

利率震荡为主，走势前高后低

——2021年利率债市场展望

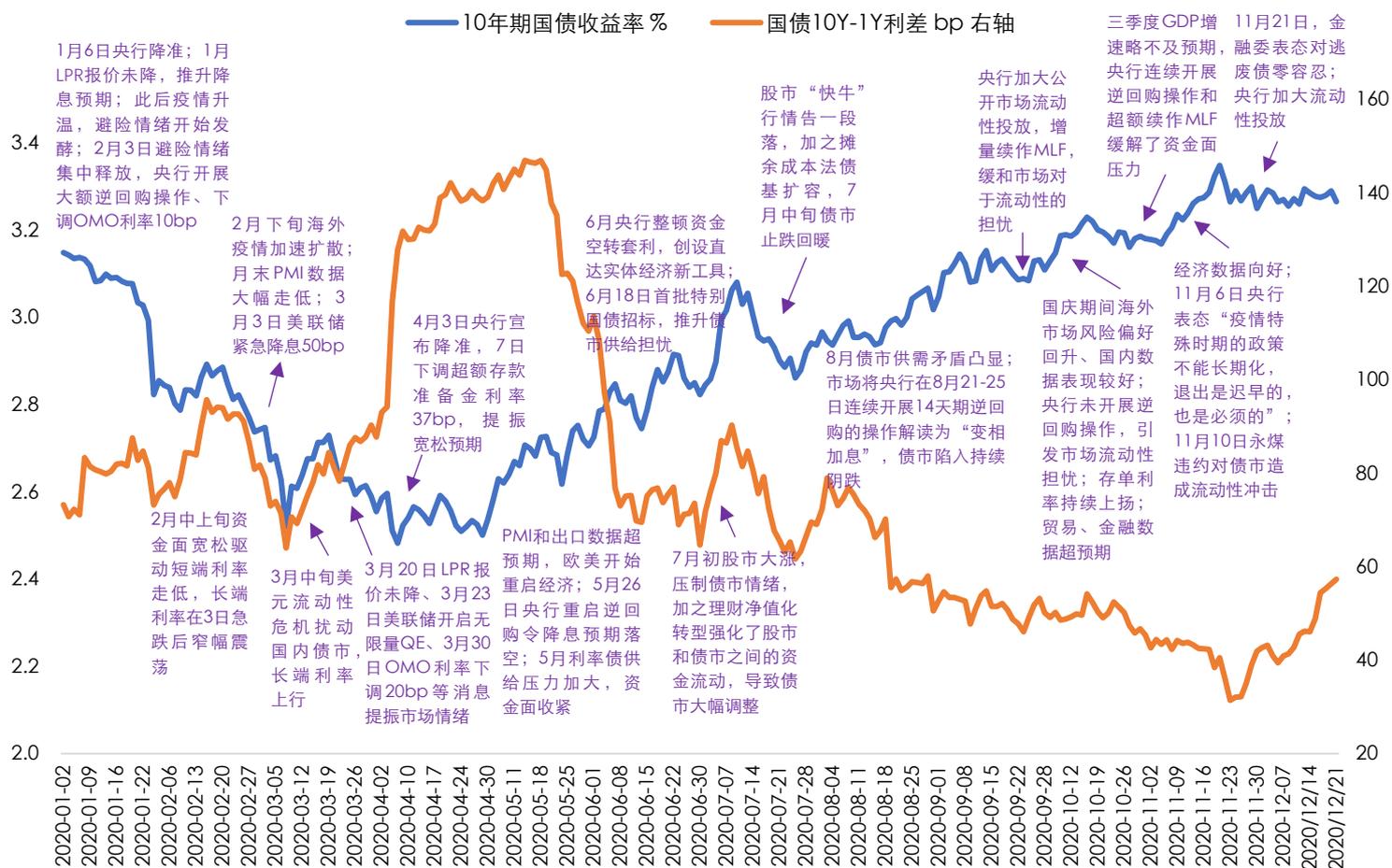
主要观点

- 基于对基数变动和边际增长动能的研判，预计 2021 年全年 GDP 整体高增，季度 GDP 增速将在一季度冲高后逐季回落。2021 年国内无明显通胀压力，年内 PPI 和 CPI 均大致呈现“先升后稳”趋势，全年涨幅处于温和水平。整体来看，基本面对债市仍偏不利，节奏上则有望带动长端利率“前高后低”。
- 2021 年货币政策将进一步向常态回归，整体取向稳中偏紧；政策利率料将保持稳定，资金利率在围绕政策利率宽幅波动的过程中，中枢进一步上行的空间有限，并可能呈现“前高后低”走势。
- 在稳定宏观杠杆率的政策目标下，2021 年社融存量增速将趋于回落，但为避免“政策悬崖”，社融增速断崖式下跌的可能性不大。信用扩张速度放缓，对利率债和高等级信用债构成利好，信用利差和等级利差则面临较大走阔压力。
- 2021 年财政政策力度将明显回调，利率债净融资规模将较 2020 年下降，同时需求力量有望改善，债市面临的供需环境将有所好转。
- 2021 年利率将以震荡为主，全年波动幅度有限，整体走势“前高后低”。其中，一季度前半段债市环境相对友好，随后利空共振或令债市承压、助推利率上行；及至二季度中后段利率拐点料将出现，但将持续一段磨顶过程；下半年债市环境整体改善，利率中枢较上半年将有所下移，但也难现大牛行情。预计年内 10 年期国债收益率高点将在 3.4%-3.5%之间，低点将在 3.0%-3.1%之间。

一、 2020 年利率债市场回顾

2020 年债市“大起大落”，年底与年初相比整体走熊。1-4 月国内宏观经济遭受疫情剧烈冲击，央行货币宽松力度加码，资金利率大幅下行，债市演绎“牛陡”行情。5 月以来，利率曲线走向“熊平”，到 8 月下旬债市已回吐疫情后的全部涨幅，利率调整的速度和幅度超出预期。其根本原因在于，在国内疫情得到控制，经济持续改善，且疫情和经济拐点均领先于海外主要经济体的情况下，央行要比市场预期更快、也更加坚定地退出疫情期间的“危机模式”，转向更加注重稳增长和防风险平衡的“常态模式”。

图表 1 2020 年债市从“牛陡”走向“熊平”



数据来源：WIND，东方金诚

具体来看，截至 12 月中上旬，2020 年利率走势大致可划分为五个阶段：

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）：国内经济延续修复，欧美各国陆续开始重启经济，带动风险偏好回升。随着经济向好势头逐步确立，货币政策开始向常态回归，流动性投放边际收紧，加之利率债供给压力加大，资金利率中枢抬升。同时，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。由此，5月起债市大幅下挫，利率曲线现“熊平”形变。

第四阶段（7-10月）：7月初股市大涨，除了在情绪层面压制债市外，理财净值化转型强化了股市和债市之间的资金流动，加剧股债跷跷板效应，导致债市大幅调整。其后，随着股市“快牛”行情告一段落，债市再度回归基本面和资金面驱动。一方面，经济基本面延续改善，另一方面，货币政策回归中性、地方债供给放量、银行压降结构性存款等因素叠加，导致银行缺少中长期资金，债市供需矛盾凸显。9月初10年期国债收益率上破3.1%，此后央行加大流动性投放，增量续作MLF，一定程度上缓和了市场对于流动性的担忧。但银行负债端压力未解，存单利率持续上行，债市供需矛盾犹存，加之经济和社融数据持续向好，市场情绪依然谨慎，利率窄幅震荡。

第五阶段（11月-12月中上旬）：11月上旬基本面数据继续向好，加之6日央行表态“疫情特殊时期的政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的”，利率整体上行。这一阶段短端利率上行幅度较大，显示市场流动性预期偏紧。11月10日永煤超预期违约事件对信用债市场造成剧烈冲击，并通过流动性压力传导至利率债，债券收益率加速上行。11月21日金融委表态对逃废债“零容忍”，市场情绪得到缓和，同时央行加大流动性投放，资金面相对充裕，同业存单利率亦企稳下行，债券利率止涨回落。这一阶段债券利率下行主要受资金面宽松驱动，故短端利率下行幅度较大，期限利差有所走阔。

全年来看，2020年10年期国债收益率大致在2.5%-3.3%之内波动，高点为3.35%（11月19日），低点触及2.48%（4月8日）；12月21日，10年期国债收益率报3.27%，比年初高出约12bp，也已超出2019年四季度中枢水平（3.20%）。同时，年内国债10Y-1Y期限利差高点达147bp，低点至31bp，12月21日报57bp，较年初收窄16bp，收益率曲线总体平坦化。

表格 1 2020 年底主要期限国债和国开债收益率及历史分位数

	国债						国开债				
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
2020 年 12 月 21 日收益率 (%)	2.69	2.93	3.07	3.26	3.27	3.82	2.79	3.11	3.36	3.48	3.64
较 2020 年初变动值(bp)	27.59	18.26	15.79	19.45	11.67	8.61	25.98	15.84	-0.98	-7.53	4.90
较 2019 年高点距离(bp)	-27.71	-19.17	-19.58	-18.88	-16.91	-18.55	-30.81	-39.39	-42.94	-51.47	-23.36
2011 年以来历史分位数 (%)	40.24	37.80	34.79	34.59	30.38	28.35	30.91	20.88	18.57	15.68	25.96

数据来源：WIND，东方金诚

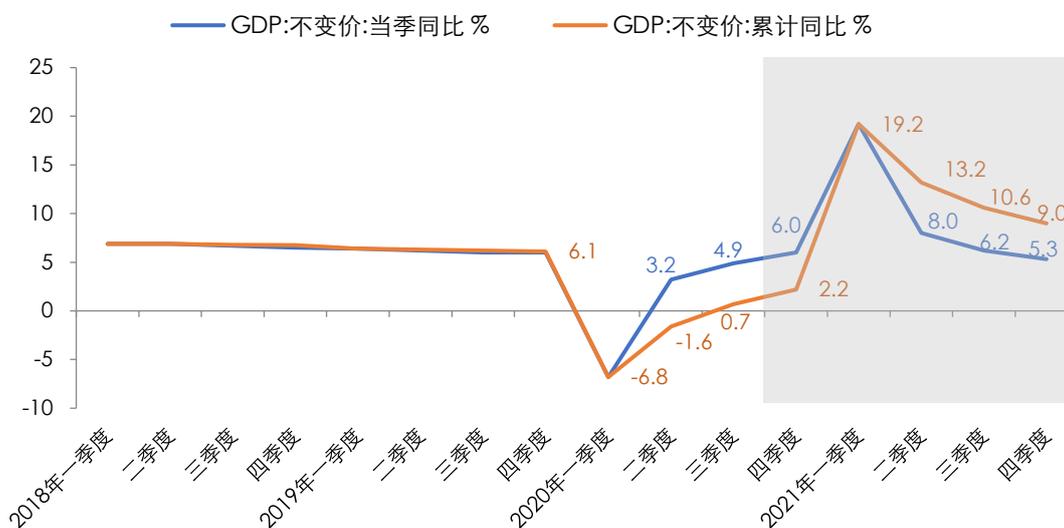
二、 2021 年利率债市场展望

(一) 基本面：

1. 2021 年 GDP 同比有望达到 9.0%左右，但高增长是由低基数造成的，并不代表经济会有过热之忧；年内经济增速将前高后低，除因基数扰动外，经济增长动能也将边际趋弱。

基于对基数变动和边际增长动能的研判，我们预计 2021 年 GDP 将整体高增、年内走势“前高后低”。一方面，在不出现新的重大冲击的条件下，2021 年 GDP 增速将加快至 9.0%左右，创下近十年来最高增长水平。但这一高增速主要由低基数造成，并非由于经济增长的内生动力会有明显增强，更不代表经济运行会有过热之忧。据我们测算，如果 2021 年 GDP 增速达到 9.0%，那么 2020-21 年两年复合增长率为 5.5%，仍低于 2019 年 6.1%的增长水平。这既体现了疫情对经济造成的整体冲击效应，同时也表明，受劳动力人口数量下降、经济发展水平提高等因素影响，当前我国经济增速整体上仍处于一个趋势性下行过程。

图表 2 低基数拉动下，2021 年经济增速将大幅反弹，年内呈“前高后低”走势

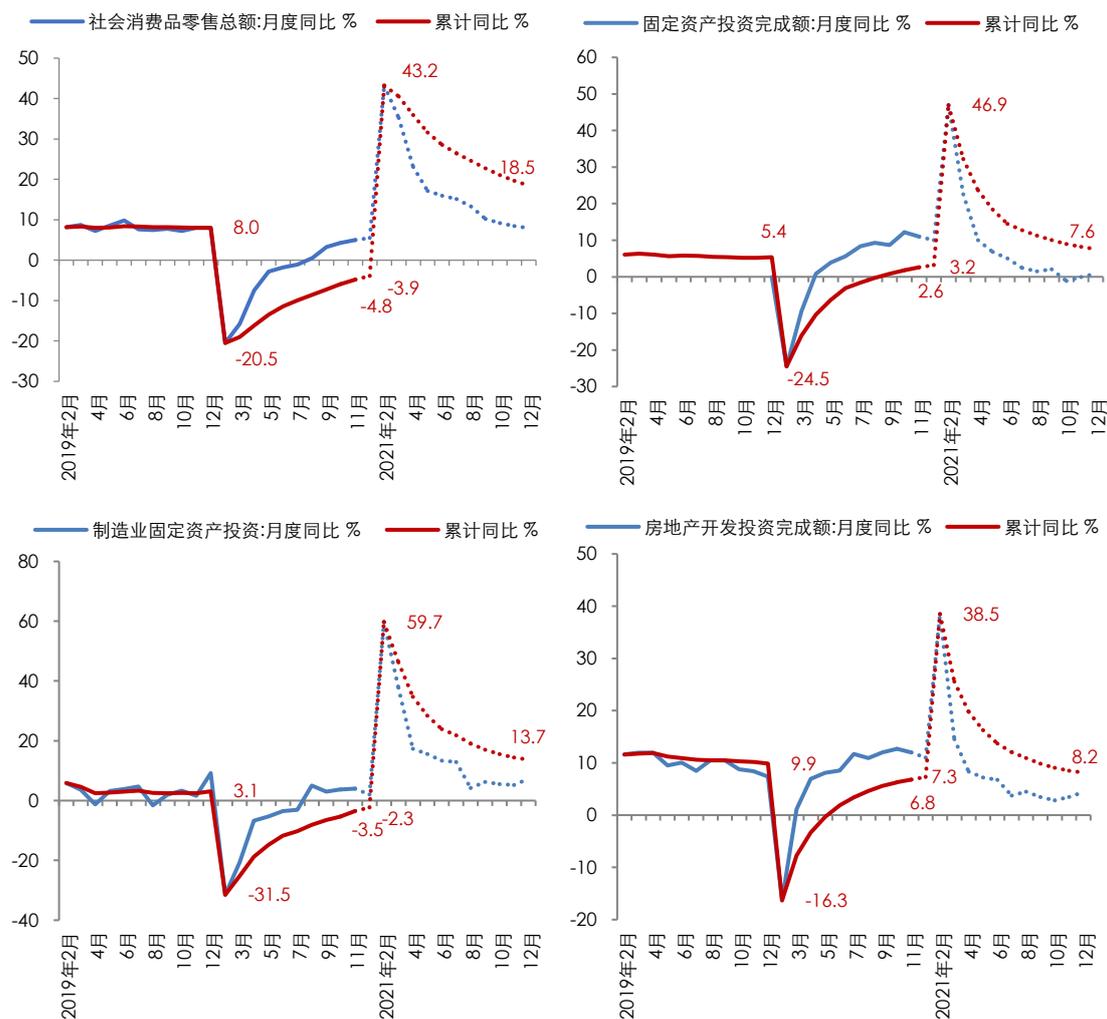


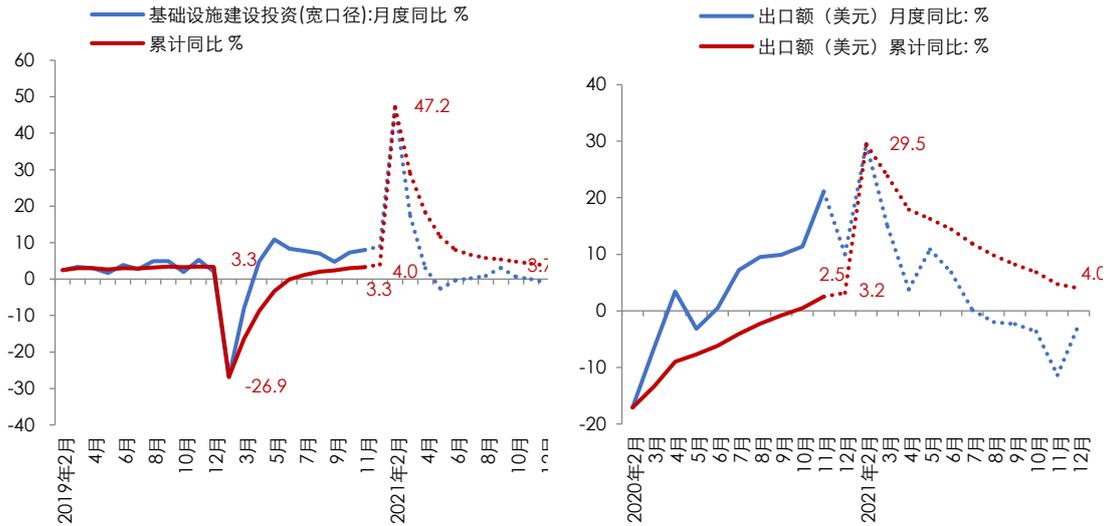
数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分为预测值

从年内走势看，2021 年 GDP 增速将在一季度冲高后逐季回落。一季度经济环比有望延续改善，主要动力来自于前期修复偏缓的消费和制造业投资仍有回升空间、国内外供给错位和海外防疫物资需求将继续拉动出口高增，楼市保持较高热度支撑房地产投资韧性，以及 2020 年四季度财政资金加速投放和政策滞后效应下，基建投资有望较快增长。更为重要的是，2020 年一季度宏观经济在疫情剧烈冲击下砸下深坑，低基数将对 2021 年一季度 GDP 增速起到显著拉升作用，当季 GDP 同比可能反弹至 19.2%。

二季度起，经济增速将大幅放缓至个位数，此后逐季回落到潜在增长水平附近。原因在于，一方面，上年二季度国内疫情得到稳定控制，经济增长实现 V 型反转，这意味着 2021 年二季度起 GDP 同比增速面临的基数大幅抬升。另一方面，经济增长动能也将趋于减弱，这主要体现在：消费和制造业投资修复空间逐步收窄；在稳定宏观杠杆率的政策目标下，基建、房地产投资增长或面临资金瓶颈约束；海外产能逐步修复，将令我国出口商品的替代作用下降，出口增速面临回落。

图表 3 主要受基数因素扰动，2021 年关键经济指标均将呈现“前高后低”走势





数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线部分为预测值

总体来看, 2021 年基本面对债市仍偏不利, 节奏上则有望带动长端利率“前高后低”。需要说明的是, 2021 年一季度 GDP 同比增速在读数上会非常高, 但利率大幅向上突破的可能性不大。原因在于, 在市场一致性预期下, 目前债券估值已经较为充分地定价了这一预期。更为重要的是, 2021 年季度 GDP 增速受基数效应干扰很大, 一季度 GDP 高增不代表经济发生过热, 二季度以后 GDP 增速的迅速下滑也不代表经济增长失速。因此, 政策层面上不太可能随数据的剧烈波动而做出明显调整。不过, 下半年货币政策可能会随经济增长动能的边际减弱而在边际上有所放松, 对此需关注 GDP 季调环比增速的变化。

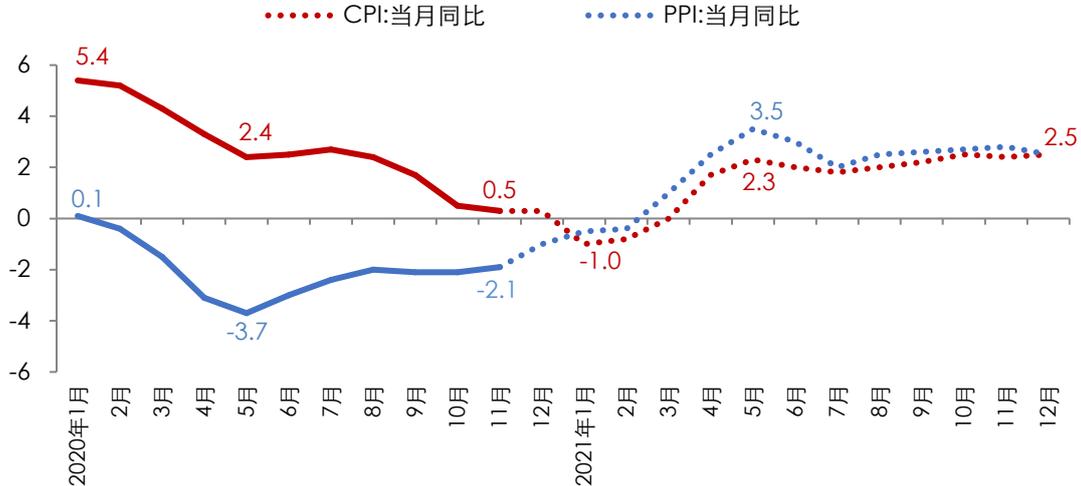
2. 2021 年国内无明显通胀压力, 通胀既不会成为宏观经济的焦点所在, 也不会对货币政策产生明显影响。

PPI 方面, 疫苗大规模接种预期下, IMF 预测 2021 年全球经济增速将反弹至 5.2%, 这必将带动全球大宗商品价格出现一定幅度上涨, 其中国际油价低位回升最具代表性。考虑到国内 PPI 走势与油价密切相关, 加之国内经济增速上扬后, 工业品需求扩张也将带动 PPI 环比延续正增, 预计 2021 年全年 PPI 同比涨幅约为 2.0%, 年内走势“先升后缓”, 5 月到达高点 3.5%左右, 年末降至约 2.5%, 整体处于温和水平。我们认为, 2021 年 PPI 同比转正后难现大幅上涨, 主要原因是全球及国内经济增长具有低位反弹性质, 对大宗商品价格推升潜力有限, 预计 2021 年大宗商品价格仍难以回到疫情前一年的平均水平。

CPI 方面, 2021 年 CPI 同比涨幅将在经历年初的负增长后逐步回升, 年底有望接近 2.5%, 全年涨幅将处于 1.5-2.0%的温和水平, 这意味着 2020 年货币扩张引发 2021 年高通胀的风险不大。主要原因有三: 第一, 以社融存量及 M2 增速衡量, 2020 年货币扩张幅度

甚至低于 2015-16 年的逆周期调节水平，而 2015-18 年月度 CPI 最高涨幅仅为 2.5%。第二，2021 年 PPI 涨幅有限，难以大幅推高非食品价格，扣除食品和能源以外的核心 CPI 同比将控制在 2.0% 以下。第三，据农业农村工业部预测，2021 年 3 月生猪产能将恢复正常，这意味着 2021 年猪周期将进入绝对价格持续下调阶段，将对 CPI 涨幅起到明显抑制作用。

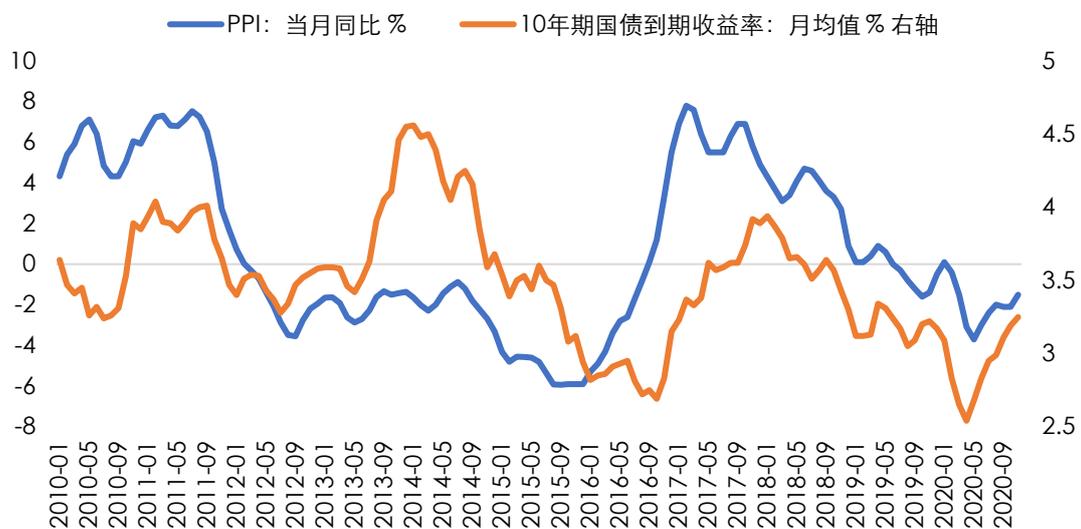
图表 4 2021 年 PPI 同比有望“转正”，CPI 涨幅将处于温和区间



数据来源：Wind，东方金诚；虚线代表预测值

因此，预计 2021 年国内无明显通胀压力，通胀既不会成为宏观经济的焦点所在，也不会对货币政策产生明显影响。年内 PPI 和 CPI 均大致呈现“先升后稳”趋势，通胀上行压力将集中体现在上半年。从历史数据来看，债券利率和 PPI 走势同步性较强，预计在 PPI 触顶前，债市将继续处于震荡筑底过程。但在 CPI 涨势温和、PPI 难以持续走高的预期下，届时货币政策不会因通胀上行而明显收紧，这意味着通胀给债市造成的调整压力将相对有限。

图表 5 历史数据显示，债券利率和 PPI 走势同步性较强



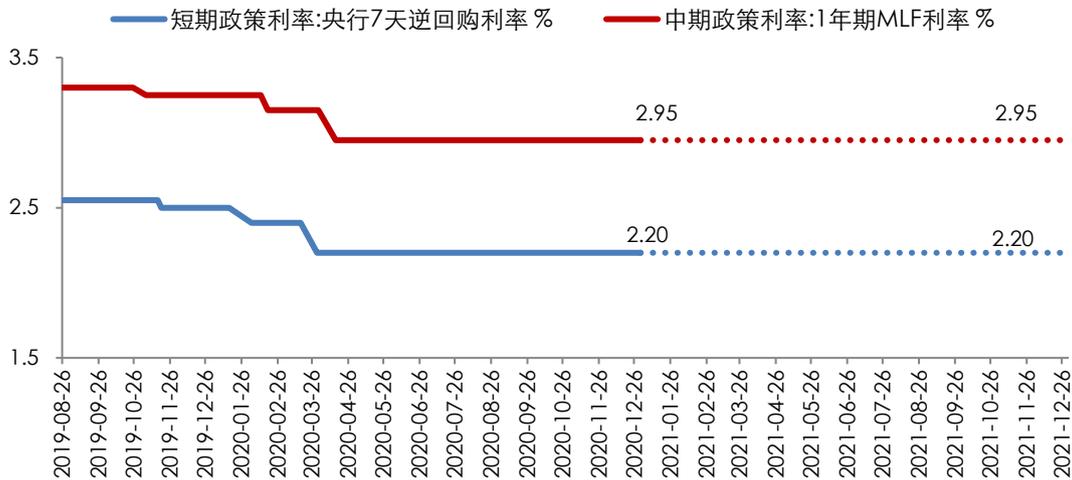
数据来源：Wind，东方金诚

(二) 货币政策与流动性

1. 2021 年货币政策将继续向常态回归，整体取向稳中偏紧；预计政策利率将保持稳定，市场利率在围绕政策利率宽幅波动的过程中，中枢进一步上移的空间有限

综合考虑未来一段时间的经济修复态势，特别是 2021 年的宏观经济管理目标¹，预计 2021 年货币政策取向将是稳中偏紧，政策利率将保持稳定，降息、降准或加息、升准的可能性都比较小。一方面，如果不发生新的重大意外冲击，2021 年 GDP 增速将出现较快反弹，“六保”和“六稳”压力缓解，对降息、降准的需求随之下降。另一方面，2021 年全球及国内物价将处于温和水平，GDP 增速反弹不会引发经济过热，并不具备加息升准、实施大幅度货币紧缩的条件。

图表 6 2021 年关键政策利率有望保持不动



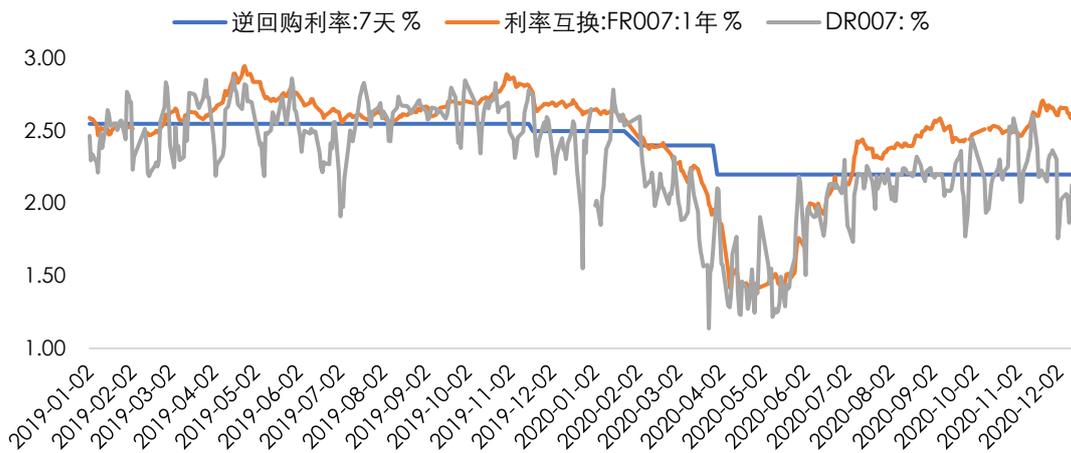
数据来源: Wind, 东方金诚

在货币政策取向稳中偏紧的预期下,参考经济增速上行期间的一般规律,我们预计 2021 年资金利率中枢将较 2020 年有所上移²。但考虑到当前资金利率中枢已经回升至政策利率水平,且根据央行 2020 年第三季度货币政策执行报告提出的“既保持流动性合理充裕,不让市场缺钱,又坚决不搞‘大水漫灌’,不让市场的钱溢出来”的流动性管理思路,2021 年资金利率在围绕政策利率宽幅波动过程中,整体上行空间也将较为有限,并可能呈现“前高后低”走势——这部分源于对 2021 年下半年经济增长动能或将减弱、通胀压力稳中趋降的预期。

¹ 作为“十四五”的开局之年,2021 年宏观经济管理目标将向“建议”要求的高质量发展主题回归,优化经济增长结构、深化供需两端结构性改革、构建双循环新发展格局是政策的主要发力点。

² 截至 12 月 21 日,2020 年 DR007 均值为 2.02%。

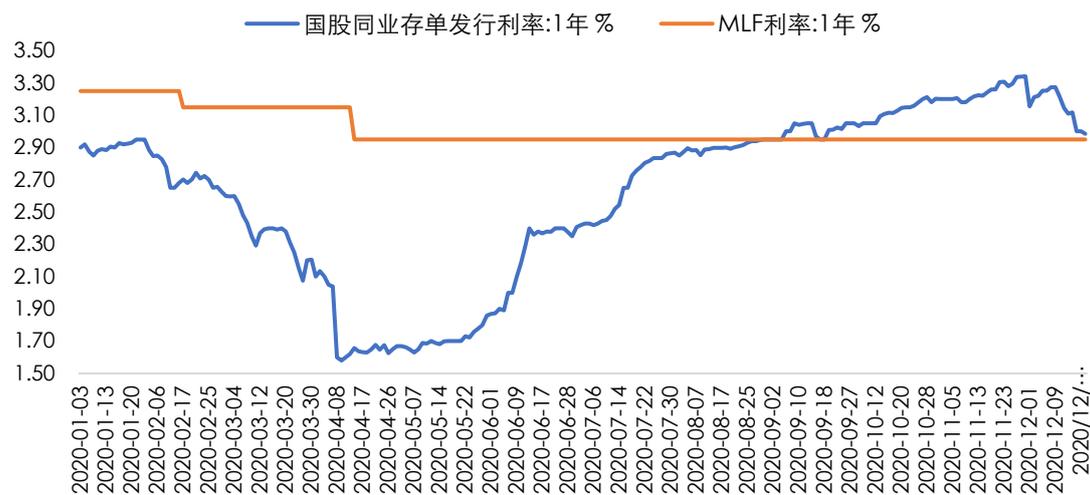
图表 7 2020 年下半年 DR007 持续围绕 7 天期逆回购利率波动



数据来源：WIND

另外值得关注的是，2020 年 5 月以来，同业存单发行利率持续走高。主要原因是信贷大规模投放、政府债券供给放量令银行资产端扩张较快，而负债端结构性存款大幅压降，导致银行体系缺少长钱，故而加大同业存单发行力度；但在流动性预期不稳定的情况下，存单市场需求相对不足，由此推升存单利率，也对债券和贷款利率产生拖累。11 月末 1Y 国股存单发行利率升至 3.34%，比 1 年期 MLF 利率高出近 40bp。不过，12 月以来，存单利率开始回落，12 月 21 日 1Y 国股存单发行利率已降至 2.99%。主要原因是 11 月 30 日央行意外开展 2000 亿元 MLF 操作，利于稳定市场流动性预期，加之 12 月结构性存款压降压力减弱以及财政资金投放加速，有助于缓解银行负债端压力，利好存单利率下行。

图表 8 2020 年 5 月后同业存单发行利率持续走高，12 月以来出现回落



数据来源：WIND

央行在 2020 年第二季度和第三季度货币政策执行报告中均强调，要“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。可以预计，后续央行将继续通过超额续作 MLF 的方式，帮助银行缓解负债端压力，再加上 2020 年年底结构性存款压降任务

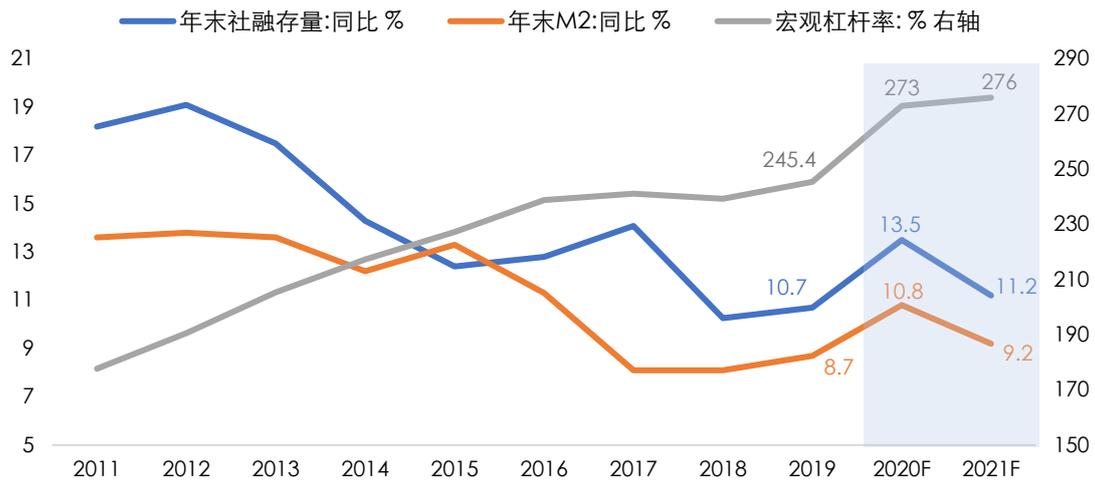
的完成，我们判断，本轮同业存单利率上行的顶部已经明确，未来一段时间有望继续向着MLF利率靠拢。但在降至政策利率附近后，同业存单利率下行趋势能否持续，还将取决于实体经济融资需求、银行负债端稳定性状况，以及银行对流动性的预期，进一步趋势性下行空间的打开可能还需要等待基本面走弱和货币政策转松信号的出现。

2. 2021年社融存量增速将趋于回落，但发生断崖式下跌的可能性不大，短时间内不会影响经济复苏的大方向和货币政策取向

宏观流动性方面，截至2020年11月，贷款余额增速已连续两个月小幅下滑，前期持续上扬的社融存量增速当月也现小幅回落，初步印证本轮信用扩张拐点已现。考虑到监管层已经明确表达了“明年（宏观）杠杆率会更稳一些”³的政策目标，预计2021年信用扩张会进一步放缓——首先，2021年财政扩张力度收缩，政府债券融资规模将低于2020年；其次，受利率中枢抬升叠加近期信用风险事件影响，企业债券净融资规模将较2020年有明显回落；最后，房企融资环境收紧，将对企业中长期贷款和信托贷款造成一定拖累。

我们预计，2021年新增信贷和社融规模将在2020年基础上稳中有降⁴，年末社融存量增速和M2增速将分别回落至11.2%和9.2%，但仍高于2019年增长水平。这在确保实现宏观杠杆率回稳目标的同时，也能够避免“政策悬崖”效应可能对2021年经济复苏及市场主体运营带来的强烈冲击，防止信用过快收缩打断实体经济修复进程。

图表9 2021年宏观杠杆率趋稳，货币扩张将会减速



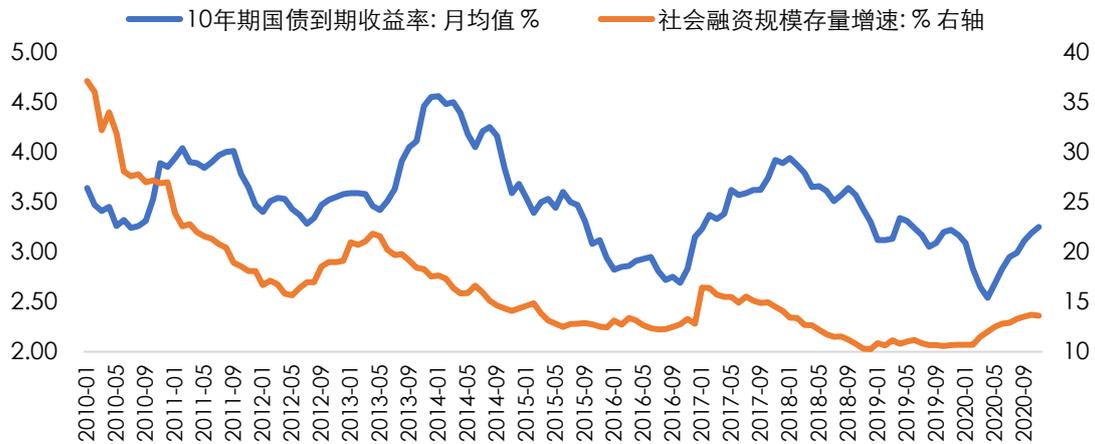
数据来源：Wind，东方金诚；阴影部分为预测值

³ 参见人民银行行长易纲在2020金融街论坛发表的讲话。

⁴ 预计2021年新增信贷和社融规模将分别为19.5万亿元和32万亿元，较2020年（估计值）分别减少0.5万亿元和3万亿元。

对于债市而言，社融拐点的出现，意味着信用扩张对经济回升的支持边际减弱，将在一定程度上影响市场的利率预期。但社融拐头向下并不意味着债市转牛拐点即将到来，根据历史经验，从社融传导至基本面、再传导至利率需要一个过程，通常来说社融拐点要领先于利率拐点 2 个季度甚至更长时间。从当前情况来看，尽管社融拐点初现，但实体经济融资需求并不弱，监管也强调政策退出不能出现“政策悬崖”，这意味着后续信用放缓的节奏将比较平缓，社融增速出现断崖式下跌的可能性不大，短时间内不会影响经济复苏的大方向和货币政策取向，这意味着社融拐点对债市的利好可能要留待 2-3 个季度之后兑现。

图表 10 社融拐点通常领先于利率拐点



数据来源：Wind，东方金诚；2010-2015 年月度社融存量增速为东方金诚根据新增社融数据推算得出

值得一提的是，近期以永煤违约为代表的地方国企违约事件对信用债融资产生较大冲击，也引发市场对于信用风险事件发酵可能会加速信用收缩的担忧。参考 2018 年时的经验，在货币政策转向宽松、民企违约潮压制投资者风险偏好的背景下，利率债和高等级信用债受益，债市表现出明显的结构性牛市特征。2021 年债市是否会重演 2018 年行情？我们认为这种可能性不大。主要原因是 2018 年债市走牛的核心逻辑在于名义 GDP 增速下行、以及金融去杠杆导致社融增速断崖式下跌的背景下，央行放宽了货币政策，带动资金利率持续走低。换言之，2018 年货币政策转向并非源自债市违约潮，债券违约多发仅为实体经济信用快速收缩的表现之一。

从 2021 年的情况来看，考虑到名义 GDP 增速将大幅反弹，信用收缩节奏也将较为平缓，加之金融委表态对债券市场上各类违法违规行为和逃废债行为“零容忍”，体现了高层对于维护债市稳定运行的高度重视，我们预计，短期内大型地方国企违约风险将得到一定控制，违约事件进一步扩散并引发货币政策转向的可能性不大。当然，在信用风险事件冲击市场的阶段，货币政策可能会有边际松动。例如，在永煤违约事件发生后，央行通过逆回购和

增量续作 MLF 加大流动性投放，以防范信用风险向流动性风险传导、进而向系统性风险蔓延。由此，利率受到阶段性冲击后的短期流动性宽松窗口可能会带来一定的交易性机会。另外，我们判断在信用周期转向下行的背景下，2021 年债市违约率将小幅上行，这将压制市场风险偏好，从这个角度看，将相对利好利率债及高等级信用债，信用利差和等级利差则面临较大走阔压力。

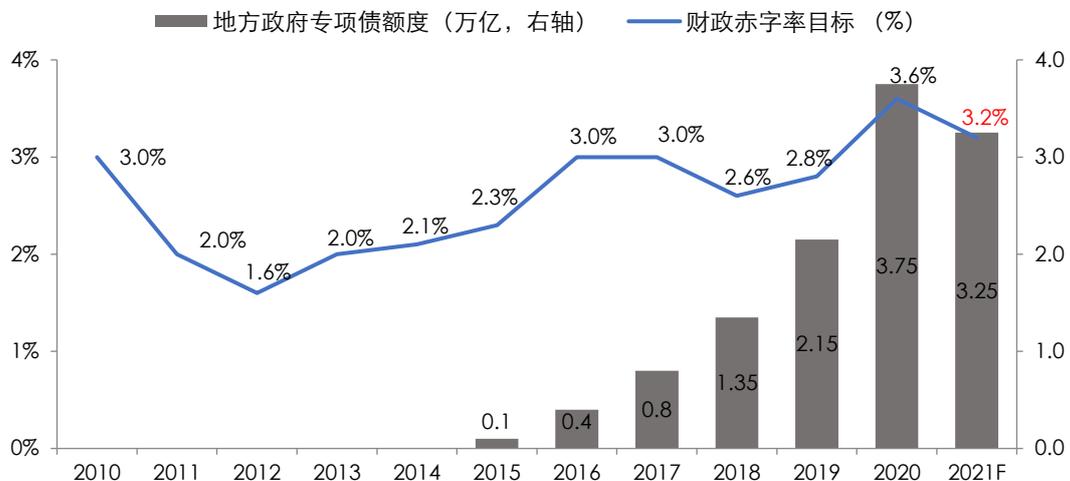
（三）供需分析

2021 年财政政策力度将明显回调，利率债供给规模将较 2020 年下降，同时需求力量有望改善，债市供需环境将有所好转

为对冲疫情给宏观经济带来的剧烈冲击，2020 年财政政策基调从“提质增效”转向“更加积极”，主要表现为：预算内目标财政赤字率上调，发行 1 万亿元特别国债，新增地方政府专项债规模比上年度增加 1.6 万亿元。由此，2020 年利率债供给明显放量，全年净融资规模约为 10.7 万亿，比上年增加约 4.5 万亿，供给压力也成为牵制 2020 年下半年债市表现的重要因素。

2021 年，后疫情时期的财政政策力度将明显下降。其中，预算内财政赤字率目标可能从“3.6%以上”降至 3.2%，新增专项债规模将从 3.75 万亿降至 3.25 万亿，特别国债将不再发行。政策调整有两个直接目的，一是稳定政府宏观杠杆率，防止政府债务过快增长；二是部分关键财政指标仍会高于 2019 年水平，以避免出现“政策悬崖”，确保一些疫情期间的新开工项目能够继续获得资金支持，保障地方政府稳定运转以及市场主体平稳运行。

图表 11 2021 年财政目标赤字率和新增地方政府专项债规模都将下调



数据来源：Wind，东方金诚；F 为预测值

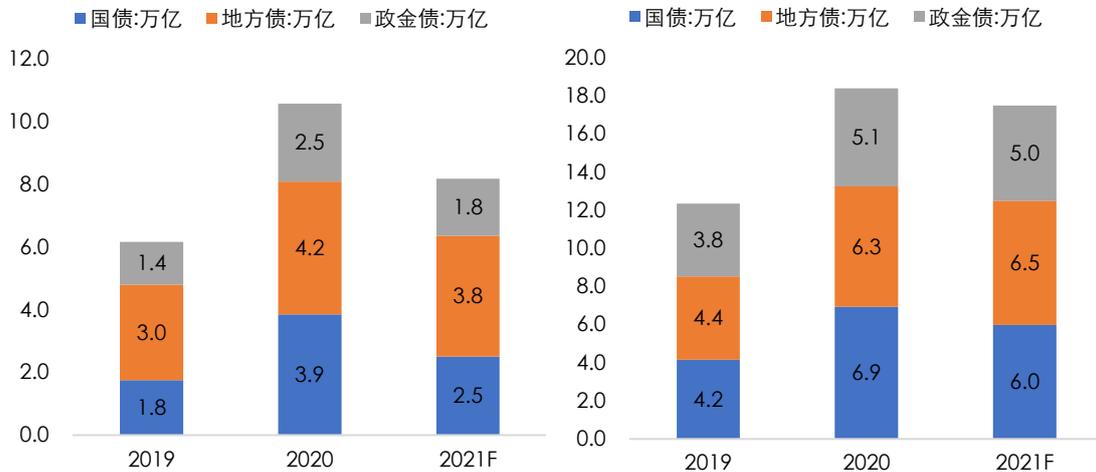
基于对财政政策力度的判断，我们估算了 2021 年利率债供给规模——预计 2021 年利率债净融资额为 8.2 万亿，较 2020 年减少 2.5 万亿，但因到期偿还压力加大，总发行量仅下降约 1 万亿至 17.5 万亿。整体看，2021 年利率债供给压力较 2020 年有所缓解，但仍明显高于 2019 年。从具体券种来看：

(1) 2021 年财政赤字率将降至 3.2%，预计名义 GDP 增速为 11% 左右，则赤字规模约为 3.6 万亿。参考过去几年中央和地方财政赤字占比，预计 2021 年中央财政赤字规模为 2.5 万亿。作为疫情特殊时期的应急性举措，2021 年特别国债将会退出。由此，2021 年国债净融资规模约 2.5 万亿，总发行量约 6.0 万亿，较上年分别下降 1 万亿和 1.3 万亿。

(2) 预计 2021 年新增地方政府专项债规模将降至 3.25 万亿，新增一般债规模维持在 1 万亿左右，合计新增规模为 4.25 万亿，比 2020 年减少约 5000 亿。不过，2021 年地方债到期偿还压力较大，结合地方债到期产生的再融资债券发行需求，预计 2021 年地方债净融资额约 3.8 万亿，比上年减少 4000 亿左右，总发行量 6.5 万亿，较上年增加约 2000 亿。

(3) 参考历年政金债余额增速，预计 2021 年政金债净融资规模为 1.8 万亿，总发行量约 5 万亿，较上年分别下降 6600 亿和 1500 亿。

图表 12 2021 年利率债净融资额（左）和总发行量（右）下降

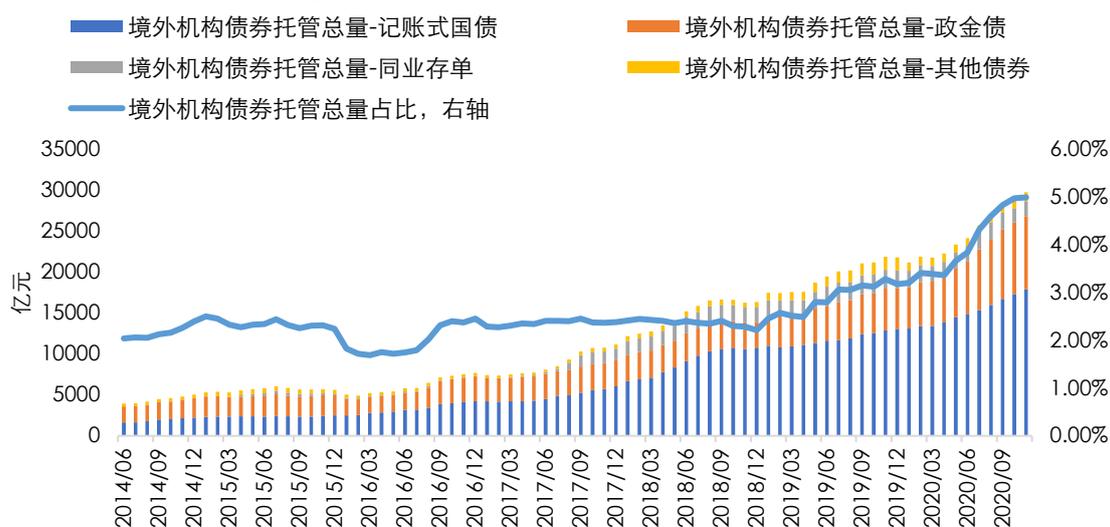


数据来源：Wind，东方金诚；F 为预测值

从需求角度来看，2021 年利率债需求力量有望增强。首先，作为利率债的主要配置力量，2021 年银行表内有望增持利率债，主要原因在于：一是信贷扩张速度料将放缓，信贷资产对银行表内配债空间的制约减弱；二是伴随结构性存款压降任务完成，银行负债端压力将得到一定缓解；三是在前期债券利率迅速回升的同时，贷款利率表现平稳，利率债相对贷款的配置价值凸显。

其次，2020 年以来，外资对中国债券的增持力度较强，前 11 个月净流入 7964 亿，多个月份单月增持规模超过 1000 亿。这主要源于中国债市开放水平不断提升、中美利差持续走阔，以及人民币的快速升值。展望 2021 年，外资仍将是推升债券需求的积极力量。一方面，当前中国经济回升和货币政策正常化步调领先全球主要经济体，短期内对人民币汇率仍有支撑，中美利差将有所收窄，但仍将处于高位；另一方面，中国国债将自 2021 年 10 月起正式纳入富时世界国债指数 (WGBI)，预计将带来大约 1500 亿美元左右的被动资金流入。

图 13 2020 年外资加速增持中国债券



数据来源：Wind

图 14 2020 年底中美利差较年初大幅走阔



数据来源：Wind，东方金诚

最后，根据监管要求，资管新规过渡期将在 2021 年底结束，其对债市需求端的影响值得关注。一方面，从总量上看，净值化转型可能导致银行理财整体规模出现下降。2021 年债市将以震荡为主，缺少赚钱效应的同时净值型产品波动明显比预期收益型产品大，可能给净值型产品的发行和规模保持带来困难，进而影响对债券的需求；其次，从结构上看，净值

化转型可能导致银行理财风险偏好下降，表现为在信用债配置上缩短久期、提高等级，这将带来信用债等级利差走阔和收益率曲线陡峭化。考虑到银行理财主要配置信用债，因此，资管新规过渡期结束对信用债市场的影响更加明显，而风险偏好的下降和对流动性要求的提高，则可能会带动银行理财增加对利率债的配置。

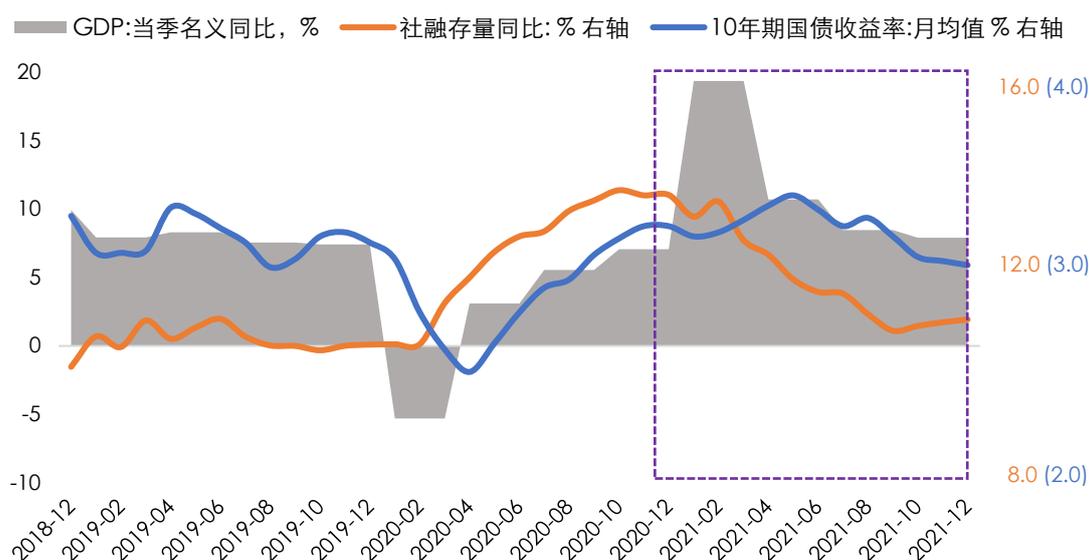
（四）利率走势

2021 年利率将以震荡为主，整体走势前高后低；预计年内 10 年期国债收益率高点将在 3.4%-3.5%之间，低点将在 3.0%-3.1%之间

进入 2021 年，经济修复态势大概率还将延续，货币政策将稳中偏紧，这意味着当前利率上行趋势未尽。实际上，包括 PPI、社融、M1 等在内的各项同步性和领先性指标，均指向本轮利率高点可能在二季度或者更晚出现。因此，年内来看，2021 年利率走势大致将“前高后低”，主要原因在于：

第一，2021 年经济增速将前高后低，除受基数因素扰动外，经济增长动能也将边际放缓。第二，2021 年 PPI 和 CPI 均大致呈现“先升后稳”趋势，上半年通胀压力上行，下半年整体缓解，其中，PPI 同比将在 5 月左右达到高点。第三，2021 年上半年货币政策将延续稳中偏紧的基调，下半年随经济增长动能减弱、GDP 增速向潜在增长水平回归，以及通胀压力趋缓，货币政策可能会向中性甚至中性偏松方向微调；同时，资金利率在围绕政策利率宽幅波动的过程中，也将呈现“前高后低”走势。

图表 15 2021 年利率走势料将“前高后低”

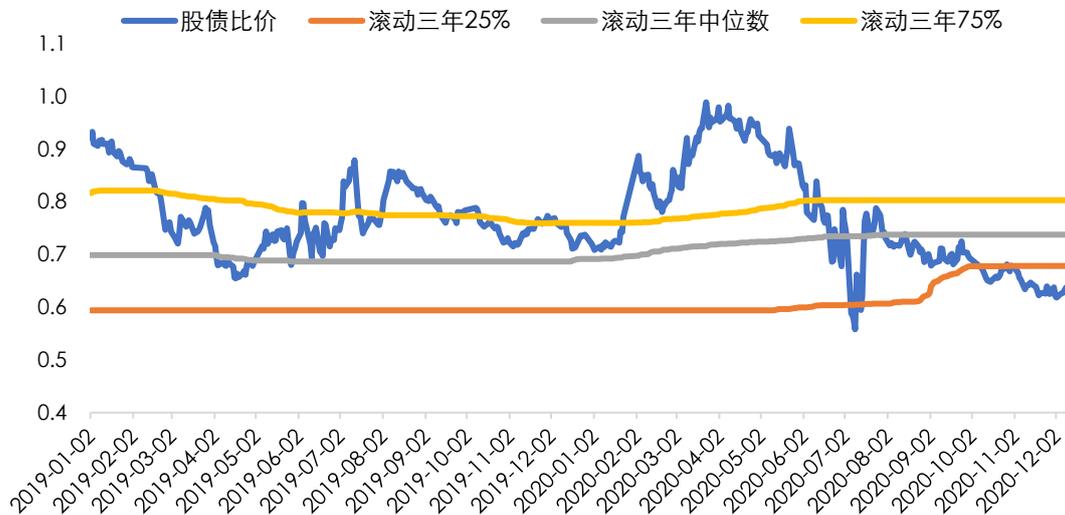


数据来源：Wind，东方金诚，虚线框内部分为东方金诚预测值

从具体节奏上判断，一季度前半段，央行为维稳跨年和春节资金面，大概率将加大投放力度，资金面不会太紧，同时年初债券供给清淡而配置力量较强，再加上1-2月宏观数据处于“真空期”，债市环境相对友好。随后，经济修复、通胀预期升温、资金面收敛、利率债供给放量等因素将令债市再度承压，助推利率上行。及至二季度中后段，利好债市的积极因素逐步积累，利率拐点或将出现，但考虑到经济扩张到顶后不会迅速转弱，利率也难以骤然拐头向下，料将持续一段磨顶过程。

整体上看，2021年上半年利率还有一定上行空间。但需说明的是，目前10年期国债收益率已达到年初和2019年四季度中枢水平。而与年初和2019年四季度相比，当前债市所处的环境要更加友好——全球疫情正处在“至暗时刻”，国内经济仍未完全摆脱疫情阴影并恢复到疫情前水平，当前关键政策利率比年初低30bp，中美利差较年初扩大逾100bp，股债比价显示债券性价比更优（见图表16）。因此，目前债券利率高于年初，显示债市存在超调，或已在相当程度上定价2021年宏观经济和货币政策将进一步回归常态的预期。同时考虑到债市供需条件改善等利好因素，后续利率上行的空间将比较有限，预计10年期国债收益率高点将在3.4%-3.5%之间。

图表 16 2020 年底股债比价已降至三年移动 25%分位数以下



数据来源：Wind，东方金诚

2021年下半年债市环境则有望整体改善，利率中枢较上半年将有所下移。但对利率下行幅度也不宜过度期待，出现大牛行情的可能性较小。主要原因是经济增速仍处于向潜在增长水平回归的过程中，并没有失速风险，这意味着货币政策的中性基调不会发生变化。尽管下半年经济增长动能将边际减弱，政策相机抉择下可能会有边际松动，但货币政策操作空间有限，出现以降息、降准为代表的大幅再宽松的可能性很小，这将制约利率下行空间。我们

判断，2021 年 10 年期国债收益率的低点将在 3.0%-3.1%之间。

综上，2021 年债市面临的多空因素相对平衡。一方面经济基本面仍有修复趋势，货币政策还将进一步向常态回归；另一方面，市场对于基本面改善和政策退出的预期已比较充分，同时政策回归常态也强调“不急转弯，把握好政策时度效”，这意味着宏观政策从“重托底”骤然转向“防过热”，出现加息升准、市场利率大幅攀升的可能性不大。因此，2021 年利率大概率将以震荡为主，上行和下行空间均面临制约，全年波动幅度有限。

对于信用债市场而言，“货币政策中性”+“社融增速下行”，意味着 2021 年政策环境将从 2020 年 5 月以来的“紧货币+宽信用”切换至“稳货币+紧信用”。从信用利差角度看，一方面，2021 年资金面将维持“不缺不溢”，加之资金利率波动性加大、流动性分层加剧，流动性溢价难以压缩；另一方面，信用扩张速度放缓，对利率债和高等级信用债构成利好，信用风险溢价则面临抬升。同时考虑到理财净值化转型将导致中低等级信用债需求量减弱，以及近期地方国企违约事件引发市场对弱资质国企和尾部城投的定价重构，2021 年信用利差和等级利差都面临较大的走阔压力。

最后我们认为，2021 年基本面有两个下行风险值得关注：一是疫情的不确定性，主要是指未来疫苗在全球范围内的生产、分配和运输过程还存在不确定性。若 2021 年疫情对全球经济复苏的拖累效应延伸到下半年，届时国内经济修复也将受到一定影响。二是外部环境的不确定性，主要指美国拜登新政府将于 2021 年 1 月上台执政，但其对华政策目前尚不明朗，中美之间在贸易、科技、地缘政治及人文交流等领域还需探索新的互动模式。若 2021 年下半年中美关系波澜再起，国内经济运行也可能出现新的波动。我们判断，一旦以上基本面下行风险出现，不排除政策放松予以对冲、确保“十四五”稳健开局的可能，这将触发利率的超预期下行。相应地，如果出现 2021 年疫苗推广进度和效果超出预期，拜登政府能够顺利推出更大规模的经济刺激计划等情况，引发国内外需求共振，以及全球通胀压力升温并传导至国内，这可能会导致利率的超预期上行。