

货币环境稳定 债市区间震荡

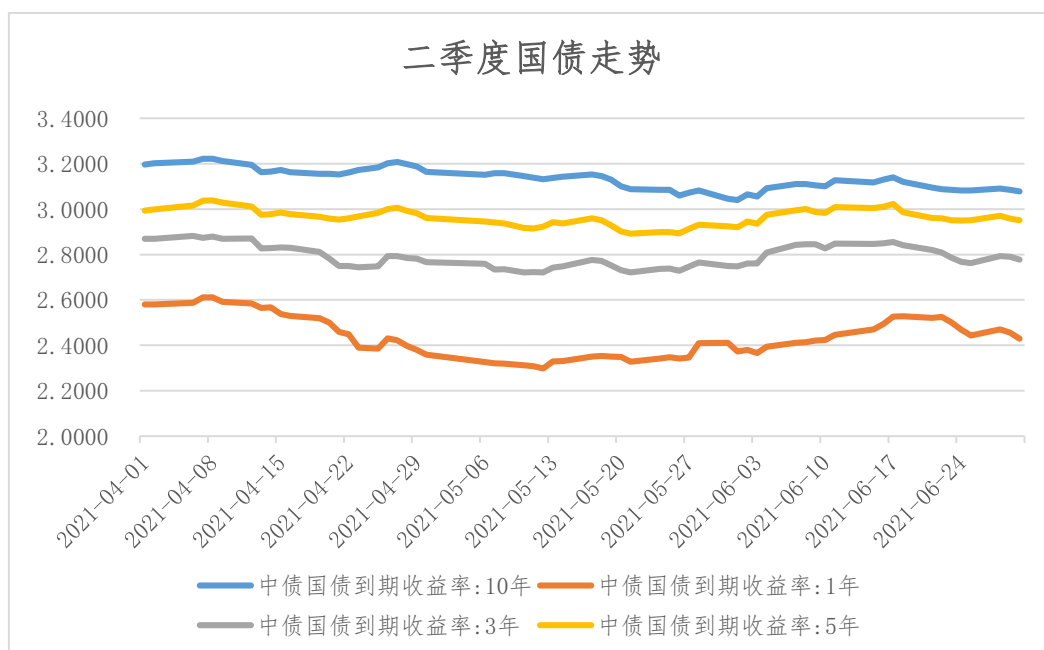
文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2021 年二季度债券市场回顾

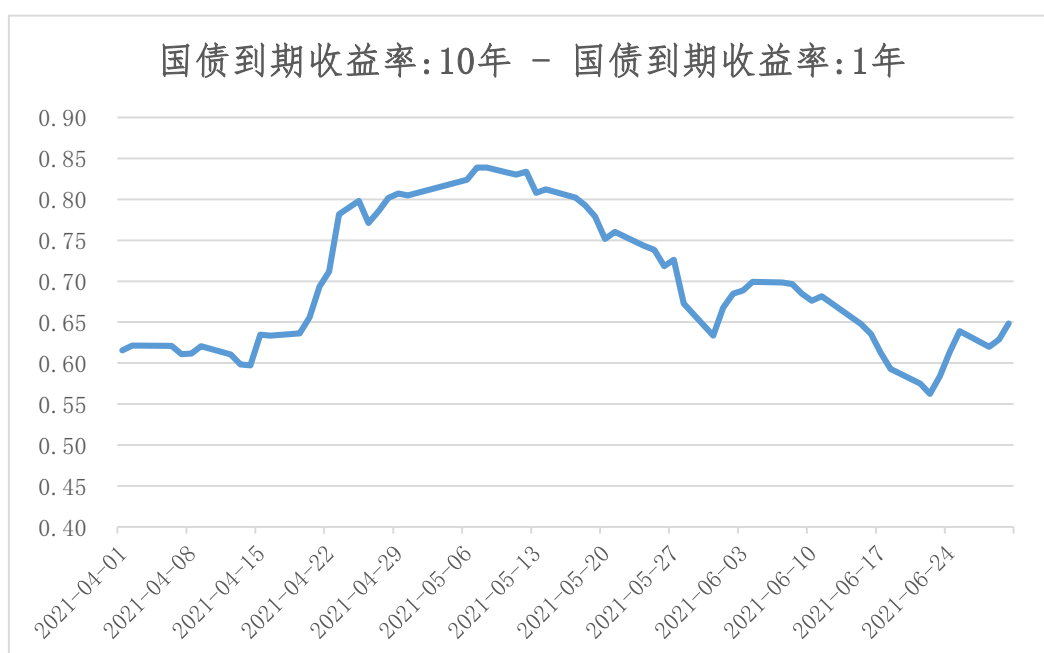
进入 2021 年二季度后，中国经济继续维持着缓慢的增长幅度。但是由于收入群体，尤其是中低收入群体并未完全修复，消费修复始终低于预期。同时外需和地产又保持着强劲的韧性。在以上两方面的因素的作用下，经济未出现过热，也未出现明显回落，始终处于不温不火的复苏进程中。因此在整个二季度中，债券对于宏观数据极为钝化，无论是社融、PMI 或 CPI 等均未为债券市场指明方向。10 年国开从季度初的 3.57% 缓慢下行至 3.52%，累计下行 5bp。期间主要围绕资金面与市场情绪波动。

资金面方面，整体来说二季度的资金面较预期更为宽松，中间略有起伏变化。季度初资金利率明显低于 OMO 政策利率下沿，资金面的宽松延续，直至季度末才略收紧，最后一天加权利率明显高于政策利率上檐。二季度资金面整体处于一个以 2.2% 为中枢的箱体区间震荡。同时央行也明确告知市场，货币政策的核心为价格而非量，因此不要怀疑央行对于保持资金面合理充裕的决心与能力。

利率债方面，二季度利率债可以分为上下两个半场。4 至 5 月，尽管经济数据密集出炉，海外经济尤其美国经济强劲复苏，同时商品也屡创新高，但债市却不为所动。在略显宽松的资金面下，利率债在窄幅震荡中缓慢下行约 10bp。进入 6 月后，随着过度宽松的资金面开始修复，同时 10 年国债触及 3% 附近的心理关口，在没有重大利多进一步刺激的情况下，10 年国开小幅反弹 5bp，收于 3.52%。可以说整个二季度利率债围绕着资金面与市场情绪波动。



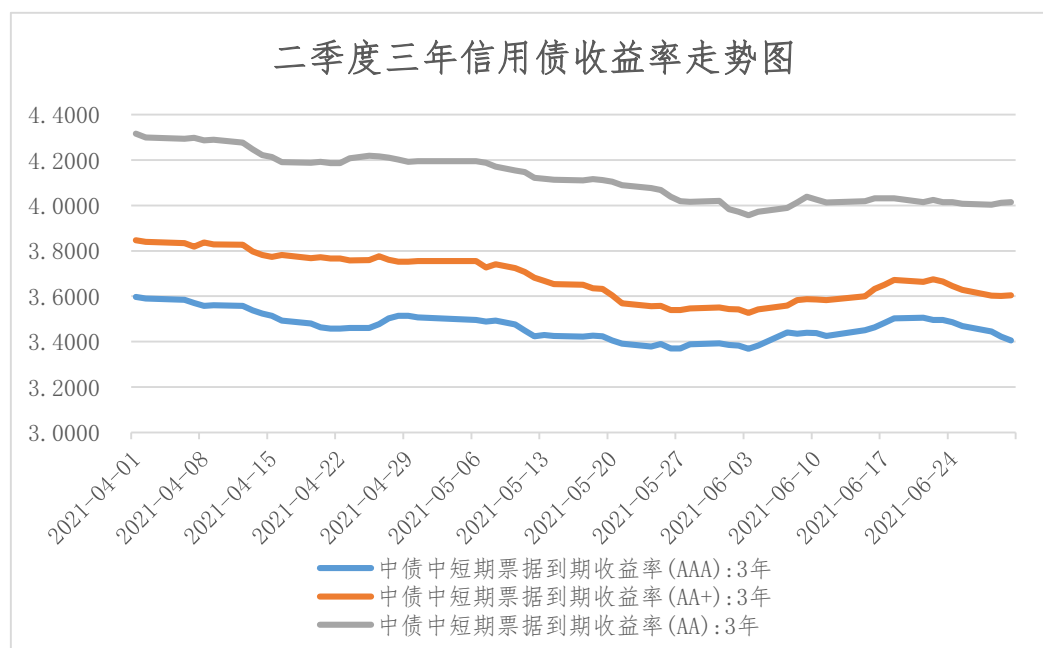
数据来源：WIND，东方红资产管理



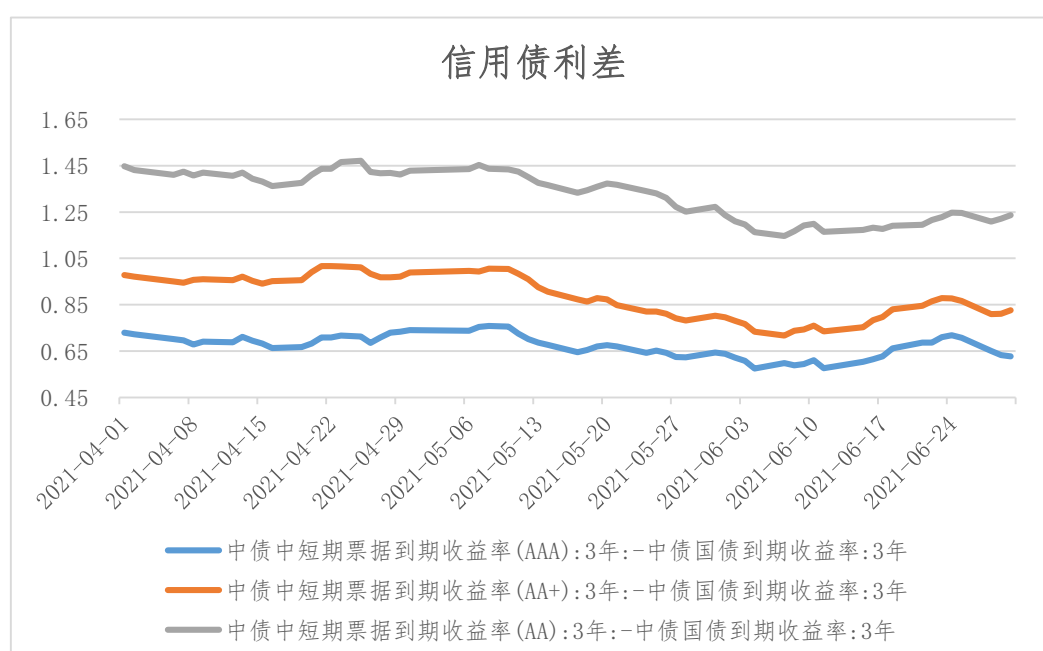
数据来源：WIND，东方红资产管理

信用债方面，二季度以来信用债波动幅度略大于利率债。3年AAA从季度初的3.6%最低下行至3.37%，最后收于3.4%，累计下行20bp，AA+下行24bp，AA下行30bp，逐渐呈现牛平的趋势。由于市场缺乏方向，票息策略成为主流趋势，期限利差与信用利差均有所压缩。同时前期受到永煤及冀中影响的河南与河北地

区的债券开始逐步恢复流动性。只有地产债由于三道红线及相关政策的影响，收益率依然居高不下。



数据来源：WIND，东方红资产管理



数据来源：WIND，东方红资产管理

二、2021 年三季度投资展望

1. 经济总体平稳修复，复苏斜率或放缓

2021 年 Q2 各项经济指标整体表现良好：工业生产及出口延续强劲增长，地产投资韧性较强，消费继续稳步修复。展望 2021 年 Q3，经济将延续当前的平稳修复态势，但复苏斜率或有放缓：原材料价格高企对工业生产的扰动可能仍将持续；出口可能边际走弱，并对制造业投资、就业和消费产生不利影响；基建投资反弹有一定压力；房贷政策收紧叠加集中供地，地产投资也有所承压。

出口方面，海外经济复苏下出口仍将保持较快增长，但边际上可能有所放缓。目前新出口订单已经处于见顶回落之中：2020 年 11 月 PMI 新出口订单分项见顶后开始回落，尽管 2021 年 3 月有所反弹，但主要是季节性的，2021 年 4-5 月继续走低，且降幅均明显超季节性。新出口订单的趋势性走弱在 2021 年 Q3 可能延续：一方面，美国的消费复苏主线可能从商品消费向服务消费切换。疫情爆发后，在财政转移支付的支撑下，美国居民的消费能力不降反升（2021 年 3 月美国季调后个人可支配收入折年数创历史新高）。由于疫情限制了服务消费场景，而商品消费可以通过线上渠道满足，因此美国商品消费迭创历史新高，但服务消费却远未恢复到疫情前水平。考虑到屡创新高的美国商品消费实质上透支了相当一部分本应在未来兑现的需求，随着新冠疫苗接种推进，服务消费场景逐渐恢复，服务消费可能将接力商品消费，成为美国消费复苏的新主线，这已经在美国 2021 年 Q2 的经济数据中显露出端倪：2021 年 4-5 月美国季调后商品实际消费支出折年数连续两个月环比回落，但季调后服务实际消费支出折年数则连续两个月环比回升。另一方面，随着海外工业生产逐渐恢复正常，中国对海外产能的替代效应减弱，出口份额有下行压力。2021 年 5 月美国制造业产能利用率已经超过 2020 年 2 月，2021 年 Q2 欧盟 27 国制造业产能利用率也已超过 2020 年 Q1。除了新出口订单本身的走弱，高企的海运费和原材料价格，以及较为强势的人民币，也会压缩出口订单的盈利空间，影响企业的出口意愿。

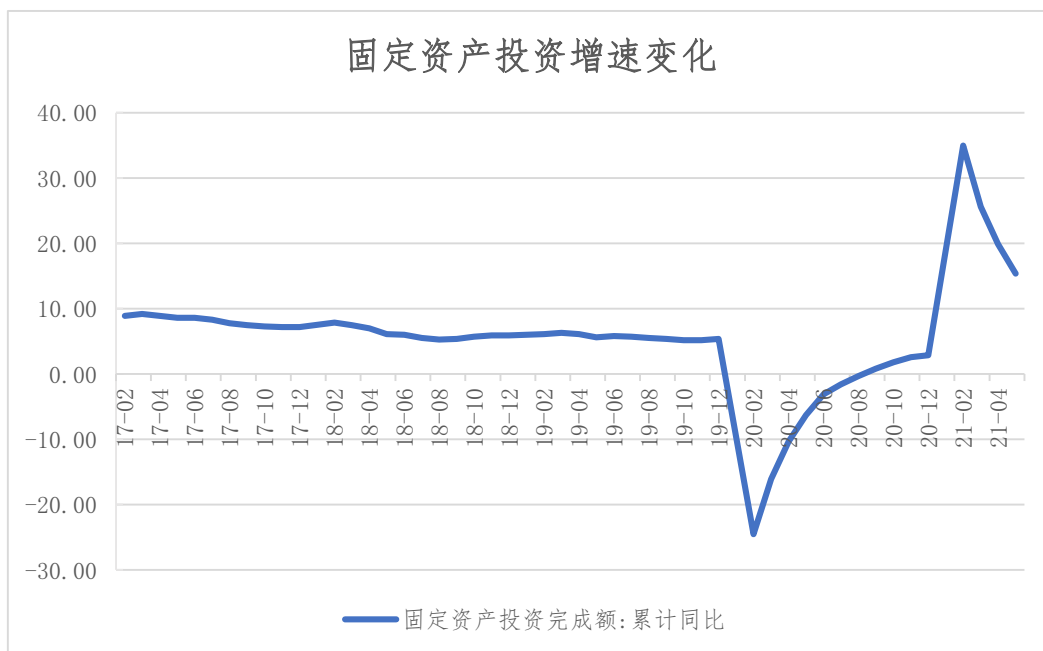
投资方面，地产投资可能仍将保持较强韧性，但房贷政策收紧可能使得地产销售边际降温，叠加集中供地政策下建安投资可能让位于拿地对资金的集中需求，地产投资边际上或将走弱。在强通胀短期难以消退的背景下，2021 年 Q3 制造业投资将继续承压；优质项目不足，以及非传统基建领域对专项债资金的分流，将对基建投资反弹构成压力。

1) 制造业投资。一方面，由于原材料价格的高位波动对终端采购、企业接

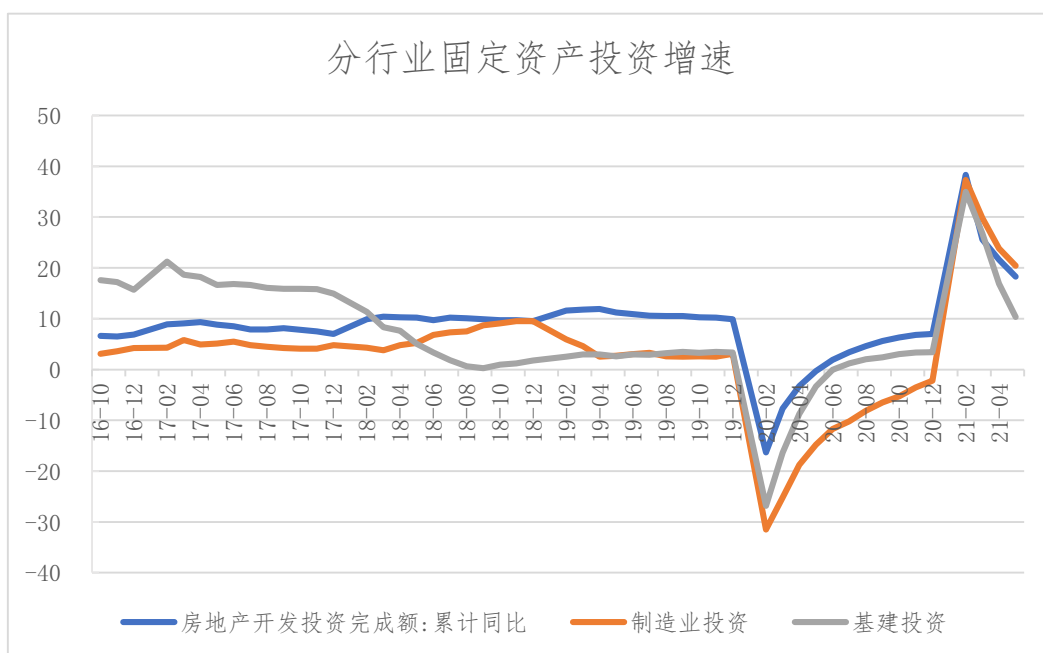
单和开工意愿都持续产生负面影响，叠加新出口订单的趋势性走弱，企业对未来经营状况的预期下调（2020 年 12 月和 2021 年 1 月制造业 PMI 生产经营活动预期分项环比下跌，2 月该项有弱于季节性的环比回升，3-5 月继续环比下跌），资本开支意愿下降。另一方面，由于原材料价格高企挤压企业的盈利空间，同时增大资金占用，企业的资本开支能力也被削弱。

- 2) 基建投资。2021 年上半年新增地方债发行节奏明显偏慢（2021 年 1-5 月各地累计发行新增地方债 9,351 亿元，完成已下达债务限额的 21.91%。其中，已下达限额 8,000 亿元的新增一般债已发行 3,625 亿元，完成 45.31%。已下达限额 34,676 亿元的新增专项债已发行 5,726 亿元，完成 16.51%，低于 2019 年和 2020 年同期的发行规模与进度），2021 年 Q3 地方债发行或将提速。但受制于优质项目不足，以及补充中小银行资本金等非传统基建领域对专项债资金的分流，基建投资可能仍然偏弱。
- 3) 地产投资。随着房贷额度收紧，近期多地出现了房贷利率上调，放贷周期拉长的情况，可能使得地产销售边际降温。房企为应对集中供地政策下资金的集中需求，可能也会有意放缓建安投资。因此 2021 年 Q3 地产投资或边际走弱。

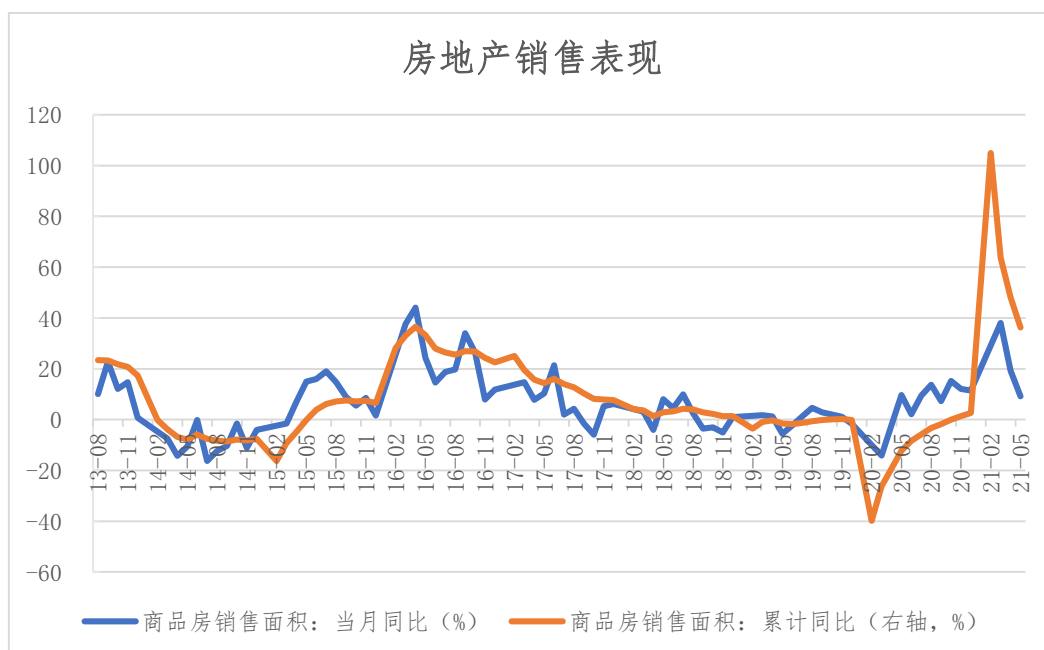
消费方面，随着疫情防控形势的全面改善，居民消费将延续此前的稳步恢复。但居民收入的 K 型修复（2020 年 Q1 以来，全国居民人均可支配收入累计名义同比持续高于中位数的累计同比），以及居民整体消费意愿偏弱（央行城镇储户问卷调查中“更多消费占比”的比例在 2020 年 Q3 之后连续两个季度下降，降至 2016 年 Q3 以来仅高于 2020 年 Q1 的低位），对消费复苏有一定的不利影响。出口产业链景气度的下行将进一步影响相关就业人口（外贸外资直接和间接带动就业超过 2 亿人，占就业总量的 1/4）的消费能力及消费意愿。



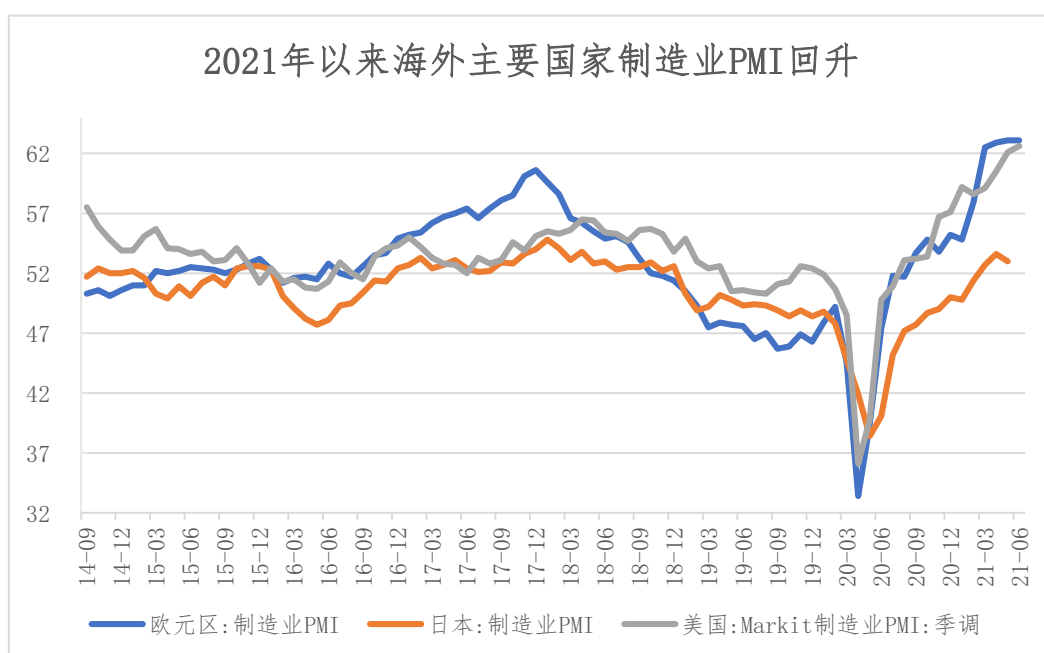
数据来源: WIND, 东方红资产管理



数据来源: WIND, 东方红资产管理



数据来源：WIND，东方红资产管理



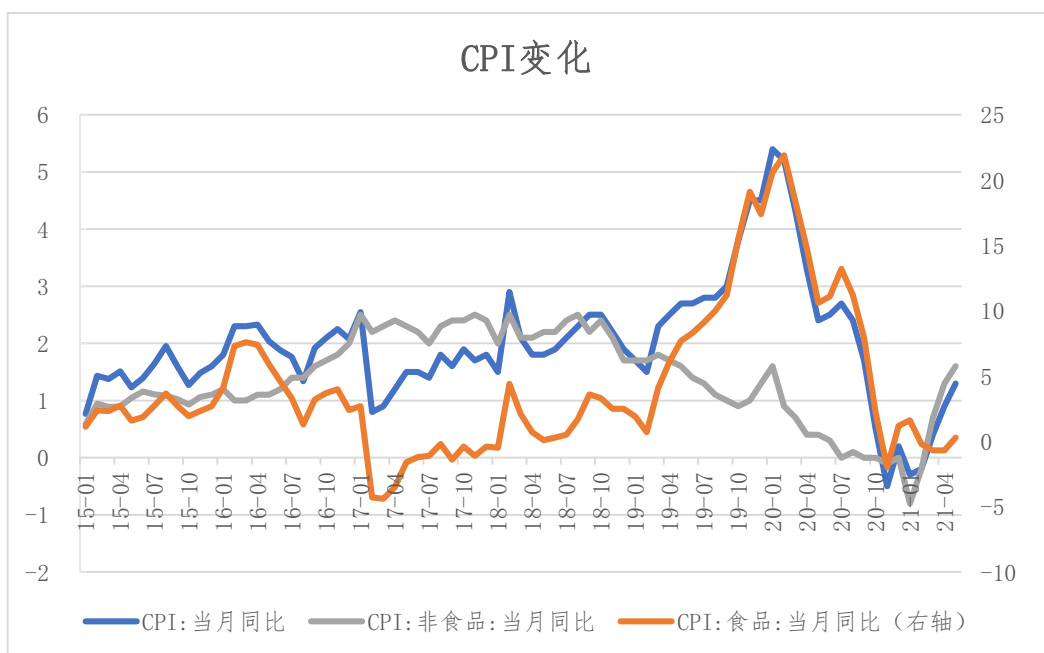
数据来源：WIND，东方红资产管理

2. CPI 同比中枢在 1.2%附近，PPI 同比中枢在 8.3%附近

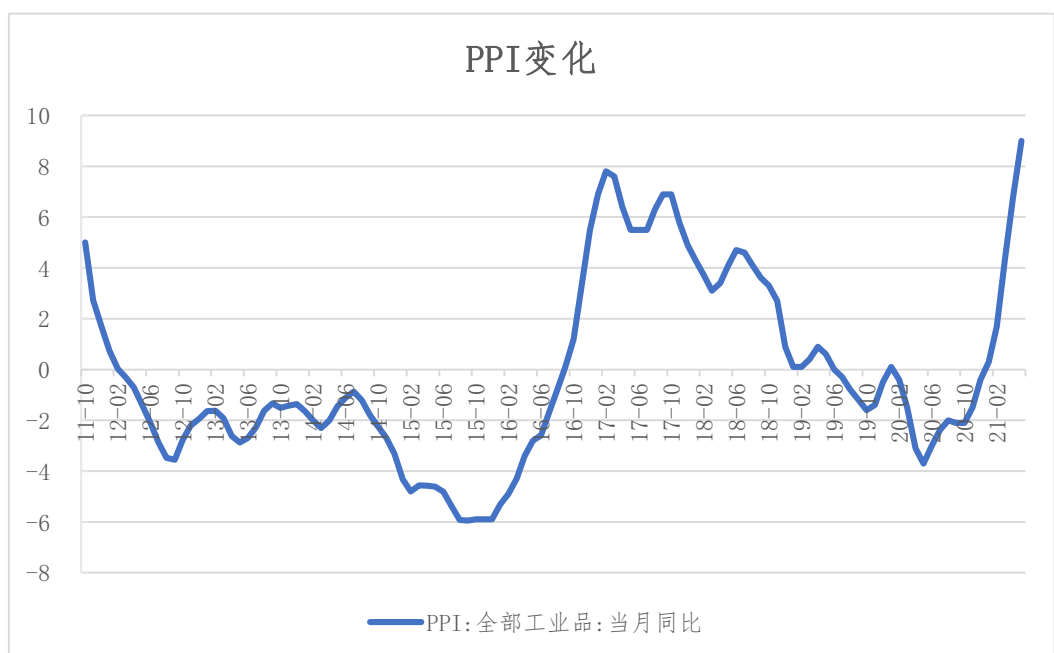
CPI 方面，猪肉价格可能仍未见底，2021 年 Q3 仍有下跌空间，原材料和能源价格上涨向终端消费品的传导将对冲猪肉下跌对 CPI 的拖累，但由于 2020 年 Q3 的 CPI 显著高于 2020 年 Q2，2021 年 Q3 的 CPI 同比较之 2021 年 Q2 可能仍将

明显回落。目前生猪存栏量已基本恢复至历史正常水平：据农业农村部监测，截至 2021 年 5 月，能繁母猪存栏量连续 20 个月环比增长，同比增长 19.3%，相当于 2017 年末的 98.4%。生猪存栏量同比增长 23.5%，相当于 2017 年末的 97.6%。但存栏生猪均重处于历史高位：以广东省屠宰企业生猪屠宰前均重为例，2016-2019 年大多数时间处于 113-115kg，但 2020 年 1 月之后就都位于 119kg 以上的高位，2021 年 5 月更是来到 125kg。这一部分是由于疫情影响了生猪的正常出栏节奏，另一部分则是由于养殖户对后市猪价较为乐观，因此压栏搞二次育肥乃至三次育肥。这就导致目前生猪以重量计的存栏量实际上已经超过历史正常水平。由于市场普遍对 2021 年 Q3 的生猪行情抱有期待（2020-2021 年冬季仔猪和能繁母猪产能受损），因此届时肥猪的大量出栏将对生猪乃至猪肉价格形成冲击。尽管原材料以及原油、动力煤等能源价格上涨将逐渐向终端消费品传导（这部分工业消费品在 CPI 篮子中的占比约三成），从而对冲猪肉下跌对 CPI 的拖累，但由于基数的抬升，预计 2021 年 Q3 的 CPI 同比中枢在 1.2%附近。

PPI 方面，尽管 2021Q3 钢材价格上涨空间有限，但原油价格可能延续强势表现，支撑 PPI 同比继续处于历史高位。随着政策层面淡化对全年粗钢产量的要求，同时承认粗钢需求仍有上升空间，叠加钢材消费进入传统淡季，预计 2021 年 Q3 钢材价格难有大幅上涨。但原油仍有上涨空间：一方面，拜登政府限制美国原油开采活动，加上美国页岩油行业的历史包袱较重，美国原油供应难以快速恢复。而 OPEC+对原油需求前景较为谨慎，有意控制原油增产节奏。加上美伊谈判的不确定因素较多，短期内难以达成协议。2021 年 Q3 原油供应的增加可能比较有限。另一方面，欧洲炼厂开工率仍处于历史低位，随着疫苗接种的推进，有望在 2021 年 Q3 加速修复进程。预计 2021 年 Q3 的 PPI 同比中枢在 8.3%附近。



数据来源：WIND，东方红资产管理



数据来源：WIND，东方红资产管理

3. 新增地方债发行及财政支出进度可能加码提速，货币政策仍为“稳货币+紧信用”

财政政策方面，2021 年可能出现明显的财政后置：一方面，上半年新增地方债发行节奏偏慢；另一方面，上半年财政支出进度较历史同期偏慢，（与全年

目标对比，2021 年 1-5 月一般公共预算收入进度 48.8%，一般公共预算支出进度 37.4%，而 2019 年同期分别为 46.7%和 39.5%，2018 年同期分别为 47.3%和 39.4%；2021 年 1-5 月全国政府性基金收入累计同比增长 25.6%，全国政府性基金支出累计同比减少 7.0%）。这可能与上半年宏观政策稳增长的压力较小（2021 年 4 月 30 日中央政治局会议强调要“用好稳增长压力较小的窗口期”）、提前下达专项债额度的时间偏晚、优质项目不足等因素有关。但随着 2021 年 Q3 经济复苏可能继续边际放缓，新增地方债发行及财政支出进度都有加码提速以稳定增长的需求。

货币政策方面，尽管美联储可能在 2021 年 9 月的议息会议上宣布 taper，但人民银行的货币政策可能仍将坚持“以我为主”，而不会直接跟随美联储收紧货币政策。一方面，2020 年 5 月起人民银行就已经开始逐步退出为应对疫情冲击而采用的货币政策工具。另一方面，在当前人民币偏强势、对出口产生负面影响以及经济复苏可能边际放缓的背景下，货币政策也有稳增长的需求。**强通胀对当前货币政策的影响比较有限**：供给约束是本轮强通胀的重要成因之一，加之本轮强通胀更多的属于输入性通胀，因此**单一依靠人民银行收紧货币政策来应对通胀的实际效果会比较有限**，反而可能使得利润空间和新增订单都已被挤压的中下游制造企业，尤其是中小企业，处于更不利的境地。**预计货币政策仍为“稳货币+紧信用”组合**。尽管 2021 年 Q3 新增地方债发行放量可能对资金面产生一定扰动，但预计央行仍将适当配合，维持资金面的平稳。

三、2021 年三季度债券投资策略

展望三季度，中国经济将依旧保持平稳修复但复苏斜率边际放缓的状况。出口的边际回落与高压政策下的地产销售下滑都将给经济持续复苏带来压力。但是由于今年大量地方债仍未支出，因此下半年基建有望形成有效的支撑。同时持续边际改善的消费也对经济产生正向贡献。因此经济短期内明显回落的可能性不大。

资金面来看，7 月初超出市场预期的降准体现了央行维稳的态度，但需要关注的是此举更多还是针对经济修复不均衡、缓解中小企业压力的问题，总的货币市场环境还是稳定，而不是大水漫灌。因此，三季度的资金利率中枢未必出现下行。另外，通胀数据高点虽已现，但中枢高位的持续性或存在不确定性，再叠加美联储退出宽松的预期增强，或可能对市场存在一定的扰动。

整体来看，三季度经济会依然保持缺乏明显方向的状态，债券市场或仍继续体现出对于宏观数据的钝化，叠加一个预期稳定的货币政策，债券收益率或仍维持震荡走势。骑乘与票息或是三季度收益的主要来源，操作上关注波动中的配置及交易机会。