

## 宽信用大背景下 利率年内易下难上

## 宏观经济/国债

## 内容提要:

- ◆ 全球疫情卷土重来，货币收紧的步伐有所放缓。国内同样受到次轮德尔塔病毒影响，但很快得到控制，8月，央行MLF续作规模高于预期，市场资金面较为宽松，8月上旬债市出现小幅度调整，随后国债期货进入了两周时间左右的盘整阶段。
- ◆ 7月消费、投资、出口、生产、信用扩张全面不及预期，数据显示我国经济动能进一步趋缓，其中既反映了经济复苏动能的内生性减弱，也存在暴雨灾害、疫情反弹等阶段性因素的冲击，同时疫情因素的影响至少还将持续到8月，对三季度整体的经济表现形成拖累。
- ◆ 8月社融回落幅度超出市场预期，信用仍处于回落通道，但下半年回落幅度或边际放缓，并可能出现阶段性上行的现象。房地产政策约束的持续收紧，居民的长端贷款或仍将承压，短贷严禁流向房地产市场的监管下，短贷增速也有所承压。
- ◆ 7月CPI略超市场预期，其中食品弱于季节性，非食品超季节性，总体上略超季节性特征。PPI强于市场预期，其中采掘业贡献较多，大宗商品保供稳价政策效果显现。
- ◆ 在未来宽信用的大背景下，仍需要货币上的支持，不排除下一步会有降准及结构性降息的可能性出现，利率在年内易下难上。
- ◆ 虽然7月份地方债发行数据并不强劲，但最新数据显示，地方债发行已经在悄然间驶入快车道。近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。不过，不同以往，当前对隐性债务的强监管，约束了政府广义杠杆行为；跨周期调节下，财政政策以结构性发力为主、总量刺激有限。
- ◆ 美联储以主席鲍威尔为代表的主流态度对货币政策收紧保持定力，尽管通胀稳定在美联储2%的目标利率之上，但在充分就业目标的未到达以前，美联储货币政策将继续维持目前的经济支持力度，对于高通胀保持容忍。

## 葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

## 程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

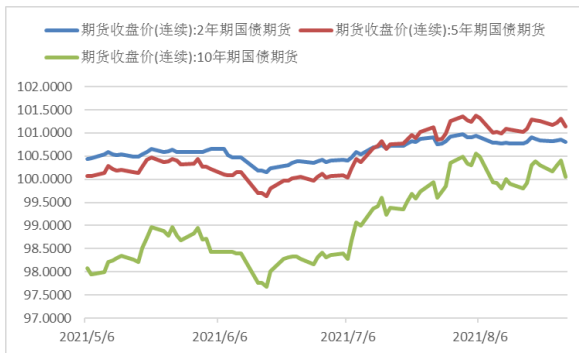
E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

## 第一部分国债期货行情回顾

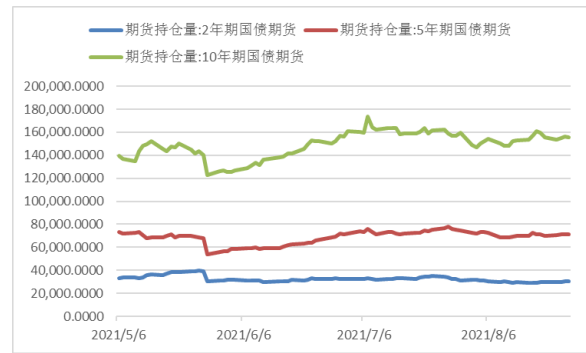
全球疫情卷土重来，为全球经济再次蒙上了阴影，货币收紧的步伐有所放缓。国内同样受到此轮德尔塔病毒影响，但很快得到控制，8月，央行MLF续作规模高于预期，市场资金面较为宽松，上旬债市出现小幅度调整，随后国债期货进入了两周时间左右的盘整阶段。

图 1. 国债期货高位盘整



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量显著上行

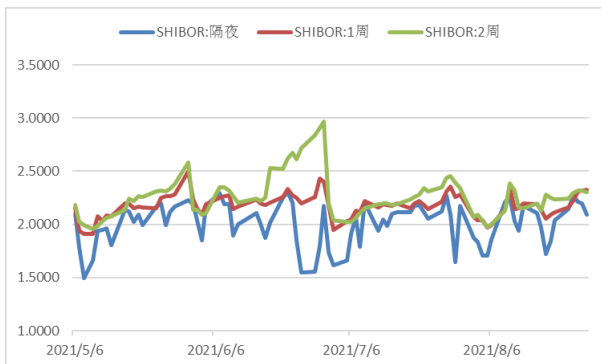


资料来源：WIND 新纪元期货研究

8月初资金整体仍属平衡偏宽，随后月度缴税来临，月末资金利率上行、资金面波动性增大，央行出手维稳月末资金面，显示了货币政策维稳资金面的态度更为积极。隔夜Shibor较上月下行8.60BP至2.092%，7天Shibor涨4.50BP至2.329%，14天Shibor上行3.30bp至2.306%。

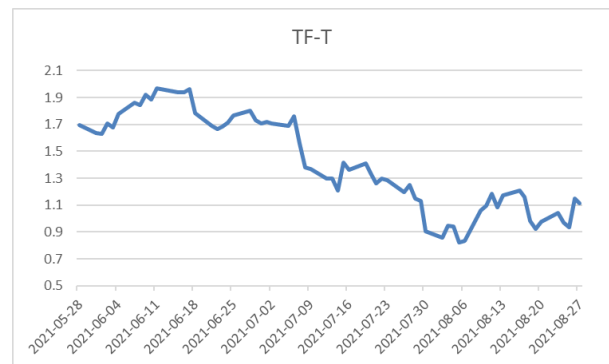
价差方面，截至8月27日，5年期国债期货主力合约TF2106与10年期主力合约T2106的价差整体维持震荡重心上移0.21。跨期价差T00-T01较上月下行0.16，TF00-TF00较去上月下行0.136。

图 3. 资金面平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 价差略有上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济及政策分析

## 一、宏观经济回顾与展望

### (一) 经济数据承压

7月消费、投资、出口、生产、信用扩张全面不及预期，数据显示我国经济动能进一步趋缓，其中既反映了经济复苏动能的内生性减弱，也存在暴雨灾害、疫情反弹等阶段性因素的冲击，同时疫情因素的影响至少还将持续到8月，对三季度整体的经济表现形成拖累。下半年房地产和出口两个前期复苏的主要支撑力量均面临回落压力，叠加疫情反复的风险，经济增速持续回落的压力较大，三季度GDP增速就存在跌破6%的风险。

#### 1、生产趋势性走弱

工业增加值增速不及预期，短期冲击为主要因素。7月，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%，低于预期值，两年平均增长5.6%。分行业看，7月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长，大宗商品价格仍在高位，黑色金属冶炼和压延加工业及有色金属冶炼和压延加工业增速继续下滑；分产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路等两年平均增速均超过14%。1-6月，全国规模以上工业企业实现利润总额两年平均增长20.6%。7月，我国制造业PMI连续17个月高于临界点，但考虑到海外风险以及国内复苏情况，不确定因素较多，基数效应叠加传统淡季，工业增加值增速或稳中有降。

#### 2、消费短期走弱

7月社零同比增长8.5%，预期增长11.6%，两年复合增速3.6%，较6月增加4.9%的两年复合增速下滑较明显。7月社零环比降低0.13%，为2011年以来7月社零环比首次为负，表明7月社零超预期放缓之外，也存在超季节性放缓。认为，7月社零增速的显著放缓，除居民收入增速下降、居民消费倾向降低和居民部门的高杠杆率等此前即存在的制约消费的因素之外，同时又受到了7月下旬新一轮疫情在全国扩散后，各地管控政策升级下对消费的压制的影响。德尔塔病毒蔓延下，石油需求边际放缓。短期内，油价或由于供需缺口的持续仍然维持高位，但上行动力已经不足。石油、汽车两大品类销售额增速可能出现的走弱，叠加国内新一轮疫情蔓延下各省防控措施对消费的整体压制，8月社零增速或进一步放缓。

#### 3、投资全线走弱

今年前7个月，固定资产投资同比增长10.3%，低于市场预期的增加11.4%。7月固定资产投资环比增加0.18%，较6月的增加0.26%下滑，从下滑幅度上看基本符合季节性规律，但从扣除2020年的历史同期数据看，7月固投环比延续今年以来固投环比较历史同期明显偏弱的趋势。制造业投资增速恢复明显，前7个月两年复合增速已经接近19年前7个月同比增速的3.3%，但房地产投资和基建投资两年复合增速略有放缓，带动固定资产投资两年复合增速放缓。

2021年前7个月，制造业投资两年复合增长3.1%，投资增速恢复明显，前7个月两年复合增速已经接近

19年7月同比增速的3.3%。总体上，利润率增幅靠前的制造业子行业，其投资的恢复速度也快于利润率涨幅靠后的行业。虽然制造业各子行业存在利润率变化分化和投资增速分化，但上游行业和高新制造业的投资支撑了制造业整体利润率的提升，也支撑了制造业投资增速的恢复。目前，制造业总体利润率增长明显，产能利用率处在高位，叠加7月的降准提供一定额度的资金支持，制造业企业总体上仍然具有投资动力。但另一方面，7月制造业PMI显示7月制造业景气度扩张势头放缓。在假定制造业下游需求，尤其是外需虽然出现势头放缓、但不会急速放缓的情况下，预计下半年制造业投资仍能维持稳定恢复态势。

基建方面，2021年前7个月基建投资同比增长4.19%，两年复合增速增加2.7%，较前6个月的增加3.5%有所下滑。7月小松开工小时数也反映出7月基建的强度确实不高。今年前7个月基建投资增速恢复较慢的主要原因仍然是受专项债发行速度较慢和政策的防风险下、基建审批落地较严的制约。政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，下半年地方政府债券发行有望加速以完成全年发行计划，一定程度上提振基建投资。

2021年前7个月，房地产开发投资同比增长12.7%，两年符合增长7.9%，较前6月的增长8.3%微降。21年前7月，房屋竣工面积、施工面积、新开工面积和本年土地购置面积两年复合增速分别为+5.8%、+6.0%、-2.7%和-5.2%。房企降库存、回笼资金的操作下，对现有项目的加速推进对冲了新项目开工不足下投资的缩减，房地产投资今年保持了较好的韧性。但房地产调控政策始终未见松动迹象，7月底政治局会议再提“房住不炒”，基本预示着今年下半年将维持对房地产的强调控态势。往后看，下半年房地产投资大概率保持一定速度，投资增速呈现稳步缓慢下降态势。

#### 4、进出口额增速趋缓

2021年7月中国出口（以美元计）同比19.3%，低于预期20%和前值32.2%；进口（以美元计）同比28.1%，低于预期33.6%前值36.7%；贸易顺差扩大至565.9亿美元。

出口方面，消费类出口继续弱化，高基数影响生产类出口同比增速下滑但规模未降。7月，出口同比增速大幅下滑。1)分大类看出口拉动情况，机电、高新技术产品出口拉动大幅下滑，是主要拖累；防疫用品出口拉动连续4个月读数为负；服装衣着出口拉动继续小幅弱化。2)分商品看出口增速情况，偏需求终端的可选消费品（汽车、手机）出口增速下滑明显，是拖累机电产品出口弱化的主因；必需消费品（鞋靴、箱包）出口继续走弱。偏生产侧的材料（成品油、钢材）、中间品（集成电路、液晶显示板）出口增速有所下滑。3)分区域看，对美欧日韩东盟出口拉动普遍下降，其中对东盟出口拉动下滑尤其明显。整体来看，7月消费类出口呈现继续弱化特征与前期趋势一致，生产类出口增速读数大幅下滑，主要受2020年7月机电产品（尤其是手机、集成电路）、高新技术产品出口基数骤升影响，出口规模变化不大、未见明显下降。

进口方面，大宗商品进口继续缩量、涨价影响持续弱化，进口延续走弱趋势。7月，进口同比增速继续回

落，从大宗商品进口量价同比贡献看，数量贡献在负值区间继续走弱，价格贡献延续从前期高点回落趋势，较上月继续下降。从细分商品进口看，7月，铜、钢进口量价齐跌，尤其是铜、钢产品进口数量同比跌幅继续扩大超过40%。原油、铁矿、大豆进口继续缩量，价格贡献也明显弱化。整体来看，6月以来大宗商品进口价格贡献连续2个月回落，反映国际大宗商品涨价对进口压力逐渐缓解；数量贡献连续3个月回落，除了有生产动能走弱背景下，进口需求扩张趋缓的影响；2020年下半年大宗商品进口高基数效应或也是影响进口增速走弱的额外因素，这一影响下半年或会持续。

未来来看，高基数或会持续影响出口读数，消费外需或呈弱势、生产外需或有支撑。2020年下半年高出口基数或会继续影响出口增速读数下滑。从出口结构趋势看，当前美国消费复苏主线从商品转向服务，全球投入产出表分析显示，美国服务业对中国出口的拉动要低于制造业，后续消费类外需对出口的支撑或将呈较弱趋势。2021年以来，生产类外需持续是支撑出口的基础力量，7月虽然机电、高新技术产品出口增速走弱，但主要受高基数影响，出口规模未见明显下滑；疫情再次抬头暂未改变全球经济复苏趋势，全球产业链恢复共振或会继续演绎，后续生产类外需对我国出口的基础性支撑或会延续

## （二）金融数据表现偏弱

7月，新增社融1.06万亿元，前值3.67万亿元，社融存量同比10.7%，前值11%。新增人民币贷款1.08万亿元，同比多增873亿元，前值2.12万亿元。M2同比下行0.3个百分点至8.3%，M1同比由5.5%下行至4.9%。

信贷投放转弱，结构性偏弱，票据多增，企业中长期贷款少增，居民端长短贷回落幅度超季节性。居民端贷款明显回落，房地产信贷约束有所显现。商品房成交面积同比继续转弱，土地成交面积明显弱于往年同期。政策调控下，二手房市场价格监管趋严，成交相对转弱。

企业信贷需求边际走弱。短贷季节性回落，票据融资依然偏强，中长期贷款年内首次同比少增，票据利率持续处于低位，企业对长端贷款需求转弱。居民、政府二季度杠杆率尚未明显压降，二季度贷款需求指数较一季度明显回落。

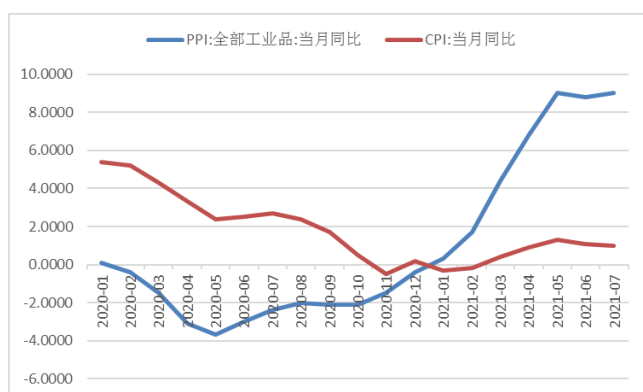
社融回落幅度超预期，政府专项债发行进程偏缓，表外融资继续压降。地方政府专项债同比少增幅度最大。发行节奏整体拖后，预期在四季度发行或有所提速。企业债券融资同比仍保持增长。非标融资继续收缩，其中未贴现票据同比回落幅度最大，企业较多票据被贴现至表内，表外未贴现票据规模回落；信托贷款延续弱势。资管新规过渡期到年底完成，对非标融资压力依然较大。

M2同比继续回落，居民存款回落和财政存款增加或部分影响M2增速。随信用收紧延续和社融少增，7月M2同比增速下行0.3个百分点至8.3%。居民户存款同比大幅回落，缴税大月，财政存款继续增加，且财政投放进程明显弱于往年同期。



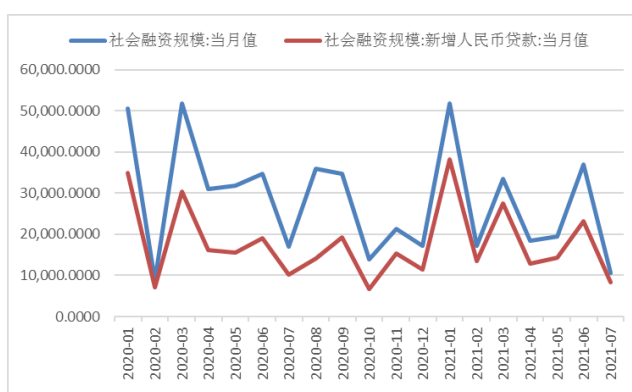
社融本月回落幅度超出市场预期，信用仍处于回落通道，但下半年回落幅度或边际放缓，并可能出现阶段性上行的现象。房地产政策约束的持续收紧，居民的长端贷款或仍将承压，短贷严禁流向房地产市场的监管下，短贷增速也有所承压。关注企业贷款端转弱是否形成趋势，以及专项债发行提速的节点。未来或将从紧信用逐步切换为稳信用阶段。

图 5. PPI CPI 剪刀差延续



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融低于预期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

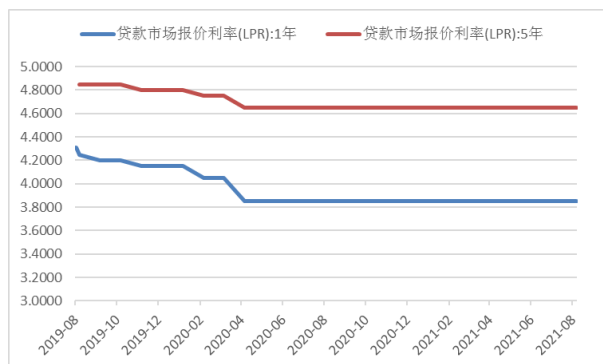
### (三) CPI、PPI 同比涨幅回落

7 月 CPI 同比上涨 1.0%，预期上涨 0.8%，前值上涨 1.1%；PPI 同比上涨 9.0%，预期上涨 8.8%，前值上涨 8.8%。

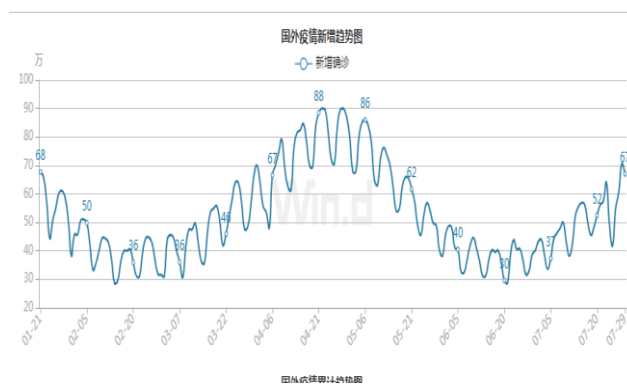
7 月 CPI 略超市场预期，其中食品弱于季节性，非食品超季节性，总体上略超季节性特征。肉类价格回落仍是拖累 CPI 的主要因素，未来猪肉价格或将趋稳，但同比跌幅可能小幅扩大，继续拖累 CPI 上行节奏。非食品价格变化强于季节性特征，中上游涨价压力有所传导。不过，相较于历史高 PPI 时期所对应的核心 CPI，今年后者上涨势头并不强劲，表明终端需求不强很大程度上压制了 PPI 向 CPI 非食品端进而向 CPI 传导的动力。短期来看，由于 2020 年 8-11 月基数持续下降，今年 8 月 CPI 同比或继续在 1% 左右徘徊，四季度存在破 2% 的可能性，但全年同比仍将维持 1% 左右。

PPI 强于市场预期，其中采掘业贡献较多，大宗商品保供稳价政策效果显现。钢材、有色金属等行业价格小幅下降。PPI 内部分化并未改善，集中表现为 PPIRM 与 PPI 之差维持高位、生产资料价格涨幅与生活资料之差仍在扩大、采掘工业涨幅与原材料工业及加工工业差距进一步扩大。短期而言，疫情、政策效应递减对需求有一定负面影响，输入性通胀压力或有所减轻，国内工业品价格涨幅收敛，叠加 2020 年 8-12 月基数上升，未来 PPI 回落可能性较大。不过经济复苏持续与部分品种供给受限的影响尚存，短期 PPI 或高位徘徊，加速回落可能会在 2022 年上半年。未来，CPI 与 PPI 剪刀差或小幅收窄，通胀整体温和，不会对政策调整构成实质性影响。





资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 三、利率债供给将加速

7月，全国发行地方政府债券6568亿元。其中，发行一般债券2480亿元，发行专项债券4088亿元；按用途划分，发行新增债券4033亿元，发行再融资债券2535亿元。数据还显示，2021年1~7月，全国发行地方政府债券39979亿元。

在7月地方债数据对外发布的同时，最新披露的数据还显示，8月地方债发行正驶上“高速路”。数据显示，中国8月下旬地方债发行加速，在8月16日至8月22日的一周内，全国共有10个地区发行了81只地方政府债券，发行规模3781.65亿元。

7月全国发行6568亿元 此次由财政部发布的数据显示，2021年7月，全国发行地方政府债券6568亿元。其中，发行一般债券2480亿元，发行专项债券4088亿元；按用途划分，发行新增债券4033亿元，发行再融资债券2535亿元。

相比正常情况下的历史同期，今年7月份的地方政府债券发行情况表现并不突出：历史数据显示，疫情前的2019年7月，全国发行地方政府债券5559亿元；而在2018年7月，全国发行地方政府债券7570亿元，明显高于今年7月的数据。

与本年度各月份地方债发行数据相比，7月地方债发行也不算太高。财政部发布的数据显示，2021年6月，全国发行地方政府债券7949亿元。7月份6568亿元的地方债发行也创下今年4月以来最低水平。

从累计数据看，2021年1~7月，全国发行地方政府债券39979亿元。其中，发行一般债券18583亿元，发行专项债券21396亿元；按用途划分，发行新增债券18833亿元，发行再融资债券21146亿元。

虽然7月份地方债发行数据并不强劲，但最新数据显示，地方债发行已经在悄然间驶入快车道。数据显示，在8月16日至22日的一周内，全国共有10个地区发行了81只地方政府债券，发行规模3781.65亿元。其中，一般债券发行规模938.17亿元，专项债券发行规模2843.48亿元。此外，截至8月22日，共有10个地



区挂网披露地方政府债券发行计划，计划发行规模 2937.3075 亿元。总体来看，一般债券拟发行规模 818.0705 亿元，专项债券拟发行规模 2119.237 亿元。近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。不过，不同以往，当前对隐性债务的强监管，约束了政府广义杠杆行为；跨周期调节下，财政政策以结构性发力为主、总量刺激有限。

#### 四、美联储维持偏鸽派态度

美联储维持宽松，7月利率决议宣布维持联邦基金利率目标区间在零至0.25%之间，将继续每月增持至少800亿美元的国债，以及至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展；建立美国国内和国外常备回购便利工具（SRF）。美联储主席鲍威尔表示，美国经济改善但尚未全面复苏，美联储还没到收紧政策、特别是加息的时候。但此次正式公布就Taper进行讨论，第一次深入地讨论缩债的时间、节奏和构成。

纪要关注要点如下：第一，美联储或将年内启动缩减资产购买计划。会议纪要专门增加“资产购买讨论”内容，明确提到，“展望未来，大多数与会者指出，如果经济按照预期发展，他们认为，今年开始放缓资产购买步伐可能是合适的”。这折射出美联储官员对经济增长走势的信心增强，暗示“取得进展”将为Taper实施铺平道路。第二，隔夜逆回购工具用量激增，刺激政策边际效应递减。纪要显示，美联储隔夜逆回购工具操作规模从6月会议期间的平均3400亿美元增加到7月会议期间的平均约8000亿美元。纪要发布当日，隔夜逆回购操作规模攀升至11160亿美元的空前水平，参与机构多达82家。第三，由于通胀走势及疫情反弹程度存在不确定，一定程度影响Taper步伐。FOMC会议投票决定，维持联邦基金利率0-0.25%区间不变，但通货膨胀和新冠病毒德尔塔增加了经济前景的不确定性，将对Taper实施进程产生影响。一方面，根据会议纪要表述，“与会者一致认为，近期通货膨胀率上升受到供应瓶颈和劳动力短缺的影响，很可能是暂时的”。这暗示未来通胀走势不明朗，一部分官员担心，若新冠病例继续上升并可能抑制经济增长，通胀或重新步入下行通道。另一方面，新冠病毒德尔塔令美国疫情出现反弹，如果新冠肺炎确诊病例持续上升，将影响美国经济复苏前景，一定程度拖慢Taper实施步伐。第三，由于通胀走势及疫情反弹程度存在不确定，一定程度影响Taper步伐。FOMC会议投票决定，维持联邦基金利率0-0.25%区间不变，但通货膨胀和新冠病毒德尔塔增加了经济前景的不确定性，将对Taper实施进程产生影响。未来通胀走势不明朗，一部分官员担心，若新冠病例继续上升并可能抑制经济增长，通胀或重新步入下行通道。另一方面，新冠病毒德尔塔令美国疫情出现反弹，如果新冠肺炎确诊病例持续上升，将影响美国经济复苏前景，一定程度拖慢Taper实施步伐。

### 第三部分国债期货市场展望

7月消费、投资、出口、生产、信用扩张全面不及预期，数据显示我国经济动能进一步趋缓，其中既反映

了经济复苏动能的内生性减弱，也存在暴雨灾害、疫情反弹等阶段性因素的冲击，同时疫情因素的影响至少还将持续到8月，对三季度整体的经济表现形成拖累。下半年房地产和出口两个前期复苏的主要支撑力量均面临回落压力，叠加疫情反复的风险，经济增速持续回落的压力较大，三季度GDP增速就存在跌破6%的风险。

央行连续3个月的月底，都增加了每日逆回购数量，特别是8月底，数量从300亿元提高至500亿元。结合央行8月中旬续做6000亿元MLF、7月份降准，都是超市场预期动作。这从一定程度上反映出下半年开始以来，在经济增速下行压力加大的背景下，央行多次强调跨周期调节、保持市场流动性合理充裕等措辞，基本在逐步兑现，货币政策趋于边际宽松。在未来宽信用大背景下，仍需要货币上的支持，不排除下一步会有降准及结构性降息的可能性出现，利率在年内易下难上。

总体来说，经济增速下行压力有所加大，国内融资需求持续下降。为了刺激融资需求，后续货币财政政策将适度发力，央行或采取包括降准在内的一系列措施，这进一步压制了中长期利率水平，对国债期货价格产生支撑作用。短期内资金面仍然相对平稳，利率维持震荡局面的概率较大。国内疫情得到控制，随着国内疫情逐步得到控制，消费和工业生产将逐步恢复。美联储货币政策退出方式仍为市场关注热点。国债期货短空长多思路应对。

## 特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 徐州营业部

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 成都分公司

电话：028-68850968  
邮编：610004  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952  
邮编：518001  
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 南京分公司

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#