

“类滞胀”加剧货币政策摆布难度，债市难以突破震荡格局

—— 2021 年四季度宏观利率展望

分析师：王青 冯琳 于丽峰

2021 年 10 月 8 日

主要观点：

经济基本面：四季度经济“类滞胀”风险将进一步加剧，主要下行压力来自于“能耗双控”和地产“速冻”，同时，外需边际减弱背景下，出口动能拐头向下并与内需走弱形成共振的风险也值得关注。除此之外，综合考虑消费修复缓慢、企业投资意愿有所减弱，以及财政扩张将带动基建投资提速，但幅度料将有限，我们预计，四季度 GDP 同比增速将降至 5.0% 以下，而供给约束下，PPI 同比将继续高位运行。

货币政策：四季度经济下行压力加大，决定了货币政策易松难紧的基调；金融稳定目标对货币政策的影响方向不定，站在当前时点上，由于前期房地产调控政策高压导致房企暴雷不断，房企信用风险有可能向金融风险扩散，因此，维护金融稳定的目标或引导政策边际宽松；但另一方面，由于四季度 PPI 仍将高位运行、美联储将启动 Taper，通货膨胀和外部平衡两个目标对货币宽松空间构成制约。

流动性环境：四季度央行将继续对流动性进行精准调节，引导市场利率围绕政策利率运行，因此，在政策利率不会下调的预期下，短期和中期市场利率仍有下限，预计四季度资金面有边际收敛压力，资金利率中枢或较三季度小幅上移，同时，同业存单利率和 MLF 利率倒挂的情况仍将维持，但二者之间的“豁口”大概率将有所收窄。除此之外，9 月起宽信用效果将有一定程度体现，四季度信贷、社融及 M2 增速都将进入一个小幅回升过程，实体流动性将边际改善。

债市环境展望：基本面可能有利（经济下行压力加大，PPI 企稳回落），但市场预期较为一致，需要关注基本面或通胀韧性超预期的风险，尤其是当前供给约束未解、CPI 涨势渐起，四季度通胀压力有可能得不到缓解；债市面对的政策组合将从第三季度的“宽货币”+“紧信用”切换至“稳货币”+“温和宽信用”+“财政适度发力”，政策面边际变化对债市影响偏空；债市供求关系和中美利差（外部环境）的边际变化对债市的影响也偏不利，但影响有限，不会成为触发债市走熊的因素。

利率走势展望：四季度债市仍将维持震荡格局，预计 10 年期国债收益率将基本在 2.8%-3.1% 之间震荡，核心震荡区间在 2.8%-3.0% 之间，中枢在 2.90%-2.95% 左右，较第三季度的 2.87% 小幅抬升；同时，当前短端利率已回升至降准前水平，继续回调的空间不大，但下行空间也面临着资金面和政策利率的制约。因此，四季度曲线长短端的上行和下行空间都不大，在稳货币预期下，短期内曲线形态将大致维持。

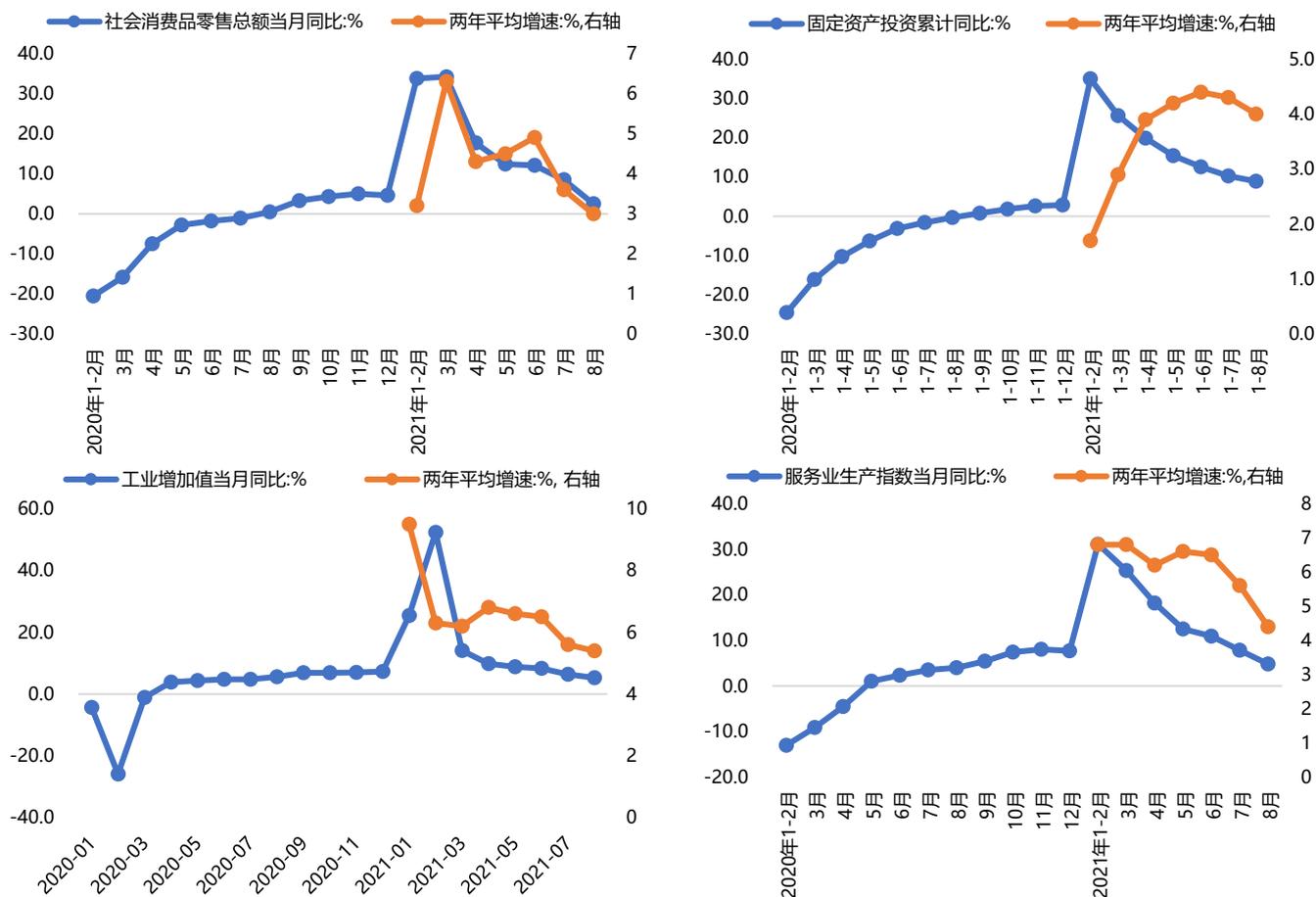
目录

一、经济基本面：四季度经济“类滞胀”风险加剧	3
（一）“能耗双控”政策升级，从供给端加剧经济下行风险，并推升 PPI 涨价动力	4
（二）恒大风险发酵，楼市经历“速冻”过程，四季度房地产投资增速将延续下行	7
（三）四季度出口增长动能或将减弱	11
（四）消费修复缓慢，企业投资意愿回落，财政扩张料提振基建投资，但预计力度有限	15
二、货币政策：四季度货币政策将继续向稳增长方向适度发力	18
（一）三季度货币政策边际转松，标志性事件是 7 月央行全面降准	18
（二）四季度货币政策将向稳增长方向发力，有可能再全面降准一次，但降息概率仍小	20
（三）PPI 高涨不会影响四季度货币政策边际宽松的方向，但会制约宽松幅度	22
（四）美联储 Taper 进入倒计时，国内货币政策仍将“以我为主”	23
三、流动性环境：四季度资金面有边际收敛压力，宽信用效果将有所体现	24
（一）四季度资金利率中枢或较三季度小幅上移	24
（二）四季度同业存单利率和 MLF 利率倒挂的情况仍将延续，但“豁口”将有所收窄	25
（三）四季度宽信用效果将有所体现	27
四、供需关系：四季度利率债供给压力仍大，但配置需求仍强	28
（一）四季度利率债净融资额将略低于三季度，供给压力仍大，且明显高于季节性	28
（二）商业银行仍面临一定欠配，四季度利率债配置需求仍强	29
五、四季度展望	30
（一）四季度债市环境：基本面对债市可能有利，政策面边际变化偏空	30
（二）四季度利率走势：债市仍将维持震荡格局，曲线长短端的上行和下行空间都不大	33

一、经济基本面：四季度经济“类滞胀”风险加剧

三季度国内经济减速势头明显，主要经济指标全面下滑。从已公布的宏观经济数据可以看到，受局部疫情反复、地产调控加码以及“能耗双控”等因素影响，7月和8月消费、投资、工业生产和服务业生产增速等经济指标持续下滑；而以消除上年基数影响、能较为准确地反映当前经济修复进度的两年平均增速衡量，以上指标也一改上半年整体改善势头，出现掉头向下态势，显示经济修复动能边际转弱。我们预计，三季度GDP同比增速将降至6.0%以下。而在经济走弱的同时，三季度国内工业品价格仍继续上扬，PPI同比涨幅连超预期，经济运行出现较为明显的“类滞胀”特征。

图表1 三季度消费、投资、工业和服务业生产修复动能均边际转弱



数据来源：Wind，东方金诚

站在当前时点上，市场对于四季度经济下行风险加大的预期较为一致；9月24日央行第三季度货币政策委员会例会公报对于经济形势的判断也更为严峻，删除了二季度例会公报中“我国经济运行稳中加固、稳中向好”的表述，同时强调“国内经济恢复仍不稳固、不均衡”，“外部环境更趋严峻复杂”，表明监管层也已经注意到宏观数据的边际变化和经济下行压力的上升。

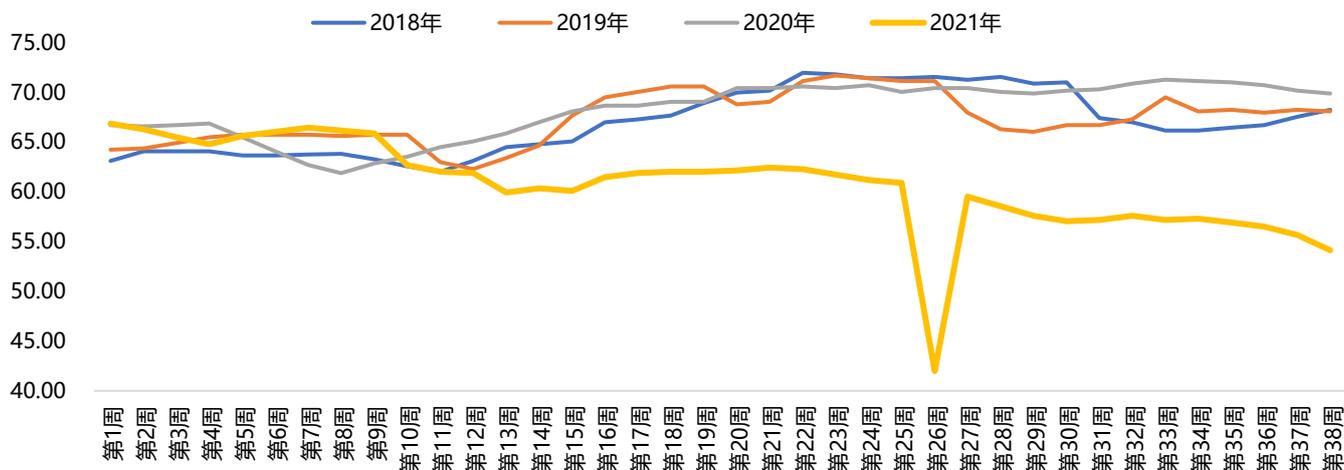
我们判断，**四季度经济“类滞胀”风险将进一步加剧**，主要下行压力来自于“能耗双控”和地产“速冻”，同时，外需边际减弱背景下，出口动能拐头向下并与内需走弱形成共振的风险也值得关注。除此之外，综合考虑消费修复缓慢、企业投资意愿有所减弱，以及财政扩张将带动基建投资提速，但幅度料将有限，我们预计，**四季度 GDP 同比增速将降至 5.0% 以下，而供给约束下，PPI 同比将继续高位运行。**

（一）“能耗双控”政策升级，从供给端加剧经济下行风险，并推升 PPI 涨价动力

8 月以来，“能耗双控”政策密集落实，多地出台限电、停产措施。从原因来看，直接背景主要有二：一是部分地区上半年“能耗双控”目标完成情况不佳¹。二是当前煤炭价格持续上涨，下游火电厂亏损严重，影响电力供应，导致缺电问题突出。从 9 月 29 日国家发改委对今冬明春能源保供工作的回应来看，接下来民生用电用能将是保供工作底线，将尽可能把限电、限能的影响范围控制在工业企业，尤其是高耗电、高耗煤行业生产将继续受到“能耗双控”政策的严格约束。从对宏观经济的影响来看，我们认为主要有三：

一是限电、限产将直接拉低工业生产增速，从供给端加剧经济下行风险。受到“能耗双控”升级影响，8 月以来，全国高炉开工率骤降，上游产能利用率普遍下行，宏观经济供给端承压明显。从 9 月 PMI 数据来看，制造业 PMI 降至临界点以下，其中高耗能行业景气大幅走弱，同时，PMI 生产指数降幅超过新订单指数，显示生产端承压更甚。而此前受局部疫情影响骤降的非制造业 PMI 在 9 月重返扩张区间，意味着“能耗双控”已经接力疫情反弹成为短期内经济运行的主要扰动因素。

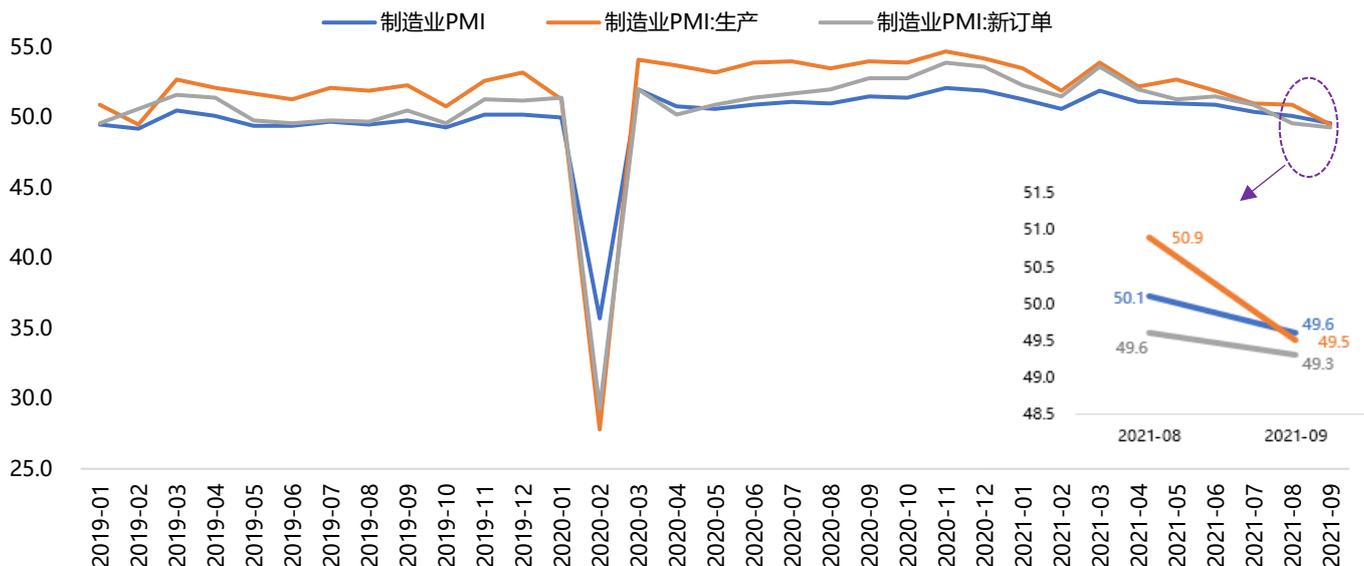
图表 2 全国高炉开工率持续下行并已显著低于过去三年同期水平 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

¹ 8 月 12 日，国家发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，指出上半年有 9 个省(区)能耗强度不降反升，为一级预警，同时有 8 个省(区)在能源消费总量控制方面为一级预警。

图表3 9月制造业PMI降至收缩区间，生产指数下滑幅度超出新订单指数（%）



数据来源：Wind，东方金诚

二是供给约束加大将推升 PPI 涨价动力。供给紧张导致的煤炭价格大涨是下半年以来国内 PPI 涨幅持续超预期的重要原因。尽管高耗煤行业限产停产将减少煤炭需求，但考虑到煤炭的内外部供给约束仍在（国内煤炭增产也受到环保安监政策制约，进口则面临国际关系和疫情等因素扰动），短期内煤炭供给紧张的局面将难以逆转，价格仍将维持高位。同时，钢铁、电解铝、水泥、化工等高耗电、高碳排行业受“能耗双控”政策影响较大，减产也将推升相关工业品价格。

图表4 9月以来国内生产资料价格加速上扬

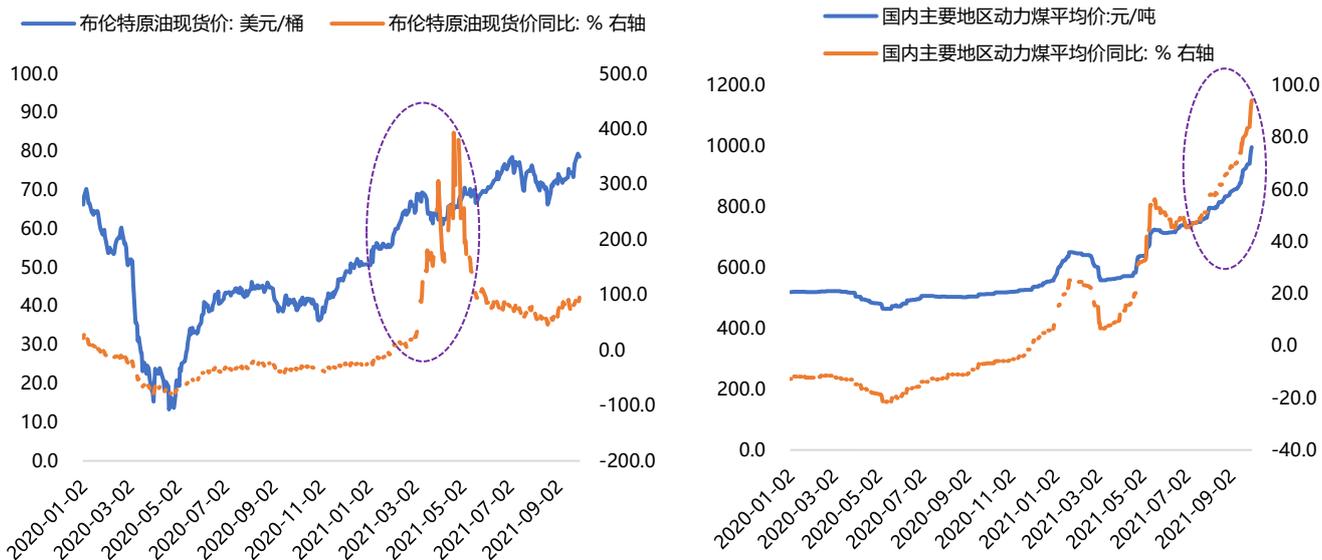


数据来源：Wind，东方金诚

可以看到，在国内煤炭等商品供需失衡影响下，下半年以来 PPI 涨幅持续超预期，且涨价动力已经从上半年的“输入型”（外围原油和铜价格大涨）转为“内生型”（国内以煤炭为代表的“黑色系”商品价格飙升）。同时，新涨价影响已全面超过基数效应，即在去年同期

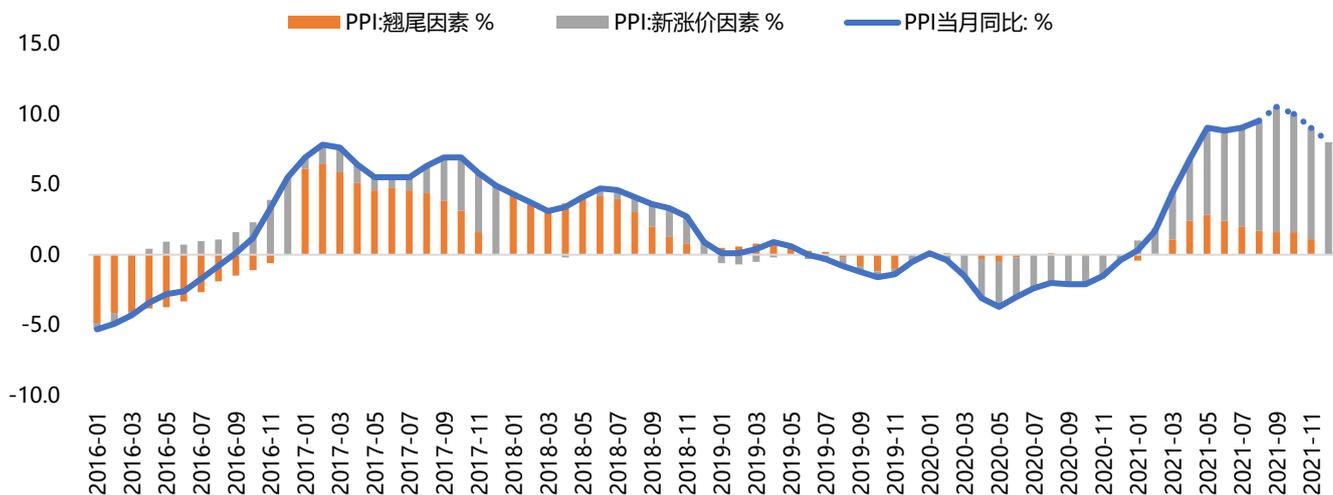
基数走高背景下，新涨价动能走强驱动 PPI 同比不降反升。8 月 PPI 同比涨幅扩大至 9.5%，9 月料将上破 10.0%。综合考虑国际油价²和国内工业品价格走势，以及基数效应影响，我们预计四季度 PPI 同比涨幅虽有望趋缓，但仍将运行在 8.0% 以上的高位。而上一轮 PPI 上行周期的高点为 7.8%（2017 年 2 月，同比），这意味着，“能耗双控”对 PPI 的影响已经超过了 2016-2017 年“去产能”时期。

图表 5 三季度煤炭涨价接力原油，推动 PPI 持续快速上涨



数据来源：Wind，东方金诚

图表 6 本轮 PPI 上行高点已超过 2016-17 年“去产能”时期，预计四季度 PPI 同比将维持高位



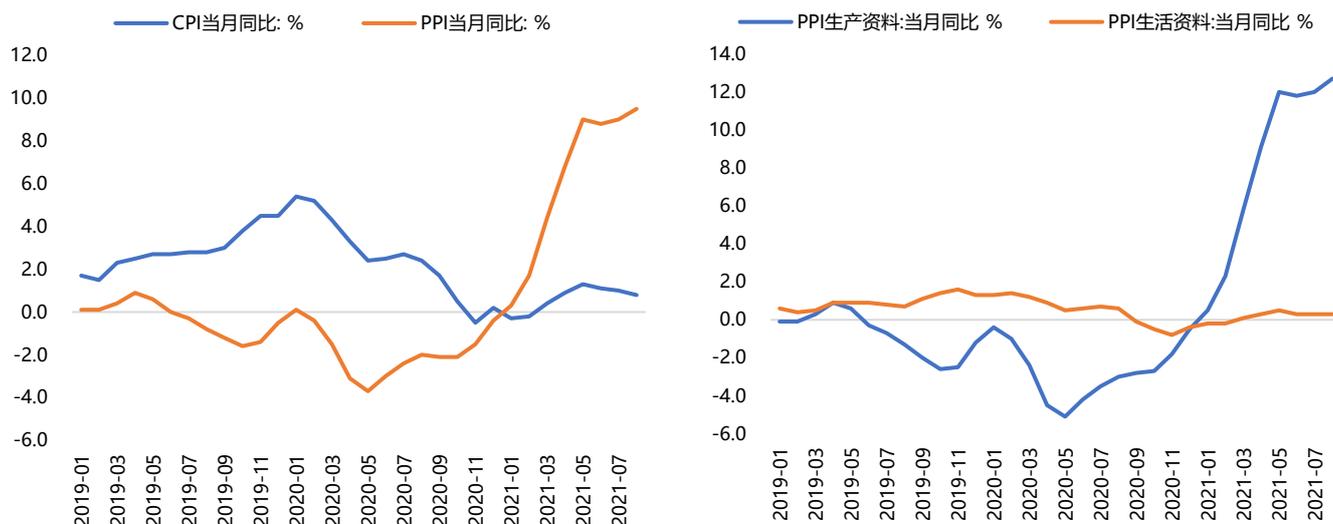
数据来源：Wind，东方金诚；虚线部分为东方金诚预测值

三是短期内 PPI 和 CPI 之间的“剪刀差”将难以弥合。如前所述，“能耗双控”从供给端加剧 PPI 涨价动能，同时，工业生产景气下滑也会通过压缩企业营收和利润以及员工收入

²考虑到全球原油需求仍处于恢复过程，而从供给端来看，在美国页岩油产能因遭受飓风袭击而难以在短时间内完全恢复、伊朗原油无法在年底前重返全球市场的情况下，OPEC+增产幅度将难以弥合原油供需缺口，我们预计，四季度原油供需矛盾将支撑油价走势偏强震荡。

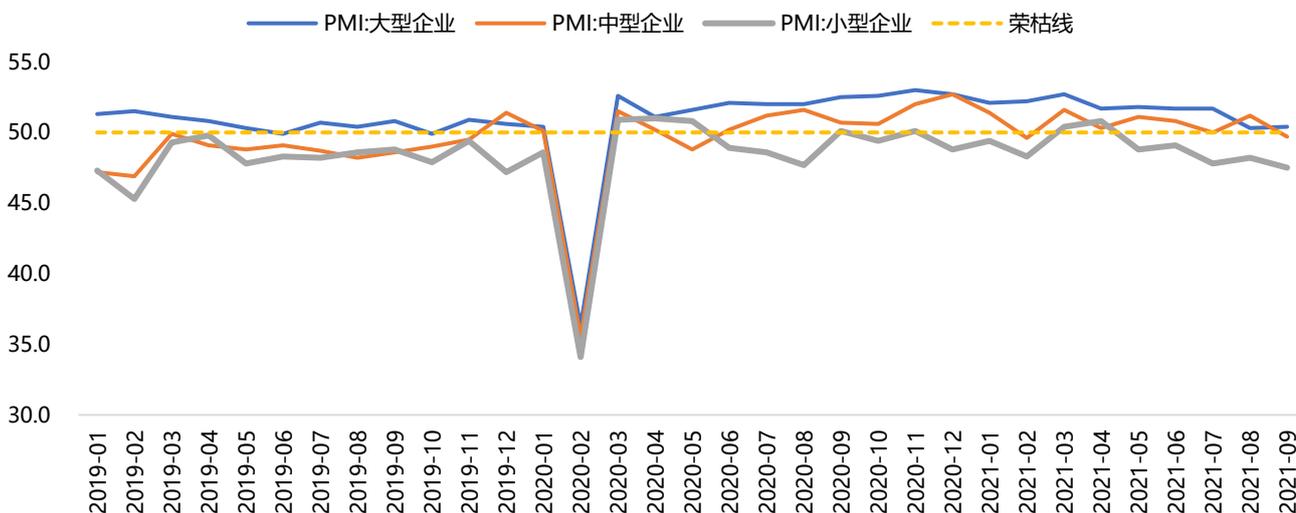
传导至需求端，间接影响需求端修复，进而桎梏 PPI 高涨向 CPI 的传导。我们认为，尽管在基数走低以及上游涨价向下游传导等因素催化下，四季度 CPI 涨价动力也在积蓄，但受终端需求不振制约，年内 CPI 涨幅仍将处于温和水平（年底 CPI 同比有可能向 2.0% 靠拢），其与 PPI 之间的“剪刀差”难以显著弥合。这意味着，下游企业将成本上涨的压力通过 CPI 涨价向终端消费转移的能力有限，利润将持续承压，尤其是集中于下游的中小微企业，面临很大的经营压力。

图表 7 当前 CPI 和 PPI 及 PPI 内部生产资料和生活资料价格涨幅之间的“剪刀差”显著



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 8 下半年以来 PMI 小型企业指数在临界点以下波动走低



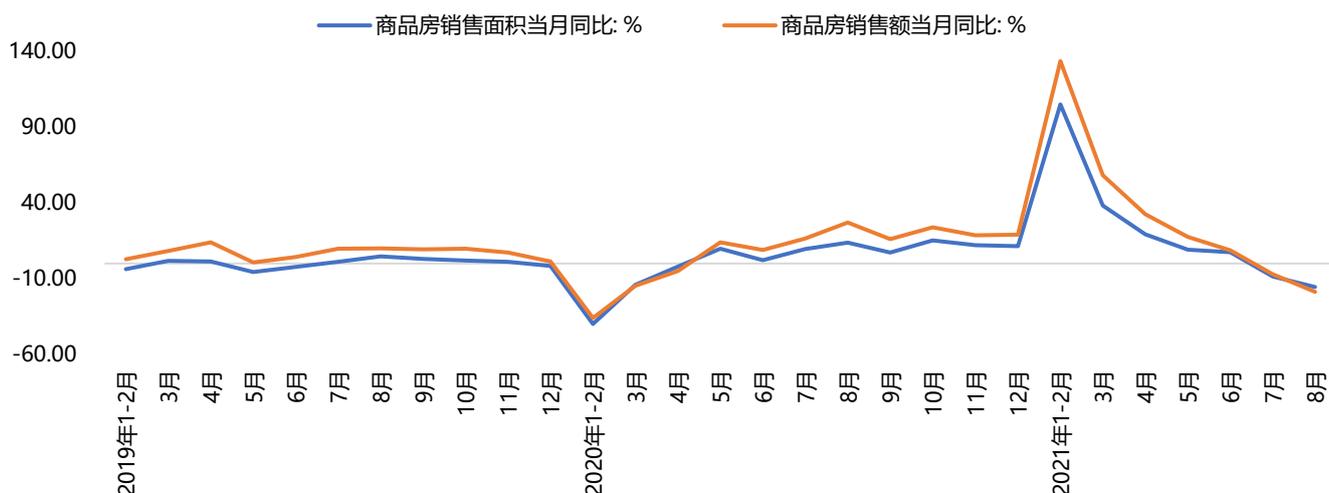
数据来源: Wind, 东方金诚

(二) 恒大风险发酵，楼市经历“速冻”过程，四季度房地产投资增速将延续下行

去年 7 月以来，房地产调控政策逐步升温，前期出台的包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理在内的宏观审慎管理措施正逐步显效。政策累积效应下，房企融资渠道全面收

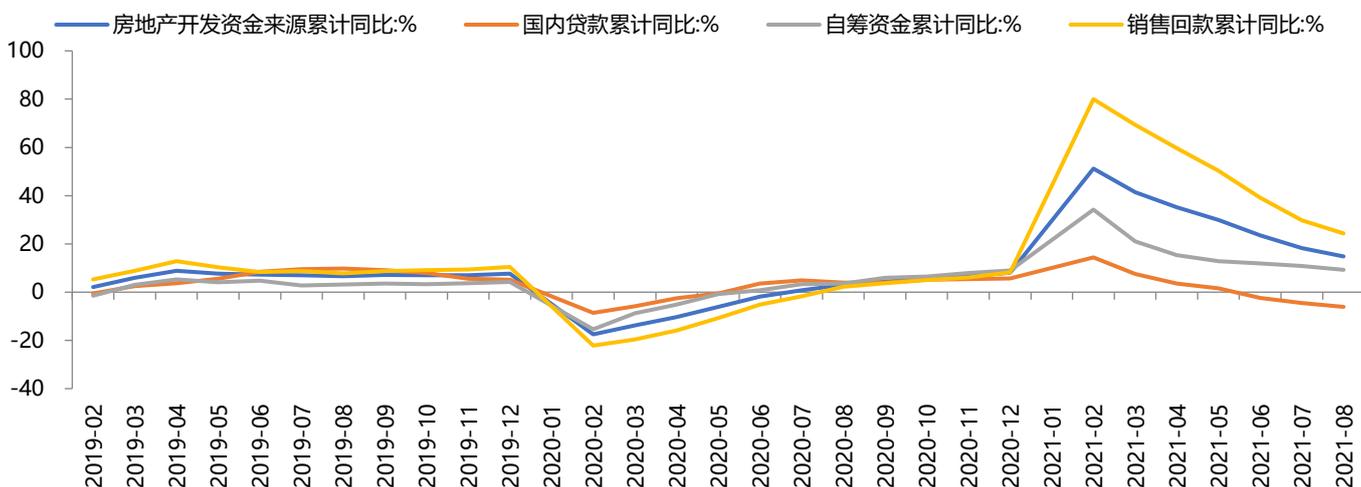
紧，商品房销售收入已成为房企的主要资金来源。而前期楼市持续处于高位运行状态，对房地产投资保持较强韧性起到了重要支撑作用。但进入下半年，形势发生变化：7月起商品房销售面积和销售额同比均出现负增长，且8月降幅明显扩大。同时，这两项指标的两年平均增速也在显著下行，其中8月商品房销售面积两年平均增速已进入负增长状态。这说明当前销售端增速下行并非源于基数效应，而是楼市确实在降温，这也导致房企资金来源进一步受限，进而向投资端传导。

图表9 7-8月商品房销售连续两个月同比负增长，政策调控压力显现



数据来源: Wind, 东方金诚

图表10 调控收紧，三大类房地产开发资金来源正在同步减速

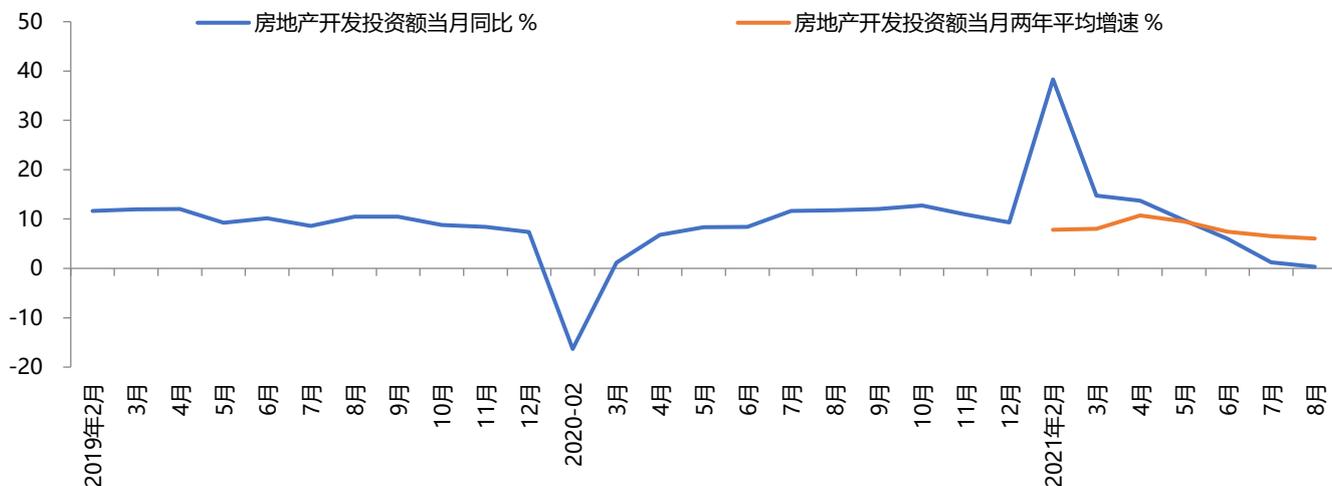


数据来源: Wind, 东方金诚

前期调控政策持续加码，楼市承压，6月房地产投资迎来下行拐点。数据显示，1-8月房地产投资累计两年平均增速较1-7月下行0.3个百分点至7.7%，已为连续第二个月走低，表明下半年以来房地产投资韧性确实出现弱化态势，下行拐点基本确立。考虑到累计增速对数据最新变化反应较为钝化，我们测算了月度房地产投资同比及两年平均增速的变化——8月

当月房地产投资同比增速仅为 0.3%，两年平均增速降至 6.1%，较上月下行 0.4 个百分点，已连续四个月走低，且下行斜率更为陡峭。

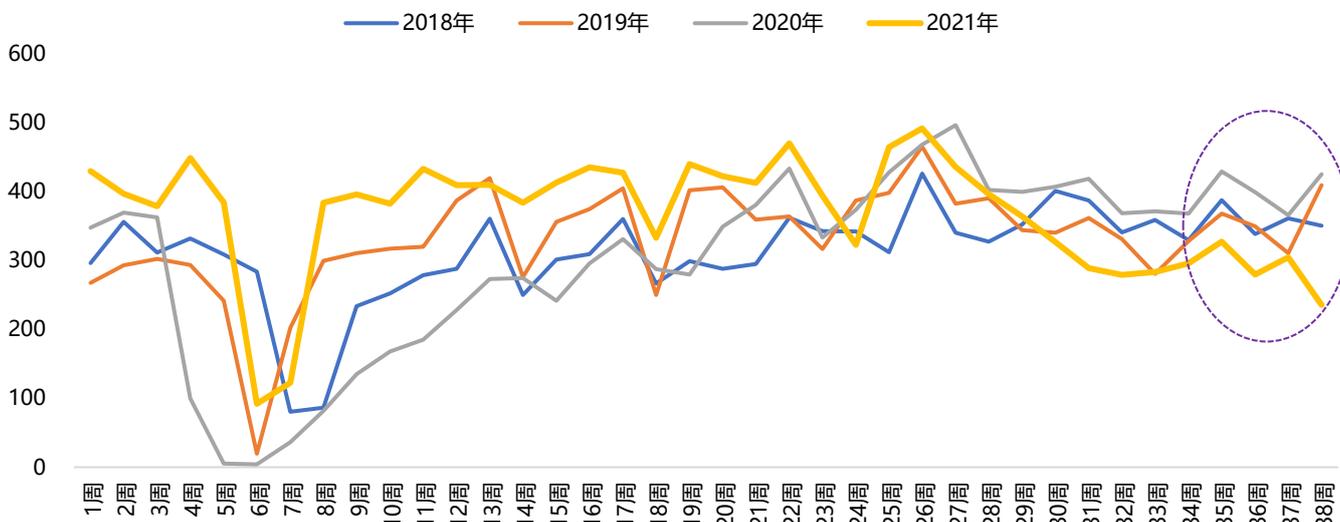
图表 11 近期房地产投资当月增速下行势头明显



数据来源：Wind，东方金诚

值得关注的是，房地产开发资金来源减速，在导致房地产投资增速下滑的同时，也引发房企信用风险事件不断。其中，作为头部房企，负债高企、脚踏两条红线的恒大出现商票逾期，在资本市场遭遇股债双杀。8月19日，央行、银保监会曾约谈恒大，要求其“努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定”，但约谈之后，恒大债务危机仍在不断发酵。这一方面导致金融机构对房地产企业的风险偏好系统性下降，尤其是对民营房企的资金融出更加谨慎；另一方面，由于恒大体量和规模巨大，债务危机下，其在建项目能否“保交房”引发全社会广泛关注，这可能会激起潜在购房者的谨慎和观望情绪，从而加速房地产销售端下行。

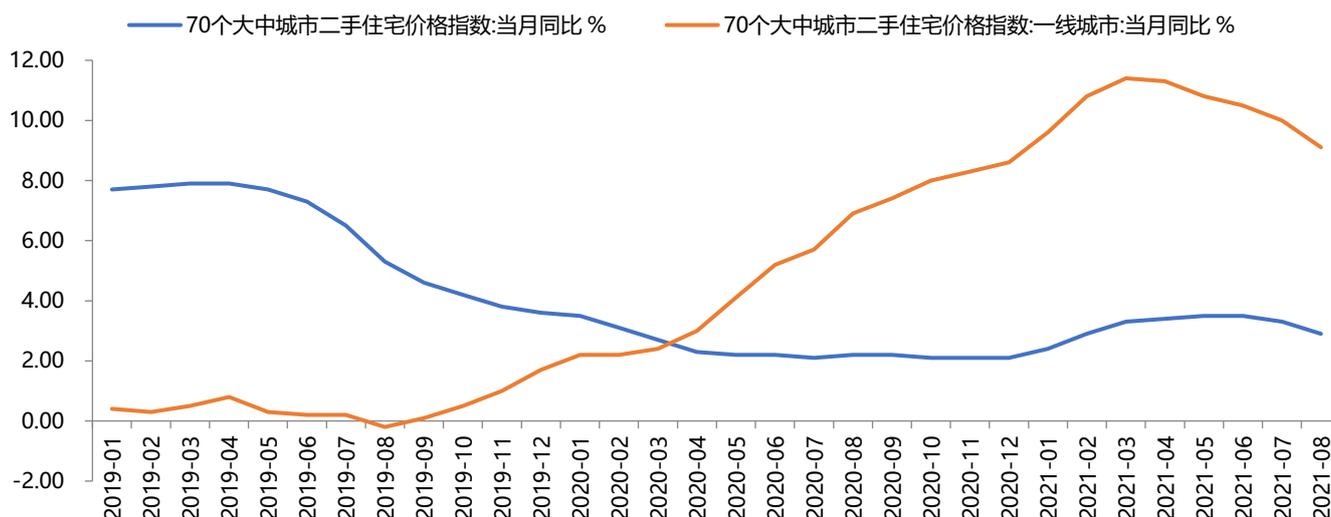
图表 12 9月以来 30 大中城市商品房销售面积继续下滑，同比深跌（万平方米）



数据来源：Wind，东方金诚

我们判断，**四季度房地产调控政策有望“由紧转稳”**。首先，近期全国房价整体走势温和，深圳等一线城市房价快速上涨的苗头也得到了有效遏制，同时，房地产行业过度挤占金融资源的问题也已得到缓解，继续收紧房地产调控的必要性已经下降。其次，随着经济下行压力加大，政策稳增长需求上升，稳增长就需要稳投资，稳投资就需要遏制房地产投资增速较快下滑的势头，而且地方政府加大基建投资力度，客观上也需要保持土地出让金收入基本稳定。因此，接下来房地产调控“由紧转稳”，不仅有其行业内部演化的原因，也存在稳定宏观经济运行以及“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”的客观要求。但**指望房地产调控政策全面转向托市、房企融资环境大幅回暖也不现实**——“跨周期调节”下的稳增长政策力度整体上将较为温和，政策面仍将兼顾防风险目标，这就包括9月29日央行和银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会上重申的“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

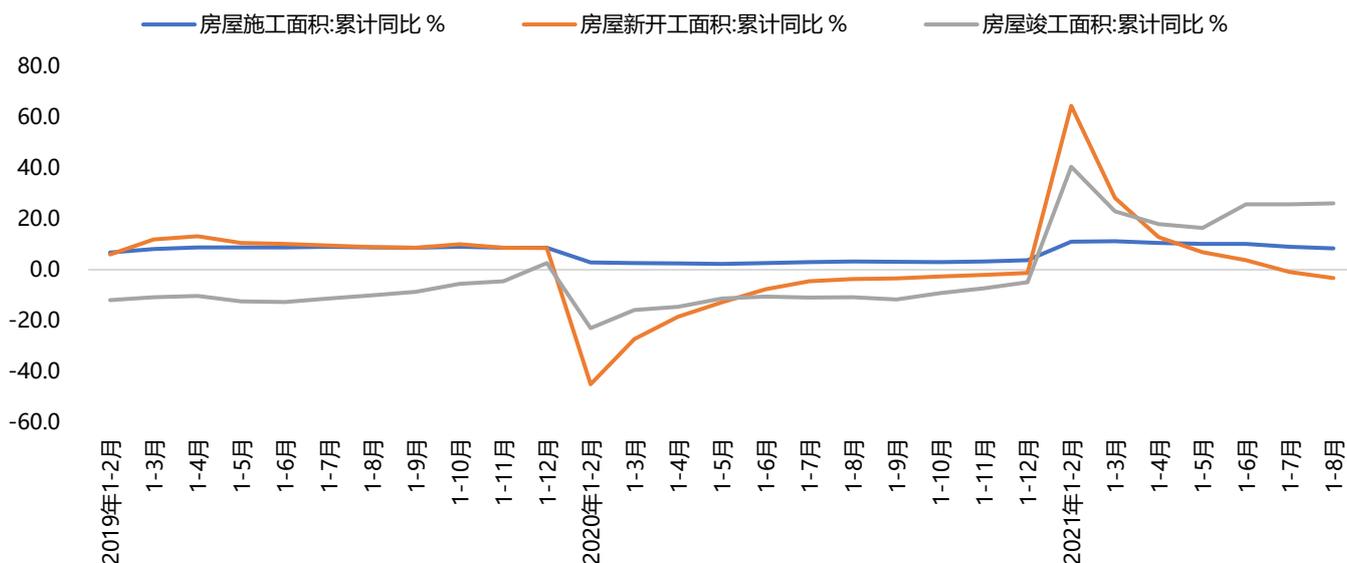
图表 13 本轮逆周期调节过程中，我国房价整体涨幅不大，近期一线城市房价较快上涨势头得到遏制



数据来源：Wind，东方金诚

预计四季度房地产投资增速下滑的势头还将延续。年初以来房企为加速资金回笼，房屋竣工面积保持高增，但为减少资金支出，房屋新开工面积增速大幅下滑，导致房屋施工面积同比增速也在较快下行，考虑到目前商品房销售遇冷、房企普遍土储不足，制约后续新开工潜力，施工面积增速还将继续走低，并拖累房地产投资整体增速下行。不过，当前稳增长需求加大，在房价快速上涨势头得到遏制的前提下，未来一段时间房地产调控压力或将边际缓和，这将有助于缓解楼市持续降温势头和房企资金来源大幅收缩的局面，对投资产生边际支撑。因此，**四季度房地产投资承压但失速风险不大，预计全年房地产投资增速有望保持在7.0%左右（1-8月累计增速为10.9%），与2020年基本持平**。

图表 14 今年以来新开工不足将制约后续施工面积增速

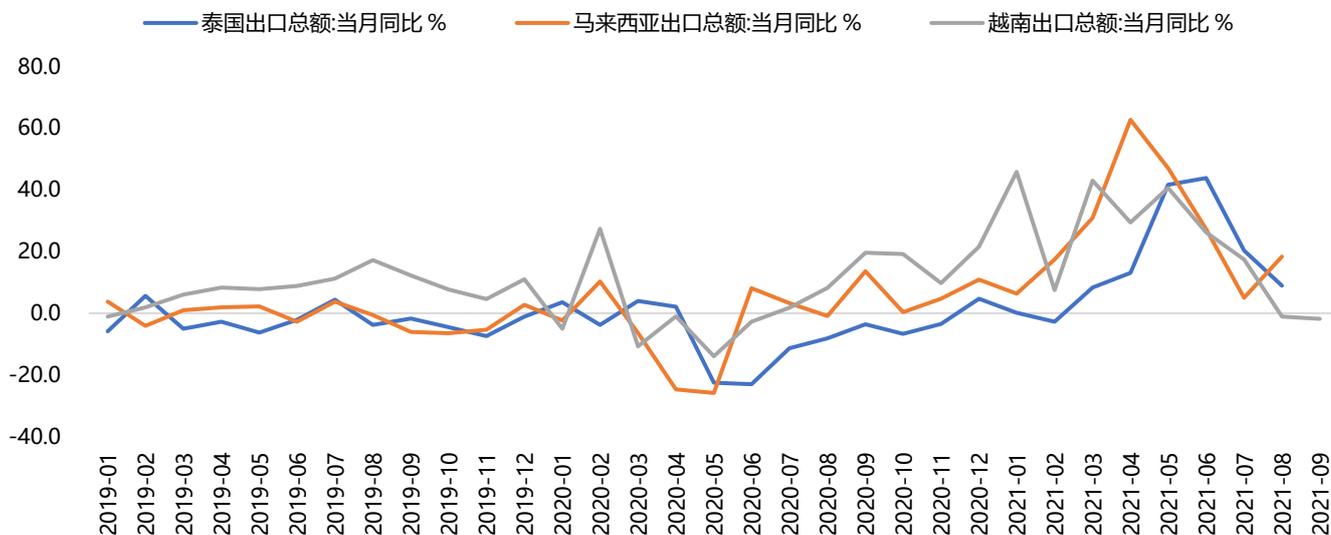


数据来源: Wind, 东方金诚

(三) 四季度出口增长动能或将减弱

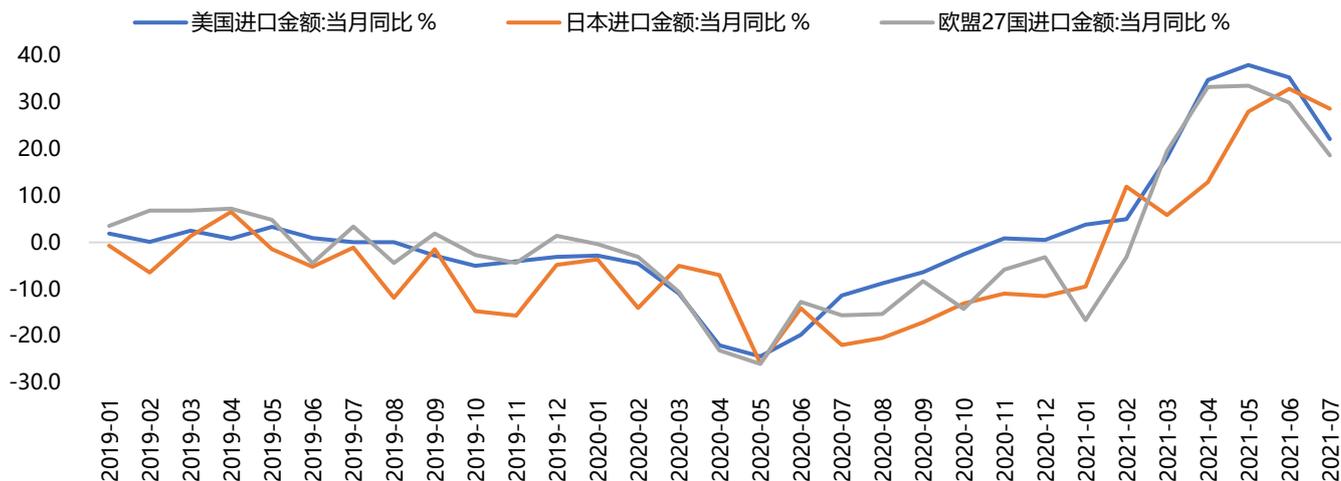
下半年以来, 出口继续维持较强韧性, 尤其是 8 月出口增速反弹, 超出市场预期。主要原因在于新一轮全球疫情高峰下, 马来西亚、越南和泰国等东南亚国家成为疫情中心区域之一, 出口受到严重冲击。由于这些国家主要以工业制成品出口为主, 与我国出口商品结构相似性较高, 在对全球、特别是对发达经济体出口市场中具有明显的竞争关系, 因而直接导致我国出口替代效应增强。进一步印证这种出口替代效应的是, 8 月我国对美、欧、日出口增速全面反弹, 而近期美国零售数据下滑, 欧盟、日本等区域经济景气水平也在下行, 当月以上国家或地区进口增速均处于下滑或持平状态。

图表 15 近期疫情重创东南亚国家出口



数据来源: Wind, 东方金诚

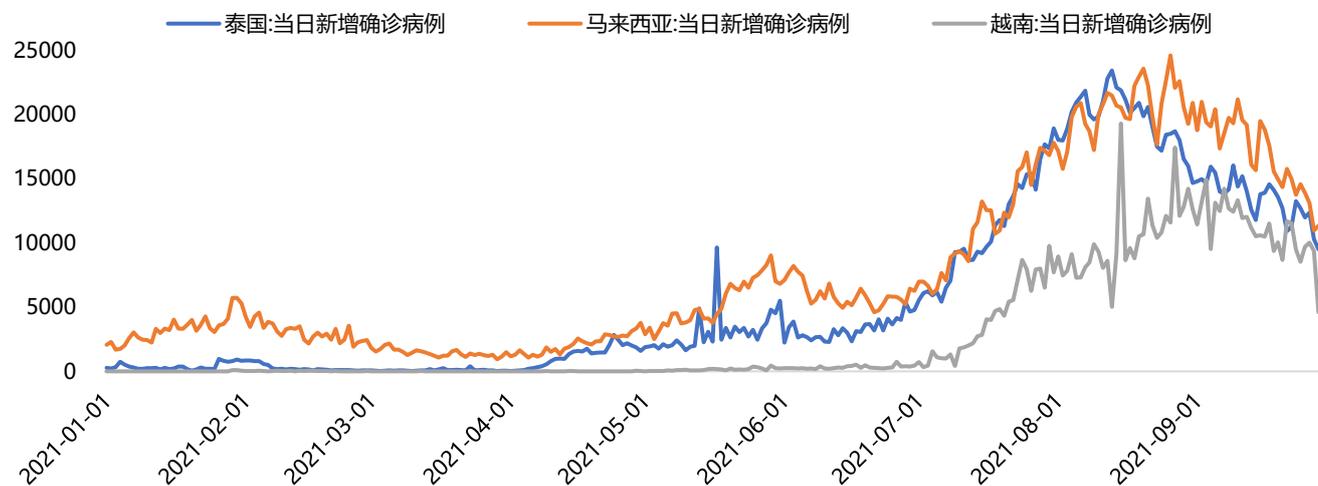
图表 16 近期发达经济体进口增速总体处于下滑过程



数据来源: Wind, 东方金诚

因此, 我们认为, 展望后续出口走势, 首先应当关注东南亚疫情演化。可以看到, 截至 9 月底, 东南亚疫情仍处于高发状态, 生产恢复仍然面临制约, 出口替代效应将继续支撑我国出口韧性, 9-10 月我国出口有望维持高增。不过, 8 月底以来, 马来西亚、泰国、越南等国疫情均迎来拐点, 单日新增确诊病例数持续下行。后续随着这些国家疫情进一步好转, 生产活动有望快速修复, 年底前出口替代效应下降可能导致我国出口增长动能回落。

图表 17 东南亚本轮疫情反弹已迎来拐点

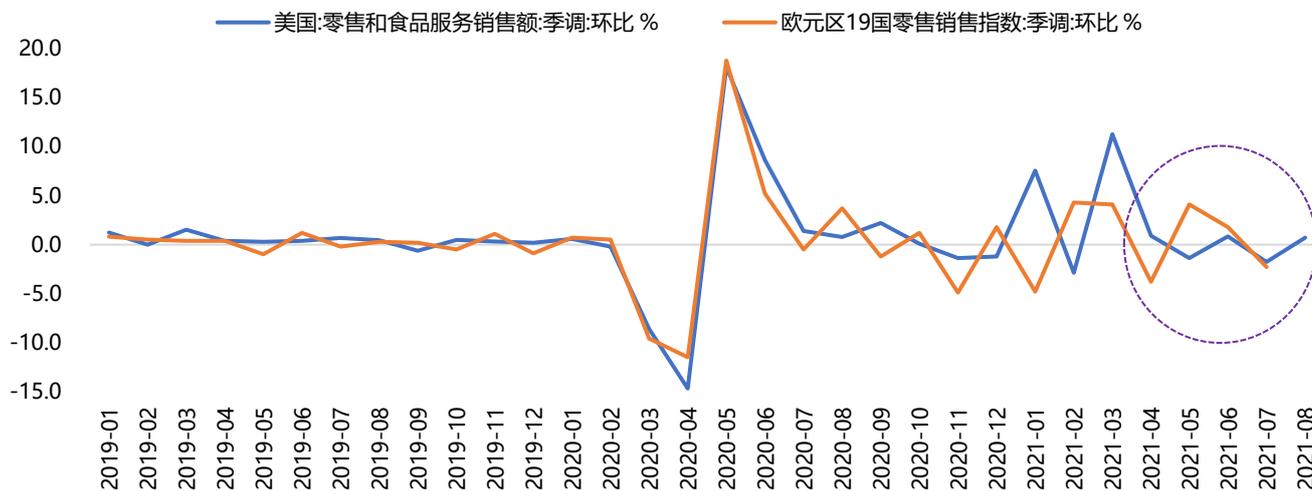


数据来源: Wind, 东方金诚

其次, 从外需角度来看, 今年 4 月以来, 由于财政刺激支持力度减弱, 美国零售销售额环比增速明显放缓。我们认为, 就业持续改善、工资增长以及节日购物季(感恩节周末至新年)的临近, 将支撑四季度美国消费韧性, 但在美国政府过度财政补贴结束之后, 后续零售销售增速明显加速的可能性不大。同时, 物价上涨、德尔塔病毒扩散等因素令美国消费者心理更为谨慎——9 月密歇根大学消费者信心指数录得 72.8%, 虽较 8 月有所回升, 但仍处近 10 年来低位——这对耐用品消费影响更大, 从 8 月零售数据来看, 日用品、食品饮料、杂项商

品需求偏强，而娱乐用品、电子用品、汽车等耐用消费品需求偏弱，这也会制约后续美国需求对我国出口的拉动。另外，7月欧元区零售销售额环比下滑，主要原因是前期商店重新营业对商品消费的提振作用减退，以及消费者支出从商品转向服务——从消费结构的变化来看，也不利于后续我国消费品出口。

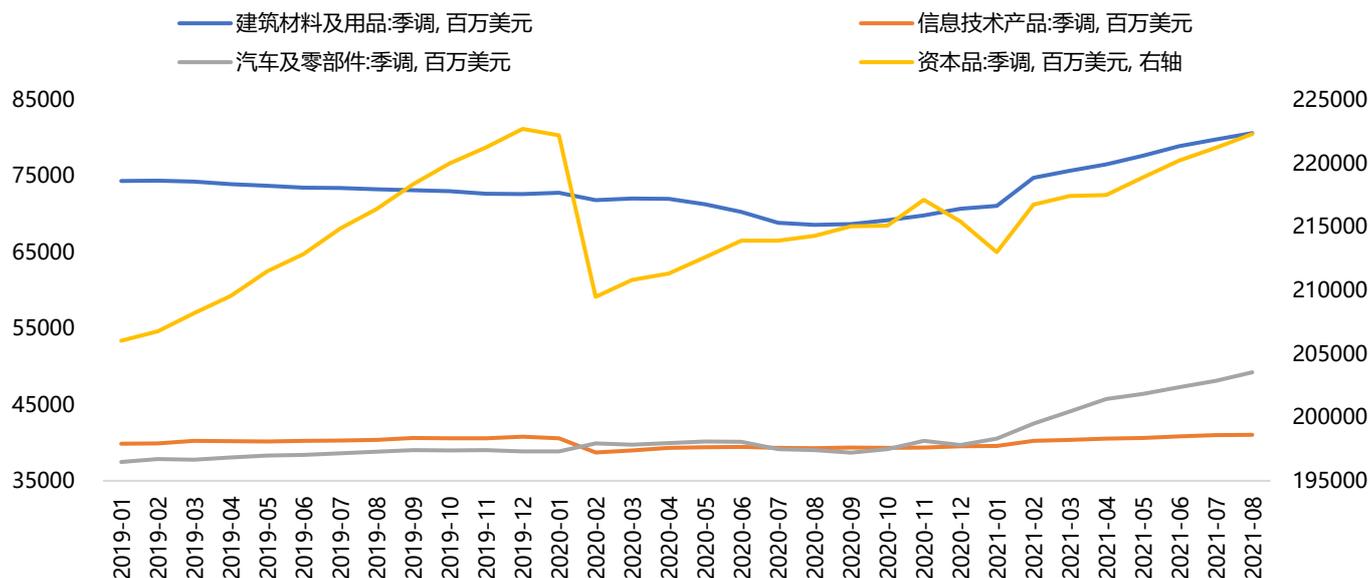
图表 18 近期欧美零售销售增速有所放缓



数据来源: Wind, 东方金诚

中间品方面，受欧美生产恢复拉动，今年以来我国集成电路、液晶显示板、钢材等中间品出口整体高增。截至9月，美国和欧元区制造业PMI仍处于较强扩张区间，且随着疫情缓和，东盟等新兴经济体生产恢复也将带动中间品需求，因此，未来一段时间我国中间品或资本品出口仍有支撑。不过，当前美国主要中间品或资本品存货量都已较前期低点大幅回升且处于近年高位，或将在一定程度上抑制我国对美中间品或资本品出口。

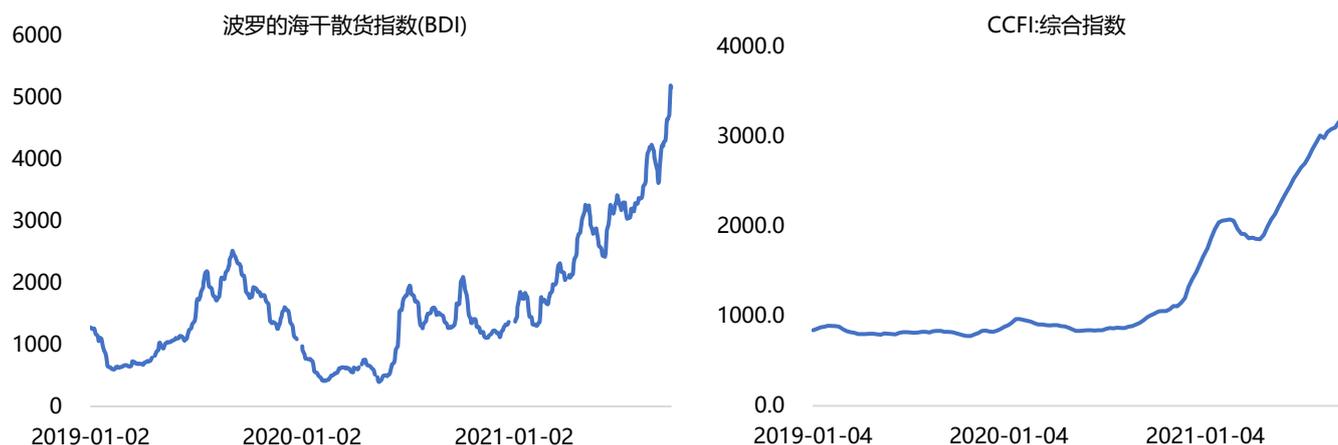
图表 19 美国中间品或资本品库存量已回升至近年高位



数据来源: Wind, 东方金诚

最后，除东南亚疫情和外需走势外，还需要关注国内供给侧变化。一是8月出口增速意外反弹，部分归因于7月国内疫情导致部分货物在港口积压并延迟至8月出运，这一效应在9月即会减退；二是国内工业企业限电、限产可能会对出口企业接单产生不利影响，拉长出口交单期限；三是近期国内工业原材料价格上涨较快，且整体进入高位运行状态，加之海运费大涨，出口企业面临较大成本压力。这些变化都不利于后续出口动能的维持。

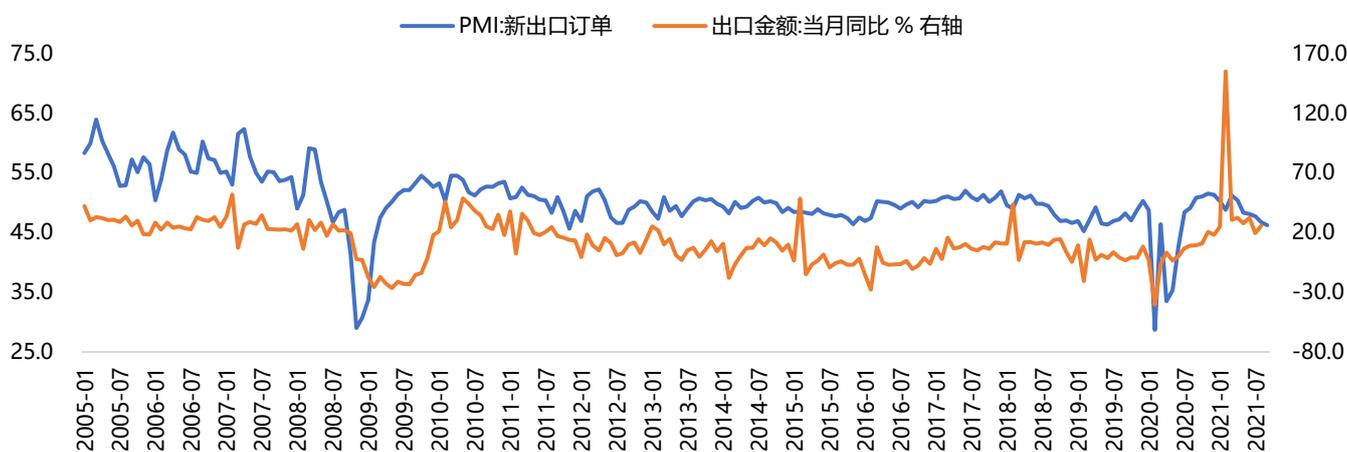
图表 20 全球贸易恢复叠加运力不足，导致海运费大涨



数据来源：Wind，东方金诚

综合考虑海外疫情演化、外需走势、国内供给侧变化和基数变动等因素，四季度我国出口增速将进入下行通道。我们注意到，截至9月，制造业PMI新出口订单指数已连续5个月处于收缩区间。而从历史数据来看，新出口订单指数和出口增速波动虽并非完全同步，但从一段时期来看基本呈现出同向特征，这也预示后续出口增速下行风险较大。不过，由于当前东南亚疫情仍处严峻状态，这意味着短期内出口订单还有向我国转移的趋势，预计9月和10月出口仍将保持较高增速。后续随着东南亚疫情缓和，生产快速修复，我国出口商品替代作用减弱，但在中间品或资本品需求支撑下，年内出口失速的风险可控。

图表 21 从一段时期来看，PMI新出口订单指数和出口增速基本呈现出同向波动的特征

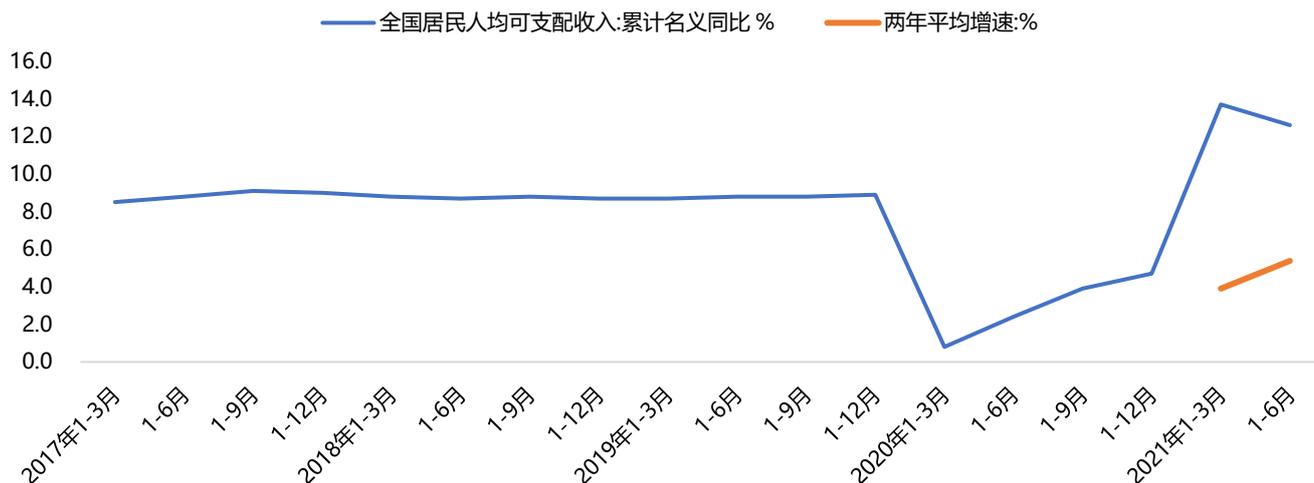


数据来源：Wind，东方金诚

(四) 消费修复缓慢，企业投资意愿回落，财政扩张料提振基建投资，但预计力度有限

消费方面，今年以来，社零修复斜率持续偏缓且过程有所波折，整体仍处于偏弱增长水平，表明疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。7-8月社零增速大幅下滑，且两年平均增速表征的消费增长动能也有所减弱，主要原因是疫情反复导致全国范围内疫情防控升级，制约居民消费活动。

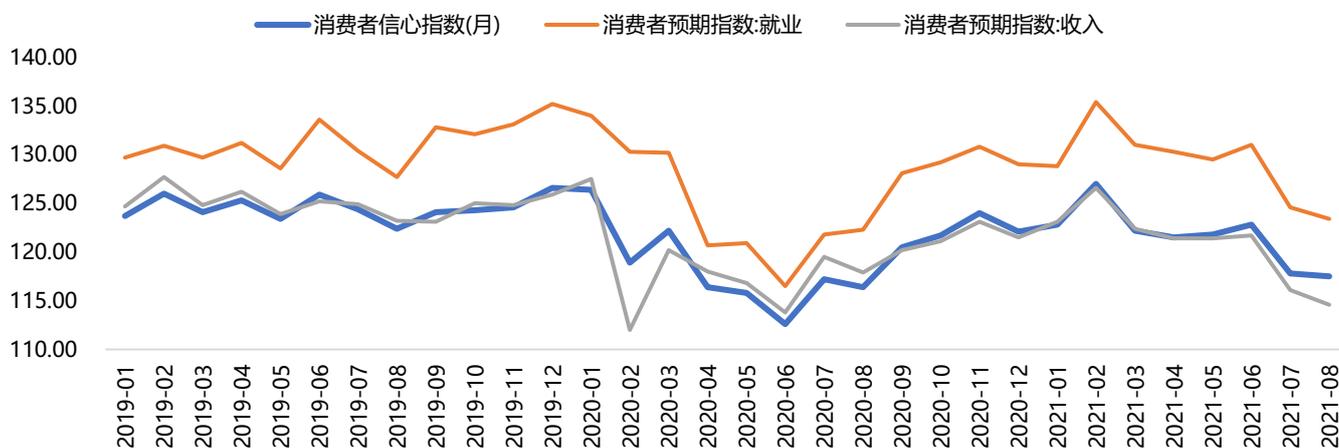
图表 22 上半年低基数带动居民可支配收入高增，但两年平均增速仍明显低于疫情前水平



数据来源: Wind, 东方金诚

四季度消费有望重回修复通道，主要原因是9月以来，国内疫情防控有所放松，对消费的扰动缓和。但当前海外疫情形势严峻，后续国内仍有可能出现局部疫情反复，国内疫情防控无法完全松懈，对消费的负面影响仍不容忽视。同时，楼市持续降温背景下，涉房消费或将继续受到拖累，而受供给端缺芯影响，车市也难言回暖。更为重要的是，随着经济下行压力加大，尤其是企业限产停产会影响居民收入和就业预期，从而抑制居民消费意愿。加之去年同期基数有所走高，我们判断，四季度消费仍将处于偏弱状态，社零增速难见大幅反弹。

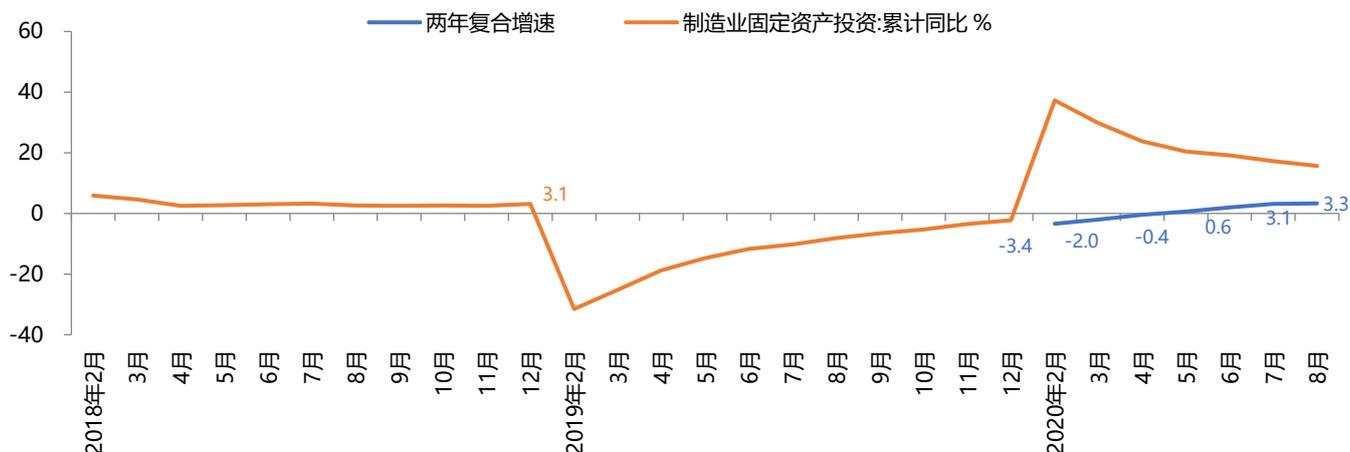
图表 23 近期消费者收入和就业预期下滑，消费者信心边际走弱



数据来源: Wind, 东方金诚

今年以来，制造业投资修复进度加快。1-8月，制造业投资同比增长15.7%，两年平均增速为3.3%，已高于疫情前2019年全年累计同比增速。我们认为，制造业投资修复动能改善背后有两个直接原因：一是近期工业品价格大幅上涨，中上游行业利润大幅改善——1-7月全国规模以上工业企业利润总额同比增长57.3%，两年平均增长20.2%。二是在“十四五”规划中，巩固制造业的基础地位、促进制造业转型升级被确定为下一个阶段宏观经济管理的重心所在。2021年是“十四五”开局之年，政策面对制造业企业融资支持力度持续加大。上半年制造业中长期贷款余额同比增长41.6%，比全部产业中长期贷款增速高出24.8个百分点。

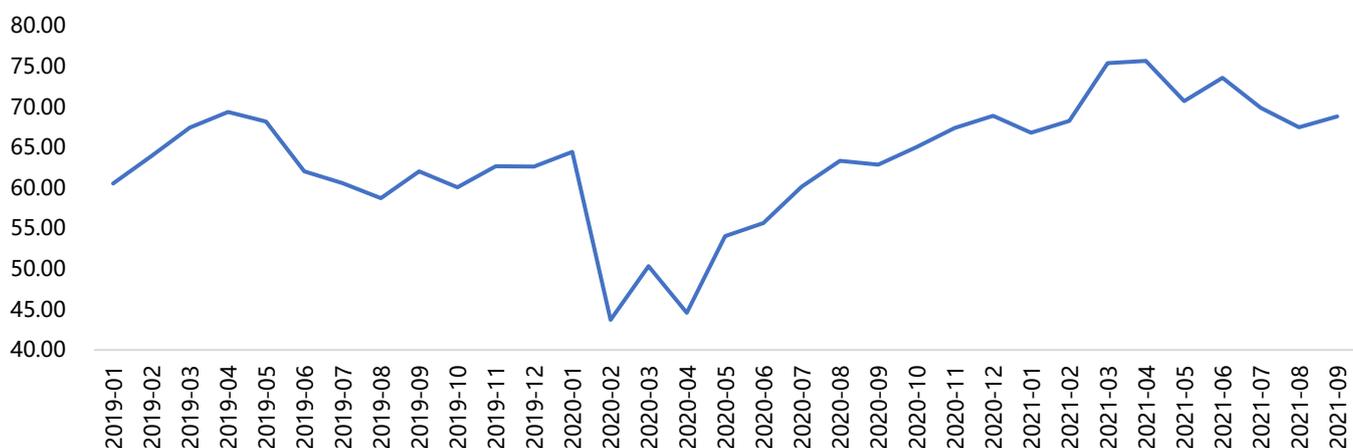
图表 24 以两年平均增速衡量，今年以来制造业投资修复动能持续增强



数据来源：Wind，东方金诚

这样来看，短期内利润改善叠加政策支持，将继续支撑制造业投资较快修复，并将成为拉动今年经济增长的重要动力之一。不过，在大宗商品价格上涨向终端消费传导不畅的背景下，未来一段时间下游制造业利润仍会受到挤压，加之需求走弱以及“能耗双控”下工业企业面临限产，对后续制造业投资可能造成一定不利影响。可以看到，4月起，BCI企业投资前瞻指数波动下滑，显示企业资本支出意愿有所减弱，这对后续制造业投资的影响值得关注。

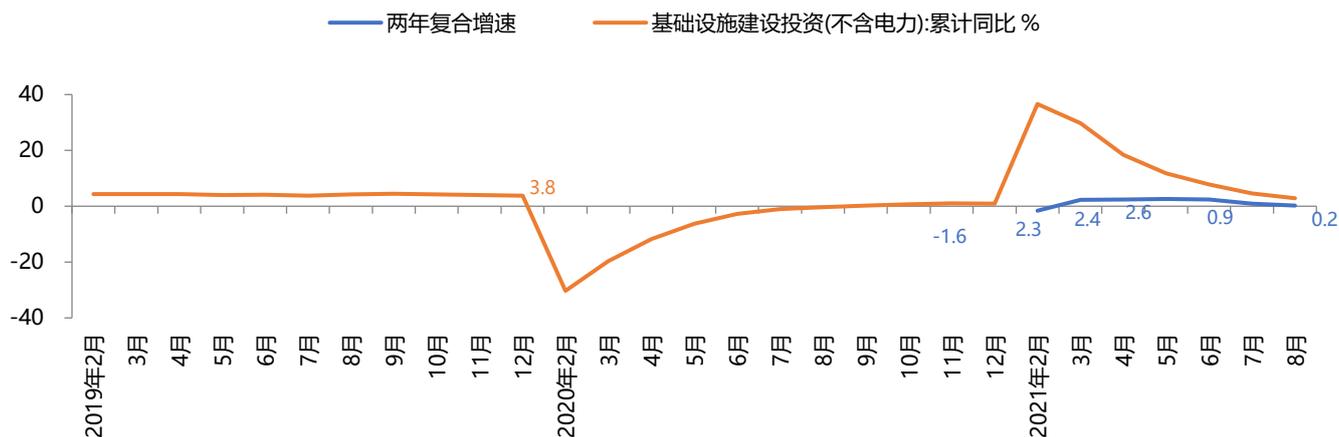
图表 25 4月起，BCI企业投资前瞻指数波动下滑



数据来源：Wind，东方金诚

今年以来基建投资修复势头整体较缓，1-8月基建投资累计同比增长2.9%，两年平均增速仅为0.2%。直接原因包括上半年地方政府新增专项债推迟发行，财政支出进度也明显滞后于往年，部分基建项目投资随之放缓；深层原因在于，伴随经济增长向常态水平回归，以基建投资为代表的逆周期调节需求下降，而控制政府杠杆率、防范地方政府隐性债务风险在政策议程中的位置前移。这些因素对年内基建投资增长都起到较强的抑制作用。

图表 26 今年以来基建投资修复势头整体较缓



数据来源：Wind，东方金诚

我们认为，今年前期财政“蓄力”特征明显，包括财政收入增速明显高于支出增速、地方政府新增专项债发行节奏较慢等。四季度经济下行压力有所加大，财政政策有望进入集中发力阶段，具体表现就是支出强度加大，特别是基建类支出中的交通运输、农林水事务和城乡社区事务支出会明显提速，这已在8月财政数据中有所体现。其次，与往年不同，今年四季度专项债发行量仍将处于高峰期，预计全年3.65万亿额度将基本发完。

四季度财政政策发力，将直接推动今年底明年初各项基建投资加快形成实物工作量。初步估计，以两年平均增速衡量，四季度基建投资修复进度将有所改善，从而扭转此前该指标持续下滑的势头。这既是财政发力的一个标志，也是在当前消费修复较缓、房地产投资转弱背景下，稳住经济复苏势头的一个重要抓手。

但需说明的是，近期监管层多次提及宏观政策跨周期调节。我们认为，跨周期调节包括两个维度：一是跨度，就是统筹做好今明两年宏观政策衔接，首先是要保证今年底明年初经济运行在合理区间；二是力度，与此前的逆周期调节不同，跨周期调节要求稳增长政策合理适度，避免给将来留下风险隐患。简而言之，“跨周期调节”=“逆周期调节”+“不搞大水漫灌”。就财政政策而言，实施跨周期调节，就是在确保财政政策发力稳增长的同时，要继续对地方政府隐性债务保持高压态势，避免政府杠杆率再度大幅度攀升。由此，四季度基建投资有望提速，但幅度料将有限。

二、货币政策：四季度货币政策将继续向稳增长方向适度发力

（一）三季度货币政策边际转松，标志性事件是7月央行全面降准

7月央行全面降准0.5个百分点，超出市场预期。从7月7日国常会提到降准到7月9日央行宣布降准，出现两轮预期差，助燃了7月债市的大涨行情。一是国常会提到降准前，市场对降准并没有什么期待，反而对央行因通胀上行收紧货币政策有所担忧。二是在国常会提到降准后，市场对于降准会否落地、落地方式和释放资金量的预期仍相对谨慎，多数认为会采取定向降准方式。因此，央行7月9日即宣布7月15日实施降准，这一时点快于预期，且全面降准的方式和释放的1万亿资金量也均超出预期。而两轮预期差的形成恰需要回答两个问题，一是为什么要降准，二是为什么会全面降准。

图表 27 7月央行超预期全面降准，打开货币政策想象空间，触发当月债市大涨



数据来源：Wind，东方金诚

为什么要降准？对此7月7日国常会已作出明确解释，即“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响……适时运用降准等货币政策工具……促进综合融资成本稳中有降”。但这无法完全解释为何会全面降准，因为定向降准这一结构性货币政策工具更加符合“不搞大水漫灌、对中小微企业定向支持”的政策意图。那么为什么会全面降准？我们认为，这表明除对中小微企业提供定向支持之外，本次降准应当还有其他深意。不外乎有二：其一，三季度地方债发行加速，加之巨额MLF到期量，会对银行体系流动性起到较大的抽水作用，所以7月全面降准可以提前为银行注入中长期资金。其二，由于全面降准具有更强的逆周期调节意味，因此，央行实施全面降准或是为了对冲经济下行压力、稳定就业形势。

在此背景下，6月经济数据表现格外引人关注。如果6月数据不佳，可从侧面印证7月全面降准确有逆周期调节之意。而从实际数据表现来看，6月经济走向并不差，城镇调查失业

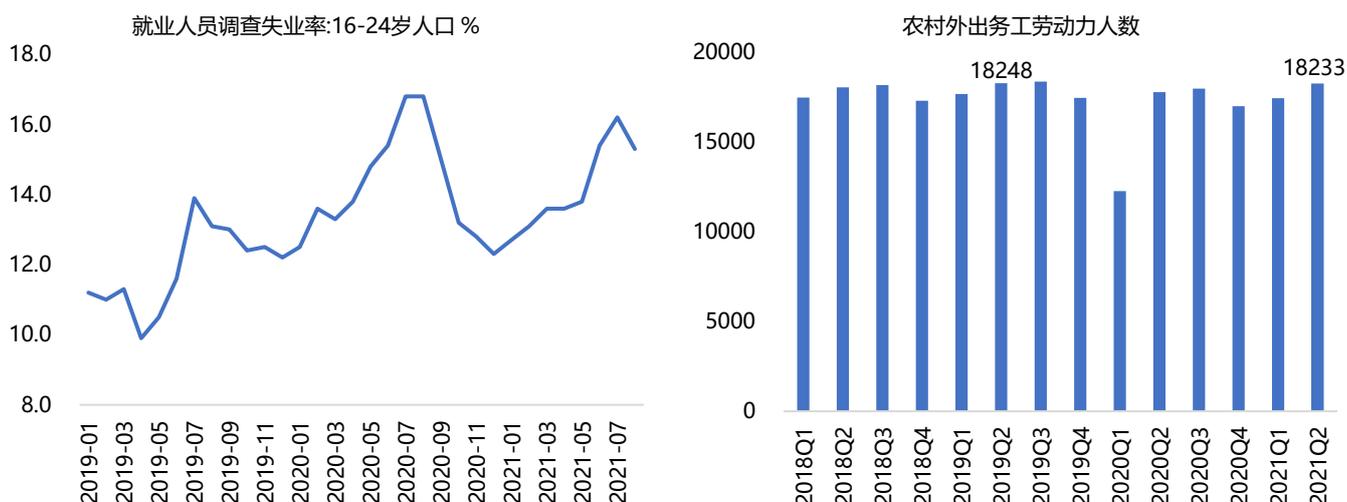
率也维持在控制目标范围内，似乎证伪了全面降准是为了对冲经济下行压力、稳定就业形势的判断。但若仔细分析上半年、尤其是6月经济数据的边际变化和结构性特征即可发现：

第一，6月经济运行依然平稳，但下行隐忧已经显现，主要体现在：一是政策高压下6月房地产投资出现下行拐点；二是上半年出口强劲对经济拉动较大，但出口高增背后有海外疫情导致的订单转移效应，可持续性存疑。因此，7月央行全面降准并非源于当时经济增长已经明显放缓，而是监管层面对下半年潜在经济下行压力采取的前瞻性举措。正如7月13日李克强总理在经济形势专家和企业家座谈会上提到的“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”，以及“宏观政策……增强前瞻性精准性，加强区间调控”。

第二，从数据统计的角度来看，宏观经济数据并不总能充分反映微观企业运行情况，可能存在幸存者偏差。宏观数据虽由微观数据整合而成，但受统计口径等影响，有时候并不能与微观实体的感受完全一致。例如，工业增加值统计范围为规模以上企业，即年主营业务收入大于2000万的工业企业，大量的中小微企业并不在统计范围内；社零数据仅涵盖商品消费以及服务消费中的餐饮收入，不包含受到疫情反复影响更大、恢复更缓慢的其他服务消费。

第三，今年以来整体失业率虽然不高，但部分弱势群体就业情况依然严峻：一是6月16-24岁人口调查失业率为15.4%（8月仍处在15.3%的较高水平），二是二季度末外出农民工总量为18233万人，仍低于2019年二季度末的18248万人。这两个数据说明，当前一些弱势群体就业状况仍然较为严峻，与小微企业经营困难较大直接相关，这也是7月降准的一个直接推动因素。

图表 28 当前部分弱势群体就业状况仍较为严峻



数据来源：Wind，东方金诚

因此，7月央行实施全面降准的确有逆周期调节之意，有其合理性和必要性。此次降准后，市场快速修正了前期偏紧的货币政策预期，并再度走到了央行前面，在预计年内央行还

会再全面降准一次的同时，降息预期也有所抬头。不过，由于 7 月降准具有前瞻性特征，而非后验性举措，即监管层看到了经济运行中的结构性问题，以及下半年甚至明年的经济下行压力，提前做出的政策对冲，因此，即便 7-8 月经济数据不及预期，经济下行压力暴露，但央行未再采取进一步的宽松举措，市场降准、降息预期并未得到兑现。这也是债市在 7 月快速上涨后，8 月起转入震荡市，且总体偏弱震荡的重要原因（见图表 27）。

（二）四季度货币政策将向稳增长方向发力，有可能再全面降准一次，但降息概率仍小

一般来讲，央行货币政策调控目标主要包括经济增长、通货膨胀、金融稳定和外部平衡四个方面。进入四季度，经济下行压力加大，决定了货币政策易松难紧的基调；金融稳定目标对货币政策的影响方向不定，站在当前时点上，由于前期房地产调控政策高压导致房企暴雷不断，房企信用风险有可能向金融风险扩散，因此，维护金融稳定的目标或引导政策边际宽松；但另一方面，由于四季度 PPI 仍将高位运行、美联储将启动 Taper，通货膨胀和外部平衡两个目标对货币宽松空间构成制约，但目前来看影响依然有限。

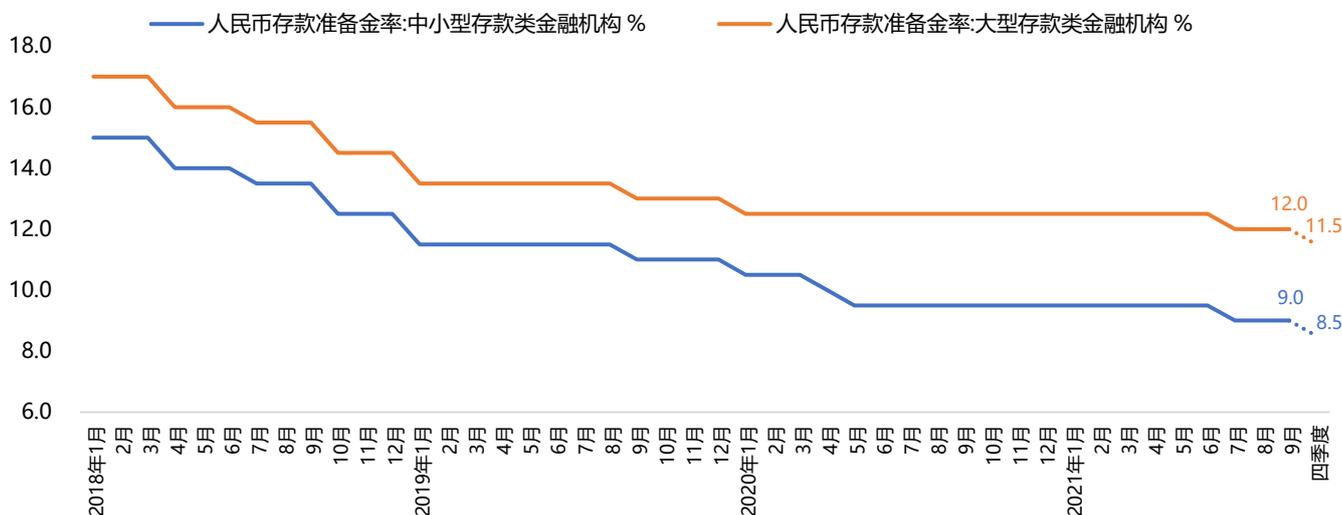
央行三季度货币政策例会公报对经济形势的判断更为严峻。9 月 24 日，央行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会。在三季度例会公报中，二季度例会公报提到的“我国经济稳中加固、稳中向好”未再出现，转而强调“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，并首次提出要“要加强国内外经济形势‘边际变化’的研判分析”。这与下半年以来宏观经济下行压力加大相印证，而四季度经济下行风险进一步加大，需要货币政策继续保持对实体经济的支持力度。另外值得关注的是，今年 1 月，央行网站发表货币政策司司长孙国峰文章《健全现代货币政策框架》，对未来货币政策思路进行了全面阐述，提到要“更加重视就业目标”。我们认为，考虑到就业数据往往是滞后指标，更加重视就业目标实际上就是关注经济增长动能变化。因此，尽管当前就业数据仍然稳定，但监管层已注意到宏观数据的“边际变化”，着手部署稳增长。事实上，7 月 30 日中央政治局会议已为此定调。

三季度例会新增“增强信贷增长稳定性”表述，也需要四季度货币政策向稳增长方向适度发力。受地产融资受限、实体融资需求不振等因素影响，7 月全面降准并未逆转紧信用过程，三季度信贷、社融增速仍持续探底。在此背景下，三季度例会公报强调“增强信贷增长稳定性”，意味着当前信贷、社融增速基本触底，四季度会有小幅回升，边际宽信用过程即将展开。这是稳定今年底明年初经济运行的基础。

为此，预计四季度央行将更多发力结构性货币政策（包括 9 月新增的 3000 亿元支小再贷款额度），定向支持实体经济薄弱环节，同时有望推出绿色再贷款等结构性政策工具，政策

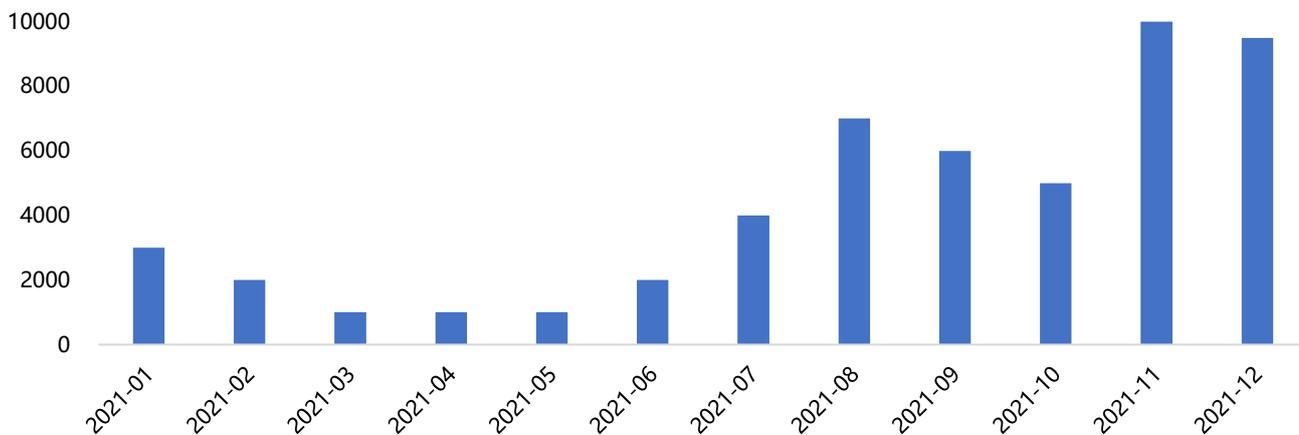
效果将更多体现在宽信用而非宽货币。而为助力宽信用过程，加之四季度利率债供给压力仍大，且 MLF 到期量增加，因此，年内后续央行仍有可能再实施一次全面降准。但考虑到央行通过再贷款投放基础货币后，对降准有一定的替代性，年内降准的概率也有所下降。

图表 29 四季度央行仍有可能再实施一次全面降准



数据来源：Wind，东方金诚；虚线为东方金诚预测值

图表 30 四季度 MLF 到期量明显增加（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

降息方面，我们仍认为**四季度央行下调政策利率的可能性不大**。即便央行可能再实施一次全面降准，但从政策含义上来看，央行认为降准是“货币政策回归常态后的常规流动性操作”，并不代表政策的大幅宽松。而政策性降息将释放出很强的宽松信号，但其一，三季度货币政策例会公报对经济形势的判断尚未严重到需要下调政策利率的程度，其二，四季度货币政策的大幅宽松也受到保持内外部货币币值稳定的制约。当然，尽管不太可能下调政策利率，但如果**四季度全面降准，累积效应下可能触发 1 年期 LPR 报价下调 5 个基点**，这会对提振实体经济贷款需求、降低企业融资成本有直接作用。三季度例会公报强调“继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低”，即体现了这方面的政策意图。

图表 31 四季度政策利率很可能保持不动



数据来源: Wind, 东方金诚; 虚线为东方金诚预测值

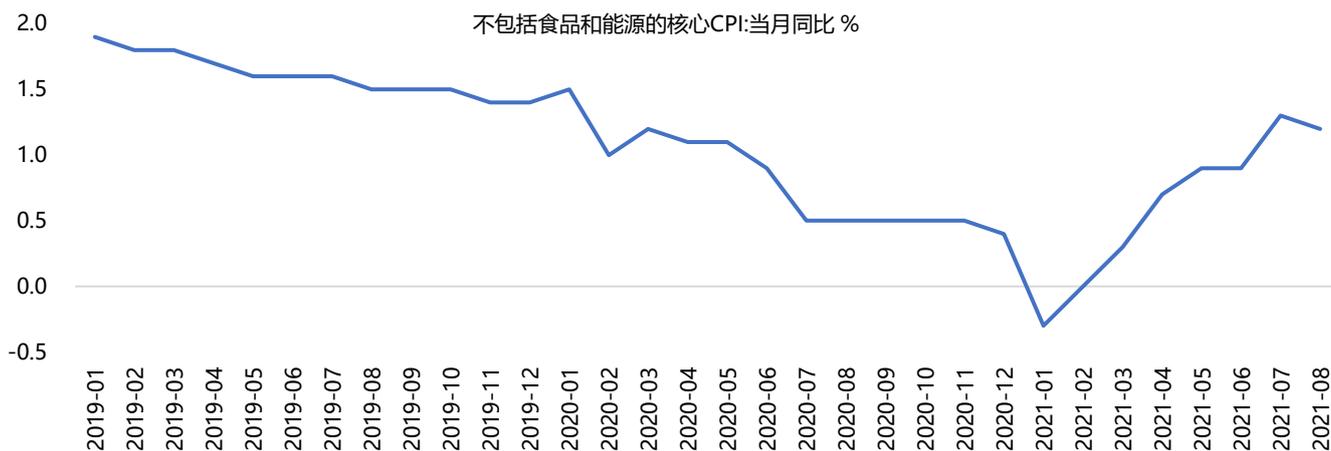
(三) PPI 高涨不会影响四季度货币政策边际宽松的方向, 但会制约宽松幅度

央行三季度货币政策例会公报中并没有提及 PPI 高涨, 表明监管层判断工业品价格快速上涨是暂时的, 也不会触发全面通胀——即 PPI 通胀引发 CPI 全面上涨, 因此不会掣肘货币政策操作, 具体就是不会影响四季度货币政策边际宽松。原因在于, 下半年以来, PPI 涨幅持续超预期主因供给短缺, 而非需求过热。由于货币政策是调控总需求的手段, 因此, 如果央行为应对 PPI 高涨而主动收紧货币政策, 虽然可以通过抑制总需求来缓和供需矛盾, 起到一定的价格控制作用, 但在总需求不振、经济下行压力较大的情况下并不可取。

对于供给驱动的通胀, 需要运用市场化办法来稳定价格, 主要是指通过增产增供, 改善市场供需关系, 以平抑大宗商品价格的剧烈上涨。我们认为, 具体举措主要有三: 一是有序推进碳达峰、碳中和工作, 对煤炭、钢铁、水泥等主要工业品产能控制做出灵活安排, 合理释放先进产能, 不搞运动式减排; 二是加强大宗商品的进出口调节, 适当限制出口, 扩大进口, 优先保障国内供给; 三是投放储备物资, 进一步缓解商品供需矛盾。另外, 采用市场化办法不代表市场监管缺位, 接下来监管部门还将继续强化对国内大宗商品期现货市场的联动监管, 打击囤积居奇、哄抬价格等炒作行为, 引导商品价格更多回归基本面。

当然, PPI 持续高涨也会在一定程度上限制货币宽松空间。如果货币政策过于宽松, 可能会通过提振需求和助燃通胀预期而加剧通胀压力, 故在 PPI 出现明显回落之前, 央行货币宽松空间将持续受到制约。我们认为, 在居民通胀预期仍然可控、核心 CPI 低位徘徊的背景下, 当前阶段通胀并非货币政策关注的主要矛盾, 但央行仍将持续监测居民通胀预期、PPI 上涨向 CPI 的传导以及核心 CPI 走势, 并作为调整政策力度甚至于政策方向的重要依据。

图表 32 当前核心 CPI 仍处低位，但也有所抬头



数据来源：Wind，东方金诚

（四）美联储 Taper 进入倒计时，国内货币政策仍将“以我为主”

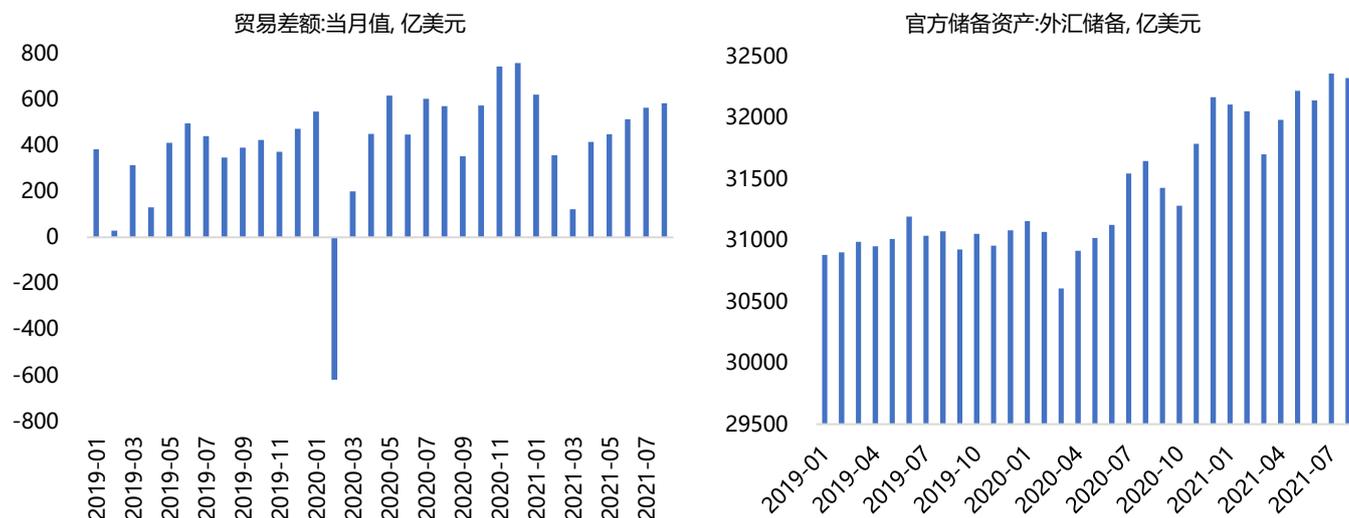
美联储年内“收水”前景已基本确定，Taper 开始进入倒计时。9月23日，美联储公布9月联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明。与7月相比，9月会议声明最大的变化是新增了“如果经济按照预期继续取得进展，预计资产购买步伐可能很快就会放缓”这一指引，可以理解为美联储已开始明确、正式地与市场就缩减购债进行提前沟通；鲍威尔在会后发言中也表示，若经济继续符合预期，将会在11月的下次会议上轻松地采取缩减购债计划，并且这么做并不需要看到“非常强劲”的非农就业报告；再结合会后经济展望数据（下调年内增长预期但上调明年经济增长预期），说明尽管近期德尔塔疫情拖累经济和就业复苏，但美联储对今年经济和就业恢复的期望值也有所降低，同时对明年的经济形势仍抱有信心，因此，疫情扰动不影响货币政策正常化方向，年内 Taper 的时间表已基本确定。

我们推算，基准情形下，美联储大概率将在11月议息会议上正式宣布 Taper 计划，并从12月开始实施，预计平均每月将缩减150-200亿美元左右的购债规模，至2022年7月左右结束购债，这一缩债节奏将可能显著快于2014年。当前时点上，市场普遍关注美联储启动 Taper 对国内货币政策有何影响。我们认为，美联储政策转向对我国货币政策操作不会产生明显影响，下一步央行货币政策将主要“以我为主”，“集中精力办好自己的事”。背景是两国经济恢复进程、货币金融环境存在显著差异。历史上看，上一次美联储于2014年初启动缩减购债，2015年开启长达3年的持续加息过程；而在此期间，我国央行曾于2014-16年连续6次降息、5次降准。

值得一提的是，待美联储正式宣布 Taper 计划到实施退出的过程中，由于美联储减少流动性投放，美元指数具有较强的上行动力，人民币汇率难免承压。我们认为，潜在的外部失衡风

险是四季度央行不太可能启动政策性降息的原因之一，因要维持中美利差在舒适区间。但对于人民币而言，市场化程度的加深使得人民币汇率弹性增强，双向波动成为常态，同时，去年下半年以来，贸易顺差扩大、外汇储备增加、人民币资产吸引力稳健提升，也有助于人民币汇率保持韧性，因此，对于四季度人民币的贬值压力也无需过度担忧。

图表 33 去年下半年以来，我国贸易顺差扩大，外汇储备稳步增加



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 34 今年以来，人民币兑美元汇率表现出明显的双向波动特征



数据来源: Wind, 东方金诚

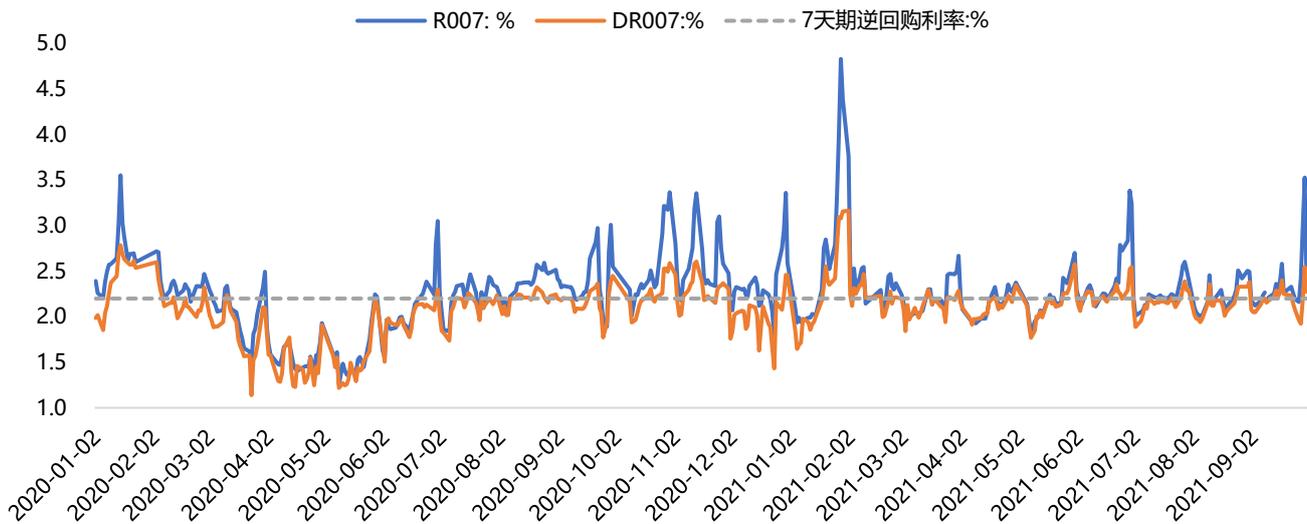
三、流动性环境：四季度资金面有边际收敛压力，宽信用效果将有所体现

(一) 四季度资金利率中枢或较三季度小幅上移

7月央行全面降准后，短端流动性并未明显宽松。三季度DR007均值为2.16%，与二季度持平，小幅低于7天期逆回购利率4个基点；R007均值为2.28%，较二季度小幅抬升3个基点。综合来看，三季度资金利率中枢较二季度略有抬升。同时，8月以来资金利率波动性有

所加大，这一方面与地方债供给放量、MLF 到期量增加、季末和节日临近等因素有关，另一方面也受到市场预期波动和机构自身交易行为的影响。而从央行操作的角度来看，二季度货币政策执行报告中提到，要“加强对财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。”从实际操作来看，三季度央行操作积极配合，在 MLF 到期、缴税、政府债券发行缴款、季末节前等时点都进行了合理对冲，总体上保持了资金面的平稳。

图表 35 今年以来，短端资金利率持续围绕政策利率波动，中枢较为平稳



数据来源：Wind，东方金诚

展望四季度，我们认为央行将继续坚持“合理充裕”的流动性管理思路：一方面，要应对经济下行压力和降低实体经济融资成本提供相对充裕的流动性环境，另一方面，跨周期调节实际上就是“逆周期调节”+“不搞大水漫灌”，这就意味着要把好货币总闸门，避免过多投放流动性导致资金淤积。我们判断，四季度央行将继续对流动性进行精准调节，引导资金利率围绕政策利率运行，因此，在政策利率不会下调的预期下，资金利率仍有下限。同时考虑到 7 月降准效应消退、利率债供给压力仍大、银行加快信贷投放消耗超储等因素，四季度资金面有边际收敛压力，资金利率中枢或较三季度小幅上移，但预计不会明显超出 2.20% 的短期政策利率水平。

（二）四季度同业存单利率和 MLF 利率倒挂的情况仍将延续，但“豁口”将有所收窄

7 月央行降准后，同业存单利率开启了今年以来的第二轮下行，下行幅度超出短期市场利率。我们认为，这一方面反映了市场的宽松预期，即当前明显向下偏离中期政策利率（1 年期 MLF 利率）的同业存单利率已经包含了市场对未来经济下行压力和货币政策进一步宽松的预期；另一方面，也因结构性资产荒背景下，同业存单配置力量较强——今年以来，广义

基金成为同业存单的主要增持方。除此之外，也与7月降准释放的是中长期资金，而三季度央行短端流动性投放以稳为主有关。

8月下旬以来，由于经济下行压力加大而信贷增速持续下滑，政策开始引导银行加大信贷投放力度——8月23日央行货币信贷形势分析座谈会之后，票据利率应声而起，意味着银行信贷投放力度或已有所加大——商业银行融资需求相应提升；但另一方面，在新增存款较弱的情况下（1-8月新增人民币存款同比少增约2.3万亿），银行负债端压力增大。两方面因素共同作用下，同业存单利率有所上行。但截至9月底，AAA级1年期同业存单利率仍低于1年期MLF利率约25bp。

图表 36 三季度同业存单利率和 MLF 利率倒挂的局面加深



数据来源：Wind，东方金诚

我们判断，由于四季度资金面存在边际收敛压力，加之政策层面将继续引导银行扩大信贷投放，同业存单利率仍有上行压力。同时考虑到MLF利率是同业存单利率的“锚”，而四季度MLF利率下调的可能性不大，因此，同业存单利率大幅低于MLF利率这一局面的纠偏本身就蕴含着同业存单利率上行的动能。

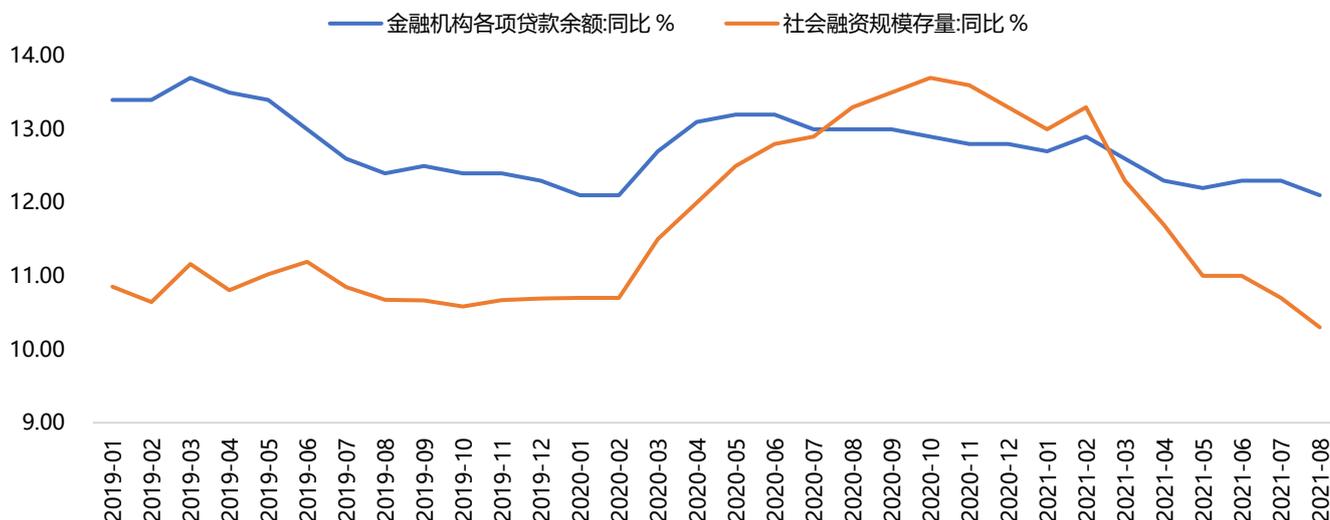
今年上半年，由于MLF到期量较小，导致MLF利率对同业存单利率的牵引作用减弱。三季度MLF到期量虽然上升，但央行降准置换了部分到期MLF，在缓解银行长期流动性瓶颈的同时，直接降低了银行平均资金成本，带来同业存单利率的新一轮下行。进入四季度，MLF到期量将进一步增加，在央行仅每月等量续作MLF、不再度实施降准的预期下，MLF利率对同业存单利率的牵引作用有望增强，同业存单利率将继续向MLF利率回归；而如果央行再度实施降准并置换到期MLF，同业存单利率将有望继续维持低位，但鉴于当前的同业存单利率水平已经包含了央行进一步宽松的预期，因此，即便央行降准，同业存单利率在前期低点水平

上进一步下行的空间也比较有限。总体上看，我们判断四季度同业存单利率和 MLF 利率倒挂的情况仍将维持，但二者之间的“豁口”大概率将有所收窄。

(三) 四季度宽信用效果将有所体现

7月央行降准并未逆转紧信用过程，7-8月信贷、社融增速仍持续下行。这一方面源自经济下行压力加大、实体融资需求萎缩，以及房地产相关融资持续受限，另一方面原因则是时滞效应——央行7月降准，8月召开货币信贷形势分析座谈会，以及9月新增3000亿元再贷款支持小微企业，可以说宽信用信号已经发出，但历史数据显示，从政策信号释放到宽信用效果显现，往往会有2-3个月的时滞，特别是在此次强调跨周期调节、不搞大水漫灌的背景之下。

图表 37 三季度信贷、社融增速持续放缓



数据来源：Wind，东方金诚

可以看到，8月23日货币信贷形势分析座谈会之后，票据利率应声而起，这意味着银行信贷投放力度或已加大，9月起宽信用效果将有一定程度体现；另外，由于今年新增专项债发行节奏滞后，四季度政府债券发行将超出季节性，也将直接带动社融数据改善。我们判断，8月金融数据基本触及本轮“紧信用”过程的底部区域，9月有望企稳，四季度信贷、社融及M2增速都将进入一个小幅回升过程。8月末社融存量同比增速为10.3%，9月或将小幅下降至10.1%左右，此后将逐步回升，预计年底将收于10.6%左右。

从“社融-PPI”角度来看，四季度社融同比增速将小幅回升，而PPI同比涨幅有望企稳回落，“社融-PPI”反映的实体流动性将边际改善。但年内“社融-PPI”将持续处于相对低位，这意味着，由于PPI高位运行导致成本压力加大，企业实际感受到的信用环境更显紧缩。

图表 38 四季度实体流动性将得到边际改善



数据来源：Wind，东方金诚；虚线为东方金诚预测值

四、供需关系：四季度利率债供给压力仍大，但配置需求仍强

(一) 四季度利率债净融资额将略低于三季度，供给压力仍大，且明显高于季节性

国债供给方面，前三季度国债净融资规模为 1.32 万亿，今年中央财政预算赤字为 2.75 万亿，假设中央预算赤字约 90% 利用国债净融资弥补，那么四季度国债净融资规模将为 1.15 万亿，发行量将为 2.24 万亿。参考过去两年四季度国债净发行节奏，10 月、11 月、12 月国债净融资额占四季度国债净融资额的比重约为 25%、35% 和 40%。考虑到今年专项债将集中于 10 月和 11 月发行，这两个月国债发行可能会适当为地方债让道，加之 12 月到期量较少，因此，我们将今年各月国债净融资比例调整为 20%、25% 和 55%，对应净融资额 2307 亿、2884 亿和 6345 亿，对应发行量 7135 亿、7841 亿和 7404 亿。

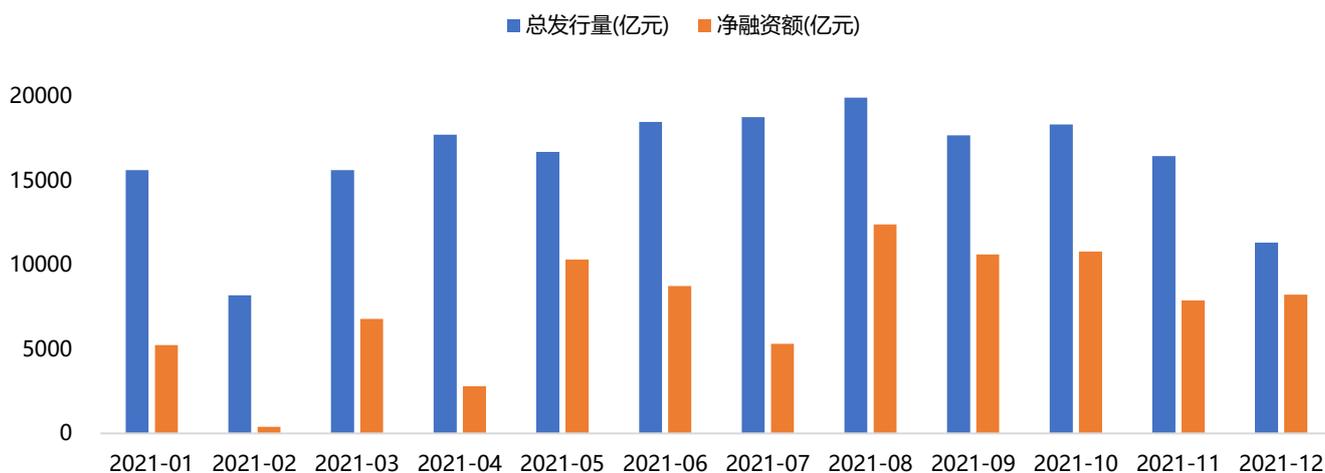
地方债供给方面，前三季度新增一般债发行额 6819 亿，新增专项债发行额 2.37 亿，与全年新增限额相比，尚余 1381 亿和 1.28 万亿，合计待发 1.42 万亿。根据截至 9 月底已披露的四季度新增地方债发行计划，我们估计 10 月、11 月、12 月新增地方债发行量分别为 7800 亿、4988 亿和 1420 亿。结合 10 月、11 月、12 月地方债到期量为 1795 亿、1391 亿和 316 亿，按照再融资债发行规模约为到期规模的 87%，对应再融资债发行量分别为 1562 亿、1210 亿和 275 亿。由此，10 月、11 月、12 月地方债发行量分别为 9362 亿、6198 亿和 1695 亿，合计 1.73 万亿，净融资额分别为 7567 亿、4807 亿和 1379 亿，合计 1.38 万亿。

政金债供给方面，参考历年政金债余额增速，今年政金债净融资规模将为 1.8 万亿，前三季度净融资额为 1.64 万亿，四季度剩余净发行 1600 亿，当季到期量 4816 亿，发行量将为 6416 亿。结合各月到期规模，预计 10 月、11 月、12 月政金债净融资额分别为 900 亿、200

亿和 500 亿，对应发行量分别为 1813 亿、2394 亿和 2209 亿。

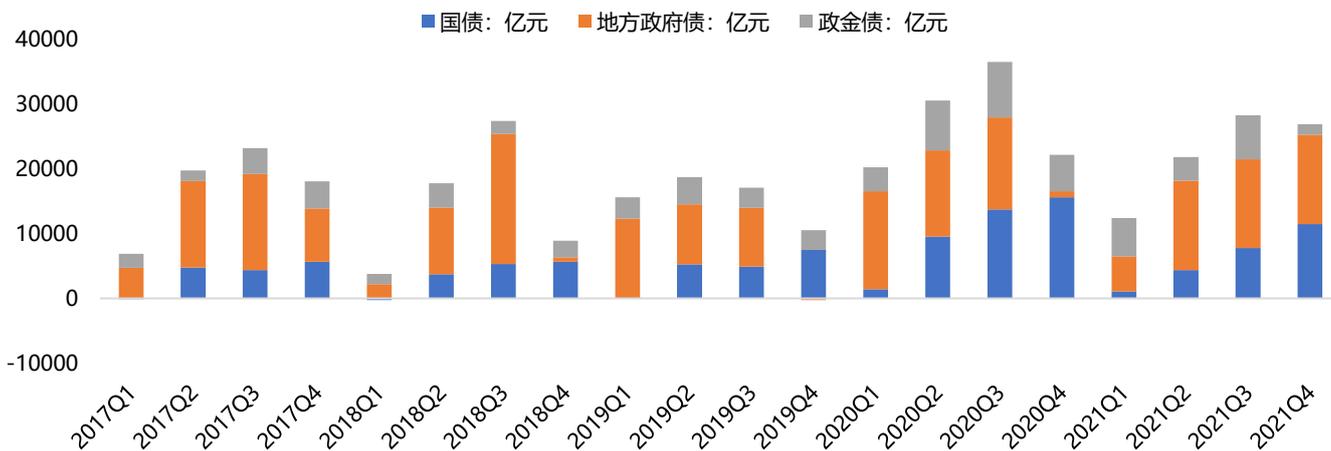
综合来看，预计四季度利率债发行量将为 4.61 万亿，净融资额将为 2.69 万亿，发行量低于三季度的 5.63 万亿，净融资额与三季度的 2.80 万亿持平略低，供给压力仍大，且明显高于季节性——四季度为利率债传统发行淡季。具体到月份，预计 10 月、11 月和 12 月利率债净融资额分别为 1.08 万亿、7891 亿和 8224 亿，发行量分别为 1.83 万亿、1.64 万亿和 1.13 万亿，10 月供给压力相对较大。

图表 39 2021 年各月利率债发行量和净融资额



数据来源：Wind，东方金诚

图表 40 四季度利率债净融资额明显高于历年同期



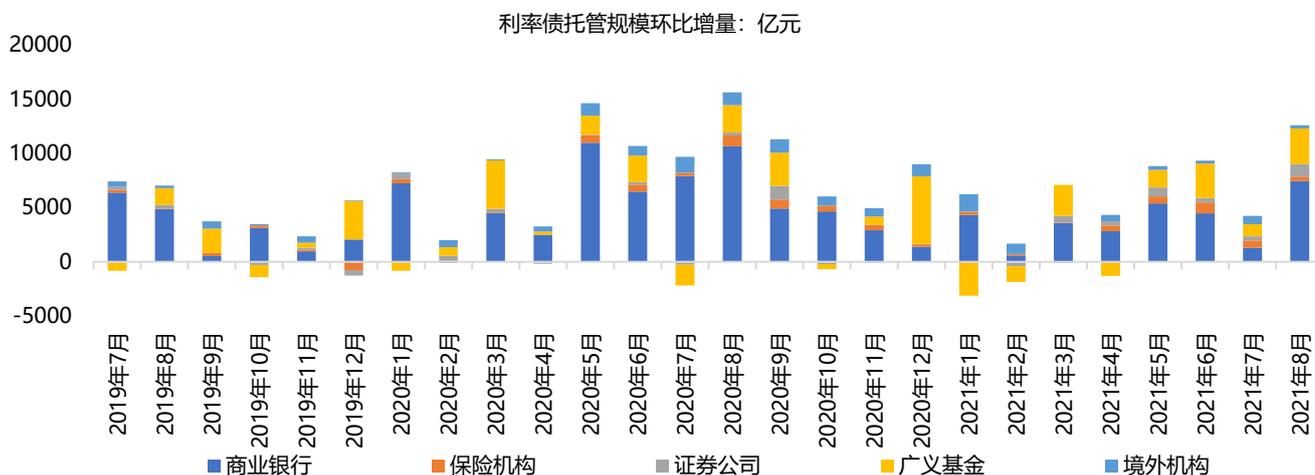
数据来源：Wind，东方金诚

(二) 商业银行仍面临一定欠配，四季度利率债配置需求仍强

今年以来，由于利率债发行进度明显晚于去年，商业银行、广义基金和外资机构利率债配置规模均不及去年同期。根据中债登数据，今年 1-8 月，商业银行、广义基金、和外资机构分别增持利率债 2.99 万亿、0.63 万亿和 0.46 万亿，比去年同期分别低 2.03 万亿、0.33

万亿和 0.13 万亿。8 月以来，利率债发行量大幅攀升，8 月和 9 月利率债净融资额分别达到 1.24 万亿和 1.06 万亿，但同业存单和国债发行利率并未明显上行，显示欠配压力下，机构对利率债供给增加的承接能力较强。

图表 41 今年 1-8 月商业银行、广义基金和外资机构利率债配置规模均不及去年同期



数据来源：Wind，东方金诚

展望四季度，**预计利率债配置需求仍强**：首先，尽管商业银行 8 月份的配债力度大幅增强，但 1-8 月配债力度仍不及过去两年同期水平，**商业银行仍面临一定欠配**，叠加地产行业信用风险上升，实体融资需求较弱，制约银行信贷扩张，也将拓宽配债空间。其次，四季度是资管新规过渡期结束前的最后一个季度，理财产品净值化转型、非标压降、理财估值方法整改等监管政策持续推进，**广义基金风险偏好将受到压制，对利率债的配置需求将进一步上升**；在非标减少、协议存款收益率下降背景下，**保险机构对债券的配置需求也有所增加**。最后，10 月中国国债将正式纳入罗素全球政府债券指数，预计将在未来 36 个月内带来至少 1300 亿美元的资金流入，部分主动型资金也会“抢跑”进入国内债市，**境外机构配置人民币债券的力度有望提升**，但需关注美联储 Taper 带来的扰动——考虑到中美利差安全垫仍然较厚，人民币汇率弹性增强，预计扰动有限。

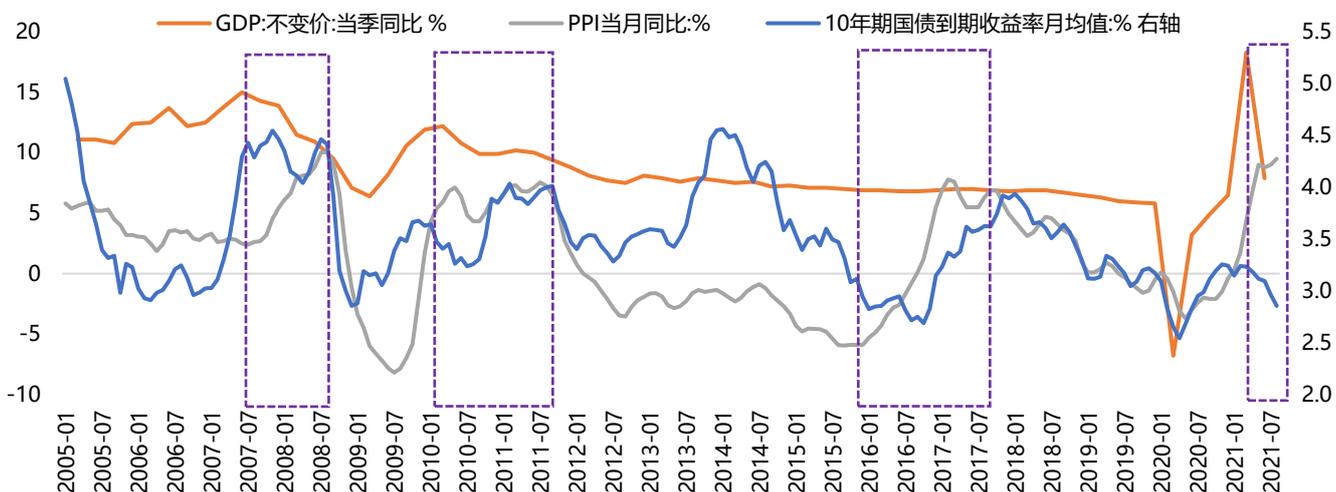
五、四季度展望

（一）四季度债市环境：基本面对债市可能有利，政策面边际变化偏空

四季度债市所面临的环境将表现出以下特征：首先，从基本面来看，四季度经济下行压力加大，PPI 有望企稳回落，对债市可能有利，但 PPI 仍将高位运行，CPI 涨势渐起，宏观经济“类滞胀”风险加剧。参考 2005 年以来相似的“类滞胀”时期（实际 GDP 增速下行、PPI 同比走高且高点超过 5%），债市并非必然走熊或走牛。

- 在第一轮“类滞胀”时期（2007Q4-2008Q2），由于利率从 2007 年初就因开始反映 CPI 通胀的走高而上扬，因此在下半年开始的 PPI 上涨阶段，利率整体高位震荡；
- 在第二轮“类滞胀”时期（2010Q2-2011Q3），债市表现为熊市，主要原因是彼时 CPI 涨幅也处高位，央行为控制物价上涨，从 2010 年四季度开始连续升准、加息；
- 在第三轮“类滞胀”时期（2016Q1-2017Q2），这一时期可以分为两个阶段：第一个阶段是 2016 年前三个季度，这一阶段央行货币政策仍显宽松，3 月还实施了一次降准，同时流动性充裕且机构面临资产荒压力，因此，债市虽有波动但整体走牛；第二个阶段是 2016 年四季度到 2017 年，债市逆转为熊市，但核心原因不在于通胀压力，而是金融严监管、去杠杆发力，造成“紧货币、宽信贷”效应，挤压债券需求。

图表 42 历史上“类滞胀”时期的利率走势



数据来源：Wind，东方金诚

因此，“类滞胀”格局下，基本面对债市难言简单利好或利空，关键还要看央行货币政策将如何摆布。今年二季度开始，我国宏观经济便已表现出较为明显的“类滞胀”特征，同时利率整体向下，从而出现了 PPI 同比涨幅和 10 年期国债收益率走势背离且“豁口”不断扩大的“反常”局面。我们认为，所谓“反常”是基于历史经验——经验并非无效，但需要因地制宜。当前这种“反常”局面的背后是因为本轮 PPI 上涨是供给侧原因造成的，而非需求过热，同时通胀预期并未扩散、CPI 依然低迷，因此，央行认为这种高通胀是暂时的，且通过收紧货币政策这一总需求调节工具进行调节反而会进一步抑制疲弱的内需。

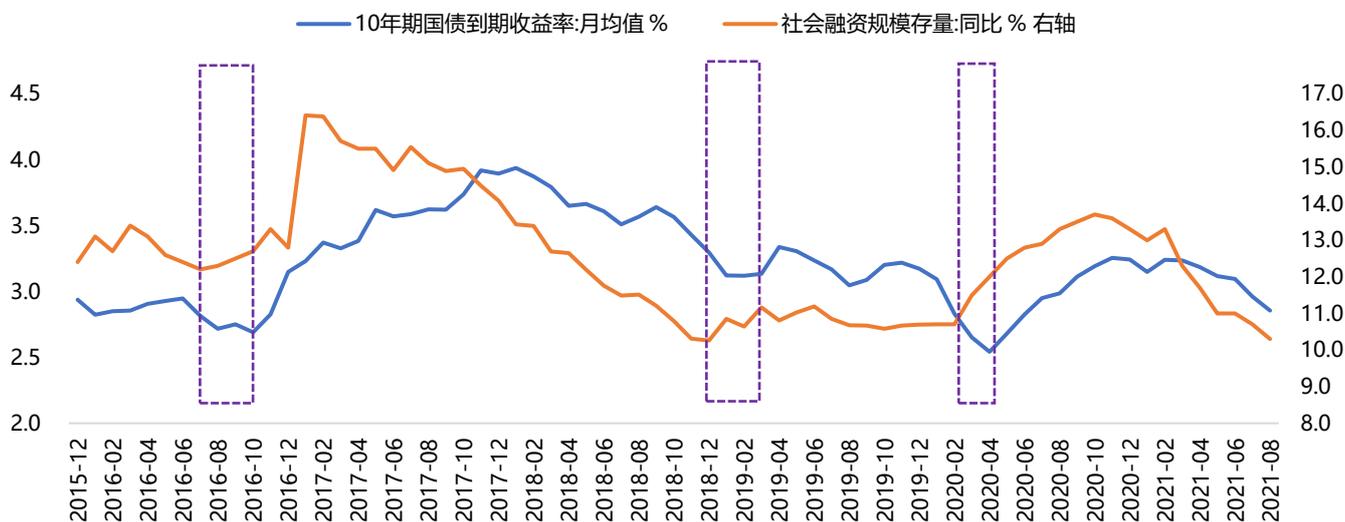
对此，我们有三点判断：一是只要通胀暂时性没有证伪，那么在经济下行压力加大背景下，央行就不会主动收紧货币政策，债市风险并不大；二是暂时性的高通胀不会带来货币紧缩，但会制约货币宽松空间，尤其是在价格方面，因此，在 PPI 涨幅明显回落前，降息可能性很小；三是其中的风险在于，一旦通胀暂时性证伪，且居民通胀预期扩散并引发 CPI 快速

上涨，货币紧缩的可能性将会带来债市逆转走熊的风险。

其次，基于上述分析，我们认为，四季度债市最有可能面对的政策组合是：“稳货币”（央行将继续引导资金利率围绕政策利率波动，同时下调政策利率的概率较小，资金利率仍有下限）+“温和宽信用”（政策引导银行加大信贷投放力度）+“财政适度发力”（基建投资将有所提速，以对冲经济下行压力）。换言之，四季度宏观政策稳增长需求上升，货币政策易松难紧，但“松”的并非狭义流动性，而是实体流动性，这也体现了监管层在金融控杠杆、防风险和加大对实体经济金融支持、降低实体融资成本之间的兼顾平衡。

相较第三季度的“宽货币”+“紧信用”组合，四季度“稳货币”+“温和宽信用”+“财政适度发力”这一政策组合的边际变化可能对债市偏不利。尤其是8月以来，监管层释放的宽信用信号愈发明显，目前市场较为关注后续宽信用进展及其成效。我们判断，四季度宽信用效果将有一定程度体现。但一方面，当前监管层引导的宽信用为结构性宽信用，从总量角度看节奏将较为温和，且部分受到低基数影响，短期内实体融资较弱的局面难以逆转；另一方面，从历史数据来看，社融存量同比增速和10年期国债收益率的拐点之间存在时滞，因此，即便四季度宽信用起效，其对债券收益率的影响将在明年上半年逐渐体现，当季宽信用效果对债市的影响将更多体现在情绪层面的扰动。

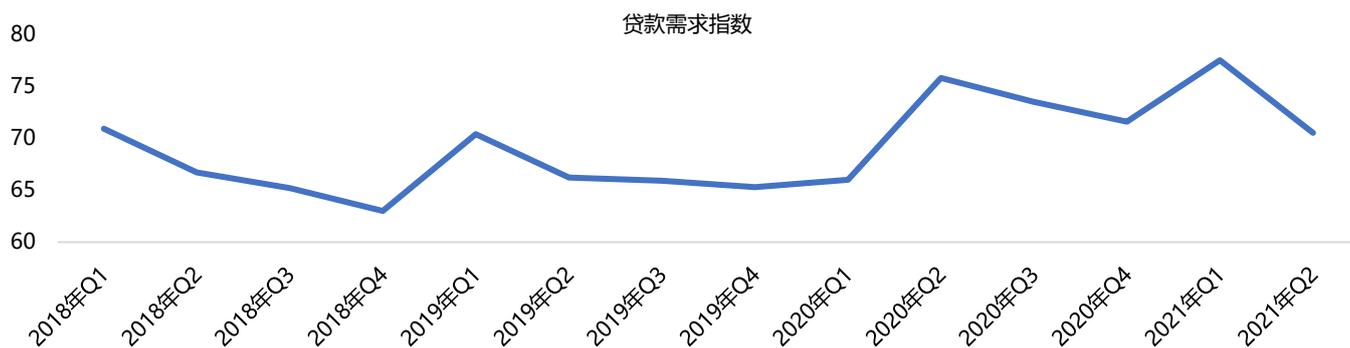
图表 43 社融存量同比增速和10年期国债收益率的拐点之间存在时滞



数据来源：Wind，东方金诚

第三，从供需角度来看，四季度利率债供给压力仍大、信贷投放力度将有所增强，银行欠配压力得到一定的缓解，供需关系变化对债市影响偏不利。但考虑到基建和地产政策松动将较为谨慎、房企信用风险上升、实体融资需求较弱，以及非标持续压降，四季度资产荒料将继续演绎，因此，供需关系虽将向不利于债市的方向变化，但利空有限。

图表 44 二季度贷款需求下滑明显



数据来源：Wind，东方金诚

最后，从中美利差角度来看，9月末10年期美债收益率上破1.5%，报收1.52%，但中美10年期国债利差仍达到136bp，明显高于80bp-100bp的舒适区间。因此，中国债市对外资来说仍有吸引力，四季度需要关注美联储启动Taper、中美利差收窄造成的外资流出压力。我们认为，四季度Taper落地叠加加息预期强化，将带动长端美债利率出现上行压力，不过由于市场对Taper已有充分预期，且从10年期美债期货持仓数据来看，市场对长端美债的空头情绪并不强烈，因此，Taper对美债长端利率的推升动力可能相对有限，预计年内10年期美债收益率的中枢水平将维持在1.5%左右，高点在1.7%-1.8%之间。如果美债收益率上行至1.8%，按照9月末国内利率水平而言，中美利差仍将在100bp左右。因此，年内中美利差安全垫仍然比较厚，加之人民币汇率弹性增强，以及10月中国国债将正式纳入罗素全球政府债券指数，后续美联储Taper虽然可能带来外资流出的短期压力，但预计影响有限。

图表 45 当前中美利差安全垫仍厚



数据来源：Wind，东方金诚

(二) 四季度利率走势：债市仍将维持震荡格局，曲线长短端的上行和下行空间都不大

如前所述，四季度债市面对的环境是：基本面可能有利（经济下行压力加大，PPI企稳回落），但市场预期较为一致，需要关注基本面或通胀韧性超预期的风险，尤其是当前供给

约束未解、CPI 涨势渐起，四季度通胀压力有可能得不到缓解；债市面对的政策组合将从第三季度的“宽货币”+“紧信用”切换至“稳货币”+“温和宽信用”+“财政适度发力”，政策面边际变化对债市影响偏空；债市供求关系和中美利差（外部环境）的边际变化对债市的影响也偏不利，但影响有限，不会成为触发债市走熊的因素。

由此，我们判断，**四季度债市仍将维持震荡格局**。从利率运行区间来看，一方面，四季度政策面、供求关系和中美利差都略逊于三季度，资金面也难以比三季度更为宽松，10 年期国债收益率持续性下破三季度低点（2.8%）的难度不小；另一方面，与降准前的 6 月份相比，四季度经济下行压力更大，货币宽松预期更强，且 6 月也面临着资金面的边际收紧（DR007 月均值环比上升 13bp 至 2.25%），以及供给担忧的升温，因此，我们认为 6 月 10 年期国债收益率的均值 3.1% 可能是四季度利率运行的上限。综上所述，**预计四季度 10 年期国债收益率将基本在 2.8%-3.1% 之间震荡，核心震荡区间在 2.8%-3.0% 之间，中枢在 2.90%-2.95% 左右，较第三季度的 2.87% 小幅抬升。**

从曲线形态来看，今年以来国债 10Y-1Y 期限利差整体收窄，但很难总结出一个贯穿始终的趋势。就三季度而言，一般认为债市走出牛平行行情，但具体来看，实际上可以分成三个阶段：第一个阶段是 7 月中上旬，这一阶段央行降准效应释放，市场流动性预期宽松，短端利率下行幅度更大，曲线变化为牛陡；第二个阶段是 7 月下旬至 8 月初，长端利率继续走低带动曲线走平；第三个阶段是 8 月中下旬至 9 月，长端利率以震荡为主，而因资金面未进一步宽松且前期较为宽松的流动性预期有所纠偏，短端利率回调，曲线总体平坦化。这样分成三个阶段看，三季度实际上是牛陡+牛平+震荡走平，而非简单概括为牛平。

图表 46 前三季度长端利率和期限利差走势



数据来源：Wind，东方金诚

短期来看，8 月以来，短端利率持续回调，截至 9 月底已回升至接近 7 月实施降准前的水平，可能已经基本回调到位，继续上行的空间不大，但下行空间也面临着资金面和政策利率

的制约。同时，如前所述，我们认为四季度长端利率的上行和下行空间也不大，结合我们预测的核心震荡区间，站在9月底的利率水平上，长端利率上行和下行空间均在10bp左右，上行空间略大。事实上，截至9月底，10Y-1Y期限利差已降至2010年以来大约35%分位数水平，进一步压缩的空间比较小，短端回调也是长端利率无法继续向下突破的制约因素。综上，我们判断，在稳货币预期下，短期内不管是长端利率还是期限利差都将呈现震荡走势，曲线形态将大致维持。

图表 47 9月底短端利率已回升至接近7月降准前水平



数据来源：Wind，东方金诚

图表 48 当前 10Y-1Y 期限利差已处在 2010 年以来较低分位数水平



数据来源：Wind，东方金诚

策略方面，我们建议四季度继续坚持震荡市的思路，长端利率接近或低于 2.8% 时可做止盈，接近 3.0% 时，交易盘可考虑建仓，把握交易机会。同时，我们认为中长期来看利率下行可能大于上行风险——主要基于潜在经济增速趋降、高宏观杠杆率需要低利率环境、经济转型升级预示融资需求特别是债务融资需求下降等因素，因此，长端利率接近 3.0% 时，配置盘也可考虑把握配置机会。此外，由于短端回调空间已经不大，短期内可考虑适当增配短端债券，但做陡收益率曲线的时机可能还不够成熟，需要静待进一步的政策信号。