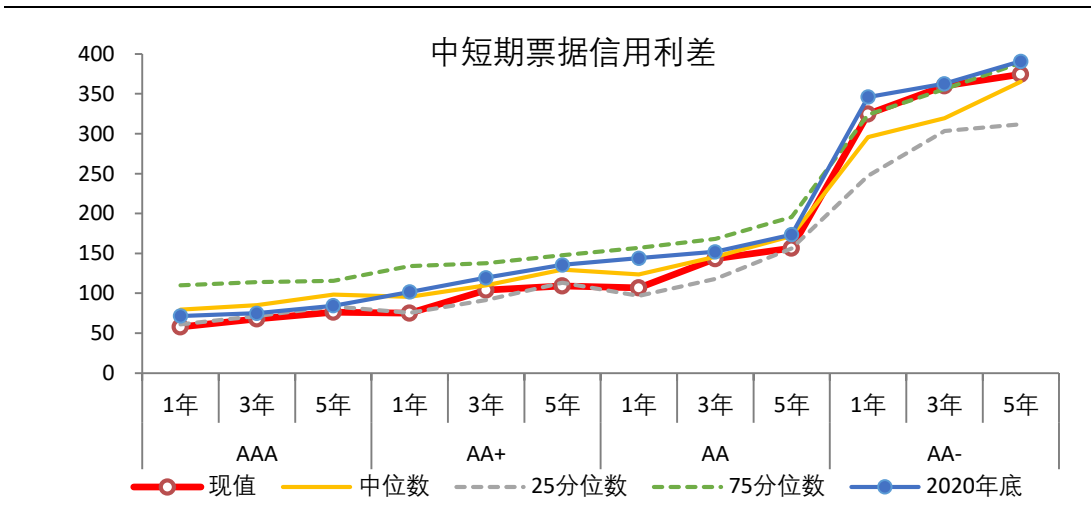
图 4：中短端息差高位回归 (bp)



资料来源：Wind，优财研究院

资金持续宽松叠加机构欠配压力，信用利差持续压缩，保护不足，“资产荒”下信用逐渐下沉，但信用分化仍然显著。当前中高评级信用债信用利差均处于低位，AAA 和 AA+信用利差基本位于历史 25 分位数附近，短端利差下行尤其显著。而信用下沉也正在发生，信用利差下行从此前的高评级资产逐渐向低评级扩散，AA 和 AA-信用利差也开始回落，但信用分化仍在持续，AA-信用利差仍处于历史偏高位置，未来债务风险冲击仍需警惕。

图 5：信用利差 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

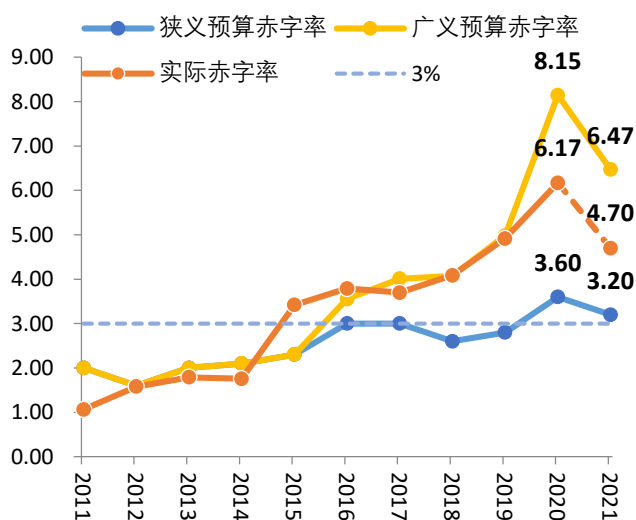
## 二、宏观经济继续正常化回归

### 1. 宏观经济恢复仍有不均衡，宏观主题依然是“正常化回归”

新冠疫情影响下，宏观经济经历了一轮非典型的衰退和复苏，在今年上半年，大宗商品、出口、地产趋势均超出历史经验，疫后经济表现不同于传统复苏周期，全球经济的共振、错位复苏节奏下全球经济修复的连续性、以及供需错配带来的工业品通胀，资产表现也超出历史经验。

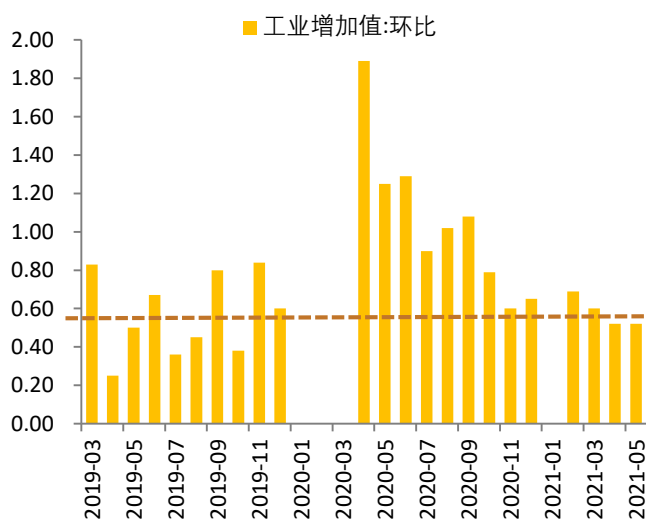
今年宏观主题依然是“正常化回归”。去年下半年货币政策率先从疫情应对下的危机模式中退出，货币政策完成常态化回归，而今年宏观经济依然处在常态回归中。一方面，财政正在向正常化回归，随着经济增长转向顺周期部门，逆周期力量逐渐退出，财政政策也重回平衡框架。另一方面，工业增加值环比脉冲也逐渐完成均值回归，3、4、5三个月工业增加值环比增速分别为0.60%、0.52%、0.52%，接近疫情前均值水平，工业部门短期表现基本稳定，这也意味着经济总量大致回归至潜在增长率对应水平。

图 6：财政政策向正常化回归 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：工业部门回归潜在增长 (%)



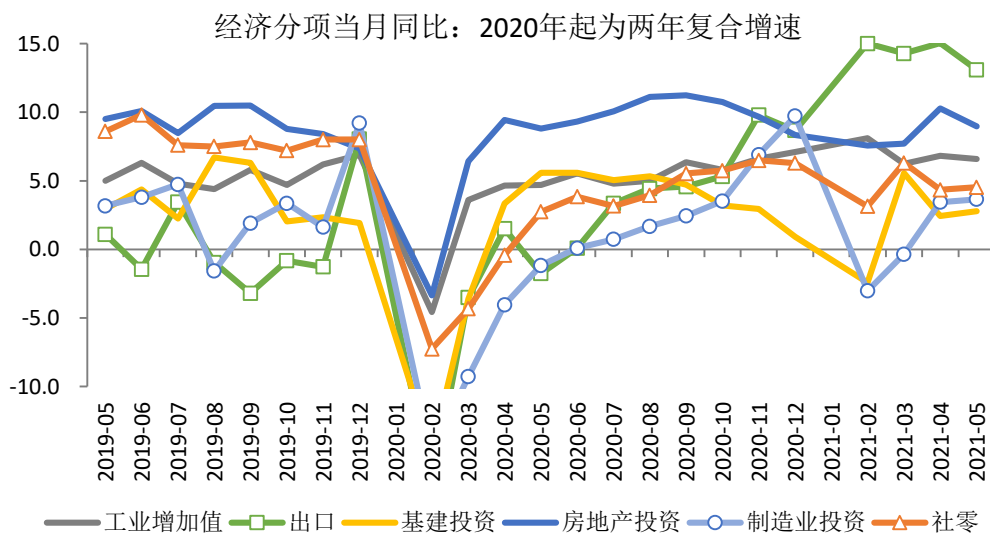
资料来源：Wind，优财研究院

但国内宏观经济恢复仍有不均衡，经济动能仍在从逆周期和外需向内需顺周期过渡。当前宏观经济恢复仍然存在不均衡的情况，各部门分化仍然较为显著，外需和逆周期部门仍然是经济的主要驱动力，而内需顺周期增长仍然处于向正常化修复之中。

从“三驾马车”的动能恢复情况来看，上半年外需表现仍然十分亮眼，单月两年平均增速仍维持在 10% 以上，显著高于 2019 年同期接近 0 增长的水平，地产、基建投资基本处在 2019 年中枢附近水平，制造业投资和消费目前仍在修复期，消费增速逐季抬升、但低于 2019 年的增速水平，反应内需仍处在修复改善阶段。

不同规模的企业修复也依然分化，这也正是经济尚未回归正常化的体现，一季度政治局会议也指出当前经济恢复不均衡、基础不稳固，下半年经济从分化复苏到缺口收敛仍是正常化回归的重要主题。

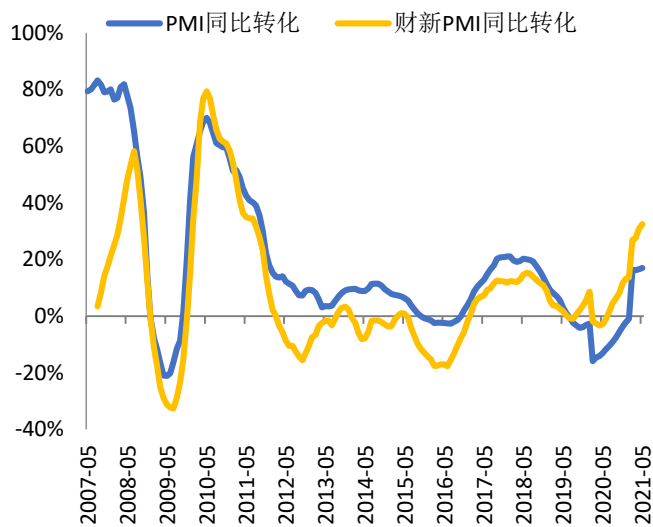
图 8：经济各项表现 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

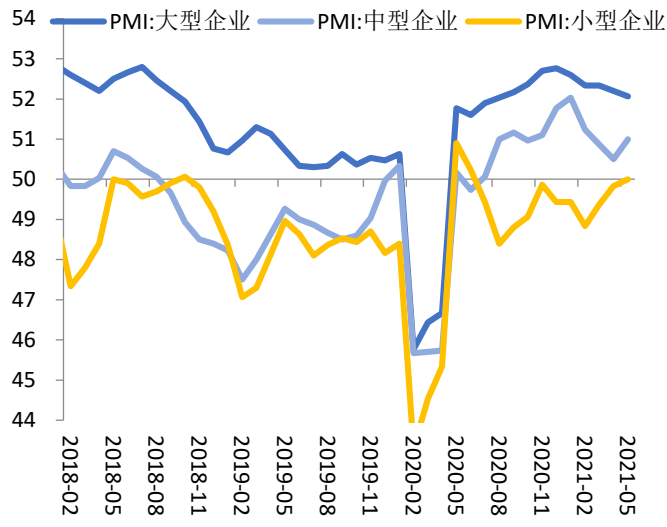


图 9: PMI 同比趋势仍在向上 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 大中小企业修复分化 (3月均值)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 下半年经济的三个支撑

下半年经济动能边际放缓, 但出口仍有支撑+地产维持韧性+财政后置节奏下基建适度托底, 年内经济实质压力不大, 经济结构更加均衡。

1) 中美欧疫苗接种持续推进, 全球疫情拐点下全球经济复苏路径预计继续沿着中国→美国→欧洲→印度南美推进, 同时三季度末美国或将迎来群体免疫, 服务消费等有望推动美国经济修复进一步深化, 叠加美国制造业补库存需求, 以及疫苗产能外溢对全球经济的增量驱动, 三季度出口动能仍强, 三季度后外需动能或边际放缓。

2) 今年稳增长压力不大决定基建诉求不强, 上半年基建投资增速偏低, 但随着地方政府隐性债务风险得到一定缓释, 下半年财政后置落地叠加专项债资金使用效率提高, 基建投资或适度托底。

3) 房地产政策收紧但投资韧性仍强，内源性销售回款仍然强劲，房地产宏观审慎政策下地产销售和投资或将边际弱化，但货币政策不紧，房贷利率维持低位对居民购房仍有支撑，叠加近几年竣工压力，地产韧性仍存。

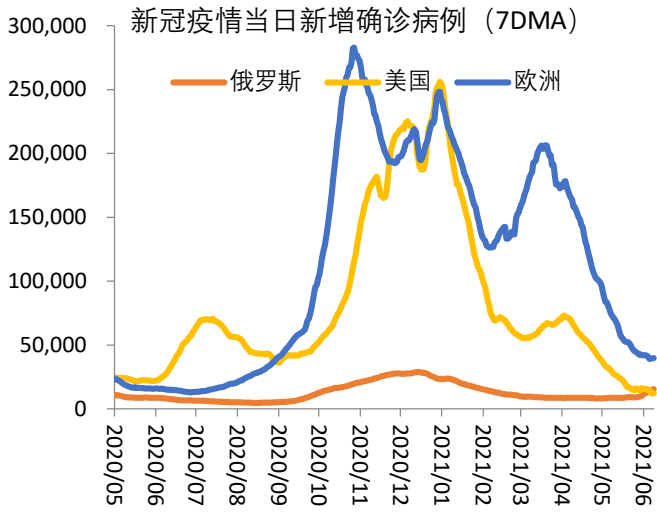
## 2.1 三季度外需动能延续

疫情和疫苗仍是下半年经济走势的关键，全球经济错位复苏下短期外需对出口支撑仍在。当前中美欧疫苗接种持续推进，全球疫情拐点下全球经济复苏路径预计继续沿着中国→美国→欧洲→印度南美推进，供给约束逐步打开下全球经济修复具备连续性。当前美国每百人疫苗接种量已超出 90 剂次，完全接种人数占比约为 44%，而实现群体免疫至少需要达到 70%左右的疫苗完全接种率，若按照当前的疫苗接种进度推进，预计三季度末美国或将迎来群体免疫，服务消费等有望推动美国经济修复进一步深化，叠加疫苗产能外溢或也将对全球经济带来增量驱动，三季度外需对我国出口的支撑仍存。

另一方面，美国制造业补库存需求仍在。在经历了去年一轮快速的库存去化后，新增订单增速的快速回升带动今年年初以来的美国制造业开启了新一轮补库周期，全部制造业存货增量从负值回归。但随着美国复苏进程加快下消费端的快速反弹，美国库存销售比继续回落并降至低位，尤其是零售商库存销售比大幅下滑，并带动制造业新增订单的二次脉冲，有望继续支撑制造业补库需求并拉动国内相关产品出口。

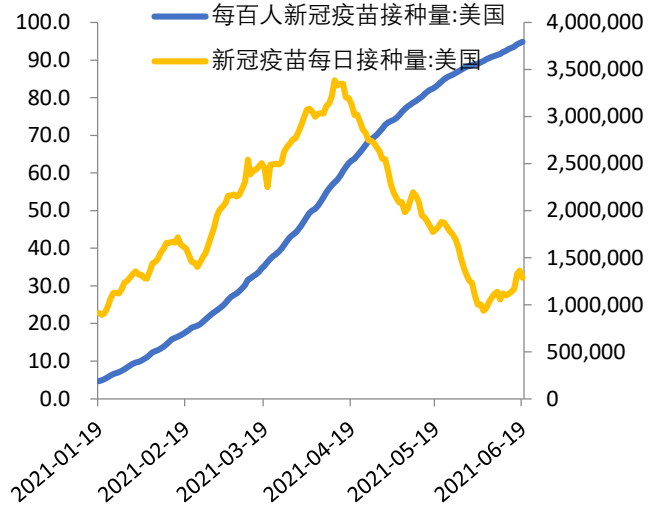
中长期看，出口脉冲动能边际减弱。随着后续美国财政补贴退坡下居民收入效应减弱、三季度末群体免疫的临近、以及替代效应和补库需求的弱化，出口增速在四季度或明年年初存在一定下行压力。

图 11: 海外新增确诊病例 (例)



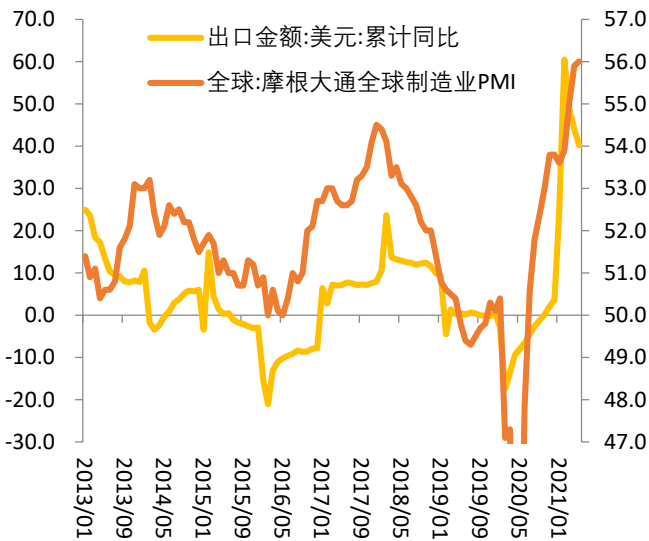
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 美国新冠疫苗接种量 (剂次)



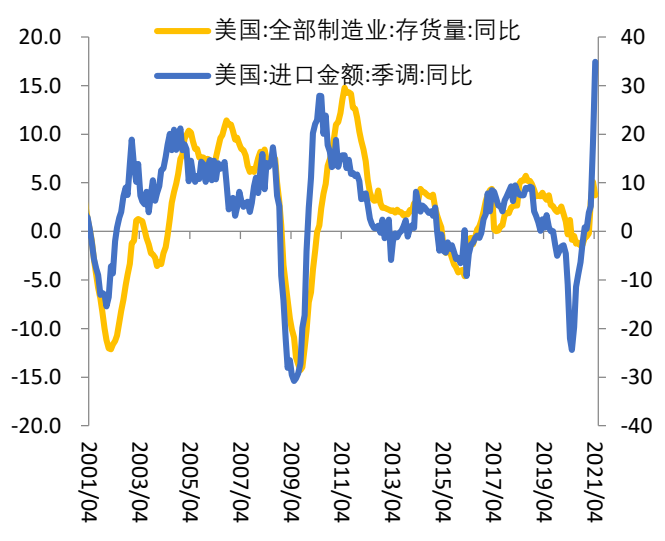
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 外需回暖继续支撑出口 (%)



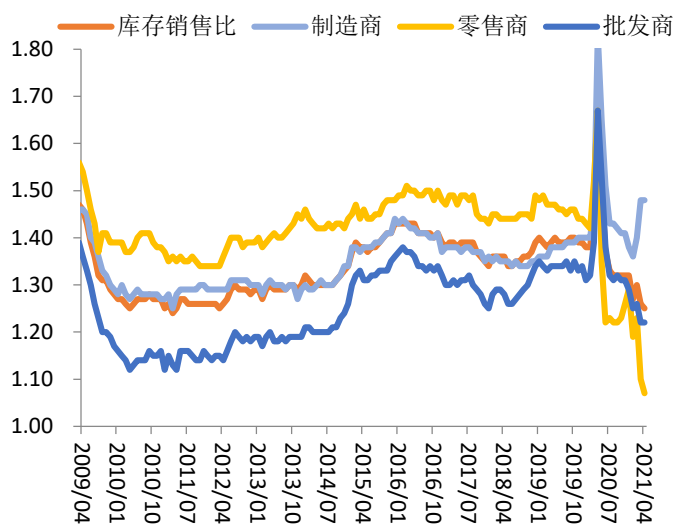
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 美国制造业补库存有望带动进口回升 (%)



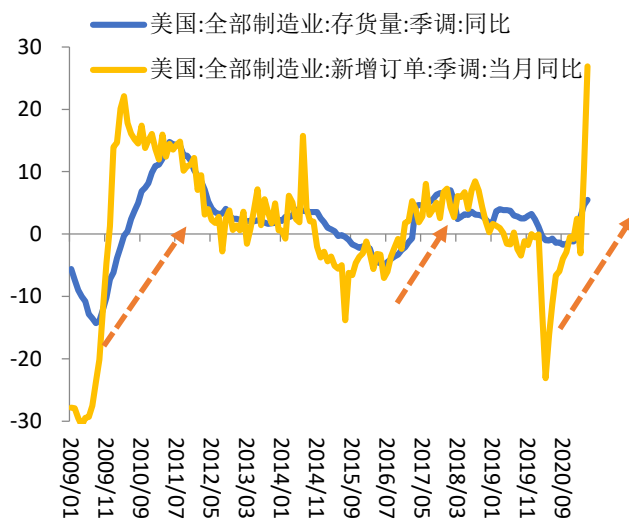
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美国库存销售比降至低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 制造业去化后新订单恢复 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 2.2 财政后置节奏下, 基建适时托底

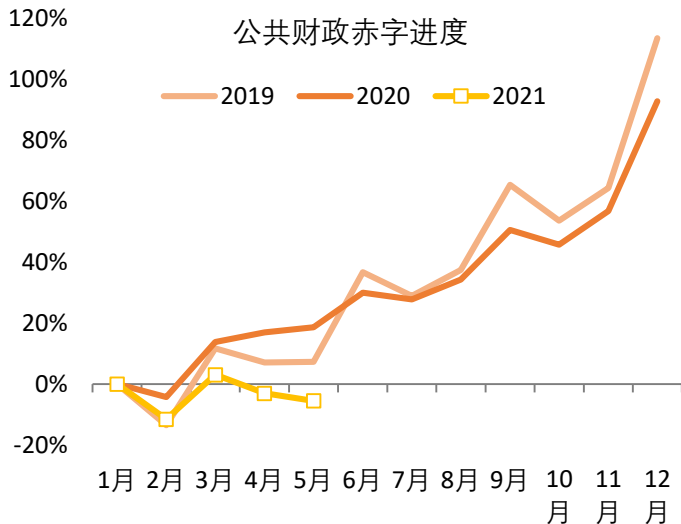
今年上半年基建投资增速偏低:

1. 上半年稳增长压力不大, 出口强劲、消费等内生动能正在好转, 基建投资诉求不强。财政明显后置, 1-5 月一般公共预算支出进度慢于收入进度, 公共财政赤字进度明显慢于往年, 截至 5 月的新增专项债发行进度仅为 16.5%, 显著低于去年同期的 57%和前年同期的 40%。
2. 另一方面, 地方隐性债务监管趋严, 以及积极的财政政策要“更可持续”的政策定调下, 严控杠杆率要求下需要适当控制地方政府融资增量。
3. 同时, 今年专项债项目审批趋严, 政策强化资金跟着项目走, 因而地方政府项目储备不足, 专项债发行也难以放量。

稳增长压力不大决定基建诉求仍不强, 但财政后置落地叠加专项债资金使用效率提高, 基建投资或适度托底。一方面, 从政策上看, 2020 年防范化解重大风险取得积极成效, 地方政府隐性债务风险得到缓释。另一方面, 财政后置节奏下三季度和四季度前初专项债大概率将加速发行, 且由于严格的项目审核和匹配制度, 资

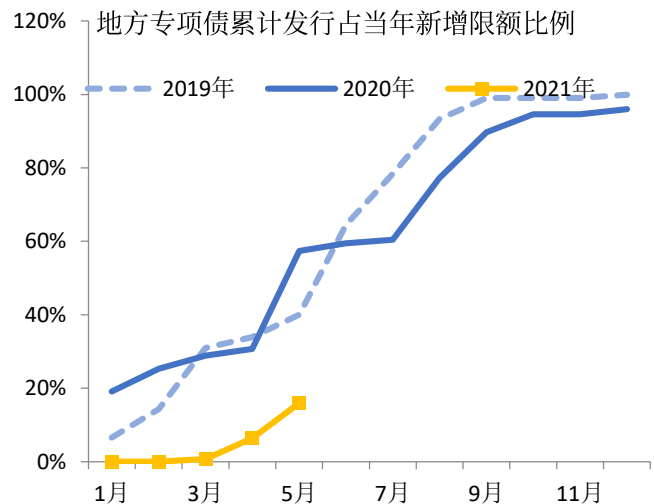
金使用效率也将相应抬升，财政政策“提质增效、更可持续”，对下半年经济也形成支撑作用。预计下半年基建投资增速小幅加快，整体保持平稳格局。

图 17：财政赤字进度明显慢于前两年（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：专项债发行进度偏慢（%）



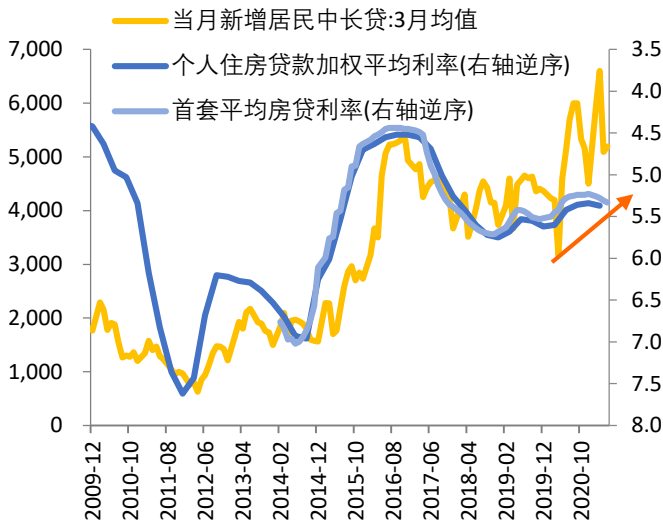
资料来源：Wind，优财研究院

### 2.3 地产韧性仍强

房地产政策收紧但投资韧性仍强，房地产宏观审慎政策下地产销售和投资边际弱化，但货币政策不紧叠加竣工压力，地产韧性仍存。房企“三道红线”政策出台约束房企外源融资，但地产销售偏强下内源性销售回款仍然强劲，上半年地产投资仍然维持较强的韧性。随着房贷集中度管理等房地产宏观审慎政策的落地，居民融资条件弱化，下半年地产销售和投资趋势边际放缓。但货币政策不紧，房贷利率维持低位对居民购房仍有支撑，从以往历史经验来看，只有在按揭贷款利率上行驱动下，地产销售才会面临较为深度的下行。

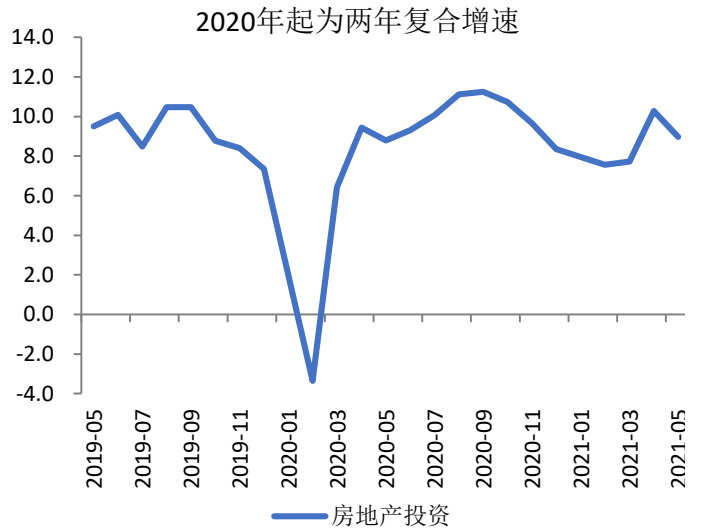
同时，我们依然看好近几年的地产竣工，近几年地产后端施工放缓下累积了较多的待竣工项目，由于交房的客观约束，以新开工领先竣工约 3 年的建设周期时间来推算，未来两年竣工需求继续走升，地产竣工加快下有望对建安增速形成支撑，增强房地产投资的韧性，并对地产后周期消费形成相应拉动。

图 19: 房贷利率偏低支撑居民购房 (%)



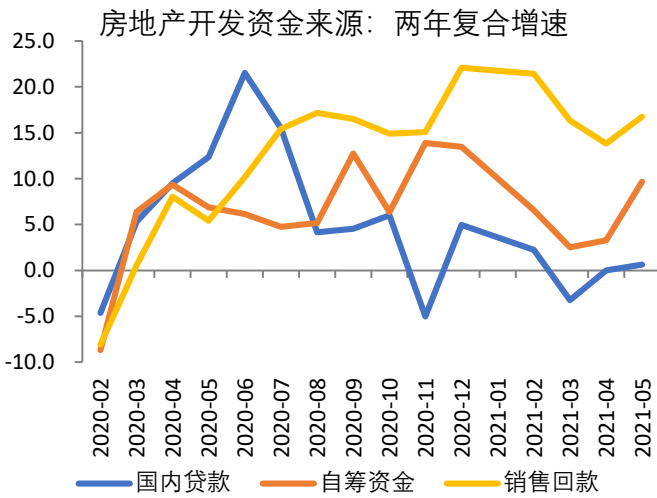
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 地产投资韧性仍足 (%)



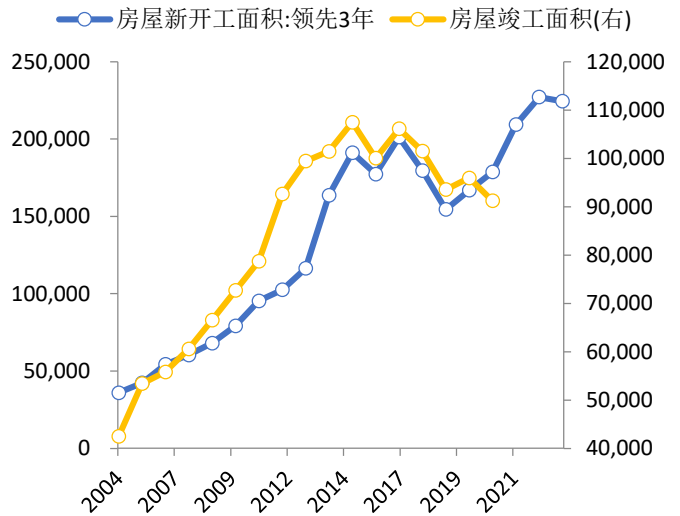
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 房企销售回款强劲、外部融资走弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 竣工压力支撑地产投资 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 信用周期与复苏动能: 从广义信贷脉冲看经济增长周期

#### 3.1 什么是广义信贷脉冲?

广义信贷脉冲, 是指广义信贷增量占名义 GDP 比重的变化, 用来刻画信用增

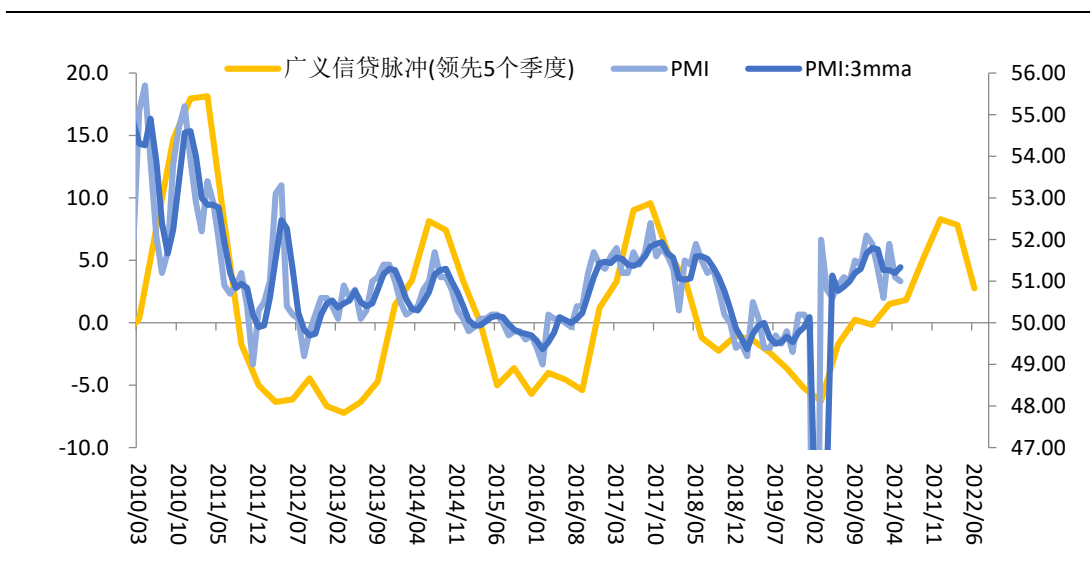
量（信贷增量）对经济贡献率的变化，其中债务依赖度较高的基建和地产是创造信用的主要部门。

广义信贷脉冲是政策强度的映射，经济内生增长动能偏弱时政策宽松，广义信贷脉冲上升，受益于信用创造的部门投资回升（通常为地产基建等逆周期部门）；而随着经济增长动能的恢复，政策寻求退出，逆周期政策收敛下广义信贷脉冲率先见顶回落，基建地产等加速信用创造的增长因素对经济的贡献下降，但此时经济内生增长动能仍强，顺周期部门仍在上行，对冲信用增长对经济贡献的回落。再其后信用收缩的影响逐渐传导至内生动能，经济景气度逐渐弱化。

### 3.2 广义信贷脉冲对经济的领先意义

从历史经验看，广义信贷脉冲见顶后的 5 个季度左右，经济将趋于见顶。2020 年三季度，中国广义信贷脉冲见顶，为 8.3%，与过去两轮信贷脉冲的高点接近。今年一季度，广义信贷脉冲加速回落，并录得 2.77%，考虑到二季度社融收敛速度较快，广义信贷脉冲或将跌入零以下。根据本轮广义信贷脉冲已于 2020 年三季度见顶推算，经济增速下行周期的确认或将于今年四季度出现。

图 23：广义信贷脉冲领先经济 5 个季度（%）



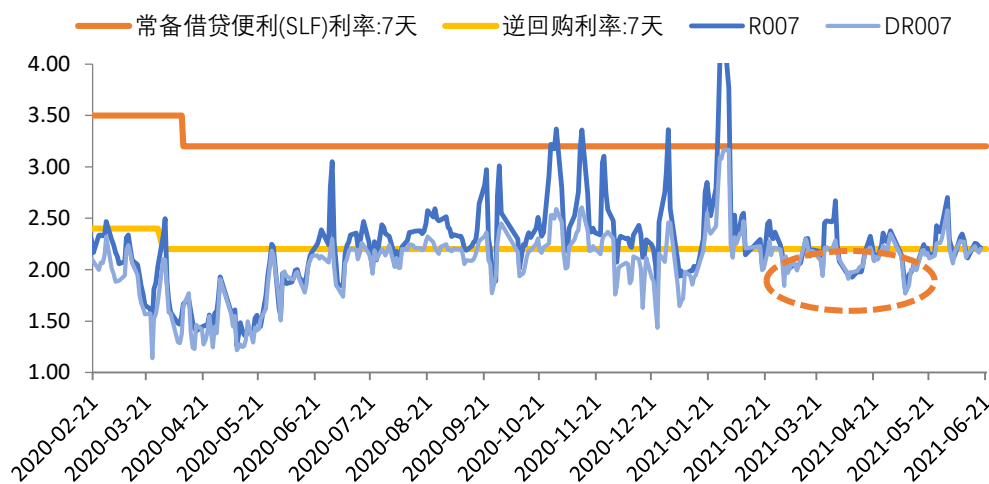
资料来源：Wind，优财研究院

### 三、货币政策与流动性

#### 1. “货币稳偏松+财政后置+局部信用收缩”，广义和狭义流动性背离

今年上半年，广义与狭义流动性有所背离，以社融为代表的广义流动性持续收缩，而狭义流动性则在年初“小钱荒”下的剧烈波动后进入了超预期的持续宽松阶段，其主要是受到财政后置、以及央行防范债务风险的影响。3月以来 DR007 月度均值持续低于 7 天期逆回购操作利率约 10bp，尤其是在 4-5 月缴税大月下资金面仍持续宽松，超出市场此前预期，R 与 DR 利差回到低位，资金面分层处在历史低位区间。

图 24：利率走廊（%）



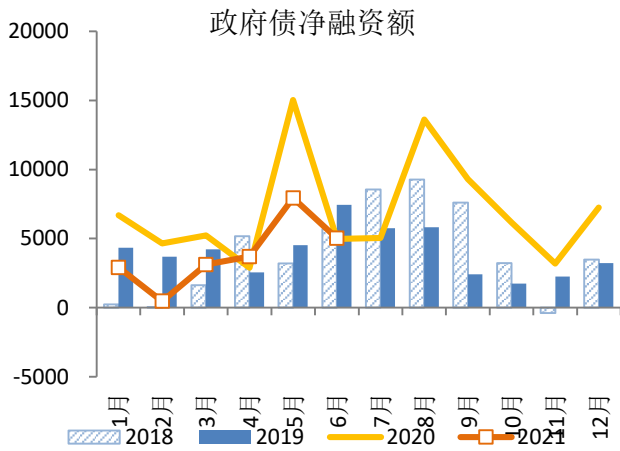
资料来源：Wind，优财研究院

#### 1.1 财政后置节奏是上半年狭义流动性宽松的主因

上半年稳增长压力较小的背景下，财政后置特征明显，政府债融资进度远低于往年，资金留存在银行体系，增加了银行间的资金供给。1-5 月政府债券融资仅有约 1.8 万亿元，占全年广义赤字的 25%，远低于 2019 年和 2020 年的 40%左右的发行进度，地方专项债发行进度也仅为 16.5%，显著低于去年同期的 57%和前年同期的 40%。）

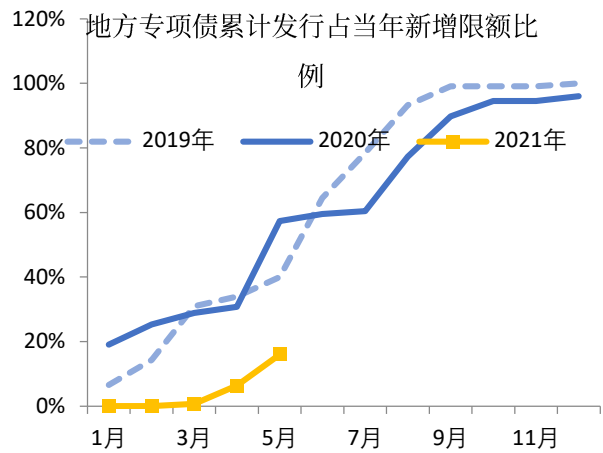


图 25: 政府债净融资额 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

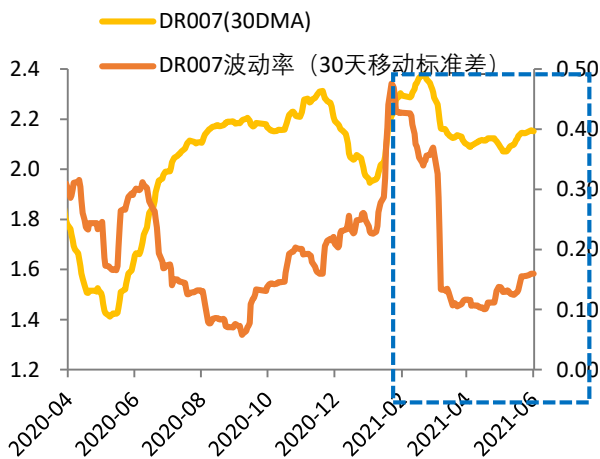
图 26: 上半年专项债发行进度偏慢 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

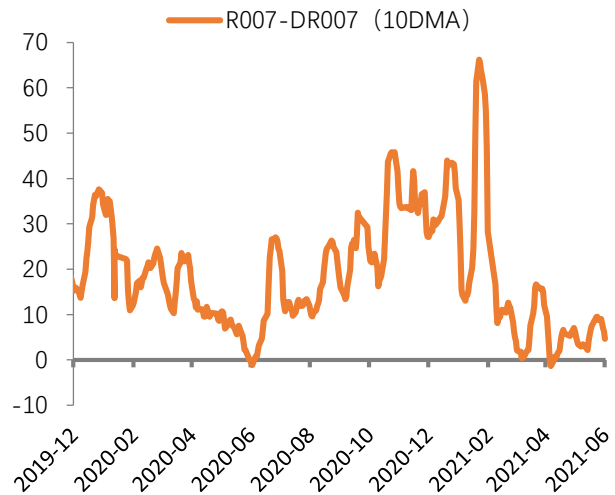
政府债发行进度偏慢加剧银行欠配压力，货基规模膨胀下非银存款规模大幅扩张，非银资金充足降低流动性分层以及资金波动率。今年上半年政府债发行进度远慢于往年也造成了缺资产的局面，银行欠配压力较大，一方面银行争抢一级政府债券发行，债券收益率得以下行；另一方面，银行增配高流动性资产和极短久期资产，货币基金规模膨胀，非银存款规模大幅扩张下，非银流动性储备充足，可融出资金增加。非银资金充足下今年上半年R与DR的流动性分层也处于历史低位区间，资金利率的波动性明显减弱。

图 27: 资金波动率降至低位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: R 与 DR 利差位于低位 (% , bp)



资料来源: Wind, 优财研究院

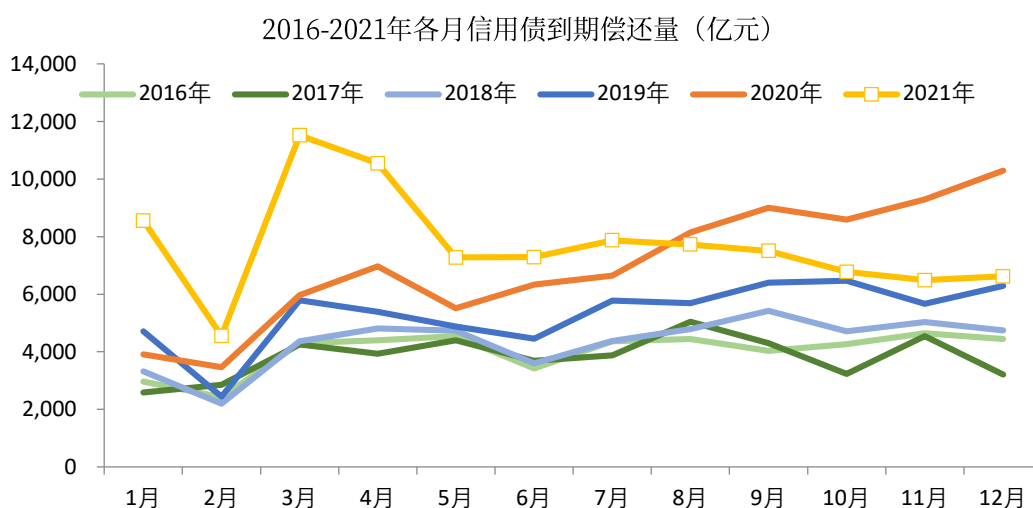
### 1.2 结构性货币政策工具补充银行体系流动性

“再贷款、再贴现”等结构性货币政策工具的使用或也是4、5月缴税大月下资金面仍超预期宽松的原因。5月央行资产负债表显示央行对其他存款性公司债权项目增加了4695亿元,对银行体系流动性形成了补充,但该项主要构成部分的OMO、MLF、PSL、SLF等货币政策工具操作均未有较大变化,春节后公开市场操作始终维持在200亿和200亿之间,MLF持续等额续作,因此该项主要贡献或为再贷款再贴现等结构性工具,这也符合易纲行长此前“发展普惠金融”的发言定调。

### 1.3 央行防风险目标也要求狭义流动性保持宽松

狭义流动性宽松+广义流动性收缩的组合一般出现在经济下行时的稳增长期间或者防范债务风险流动性风险阶段。今年上半年经济景气度仍然较高,稳增长压力较小,但债务到期高峰下信用风险仍然偏高,“保持金融稳定、防范金融风险”作为宏观审慎政策的主要目标,也要求流动性保持相对宽松的状态,因此上半年狭义流动性的超预期持续宽松更多的也是央行出于对后者防风险和保持金融稳定目标的考虑。

图 29: 上半年信用债到期量较高 (亿元)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 30: 央行“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架进一步深化

	货币政策	宏观审慎政策
政策着力	经济周期	金融周期
政策锚定	通货膨胀、经济增速	资产价格、广义信贷
政策工具	存款准备金率、存贷款基准利率(LPR利率)、公开市场操作及利率(OMO&MLF)	MPA(宏观审慎评估体系)、资管新规、房地产“三道红线”
政策目标	物价稳定、经济增长、逆周期调节	金融稳定、金融去杠杆、防范金融风险

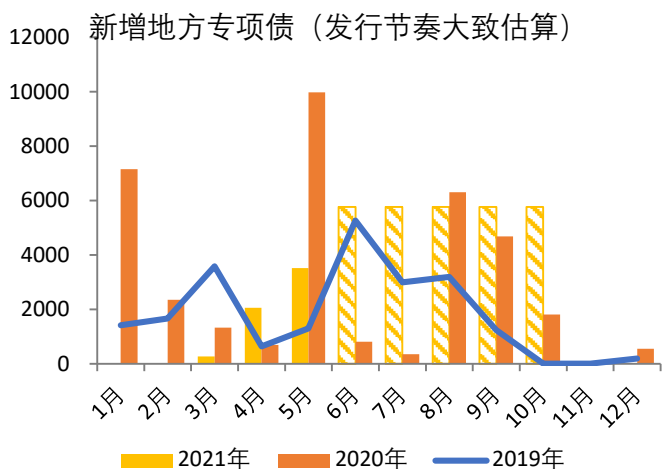
资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 下半年货币政策边际压力加大，流动性波动中收敛

资金面最宽松的时候或已经过去，在央行稳健中性的政策基调下，资金自身的供需成为流动性边际变化的主要部分，随着下半年政府债发行节奏的提速、MLF到期规模放量下，基础货币缺口或将出现，资金面将从被动宽松转向央行主动补缺，防范债务风险诉求下降背景下央行大概率引导市场利率中枢向政策利率回归，回购利率中枢小幅上行。

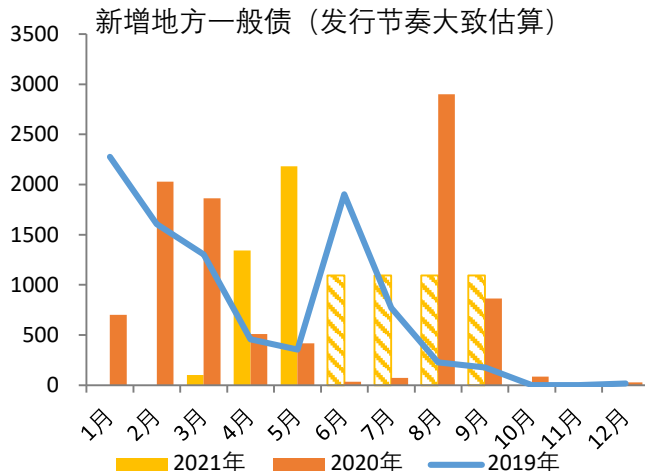
一方面，财政后置节奏下带来下半年政府债券供给的释放，上半年狭义流动性宽松格局反转，银行间和非银流动性收敛。政府债发行加快下资金将从银行体系回流至财政国库，银行间资金供给减少；同时，上半年银行表内缺资产情况将得到缓解，配置压力减弱下货币基金和非银存款规模相应减少，银行向非银拆借回购资金也将减少，非银流动性反向收敛。

图 31: 下半年政府债券供给有望释放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 下半年政府债券供给有望释放 (亿元)

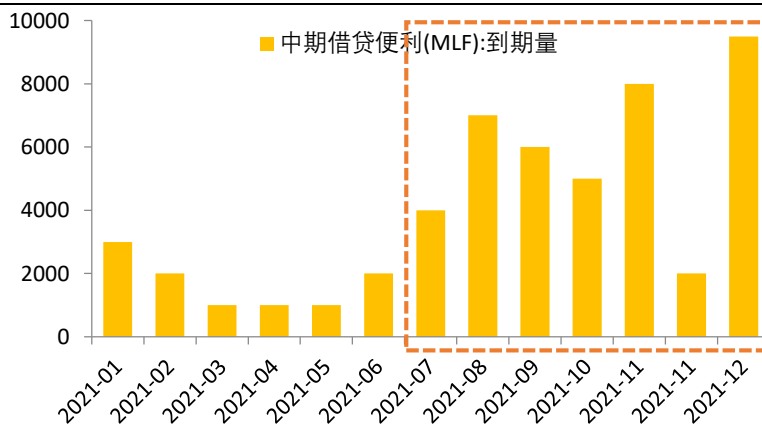


资料来源: Wind, 优财研究院

另一方面, 下半年债务到期规模明显回落, 防范债务风险诉求下降, 狭义流动性回归中性。6 月之后, 信用债到期规模减弱, 防风险诉求下降下货币政策保持宽松必要性降低, 以往防风险目标下流动性宽松通常持续时间在 2-3 个月左右 (包商事件、永煤事件), 而且当前信用分层情况有所缓解, 5 月份河南省信用债净融资在去年 11 月永煤事件发生后重回正增长。

同时, 下半年 MLF 到期规模放量, 7 月起月均 MLF 到期规模接近 6000 亿, 叠加缴税和地方债发行节奏来看, 7-10 月或是资金缺口较大的时点, 届时基础货币缺口补充方式值得重点关注。

图 33: 下半年是 MLF 到期高峰 (亿元)



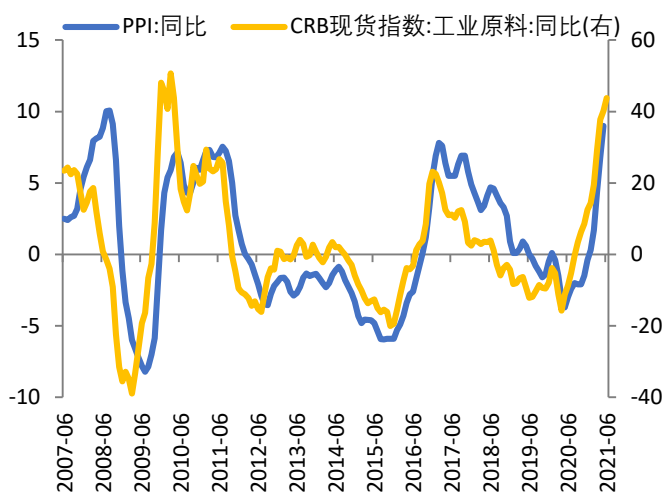
资料来源: Wind, 金信期货研究院

### 3. 供求错位引发的工业品通胀下，货币政策缺乏空间

通胀仍是下半年货币政策的核心关注变量，本轮工业品通胀的核心在于宏观流动性宽松、供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响。一方面疫情应对下全球流动性宽松带来需求的大幅扩张，另一方面，全球疫情变化的不同步带来供求的错位，欧美等消费国疫情控制好于南美等资源国，需求修复快于供给。同时，美元走弱、以及低碳转型也推升商品涨价，近期国内黑色产业链商品价格的较快上涨就是受到“碳中和”等政策带来的供给端冲击影响。

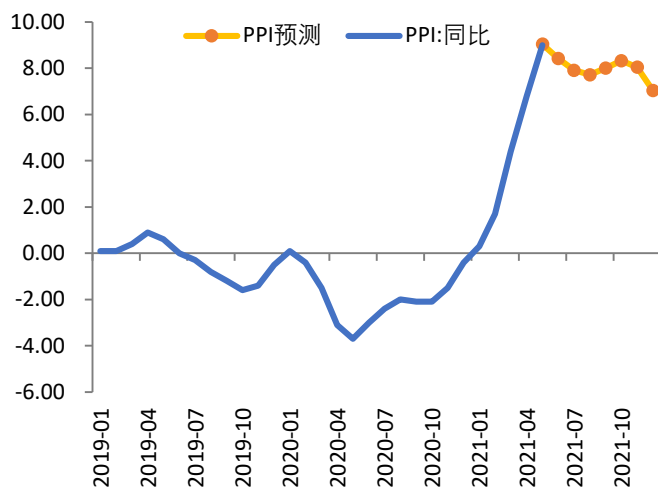
PPI 同比顶部初步形成，通胀对货币政策的压力有限。从需求角度来看，全球宏观流动性 M2 拐点在 3 月出现，作为领先大宗商品价格约 1 个季度的前瞻指标，大宗商品价格涨势有望在年中左右开始放缓。而从供给来看，随着全球疫苗接种的进一步推进，下半年资源国疫情控制效率有望好转，供求错位压力有望边际缓解，PPI 同比年中或将见高点、三季度高位徘徊、四季度压力渐缓。

图 34：全球大宗商品价格快速上涨（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 35：PPI 同比顶部初步形成、三季度高位徘徊



资料来源：Wind，优财研究院

货币政策仍然缺乏空间，经济恢复不平衡叠加通胀预期上行的矛盾下，货币政策陷入“两难”境地，难以做总量松紧的大幅调整，短期并不存在明显收紧和放松的动力。一方面，经济恢复不平衡要求政策“不急转弯”，尤其在供给驱动的通

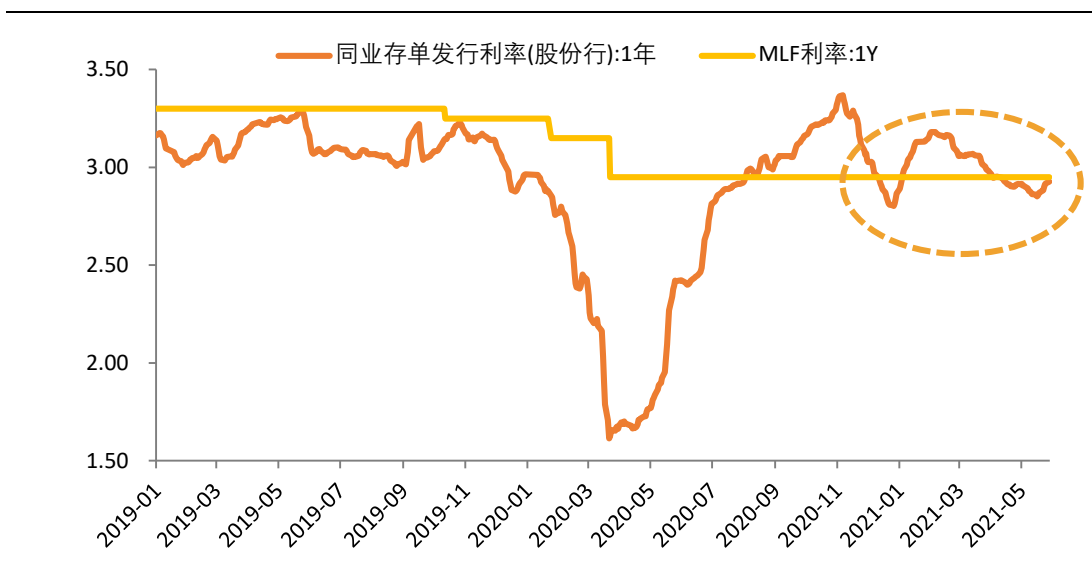
胀下，中下游制造业企业受到成本端涨价带来的利润挤压，也要求货币政策不能轻易收紧。近期国常会也在积极部署结构性政策，“引导银行扩大信用贷款”，支持企业流动性。另一方面，财政后置+全球依次复苏下出口支撑+地产韧性，经济基本面并无显性压力，防范债务风险诉求也在下降，为避免通胀预期要求资金面不能过度宽松，货币政策不能过度宽松，叠加下半年海外美联储 Taper 的预期下，降准降息可能性不大，外部风险仍需警惕。

居民通胀预期及涨价扩散情况将成为货币政策超预期收紧的风险来源之一，美联储退出预期也带来外部风险。总体来看，货币政策仍将以内为主，外部压力下公开市场操作或“控价保量”。在海外疫情和供给恢复不确定性下，大宗商品上涨带来的通胀上行风险仍然较大，若 PPI 上行超预期并带动 CPI 上行突破 3.5% 的目标，货币政策或面临收紧压力，未来涨价扩散情况、居民通胀预期以及核心 CPI 的变化或是后续央行重点观测及政策调整依据。逆回购仍是熨平流动性短期波动的主力工具，基础货币缺口可能更多依赖于 MLF、再贷款等工具补充。

#### 4. 从不可测的央行态度中寻找安全边际

市场利率围绕政策利率（OMO/MLF）波动的框架下，MLF 仍是存单利率的锚，同业存单利率或成为短期观测央行取向的安全边际。作为银行中长期负债来源之一，同业存单与 MLF 存在一定替代作用，因此 MLF 利率仍是同业存单重要的定价锚，且货币政策也要求市场利率围绕政策利率波动。而在央行大概率不会降息的背景下，随着下半年央行主动投放补充基础货币缺口后，MLF 利率再次成为银行边际负债成本，并对同业存单产生约束作用。

图 36: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院

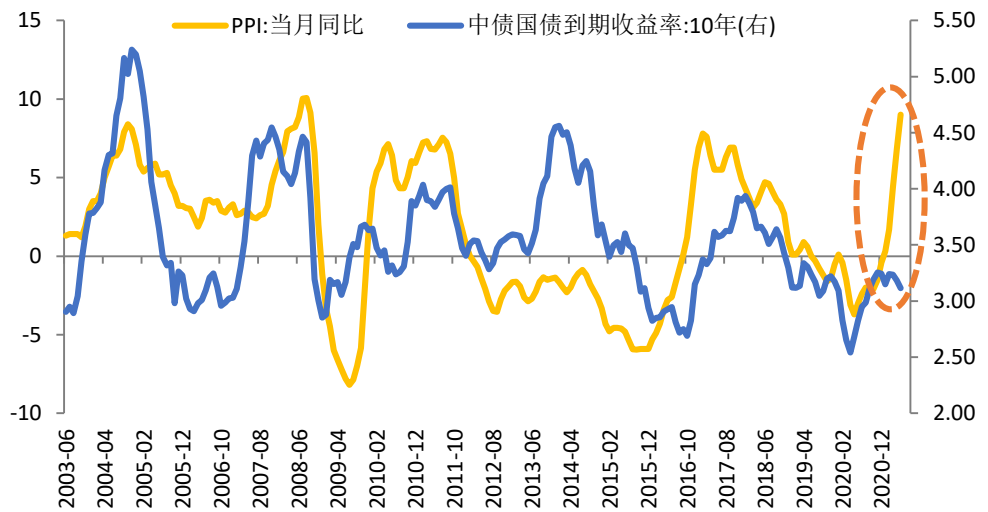
## 四、宏观指引与中观供求背离下的利率波动

今年上半年债市宏观经济指引和中观供求背离, 经济未超预期、而政策组合和供求关系超预期下, PPI 与 10 年期国债收益率背离, 狭义流动性宽松+广义流动性收缩的组合也对债市友好。以往来说, 利率和 PPI 周期经验上一直保持着强相关性, PPI 高点一般对应着利率高点, 但今年上半年, 债市宏观经济指引和中观供求背离, PPI 与 10 年期国债收益率长时间背离。一方面, 因为传统的涨价往往来自于需求端的推动, 而此次工业品通胀主要受到供给端错配形成的冲击, 货币政策应对有心无力。另一方面, 上半年狭义流动性宽松+广义流动性收缩的组合对债市友好, 两者从逻辑上均指向利率下行。

但下半年这一逻辑的反方向回归会对利率下行形成阻力, 债市对宏观预期偏一致, 但对政策组合及利率上行风险预期不足。上半年, 债市对经济向好、通胀向上的宏观利空预期极为一致, 但对政策组合预期不足, “货币稳中偏松+财政后置+局部信用收缩”的政策组合对债市有利, 资金面宽松、供求关系利好驱动下收益率曲线走向牛陡。而下半年, 市场对于经济动能边际放缓、通胀逐步缓解的宏观利多

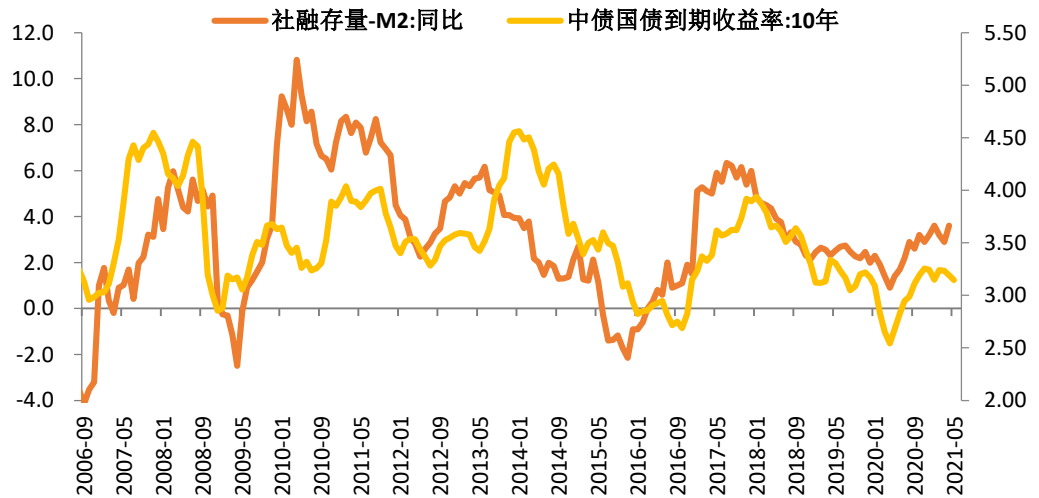
预期也基本一致，但“货币稳+财政后置发力+信用收缩放缓”的政策组合下，供求关系变化对债市偏不利，且下半年需谨防逆周期力量对冲经济放缓而导致的宏观超预期情景，收益率曲线或趋于平坦。同时，下半年狭义流动性即将从被动宽松回归中性，且PPI同比触顶后广义流动性收缩节奏放缓，流动性组合利好也在消退。

图 37：十年期国债收益率与 PPI 走势背离 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：国债收益率 (%)

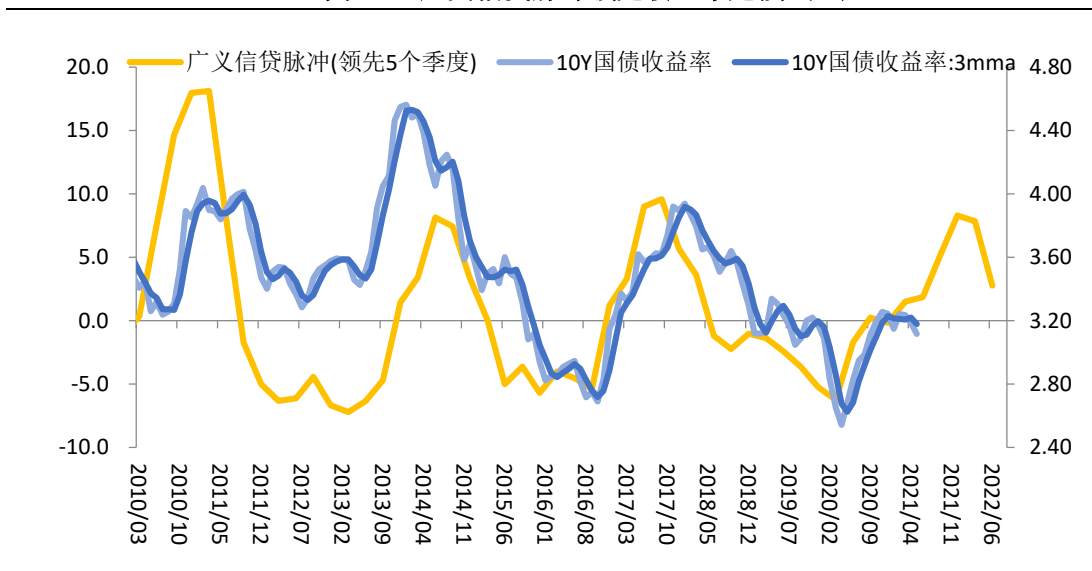


资料来源：Wind，优财研究院



从广义信贷脉冲看利率周期：利率顶部与下行周期确认可能要等到今年四季度之后。今年 1-5 月 10Y 国债收益率仍然维持在 3-3.3% 的震荡区间，基本匹配经济基本面隐含的利率中枢水平，今年出口强劲下带动全年经济压力都不大，三季度之后外需动能或将边际放缓，但基建逆周期有望适度托底，经济结构更加平衡。以 2020 年三季度广义信贷脉冲见顶后移五个季度看，利率顶部与下行周期的确认可能要等到今年四季度后，顶部震荡概率加大。

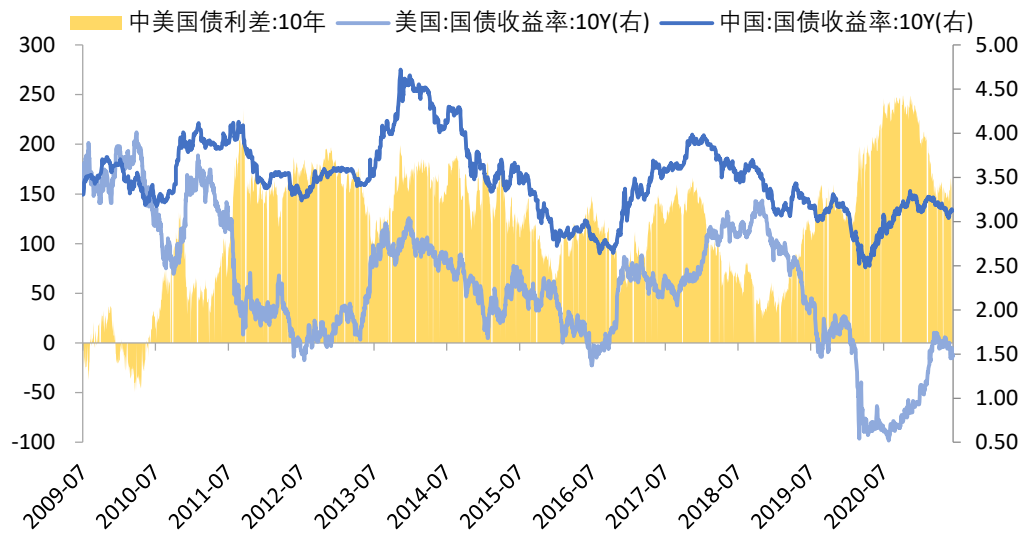
图 39: 广义信贷脉冲领先收益率见顶 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

中美利差绝对水平仍高，外资吸引力仍存，警惕三季度美债收益率上行风险。年初以来美债收益率快速上行，中美利差较前期高点回落，仍处于 150bp 的绝对高位，对外资吸引力仍存，4 月以来外资也成为这波利率下行的增持力量。但未来随着美联储退出预期升温，美国全民免疫到来下美债收益率三季度存上行风险，对中美利差也形成一定压力。

图 40：中美利差仍位于高位 (bp, %)

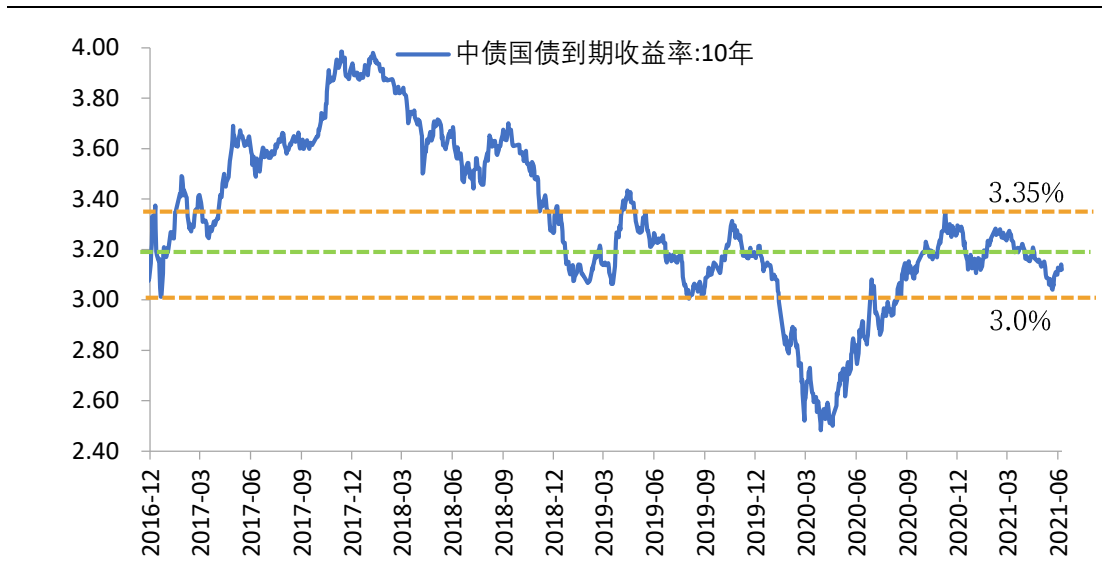


资料来源： Wind，金信期货研究院

货币政策缺乏空间决定长端收益率难以摆脱 3.0-3.35%的震荡区间,把握震荡市下的安全边际。3.0%仍是 10 年期国债收益率的合理下限,对应 MLF 政策利率底线, 3.35%对应去年 11 月中地方债供给压力叠加结构性存款压降形成的利率高点,也是疫情前 2019 年下半年的利率高点,年内也难以突破该高点。在上下限的安全边际下把握利率波动机会,利率下行接近或者低于 3.0%时保持谨慎,利率上行接近 3.3%时把握配置机会。

下半年供求关系变化对债市偏不利,长端利率接近下限位置下保持谨慎,把握收益率曲线做平机会。上半年资金面的持续超预期宽松+财政后置+机构欠配压力释放是支撑债市持续韧性的主因,在经济基本面受到基数影响难以对市场形成指引下,资金面成为了债市的主要驱动力。而下半年,政策组合回归“货币稳+财政后置发力+信用收缩放缓”下供求关系变化对债市偏不利,利率债供求、资金面都难比 3-5 月更优,长端利率接近下限位置下,对债市保持谨慎,叠加通胀高位震荡,以及下半年美联储 QE 退出的风险下,利率仍存上行压力。在当前资金面宽松预期已部分透支、未来资金面扰动增加、回购利率中枢抬升下,可适当把握收益率曲线做平机会。

图 41: 长端收益率震荡区间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。