2021 年 03 月 21 日

利率债左侧买点已现

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

近期，美债利率持续超预期上行，引起国内投资者对国内债市的担忧。我们认为大可不必如此，中国债市“风景独好”，继续提示国内利率债的左侧买点已现。

● **中美债市走势，取决于各自基本面，并不必然相关；在经济分化时，常会背离**

中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。回溯历史，2008 年之前，中美 10 年国债收益率变化差异较大，2008 年之后两者走势有所趋同、但也经常出现背离，较为典型的时期例如 2010 年上半年和 2018 年上半年，美债收益率大幅上行、中债收益率震荡下行。**中美债市走势，归根结底取决于各自基本面；经济表现分化时，收益率变化明显背离。**不论中债还是美债，主要受基本面和货币流动性影响，而货币政策决策内生于经济基本面和通胀。2008 年之前，中美债市走势差异较大，与两国经济表现不同有关；随着中美经济趋同，2008 年之后中美收益率变化较为类似，但 2010 年上半年、2018 年上半年中国经济回落、美国回升，导致中美债市明显背离。

● **中美经济“K”型分化下，以美债走势看空中国债市，缺乏基本面逻辑的支撑**

疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。疫情冲击下，中美经济出现了明显错位，中国率先于其他经济体明显修复。国内政策在“不急转弯”的背景下，2020 年下半年即开始有序退出、滞后影响已有所显现，而美国刺激政策仍在落地，中美经济走势分化已经开始，市场演绎出现分化也是自然。**政策主线重回调结构、防风险下，类似“紧信用”、“宽货币”的政策环境，总量偏弱、结构优化的经济环境，对国内利率债的利好支撑会逐步显现。**“低”效率杠杆行为指向的经济活动，在政策“退潮”过程中，已经开始逐步降温；疫情期间，托底政策带动下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落，内需高点或已现。伴随着海外产需缺口的快速收敛，中国出口“替代效应”也在逐步衰减。

● **重申观点：从“固收+”到“+固收”，国内利率债的左侧买点已现**

CPI 通胀率阶段性抬升、地方债供给等，不会成为影响货币流动性的核心因素。中美经济“K”型分化下，输入型通胀带来 PPI 的快速上行，更多表现为中上游对中下游的利润挤压，对 CPI 影响总体可控。伴随政策回归调结构、防风险，资产泡沫、债务风险成为关注焦点。经验显示，解决资产泡沫等结构性问题，不宜采用总量政策的收紧；化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。**重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强、左侧买点或已出现，权益类资产估值压缩风险或尚未解除。**2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值偏高的板块。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济点评-理性看待年初经济数据》-2021.3.15

《宏观经济专题-地方债放量，对流动性环境的影响》-2021.3.14

《宏观经济专题-美元看空“陷阱”再论》-2021.3.14

目 录

1、 以美债走势看空中债，缺乏基本面逻辑支撑 3
2、 研究结论：国内利率债的左侧买点已现 8
3、 风险提示 8

图表目录

图 1： 2020 年 2 月底以来，10 年期美债收益率加速上行、突破 1.7% 3
图 2： 2010 年上半年和 2018 年，中美债市表现出明显的背离 3
图 3： 美国经济回升阶段，美债期限利差大幅走阔 4
图 4： 债市背离的阶段，中美经济走势也明显背离 4
图 5： 疫情“错位”下，中美经济“K”型分化 4
图 6： 中国货币流动性环境已回归常态 4
图 7： 工业增加值同比显著高于 2015 年以来的正常水平 5
图 8： 2020 年年中以来，基建投资增速趋势性回落 5
图 9： 2020 年底以来，房地产投资增速见顶回落 5
图 10： 商品零售和餐饮收入增长放缓 5
图 11： 2020 年底以来，海外复工加快 6
图 12： 中国在美国进口中所占份额逐步下滑 6
图 13： “紧信用”环境，多对应“宽货币” 6
图 14： 信用债发行期限呈现出缩短的倾向 6
图 15： 2021 年 3 月和 4 月信用债到期规模较大 7
图 16： 地方债大规模发行时，央行一般会加大货币支持 7
图 17： 油价上涨带动 PPI 上行 7
图 18： 终端需求偏弱下，PPI 生活资料和 CPI 较为低迷 7
图 19： 经济回落阶段，PPI 上行并不改变长端利率趋势 8
图 20： 信用收缩阶段，权益类资产估值多承压 8

1、 以美债走势看空中债，缺乏基本面逻辑支撑

近期，美债利率持续超预期上行，引起国内投资者对国内债市的担忧。年初以来，美债震荡走弱，10 年期美债收益率接连突破 1%、1.5%和 1.7%等点位，其中近 1 个月上行幅度达 40BP；伴随美国经济活动加快修复、通胀预期的快抬升等，美债收益率或仍将进一步上行。美债的上行会否带动中债调整，是近期我们与机构交流过程中，经常被问到的问题，也是本文分析的重点。

图1：2020 年 2 月底以来，10 年期美债收益率加速上行、突破 1.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。回溯历史，2008 年之前，中美 10 年国债收益率变化差异较大，2008 年之后两者走势有所趋同、但也经常出现背离，较为典型的事情例如 2010 年上半年和 2018 年上半年。其中，2010 年上半年，美债震荡上行、一度触及阶段性高点 4.1%，而中债收益率进入下行通道、半年下行超 40BP；类似地，2018 年也呈现出美债上行、中债下行的震荡格局。

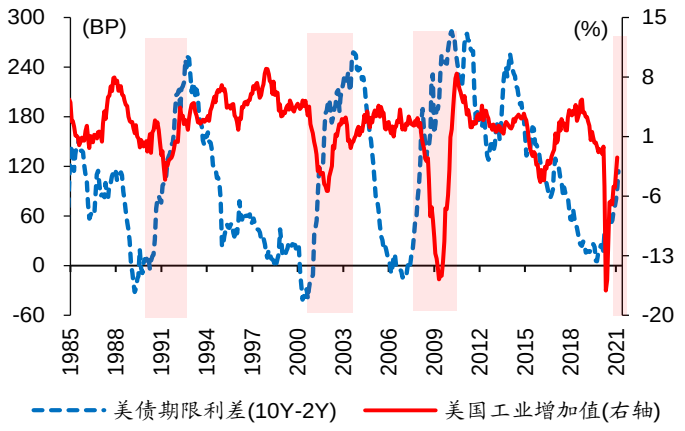
图2：2010 年上半年和 2018 年，中美债市表现出明显的背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

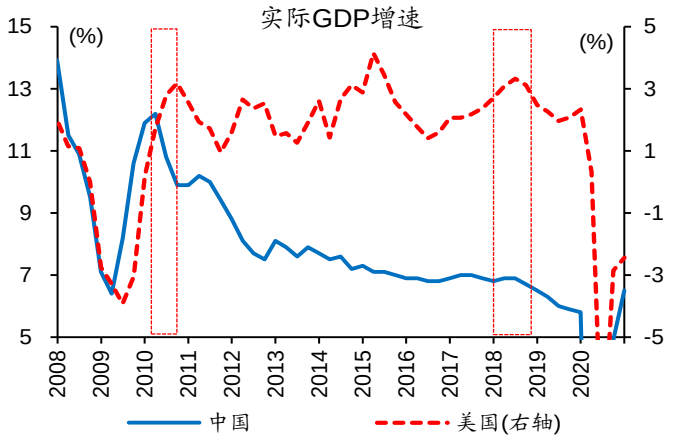
中、美债市走势核心取决于各自基本面，经济表现分化时、债市收益率也明显背离。无论是中债还是美债，主要受基本面和货币流动性的影响，而货币政策内生于经济基本面和通胀。2008 年前，中美债市走势差异较大，与两国经济表现不同有关。随着中美经济趋同，2008 年后的中美债市收益率走势相对一致，但 2010 年上半年和 2018 年上半年中国经济回落、美国上升的阶段，中美债市明显背离。

图3：美国经济回升阶段，美债期限利差大幅走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

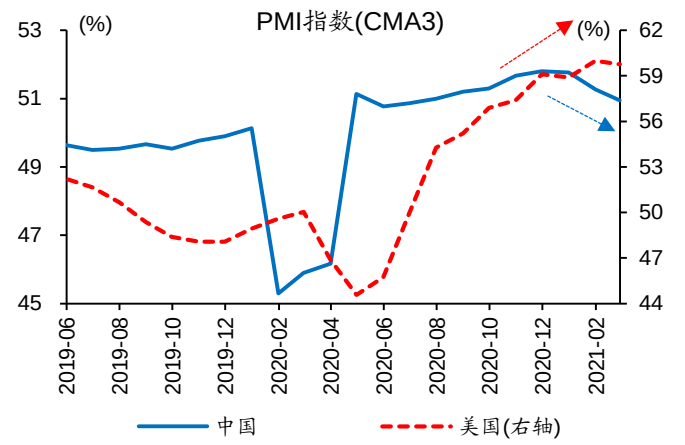
图4：债市背离的阶段，中美经济走势也明显背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

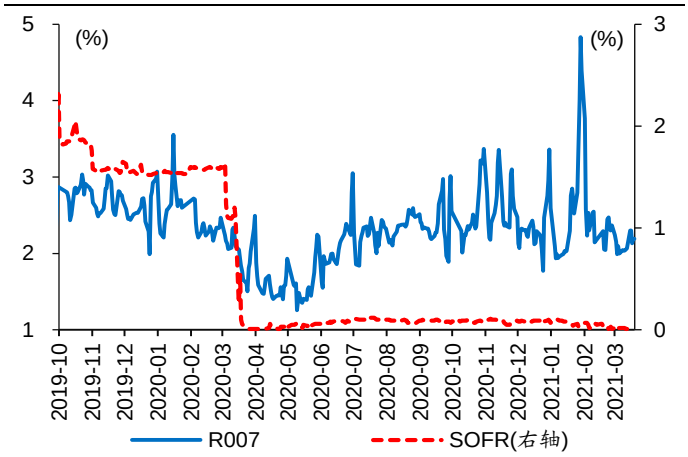
疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。疫情冲击下，中美经济出现了明显错位，中国率先于其他经济体明显修复。国内政策在“不急转弯”的背景下，2020 年下半年即开始有序退出、滞后影响已有所显现，而美国刺激政策仍在落地，中美经济走势分化已经开始，市场演绎出现分化也是自然。

图5：疫情“错位”下，中美经济“K”型分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中国货币流动性环境已回归常态



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“退潮”下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落，内需高点或已现。以工业增加值计的生产指标，1-2 月两年平均增速达 8.1%、显著高于 2015 年以来正常水平，PMI 生产指标已连续 3 个月大幅下滑。“低”效率杠杆行为指向的经济活动，在政策“退潮”过程中，已经开始逐步降温；疫情期间，托底政策带动下，部

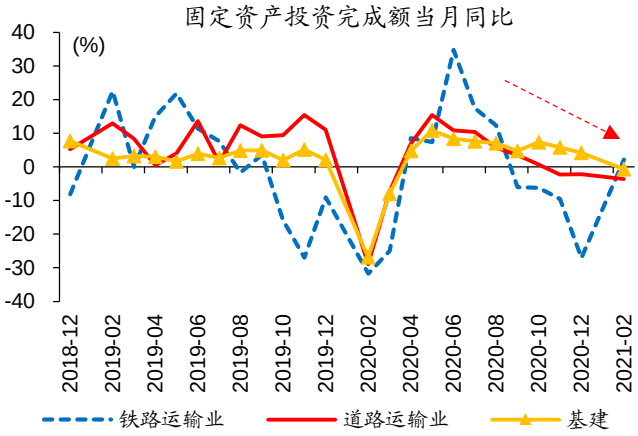
分较早修复的指标，如基建和房地产投资等已依次见顶回落，对部分制造业相关行业投资的滞后影响也在显现；而消费增长，仍受到居民收入端和线下活动等拖累。

图7：工业增加值同比显著高于2015年以来的正常水平



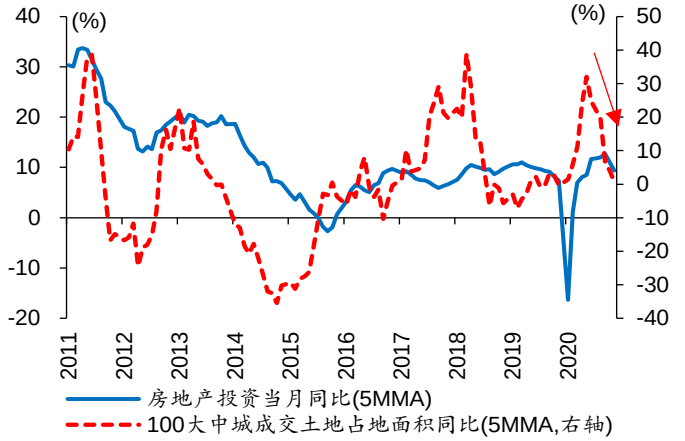
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020年年中以来，基建投资增速趋势性回落



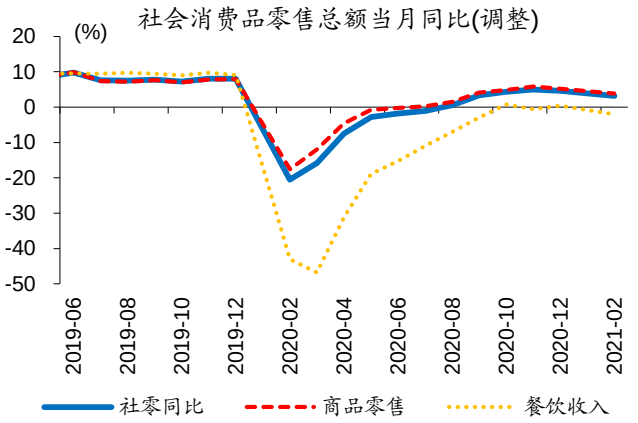
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020年底以来，房地产投资增速见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

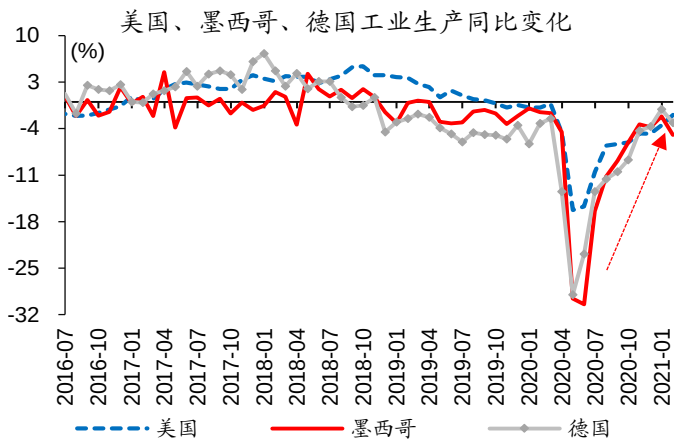
图10：商品零售和餐饮收入增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

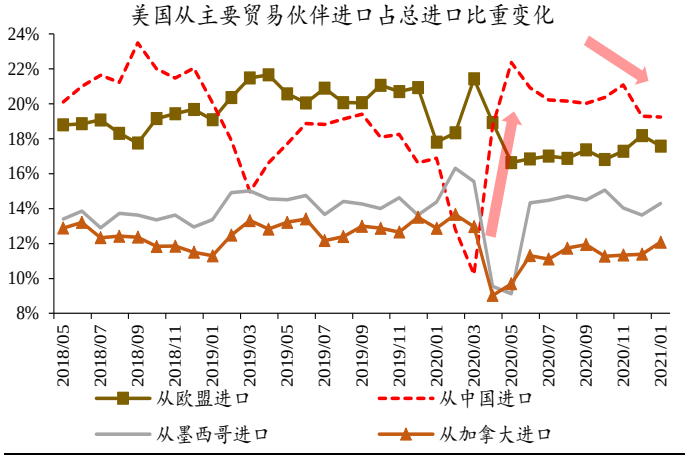
伴随海外产需缺口的快速收敛，中国出口“替代效应”在逐步衰减。疫情“错位”下，出口表现突出，与海外生产受限、政策“保”需求下，部分外需转向中国有关。随着疫情从“错位”到“收敛”，海外生产活动加快修复，德国、墨西哥等主要生产型经济体的产能均快速修复，海外产需缺口或加快收敛。随之而来的是中国出口“替代效应”的逐步衰减，美国进口商品中中国占比份额已开始明显回落。

图11：2020 年底以来，海外复工加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

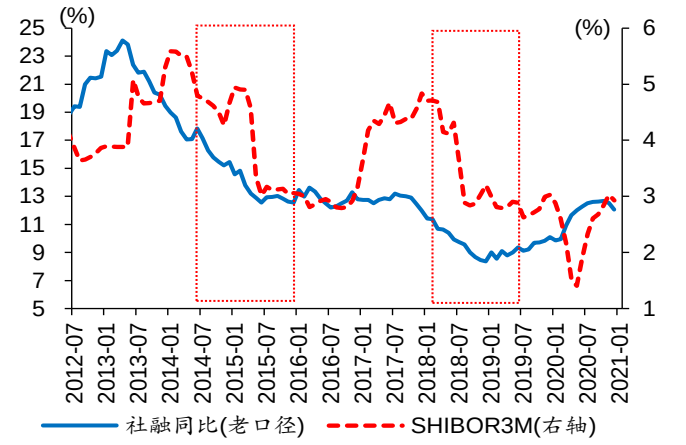
图12：中国在美国进口中所占份额逐步下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

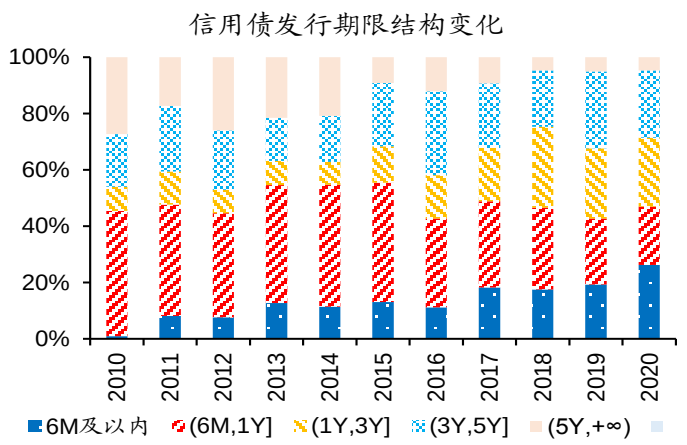
政策主线重回调结构、防风险下，“紧信用”、“宽货币”成为主要政策环境搭配。伴随经济逐步回归常态，国内政策重心重回“调结构”、“防风险”，信用环境已进入收缩通道、即将加速收缩。经验显示，解决资产泡沫等结构性问题，不宜采用总量政策的收紧；化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。此外，贷款展期、地方债供给、及信用债集中到期等，仍需要政策适时适度呵护（详细分析参见《地方债放量，对流动性环境的影响》）。

图13：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



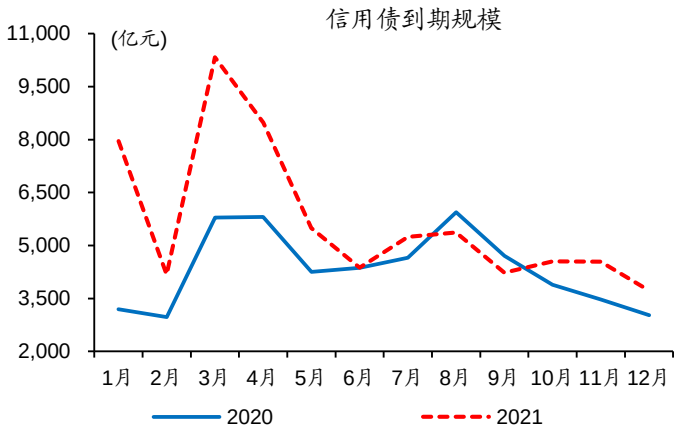
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：信用债发行期限呈现出缩短的倾向



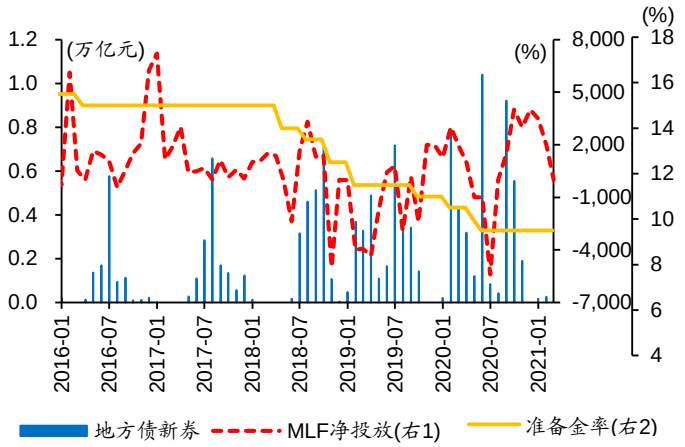
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2021 年 3 月和 4 月信用债到期规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

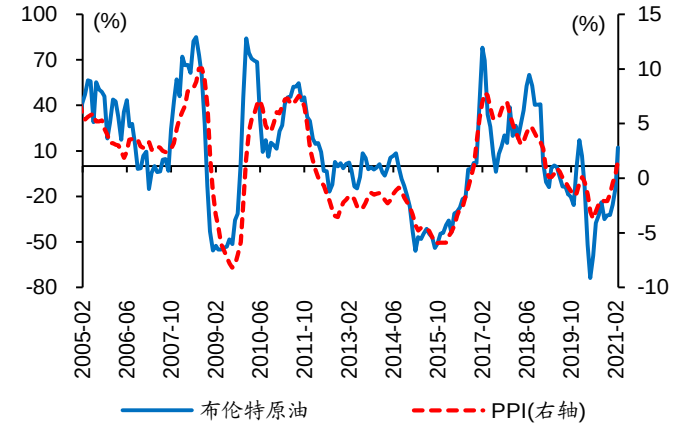
图16：地方债大规模发行时，央行一般会加大货币支持



数据来源：Wind、开源证券研究所

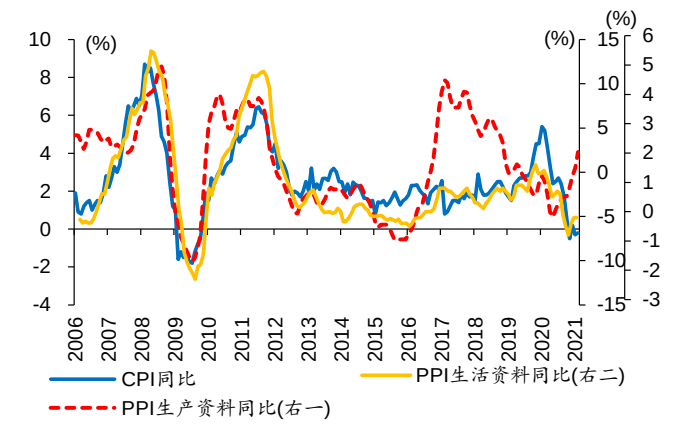
中美经济“K 型”分化下，输入型通胀压力总体可控，不会成为影响货币流动性的核心因素。海外需求加快修复下，全球大宗商品涨价，带动 PPI 快速上行；但国内需求已出现走弱下，PPI 上行更多是结构性的，不会引发全面通胀。同时，输入型通胀对 PPI 的直接影响远大于 CPI，在终端需求偏弱下，PPI 上涨更多表现为中上游对中下游的利润挤压，涨价压力传导对 CPI 的影响或相对有限。

图17：油价上涨带动 PPI 上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

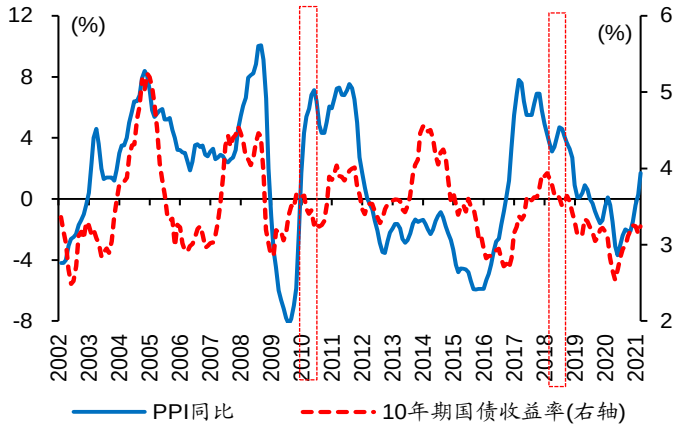
图18：终端需求偏弱下，PPI 生活资料和 CPI 较为低迷



数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

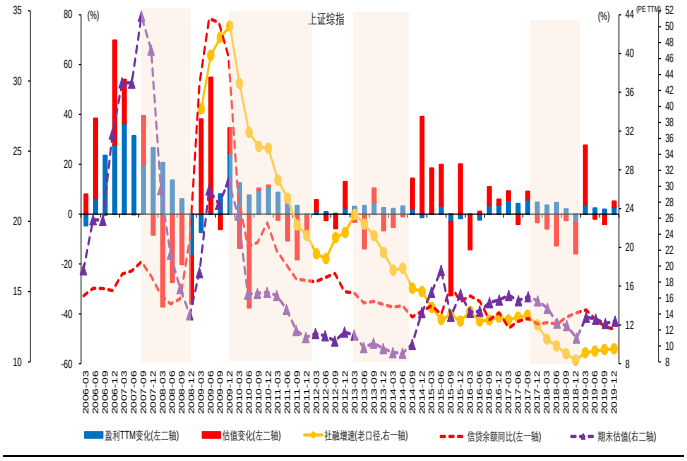
重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性较强、左侧买点或已出现，权益类资产估值压缩风险或尚未解除。2021 年，经济在加快正常化，政策态度与市场定价，也将加快正常化。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，利率债利多因素正在加速显现，长端收益率或将重回下行通道；对于权益类资产，风险更多不在分子端，而是经济正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值偏高的板块。

图19：经济回落阶段，PPI 上行并不改变长端利率趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：信用收缩阶段，权益类资产估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：国内利率债的左侧买点已现

（1）中美债券市场走势，并不必然相关、经常出现背离，美债大幅上行、中债明显下行的情形曾多次出现。中美债市走势，归根结底取决于各自基本面；经济表现分化时，收益率变化明显背离。

（2）疫情“错位”下，中美经济已出现“K”型分化，以美债走势来看空中债，缺乏基本面逻辑的支撑，美债上行对中债的影响更多是短期情绪干扰。

（3）政策主线重回调结构、防风险下，类似“紧信用”、“宽货币”的政策环境，总量偏弱、结构优化的经济环境，对国内利率债的利好支撑会逐步显现。CPI 通胀率阶段性抬升、地方债供给放量等，不会成为影响货币流动性的核心因素。

3、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn