

经济修复仍需货币宽松支撑 下半年债市还可谨慎乐观

——2020年下半年利率债市场展望

权利及免责声明：

本文是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本文的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

分析师：

王青 冯琳

时间：2020年07月06日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街
3号兆泰国际中心C座12层
100600

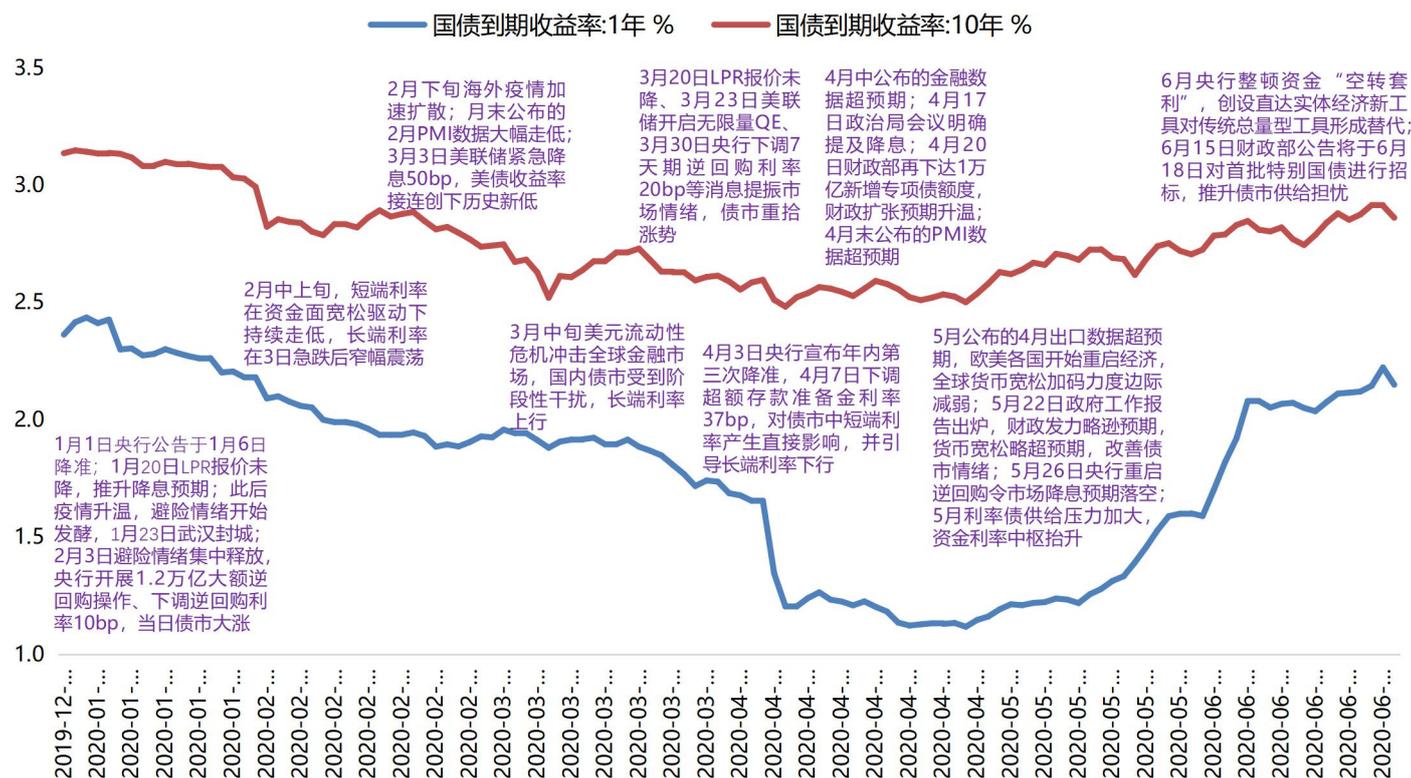
主要观点：

- ▶ 时至年中，全球疫情仍在加速蔓延，下半年国内经济回升幅度会受到一定制约，对债市形成利好。但若国内疫情不出现大规模反复，也很难再开启一波类似上半年的大规模债牛行情。
- ▶ 基本面最坏的阶段已经过去，但经济报复性反弹正在让位给渐进式修复，预计全年GDP增速将在2.0%左右。防疫常态化影响下，下半年国内经济修复仍将呈现非均衡特点：基建投资有望继续强势回升，房地产投资还有上升空间，居民消费信心和企业投资需求的回升力度偏弱，外需则面临较大下行风险。通胀方面，预计下半年CPI向下、PPI向上，二者逐步向“零”附近收敛。
- ▶ 货币政策正在从之前的“救急纾困”逐步转向更加关注稳增长与防风险之间的平衡。但短期内政策转向条件并不成熟，宽松货币环境仍是支撑经济渐进修复的重要基础，预计下半年降息降准将会持续。以直达工具为代表的结构性货币政策是主要发力点，“宽信用”对“宽货币”依赖降低，流动性充裕水平将不及上半年最宽松时期。
- ▶ 下半年债市走向将呈现“上有顶下有底”的区间震荡格局——既难现上半年的大牛行情，也不会出现明显的“牛熊转换”。预计10年期国债收益率将在2.6%-3.0%之间宽幅震荡，站在年中时点上看（利率已反弹至2.85%左右），向下空间大于向上空间，债市仍可谨慎乐观。下半年疫情、外需、货币政策操作等诸多不确定性因素将产生短期交易窗口，可积极关注安全边际的出现，博弈预期差带来的交易性机会。

一、上半年利率债市场走势回顾

上半年债市演绎“过山车”行情，前四个月整体走牛，后两个月大幅回吐前期涨幅。期间 10 年期国债收益率大致在 2.5%-3.1% 区间内波动，高点为年初的 3.15% (1 月 2 日)，低点触及 2.48% (4 月 8 日)；截至 6 月 30 日，10 年期国债收益率报 2.82%，较上年末下行 31.35bp，与同期政策利率下行幅度基本相当 (同期 OMO 和 MLF 利率分别下调 30bp)。

图表 1 上半年利率走势回顾



具体来看，上半年利率走势可以划分为三个阶段：

第一阶段 (1 月)： 尽管 1 月中上旬公布的各项经济数据表现不弱，但因资金面宽松下市场配置力量较强，以及宽松预期升温，**春节前债市仍然维持强**

势。20 日后疫情引发的避险情绪开始发酵，节前最后一个交易日（1 月 23 日）10 年期国债收益率下破 3.0% 阻力位。

第二阶段（2-4 月）：海内外疫情接力扩散，严格的疫情防控措施导致国内外经济轮番“休克”（2 月国内、3-4 月欧美）。为对冲疫情影响，央行货币宽松力度加码，资金利率大幅下行。这一时期，宽货币带动债市短端利率快速走低，长端利率受国内疫情形势好转和经济回升预期等因素影响，下行幅度较缓，**债市演绎“牛陡”行情。**

第三阶段（5-6 月）：国内经济延续边际修复，欧美疫情出现拐点，各国开始重启经济。国内流动性边际收紧，加之利率债供给压力加大，资金利率中枢抬升。央行出手整顿资金“空转套利”，创设直达实体经济新工具，降低了对“宽货币”的依赖，市场出现货币政策转向的担忧。在此背景下，**5 月以来债市大幅下挫，利率曲线现“熊平”形变。**

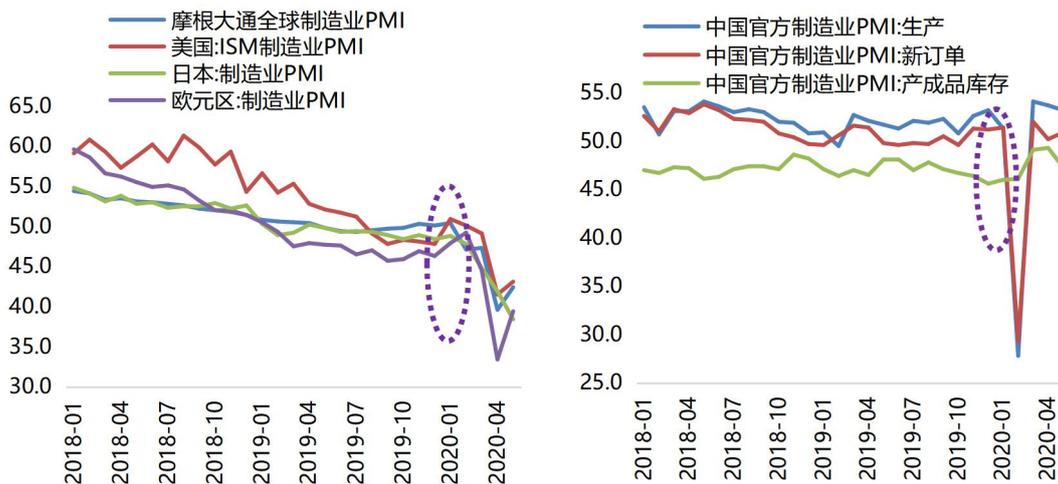
二、 下半年利率债市场走势展望

1. 全球疫情拐点未现，美国疫情反弹，国内防疫常态化将制约下半年经济回升幅度；但在疫情中心转向发展中国家、海外经济逐步修复、全球货币宽松空间不足背景下，疫情对市场情绪的影响有所弱化

新冠肺炎疫情是影响上半年债市走向的核心逻辑，它改变了债市的运行环境。在疫情发生前，尽管新一轮降息周期的开启对债市多头情绪产生支撑，但基本面确实出现不利于债市的边际变化——货币政策转向宽松推动全球经济复苏，中美贸易谈判达成第一阶段协议，国内新一轮主动补库存预期形成。此时疫情的突然爆发，使宏观经济供需两侧遭受重挫，企稳复苏势头被打断；同

时，为对冲疫情给经济和金融市场造成的压力，包括中国央行在内的各国央行加大降息力度，且以美联储降息至零利率和无限量 QE 为代表，宽松力度超出预期。加上疫情造成的避险情绪升温，这些因素都强化了债市的多头逻辑。

图表 2 疫情前全球经济现企稳复苏迹象，国内新一轮补库存预期形成



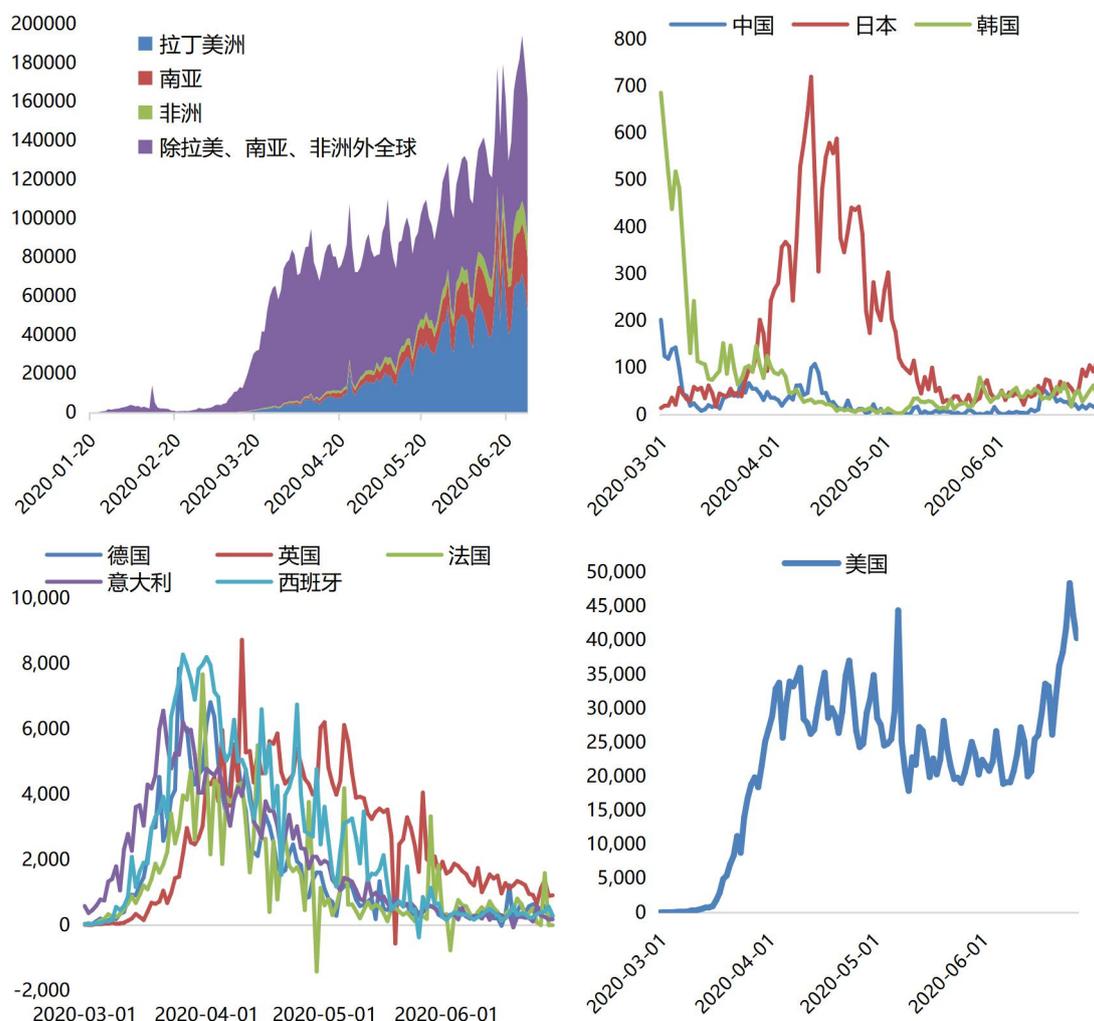
数据来源: WIND, 东方金诚

在经历了 2 月国内疫情高发、3-4 月国内疫情得到控制但欧美疫情迅速升温后，4 月下旬以来，欧美疫情出现拐点，各国开始重启经济，带动风险偏好回升。同时，国内疫情继续保持有效控制，局部有反复但不影响整体大局。这意味着“疫情”这一促成 2-4 月债牛加速的核心逻辑弱化。这是 5 月以来债市调整的重要背景。那么疫情在下半年又将如何影响债市走势？

截至 6 月末，全球疫情仍在加速蔓延，单日新增确诊病例数迭创新高，远超此前各界普遍预期。但第三波疫情高峰发生在拉美和南亚，这些地区经济体量较小，对全球总需求的影响无法与欧美地区相比。同时，除美国外，前期处在疫情中心的中日韩和欧洲主要经济体在经济重启后，均未出现疫情的大规模反复，宏观经济正处于渐进修复过程。不过，受经济重启和全国性抗议活动影响，6 月下旬美国疫情反弹，多州新增确诊病例数跳跃式增长，部分原定复

工计划推迟。如果后续美国新增病例数持续上升,可能会使疫情防控再度升级,但大概率不会有超出 3-4 月的极端防疫措施。

图 3 全球疫情中心转向南亚、拉美等地区, 美国疫情出现反弹



数据来源: WIND, 东方金诚

从对国内债市影响来看,全球疫情拐点未现、美国疫情反弹意味着疫情对全球经济的影响周期拉长,这将对外需回升产生负面影响。同时,为防止境外输入,国内防疫常态化导致经济活动很难完全恢复到疫情前水平。从这个角度看,基本面仍对债市形成支撑。不过,如果海外疫情升级没有造成国内疫情大规模反复,进而改变下半年宏观经济和货币政策向常态化渐进回归的趋势,那么其对国内债市的影响也将仅停留在短期情绪层面,很难再开启一波类似上半

年的大规模债牛行情。

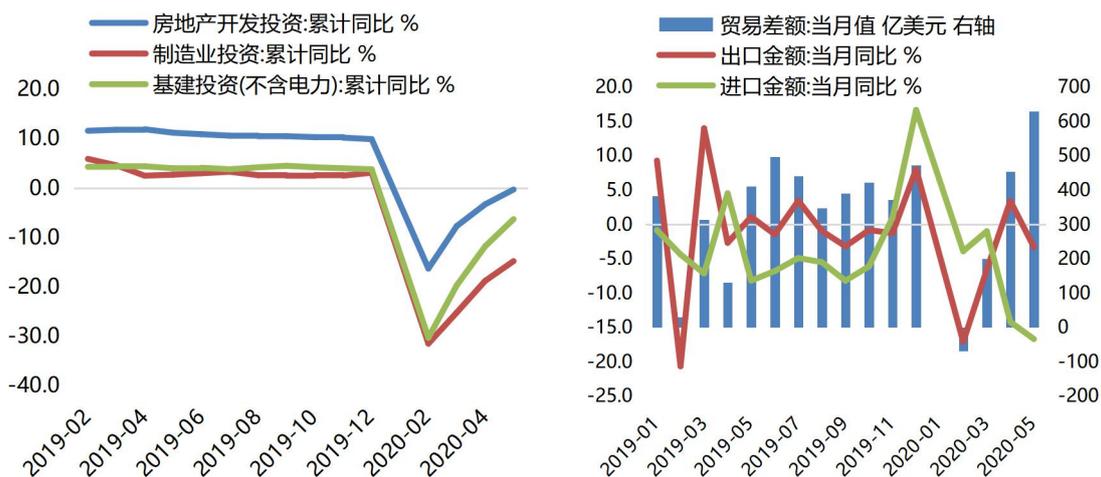
2. 基本面最坏的阶段已经过去，但经济报复性反弹正在让位给渐进式修复，

下半年 GDP 增速有望逐季温和回升，预计全年 GDP 增速将在 2% 左右

2 月前后国内疫情处于高发期，必要的防控措施对宏观经济供需两侧造成严重冲击，一季度 GDP 同比增速大幅下滑至-6.8%。二季度以来，随着国内疫情得到控制，宏观经济呈现出生产回升、消费回补、投资加速态势，房地产、汽车销售表现亮眼，出口贸易也展现出超预期的韧性。但包括工业生产、服务业产出、社零、投资等在内的多项经济指标仍明显弱于疫情前水平，此前市场普遍预期的 GDP 增速报复性反弹正在让位于渐进式修复。同时，经济修复呈现出结构性、非均衡的特点，体现在生产端恢复速度快于需求端，工业恢复速度快于服务业，基建和房地产投资恢复速度快于制造业投资。我们估计，二季度 GDP 增速将实现转正，回升至 2.0% 左右。

图表 4 二季度国内经济渐进修复，但多数经济指标仍明显弱于疫情前水平





数据来源: WIND, 东方金诚

下半年国内经济将继续向积极方面温和修复，这一预期的依据在于：(1)

国内疫情有效控制，海外主要经济体经济重启，全球经济已度过至暗时刻 (见

图表 2-左)。(2) **今年财政政策对经济的支持力度明显加大。** 财政赤字+新增

专项债+特别国债三项合计比去年增加 3.6 万亿。通盘考虑财政“四本账”总

规模，全年预计减收 1.7 万亿，扩支 5.1 万亿，新增财政政策力度达 6.8 万亿，

约占 GDP 的 6.9%。同时，作为“准财政”工具的政策性银行和城投平台也

将在稳经济、扩内需方面发挥更大作用。5 月利率债发行大增，6 月特别国债

开闸，随着资金逐步到位，下半年财政政策对经济的支撑作用将进一步体现。

表格 1 不考虑资金调入和结转结余的财政赤字分析

	2020 年预算 (亿元)			2019 年预算 (亿元)				
	收入	支出	平衡	收入	支出	平衡	平衡变化	
一般公共预算	180,270	247,850	-67,580	一般公共预算	190,382	238,874	-48,492	-19,088
政府性基金	81,446	126,124	-44,678	政府性基金	84,516	91,365	-6,849	-37,828
社保基金	77,287	82,284	-4,997	社保基金	80,844	74,989	5,855	-10,852
国有资本运营	3,638	2,615	1,023	国有资本运营	3,960	2,287	1,673	-650
合计	342,642	458,873	-116,231	合计	359,702	407,515	-47,813	-68,418

2019年 GDP	991,000	991,000	991,000	2019年 GDP	991,000	991,000	991,000	991,000
占比 (%)	36.4	46.3	-11.7	占比 (%)	36.3	41.1	-4.8	-6.9

数据来源：财政部，东方金诚

(3) 在疫情引发的“纾困救急”和逆周期调节需求下，今年以来，宽货币加码，宽信用打出组合拳，带动社融、信贷数据走高。1-5月新增社融累计17.40万亿，新增人民币贷款累计10.28万亿，同比分别增加5.41万亿和2.27万亿；5月末社融存量同比增速为12.5%，贷款余额增速为13.2%，比去年末分别加快1.8和0.9个百分点。社融和信贷放量对经济的支持也将逐步体现。

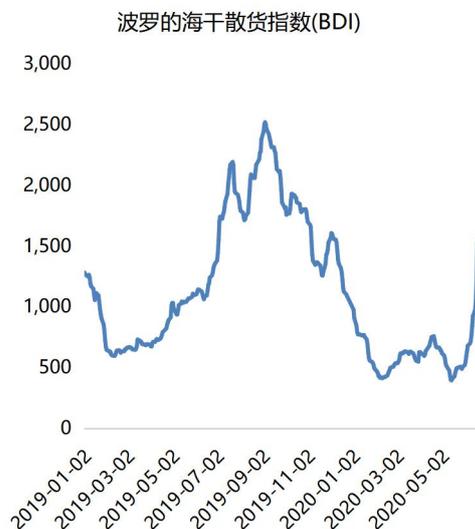
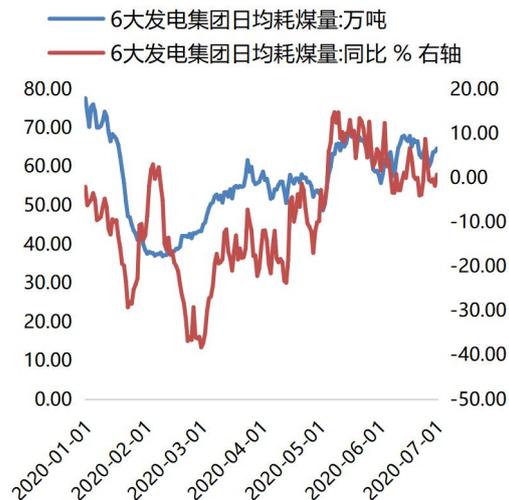
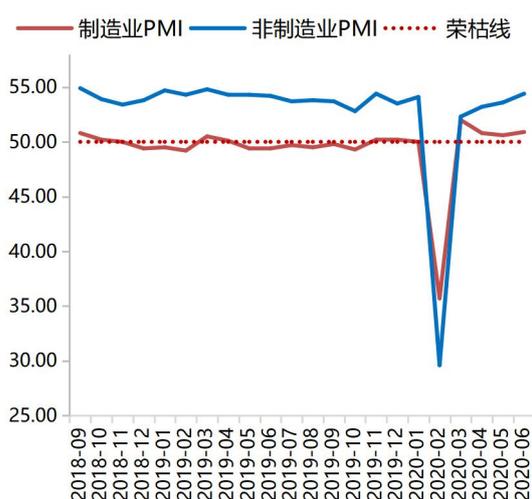
图表 5 宽信用政策效果显现，社融、信贷加速



数据来源：WIND，东方金诚

(4) 从高频数据来看，6月制造业PMI环比走高，连续第4个月处于扩张区间，服务业复苏势头有所加快；发电耗煤等生产指标环比改善；铜、铝、螺纹钢、BDI等高频价格整体上行。这些高频指标均指向经济延续好转。

图表 6 高频数据显示经济延续好转



数据来源: WIND, 东方金诚

防疫常态化影响下，下半年经济修复仍将呈现非均衡特点：(1) 随着资

金到位和项目落地，**基建投资有望继续强势回升**，全年累计增速将达两位数，

大幅高于去年 (3.8%)，将为托底经济的关键所在。(2) 今年房地产政策坚持

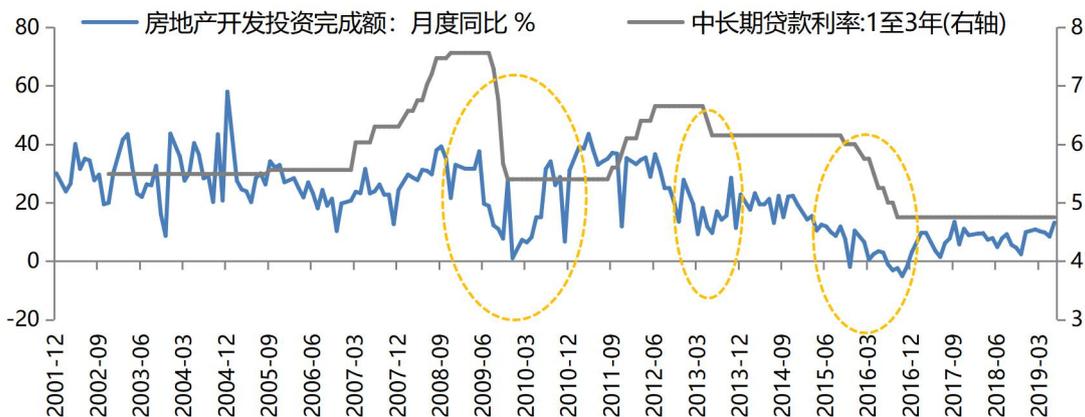
“房住不炒”，保持了调控力度，全面放松的可能性很小，但“因城施策”也

赋予了局部调整的灵活性。同时，货币宽松下，房贷利率边际下行，带动市场

供需回暖，预计**下半年房地产投资仍有上升空间，但上升斜率存在较大不确定**

性。

图表 7 降息周期下，房地产投资拥有较强支撑



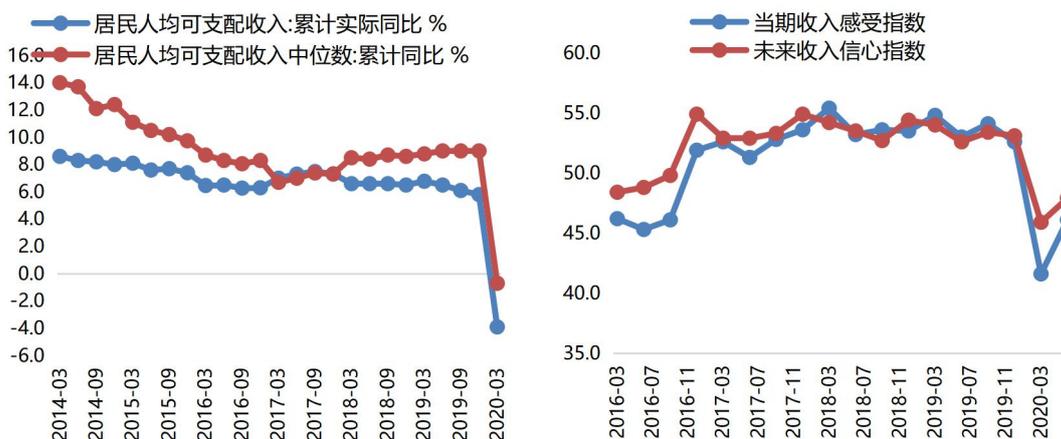
数据来源：WIND，东方金诚

(3) 二季度消费和制造业投资恢复较慢，这意味着后期回升潜力很大。

但因疫情导致预期不稳、防疫常态化制约经济活动、居民收入增速下滑、终端需求较弱，预计下半年居民消费信心和企业内生投资需求的回升力度仍将偏弱。

此外，在前期积压需求集中释放后，下半年汽车销售增速也有反复可能。我们预计，今年全年社零累计增速将在 3.0%左右，明显弱于去年 (8.0%)；制造业投资或难摆脱负增，全年累计增速约为-4.0%，大幅低于去年的 3.1%。

图表 8 疫情对居民收入和收入信心均产生明显负面影响



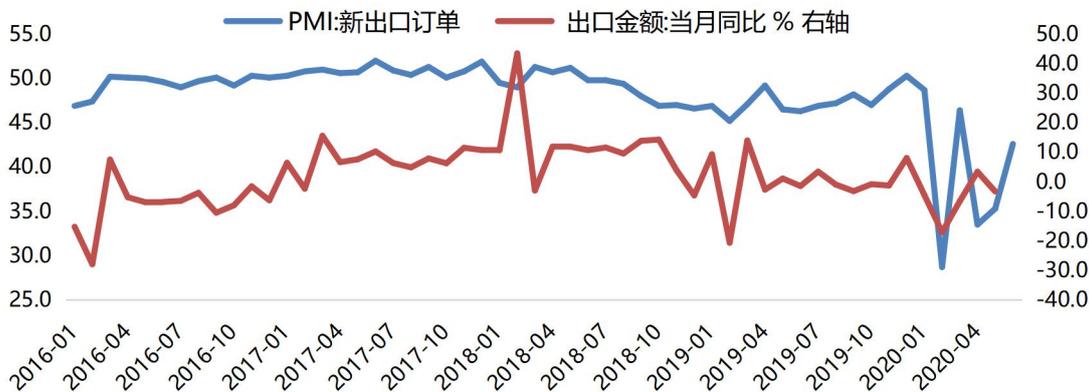
数据来源：WIND，东方金诚

(4) 二季度在海外疫情加速扩散、全球经济砸下深坑背景下，我国出口

贸易保持了较强韧性。一方面受前期积压订单集中出货拉动，另一方面也与防疫物资的大量出口有关。此外，国内外疫情和复工节奏的错位或也阶段性推升海外对我国部分商品的进口需求。由于同期内需萎缩、价格下跌导致进口增速下滑较快，1-5月我国商品贸易顺差同比增长52.9%。

展望下半年，**海外经济重启，有助于缓解外需失速下行的风险**，这也反映于6月制造业PMI新出口订单指数的回升。但考虑到国内企业接到海外订单与实现报关出口之间普遍存在2-3个月的时间间隔，**三季度出口数据可能会更多反映二季度的外需萎缩和订单流失**。另外，当前全球疫情仍在加速，主要经济体PMI虽有所反弹，但仍处深度收缩区间；近期全球最大消费国美国疫情出现反复，可能会进一步制约下半年全球经济和贸易回升幅度。IMF在6月公布的《全球经济展望》中，将今年全球GDP增速、商品和服务贸易量增速从4月预测的-3.0%、-0.9%调降至-4.9%、-11.9%——**后续外需仍面临较大下行风险，短期内出口增长仍将承压**。此外，**近期中美关系恶化带来的次生风险也值得关注**。

图表 9 企业接到海外订单与实现报关出口之间存在时滞

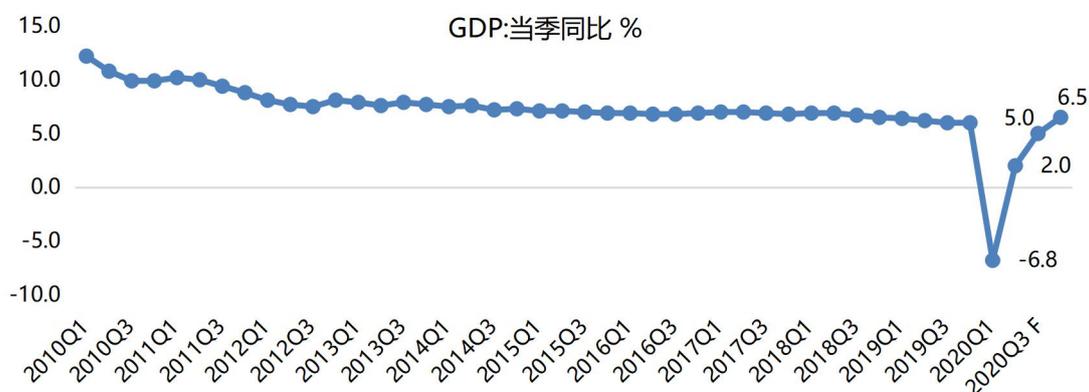


数据来源: WIND, 东方金诚

整体上看，**下半年国内宏观经济将持续向常态回归，GDP增速有望逐季**

回升。但考虑到本轮基建刺激力度很难与 2008-09 年、2012-13 年两轮“基建潮”时期相比，“房住不炒”原则下房地产政策全面放松的可能性很小，就业和收入预期不稳定导致居民消费信心恢复缓慢，外需下行压力仍然较大，企业内生投资需求不足，意味着下半年 GDP 增速仅能回升至潜在增长水平(6%)附近。我们预计，**三季度 GDP 增速将回升至 5.0%，四季度升至 6.5%，反弹斜率逐步放缓，全年 GDP 增速将在 2.0%左右。**

图表 10 下半年 GDP 增速有望逐季回升至潜在增长水平



数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值

3. 下半年货币投放增加造成通胀大幅走高的可能性很小，预计 CPI 向下、PPI 向上，二者逐步向“零”附近收敛，不会对货币政策构成约束，但需关注再通胀预期逐渐发酵对债市的影响

与去年下半年 CPI 持续走高，尤其是四季度之后全球经济企稳回暖带动 PPI 也转为上行相比，今年以来通胀形势发生了逆转性的变化。**上半年 CPI 自高点拐头向下，PPI 回升势头戛然而止，再度落入通缩区间。**这一方面与猪周期转为下行有关，这主要影响食品 CPI 回落，另一方面也体现了疫情对需求侧的冲击，这反映于核心 CPI 放缓和 PPI 通缩。

谈及疫情对通胀的影响，在疫情初期，严格的封锁措施对供需两侧都产生

剧烈冲击。但因不同商品和服务的需求刚性不同，这对通胀产生了非对称、结构性的影响，导致 2 月食品和非食品价格分化加大。但从 3 月起，国内经济重启，而供给侧恢复速度快于需求侧，加之疫情全球扩散、需求前景黯淡导致以油价为代表的国际大宗商品价格下跌，CPI 和 PPI 开始同步快速走低。

图表 11 3 月以来 CPI 和 PPI 同步快速下行



数据来源: WIND

展望下半年，猪肉价格仍将延续下行，加上去年同期基数偏高，翘尾因素持续下降，CPI 将逐步走低。从节奏上看，近期南方暴雨引发蔬菜价格上涨，翘尾变动幅度不大，预计 6、7 月份 CPI 趋稳，8 月起则将开始快速下滑，**四季度 CPI 同比中枢或将降至 1% 以下**。PPI 方面，随着全球经济渐进重启，需求前景改善，大宗商品价格也有所反弹，我们判断**5 月将为年内 PPI 最低点，下半年 PPI 有望震荡回升**。但因全球疫情仍在加速扩散，全球经济恢复将较为缓慢，大宗商品价格上行空间有限，预计**下半年 PPI 回升也仅为向“零”附近靠拢**。

我们注意到，近期市场对于再通胀的担忧有所增加，主要论据是疫情冲击下全球货币宽松力度空前，货币超发将带来物价普涨。这种观点有其合理性，因为货币超发往往是高通胀的源头，但货币超发并非必然引发通胀大幅走高。

另一个必要前提是资金能够顺利流向实体部门，而非在金融体系内部空转，同时实体部门将资金用于消费、投资等经济活动，从而提高货币的流通速度，而非将资金转化为存款等金融资产。考虑到下半年疫情对经济和需求的影响犹存，居民消费和企业投资信心的完全恢复仍将受到抑制，不太可能出现通胀大幅上行的局面。但**明年上半年通胀走高的风险较大，需关注今年下半年再通胀预期逐渐发酵对债市的影响。**

4. 在经济边际回升势头基本确立的过程中，货币政策从之前的重在“救急纾困”，逐步转向更加关注稳增长与防风险之间平衡，但短期内政策转向条件并不成熟，宽松货币环境仍是支撑经济渐进修复的重要基础，预计下半年降息降准将会持续。

疫情以来，货币政策大致可分为两个阶段。

第一个阶段（2-4月）：国内和欧美疫情接力爆发，央行货币宽松力度加码，意在稳增长、稳预期的同时，加大对微观企业定向支持力度，缓解企业流动性压力，**体现了“救急纾困”的原则。**

首先，国内疫情初期，央行在春节假期后两个交易日投放流动性 1.7 万亿元，下调逆回购中标利率 10bp，同时，推出 3000 亿元专项再贷款，并增加再贷款、再贴现额度 5000 亿元。

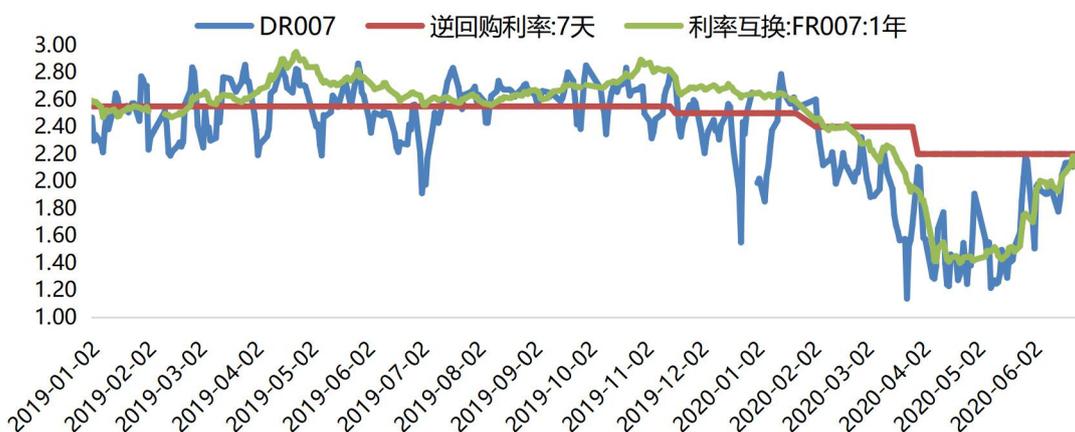
其次，欧美疫情爆发后，外部经济下行风险显著加大，3月27日政治局会议指出“当前国内外防控和经济形势正在发生新的重大变化”，提出要加大宏观政策对冲力度。随后，3月30日央行下调逆回购利率 20bp，3月31日国常会明确增加再贷款再贴现额度 1 万亿元，4月3日央行宣布定向降准，4

月 7 日将超额存款准备金利率从 0.72%降至 0.35%。

我们注意到，由于超额存款准备金利率被视为“利率走廊”的下限，这一利率在时隔 12 年后首度被下调，也被市场解读为央行允许资金利率在前低基础上进一步下行的信号，引发市场对于货币宽松的乐观预期。当然，现在回溯可以发现，市场对于央行意图产生了误读。在当时资金利率已经显著低于政策利率的情况下，央行大幅下调超额存款准备金利率，实际上是在敦促商业银行加大对企业信贷投放力度，不要把央行释放的流动性囤积在自己手里，或淤积在货币市场上。

第二个阶段（5-6 月）：在经济边际回升势头基本确立的过程中，货币政策从之前的重在“救急纾困”，逐步**转向更加关注稳增长与防风险之间的平衡，货币宽松力度边际放缓**。在维护市场流动性合理充裕的同时，央行开始出手整顿资金空转套利，防范金融风险抬头。在此过程中，资金利率中枢出现较快上升，债市大幅下跌。6 月初央行推出直达实体经济的货币政策新工具，对传统总量型工具产生一定替代作用，释放出政策重心进一步转向宽信用的信号，债市进一步下挫。

图表 12 5 月以来资金利率已逐步抬升至政策利率附近



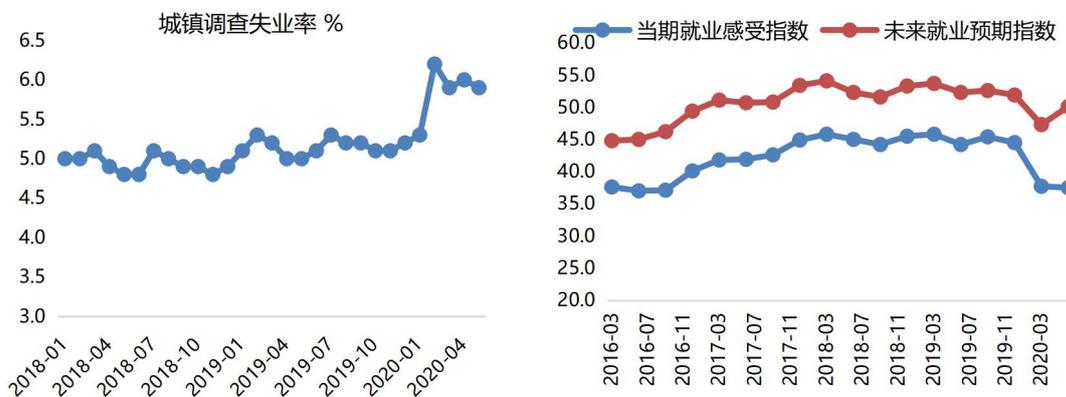
数据来源：WIND

我们认为，**短期内政策转向条件并不成熟，宽松货币环境仍是支撑经济渐进修复的重要基础，预计下半年降息降准将会持续。**主要体现在以下几个方面：

首先，从经济基本面来看，下半年疫情阴云未散，外需疲弱，经济内生动力不足。更为重要的是，今年政府工作报告虽未提出经济增长目标，但将“稳就业”视为头等要务。而要实现“城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6%左右，城镇登记失业率 5.5%左右”的目标，实际 GDP 增速需要达到 2-3%的温和增长水平，这意味着下半年 GDP 增速需回升至潜在增长水平附近。

根据 IMF 在 6 月发布的最新预测，考虑了已经实施的财政应对措施，并预计今年剩下的时间将继续实施这些措施，同时央行将保持现有政策态势的情况下，四季度我国 GDP 增速也仅能回升至 4.4%，全年增速为 1.0%。因此，**为带动下半年国内经济增速回归潜在增长水平，宏观政策还需适度发力，这也是 5 月政府工作报告中的明确要求。**

图表 13 疫情冲击下就业形势面临较大压力



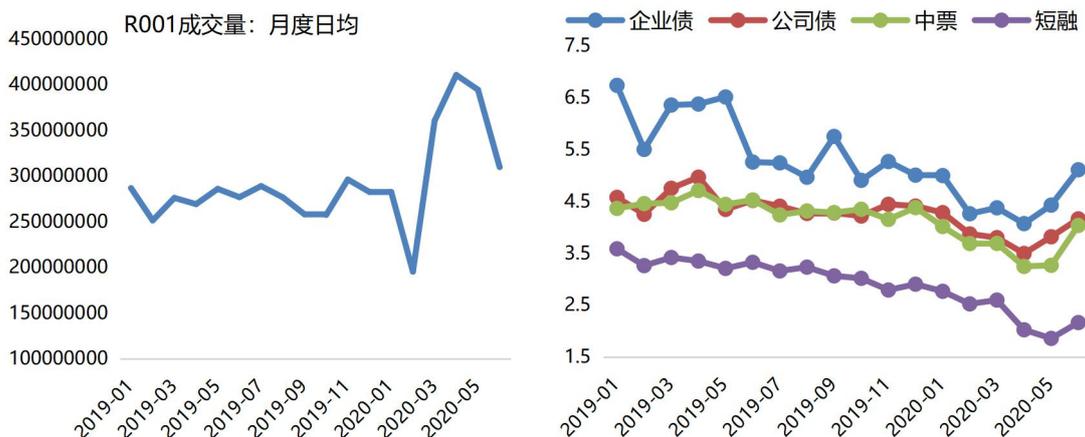
数据来源：WIND，东方金诚

其次，从政策层面来看，**今年政府工作报告关于货币宽松的要求加强。**这

具体体现在“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”的表述上。此前央行发布的2019年第四季度货币政策执行报告中，相关表述为下一阶段“促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”。两相比较，政府工作报告的政策表述更加积极。**6月18日国常会强调“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，“引导贷款利率和债券利率下行”，**也表明下一阶段货币政策不会发生根本性转向。

第三，从金融防风险角度来看，**近期央行打击资金空转套利已取得明显成效。**从回购市场的变化来看，隔夜成交量在4月份放大后，在5-6月已有明显下降。更为重要的是，**资金利率上行对实体经济融资的反向冲击出现**，这在信用债市场体现的颇为明显，发行利率大幅上升导致发行人放缓融资计划，5-6月取消或推迟发行的债券规模占比持续提升。7月1日央行下调再贷款、再贴现利率，这便反映出监管层针对6月票据融资利率以及企业债券发行利率上行、实体经济相关融资成本上升，已开始着手采取调控措施。

图表 14 5月以来隔夜成交下降，资金利率走高推升债券发行成本



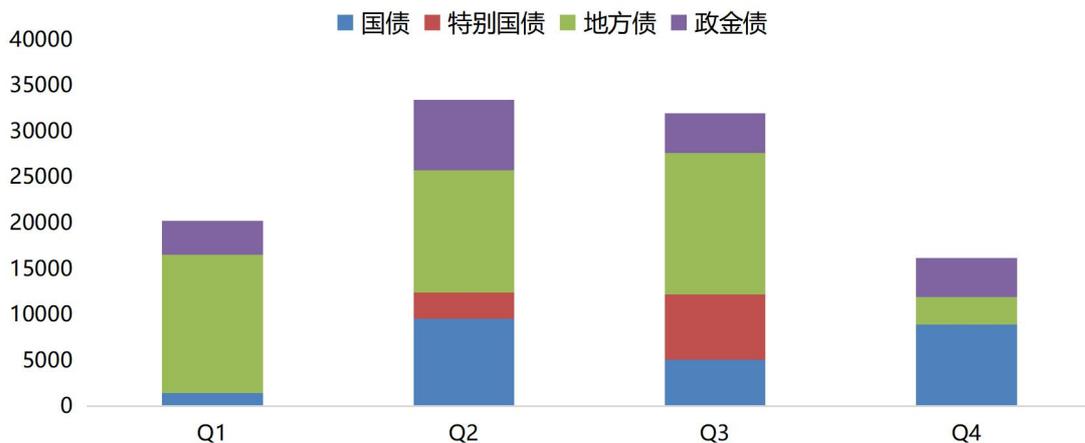
数据来源：WIND，东方金诚

最后，从资金需求角度来看，**在财政扩张背景下，下半年利率债供给压力**

犹存。今年预算赤字 3.76 万亿，其中，中央财政赤字 2.78 万亿，对应记账式国债净发行约 2.5 万亿；新增专项债额度为 3.75 万亿，新增一般债额度为 9800 亿；特别国债发行 1 万亿。同时，作为准财政工具的政金债也需发力，预计净发行将达 2 万亿。综合来看，**加上特别国债，今年利率债净发行约为 10.2 万亿**，比去年增加约 4 万亿。

上半年利率债净发行约 5.4 万亿，因此**下半年净发行规模约为 4.8 万亿**，与上半年基本持平。从节奏上看，由于专项债和特别国债集中在三季度发行，**预计三季度净发行将达 3.2 万亿，单月净发行超万亿。这就意味着，如果央行流动性支持力度不够，可能会引发市场较大波动。**

图表 15 下半年利率债供给压力集中在三季度



数据来源：东方金诚

对于下半年货币政策，我们有以下几点判断：

第一，货币宽松方向不会发生逆转。下半年为带动国内经济增速回归潜在增长水平，夯实稳就业基础，宏观政策还需适度发力。在金融系统加大对实体经济让利的同时，以宽货币推动宽信用仍是货币政策的重要传导路径。因此，**下半年货币宽松方向不会发生逆转，三季度为配合政府债券发行，降息、降准**

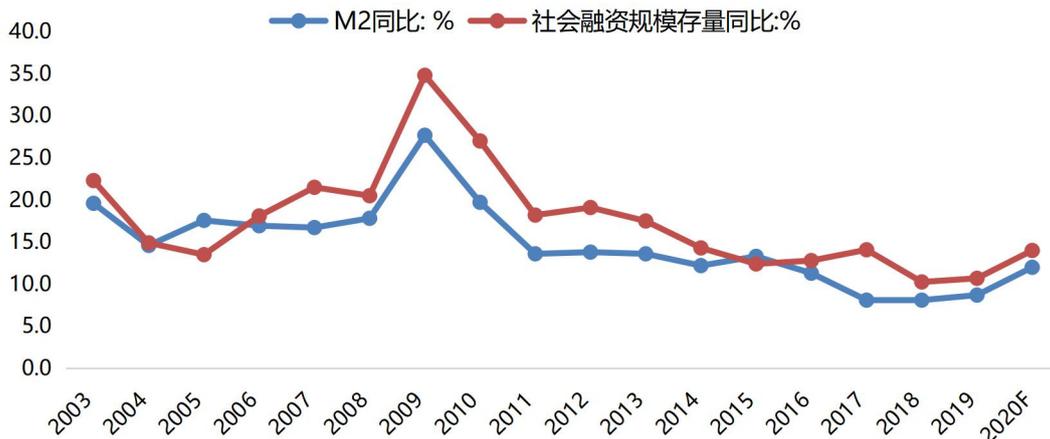
仍有可能。

第二，监管层会进一步挖掘结构型货币政策潜力。央行二季度货币政策例会要求“提高政策的‘直达性’”，对运用结构型货币政策加大对民营、小微企业等实体经济支持力度着墨较多。我们认为，这意味着继两大创新工具之后，下半年央行还会进一步挖掘结构型货币政策潜力，除了现有的再贷款再贴现政策规模可能进一步扩大外，还有可能围绕再贷款再推出新的直达实体政策工具。政策“直达性”提升，也表明“宽信用”对“宽货币”依赖降低。

第三，流动性将保持合理充裕。5月下旬以来资金利率过快上行，对实体经济融资产生了反向冲击，这也与当前引导债券利率下行、降低实体经济融资成本的政策意图相悖。6月资金利率（DR007）中枢已回升至2.0%，比政策利率（7天OMO利率）低20bp。我们认为，随着货币宽松取向重新确认，资金面悲观预期得到修正，后期资金利率将有一定程度下行，但“宽信用”对“宽货币”依赖降低，流动性充裕水平难以回到上半年最宽松时期，预计**资金利率波动中枢在1.8%左右**。

第四，央行将坚守不搞大水漫灌底线，货币扩张幅度有限。央行二季度货币政策例会在要求加大宏观政策逆周期调节力度的同时，新增“坚持总量政策适度”的内容。表明未来在货币政策加大逆周期调节的过程中，避免宏观杠杆率过快上升、防范系统性金融风险再度抬头仍在政策议程中占有重要位置。由此我们判断，今年M2和存量社融增速将分别控制在12%和14%以内，提速幅度会显著低于2009年的两位数水平。

图表 16 今年 M2 和社融存量增速提升幅度将显著低于 2009 年水平



数据来源：WIND，F 为东方金诚预测值

5. 下半年债市既难现上半年的大牛行情，也不会出现明显的“牛熊转换”，预计 10 年期国债收益率将在 2.6%-3.0%之间宽幅震荡，关注疫情、外需、货币政策操作带来的短期交易窗口

下半年经济基本面和货币政策将逐步向常态回归，这意味着利率很难向下突破前期“疫情+基本面+货币政策”最友好时期（3-4月）的水平，10年期国债收益率在 2.5%已基本可以确定是本轮债牛的顶部。另一方面，目前全球疫情仍在上升，医学专家张文宏表示“无论疫苗到来与否，全球性疫情蔓延情况至少要到年底和明年上半年”。这就意味着下半年经济也很难完全恢复到疫情前水平，货币政策也不可能快速退出。因此，利率也不会出现过于凌厉的上行，年内向上碰触甚至超过疫情前水平（1月均值为 3.1%）的可能性很小。

整体上看，下半年债市走向将呈现“上有顶下有底”的区间震荡格局——既难现上半年的大牛行情，也不会出现明显的“牛熊转换”。预计 10 年期国债收益率将在 2.6%-3.0%之间宽幅震荡，站在年中时点上看（利率已反弹至 2.85%左右），向下空间大于向上空间，债市仍可谨慎乐观。

下半年疫情、基本面和政策层面不确定因素较多，预期面临反复修正，市

场波动较大，可积极关注安全边际的出现，博弈预期差带来的交易性机会。三季度重点关注疫情反复、南方洪灾、出口超预期下滑导致经济修复斜率不及预期，就业压力加大推升政策加码预期，以及央行降准、降息护航特别国债和专项债发行，改变资金面预期的可能性；四季度可关注美国大选、中美关系、冬季疫情反弹带来的短期交易窗口。