

总量研究

如何看待下半年利率走势？

——光大宏观周报（2021-07-04）

要点

本周聚焦：

回顾上半年，持续平稳的资金面、陡峭下行的社融增速以及基本符合预期的经济增长动能，共同推动了 10 年期国债收益率震荡下行至 3.1%。通过对上半年 10 年期国债收益率走势的复盘，我们认为主要有三股力量推动了上半年利率的趋势性下行：一则，春节过后资金价格持续维持在较低水平，并且较小的波动性增强了市场对资金面维持平稳的信心。二则，一季度经济增长势能并未出现去年末市场所担心的超预期增长，央行通过预期引导的方式对国内通胀预期也有所平抑。三则，社融存量同比增速的超预期陡峭下行进一步增强了债市做多的信心。

向前看，预计下半年 10 年期国债收益率将以 3.1% 为中枢，呈现区间震荡。二季度经济增速预计将形成全年顶部区域，后续经济增长势能有所放缓；叠加下半年 PPI 预计将会逐渐趋于回落，通胀及通胀预期的压力将会进一步缓解，基本面因素总体对利率形成支撑因素。但由于经济增速仍然具有较强韧性，因而利好幅度预计有限，利率走势或仍主要取决于货币政策的松紧程度。

对于下半年货币政策，我们总的判断是货币政策大概率保持稳定。一方面，目前全球货币政策的主基调是疫后经济修复下的紧缩周期，叠加国内经济及就业的托底压力不大，货币政策边际宽松的必要性不高。另一方面，国内经济修复仍然存在一些结构性问题，经济总量的增长势头也已呈现出放缓迹象，在通胀预计将会走弱的背景下，收紧货币政策的可能性同样不高。综合考虑，预计下半年 10 年期国债收益率将以 3.1% 为中枢呈现区间震荡。

疫情观察：

本周印度日均新增确诊约为 4.77 万例，新增确诊延续下降趋势；本周美国日均新增确诊 1.32 万例，日均新增略有上升。全球主要国家疫苗接种持续推进。

全球资产：

全球股市涨跌分化，纳斯达克指数、标普 500 和道琼斯工业指数分别上涨 1.88%、2.01% 及 1.72%。大宗商品价格方面，工业品价格涨跌分化，贵金属普遍上涨，农产品涨势分化。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨。**中游：**高炉开工率环比下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率下行。

政策观察：

国际税收体系改革双支柱方案受到 130 个国家和司法管辖区支持。IMF 称于未来几年美国通胀率将持续高于 2% 的目标，美联储或需从 2022 年底开始加息。财政部将地方政府专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债额度分配的重要测算因素。央行二季度政策例会提出继续健全市场化利率形成和传导机制。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021 年 1-4 月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

从三大证据看产能周期开启进行时——全球朱格拉周期开启第十二篇（2021-05-20）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021 年 4 月实体经济数据点（2021-05-17）

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微松——光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021 年 4 月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021 年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI 仍将上行——2021 年 4 月价格数据点评（2021-05-11）

目 录

一、如何看待下半年利率走势？	4
1.1 上半年复盘：漫漫熊市中的一抹曙光	4
1.2 经济增长势能寻顶，通胀呈现回落迹象	6
1.3 利率下行阻碍减弱，空间有赖于货币政策	8
二、海外观察	8
2.1 海外疫情：全球疫情略有升温，疫苗接种推进	8
2.2 金融与流动性数据：美债收益率小幅下行，通胀预期略有下降	9
2.3 全球市场：全球股市涨跌分化，大宗商品涨多跌少	10
2.4 央行观察：美联储理事公开支持减码 MBS	11
2.5 海外政策：国际税收体系改革双支柱方案受到 130 个国家和司法管辖区支持	12
三、国内观察	14
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨，焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨	14
3.2 中游：高炉开工率环比下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	15
3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌	16
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行	17
3.5 国内政策：财政部将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债额度分配的重要因素	18
四、下周财经日历	18

图目录

图 1：2021 年上半年利率走势复盘	4
图 2：春节后银行间资金利率多处于较低的位置	5
图 3：春节后银行间资金利率波动率多处于较低水平	5
图 4：今年以来 10 年期国债与 GDP 增速走势分化	5
图 5：今年以来 10 年期国债与 PPI 增速走势分化	5
图 6：3 月以来社融新增持续不及预期	6
图 7：社融存量同比对利率走势具有较好的领先指示意义	6
图 8：2021 年二季度主要经济指标呈现出寻顶迹象	7
图 9：出口增速呈现见顶回落迹象	7
图 10：社零的主要拖累来自于餐饮服务业	7
图 11：PPI 同比增速将会逐渐走低	8
图 12：PMI 主要原材料购进价格指数开始回落	8
图 13：美国新增确诊略有上升（7 天移动平均）	9
图 14：疫苗接种比例持续上升	9
图 15：美国 10 年期国债收益率小幅下行	9
图 16：英、法、德及日本 10 年期国债收益率普遍下行	9
图 17：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差小幅下行（%）	10
图 18：美国投资级企业债利差涨跌不一（%）	10
图 19：美联储资产规模略有下降（十亿美元）	10
图 20：美、日央行资产规模均有下降，欧央行资产规模上升	10

图 21: 全球股市涨跌分化.....	11
图 22: 大宗商品价格涨多跌少	11
图 23: 原油价格环比上涨.....	14
图 24: 动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨	14
图 25: 铜价环比下跌, 库存同比上涨.....	15
图 26: 铝价环比上涨, 库存同比下降.....	15
图 27: 高炉开工率环比下跌	15
图 28: 水泥价格指数环比下跌	15
图 29: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降.....	16
图 30: 钢坯库存同比上涨.....	16
图 31: 商品房成交面积增幅缩窄	16
图 32: 土地供应面积同比增速下行	16
图 33: 猪价、菜价、水果价格环比下跌	17
图 34: 乘用车日均零售销量跌幅扩大.....	17
图 35: 货币市场利率下行.....	17
图 36: 债券市场利率下行.....	17

表目录

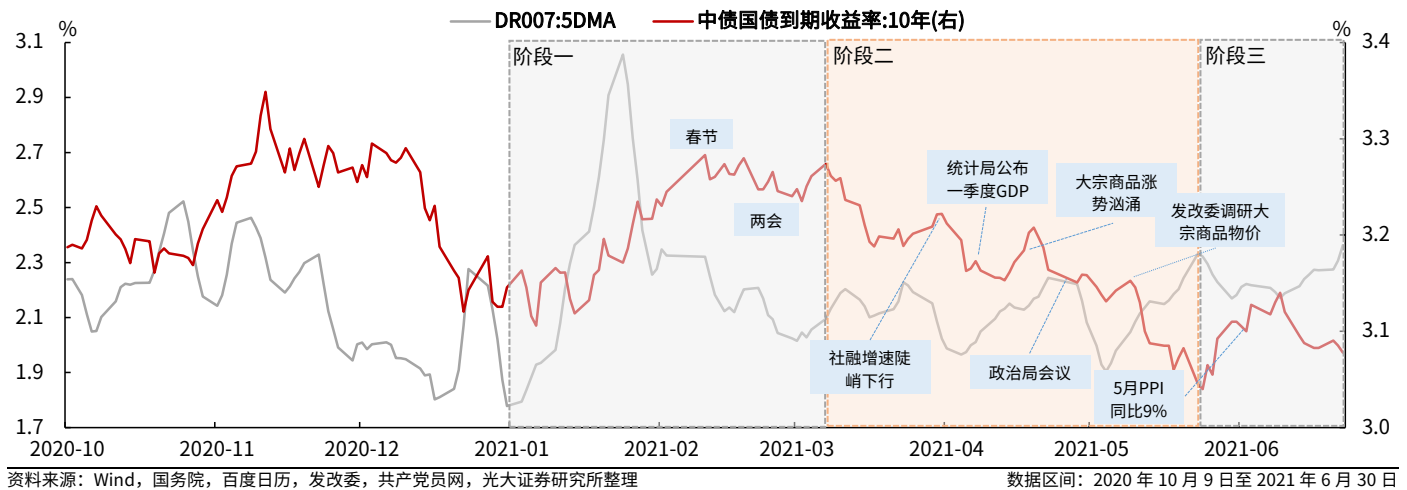
表 1: 美欧日央行官员表态	12
表 2: 美国经济热力图	13
表 3: 欧元区经济热力图.....	13
表 4: 英国经济热力图	13
表 5: 日本经济热力图	14
表 6: 下周全球经济数据热点	18

一、如何看待下半年利率走势？

1.1 上半年复盘：漫漫熊市中的一抹曙光

10 年期国债收益率自年初以来逐步震荡下行至 3.1%，成为漫漫熊市中的一抹曙光。自 2020 年 5 月初至 2020 年 12 月末，10 年期国债到期收益率整体呈现震荡上行走势，期间 10 年期国债到期收益率一度上探至 3.35%，俨然将要开启新一轮的熊市周期。但自今年以来，10 年期国债到期收益率从 3.27% 左右的高位逐渐下行至 3.08% 左右，在熊市中走出了一段长达 4 个月的趋势下行，成为漫漫熊市中的一抹曙光。我们不禁要问，这一轮下行走势的主要驱动因素是什么，还能持续下去吗？

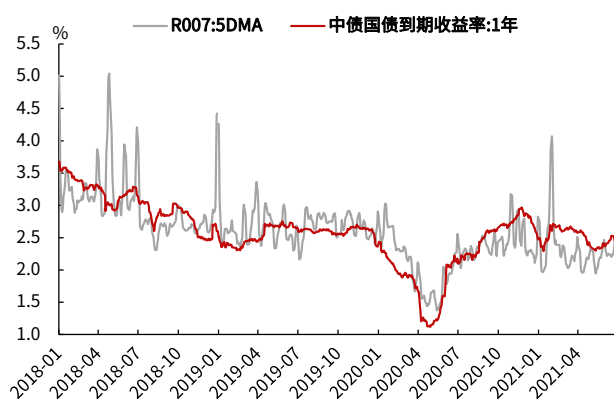
图 1：2021 年上半年利率走势复盘



2021 年上半年 10 年期国债到期收益率的下行主要源于以下三个方面：资金面的超预期平稳、经济增长势能符合预期以及社融增速的陡峭下行。

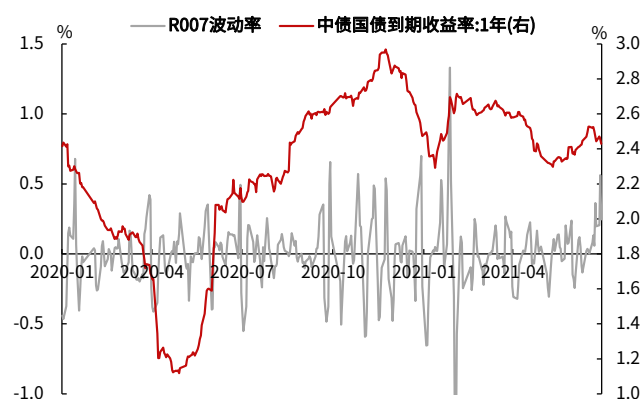
一则，春节过后资金价格持续维持在较低水平，并且较小的波动性增强了市场对资金面维持平稳的信心。由于受到“就地过年”等疫情防控政策的影响，2021 年春节期间的取现需求明显减弱，叠加节前大额财政投放造成的较为宽裕的资金面，节后缺乏足够的流动性回收手段。这些因素共同营造了节后较为充裕且稳定的资金环境。可以看到，节后银行间 7 天质押式回购利率长期维持在 2.14% 左右，波动率也较节前有了明显的收窄，明显增强了债市参与者对于资金面平稳的信心，进而节后短端利率带动长端利率呈现震荡下行走势。

图 2：春节后银行间资金利率多处于较低的位置



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2018 年 1 月 2 日至 2021 年 6 月 30 日

图 3：春节后银行间资金利率波动率多处于较低水平

资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2018 年 1 月 2 日至 2021 年 6 月 30 日
数据说明：波动率的计算周期为 5DMA

二则，一季度经济增长势能并未出现去年末市场所担心的超预期增长，央行通过预期引导的方式对国内通胀预期也有所平抑。一方面，去年四季度末实际 GDP 增速便已恢复至 6.5%，叠加去年一季度在疫情冲击下，实际 GDP 增速为今年一季度造就了一个明显的低基数，市场一度担心一季度实际 GDP 增速存在超预期（超过 20%）的可能性。但一季度的高频数据及最终的实际 GDP 增速均打消了市场的担忧。另一方面，疫情期间，全球主要经济体的超宽松货币政策带来了较高的通胀预期，但是央行通过多种途径与市场沟通，在一定程度上平抑了市场的通胀预期，至少是减弱了市场对于央行因为通胀指标高读数而收紧货币政策的担忧。

图 4：今年以来 10 年期国债与 GDP 增速走势分化

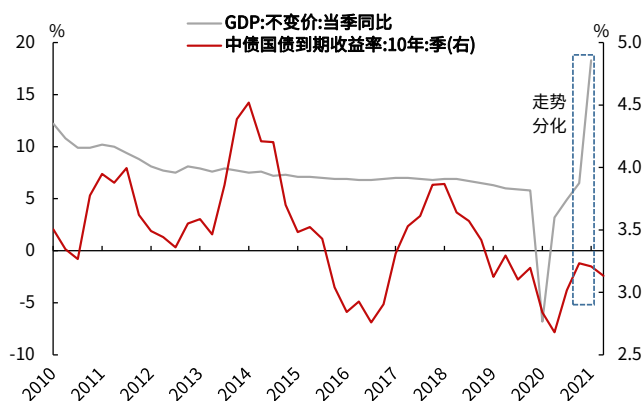
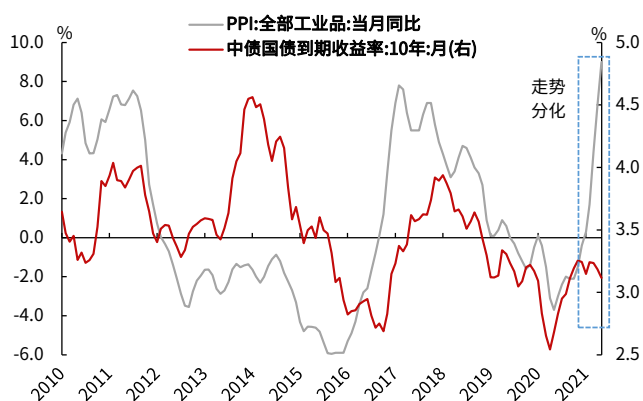
资料来源：Wind，光大证券研究所
数据区间：2010 年 Q1 至 2021 年 Q2，其中 GDP 数据截至 2021Q1

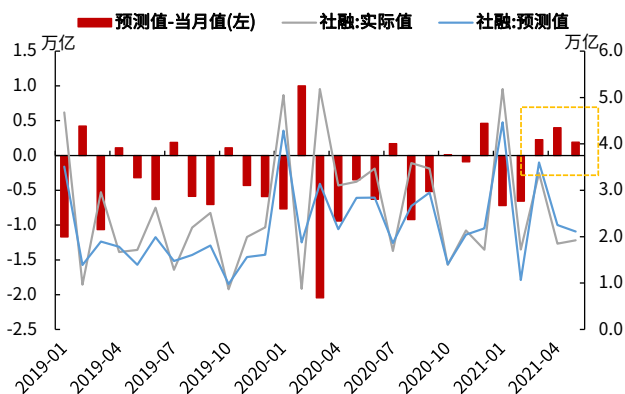
图 5：今年以来 10 年期国债与 PPI 增速走势分化



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据区间：2010 年 1 月至 2021 年 5 月

三则，社融存量同比增速的超预期陡峭下行进一步增强了债市做多的信心。从今年 3 月开始，社融存量同比增速的下行速度开始明显超出市场预期。而社融指标一直是利率较好的领先指示指标，社融增速的持续超预期下行也进一步增强了债市做多的信心。

图 6：3 月以来社融新增持续不及预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2019 年 1 月至 2021 年 5 月

图 7：社融存量同比对利率走势具有较好的领先指示意义



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2010 年 1 月至 2021 年 5 月

1.2 经济增长势能寻顶，通胀呈现回落迹象

通过对于上半年利率走势的回顾，我们看到，10 年期国债到期收益率与实际 GDP 增速与 PPI 同比的读数均呈现分化走势。这主要源于两个方面的原因，一是，实际 GDP 增速与 PPI 同比读数的走高在很大程度上是由于低基数造成的；二是，市场对于读数持续走高的预期不强。那么，对于经济增长与通胀高读数持续性的判断，将在很大程度上影响我们对于下半年利率走势的判断。

二季度经济增速预计将形成全年顶部区域，后续经济增长势能有所放缓。

出口：下半年出口增速总体将会呈现回落态势，但回落的幅度有限。一方面，前期面临的低基数将会逐渐转换为高基数；另一方面，海外疫情总体呈现好转态势，虽然偶有局部性反复，但新增确诊及疫苗接种均呈现持续改善趋势。在这种背景下，我们观察到出口增速与出口领先指标均出现见顶回落迹象。我们预计，下半年出口增速总体将会呈现回落态势，但受到海外供应链恢复速率的限制，回落的幅度有限。

消费：服务业消费供给的修复需要一个较为缓慢的过程。5 月社零同比的两年复合平均增速已经修复至 4.5% 的水平，较疫情前仍有一定的缺口有待修复。从结构上来看，商品零售部分今年以来的平均增速已经修复至 5.1% 以上，而餐饮收入部分今年以来的平均增速仅有 0.2% 左右，即社零的主要拖累依然是餐饮等服务业消费。考虑到目前国内的疫情防控已经明显放松，并不能构成服务业消费复苏的主要约束。我们认为，服务业消费复苏迟缓的主要原因来自于有效供给尚未恢复，服务业的供给方以小微企业甚至个体户为主，在疫情冲击下，部分退出市场的个体户和小微企业再进入市场的信心修复需要一个缓慢的过程。因而，服务业消费的复苏将会是一个相对缓慢的过程。

投资：房地产投资增速呈现放缓迹象，制造业投资温和修复。一则，自今年以来房地产销售增速持续下行，叠加政策层面对于房地产调控趋严，在资金来源受限的背景下预计房地产投资增速下半年将会趋弱；二则，3 月份以来制造业 PMI 趋于回落，工业企业利润增速也有所回落，叠加新增社融中对公中长期贷款也呈现出回归常态的趋势，预计制造业投资的修复斜率将趋缓；三则，基建

投资增速仍处于上行区间，但我们认为在失业率持续处于 5% 以下以及经济全局性托底压力不大的情况，基建投资增速明显上行的概率同样不高。

综合来看，我们认为，下半年出口及房地产投资增速大概率将会趋于缓和；消费及制造业投资增速虽仍处于修复区间，但修复的斜率不会太高；至于基建投资或是其中较大的变数，但在失业率较低及经济托底压力不大的背景下，预计大幅上行的概率同样不高。因而，预计经济增速在二季度已经逐步探明全年顶部区域，难以对利率上行形成趋势性压力。

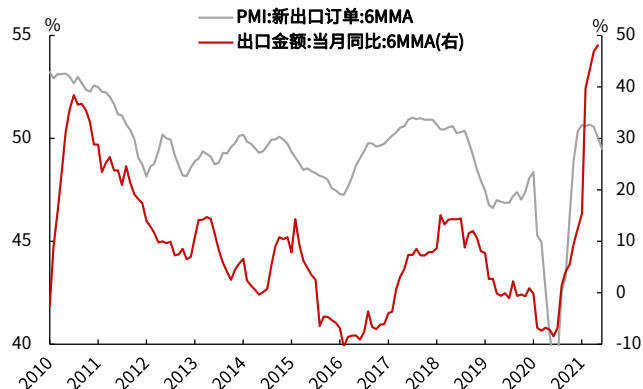
图 8：2021 年二季度主要经济指标呈现出寻顶迹象

%	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12
实际GDP当季同比			5.0			6.5			4.9			3.2			-6.8			5.8
工业增加值当月同比	6.6	6.8	6.2	6.3	9.5	7.3	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9
出口当月同比	11.1	16.8	10.3	23.0	10.0	18.1	20.5	10.9	9.4	9.1	6.8	0.2	-3.5	3.0	-6.9	-40.6	-2.9	8.1
社零当月同比	4.5	4.3	6.3	3.1		4.6	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0
房地产当月同比	9.0	10.3	7.7			9.3	10.9	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1			7.4
制造业当月同比	3.7	3.4	-0.3			8.8	1.6	3.4	1.9	-1.7	4.8	3.8	3.2	-1.3	3.7			9.5
基建当月同比	3.4	3.8	5.8			1.9	5.2	2.0	4.9	5.0	2.7	3.9	1.6	3.0	3.3			8.3

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：2021 年数据均采用 2020-2021 两年复合平均增速

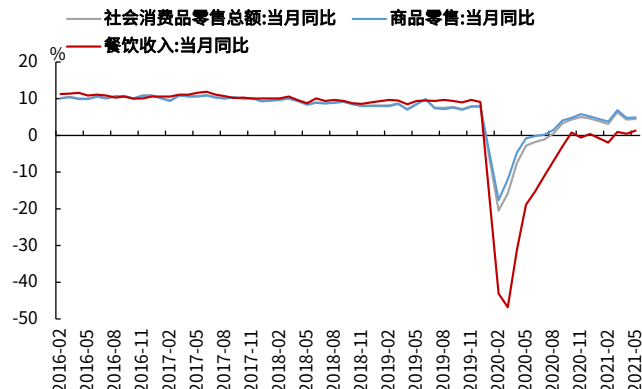
图 9：出口增速呈现见顶回落迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2010 年 1 月至 2021 年 5 月

图 10：社零的主要拖累来自于餐饮服务业

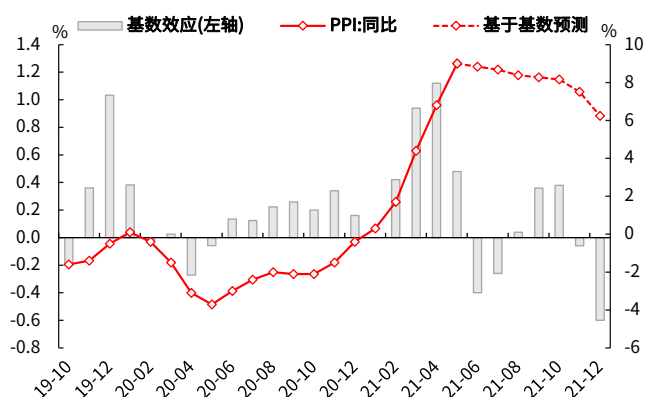


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2016 年 2 月至 2021 年 5 月

通胀压力明显减弱，预计下半年 PPI 将会进入下行通道。一方面，以南华工业品指数、螺纹指数及布伦特原油期货结算价为主要代表的大宗商品价格，其月度环比涨幅均已呈现明显回落；另一方面，6 月 PMI 主要原材料购进价格指数等 PPI 环比领先指标也呈现出明显的见顶回落迹象。综合考虑这两方面因素，叠加下半年 PPI 基数效应将会逐步淡化，我们预计下半年 PPI 将会逐渐趋于回落，通胀及通胀预期的压力将会进一步缓解。

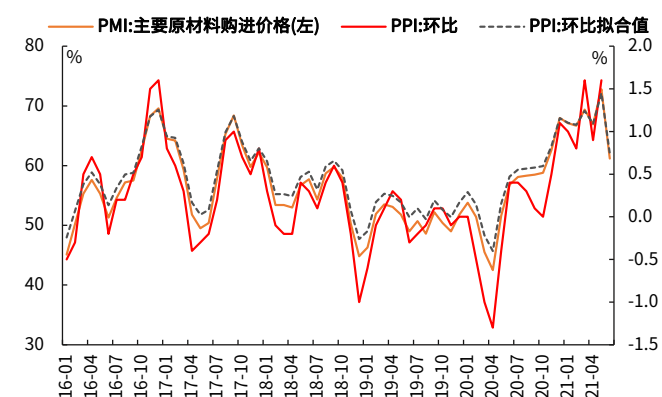
图 11: PPI 同比增速将会逐渐走低



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2021 年 6 月及以后为预测数据

图 12: PMI 主要原材料购进价格指数开始回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

1.3 利率上行压力减弱，下行空间有赖于货币政策

基本面对利率形成的利好有限，利率走势或仍取决于货币政策的松紧程度。通过对经济增长及通胀的分析，可以看到，决定利率中长期走势的经济增速及通胀预期，均难以对利率趋势上行形成明显压力，反而更有可能促成利率的进一步下行，但是利好的空间是有限的。在这种背景下，利率走势的主要矛盾或仍取决于货币政策的松紧程度。

货币政策大概率保持稳定，利率以区间震荡为主。一方面，目前全球货币政策的主基调是疫后经济修复下的紧缩周期，叠加国内经济及就业的托底压力不大，货币政策边际宽松的必要性不高。另一方面，国内经济修复仍然存在一些结构性问题，经济总量的增长势头也已呈现出放缓迹象，在通胀预计将会走弱的背景下，收紧货币政策的可能性同样不高。综合考虑，预计下半年 10 年期国债收益率将以 3.1% 为中枢呈现区间震荡。

二、海外观察

2.1 海外疫情：全球疫情略有升温，疫苗接种推进

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_20507

