

“双控”加剧经济下行风险，美联储 Taper 进入倒计时

——利率债周报（2021.09.20-2021.09.26）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

近期“能耗双控”政策密集落实，多地出台限电、停产措施。在国内经济下行压力加大、PPI 高企背景下，政策加码“双控”的原因和影响引发市场关注。从原因来看，直接背景主要有二：一是今年以来部分地区能耗双控目标完成情况不佳。8月12日，国家发改委印发的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示，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。二是8月中旬以来，煤炭价格持续上涨，下游火电厂亏损影响电力供应，导致缺电问题突出。

从对经济的影响来看，我们认为主要有三：

一是限电、停产将直接拉低工业生产增速，从供给端加剧经济下行风险，从高频数据来看，“双控”背景下，上周（9月20日当周）生产端明显下行，工业开工率显著低于前两年同期水平，而生产端景气下滑也会通过压缩企业营收和利润以及员工收入传导至需求端，间接影响需求端修复。

二是供给约束加大将推升 PPI 涨价动力。一方面，供给紧张导致的煤炭价格大涨是近两个月国内 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，缓解煤炭供需压力，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。另一方面，钢铁、电解铝、水泥、化工等高耗电、高碳排行业受“双控”政策影响较大，减产也将推升相关工业品价格。

三是短期内 PPI 和 CPI 之间的“剪刀差”难以弥合。如前所述，“双控”会从供给端加剧 PPI 涨价动能，同时间接影响需求端修复，进而桎梏 PPI 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，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，其与 PPI 之间的“剪刀差”难以显著弥合。这就导致下游企业将成本上涨的压力通过 CPI 涨价向终端消费传导的能力有限，利润持续承压，尤其是集中于下游的中小微企业，面临很大的经营压力。

可见，“双控”政策将推升经济“类滞胀”风险，同时加剧经济运行的结构性不均衡，对债市影响多空交织，后续利率走势关键看央行货币政策将如何摆布。我们认为，当前的经济下行压力，尤其是生产端景气下滑，在很大程度上受到供给端政策主动收紧影响，这意味着，如果需要托底经济，最直接、最有效的途径是适度放松供给端约束，而非央行进一步加码货币宽松。更为重要的是，限产推升 PPI 涨价动力，此时央行采取进一步宽松举措，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。

因此，尽管稳增长需求上升背景下，政策将维持宽松基调，但预计后续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），对实体经济薄弱环节进行定向支持，政策效果将更多体现在宽信用而非宽货币。我们认为，对后续总量宽松空间不宜过度期待，年内央行降息的概率很小，降准的必要性和可能性仍然存在，但因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。考虑到市场对降准有较高期望，需警惕四季度降准预期落空给债市带来的调整风险。

后市展望及策略建议：“双控”加剧经济下行压力，基本面对债市依然有利，且利好尚未出尽，但在资金面不松、宽信用持续推进、供给压力继续释放、PPI 上涨、理财整改加速、美联储引领各国央行转鹰等诸多利空因素扰动下，基本面利好驱动的债市行情将难以顺畅演绎。本周四（9 月 30 日）将公布 9 月 PMI 数据，节后 9 月经济数据也将密集发布，从高频数据看，9 月经济数据弱于预期的可能性不低，交易盘可适当关注。从中期走势来看，宽信用的进度和力度是影响债市的核心主线。在宽信用效果明朗化之前，债市料将难以突破震荡行情，但随着宽信用的信号不断增多，加之 CPI 同比会有所加速、美联储启动 Taper 等利空浮现，四季度利率中枢存在向上波动的风险。

2. 上周市场回顾

2.1 二级市场

上周（9 月 20 日当周）债市消息面较为复杂。国内方面，9 月 LPR 报价未变，“双控”加码导致黑色系商品价格大涨；海外方面，外围风险偏好波动较大，美联储 9 月议息会议显示年内“收水”已基本确定，且在美联储引领下，英国等多国央行也释放出鹰派信号。整体上看，上周消息面偏利空，但因央行对流动性呵护有加，资金面向好支撑下，债市未现明显跌势。全周看，10 年期国债期货主力合约小幅上涨 0.14%；现券方面，上周日（9 月 26 日）10 年期国债到期收益率较前一周五小上 0.8bp，而因资金面转松，1 年期国债到期收益率较前一周五下行 2.26bp，收益率曲线略陡峭化。

9 月 22 日：中秋期间，海外市场因 Taper 预期强化、美国债务上限问题，导致风险偏好回落，港股也

受恒大事件影响下跌，加之国内假期旅游数据难言乐观，以及周三央行加量开展 1200 亿元逆回购操作，共同提振债市情绪，当日国债期货高开，但随着假期积累的避险和悲观情绪释放，加之 9 月 LPR 报价仍未下调，以及“双控”加码导致黑色系商品价格大涨，国债期货高开后上涨动力不足，午后震荡下跌。全天来看，当日国债期货各期限主力合约全线收涨，其中，10 年期主力合约涨 0.20%；现券方面，当日银行间主要利率债收益率下行 1-2bp，短券表现好于长券，其中，10 年期国债到期收益率下行 0.78bp。

- 9 月 23 日：周四凌晨美联储 9 月议息会议声明首次提出“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”，显示美联储年内“收水”前景已基本确定，但因预期已较为充分，海外市场反应相对平淡，国内债市也未受太大影响。当日央行加量开展 1200 亿元逆回购，净投放资金 1100 亿元，资金面转松，带动银行间主要利率债收益率多数小幅下行，其中，10 年期国债到期收益率下行 0.74bp；当日国债期货各期限主力合约小幅收涨，其中，10 年期主力合约涨 0.13%。
- 9 月 24 日：受海外风险偏好回升、美联储 Taper 进入倒计时、英国央行“放鹰”、挪威正式开启加息等影响，英美国债收益率大幅上行，周五国内债市亦联动调整，国债现券期货走弱。当日银行间主要利率债收益率多数小幅上行 1bp，其中，10 年期国债到期收益率上行 1.54bp；国债期货各期限主力合约全线收跌，其中，10 年期主力合约跌 0.18%。
- 9 月 26 日：周日为调休工作日，现券成交清淡，银行间主要利率债收益率小幅上行不足 1bp，其中，10 年期国债到期收益率上行 0.79bp。

图 1 上周 10 年期国债现券收益率和期货价格走势

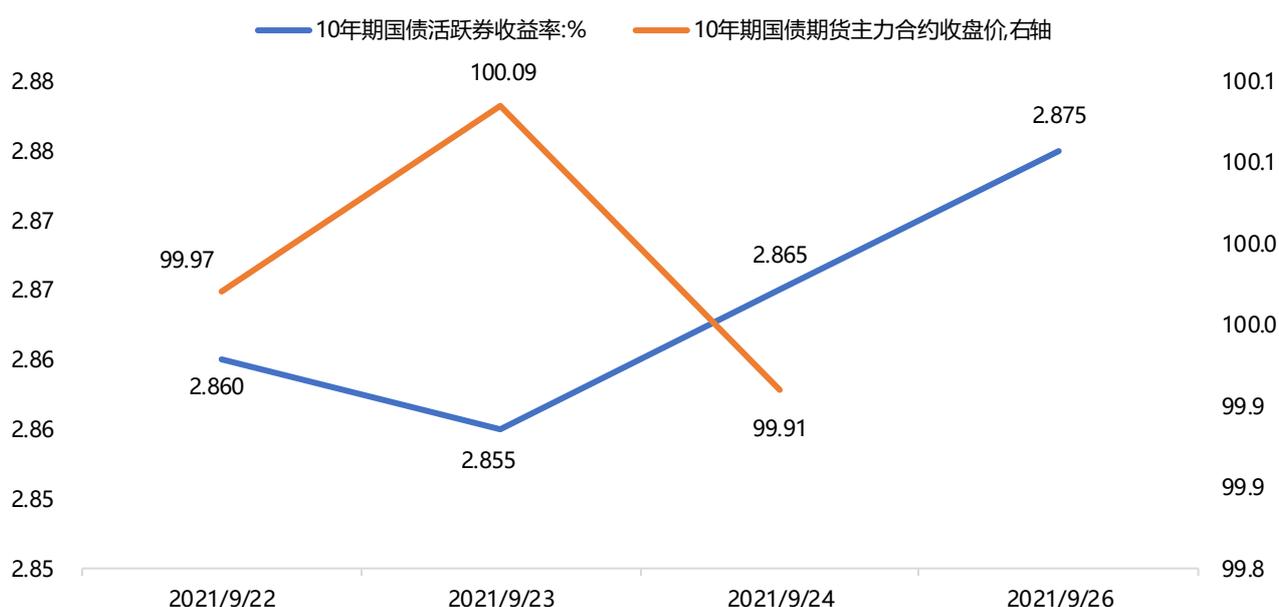


图2 上周国债收益率曲线小幅陡峭化下行

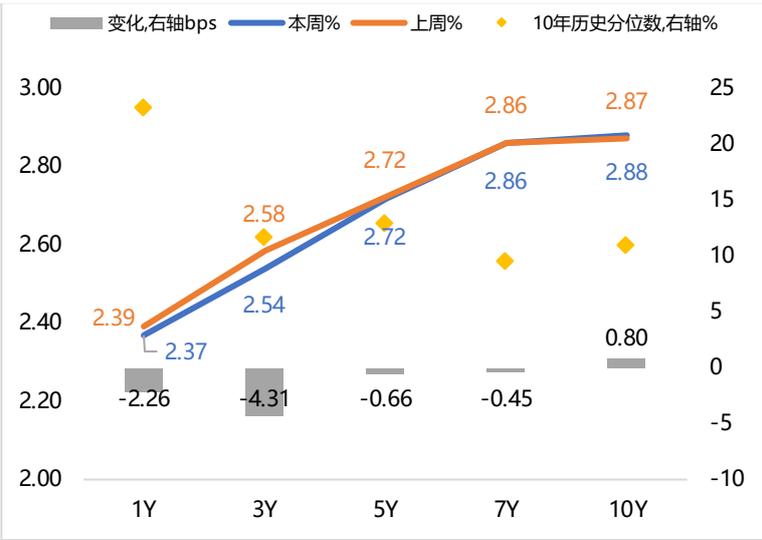


图3 上周国开债收益率曲线小幅平坦化



图4 上周各期限国债期货小幅上涨

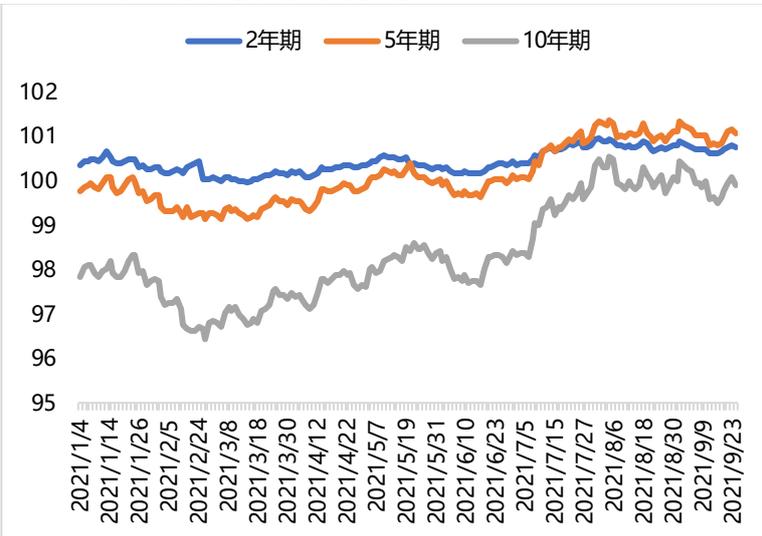


图5 5年期国开债隐含税率小幅反弹

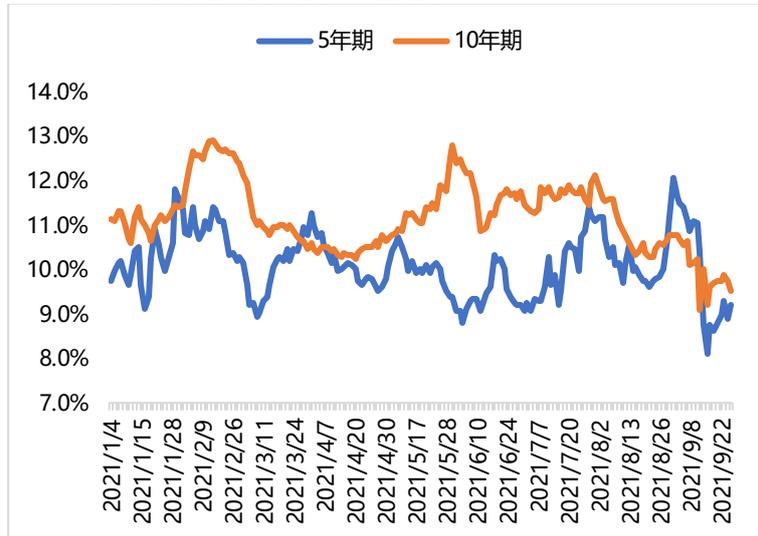


图6 国债10Y-1Y期限利差 (bp) 小幅反弹

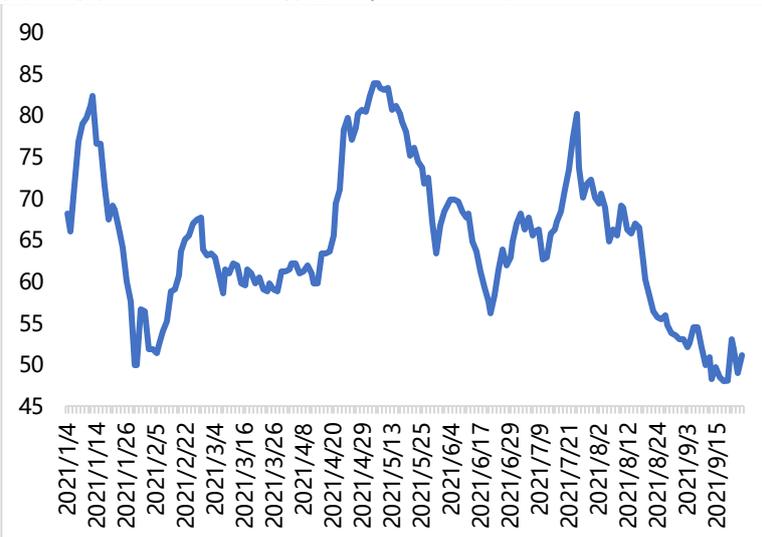
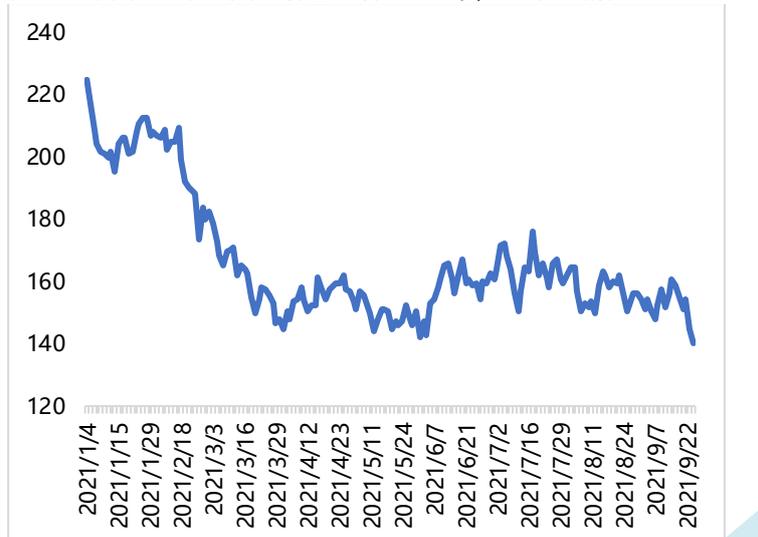


图7 中美10年期国债利差下行超10bp, 创年内新低



数据来源: Wind, 东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 92 只，环比减少 22 只，发行量 3363 亿，环比减少 1787 亿，净融资额 820 亿，环比减少 3671。上周因工作日较少，国债、政金债和地方政府债发行量均减少，同时政金债到期量大幅增加，导致上周利率债净融资环比大幅减少。

表 1 利率债发行与到期（亿元）

	本周发行量	上周发行量	本周偿还量	上周偿还量	本周净融资额	上周净融资额
国债	455	1,493	151	151	305	1,342
政金债	805	1,076	1,922	90	-1,117	986
地方政府债	2,103	2,581	470	418	1,633	2,163
合计	3,363	5,150	2,543	659	820	4,491

数据来源：Wind，东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可：共发行 2 只国债，平均认购倍数为 3.59 倍；共发行 15 只政金债，平均认购倍数为 5.19 倍；共发行 75 只地方政府债，平均认购倍数为 22.38 倍。（*上周利率债发行情况详见附表 1-3*）

3. 上周重要事件

9 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，两项贷款市场报价利率均连续 18 个月保持这一水平。

9 月 MLF 利率保持不变，表明 LPR 报价的参考基础未发生变化，当月 LPR 报价不动符合市场预期。可以看到，自 2019 年 9 月以来，1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 招标利率始终保持同步调整，点差固定在 90 个基点。我们认为，7 月 15 日全面降准落地，而此后 LPR 报价连续 3 次保持不动，一个直接原因是本次降准带动的银行边际资金成本下降幅度较小，尚不足以促使报价行下调 LPR 报价 0.05 个百分点（LPR 报价最小调整步长）。此外，银保监会数据显示，二季度末商业银行净息差为 2.06%，比一季度末下行 0.01 个百分点，比去年同期下行 0.03 个百分点，已与 2010 年 10 月有数据统计以来的最低点 2.03% 相距不远。另外，受金融严监管和银行降费等因素影响，二季度末银行非息收入占比降至 20.8%，较一季度末下降 0.8 个百分点，创 2013 年以来最低。这意味着当前银行更加倚重贷款利息收入，导致其主动下调关键贷款利率定价参考基准较为谨慎。

近期稳增长及引导实体经济融资成本下行的需求增大，四季度 1 年期 LPR 报价有下调可能。9 月 16 日，刘鹤副总经理在第 17 届中国国际中小企业博览会和首届中小企业国际合作高峰论坛上发表讲话，要求“积极探索以各种方式减轻要素成本快速上涨对中小企业的压力”。其背景是 8 月 PPI 同比加快至 9.5%，创年内新高，而 CPI 同比则降至 0.8%，两者之间的“剪刀差”进一步扩大，表明多处中下游的中小微

企业成本压力还在增加。事实上，监管层近期一直在采取有针对性的定向扶持措施加大对小微企业的支持力度，包括新增 3000 亿元支小再贷款额度，以及减税降费、优化营商环境等措施。就当前而言，降低中小微企业融资成本，对冲上游原材料价格上涨压力更具迫切性。

由此我们判断，尽管在跨周期调节下，本轮稳增长政策力度相对温和，年内 MLF 利率下调的可能性不大，但这并不意味着接下来 LPR 报价也会一直保持不动。其中，为加大对实体经济支持力度，四季度央行仍有可能再次实施降准；累积效应下，届时 1 年期 LPR 报价下调的可能性会显著增大，下调幅度可能在 0.05-0.1 个百分点之间。

- ✦ 北京时间 9 月 23 日凌晨，美联储公布 9 月联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议声明，将基准利率维持在 0-0.25% 不变，每月资产购买量保持在 1200 亿美元，但会议声明首次提出“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”。

美联储年内“收水”前景已基本确定，Taper 开始进入倒计时。本次会议基本明确了年内开启 Taper 的时间点，以及明年年中结束 QE 的政策节奏，这与此前的市场预期基本吻合。从本次议息会议声明及会后鲍威尔讲话内容来看，其释放的政策信号几乎没有超出市场预期的内容。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。

4. 上周实体经济观察

- ✦ “双控”背景下，上周生产端明显下行，工业开工率显著低于前两年的水平：高炉开工率、PTA 产业链负荷率（江浙织机）跌幅较大，半胎钢开工率亦小幅回落。需求端 30 大中城市商品房销售面积上周环比跌幅超过 25%，地产下行压力继续加大；BDI 指数上周加速上涨；CCFI 指数延续上涨，出口景气度仍高。通胀方面，上周猪肉价格低位下行；石油和螺纹钢价格小幅上涨，铜价小幅下跌。

图8 上周高炉开工率环比继续下跌(%)

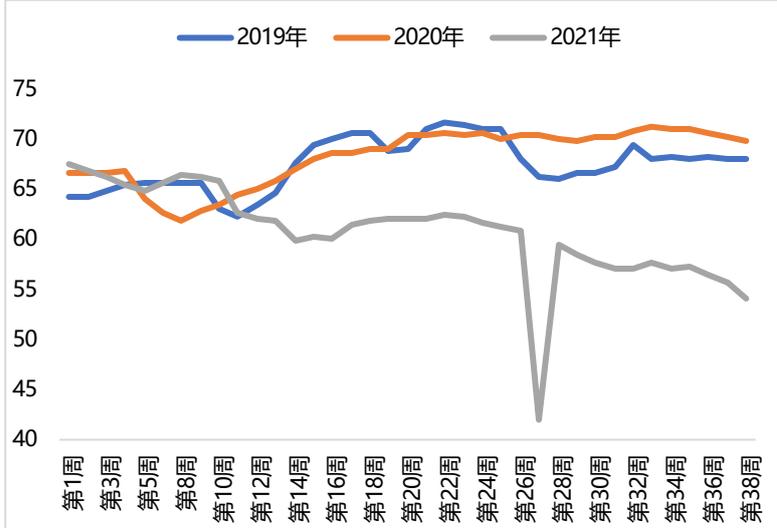


图9 上周PTA产业链负荷率(江浙织机)跌幅较大(%)

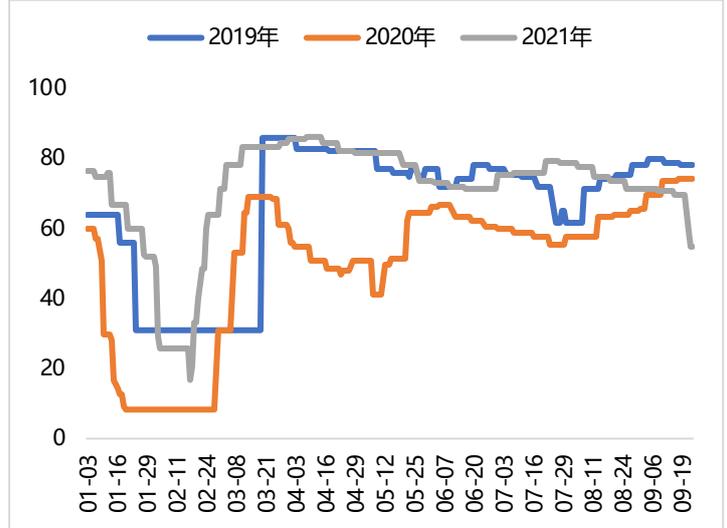


图10 上周半钢胎开工率小幅下跌(%)

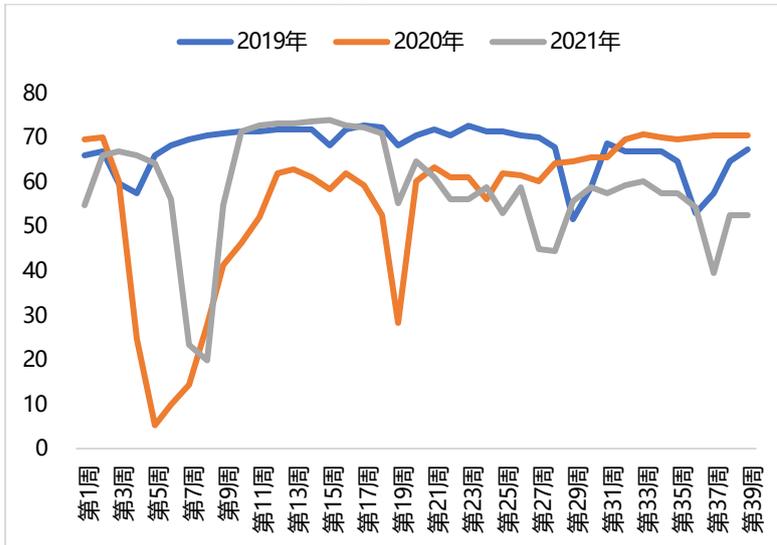


图11 上周30大中城市商品房成交面积跌幅较大(万平方米)

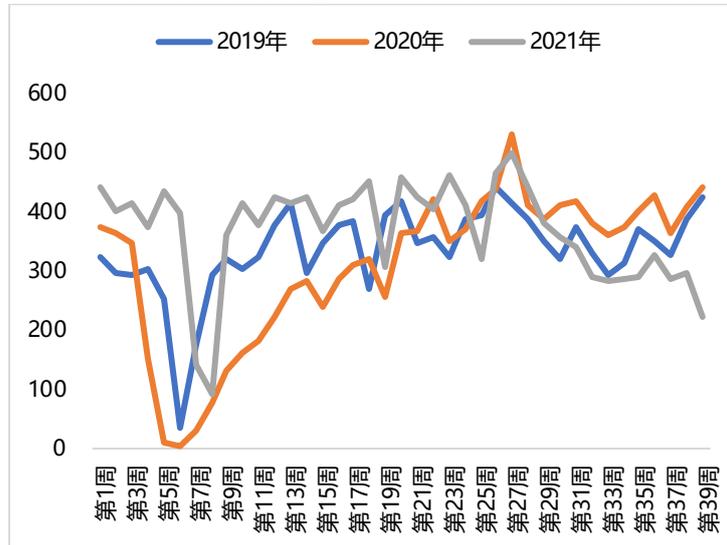


图12 上周BDI指数加速上涨

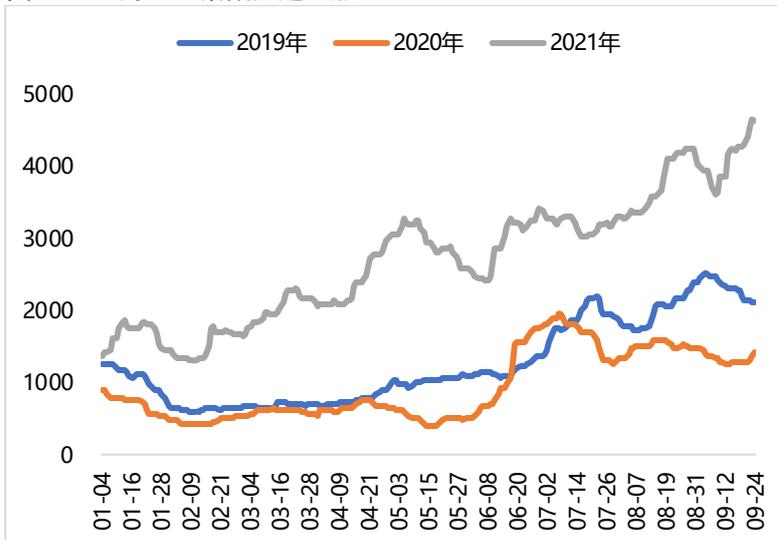


图13 上周CCFI继续上行

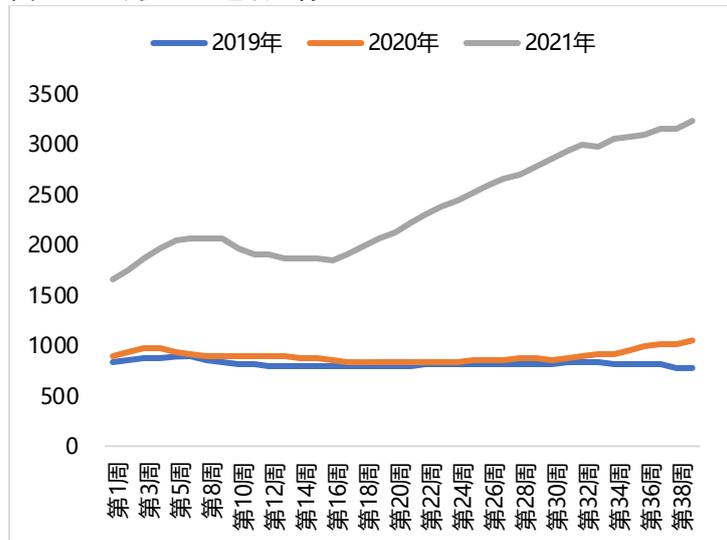


图 14 上周猪肉价格小幅下行

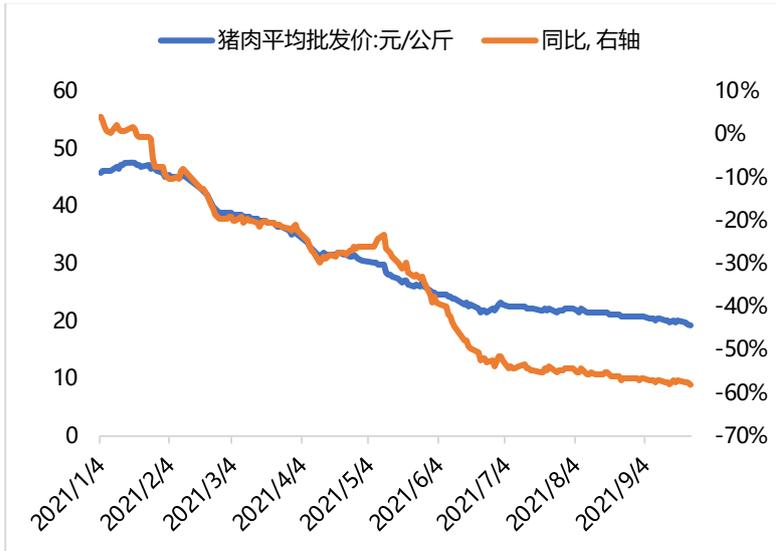


图 15 上周国际油价环比上涨 4.17%



图 16 上周铜期货价格小幅下跌



图 17 上周螺纹钢期货价格小幅上涨



数据来源：Wind，东方金诚

5. 上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放 3150 亿元

发行				到期		
发生日期	名称	发生量(亿元)	利率 (%)	名称	发生量(亿元)	利率 (%)
2021-09-22	逆回购 14D	600	2.35			
2021-09-22	逆回购 7D	600	2.2	逆回购 7D	300	2.2
2021-09-23	逆回购 7D	600	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021-09-23	逆回购 14D	600	2.35			
2021-09-24	逆回购 14D	1,200	2.35	逆回购 7D	500	2.2

2021-09-26	逆回购 14D	1,000	2.35	逆回购 7D	500	2.2
2021-09-24				国库定存 1 个月	700	3.0
2021-09-26	国库定存 2 个月	700	3.55	央行票据互换 3 个月	50	2.35
投放	5300 亿元					
到期	2150 亿元					
净投放	3150 亿元					

数据来源: Wind, 东方金诚

图 18 上周 R007 和 DR007 小幅下跌

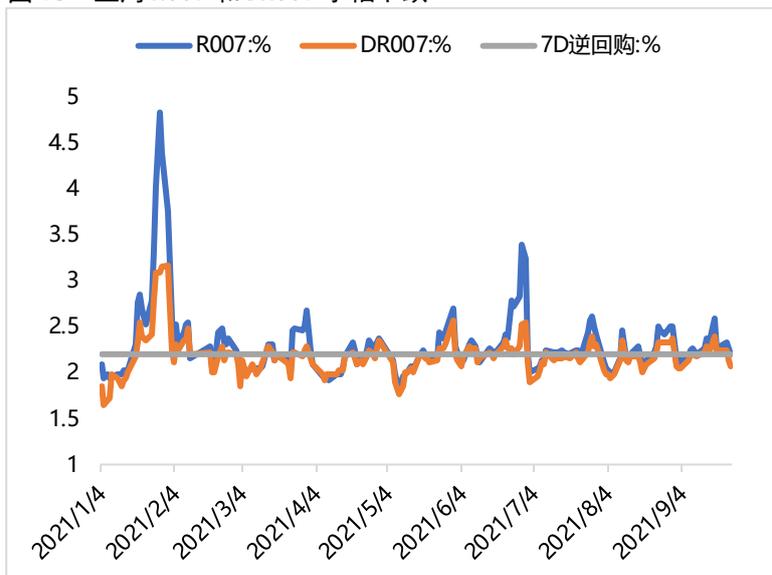


图 19 上周股份行同业存单发行利率小幅上行(%)



图 20 上周票据利率小幅下行(%)

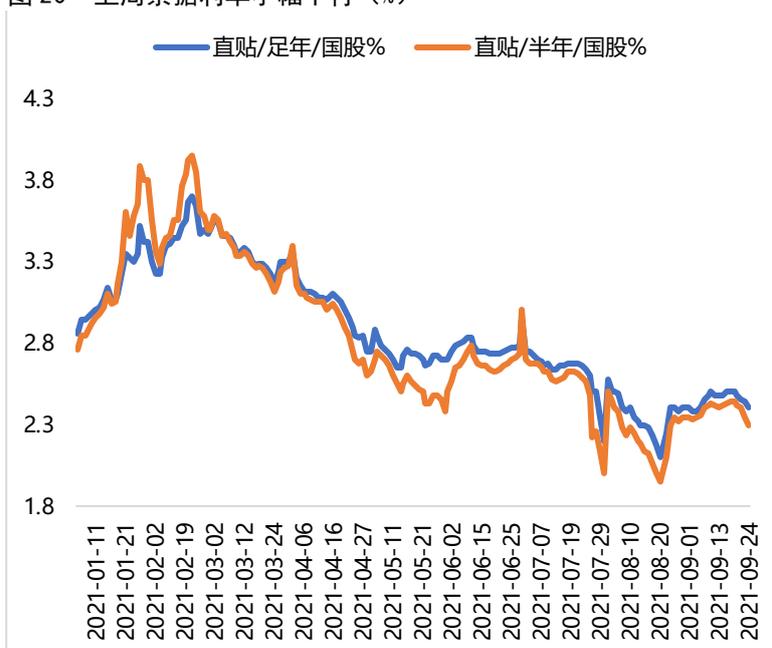
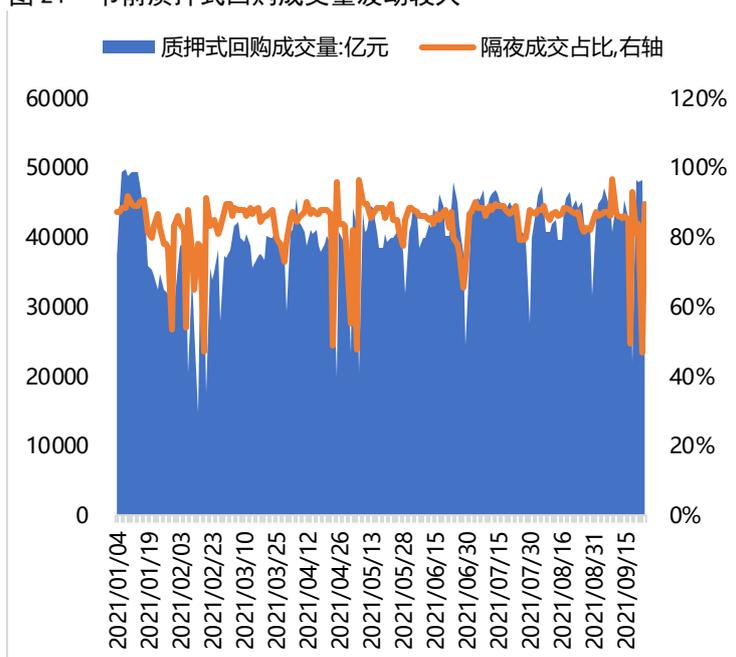


图 21 节前质押式回购成交量波动较大



数据来源: Wind, 东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数
21 贴现国债 47	153.4	0.2493	1.7747	4.43
21 贴现国债 46	302	0.4986	2.165	2.74

资料来源：Wind，东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数
21 进出06(增2)	50	1	2.20	2.88	21 国开11(增8)	119	1	2.08	4.05
21 进出12(增25)	55	2	3.04	3.05	21 国开07(增12)	74	3	3.00	5.03
21 进出03(增21)	50	3	3.14	3.39	21 国开08(增2)	71	5	2.83	6.16
21 农发绿债01	36	2	2.00	8.61	21 农发07(增8)	40	1	2.05	5.61
21 进出01(增12)	40	1	2.56	5.15	21 农发06(增8)	30	3	2.78	7.38
21 进出05(增17)	68	5	3.22	3.89	21 农发08(增6)	30	5	2.99	6.72
20 进出07(增18)	40	7	3.26	4.93	21 农发05(增18)	30	10	3.52	7.41
21 进出10(增9)	72	10	3.38	3.64					

资料来源：Wind，东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	发行利率(%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度(bp)	全场倍数
21 湖北债 118	5.0	5	2.87	15	25.44	21 大连债 21	9.8	20	3.54	25	17.78
21 湖北债 106	159.6	7	3.01	15	24.87	21 大连债 22	3.9	20	3.54	25	17.33
21 湖北债 119	2.3	7	3.01	15	25.04	21 大连债 24	1.2	30	3.58	15	17.86
21 湖北债 107	37.0	10	3.12	25	24.16	21 海南债 15	8.5	5	2.98	25	25.05
21 湖北债 108	1.0	10	3.02	15	24.60	21 海南债 12	8.9	5	2.98	25	25.74
21 湖北债 111	4.5	10	3.02	15	24.34	21 海南债 13	14.7	5	2.98	25	24.93
21 湖北债 110	1.0	10	3.02	15	24.50	21 海南债 14	18.0	7	3.12	25	24.86
21 湖北债 113	3.1	15	3.40	15	25.34	21 海南债 16	5.8	10	3.13	25	25.41
21 湖北债 112	12.3	15	3.40	15	26.78	21 海南债 18	20.9	10	3.13	25	24.15
21 湖北债 109	18.5	15	3.40	15	27.08	21 海南债 17	42.7	10	3.13	25	23.79
21 湖北债 115	2.5	20	3.43	15	26.12	21 海南债 19	13.8	15	3.51	25	23.02
21 湖北债 114	1.0	20	3.43	15	26.00	21 海南债 20	7.3	15	3.51	25	23.58
21 湖北债 117	1.0	30	3.57	15	31.00	21 宁波债 21	1.1	5	2.98	25	21.25
21 湖北债 116	13.3	30	3.57	15	32.39	21 宁波债 16	43.7	7	3.02	15	23.18
21 吉林债 44	1.2	10	3.12	25	19.27	21 宁波债 20	2.5	10	3.03	15	21.96
21 吉林债 42	3.0	10	3.12	25	19.19	21 宁波债 18	7.7	10	3.03	15	22.01
21 吉林债 45	4.3	15	3.50	25	20.14	21 宁波债 17	47.0	10	3.03	15	22.35
21 吉林债 43	11.9	15	3.50	25	20.25	21 宁波债 22	4.1	10	3.03	15	21.95

21 吉林债 46	11.8	20	3.53	25	19.68	21 宁波债 19	11.1	15	3.41	15	23.76
21 吉林债 47	7.2	20	3.53	25	20.44	21 宁波债 23	11.3	15	3.41	15	23.39
21 吉林债 48	12.5	30	3.67	25	23.73	21 宁波债 24	40.6	20	3.44	15	22.63
21 吉林债 49	50.1	30	3.67	25	23.53	21 宁波债 25	30.4	30	3.58	15	22.05
21 上海 13	174.0	7	3.02	15	7.75	21 西藏债 13	1.0	3	3.03	44	26.29
21 上海 12	4.4	10	3.03	15	8.98	21 西藏债 14	3.0	10	3.14	25	37.67
21 上海 14	14.5	5	2.88	15	9.91	21 安徽债 45	10.0	5	2.99	25	28.93
21 上海 17	33.1	5	2.88	15	9.43	21 安徽债 41	81.5	5	2.99	25	27.44
21 上海 15	16.3	7	3.02	15	9.20	21 安徽债 35	3.8	5	2.99	25	29.87
21 上海 18	63.1	7	3.02	15	8.49	21 安徽债 42	62.9	7	3.13	25	28.68
21 上海 19	46.8	10	3.03	15	8.41	21 安徽债 46	40.0	7	3.13	25	28.45
21 上海 16	170.3	10	3.03	15	7.74	21 安徽债 36	10.2	7	3.13	25	29.19
21 山东债 60	52.3	7	3.07	20	17.61	21 安徽债 44	16.4	10	3.14	25	28.90
21 山东债 59	71.9	7	3.07	20	17.40	21 安徽债 37	72.9	10	3.14	25	27.98
21 山东债 58	78.5	30	3.58	15	17.52	21 安徽债 43	29.6	10	3.14	25	28.61
21 大连债 18	3.0	3	2.84	25	19.90	21 安徽债 38	95.5	15	3.51	25	25.62
21 大连债 17	46.9	7	3.12	25	16.67	21 安徽债 47	75.9	15	3.51	25	26.93
21 大连债 19	1.9	10	3.13	25	16.60	21 安徽债 39	87.2	20	3.54	25	25.68
21 大连债 20	0.5	15	3.51	25	17.60	21 安徽债 40	15.4	30	3.58	15	37.71
21 大连债 23	0.9	20	3.54	25	15.70						

资料来源：Wind，东方金诚