



# 张瑜：中美利率会共振 反弹吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

## 前言

二季度末以来，中美利率共振快速走低，美债利率从 1.4% 左右快速下行到 1.2% 左右，中债利率从 3.1% 左右快速下行到 2.9% 左右，但这种“共振”来自多种因素的交织和“偶然”的同步，一方面是国内七月降准以来持续发酵的宽松预期，一方面是美国流动性基于 TGA 账户投放和债务上限临近约束下的超级泛滥。

但近期我们关注到中美双侧利率似乎都有一些因素正在发生变化，警惕三季度出现一波中美利率的共振反弹（主要是交易层面因素造成）。我们提示关注国内债市隔夜回购为代表的杠杆行为的回升带来的“去杠杆”风险，对于国内而言，无论降准的目的是什么，这个钱都不是给金融市场空转的，央行对此容忍度极低；我们提示关注美国债务上限如解决叠加 TGA 账户重回回升下的流动性拐点，对于美国而言，无论宽松退出节奏有怎样的声音，通胀持续超预期下，一旦美国地产投资有所反弹，美国利率反弹都不得不防。

当下时点，内部等待政治局会议政策基调的进一步明确，外部等待美国 FOMC 会议的增量信息，同时需要关注疫情溯源带来的相关国际舆论争议。

## 主要观点

中国：债市情绪火热，利率存上行风险

1、隔夜杠杆率抬升。6月底以来，国内债市杠杆连续抬升，基本保持在88%附近，一度接近90%，债市情绪激进。回顾看，自2020年开始，债市杠杆每次攀高后均伴随着货币政策的收紧以及资金利率的快速上行。

2、利率水平偏离基本面定价。就利率四驱车模型的两大主轮来看，工业经济名义增速下半年可能回落但幅度有限，尤其是PPI同比三季度大概率仍将维持高位，不排除7月份PPI同比再回升至9%以上附近的可能性。而10年期国债收益率已经持续偏离工业经济名义增速。社融同比-M2同比剪刀差高位震荡，从提前2个季度的领先性来看，亦尚未进入下行通道。

3、市场利率与政策利率利差已至低位。再者，我们发现市场利率与政策利率的利差，已经打到历史低区间（排除疫情特殊时期），意味着市场押注货币政策继续宽松，甚至预期央行降低政策利率。后续可能有两种情景，一是市场对了，货币政策因经济下行压力持续宽松乃至调降政策利率，DR007或MLF利率下行，利差回升；二是市场错了，货币政策维持稳健，甚至主动放大资金面波动，抬升DR007利率，实现拆杠杆，带来10年期国债利率反弹。

不过，无论是就市场资金面杠杆率攀升，还是经济基本面经济修复通胀居高，我们都认为情景二的可能性更高。结合7月15日央行维持MLF利率不变的表态，我们认为央行当前的货币政策基调仍是坚持稳字当头，8月资金面甚至可能面临边际变化，导致国债利率反弹。最直接的核心指标

看杠杆率，无论降准给钱的目的是什么，都不是给空转用的，央行容忍度不高。

美国：美债收益率或见底，下半年反弹概率高

1、经济增长：投资+服务消费有望继续支撑美国经济。一方面，4月以来新屋开工偏弱主要受到暂时性因素影响。下半年考虑到供给端短缺有望缓解、已销售但未开工住宅数保持稳定，且建筑商对地产市场乐观程度仍高，地产投资或呈V型走势，对经济增长形成支撑。另一方面，目前美国几乎所有州均已结束封锁，截至5月美国服务消费支出额较疫情前修复94%，但仍未回到历史增长趋势，下半年随着经济重启的进一步推进服务消费或持续恢复。根据最新彭博一致预期可见，美国实际GDP环比折年率预期Q2见顶，Q3-Q4预期仍将扩张，环比折年率维持在5%以上，高于正常年份增速。

2、通胀：下半年通胀或仍高企。下半年铜价虽见顶但不至快速下跌。一则金融角度，中欧广义货币下半年同比大概率回落，铜价有下行压力。二则经济角度，中美工业生产同比下半年偏平，铜价趋于震荡。汽车等分项推动下，下半年通胀或持续高企。根据对汽车价格的情景假设，下半年美国CPI同比或维持在4.6%-5.3%。同时下半年若劳动力供给不足持续发酵，时薪价格走高或推动美国通胀超预期上行。

3、流动性：最宽松的时点或已过。Q3美债发行量或扩张，TGA余额或逐步回升。根据美国财政部目前的融资计划，Q3财政部现金余额规模将

回升（相当于回收金融市场流动性），且国债发行规模也将扩张，二季度由财政现金余额释放带来的流动性泛滥或将终止。逆回购操作规模渐回落，流动性泛滥峰值或已过。随着 6 月 FOMC 会议提升隔夜逆回购利率，逆回购工具使用量有所回落，由于逆回购为金融机构的主动行为，该工具使用量的回落也反映了 Q2 以来的流动性泛滥峰值或已过去。

风险提示：美联储 Taper 时点不及预期

## 报告目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、中国：债市情绪火热，利率存上行风险 .....       | 5  |
| （一）隔夜杠杆率抬升 .....                | 5  |
| （二）利率水平偏离基本面定价 .....            | 6  |
| （三）市场利率与政策利率利差已至低位 .....        | 7  |
| 二、美国：美债收益率或见底，下半年反弹概率高 .....    | 8  |
| （一）经济增长：投资+服务消费有望继续支撑美国经济 ..... | 8  |
| 1、私人投资出现抬头迹象 .....              | 8  |
| 2、服务消费持续修复 .....                | 9  |
| 3、下半年实际经济增速仍在扩张 .....           | 10 |
| （二）通胀：下半年通胀或仍高企 .....           | 10 |
| 1、铜价虽见顶但不至快速下跌 .....            | 10 |
| 2、汽车等分项推动下，下半年通胀或持续高企 .....     | 11 |
| （三）流动性：最宽松的时点或已过 .....          | 12 |

## 报告正文

—

中国：债市情绪火热，利率存上行风险

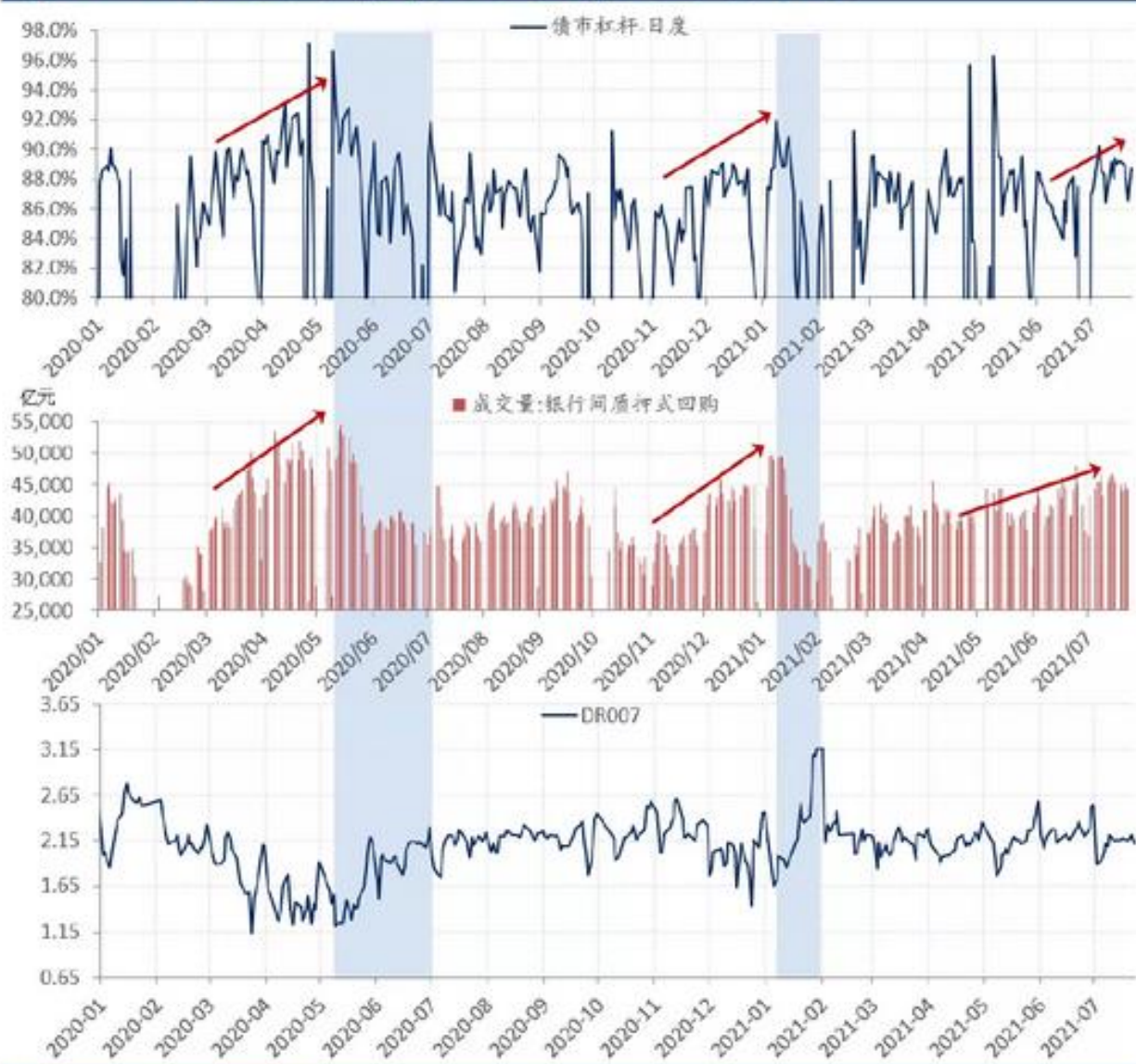
近期 10 年期国债利率一度突破 2.9%，为 2017 年以来的次低位，再度向疫情时 2020 年 2-3 月的最低利率区间靠近。在经济的增长、通胀水平明显优于疫情期间的情况下，利率还能进一步下行吗？我们认为答案是否定的。

### （一）隔夜杠杆率抬升

6 月底以来，国内债市杠杆（银行间质押回购中隔夜交易占比）连续抬升，基本保持在 88%附近，一度接近 90%，债市情绪激进。

回顾看，自 2020 年开始，债市杠杆每次攀高后均伴随着货币政策的收紧以及资金利率的快速上行。2020 年二季度，由于疫情后持续的资金宽松，4 月中-5 月中，债市杠杆持续高达 92%，货币政策随之迅速转变，政策组合拳从“宽货币+给量降价+松监管”转为“货币收长放短+强监管”，DR007 半个月內迅速回归至 2.2%附近，抬升约 90bp。2020 年底，为应对永煤违约时间央行开启宽松小窗口，债市杠杆再度攀升至 90%以上，货币政策随之迅速转冷，不仅没有如市场预期的普惠降准，反而在短期内持续回笼资金，DR007 在不到 1 个月时间内迅速上行至 3.2%，抬升约 150bp。

图表 1 2020 年以来杠杆率攀高后往往跟随资金利率的快速上行



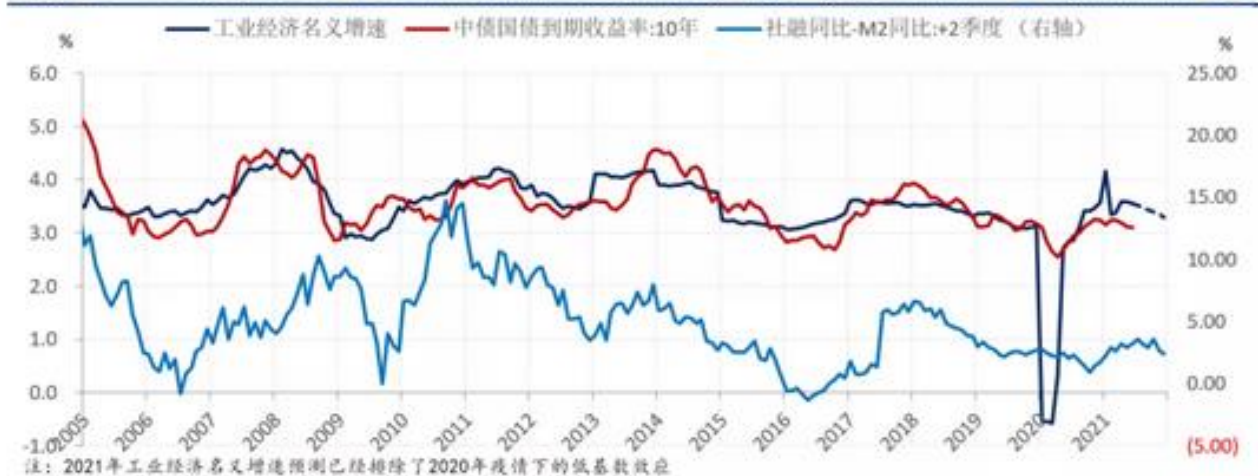
资料来源: wind, 华创证券

## (二) 利率水平偏离基本面定价

与此同时, 10 年期国债利率当前的水平也已经偏离基本面定价。就利率四驱车模型的两大主轮来看, 工业经济名义增速下半年可能回落但幅度有限, 尤其是 PPI 同比三季度大概率仍将维持高位, 不排除 7 月份 PPI 同比再回升至 9% 以上附近的可能性。而 10 年期国债收益率已经持续偏离工

业经济名义增速。社融同比-M2 同比剪刀差高位震荡，从提前 2 个季度的领先性来看，亦尚未进入下行通道。

图表 2 工业经济名义增速与社融同比-M2 同比剪刀差均未指示利率进入明确下行通道



资料来源：wind，华创证券

### (三) 市场利率与政策利率利差已至低位

再者，我们发现市场利率与政策利率的利差，已经打到历史低区间（排除疫情特殊时期）。10 年期国债收益率与 MLF 利率利差出现倒挂，国有行同业存单 1 年期发行利率与 MLF 利率倒挂约 20bp，股份行同业存单 1 年期发行利率与 MLF 利率倒挂甚至接近 50bp。

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\\_32666](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32666)

