



高瑞东：如何看待下半年利率走势？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

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。

一、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%，俨然将要开启一轮新的熊市周期。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

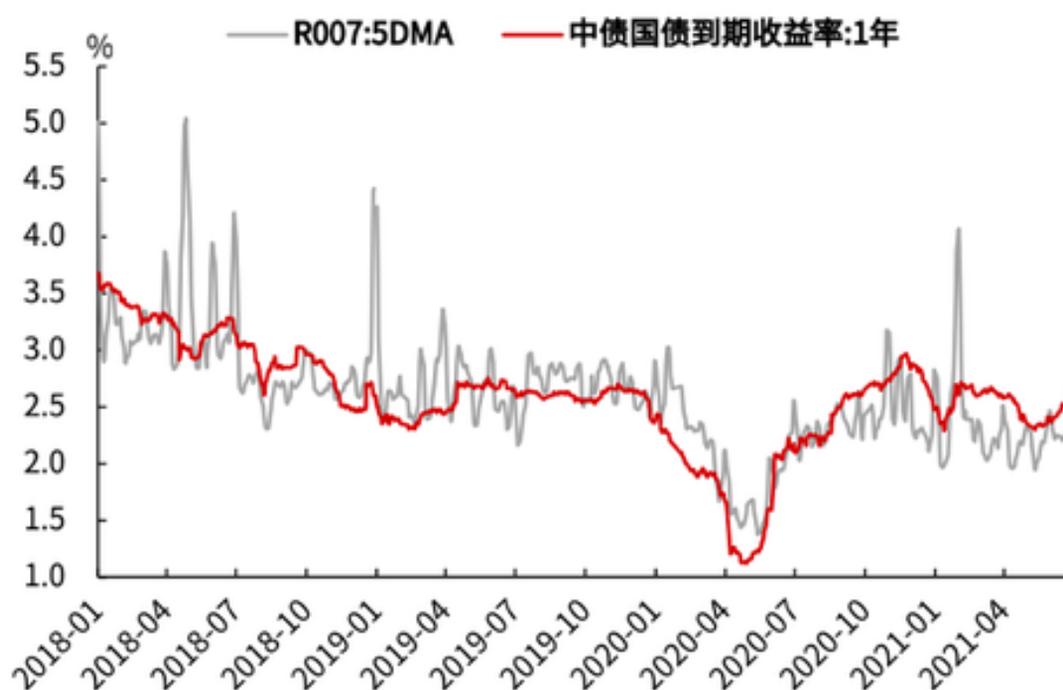


2021 年上半年 10 年期国债到期收益率的下行主要源于以下三个方面：资金面的超预期平稳、经济增长势能符合预期以及社融增速的陡峭下行。

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

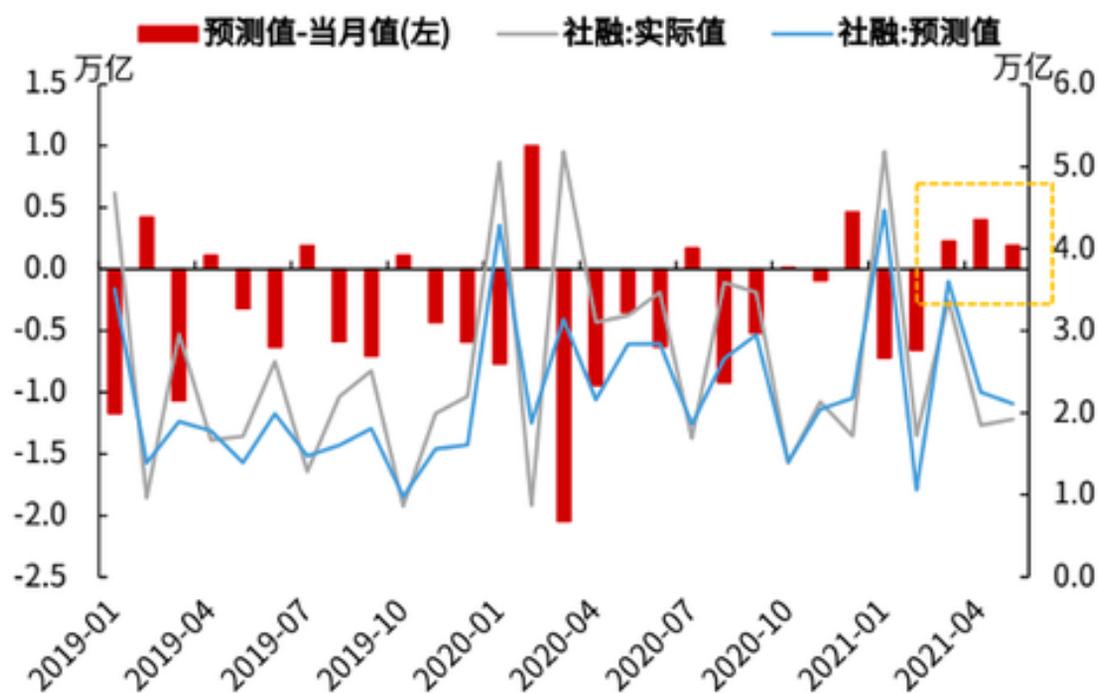


资料来源：Wind，光大证券研究所

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

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_33600

