

经济曲折复苏，利率拾级而上

走势评级： 国债：看跌

报告日期： 2022年6月27日

★ 经济基本面：经济曲折修复，通胀压力小幅增加

随着疫情逐渐退出，稳增长政策发力生效，经济增速和信用指标整体将继续修复。基建将成为稳增长的重要抓手，但由于稳定市场主体的收入和利润预期需要时间，市场主体的主动举债意愿难以快速修复，消费和地产的修复整体或偏慢，部分时期可能拖累经济增速不及预期。当前通胀压力整体不大，下半年能源价格主导的输入性通胀压力和猪价上涨或将使得通胀压力温和上升。

★ 政策面：稳就业、稳增长是主线，财政政策更值得期待

稳就业、稳增长是下半年政策的核心目标，财政政策提振需求的效果较好，将是发力的重要方向，预计财政端将继续推进减税降费、增加基建和民生支出，财政部有可能通过发行特别国债的方式弥补财政缺口。货币政策以“量宽、价降和结构倾斜”为主要思路，三季度末至四季度央行可能降准，但在通胀上升和海外货币政策收紧的制约下，降息可能性较低。稳地产、促消费政策将进一步推出。政策节奏方面，7月政治局会议或将再次强调稳增长重要性，随后政策将进一步发力。

★ 资金面均衡转紧，无需过度担忧外资减持

当前受留抵退税、宽货币向宽信用传导受阻等因素的影响，DR007显著低于7天期逆回购利率。但中长期来看，DR007会逐渐上行至7天期逆回购利率附近。8月留抵退税逐渐结束，叠加稳增长政策进一步发力，资金面或将加速收紧。中美利差倒挂对中国国债影响整体偏空，但影响整体较为次要。房企信用风险对国债利多影响最大的时间段为6-7月，但此因素也相对次要。

★ 利率拾级而上

下半年经济基本面和信用指标整体修复，通胀压力温和上升，利率将上行，但由于经济内生修复的动能不强，部分时期经济指标或不及预期，利率的上行并非一帆风顺。节奏方面，预计7月政治局会议后稳增长政策将进一步推出，利率上行或将加速。10Y国债收益率或上行至3.0%，十债主力合约价格将下跌至98.2元。

★ 风险提示

疫情演化超预期，经济基本面修复不及预期，货币政策超预期。



徐颖 资深分析师(外汇/贵金属)

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人 张荣东 (国债)

从业资格号：F03085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

主力合约行情走势图 (国债)



目录

1、回首 2022H1：疫情扰乱稳增长节奏，国债震荡	5
2、基本面：经济整体修复，节奏或有波折	6
2.1、当前经济形势分析：经济弱企稳，通胀压力温和	6
2.2、下半年经济形势展望：经济曲折修复，通胀压力小幅增加	9
3、政策面：稳就业、稳增长是主线，财政政策更值得期待	14
3.1、财政政策思路：降税费、稳投资、稳预期	14
3.2、财政缺口及破解之道	15
3.3、货币政策思路：量增、价降、结构倾斜	17
3.4、货币政策的约束：通胀和海外货币政策收紧	18
3.5、产业政策：稳地产和促消费是主要发力方向	19
4、资金面均衡转紧，无需过度担忧外资减持	20
4.1、下半年资金面存在收紧压力	20
4.2、美债收益率对我国国债的影响	21
4.3、房企信用风险对国债的影响减弱	22
5、利率走势展望	23
6、风险提示	23

图表目录

图表 1: 2022H1 年国债走势复盘	5
图表 2: 5 月经济数据一览 (%)	6
图表 3: 社融、M2 同比震荡上升, 社融-M2 下降	7
图表 4: 2022 年 5 月企业短期融资表现强于中长期	7
图表 5: 5 月居民短贷、中长贷新增规模弱于季节性	7
图表 6: 今年政府存款支出提速	7
图表 7: PPI 同比下降, CPI 同比震荡上升	8
图表 8: 猪肉对 CPI 同比拉动提升	8
图表 9: 今年前 5 个月专项债发行规模超历史同期	9
图表 10: 重点央企新签基建类合同金额同比上升	9
图表 11: 国房景气指数和居民收入预期均未反弹	10
图表 12: 两轮疫情之后房企资金来源对比	10
图表 13: 商品房成交面积改善, 但销售底仍需确认	10
图表 14: 期房销售占比下降	10
图表 15: 社零同比增速下降	11
图表 16: 2020 年地产后周期商品社零增速修复较快	11
图表 17: 居民消费意愿承压	11
图表 18: 居民各项收入增速下降	11
图表 19: 外需回落	12
图表 20: 制造业投资略滞后于预期指标	12
图表 21: 企业和居民债务增速表现分化	13
图表 22: 非金融企业加杠杆的空间大于居民部门	13
图表 23: 政府目标赤字率下降	15
图表 24: 今年公共财政支出增速将回升	15
图表 25: 财政缺口扩大	16
图表 26: 政府性基金超支歉收	16
图表 27: 土地成交面积仍处于季节性低位	16
图表 28: 中央政府加杠杆的空间相对较充足	16
图表 29: 下半年 MLF 到期量回升	17
图表 30: 货币乘数同比高于基础货币同比	17
图表 31: LPR 利率下降	18
图表 32: 再贷款再贴现余额	18
图表 33: 中国国债利差倒挂与人民币快速贬值	19

图表 34: 中国经济景气度修复, 美国景气指标恶化	19
图表 35: 近期资金面较为宽松	20
图表 36: 银行间质押式回购成交量已达历史较高位置	20
图表 37: 中美国债收益率走势曾多次背离	21
图表 38: 中美利差与外资国债持仓	21
图表 39: 房企美元债在 6-7 月集中到期	22
图表 40: 房企国内债券在 7-8 月集中到期	22
图表 41: 销售企稳后, 各项资金来源增速将企稳	22

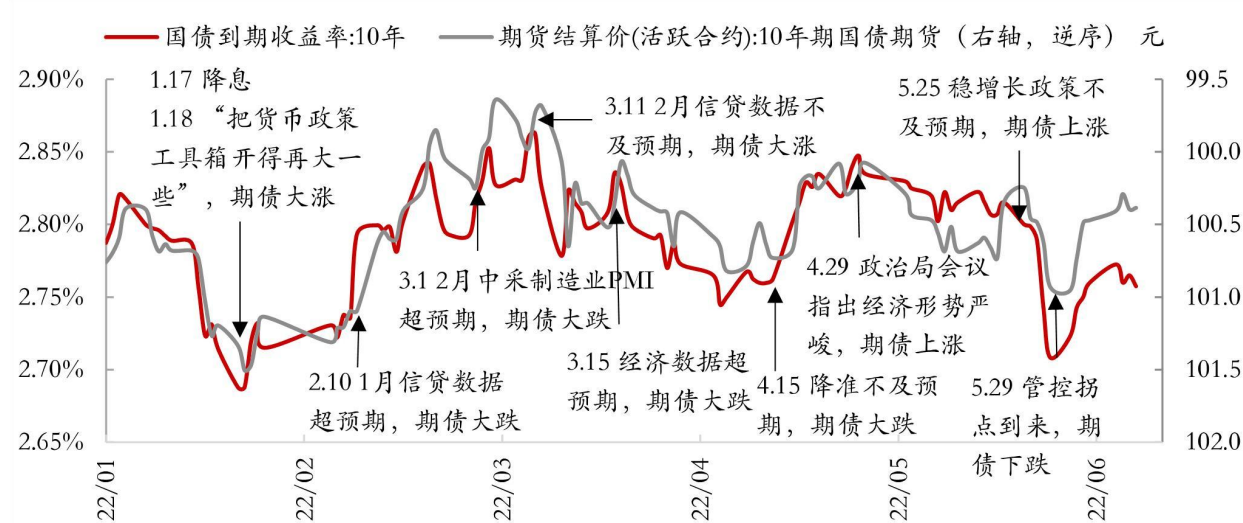
1、回首 2022H1：疫情扰乱稳增长节奏，国债震荡

2022 年上半年，疫情扰乱了债市本身的稳增长逻辑，国债呈现震荡走势。综合来看，债市可以分为三个阶段：1-3 月初为第一个阶段，这一阶段债市博弈稳增长政策与稳增长效果，利率先下后上。1 月债市主要交易货币政策边际宽松的逻辑，10Y 国债利率由 2.8% 附近下行至 2.69%，对应十年期主力合约从年初的 100.7 元上涨至 24 日的 101.51 元。2 月-3 月初，债市主要交易信用扩张和地产发力的逻辑，10Y 国债利率上行至 2.86% 附近，十年期主力合约价格震荡下跌至 3 月 10 日的 99.69 元。

3-5 月为第二个阶段，这一阶段债市主要交易疫情冲击基本面的逻辑，期债整体上涨。3 月初至 4 月中旬，地产高频指标表现偏弱，上海等城市逐渐采取出行管制等防疫措施，经济基本面转弱，降息预期发酵，10Y 国债收益率下行至 2.76%，十年期主力合约价格一度接近 101 元。4 月中旬至 4 月末，由于降准不及预期，降息预期落空，10Y 国债上行至 2.84%，十年期期债最低跌至 100.015 元。5 月由于基本面偏弱，信用指标大幅走弱，叠加资金面宽松，5 月末 10Y 国债收益率下行至 2.71%，十年期期债再度接近 101 元。

5 月末-6 月为第三个阶段，这一阶段疫情边际退出，债市开始交易管控拐点到来所带来的基本面复苏逻辑，债市整体走弱。10Y 国债收益率再度上行至 2.78% 附近，十年期期债跌至 100.3 元。

图表 1：2022H1 年国债走势复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

展望下半年，疫情对于基本面的影响将进一步降低，债市将重新回到稳增长的逻辑上来。但是疫情的长尾效应比较明显，经济修复的内生动能可能不足。整体来看，经济基本面和信用指标的修复将决定利率整体上行，上行节奏则是由基本面修复、增量政策推出和资金面变化节奏共同决定的。

2、基本面：经济整体修复，节奏或有波折

2.1、当前经济形势分析：经济弱企稳，通胀压力温和

从增长的维度来看，疫情边际退出叠加稳增长政策发力，经济基本面开始企稳，但结构仍有分化，就业压力仍然较大。5月各项经济指标普遍改善，且略超市场预期，但占GDP比重较高的消费和对GDP影响较大的地产仍处于深度的负增长，这说明经济增速修复的幅度尚不大。从结构上看：其一，生产端修复速度整体较快，且制造业修复速度快于服务业。随着保供相关政策的推进，工业生产能够以较快的速度修复，但疫情对服务业冲击的长尾效应比较明显。其二，需求各部门表现分化。疫情冲击下积压的出口需求在5月份得到释放，出口增速明显超出市场预期；项目开工率提升后，项目和资金准备均较为充分的基建投资也明显改善；需求拉动叠加政策支持，制造业投资小幅改善；房地产市场景气度持续下行，地产投资延续走弱；交通管制的放开带动消费改善，但居民仍在减少非必选商品的消费，消费降级的问题仍旧存在。和经济基本面的改善相比，就业市场的改善并不明显，且结构性问题加剧。5月城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率分别较前值下降和上升，16-24岁的青年群体失业率继续上升0.2个百分点至18.4%，再创有数据以来的新高。今年高校毕业生人数同样是历史新高，随着毕业季到来，就业压力还将延续。

图表2：5月经济数据一览（%）

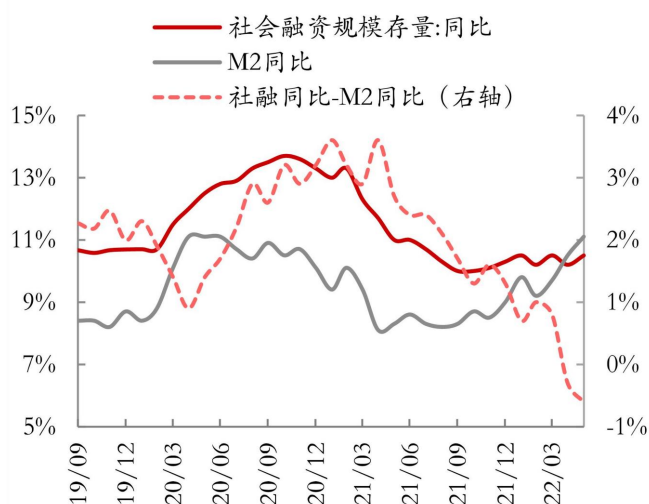
类别	指标	预期	较前值变化	5月	4月	3月	2月	1月	12月
生产	工业增加值：累计	--	-0.7	3.3	4.0	6.5	7.5	3.9	9.6
	工业增加值：当月	-0.14	+3.6	0.7	-2.9	5.0	12.8	3.9	4.3
	服务业生产指数：当月	--	+1.0	-5.1	-6.1	-0.9	--	--	3.0
投资	固定资产投资：累计	6.0	-0.6	6.2	6.8	9.3	12.2	--	4.9
	制造业：累计	--	-1.2	10.6	12.2	15.6	20.9	--	13.5
	制造业：当月	--	+0.7	7.1	6.4	11.9	20.9	--	11.8
	基建：累计	--	-0.1	8.2	8.3	10.5	8.6	--	0.2
	基建：当月	--	+3.6	7.9	4.3	11.8	8.6	--	3.8
	房地产：累计	--	-1.3	-4.0	-2.7	0.7	3.7	--	4.4
消费	社零：当月	-7.6	+4.4	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	--	1.7
进出口	出口金额（美元）：当月	+7.4	+13.0	16.9	3.9	14.6	6.3	24.1	20.8
	进口金额（美元）：当月	+2.0	+4.1	4.1	0.0	0.0	10.6	20.1	19.56
就业	城镇调查失业率	--	-0.2	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1
	31个大城市城镇调查失业率	--	+0.2	6.9	6.7	6.0	5.4	5.4	5.1

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从信用的维度来看，金融数据总量已经改善，但结构仍然偏弱。疫情退出后，实体部门正常的融资需求得到释放，叠加宏观政策的发力，金融数据在总量上已经得到改善，5

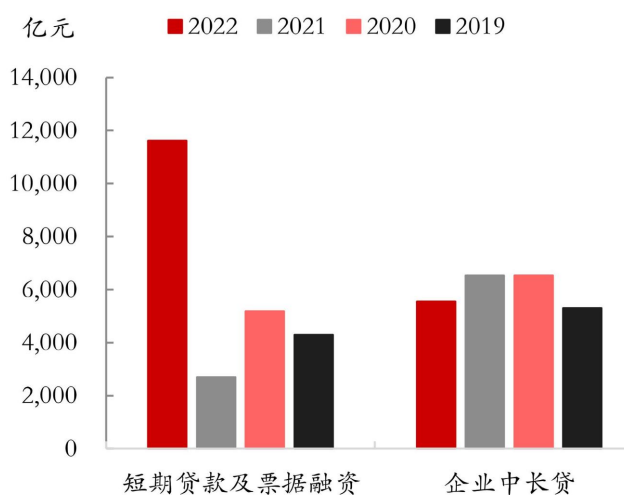
月新增社融、新增信贷和M2同比均超出市场预期。但是结构上的问题是不容忽视的：一是企业端代表资本开支的中长期贷款表现不佳，反而是票据融资再创历史新高；二是居民部门呈现出类似于资产负债表衰退的迹象，信贷不但呈现出同比少减的态势，而且4月新增信贷一度出现负值；三是社融-M2增速之差持续倒挂，刷新了2010年以来的最低值。

图表3：社融、M2同比震荡上升，社融-M2下降



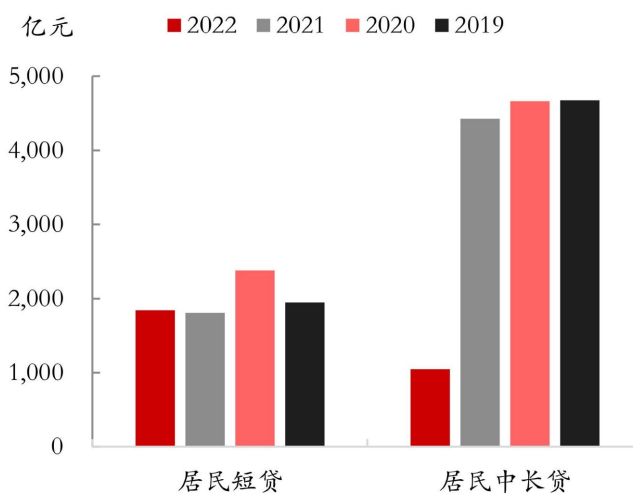
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：2022年5月企业短期融资表现强于中长期



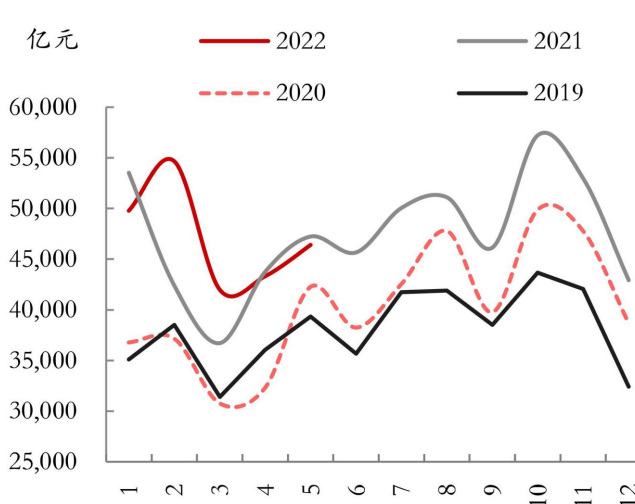
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：5月居民短贷、中长贷新增规模弱于季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：今年政府存款支出提速

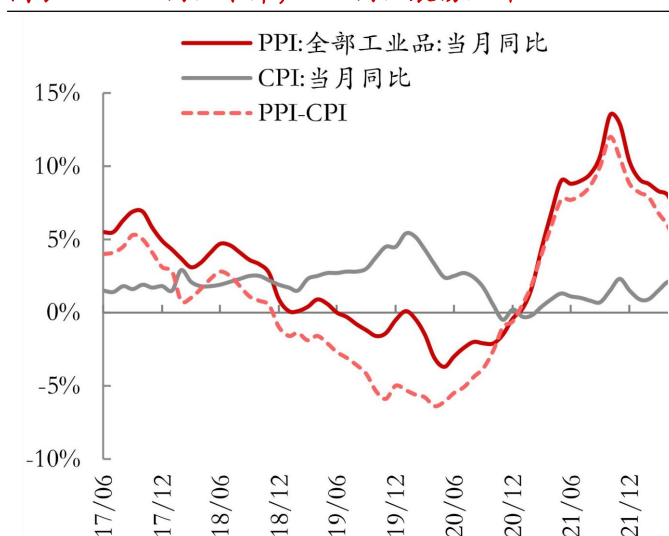


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

金融数据总量向好呈现出明显的政策驱动特征，而结构偏弱说明实体经济内生的改善需

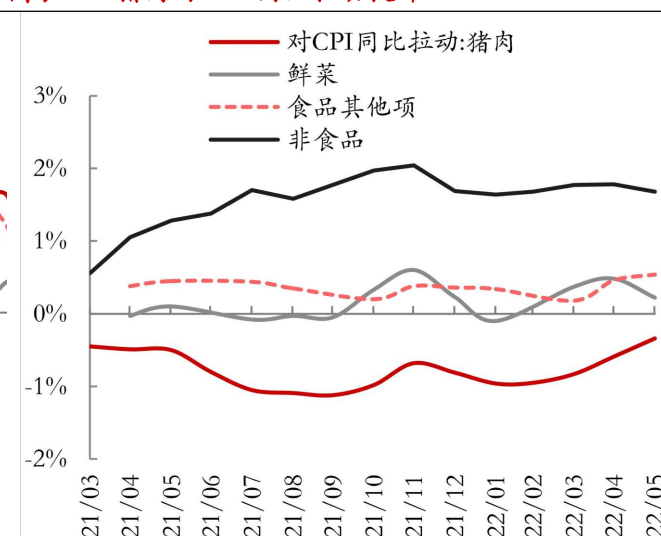
求仍然偏弱。财政政策方面，政府债的大量发行成为支撑社融超预期的重要原因，而留抵退税和财政支出提速则是M2同比不断上升的成因；货币政策方面，5月LPR的超预期下降，使得实体部门的负债成本降低，也对信贷总量的改善起到支撑作用；金融政策方面，央行对商业银行进行增加信贷投放的“窗口指导”，但在需求未明显改善时，商业银行投放信贷是比较谨慎的，这就使得票据投放规模迅速增加。实际上，实体部门的融资需求尚比较弱。疫情冲击之下，企业和居民部门呈现出了类似资产负债表衰退的特征，更为准确地讲，实体部门的现金流量表受到了冲击。在高度不确定性的环境下，实体部门的当期收入和未来收入预期均受损，但债务支出较为刚性，这就使得实体部门不但愿意举债，反而还有加速还债降低风险的动力，同时实体部门的投资消费行为均将趋向保守，预防性储蓄增加。

图表7：PPI同比下降，CPI同比震荡上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：猪肉对CPI同比拉动提升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从通胀的角度来看，当前通胀压力较为温和。5月份的通胀数据基本符合市场预期，结构上推升通胀的因素正在逐渐从国内疫情和乌克兰危机向猪价转化。其一，国内疫情边际好转，其对于通胀的影响正在减弱，随着交运管制的边际放松，菜价大幅回落。其二，乌克兰危机仍对通胀有正的贡献，但该贡献边际减弱。5月石油和天然气开采业环比涨幅为1.3%，是各行业中环比涨幅最高者；石油、煤炭及其他燃料加工业环比涨幅较上个月大幅回落2.6个百分点；农副食品加工业环比为0.9%，前值1.1%。上游能源价格涨幅回落也导致中下游的燃料分项涨幅回落。其三，猪周期正在启动，其对于通胀的贡献逐渐增加。

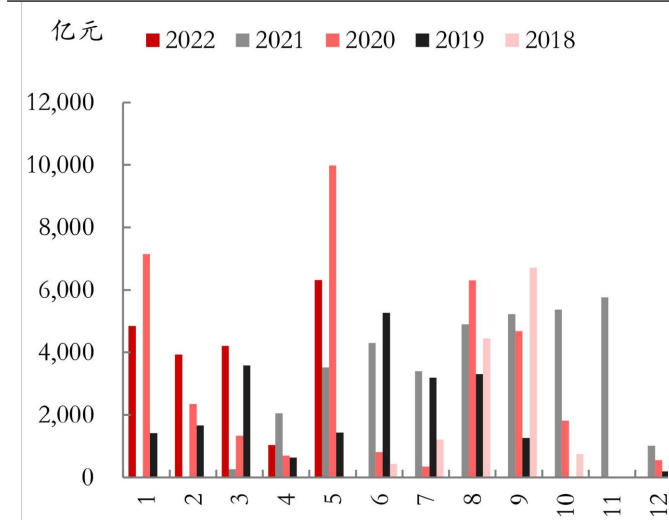
总体来看，当前我国经济基本面刚刚呈现出向好的态势，实体部门的投资、消费活力尚不足，就业压力仍比较严峻，稳增长、稳就业、稳信用仍是下半年的最重要目标。当前的通胀压力比较稳定，未来稳物价的目标相对较为次要。

2.2、下半年经济形势展望：经济曲折修复，通胀压力小幅增加

从增长的角度来看，实现全年5.5%的目标增速存在难度，但可以通过增加基建投资、推动消费回暖和着力降低地产对于经济的拖累等方式尽力推动经济增速和就业市场改善。

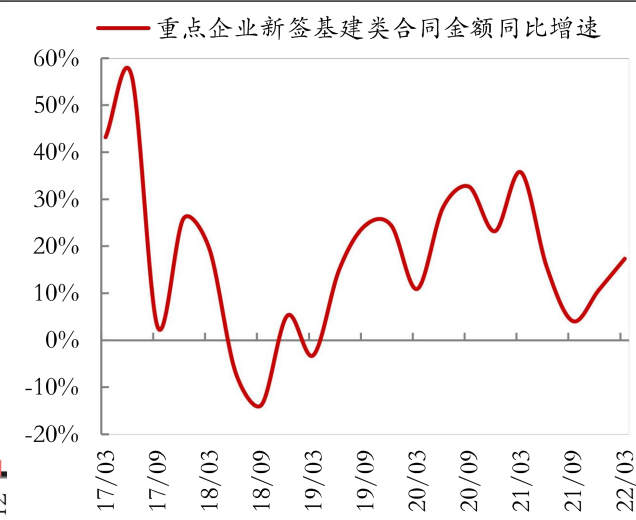
基建是稳增长的最重要抓手，预计下半年基建增速将继续保持高位。首先，政府稳基建的意愿非常强。今年3月的《政府工作报告》就已经将基建放在了比较重要的位置。随着经济下行压力加大，中央对于稳基建的重视程度进一步上升，中央财经委第十一次会议以基建为主题，4月政治局会议再次强调“全面加强基础设施建设”。其次，政策正在不断地为基建补充资金，预计未来可能有增量政策进一步夯实基建资金来源。除专项债提速发行之外，央行和外管局推出的“23条”明确指出，“保障融资平台公司合理融资需求”，预计城投平台融资对于基建的拖累将会减弱；6月1日国常会新增8000亿元政策性银行基建信贷；PPP和REITS也受到了政策的支持；目前市场普遍预期下半年财政部将发行特别国债为基建融资。最后，基建的项目也是充足的。预计全年基建增速或将达到7%之上。

图表9：今年前5个月专项债发行规模超历史同期



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

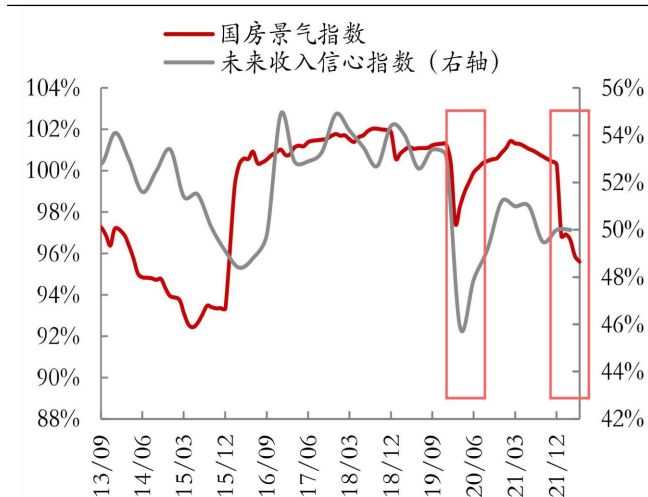
图表10：重点央企新签基建类合同金额同比上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

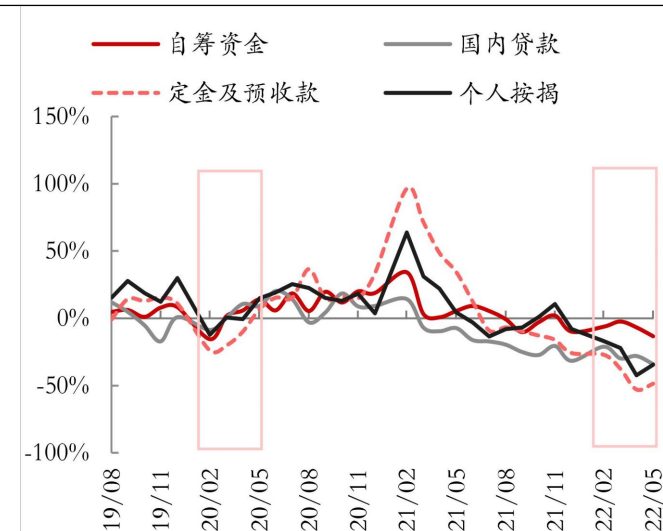
地产和消费内生修复动能较弱。疫情冲击使得今年的情况和2020年有一定的相似性，但今年下半年地产和消费的内生修复动能或将弱于2020年下半年。地产方面，2020年下半年地产的修复速度整体较快，年末房地产开发投资增速达到了7%，明显超过2.9%的固定资产投资增速。其一，较为宽松的金融政策导致房企能够得到更多的金融资源，主要体现为贷款及自筹资金增速较2019年末上升；其二，居民购房意愿比较强。疫情结束之后，居民的改善性购房需求有所上升，全年商品房销售额同比增长8.7%，较19年末上升了2个百分点；其三，在前两点的共同作用下，市场对于地产行业的预期整体上是乐观的。

图表 11: 国房景气指数和居民收入预期均未反弹



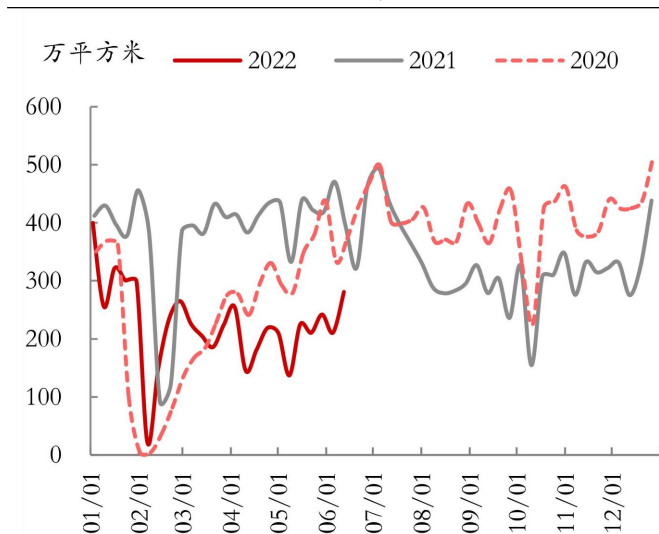
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 两轮疫情之后房企资金来源对比



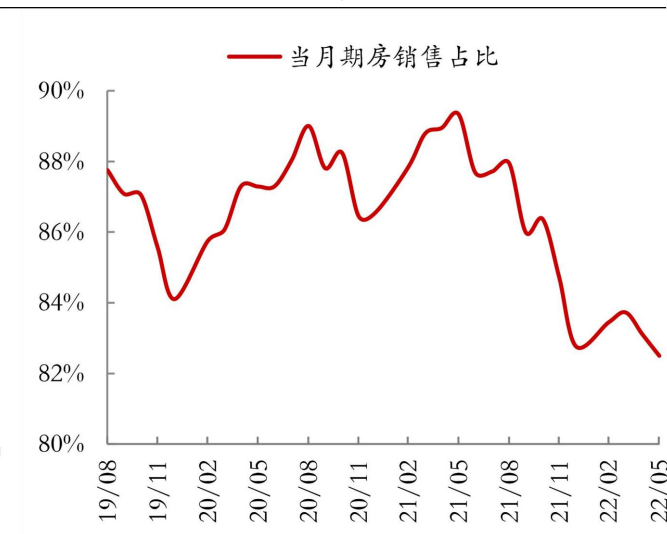
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 商品房成交面积改善, 但销售底仍需确认



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 期房销售占比下降

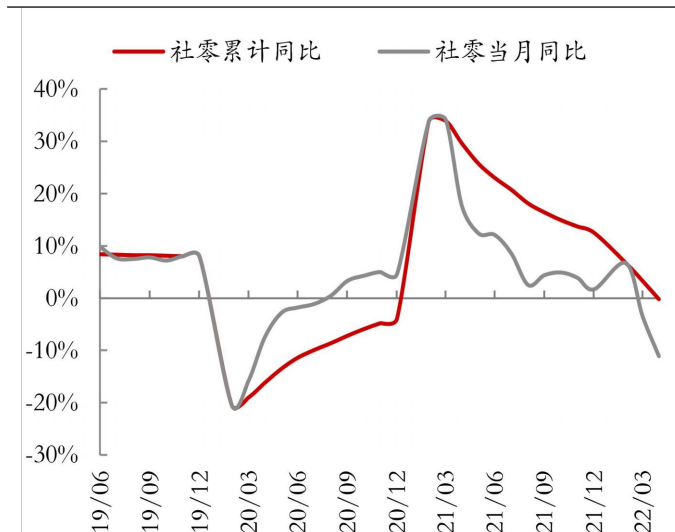


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

当前的情况和 2020 年有显著的不同, 虽然目前各地正在出台稳地产的相关政策, 但地产投资改善的节奏不会很快。稳地产政策的核心目的是稳销售, 包括激发居民合理的购房需求以及降低居民债务负担等。但一方面, 在多重地产、金融监管政策的约束之下, 房企的融资能力变弱, 信用风险加剧, 而地产的周期性下行压力恶化了市场对于地产行业的预期, 房价上涨的预期被打破, 叠加居民自身的现金流量表受到冲击, 居民购房意愿修复或将偏慢。另一方面, 销售向投资传导需要时间。在期房销售模式被改变, 房企难以利用预售资金加杠杆的情况下, 地产销售领先于投资的经验将再度生效。根据历史经

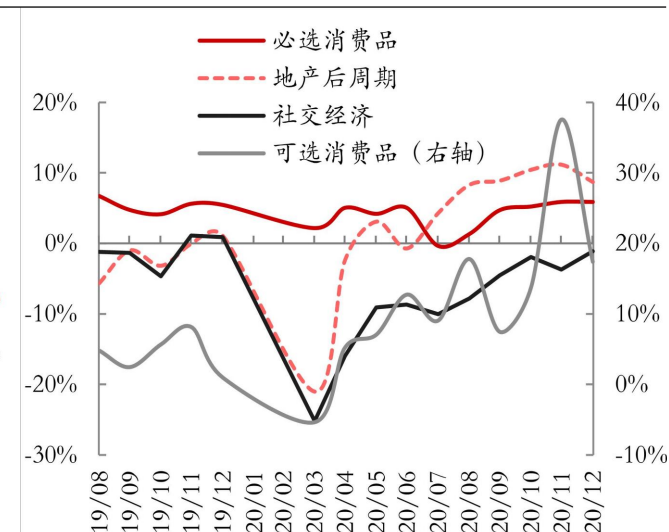
验，销售底向地产底的传导往往需要1-3个季度，目前30大中城市的商品房销售面积已经出现回暖迹象，但全国地产销售底还需确认，地产投资最快可能要在4季度企稳回升。

图表 15: 社零同比增速下降



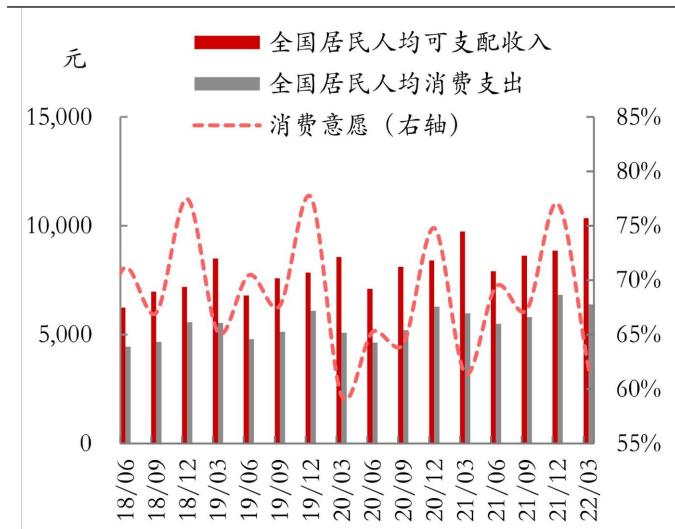
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 2020 年地产后周期商品社零增速修复较快



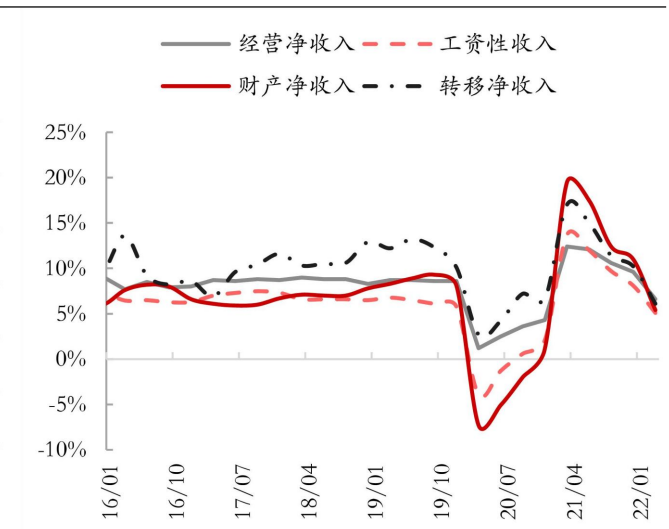
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 居民消费意愿承压



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 居民各项收入增速下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

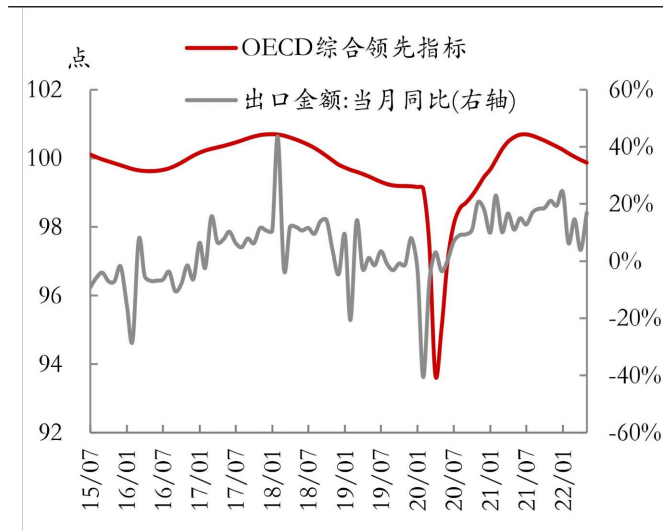
消费方面，2020 年疫情之后消费修复的速度并不快，2 月疫情暴发后社零同比大幅下降，4 月疫情逐步退出，8 月社零同比才转正。另外，20 年末社零增速在 5% 左右，明显低于疫情之前 8% 的中枢。分行业来看：必选消费品受到的冲击较小，仅 3 月有小幅下

跌，5 月后必选消费增速基本恢复至 19 年末的水平；可选消费和社交经济消费增速稳步回补，年末社交经济增速基本修复至疫情暴发之前的水平，而受益于“双 11”等因素，可选消费品增速还要超过疫情之前；地产后周期商品增速快速修复，受益于地产景气度的提升，地产后周期商品社零增速在 5 月之后便修复到了 19 年末的水平，并在下半年持续正增长。和 2020 年相比，当前不利于消费修复的因素包括：其一，居民消费意愿承压。奥米克戎的传播能力远超过 2020 年初的新冠病毒，这使得本轮疫情对于消费的冲击持续时间将超过 2020 年，社交经济等分项将持续受到压制；其二，居民收入预期长期下降，可选消费修复的速度也将偏慢；其三，地产存在周期性下行压力，地产后周期类消费品修复速度或将明显低于 2020 年。综合来看，消费的内生修复动力不足，需要政策的进一步呵护。

出口和制造业将保持稳中有降的走势，预期对于增长的贡献变动不大。展望下半年，外需面临回落趋势，海外产能逐渐修复，出口价格回落，叠加高基数效应的影响，出口增速的大方向是向下的。但 5 月出口数据大超市场预期，其中劳动密集型产品出口数量迅速反弹，说明疫情并未导致我国出口份额大幅下降，叠加我国稳外资、稳外贸政策的不断出台以及人民币面临贬值压力，出口增速下降的斜率也不会太快，依然维持在年报中稳中有降走势的判断。

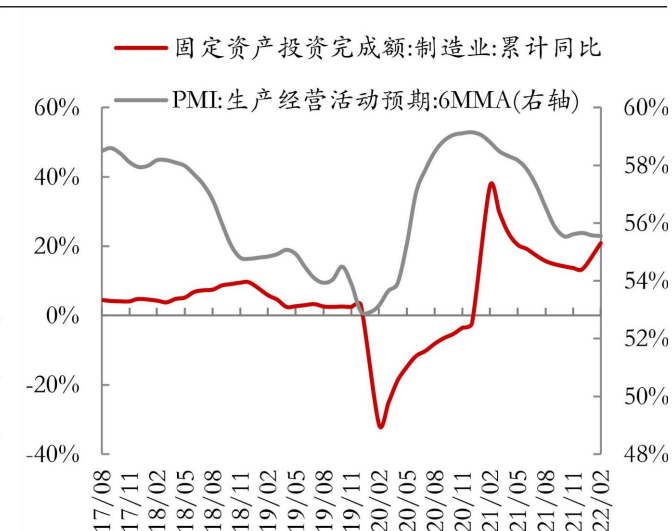
制造业投资增速整体的方向也是下降的。其一，需求改善的节奏比较慢。出口边际下降、地产投资改善的节奏比较慢，且出口和地产对于制造业投资的拉动效果整体强于基建，因此需求或对制造业投资形成拖累。其二，预期企稳尚需时间。由于制造业投资的 8 成均为民企所完成，而民营企业对于经济的变化比较敏感，只有当经济景气度确定性向好，市场预期企稳时，制造业企业才会逐渐增加投资。但制造业投资下降的速度也不会很快：其一，财政、货币政策均对特定行业和中小微企业进行支持；其二，产业升级也将拉动制造业投资。

图表 19：外需回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20：制造业投资略滞后于预期指标

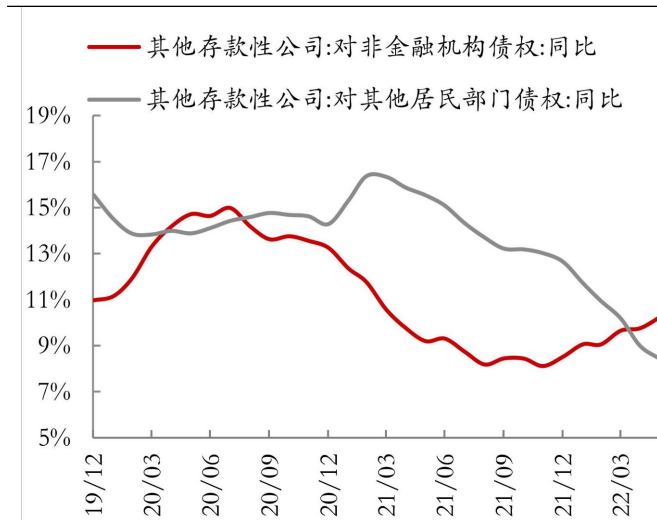


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从信用的角度来看，非金融企业部门肩负着最重要的加杠杆任务，其杠杆率或明显抬升。稳增长、稳就业，关键是要激发非金融企业的活力。企业产能扩张意愿上升，投资增加，能够拉动更多就业。当前我国出台了一系列的稳企业杠杆率的政策：一方面通过减税降费、扩大留抵退税规模来降低企业支出负担；另一方面着力提振、满足企业的融资需求，结构性的货币政策精准支持特定行业和中小微企业，金融政策防止盲目惜贷、抽贷、断贷、压贷。上述政策整体较为有效，近期商业银行对非金融企业的债权同比增速在抬升。此外，非金融企业部门杠杆率自身也存在着增加的基础，2020年6月后，宏观政策边际收紧，流动性逐渐退出，截至2022年3月，非金融企业杠杆率较2020年下降了约6个百分点。

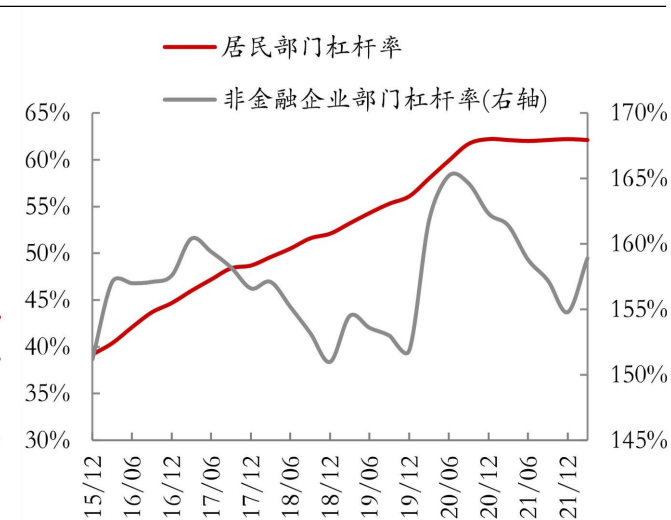
居民部门加杠杆的难度相对较大。居民部门加杠杆，对应着消费和地产销售的好转，这需要有如下前提：其一，居民收入改善，对于未来的收入预期也要稳定；其二，房地产市场的景气度能够修复。但实际上，居民收入的改善滞后于经济景气度的改善以及企业盈利的改善；疫情的长尾效应叠加周期性下行压力，房地产市场的景气改善也需要一段时间。虽然我国出台了一系列刺激居民消费和购房需求的政策，但近期商业银行对居民部门的债权同比增速仍在下降。此外，居民杠杆率已经接近极限，继续大幅加杠杆的难度较大。截至2022年3月，我国居民杠杆率为62.1%，而IMF认为居民杠杆率一旦接近65%就会对金融稳定造成明显冲击。在非金融企业部门的带动下，信用指标整体能够继续改善，但居民部门对信用形成一定拖累，信用修复的节奏存在不确定性。

图表 21：企业和居民债务增速表现分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 22：非金融企业加杠杆的空间大于居民部门



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

通胀方面，下半年的通胀压力将逐渐抬升，但整体可控。高基数效应之下，PPI 同比将呈现出震荡下降的走势；内需修复叠加农产品涨价，CPI 同比将震荡上行，三季度末或

超过3%。分行业来看，其一，钢铁涨价的动能不强。政策性减产叠加投资修复，钢价整体或将上涨，但本轮经济增速的修复难以一蹴而就，尤其是地产修复的节奏可能较慢可能压制钢价上涨的空间。其二，煤炭价格或稳中有降。政策引导、进口增加，粗钢平控、需求边际走弱，煤炭供需不平衡的状态将得到改善。其三，能源品价格高位震荡。乌克兰危机、低库存或是主导能源价格震荡偏强的主因，但下半年海外需求整体走弱或将抑制能源价格上涨的空间。其四，有色价格震荡偏弱。海外货币政策边际收紧带动需求走弱，有色价格或整体偏弱。其五，粮价上涨空间相对有限。乌克兰危机叠加极端天气，近期粮价出现上涨，但我国主粮自给率较高，价格上涨空间不大。其六，猪周期已经启动，下半年生猪价格整体上涨。但猪价上涨的空间并不会很大，由于养殖场压栏，当前市场情绪已经带动猪价超涨，如果价格持续超涨至四季度，压栏冻品投放等因素便可能压制猪价。综合来看，能源价格主导的输入性通胀压力和猪价上涨相对值得关注，但下半年的通胀压力整体不大。PPI-CPI 剪刀差将持续收窄，上游企业挤压中下游利润的问题或得到好转。

综合来看，疫情退出叠加基建发力，下半年经济增速修复的大方向较为确定，但由于实体部门面临的现金流量表冲击较大，居民部门加杠杆较为困难，地产和消费会拖累经济增速的修复节奏以及力度，部分时期经济增速和信用改善情况或低于市场预期。通胀压力整体上升，但相对可控。经济修复、通胀上升的格局下，利率的大方向是向上的。

3、政策面：稳就业、稳增长是主线，财政政策更值得期待

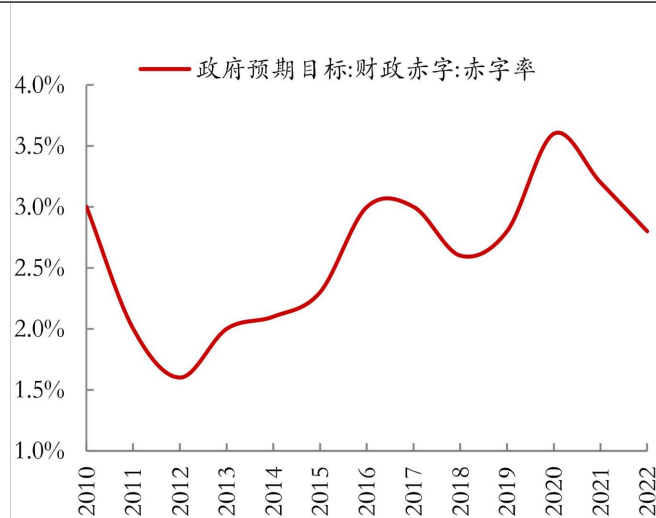
根据上述分析，稳就业、稳增长或是最为重要的政策目标。稳就业不仅要稳基建、稳地产，更要激发中小企业的活力，即通过扩张制造业中小企业的产能来创造更多就业岗位。就业的提升又能起到稳居民收入预期，从而提升消费、稳增长的作用。为此，宏观政策和产业政策均需进一步发力。财政政策应起到兜底作用，稳投资、降低市场主体负担并稳预期，下半年可能有增量政策工具出台来弥补财政缺口。货币政策方面，货币政策的总基调仍然是稳健偏松的，政策思路则是“量增、价降、结构倾斜”，通胀和海外货币政策的持续收紧将对货币政策形成一定约束。稳地产和促消费是产业政策的两大发力方向。根据历史经验，实体部门面临资产负债表衰退时，财政政策是更为有效的，因此下半年的政策应以财政为主要发力点。

3.1、财政政策思路：降税费、稳投资、稳预期

3月的《政府工作报告》明确了本年度的财政政策思路，即收入端加大减税降费规模，支出端保民生、稳投资。5月23日国常会和25日稳住经济大盘会议在原有的财政政策框架下进行了工具的补充。截至6月末，财政政策的思路包括：收入端，全年退减税总量2.64万亿元，将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，全年缓缴3200亿元；支出端，保民生和稳投资，政策工具包括扩大失业保险留工培训补助范围、加大扩岗补助、加大对中小微企业的支持以及新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目等；债务端，2.8%的目标赤字率以及3.65万亿元专项债限额，专项债要在6月底前基本发行完毕，

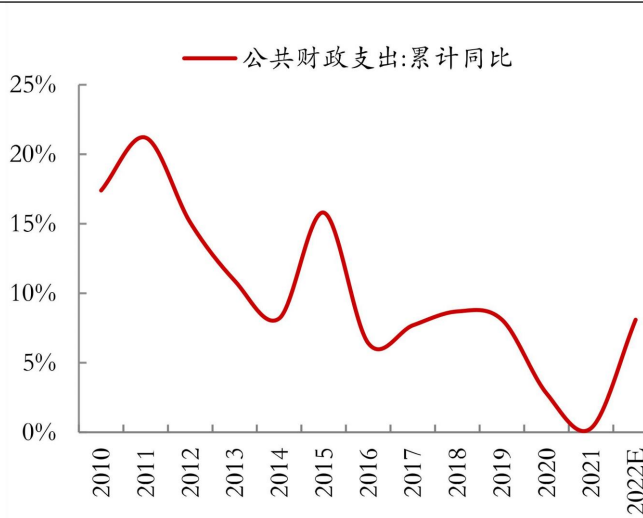
资金在8月底前基本使用到位；结构性政策方面，国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。预计下半年财政政策基调不会改变，抓落实将成为财政的发力点之一。

图表 23：政府目标赤字率下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 24：今年公共财政支出增速将回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.2、财政缺口及破解之道

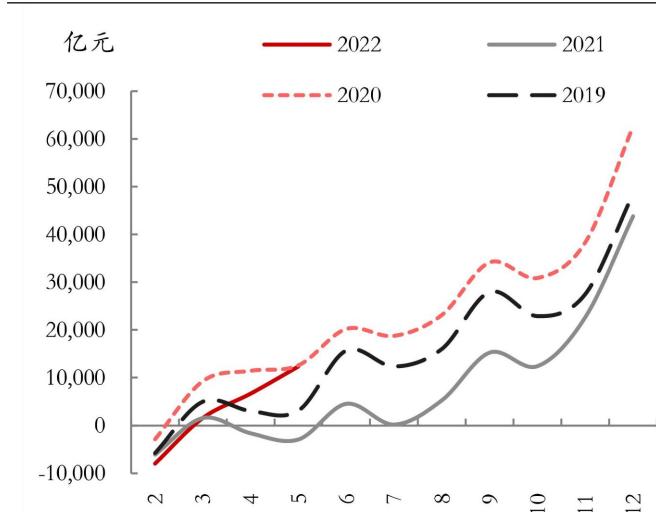
疫情冲击之下，财政处于紧平衡状态之中。截至5月，一般公共预算的实际赤字已经达到了12320亿元，和2020年同期基本持平，远超其余年份的同期水平。留抵退税规模扩大叠加疫情冲击导致一般公共预算收入增速快速降低，1-5月一般公共预算收入同比-10.1%，前值-4.8%，扣除留抵退税因素后增长2.9%，前值增长5%，而全年一般公共预算收入的目标增速为3.8%。保民生和稳投资则需要财政支出提速，1-5月一般公共预算支出同比5.9%，增速明显高于支出端。另一方面，土地市场的持续低迷使得政府性基金预算收入增速也大幅下降。

向前看，财政转向再平衡的内生动能可能不足，财政缺口可能会对未来的支出端发力形成制约。第一本账方面，经济自身修复的内生动能较弱是下半年预算内收入修复的最主要拖累，而全年一般公共预算内支出的目标增速为8.4%，这意味着未来财政支出还要提速。第二本账方面，土地市场景气度的修复速度可能偏慢，政府性基金收入难有明显改善，而专项债资金将在8月底前基本使用完毕，若无其他资金补充，政府性基金支出的增速可能下降。综合来看，全年财政缺口可能超过万亿。

面对资金缺口，当前财政给出的破解之道包括：其一，提前下达明年的支出额度，5月末，财政部将原本结转至2023年使用的4000亿元转移支付资金提前下达给地方；其二，财政和货币金融政策相配合，增加基建的自筹资金和贷款融资，比如6月初国常会调增了政策性银行8000亿元人民币信贷额度以支持基建投资；其三，通过改革的方式释放地方财力，比如6月13日国务院办公厅发布的20号文便通过厘清省以下各级政府财

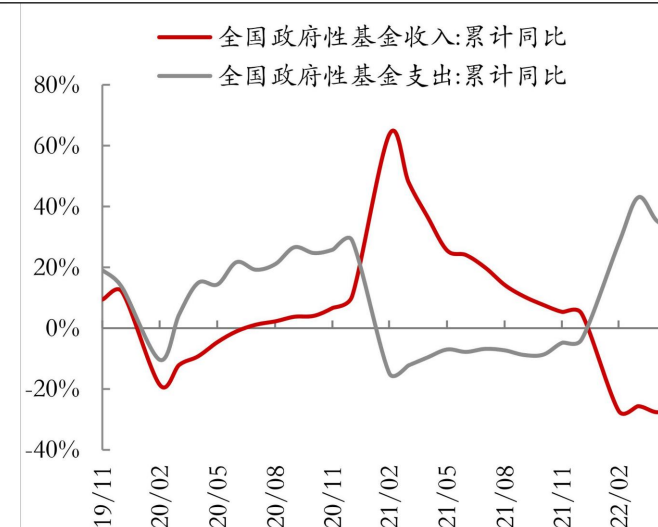
权和事权的方式释放市县级政府的财力。下半年上述政策有可能进一步推进。

图表 25: 财政缺口扩大



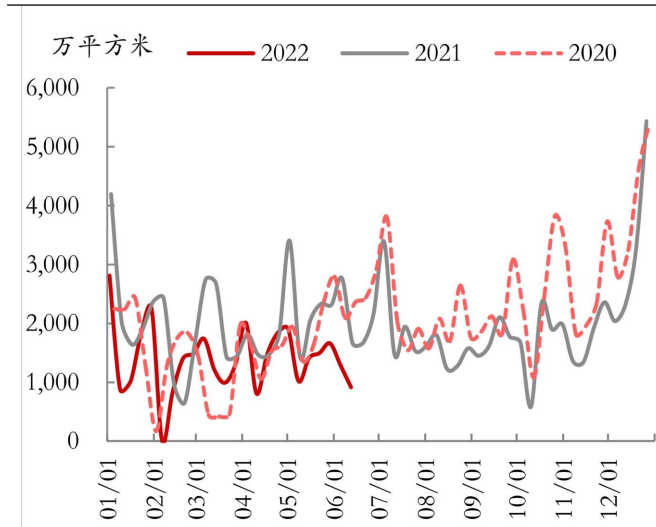
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: 政府性基金超支歉收



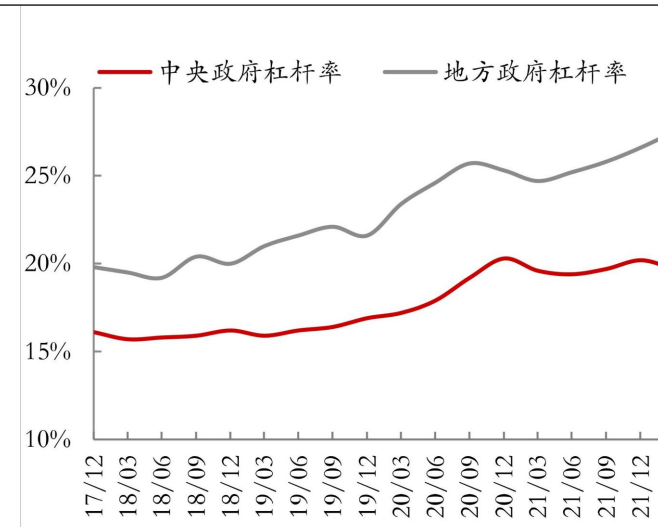
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 27: 土地成交面积仍处于季节性低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 28: 中央政府加杠杆的空间相对较充足



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另外, 财政还有可能通过发行特别国债和上调目标赤字率的方式来对冲资金缺口。2020 年, 我国便发行了 1 万亿元的抗疫特别国债, 而 1998-2000 年, 为应对东南亚金融危机和内需不足等问题, 我国曾连续三年上调目标赤字率, 上述政策工具均有历史成例。

综合来看, 发行特别国债的可能性要大于上调目标赤字率。事实上, 今年政府对于赤字率的提升是非常谨慎的, 央行及国企的利润上缴成为财政资金的重要来源, 以此换取目

标赤字率的下降，这可能体现了财政政策追求可持续性的导向。中长期来看，地产较难再次成为稳增长的最重要力量，稳增长、稳信用会逐渐缺乏抓手，财政政策的重要性将进一步上升。在地方政府性债务压力较大的情况下，中央政府的杠杆率成为财政逆周期调节的最重要抓手之一，保持较为合适的赤字率水平，意味着为未来财政的发力留足空间。因此，专款专用、不列赤字的特别国债更有可能推出。从程序上来看，发行特别国债需要全国人大常委会的批准，下一次人大常委会将于8月召开，届时将是观察特别国债能否发行的重要时间窗口。

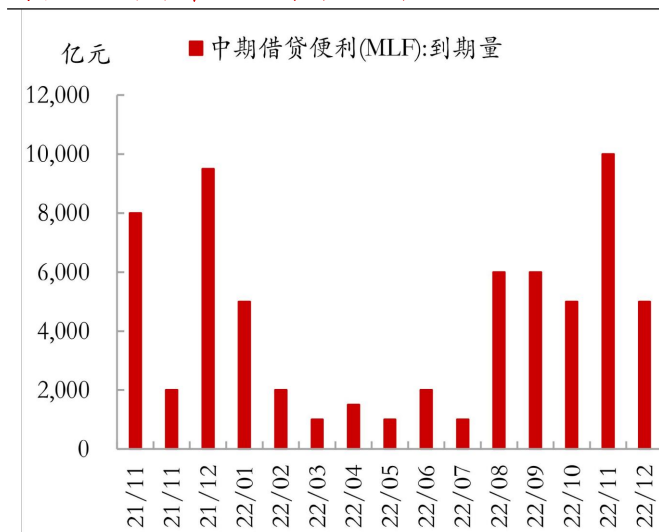
值得注意的是，地方政府隐性债务的监管不会放松，城投平台监管放松的空间也较小。坚决遏制隐性债务增量是中央政府一贯的要求。另外，隐性债务的成本和风险都较高，举债性价比不如显性债务。城投平台监管政策若大幅放松，地方政府隐性债务增加的风险便会明显提高，财政缺口基本不会通过放松城投平台监管的方式来解决。

3.3、货币政策思路：量增、价降、结构倾斜

下半年货币政策的核心目标应是稳信用，即通过改善实体部门的信贷资源可得性和融资需求来实现经济的平稳增长。预计央行的货币政策思路将是量增、价降和结构倾斜。

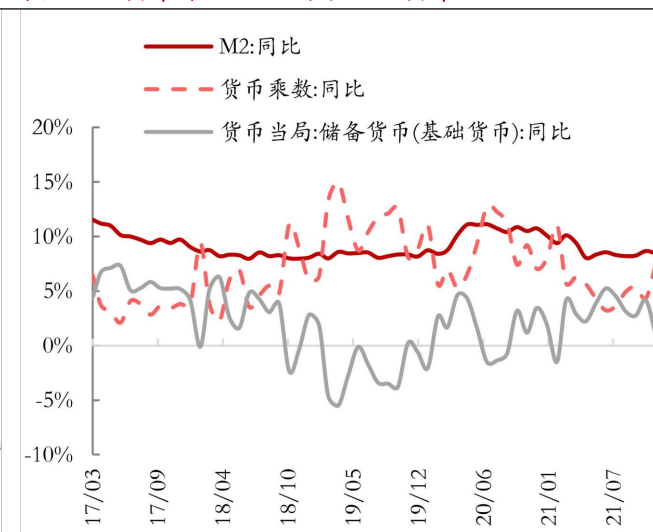
其一量增：广义流动性总量保持在较合理充裕略高的水平，降准存在可能。在央行“结构性流动性短缺”的货币政策框架之下，随着银行资产负债规模的增加，超储将会逐渐转为法定准备金，商业银行信用创造的流动性约束逐渐凸显，因此央行每隔一段时间便要进行降准操作。今年下半年，信贷整体改善，MLF到期量也明显超过上半年，降准存在必要性。考虑到当前的资金面非常充裕，短期内降准的可能性不大，三季度末至四季度降准的可能性增加。

图表 29：下半年 MLF 到期量回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

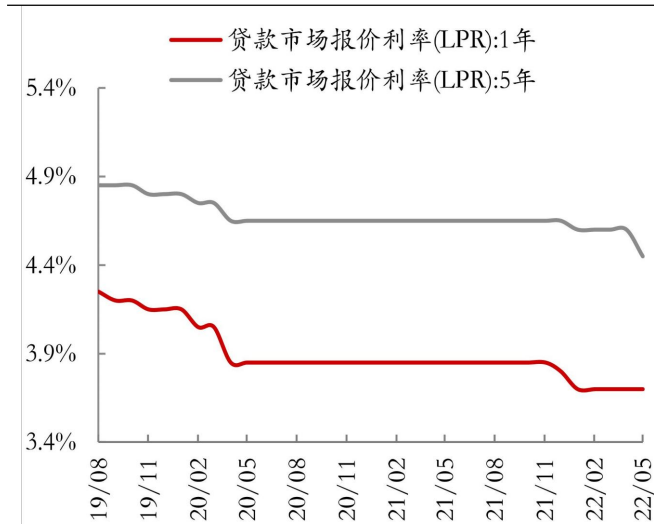
图表 30：货币乘数同比高于基础货币同比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

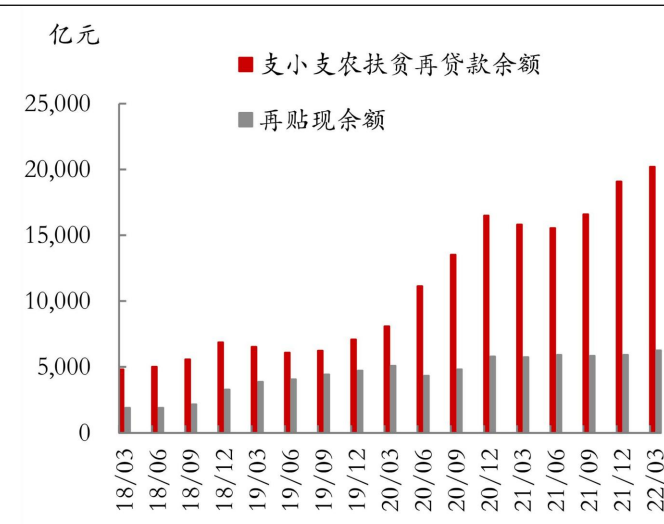
其二价降：存款利率改革带动企业综合融资成本下降。为缓解商业银行货币创造的利率约束，降低实体部门债务负担，5月，存款利率改革便带动5年期LPR下降15个基点。下半年央行仍将推动企业综合融资成本下降：降准和存款利率改革能够在MLF利率不变的情况下促使LPR利率下调，考虑到稳地产对于稳信用的重要性，5年期LPR下调的幅度可能大于1年期。

图表 31: LPR 利率下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 32: 再贷款再贴现余额



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

其三结构倾斜：结构性货币政策还将进一步发力。结构性货币政策有精准性和直达性的优势，是货币政策发力的重要抓手。上半年推出的结构性货币政策包括：1) 自2022年1月1日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换；2) 增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，设立2000亿元科技创新再贷款、400亿元普惠养老专项再贷款和1000亿元物流仓储业再贷款；3) 首套房贷利率下限下调20个基点。当前的结构性货币政策工具相对较为充足，但4月央行资产负债表中“对其他存款性公司债权”项目减少规模超过OMO和MLF净回笼量，可能意味着再贷款等工具落实节奏偏慢，因此落实上述政策将成为下半年的重点。另外，央行也有可能新增结构性工具支持受疫情冲击较大的行业和中小微企业。

3.4、货币政策的约束：通胀和海外货币政策收紧

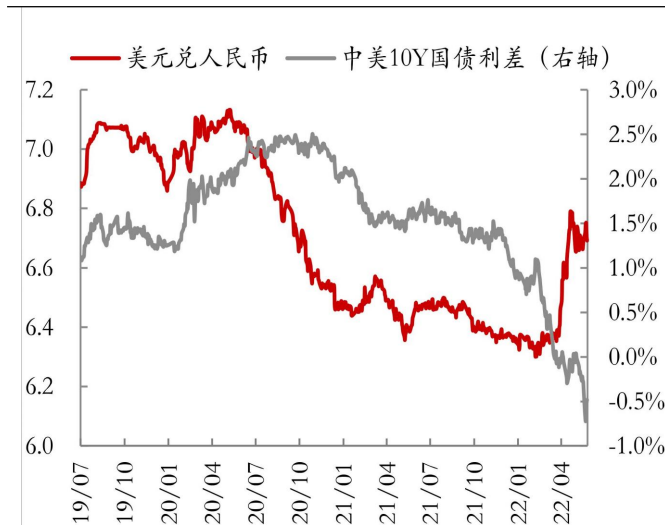
4月央行在降准之后明确指出，“未来密切关注物价走势变化和主要发达经济体货币政策调整”，考虑到下半年通胀压力有所上升、美联储货币政策加速收紧，物价和发达经济体收紧货币政策仍将是我国货币政策的主要约束。

但综合来看，通胀和海外货币政策收紧对于我国货币政策的制约较为有限，货币政策仍会“以我为主”，关注国内稳增长。一方面，海外因素对我国货币政策的约束将有所减弱，这主要体现为下半年人民币贬值的压力可能放缓。其一，我国经济基本面将逐渐修

复，而随着美联储货币政策持续收紧，美国经济基本面存在着走弱的压力，市场对于中国经济的信心会相对上升；其二，我国出口整体上是稳中有降的走势，虽然对人民币支撑力度减弱，但人民币汇率也不至于快速、大幅下跌；其三，我国国债收益率整体上行，而美债收益率上行速度将较上半年放缓，利差也不支持人民币大幅贬值。另一方面，虽然下半年我国通胀压力有所上升，但整体较为温和、可控。从结构上来看，央行在一季度货币政策执行报告中指出，“要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力”，由于人民币大幅贬值的压力已经减弱，输入性通胀压力整体也较为可控。

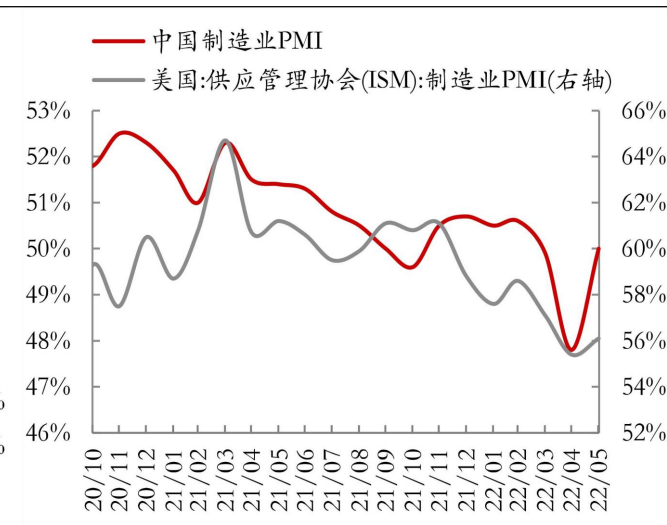
下半年央行存在降息的可能，但可能性整体较小。通胀和海外货币政策并未对我国的货币政策形成绝对约束，因此从理论上讲不能完全排除降息的可能性。但历史上，我国从未在美联储密集加息的时段降息，且存款利率下降也能够带动企业综合融资成本的下降，因此下半年更有可能出现的情况是市场对降息的预期上升，但央行最终未降息。

图表 33：中国国债利差倒挂与人民币快速贬值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 34：中国经济景气度修复，美国景气指标恶化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.5、产业政策：稳地产和促消费是主要发力方向

产业政策也是稳增长的重要抓手。地产监管政策的放松将持续，但房住不炒仍是政策放松的底线。5月23日国常会明确指出，“因城施策支持刚性和改善性住房需求”。根据证券时报的报道，截至6月9日，有16个省（区、市）出台的稳经济一揽子实施方案中专门提到了房地产政策，各地放松房地产监管政策的节奏进一步加快。向前看，一方面，房地产监管政策还将进一步放松。在“因城施策”的框架下，预计将有更多地区放松地产的监管，限购、限售等政策也将被更多城市采用；另一方面，保障性租赁住房等同时符合稳增长和调结构的政策也将进一步加码。但房住不炒的底线约束依旧存在，投机性购房需求将得不到政策支持。

在三驾马车中，消费占GDP的比重最大，其修复速度也相对较慢，因此促消费政策有必要加码。一方面，预计将有更多地区发放消费券；另一方面，汽车消费占消费比重较

大，当前中央已经推出了放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元等政策，未来政策有可能进一步加码。

综合来看，下半年宏观和产业政策均较为积极，财政政策为最主要的发力方向，货币政策以稳信用为核心目的，产业政策也将配合宏观政策，这样的政策组合对于债市的影响整体偏空。

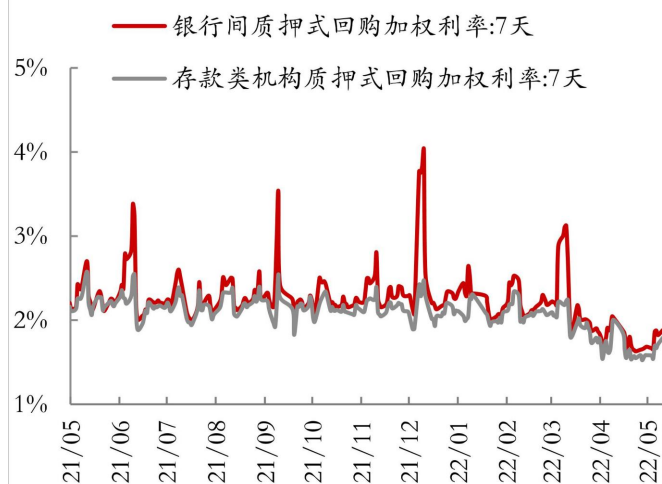
基本面和政策面的节奏将决定利率上行的节奏。由于 7 月底中央将召开政治局会议，8 月人大常委会又是观察增量财政政策的重要时间节点，因此 8 月初将是观察利率上行节奏的重要时间点。预计基本面和政策面在节奏方面的组合存在着两种可能：一是 6-7 月的经济修复节奏超出市场预期，那么未来出台的稳增长政策节奏会放缓，四季度基建、出口增速下降，经济增速超过三季度的可能性降低，利率先加速上行而后高位震荡乃至小幅下行。二是 6-7 月经济修复节奏不及市场预期或者是总量超预期、结构仍旧偏弱，那么 7-8 月稳增长政策将迅速发力，经济基本面修复的节奏可能加快，利率在 8 月之后会加速上行。从当前的情况来看，经济修复的内生动能不足，预计第二种假设实现的可能性更大。

4、资金面均衡转紧，无需过度担忧外资减持

4.1、下半年资金面存在收紧压力

近期资金面非常宽松，疫情冲击进一步恶化了本就疲弱的实体融资需求，宽货币向宽信用的传导存在阻滞，叠加财政支出提速、留抵退税增量，银行间资金面持续宽松，DR007 中枢在 1.6% 左右震荡。从中长期的视角来看，资金面一定会边际收紧，因为 DR007 利率的中枢是 7 天期逆回购利率。

图表 35：近期资金面较为宽松



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 36：银行间质押式回购成交量已达历史较高位置



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

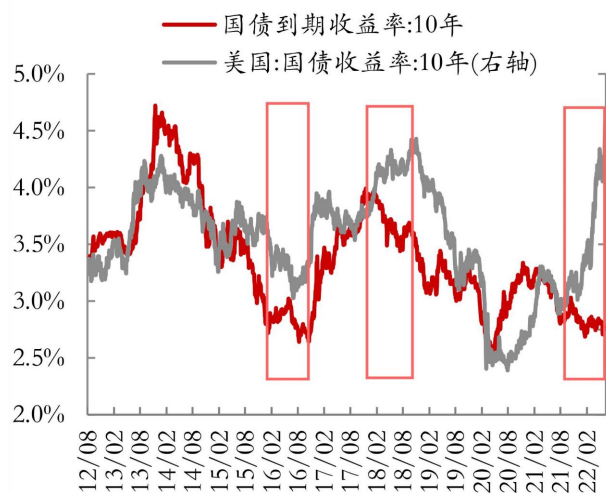
近1-2个月内，资金面尚不会大幅收紧。其一，央行的态度仍然是“将流动性总量保持在较合理充裕略高的水平”，虽然本处的流动性更多指向广义流动性，但银行间资金面维持宽松的状态，能够减少商业银行创造货币的约束。其二，留抵退税要在7月底基本退到位。其三，信用结构的修复可能难以在短期内见到明显效果。

8月之后资金面面临的收紧压力可能会有所增加。其一，预计7月底政治局会议会强调稳增长、稳就业目标，政策的加速推出或将使得信用修复的节奏加快。其二，自8月开始，MLF 每月到期量会增加至5000亿元之上，货币回笼压力增加。

4.2、美债收益率对我国国债的影响

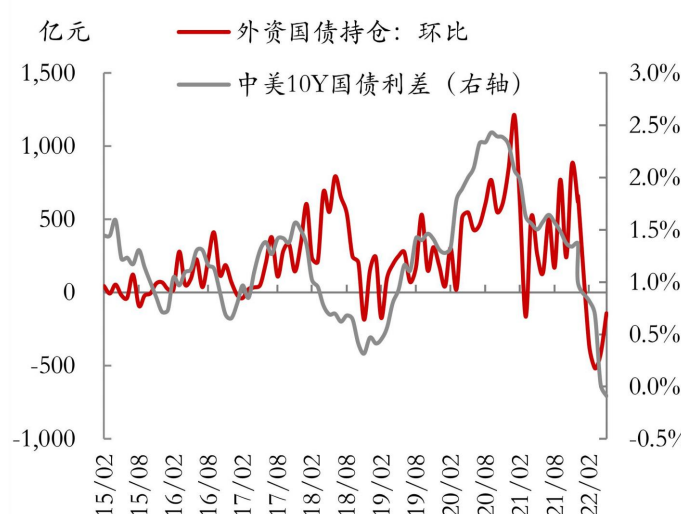
中美国债收益率走势分别反映中国和美国的基本面和政策面，在中美基本面和政策面背离之时，中美国债收益率走势也往往分化。相对于国内的经济形势，下半年美债收益率对我国国债的影响相对次要，其主要体现为两个方面：一方面，美债收益率对我国国债有情绪上的影响，但这种效应往往是短期的，不能改变中长期中国国债的走势；另一方面，中美利差收窄后，外资可能会减持中国国债从而对中国国债有偏空的影响。但中美利差并非影响外资持仓的唯一因素，随着我国债券市场基础设施不断完善，整体来看外资对我国国债的持仓规模在增加。5月中美利差继续收窄，但外资对中国国债减持规模却有所收窄。另外，下半年中美利差迅速收窄的情况或边际缓和。由于美国通胀不断超出市场预期，美联储货币政策迅速收紧，上半年10Y美债收益率由1.6%震荡上行至3.5%，而中国国债收益率则呈现震荡走势，4-5月则有所下行，中美10Y国债利差由去年年末的1.2%下行至当前的-0.5%附近。下半年，美国经济基本面边际转弱，10Y美债收益率继续上行的空间相对有限，而随着中国经济增速企稳回升，中国国债收益率整体上行，中美利差难以继续大幅收窄。综合来看，美债收益率整体对我国国债的影响同样偏空，但影响的程度低于国内基本面和政策面。

图表 37：中美国债收益率走势曾多次背离



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

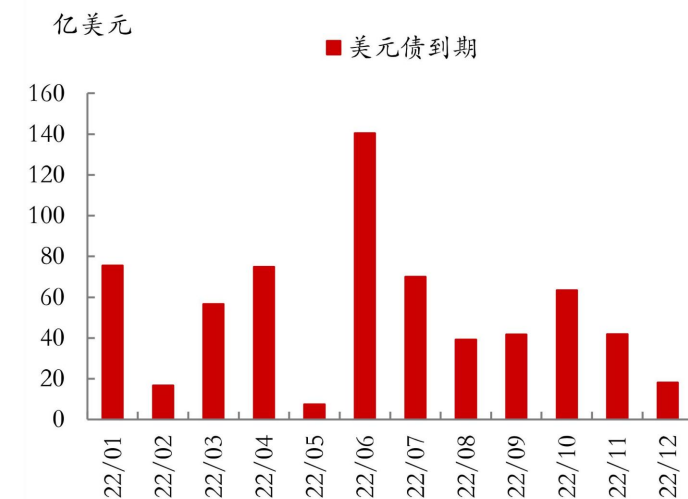
图表 38：中美利差与外资国债持仓



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

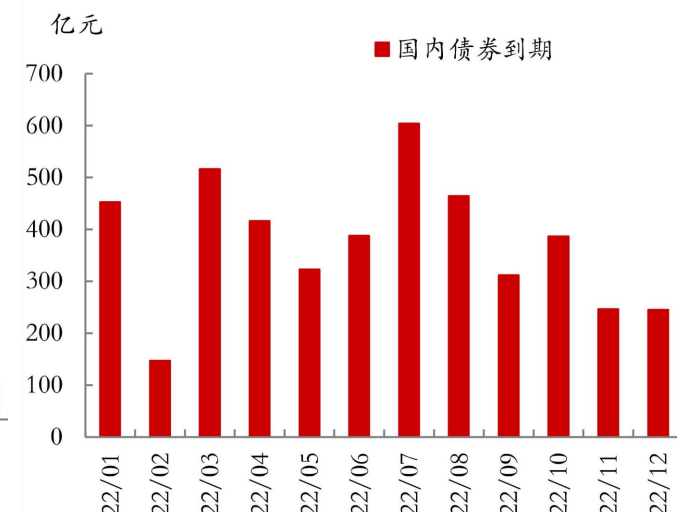
4.3、房企信用风险对国债的影响减弱

图表 39：房企美元债在 6-7 月集中到期



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 40：房企国内债券在 7-8 月集中到期



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 41：销售企稳后，各项资金来源增速将企稳



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

由于房地产自身修复的动能不强，因此房企信用风险在下半年仍有可能发生。但综合来看，信用风险对国债的影响是较为次要的，不能改变利率上行的方向。房企信用风险对于国债市场影响最大的时间段应处于 6-7 月。一方面，6-7 月是房地产企业债券到期的高峰，其后到期规模逐渐降低。另一方面，6-7 月房企融资能力尚较弱。5 月房企各项主要资金来源当月同比跌幅收窄，但累计增速仍在下降。根据历史经验，房企销

售增速和定金及预收款、个人按揭以及国内贷款的增速走势比较同步。近期房地产销售的高频数据已经出现改善迹象，预计三季度定金及预收款、个人按揭等资金来源的累计增速或将企稳回升。因此，理论上房企信用风险对国债的影响将集中体现在6-7月。但从6月情况来看，市场对于房企违约已经有充分预期，信用风险增加并未改变利率上行的走势，预计未来信用风险对于国债的影响较为次要。

5、利率走势展望

从方向上看，下半年利率整体上行。其一，经济增速企稳回升，通胀压力上行；其二，财政政策将进一步发力，货币政策以稳信用为核心目标，降息可能性不大；其三，资金面有收紧压力，外资可能继续减持中国国债。

从节奏上看，利率的上行或有波折。经济内生修复的动能较弱，部分时期经济增速和信用指标或不及市场预期，届时市场对于总量型货币政策推出的预期也可能升温，利率会获得短暂的下行动力。

8月之后，利率上行的速度或将整体加快。7月底的中央政治局会议大概率再次强调稳增长的目标，此后8月的人大常委会等一系列会议可能会出台增量政策工具，经济修复的节奏将加快，同时资金面面临的收紧压力也会增加。

综合来看，下半年10Y国债收益率将由2.8%震荡上行至3.0%附近，十债主力合约价格将由100.2元震荡下跌至98.2元左右。

策略方面：由于中长期债市的方向偏空，中长线的投资者可以逢高布局中线空单，短期期债的上涨反而能够提供空单加仓的时机，配置盘也可以在2.85%之上逐渐积累仓位；短线的投资者需要密切关注票据利率、地产销售等高频指标，以波段交易为主，快进快出。

6、风险提示

疫情演化超预期，经济基本面修复不及预期，货币政策超预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金23亿元人民币，员工近600人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有33家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有134个证券IB分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自2008年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

徐颖、张桑东

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com