

四维度下看下半年利率怎么走

——利率驱动因素分析

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2021年06月08日

我们认为可以从生产角度、金融角度、配置价值及全球比价四个维度对利率的驱动因素进行分析。其中前两个角度决定利率的中长期趋势，后两项更倾向于短期波动，提供交易角度的建议。

从生产角度来看，经济名义增速的变化同步于利率变动。

- 经济增长可以拆分为实际经济增长与通胀。中国作为制造业大国，经济增长受工业生产拉动显著；通胀可以从CPI（消费部门）和PPI（生产部门）两个角度综合。
- 利率对经济的反映经历了早期单纯反映通胀到“通胀+增长”的逐渐过渡。
- 2008年之前，十年期国债收益率与CPI更同步，2008年以后，以“PPI+工业增加值”衡量与十年期国债收益率更为同步。

从金融角度来看，实体资金供需缺口反映全社会中货币信用组合，与利率走势正相关，领先6个月左右。

- 利率本质是资金价格，资金价格取决于资金的供给与需求。
- 资金供给主要取决于基础货币，2014年之后主要是央行公开市场操作，其投放流动性主动性与重要性增加。
- 资金需求主要来自投资端的房地产、制造业、基建，其中房地产最为重要。实体融资需求才能带动利率上升，如果只是金融机构之间的资金空转反而可能推动利率下降。
- 历史数据来看，资金的供需缺口（社融-M2）确与利率走势正相关，领先于利率6个月左右。

从配置价值来看，银行配置资金的成本收益可以观测利率的边际变化，可作为判断熊转牛的一个论据。

- 从3轮熊市特征来看，2011年、2013年、2018年熊市结束时，中短期票据收益率（资产端）和理财收益率（负债端）间的利差均较高，偏高的利差意味着配置价值突出，也意味着金融机构规模具备自我扩张的条件。
- 10Y国债收益率（成本）VS贷款加权平均利率（收益），两者利差越高说明配置价值越高。

从全球比价来看，中美利率、中债与美元指数有一定相关性。

- 美国与中国长端利率走势历经领先、同步、滞后三阶段走势。
- 中债与美元指数相关性也很高，反映了美国与其他经济体经济基本面的情况，美元指数走弱，则其他主要经济体相对走强。

往后看，我们预计下半年利率将在债区间波动，上行风险大于下行风险。

- PPI冲高缓落VS经济增速慢下。从名义增长视角，下半年GDP同比增速缓慢回落。以有色代表的海外供需缺口及黑色代表的国内产能受限来看，PPI三季度仍维持高位，回落幅度有限。
- 从资金的供需关系来看，社融-M2所反映的缺口稳定领先于利率走势近6个月，利率将继续窄幅横盘。社融-M2同比缺口继续持平，反映货币的供求平衡，相应的利率也较为犹豫，将在当前位置横盘。
- 从成本收益来看，中短期票据收益率（资产端）和理财收益率（负债端）间的利差低，债券配置价值不明显。

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

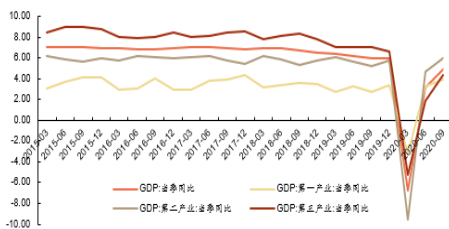
刘雅坤

研究助理

SAC执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

- 1、《上游价格回落但仍在高位 下游需求放缓：5月实体经济数据观察》2021-05-31
- 2、《降低对“补偿性”消费的期待：——经济增长专题报告二》2021-05-31
- 3、《出口保持高韧性 投资消费仍待稳固：4月经济数据点评》2021-05-18
- 4、《4月M2 社融超预期回落：4月金融数据点评》2021-05-13
- 5、《货币政策的锚在哪？：——货币政策目标梳理》2021-05-11

◆ 弱美元周期下，中长周期上，中债利率有望进一步走高。

风险提示：油价暴涨带来的通胀大幅上行，货币政策超预期收紧、经济修复超预期、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 生产角度 长期来看名义经济增长决定利率	4
1.1 前期利率主要反映通胀	4
1.2 利率驱动因素逐渐变为 通胀+增长	4
2. 金融角度 资金供需	5
2.1 资金供给 基础货币	5
2.2 资金需求 社融	6
2.3 资金供需缺口 社融-M2	7
3. 配置价值	7
3.1 资产端与负债端间的利差	7
3.2 成本与收益	8
4. 全球比价	8
4.1 中美利率	8
4.2 中债与美元指数	9
5. 展望未来	10
5.1 名义增长上 PPI 冲高缓落 VS 经济增速慢下	10
5.2 货币供需上 资金供求紧平衡，利率也将小范围波动	10
5.3 债券配置价值上 资产端与负债端间的利差	11
5.4 全球比价上 中债与美债及美元指数	12

图表目录

图 1： 十年期国债收益率与 CPI	4
图 2： “PPI+工业增加值”与十年期国债收益率	4
图 3： 资金供给	5
图 4： 基础货币影响因素	5
图 5： 资金需求	6
图 6： 资金空转或推动利率下降	6
图 7： 资金供需缺口与利率	7
图 8： 银行资产负债端利差与长端利率	8
图 9： 成本收益利差与长端利率	8
图 10： 美国与中国长端利率走势历经领先、同步、滞后三阶段走势	9
图 11： 中债和美元指数	9
图 12： 资金供需缺口与利率	11
图 13： 银行资产负债端利差低	11
图 14： 成本收益的角度上，当前利差仍低	11

1. 生产角度 长期来看名义经济增长决定利率

长期来看，名义经济增长决定利率。名义经济增长决定资本回报，资本回报引导负债成本。经济发展越快，资本可能的回报越大，利率也越高，反之亦然。

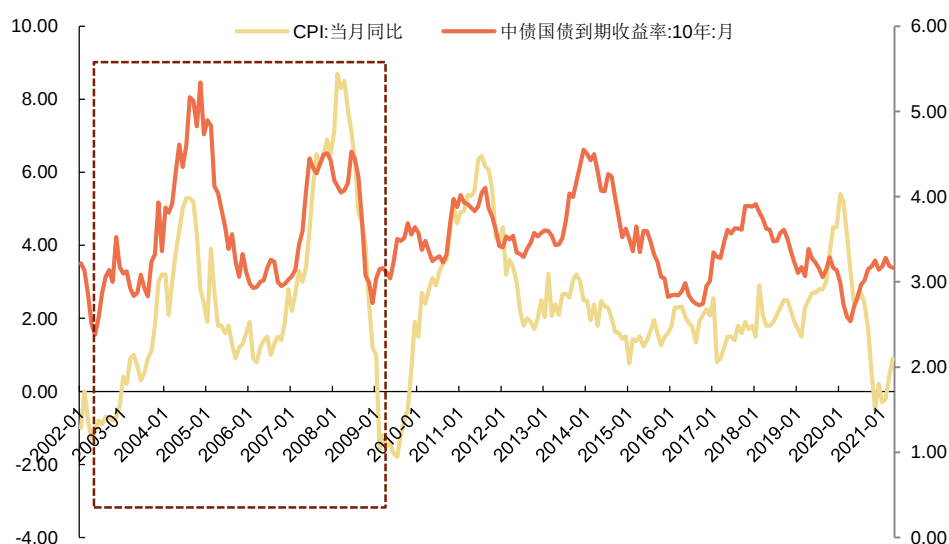
经济增长可以拆分为实际经济增长与通胀。中国作为制造业大国，经济增长受工业生产拉动显著，通胀可以从 CPI（消费部门）和 PPI（生产部门）两个角度综合。

利率对经济的反映经历了早期单纯反映通胀到“通胀+增长”的逐渐过渡。

1.1 前期利率主要反映通胀

2008 年之前，十年期国债收益率与 CPI 更同步。

图1：十年期国债收益率与 CPI

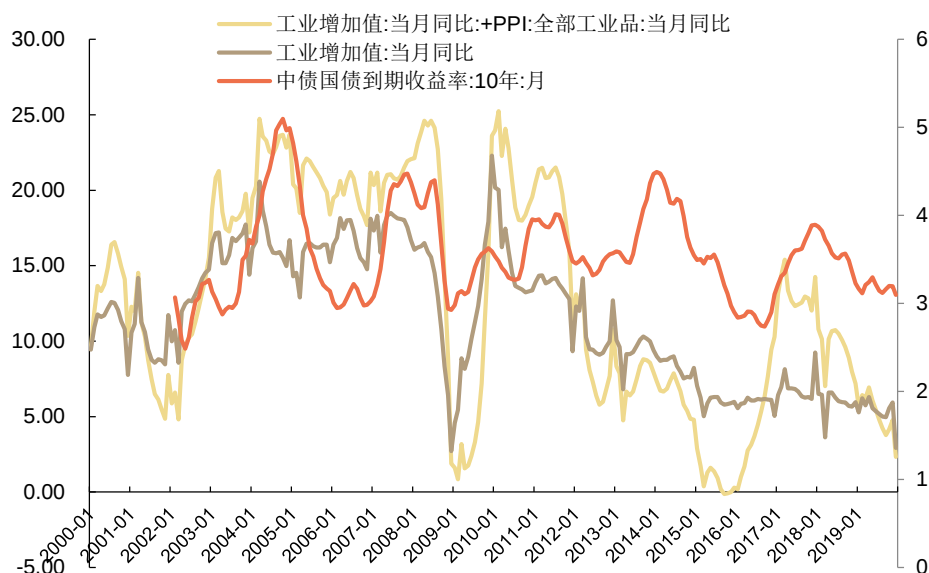


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 利率驱动因素逐渐变为 通胀+增长

2008 年后，以“PPI+工业增加值”衡量与十年期国债收益率更为同步。2008 年，全球金融危机叠加中国四万亿刺激政策背景下，以投资拉动的工业增加值反映“增长”要素重要性日益明显。利率驱动因素逐渐变为“通胀+增长”，以“PPI+工业增加值”衡量与十年期国债收益率更为同步。

图2：“PPI+工业增加值”与十年期国债收益率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

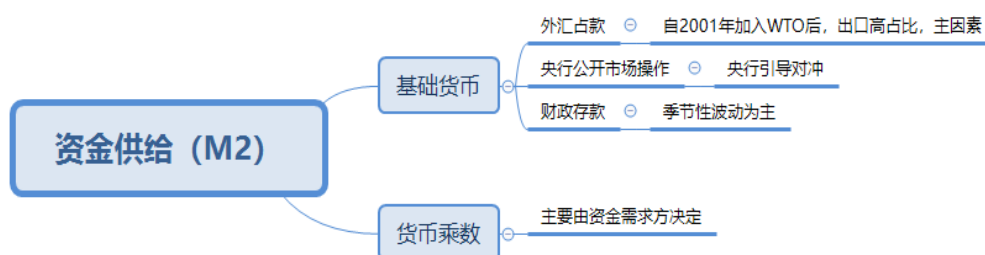
2. 金融角度 资金供需

2.1 资金供给 基础货币

利率本质是资金价格，资金价格取决于资金的供给与需求。

广义资金供给通过 **M2** 衡量。M2 可以拆分为基础货币和货币乘数。由于货币乘数更多取决于实体部门的融资需求，资金供给的落脚点在基础货币。

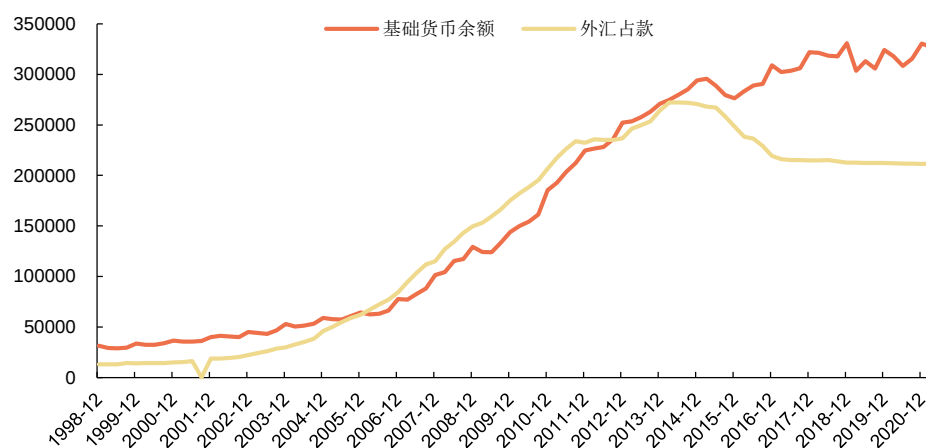
图3：资金供给



资料来源: 申港证券研究所

基础货币来看 2014 年之前主要影响因素是外汇占款，2014 年之后主要是央行公开市场操作。自中国加入 WTO，外汇占款持续拉升贡献基础货币主要增长。2014 年后随出口对经济贡献下降，外汇占款净流出导致基础货币收缩，2015 年“8-11”汇改后，外汇占款对流动性影响逐步减弱。央行公开市场操作投放流动性主动性与重要性增加。

图4：基础货币影响因素

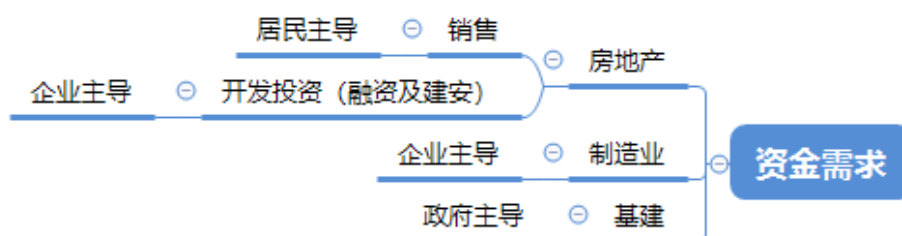


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 资金需求 社融

实体层面的融资需求主要来自投资端的房地产、制造业、基建。房地产、制造业、基建，对应加杠杆部门分别是居民部门、企业部门及政府部门。按占比来看，房地产相关融资占比超 40%，房地产投资左右工业产出，且具备强大的挤出效应（挤出其他投资与消费），是经济的最为关键的变量。

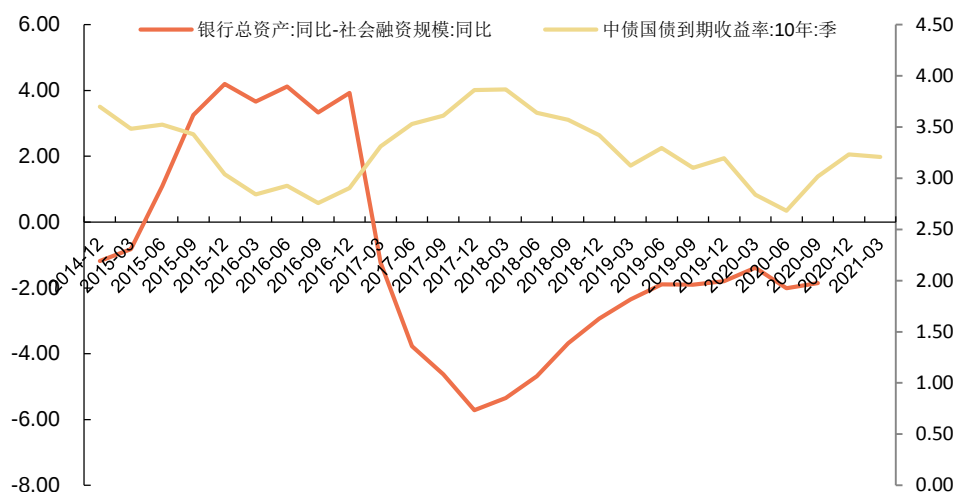
图5：资金需求



资料来源: 申港证券研究所

可以用社融代表实体融资需求。实体融资需求才能带动利率上升，如果只是金融机构之间的资金空转反而可能推动利率下降。

图6：资金空转或推动利率下降

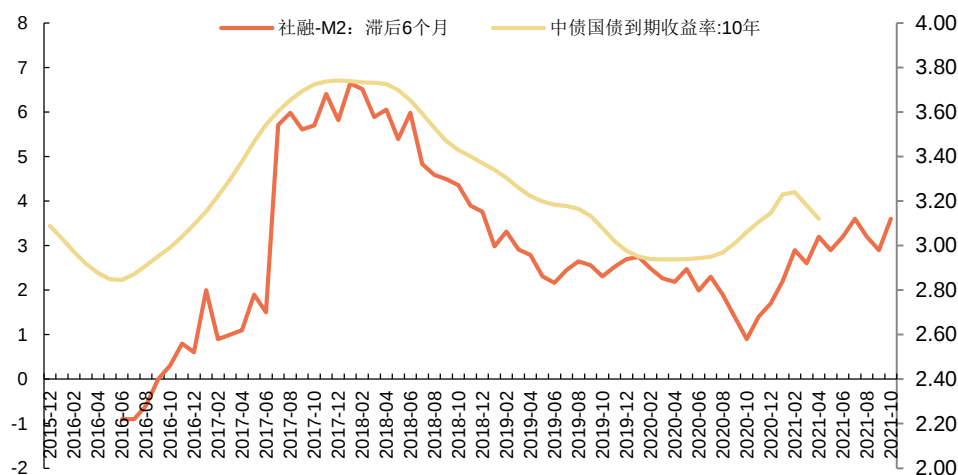


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.3 资金供需缺口 社融-M2

历史数据来看, 资金的供需缺口(社融-M2)确与利率走势正相关, 领先于利率 6 个月左右。把社会融资需求看作对货币的需求, 把 M2 看作货币的总供给, 则社融-M2 反映了社会中货币的供需缺口, 可以跟踪与预测债市利率的走向。

图7: 资金供需缺口与利率



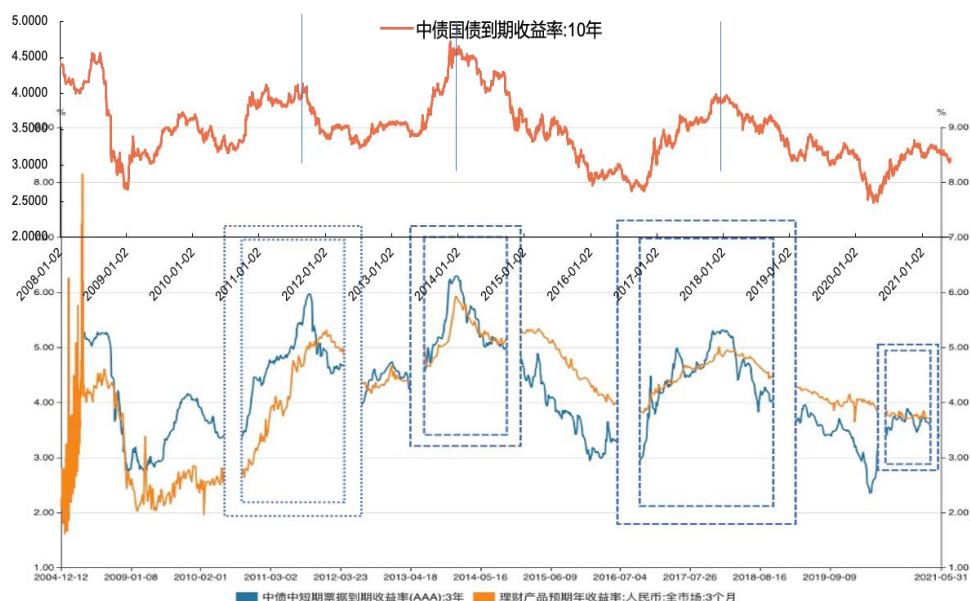
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 配置价值

3.1 资产端与负债端间的利差

几次熊市结束都包含资产负债端利差较高。从 3 轮熊市特征来看, 2011 年、2013 年、2018 年熊市结束时, 中短期票据收益率(资产端)和理财收益率(负债端)间的利差均较高, 偏高的利差意味着配置价值突出, 也意味着金融机构规模具备自我扩张的条件。

图8：银行资产负债端利差与长端利率

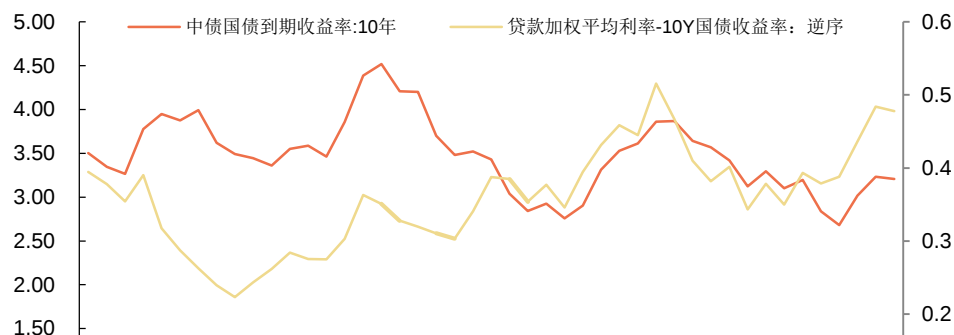


资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 成本与收益

成本收益利差较高也代表债券配置价值较高。以 10 年期国债收益率代表金融机构成本并以贷款加权平均利率代表金融机构收益，两者利差越高说明配置价值越高。下图可以发现利差越高对应配置价值越高，长端利率越低。

图9：成本收益利差与长端利率



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_19974

