

逆风加大但难破震荡格局 ——2021 年二季度利率债市场展望

作者：东方金诚研究发展部 王青 冯琳

主要观点：

二季度债市面临的风险因素增多：

- 在国内经济将维持边际扩张、通胀将加速上行、年初社融超预期加大后续稳杠杆压力，以及全球货币政策面临再调整、宽松逐步后撤的情况下，二季度国内货币政策易紧难松，债市将面临政策向偏紧方向微调的风险。
- 4月起地方债发行将明显放量，二季度利率债供给压力将实质性释放。政策偏紧预期下，可能会再度出现供给放量而央行宽松力度不足导致一级带动二级的局面。另外，4月是传统上的缴税大月，财政存款上收也将对资金面造成扰动，预计资金面波动放大的同时，资金利率中枢将有所上移。
- 二季度国内经济环比修复动能可能会超出预期，同时通胀大概率将加速上行，PPI同比在5月或升至5%至6%，CPI同比则有望从当前的微幅通缩状态快速回升至3.0%。基本面逆风下，债市难有作为。
- 美债收益率已上破1.7%，年内后续预计将升破2.0%，中美利差已大幅收窄（但仍处舒适区间以上），外资加仓人民币债券的速度或放缓。

不过，二季度利率调整空间无需过度悲观：主要原因是以上利空因素已经较大程度上被市场所预期和消化。同时，这一轮通胀上行压力属于输入性的、阶段性的快速上冲，可持续性不强，加之2月城镇调查失业率上升至目标区间上限、显示当前就业压力仍然较大，预计短期内央行不会采取升准、加息等信号意义很强的紧缩措施。央行在近期连续三个季度的货币政策执行报告中均明确表示要“引导市场利率围绕政策利率波动”。当前主要市场利率均已回升至或略高于政策利率水平。这意味着在政策利率不上调的预期下，二季度市场利率上升空间较为有限。从中期视角来看，市场普遍预计下半年经济增长动能将边际减弱、通胀压力

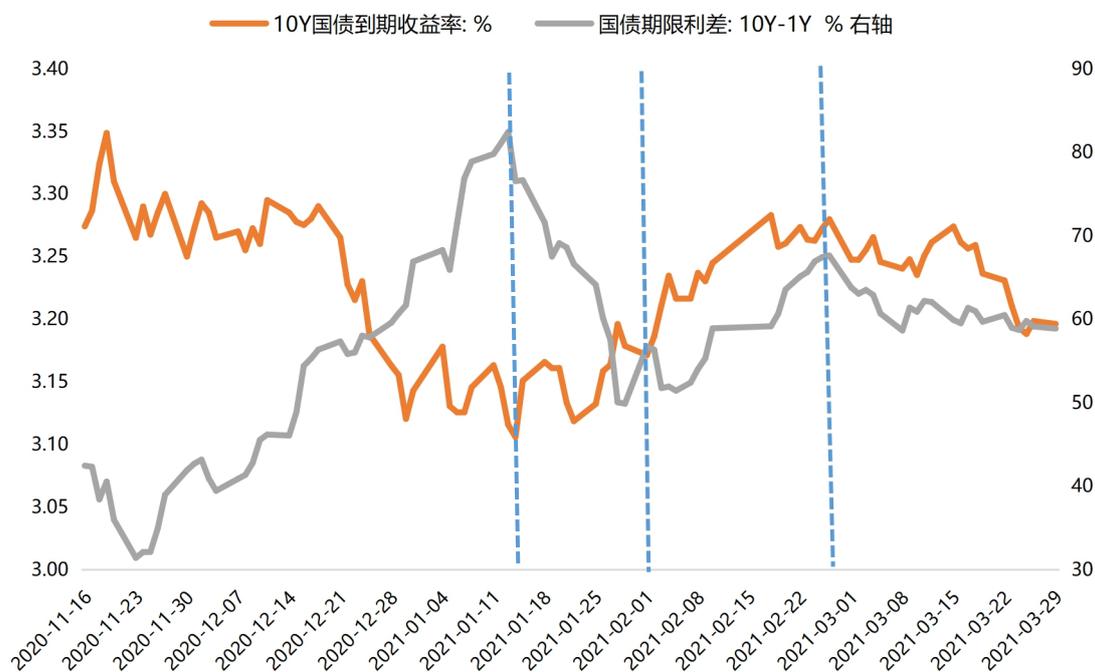
趋缓，且年内社融增速将趋于下行。在上述预期证伪之前，10年期国债收益率在3.3%以上进一步上行面临一定阻力，向上突破3.5%的可能性不大。

一、2021年一季度利率债市场回顾

经历了去年5月以来的剧烈反转之后，到去年9月债市已基本调整到位。从四季度开始，市场进入典型的震荡市，10年期国债收益率基本上在3.1%-3.3%之间波动。及至今年一季度末，利率也仍然未能突破震荡格局、形成有效的中期趋势。截至3月29日，10年期国债收益率较上年末小幅上行5.33bp。

虽然缺乏明确的趋势性方向，但从短期逻辑来看，利率和期限利差走势可以比较清晰地将去年年底到今年一季度的债市行情划分为四个阶段。在前两个阶段（2020年11月下旬到2021年2月初）流动性主导市场走势，资金面大开大合驱动下，利率先下后上；在后两个阶段（2月-3月），尤其是第四个阶段（3月），资金面稳中偏松，基本面利空信号虽然不断，但债市表现出明显的利空免疫特征。

图表1 2020年底至2021年一季度，债市行情可以划分为四个阶段



数据来源: WIND, 东方金诚

- **阶段一:** 去年11月下旬以来，为对冲永煤违约事件造成的信用收缩局面、缓解人

民币升值压力、维稳跨年资金面，央行加大逆回购投放，并在 11 月底意外开展 2000 亿元 MLF 操作，带动资金面转松，资金利率波动下行。**在流动性宽松驱动下，11 月下旬到今年 1 月中，债市走出一波“牛陡”行情。**期间短端利率快速走低，并为长端下行打开空间，加之资金面极度充裕下市场宽松预期升温，以及国内疫情反复扰动经济修复，长端利率也有所回落。期间 10 年期国债收益率下行幅度约为 24bp，低点触及 3.1059%，未能下破 3.1% 阻力位。

- **阶段二：1 月 15 日之后，税期来临叠加春节前宽松举措迟迟未落地、MLF 缩量续作，资金面收紧，债券短端利率快速反弹。**当月第三周央行大额净投放仍然展现出呵护流动性的态度，故市场情绪尚可，长端利率震荡走平。最后一周，央行公开市场操作转为大额净回笼，加之马骏表态“货币政策应适度转向”，市场流动性预期反转并进一步加剧资金面紧势，短端利率继续快速回升，长端利率也开始上行。**这一轮由资金面反转导致的利率调整持续至 2 月初，期间短端利率升幅明显超过长端，收益率曲线扁平化上移。**
- **阶段三：2 月多重利空因素推动长端利率上行。**节前来看，主要体现在央行流动性投放不及预期，财政部和发改委要求各省市 2 月 21 日前上报 2021 年新增专项债项目资金需求、推升供给担忧，金融数据超预期显示实体经济融资需求仍强，以及通胀预期升温等；节后来看，国际大宗商品价格大涨进一步强化通胀预期，叠加海外再通胀交易行情下，风险资产表现相对强势，美债收益率则大幅上扬，国内债市情绪承压。不过，尽管利空信号不少，但长端利率上行幅度不大——2 月末 10 年期国债收益率较 1 月末上行约 7bp，月内高点并未触及 3.3%。同时，2 月央行流动性投放虽然克制，但资金面并未大幅收紧，且与 1 月下旬相比明显转松，故**债券短端利率不升反降，收益率曲线再度走陡。**
- **阶段四：3 月以来，基本面利空仍然不断。**年初经济数据高增，尤其是外需和生产端表现强势；核心通胀企稳回升，PPI 同比加速上涨，通胀预期正在变成现实；金融数据再超预期，企业中长期贷款表现强劲显示实体经济融资需求仍具韧性。从海

外来看，拜登政府 1.9 万亿美元财政刺激计划落地，进一步提振全球经济复苏和通胀预期，10 年期美债收益率一路上破 1.7%，美元指数反弹，巴西、俄罗斯等主要新兴经济体迫于资本外流、通胀和货币贬值压力启动加息。但在此阶段，债市“利空免疫”特征更加明显，长端利率和期限利差均窄幅震荡，利率整体小幅向下。短期支撑因素或在于：（1）在经过了 1 月下旬和 2 月的下跌后，当前的利率水平已经对利空隐含了一定预期；（2）节后现金回流及财政资金投放影响下，资金面稳中偏松；（3）利率债供给压力尚未实质性释放而配置力量偏强；（4）股票市场调整引发“股债跷跷板”；（5）机构普遍采取“低杠杆、短久期”策略，使得长端做空筹码不足；（6）中美、中欧关系再起波澜，欧洲第三波疫情来袭，扰动欧洲经济复苏预期，避险情绪有所升温。

二、2021 年二季度利率债市场展望

二季度债市面临多重利空，核心通胀和 PPI 加速上行、利率债供给压力实质性释放、资金面稳态或打破等均将挑战前期“利空免疫”逻辑，利率上行风险大于下行可能，3 月以来的波段行情料难以持续。但利率调整空间并不悲观，10 年期国债收益率在 3.3% 以上进一步上行面临较大阻力，短期内债市仍难以突破震荡行情。

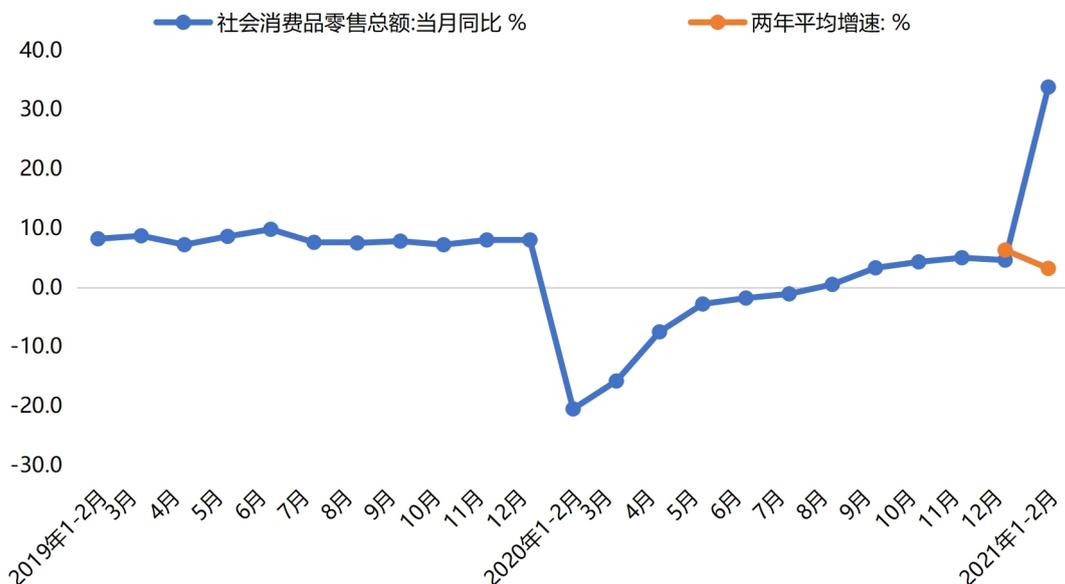
（一）经济增长：二季度经济环比扩张动能或超预期

受上年基数“前低后高”影响，2021 年季度 GDP 同比增速“前高后低”几无悬念。因此，相较同比增速，市场更加关注经济增长动能的环比变化。此前我们预计今年一季度宏观经济将继续处于修复通道，二季度起随着经济扩张惯性的消退和宏观政策的收紧，边际动能将会趋于减弱。目前来看，一季度经济延续修复，但受疫情防控扰动环比略弱，二季度经济大概率仍将维持边际扩张，增长动能可能会超出此前预期。

- 首先，受疫情反复和“就地过年”等因素干扰，年初消费表现偏弱。1-2 月社零相较 2019 年同期的两年平均增速仅为 3.2%，明显弱于正常年景，尤其是餐饮消费恢复较慢，两年平均增速依然为负。如果考虑到社零未涵盖的旅游、住宿等服务消

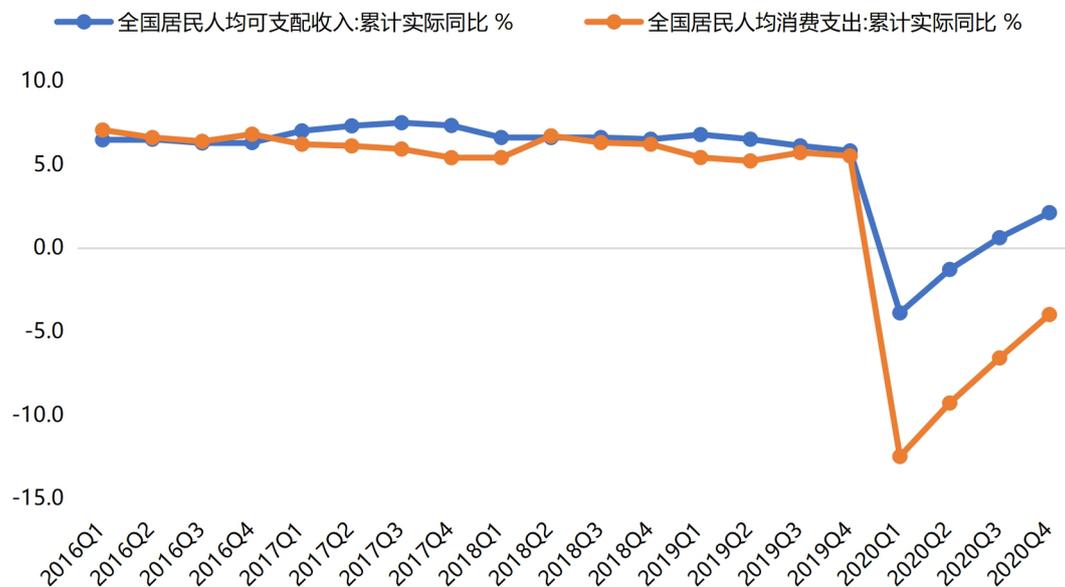
费也受到跨地区出行限制的制约，“就地过年”对消费的负面影响还要更大。但消费修复偏缓也意味着后续仍有较大回升潜力，**随着扰动因素退去，二季度消费修复有望重拾向上动能。**

图表2 撇除基数因素的两年平均增速显示“就地过年”对年初消费造成负面影响



数据来源：WIND，东方金诚

图表3 居民收入和消费正处在修复过程

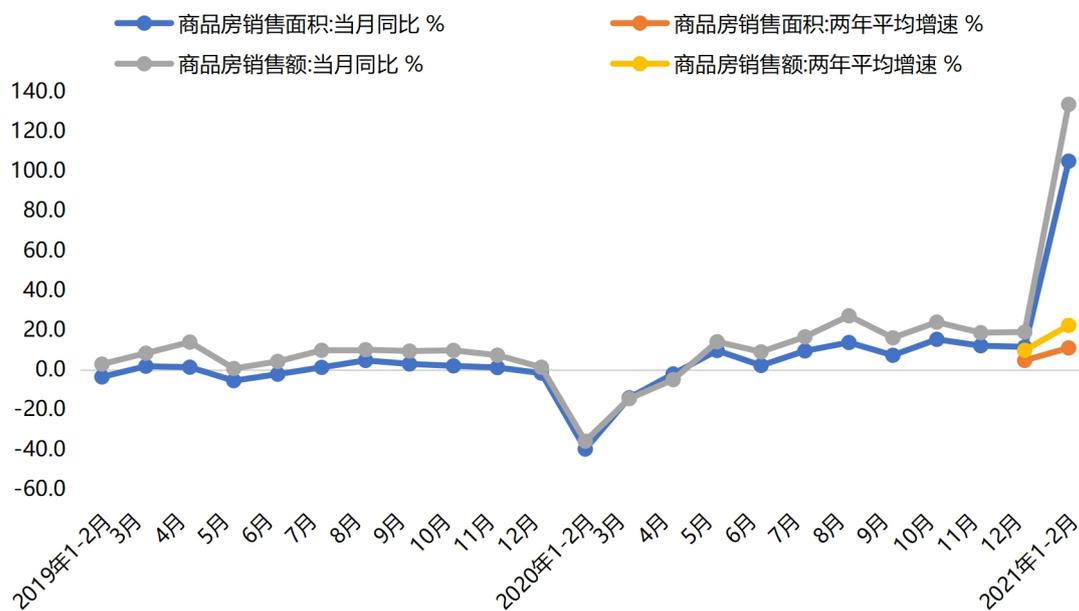


数据来源：WIND，东方金诚

- 其次，伴随4月起地方政府新增专项债发行放量，以及项目筹备、施工加速，**年初表现不佳的基建投资动能存在边际回暖的可能**；房地产市场虽面临较大政策调控

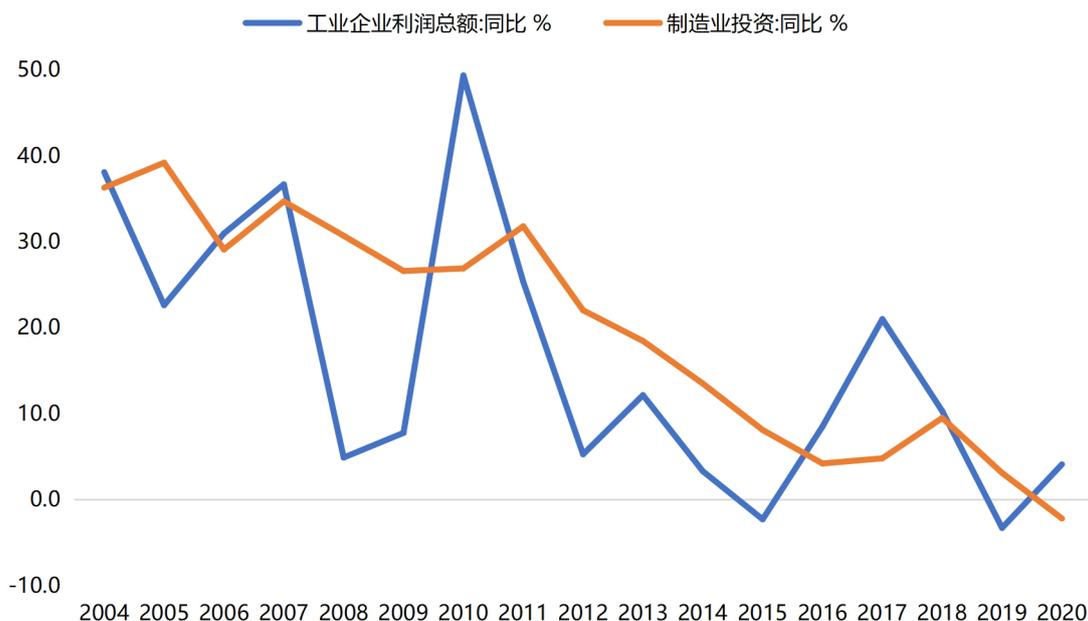
压力,但一季度楼市热度不减——1-2月商品房销售额和销售面积同比增速分别高达133.0%和104.9%,两年平均增速则分别达到22.3%和11.0%,均处于较高水平且呈边际改善态势,短期内房地产投资仍将保持较强韧性;年初以两年平均增速衡量的制造业投资数据转下,或主要与数据短期波动相关,考虑到工业品价格走强、工业企业利润改善以及政策面对制造业投资的支持力度不减,后续制造业投资有望恢复较快增长势头。

图表4 2021年1-2月商品房销售处较高水平且呈边际改善态势



数据来源: WIND, 东方金诚

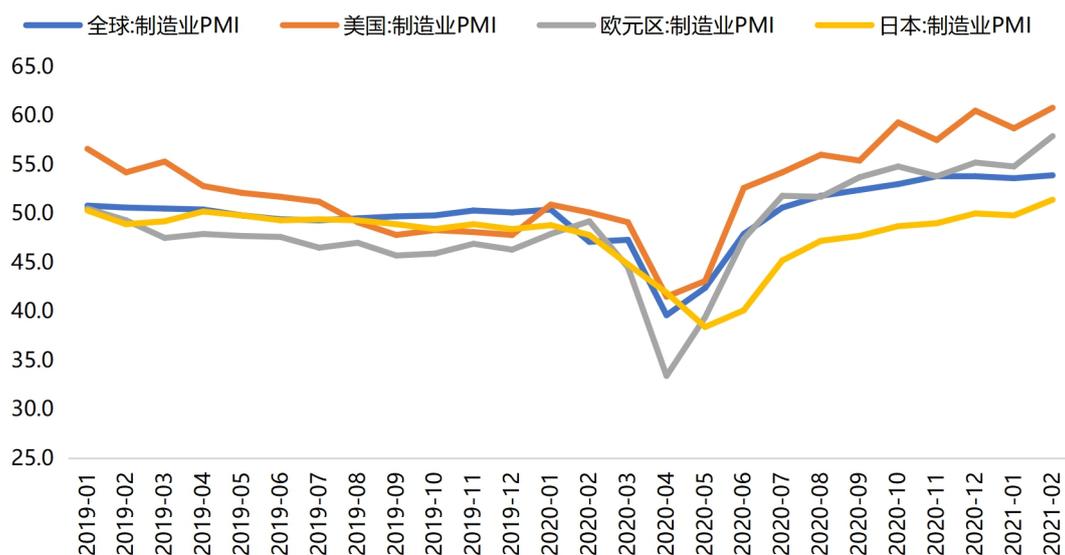
图表5 工业企业利润增速领先于制造业投资增速



数据来源: WIND, 东方金诚

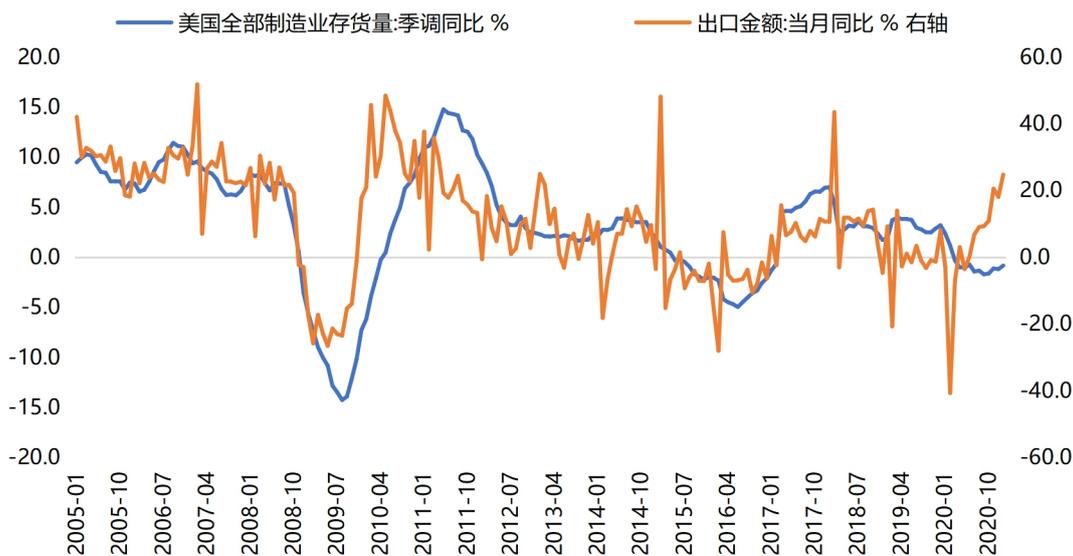
- 最后, 年初出口表现超预期强劲, 需求端外需强于内需。国内外产能修复错位、订单流入中国对我国出口的拉动作用犹在, 后续海外复工复产加快, 我国出口商品替代作用大概率将逐步下降, 但欧美补库存需求对我国资本品出口有较强支撑, 加之美国 1.9 万亿美元财政刺激计划落地实施, 上半年我国出口仍将保持较快增速。

图表 6 全球及主要经济体制造业 PMI 处于上行过程



数据来源: WIND, 东方金诚

图表 7 美国库存周期与中国出口增速之间具有较强的同步性



数据来源：WIND，东方金诚

综上，**二季度经济环比扩张动能或超预期，房地产投资韧性是重要支撑，消费、出口和制造业投资是主要向上动力。**再往后看，随着经济扩张惯性消退，宏观政策收紧、尤其是今年财政政策转弯幅度较大，房地产调控效果显现，以及我国出口商品的主要竞争对手国供给能力改善、订单回流，而外需回升见顶，预计**下半年经济环比弱化的概率较大。**但房地产投资和出口未必如期走弱也可能是引起下半年经济继续超预期强劲的主要风险，对此需关注二季度商品房销售和房企拿地情况，以及海外供需缺口的变化。

(二) 通胀：二季度将迎来年内通胀高点

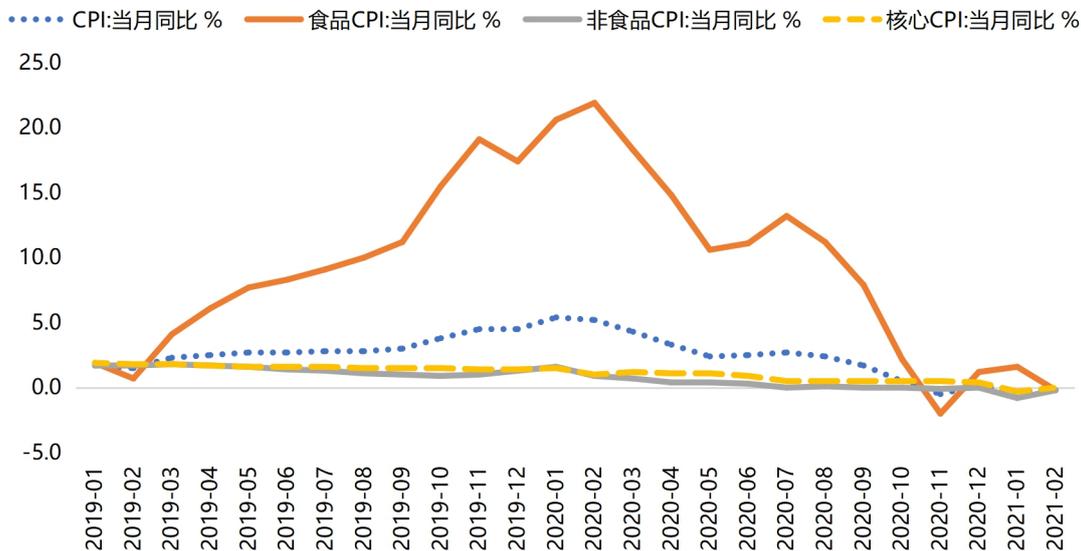
2021年2月CPI同比延续小幅通缩状态，其中的结构性特征值得关注：

- 一是在猪肉价格下行带动下，食品价格环比涨幅明显收窄，同比则出现小幅负增长。
- 二是主要受春节期间服务消费及国际油价快速上涨带动国内燃油价格走高影响，非食品价格涨幅略有抬头，但整体仍处于低迷状态，背后的原因是消费不振以及PPI上涨对非食品价格的传导存在滞后效应。

我们判断后续这两个特征还将延续，即**猪肉供给恢复带动猪肉价格走低，持续压制食品CPI涨幅。**但上游原材料涨价逐步向下游传导，加之终端消费、特别是服务消费仍有恢复趋势，**核心CPI将延续回暖**，同时前期国际油价上涨较多，而去年3-4月国际油价暴跌，低

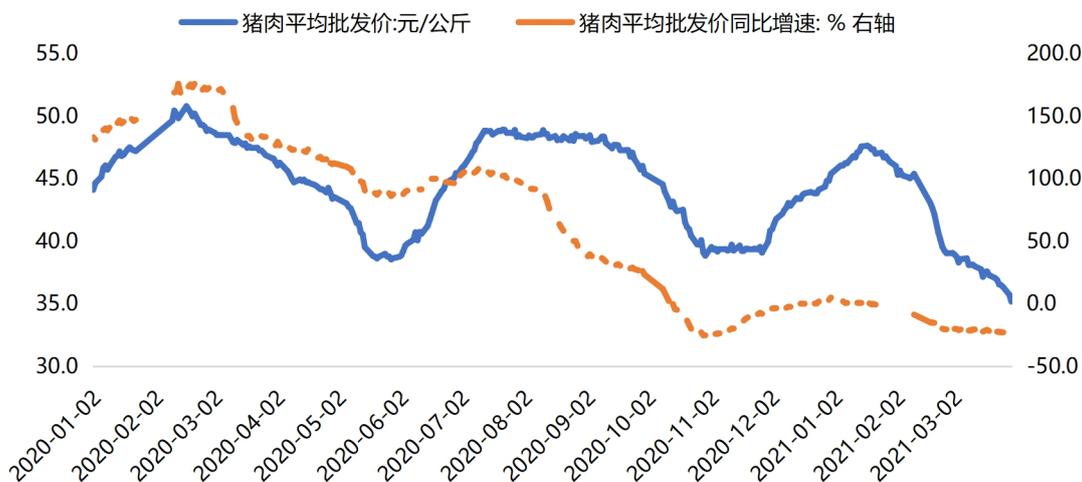
基数将显著推升燃油价格同比涨幅。因此，主要受低基数和消费助推，二季度 CPI 同比将进入快速上行过程，6 月料将达到年内高点 3.0% 左右。

图表 8 食品 CPI 涨幅显著走弱，核心 CPI 现回暖迹象



数据来源：WIND，东方金诚

图表 9 2021 年 1 月下旬以来，猪肉价格持续回落



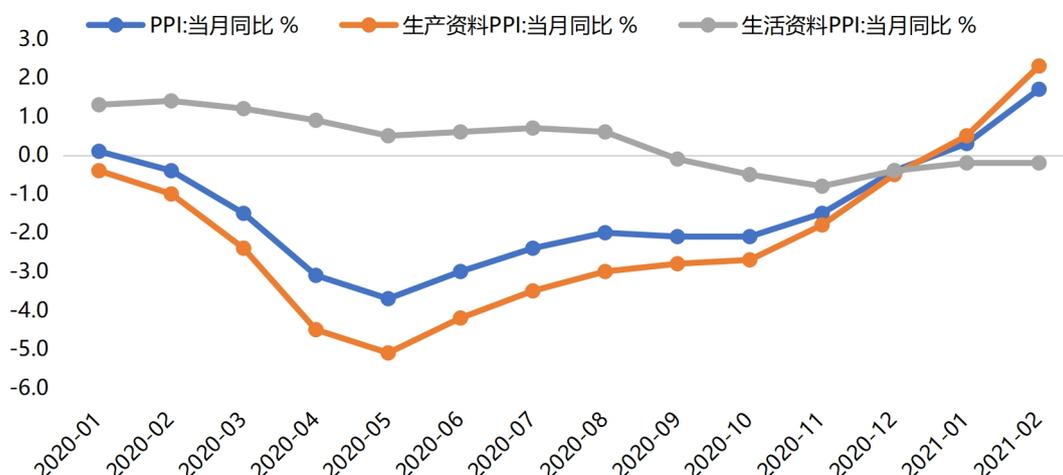
数据来源：WIND，东方金诚

去年四季度以来，PPI 同比进入加速上行过程，今年 2 月 PPI 同比涨幅已升至 1.7%。

主要原因即为在全球疫情好转、疫苗接种速度加快、美国 1.9 万亿美元财政刺激计划逐步落地、极端天气压制美国页岩油供应等因素刺激下，全球经济复苏和通胀预期抬升，2 月以原油和铜为代表的国际大宗商品价格快速上涨。从结构来看，由于国内终端需求仍然偏弱，上游原材料涨价向下游的传导相对滞后，当前 PPI 内部表现出上游涨价强于中游、中游强于

下游的特点。

图表 10 当前 PPI 内部表现出中上游涨价强于下游的特点



数据来源：WIND，东方金诚

后续 PPI 同比将持续走强，5 月料将达到年内高点 5.0%-6.0%，主要支撑因素有二：

- 一是尽管 3 月中下旬以来欧洲疫情反复冲击需求前景，避险情绪升温拖累油价回落，但复苏环境下，疫苗推广和拜登政府刺激计划的利好仍未充分释放，我们判断后续油价不会持续性走跌，中期来看仍有上涨空间。同时，2020 年 3-4 月国际油价经历一轮快速下跌，二季度油价同比涨幅将受到低基数的强力拉动。
- 二是前期中上游涨价开始通过成本压力向下游传导，后续随着消费需求改善，下游行业 PPI 涨势预计将逐渐显现。

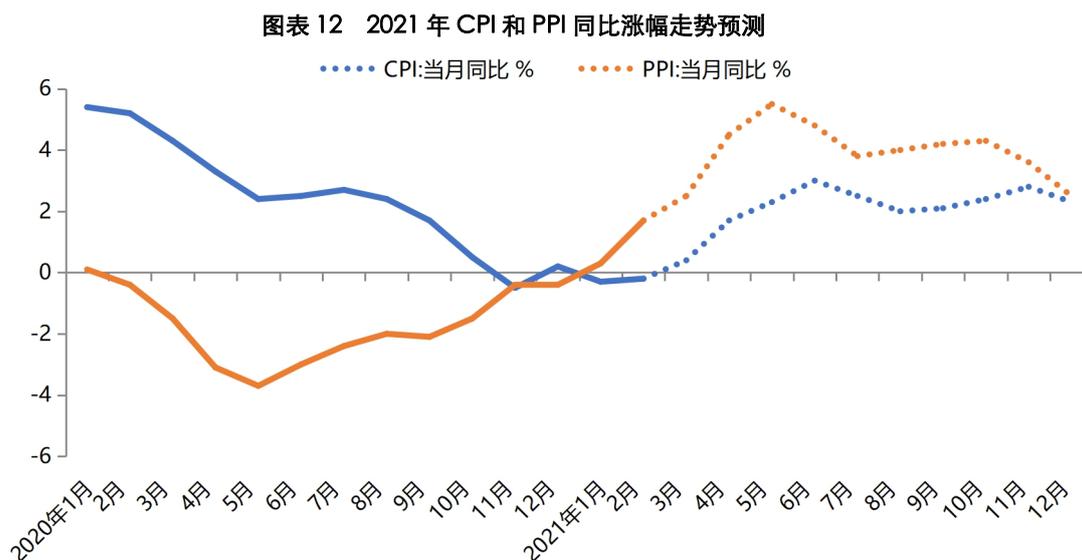
图表 11 2020 年 3-4 月国际油价大跌将对二季度油价同比涨幅形成强力拉动



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，二季度 CPI 和 PPI 同比冲高悬念不大，目前市场分歧主要集中在这一轮通胀上行的持续性，即下半年通胀是否会如期回落。当前国内通胀快速上行主要受输入性通胀影响。背后的推动力来自于在疫苗加速推广和美国大规模财政刺激计划带来需求实质性回升和需求前景改善的同时，海外供给侧产能的恢复仍受制于疫情导致的限制措施，以及疫情期间部分产能的关停。后续随着疫苗进一步普及，限制措施逐步解除，受到抑制的产能将会加速修复，尽管一些在疫情期间关停的产能可能需要很长时间恢复，但是后续供给缺口还是会逐步趋于弥合，从而减弱物价上行的动能。此外，拜登政府的 1.9 万亿美元救助计划很可能是本轮全球疫情冲击中的最后一个大型刺激措施。因此，此前以大宗商品价格冲高为代表的物价上行趋势，可持续性不会太强。实际上，3 月以来，大宗商品价格走势即出现分化，且波动性明显加大。而从更加长期的视角来看，在疫情真正缓和下来后，因缺乏具有全球性影响的技术进步、制度变革及投资扩张等持续性推动因素，全球实际经济增长动能很难有大幅增强，也就不具备持续推升物价的基础。

我们判断，伴随下半年全球及国内经济逐步回归正轨，国际大宗商品价格及国内 PPI 涨幅将会转向回落。预计 2021 年国内 PPI 同比走势将“前升后稳”，涨幅中枢在 3.5% 左右，CPI 大体呈现类似走势，涨幅中枢将在 2.0% 上下。



数据来源：WIND，虚线部分为东方金诚预测值

(三) 货币政策：二季度货币政策在维持中性基调基础上边际收紧的概率较大

今年政府工作报告延续了去年年底中央经济工作会议的基调，强调“宏观政策要保持必要支持力度，不急转弯”。货币政策方面的具体表述是“**稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。**”言及“不急转弯”，有两层含义，一是要转弯，二是转弯不能太急。事实上从去年5月起，货币政策就已经开始转弯，主要体现在央行主动收紧流动性，带动各期限市场利率拐头上行。**今年货币政策“转弯”将更多体现在广义流动性的收紧，即“货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配”意味着今年货币投放量要减速**，但“不急转弯”预示减速节奏将相对平缓，预计到年末M2和社融存量增速将比2020年末低1至2个百分点。同时，在年初市场利率已普遍升至政策利率附近后，“**保持流动性合理充裕**”意味着**今年资金面出现趋势性收紧的可能性不大**。市场利率将围绕政策利率宽幅波动，全年利率中枢与年初水平相比，不会出现大幅抬升，整体呈现“稳货币”特征。

政府工作报告奠定了今年货币政策稳健中性的主基调，但同时也提到“灵活精准”，意味着政策态度可能会随着国内外形势变化而出现短期调整。**对于二季度货币政策走势，还需分析央行货币政策委员会一季度例会透露出的政策信号。**有以下几点值得关注：

- **一是对国内外经济的表述更加乐观**，提出“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”，“境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻”，相比上季度例会国内“经济运行逐步恢复常态”、“当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”的表述更为乐观。或因国内经济“积极因素明显增多”，同时考虑到今年政府工作报告设置的经济增长目标仅为6.0%以上，一季度例会删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”的提法。
- **二是与去年四季度相比，对货币政策的表述删除了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”的提法。**我们认为，去掉“不急转弯”主要因为今年以来市场利率总体平稳运行，贷款利率稳中有降，2月末M2和社融存量增速与上年末相比变化不大，市场对货币政策较快收紧的担忧基本散去——本次例会认为

“预期管理科学有效”。这也为年初经济保持较快修复势头提供了必要的金融环境支持。同时，一季度例会在对政策延续性的强调程度下降的同时，保留了“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的说法，或意味着在货币政策回归常态化思路之后，相机抉择的特征将更加明显。

- **三是提出“推动实际贷款利率进一步降低”**，强化了去年四季度例会提出的“巩固贷款实际利率水平下降成果”的表述。这一说法与3月初郭树清主席提到的“因为今年整个市场利率回升，估计贷款利率会有所回升和调整”并不一致，也引发市场对于何为“实际贷款利率”的讨论。

我们认为，“**实际贷款利率**”是指企业获得贷款所需付出的实际综合成本，而非经济学意义上的实际利率（即名义利率剔除通胀率）¹。央行在去年一季度货币政策执行报告中提到“MLF 中标利率下降是金融机构平均边际资金成本降低的体现，有助于通过 LPR 下降推动降低企业实际贷款利率”，这一表述隐含了“MLF 利率→LPR→企业实际贷款利率”的传导链条。但**今年 MLF 利率调降的概率很低，要“推动实际贷款利率进一步降低”，可能主要有三个路径**：（1）在 MLF 利率不动的情况下，强化存款管理，保持银行负债端成本稳定；（2）巩固前期降费成果，通过降费来降低企业综合贷款成本；（3）强化精准滴灌，提升市场风险偏好，引导金融资源加大对因风险溢价较高而承受偏高贷款利率的小微企业等实体经济薄弱环节的支持力度。

- **四是更加关注外部形势变化**，在保留“加强国际宏观经济政策协调”的同时，将上季度“要加强经济形势的研判分析”的表述调整为“要加强国内外经济形势的研判

¹ 目前关于“实际贷款利率”的具体含义，市场上存在较大争议。在《2019年第四季度货币政策执行报告》中，央行强调“三是疏通货币政策传导，改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，推进存量浮动利率贷款定价基准转换。中期借贷便利中标利率、公开市场操作中标利率下降，推动了实际贷款利率明显下降，激发实体经济贷款需求。”而当年“金融机构一般贷款利率“从2019年3月的6.04%降至12月的5.74%，印证了央行的说法。

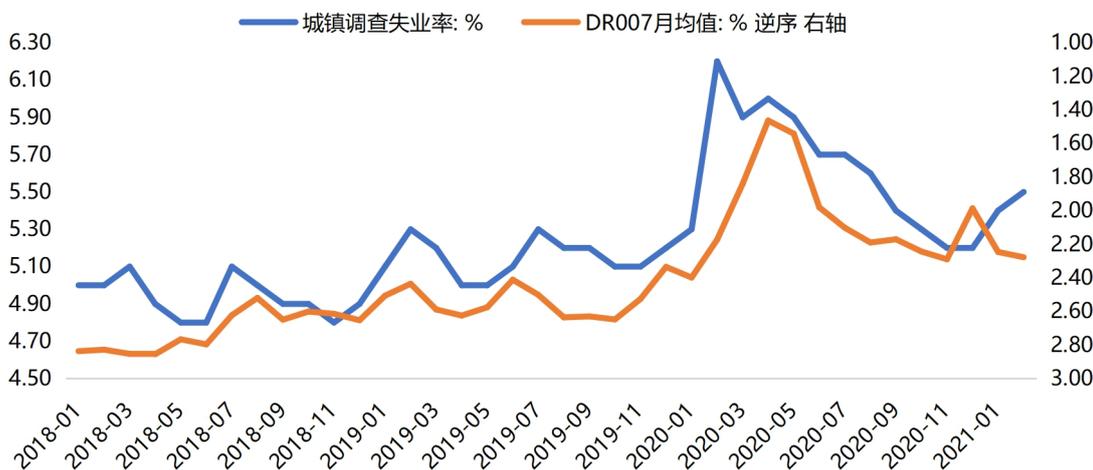
从物价角度来看，2019年CPI累计同比为2.9%，上年为2.1%，但2019年PPI累计同比为-0.3%，上年为3.5%。显然，若从物价变化角度理解“实际贷款利率”，无法得出2019年“实际贷款利率明显下降”的结论。这就意味着央行货币政策报告中所指的实际贷款利率，是指企业付息成本，而非经济学意义上的扣除通胀变化后的实际贷款利率。

分析”。我们认为，在今年国内疫情和经济形势确定性增大的情况下，央行货币政策对海外需求回升和供给恢复的角力及其对我国外需的影响，以及美联储紧缩预期增强、甚至可能提前紧缩对新兴经济体的溢出风险将更加关注。

整体上看，相较于去年四季度例会，**今年一季度例会对货币政策相关表述的调整整体偏紧缩，但转向信号并不明朗**，还需等待 4 月中央政治局会议对后续政策基调的进一步明确。

我们判断，在二季度国内经济将维持边际扩张、通胀将加速上行、年初社融超预期加大后续稳杠杆压力，以及全球货币政策面临再调整、宽松逐步后撤的情况下，**二季度国内货币政策易紧难松，债市将面临政策向偏紧方向微调的风险**。但考虑到（1）虽然短期经济活动在外需支持下依然旺盛，但趋势上存在下行风险，（2）2 月城镇调查失业率升至目标上限，显示就业仍面临一定压力，（3）中小微企业经营仍存较大困难，需要维持一定的政策支持力度，推动企业实际贷款利率下降；这些因素也意味着**短期内政策收紧亦面临约束，稳健中性基调难以发生改变，升准加息的可能性很小**。

图表 13 城镇调查失业率走势是影响货币政策边际取向的重要因素



数据来源：WIND，虚线部分为东方金诚预测值

（四）供给：二季度地方债发行将明显放量，利率债供给压力将实质性释放

供给压力的实质性释放是市场对二季度债市的主要担忧。回顾 3 月债市，在利空不断的情况下，利率超预期下行，一个重要原因是利率债供给压力较小而资金面宽松、机构配置

力量较强。随着新增地方债发行开闸，二季度利率债供给放量是大概率事件，但央行对冲力度存在不确定性。如果央行对冲不力，春节以后的资金面稳态可能会被打破，进而扰动债券利率走势。那么**二季度利率债供给压力到底有多大？**

1. 国债

- 回顾 2016 年以来记账式国债净融资额与中央预算赤字之比，多数年份占比在 92% 左右。2020 年情况较为特殊，记账式国债（不含特别国债）净融资额为 3.04 万亿，比当年中央预算赤字多 2561 亿。假设今年记账式国债净融资按往年多数情况占比同期中央预算赤字的 92%，则**今年记账式国债净融资额将为 2.53 万亿，在不考虑特别国债的情况下，较去年减少 5060 亿，如考虑特别国债，则减少近 1.51 万亿**。储蓄国债方面，历年储蓄国债净融资规模较小，但年度间变动幅度较大，我们统计了 2016-2020 年储蓄国债净融资额，将均值 430 亿作为今年储蓄国债净融资规模的预测值。

由此，全年国债净融资额大约为 2.57 万亿，加上今年偿还量 3.6 万亿，以及当年发行当年到期的部分（通常占全年发行量的 9%），预计全年发行量为 6.78 万亿。这也意味着，**今年国债发行量比上年减少约 3400 亿，缩量规模不大，但净融资额将减少约 1.46 万亿**。从二季度来看，按往年规律，一季度为国债发行淡季，四季度通常为净融资高峰。过去 5 年二季度国债净融资额占全年净融资额的比重平均约为 30%，由此**预计今年二季度国债净融资额为 7710 亿，发行量为 1.71 万亿，比一季度分别增加 6658 亿和 2690 亿**。

2. 地方债

- 与去年相比，今年新增地方债额度下降幅度并不大，其中新增专项债额度 3.65 万亿，比去年减少 1000 亿，用于弥补地方财政赤字的新增一般债额度 8200 亿，比去年较少 1600 亿。根据财政部数据，2020 年新增地方债实际发行规模比年初额度低 1775 亿，2019 年低 239 亿。预计**今年新增地方债实际发行规模比额度低 1000**

亿左右，为**4.37 万亿**，比去年减少约**1800 亿**。

再融资债方面，今年地方债偿还量为 2.67 万亿。根据此前三年再融资债对到期地方政府债券的续接比例——2018 年为 81.2%、2019 年为 87.3%、2020 年为 86.4%，均值为 85%，由此估计今年用于偿还到期政府债券的再融资债发行量为**2.27 万亿**。值得注意的是，今年 1-2 月发行的 45 只再融资债均用于特殊“存量政府债务置换”，其中包括“建制县隐性债务风险化解再融资”，合计发行量 4180.6 亿。3 月以来，再融资债募集资金用途回归偿还到期地方政府债券，当月用于“偿还存量（政府）债务”的再融资债发行量仅为 453 亿。预计后续再融资债将以偿还到期债券为主，但建制县隐性债务置换也还将持续，这一部分再融资债会带来新增规模的扩大，全年发行量难以预计，初步判断将在 8000 亿左右。

综上，今年地方债发行量约为**7.44 万亿**，比去年增加**1 万亿**，净融资额**4.77 万亿**，比去年增加**4000 亿**。

历年来看，地方债供给主要集中在二、三季度，但具体节奏受到新增债券额度下达时间以及发行完毕的时间要求影响。如 2018 年供给高度集中于三季度是因为新增额度 5 月才下达地方，2019 年和 2020 年一季度发行规模较大，则与额度提前下达有关。今年新增地方债额度并未提前下达，直至 3 月份才小规模开闸，这意味着相较此前两年，今年地方债供给压力将更加集中于二、三季度。我们判断**今年新增专项债发行将在二季度显著放量，全年高峰将在三季度**，同时二季度地方债到期压力较大。初步估计**二季度地方债发行量为 2.9 万亿，净融资额 1.8 万亿，无论是发行量还是净融资额，从单季来看，都处于历史高位**。

3. 政金债

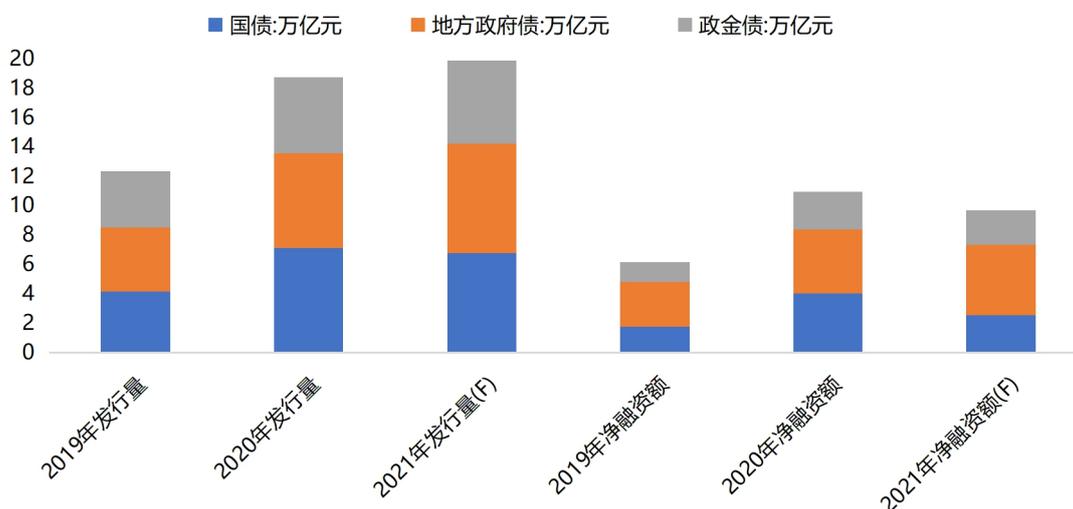
- 过去 5 年年末政金债存量规模同比增速均值为 11%，2020 年末同比增速达到 16%，这与去年政策扩张以对冲疫情冲击有关，预计今年年末政金债存量规模同比增速将会降至 13% 左右。这意味着**今年政金债净融资额约为 2.38 万亿，比去年减少约 1700 亿，发行量约 5.68 万亿，比去年增加 4800 亿**。

从二季度来看,过去5年二季度政金债净融资额占全年净融资额的比重大约为28%。

今年二季度到期压力较大,预计净融资额占全年净融资额的比重在25%左右,即

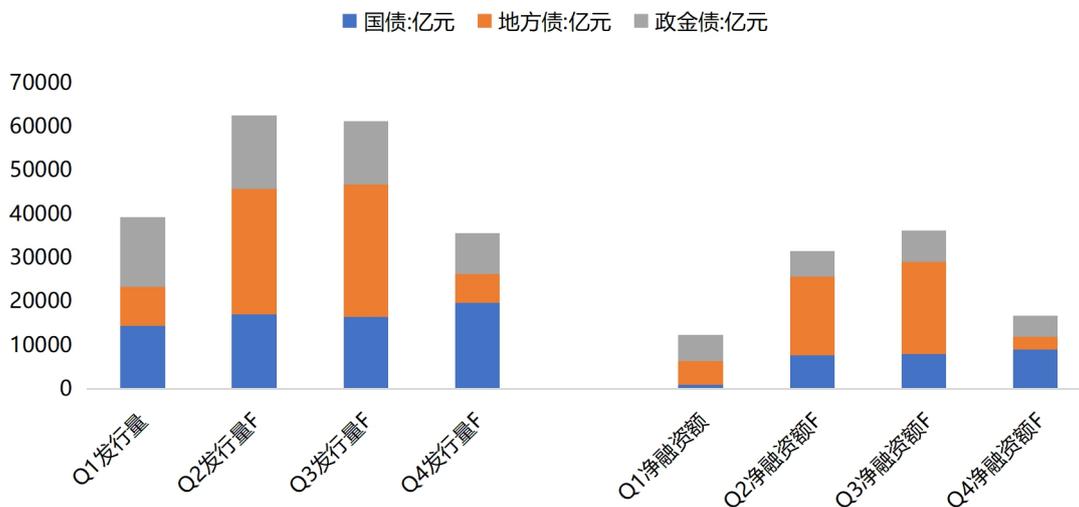
二季度净融资额为5950亿,发行量为1.69万亿,与上季度大致持平。

图表 14 2021 年利率债发行量和净融资额预测



数据来源: WIND, F 为东方金诚预测值

图表 15 2021 年各季度利率债发行量和净融资额预测



数据来源: WIND, F 为东方金诚预测值

二季度利率债供给压力客观存在,但其对利率的影响还取决于央行对冲力度以及配置盘需求。目前来看,央行降准的可能性不大,更有可能通过增量续作 MLF 的方式补充中长期流动性,但 MLF 操作规模有限且成本较高,因此,可能会再度出现供给放量而央行宽松力度不足情况下一级带动二级的局面。另外,4月是传统上的缴税大月,财政存款上收也将对

资金面造成扰动，预计资金面波动放大的同时，资金利率中枢将有所上移。不过，与去年三季度相比，今年二季度利率债的配置需求会相对较好，主要原因是在银行压降结构性存款任务完成、负债端压力得到缓解的同时，信贷增速放缓、对信用债配置偏谨慎，使得银行配置利率债的额度相对充足。这会在一定程度上缓和供给放量给债市造成的调整压力。

(五) 中美利差：二季度中美利差仍有收敛空间，但对国内债市影响有限

一季度美债收益率快速上行，3月30日10年期美债收益率升至1.73%，为去年1月24日以来新高。主要原因是市场对美国经济与通胀上行出现同向预期，这主要源于两方面因素的共同作用：

- 第一，1月中旬以来，美国疫情改善，日新增确诊病例数显著回落至去年10月水平，加之疫苗推广加速，市场对于疫情好转以及经济复苏的乐观预期升温。
- 第二，拜登政府1.9万亿美元的大规模财政刺激计划逐步落地，进一步推升市场对于美国经济加快修复以及通胀上行的预期。

1月至2月上旬，美债收益率上行主要由通胀预期驱动，2月中旬以来，开始转向由**实际利率驱动**。目前美债实际利率依然为负——3月30日10年期美债实际收益率为-0.6%，后续在经济复苏加速和紧缩预期推动下，美债实际利率将向零值靠拢，这将带动**10年期美债收益率进一步上行，年内料上破2.0%**。而如果年内美债实际利率回升至零，在通胀预期平稳的情况下，10年期美债收益率可能达到2.3%。

图表 16 2月以来美债收益率上行主要由实际利率上行驱动



数据来源: WIND, 东方金诚整理

美债收益率快速走高对国内利率走势的影响主要体现在两个方面:

- 一是对美联储加速货币政策正常化的担忧令国内货币政策收紧的预期升温。对此,

我们认为:

1) 美联储主席鲍威尔在 2 月 23 日参议院银行委员会听证会上, 再次重申了美联储的货币政策宽松立场: 将继续提供货币政策支持, 保持当前的超低利率和 QE 购债规模; 3 月美联储货币政策会议仍然按兵不动、维稳利率, 同时在申明中重申, 将维持资产购买不变, 直至经济取得实质性进一步进展; 3 月 25 日鲍威尔在接受媒体采访时提及在美国经济复苏和通胀目标“取得实质性进展之后”, 美联储将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券的购买规模, 这一发言也被市场解读为“鹰派”言论, 但鲍威尔依然强调“取得实质性进展之后”与其之前表态相比并没有明显的转向。我们认为, 尽管美联储已经注意到通胀预期的升温和美债收益率的快速上行, 但在目前实际通胀数据仍无实质性上升、近期就业数据持续疲弱的情况下, 美联储仍在综合观察疫苗接种节奏及其对经济复苏的影响, 不会采取贸然行动, **短期内美联储货币政策难有方向上的急速转变。**

2) 近年国内货币政策强调“以我为主”，不再与美联储亦步亦趋。去年5月起，随着国内疫情得到有效控制、疫后经济反弹，央行就已经启动了货币政策向常态化回归的进程，远远走在了美联储之前，这也是去年中美利差显著拉大的重要原因。从这个角度讲，即便后续通胀超预期持续高企导致美联储加速货币政策正常化，国内货币政策也不会仅因此就跟进收紧。近期新兴市场国家迫于高通胀、货币贬值和资本外流压力纷纷加息，对国内货币政策的影响也非常有限。

- **二是美债收益率上行带动中美利差收窄及美元指数反弹，引发外资配置人民币债券的速度放缓。**去年外资大幅增持人民币债券，中美利差的走阔是重要原因，外资加速流入也成为稳定债市的重要力量。今年一季度美债收益率快速上升后，中美利差大幅收敛，3月30日报147.6bp，较上年末收窄73.7bp。但目前中美利差仍然处在舒适区间（80bp-100bp）以上的较高水平，尚未对外资配置人民币债券构成明显冲击。后续随着美债收益率进一步冲高，中美利差预计还有20-30bp的收敛空间，这意味着中美利差仍有望维持在120bp左右。同时考虑到中国经济在后疫情阶段的强劲复苏，持续支撑海外长期资金对人民币资产的信心，我们预计，短期内外资从国内债市大幅净流出的可能性不大，但加仓人民币债券的速度将会放缓。

图 17 2021 年以来中美利差明显收窄，但仍处历史相对高位



数据来源: WIND, 东方金诚

整体上看,近期中美利差大幅收窄对国内债市的影响更多体现在情绪层面,后续中美利差仍有进一步压缩空间,外资加仓人民币债券的速度或放缓,给国内债市造成一定压力。但目前来看,此次美债收益率上行、中美利差收窄对人民币汇率造成的负面冲击尚不明显,短期内对央行货币政策的掣肘料将有限,因此不会对国内债市产生显著影响。

(六) 利率债市场: 风险因素增多, 但利率向上空间不悲观

二季度债市将面临以下几方面利空因素:

- 一是在国内经济将维持边际扩张、通胀将加速上行、年初社融超预期加大后续稳杠杆压力,以及全球货币政策面临再调整、宽松逐步后撤的情况下,二季度国内货币政策易紧难松,债市将面临政策向偏紧方向微调的风险。
- 二是3月政府工作报告明确了今年新增地方专项债额度,3.65万亿的规模超出市场预期,预计从4月起地方债发行将明显放量,利率债供给压力将实质性释放。需关注央行货币政策的配合度,政策偏紧预期下,可能会再度出现供给放量而央行宽松力度不足情况下一级带动二级的局面。
- 三是春节后资金面稳中偏松并非央行主动而为,重要原因是节后现金回流和财政存

款的投放，但这一利好因素不可持续，加之 4 月政府债券发行缴款和缴税压力加大，预计资金面波动放大的同时，资金利率中枢将有所上移。

- 四是二季度国内经济环比修复动能可能会超出预期，同时通胀加速上行是大概率事件，PPI 同比在 5 月或升至 5%至 6%，CPI 同比则有望从当前的微幅通缩状态快速回升至 3.0%。基本面逆风下，债市难有作为。
- 五是美债收益率已上破 1.7%，后续点位市场普遍看到 2.0%以上，中美利差已大幅收窄。目前中美利差仍处舒适区间以上，虽不至于引起外资大规模流出中国债市，但外资加仓人民币债券的速度料将放缓。

基于此，**我们认为二季度债市面临比较大的调整压力。但对于调整空间也无需过度悲观**，主要原因是以上利空因素已经较大程度上被市场所预期和消化。同时，这一轮通胀上行压力属于输入性的、阶段性的快速上冲，可持续性不强，加之 2 月城镇调查失业率上升至目标区间上限、显示当前就业压力仍然较大，预计短期内央行不会采取升准、加息等信号意义很强的紧缩措施。央行在近期连续三个季度的货币政策执行报告中均明确表示，要“引导市场利率围绕央行政策利率波动，有效发挥政策利率的中枢作用”。当前主要市场利率均已回升至政策利率水平附近，或已处于略高于政策利率水平。这意味着在政策利率不上调的预期下，二季度市场利率上升空间较为有限。其中，DR007 波动中枢预计在 2.5%左右。另外，从中期视角来看，市场普遍预计下半年经济增长动能将边际减弱、通胀压力趋缓，且年内社融增速将趋于下行。在上述预期证伪之前，**10 年期国债收益率在 3.3%以上进一步上行面临一定阻力，向上突破 3.5%的可能性不大。**