

# 债券利率震荡 回调可能性较大

预计下半年经济增长和通胀低于上半年，全年经济增速前高后低，对债市形成利好，对债券利率下行或形成一定支撑。

文 | 黄胤英

2020年，面对严峻的国际环境，特别是新冠肺炎疫情的冲击，我国统筹防疫和经济社会发展工作取得重大成果，经济稳定恢复，债券市场跌宕起伏，年底逐步企稳，经受住了考验。2021年上半年，随着疫苗推广、经济持续稳中向好，债券市场平稳运行，利率窄幅波动，未出现趋势性走势。展望下半年，尽管经济增长和通胀预计低于上半年，对债市形成一定支撑；但考虑到美联储政策或收缩、低碳转型的通胀压力、政策宽松空间受限等因素，债券利率震荡回调可能性较大。

## 2020年经受考验

步入后疫情时期，2021年作为“十四五”的开局之年，宏观政策要保持连续性、稳定性和可持续性。对2020年经济政策和市场运行进行回顾和总结，有利于更好地理解和把握今年面临的形势。

2020年，我国经受了新冠肺炎疫情的冲击，在全面统筹防疫和经济社会发展的努力下，经济平稳恢复，债券市场也实现稳健运行。债券

作为分散风险的避险资产，通常债券的市场价格和经济周期会呈现反向关系，债券的利率与价格走势亦呈反向关系。具体看，经济越是萧条，市场避险情绪升温，债券越受欢迎，债券市场价格越高，债券利率趋于下行；经济越是向好，市场风险偏好上升，股票等风险资产越受欢迎，债券等避险资产的市场价格越低，债券利率上行。2020年，随着经济稳步复苏，债券价格走势先涨后跌，债券利率先下后上，年底逐步企稳。

2020年年初，突如其来的新冠肺炎疫情，让各国经济蒙霜，全球避险情绪升温，叠加边际放宽的货币政策，为债市上涨创造了条件。前4个月，10年期国债下行近60BP（基点，0.01%）至2.54%。

年中，经济复苏叠加政策收紧，带动债市调整。5~11月，年中利率债供给加量，经济持续复苏，货币政策边际收紧，市场流动性预期下降，债券市场进入调整期，截至11月中旬，10年期国债利率上行77BP至3.31%。

年底，高评级国企信用债违约爆发，政策托底安抚市场情绪，12月债市逐步企稳。以永煤为代表的高评级国企信用债违约事件爆发后，

央行为维稳资金面和市场信心，超额续作中期借贷便利（MLF），向市场释放流动性和边际宽松信号，债市从剧烈震荡到逐步企稳。

从去年全年看，债市利率的影响因素主要包括以下几方面。

从经济基本面看，国内经济持续复苏，通胀指标不断修复，是促进债市调整的主要影响因素。具体来看，2020年，我国在全球主要经济体中，率先实现经济正增长，经济增速逐季上升。全年CPI温和上涨2.5%，并逐季下行PPI；同比下降1.8%。从全年走势来看，随着各项防疫政策出台，经济增速逐季回升，通胀指标逐步修复，市场信心也在逐步恢复，风险偏好不断升温，带动债券市场先涨后跌，并逐步进入调整期。

从货币政策来看，货币政策维持中性，呵护市场流动性合理充裕，为债券市场平稳运行创造了良好环境。通常，货币政策越是宽松，资金面和市场流动性越充裕，债券活跃度越高，债券市场价格越高，债券利率下行；反之，货币政策越收缩，资金面和市场流动性越紧，债券活跃度越差，债券市场价格越低，债券利率上行。2020年，面对新冠肺炎疫情和严峻的外部风险，美国等主要经济体相继实施了非常规货币政策，向市场释放大量流动性。我国作为少数坚持正常货币政策的国家之一，及时调整政策力度和节奏，综合运用多种政策工具，为疫情期间的复工复产提供流动性支持；通过下调政策利率、降低融资成本，为民营和小微企业打造宽松的融资环境，为实体经济复苏提供强劲支撑。

从人民币汇率及中美利差来看，美债利率下行，中美利差继续走阔。通常，为维持汇率稳定，主要经济体的货币政策或与美债货币政策同向放宽或收缩。而当前中美货币政策分化，给人民币汇率造成一定下跌压力。但从债

市看，近期中美利差持续走阔，支撑人民币汇率延续双向波动，并在短期内升值。2020年人民币兑美元汇率维持双向波动，全年升值幅度大于下跌幅度，年底较年初升值接近7%。从外部来看，2020年，美国经济经历了自二战以来最为严重的萎缩，新冠肺炎疫情冲击下，消费者支出和企业投资急剧下降，美债作为全球避险资产价格一度攀升，美债利率多次下滑至0.5%的历史低点，中美利差进一步走阔。

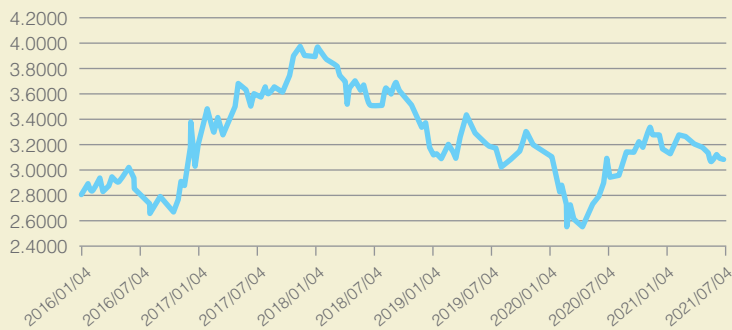
券市场看，近期中美利差持续走阔，支撑人民币汇率延续双向波动，并在短期内升值。2020年人民币兑美元汇率维持双向波动，全年升值幅度大于下跌幅度，年底较年初升值接近7%。从外部来看，2020年，美国经济经历了自二战以来最为严重的萎缩，新冠肺炎疫情冲击下，消费者支出和企业投资急剧下降，美债作为全球避险资产价格一度攀升，美债利率多次下滑至0.5%的历史低点，中美利差进一步走阔。

## 上半年窄幅波动

2021年上半年债市整体波动较小，与2020年的跌宕起伏形成反差。上半年利率走势大体可以划分为以下几个阶段。

第一阶段为年初至2月中旬。随着疫苗接种的推广，新冠肺炎疫情得到控制，风险偏好有所回升，债券市场进入调整期。与此同时，央行市场投放资金不及预期，海外大宗商品价格上涨抬高通胀，美债利率上行，进一步推动我国债券市场利率走高，10年期国债利率上行

2016年至2021上半年10年期国债到期收益率走势



> 数据来源：Wind

到 3.29%。

第二阶段为 2 月下旬至 5 月底。政策边际放宽，债券发行放缓，带动债市利率下行。春节后，央行对资金面持续呵护，第一季度共开展中期借贷便利 8000 亿元，市场对流动性收紧预期有所缓解，叠加债券发行量收缩，资产荒下债券价格震荡走高，债券利率大幅下行，5 月一度下行至 3.04%，创下年内新低。相比之下，海外债市利率一路走高，美、英、法等主要经

济体的国债利率同期上行了 50BP 以上。

第三阶段为 6 月中上旬。经济数据偏弱，资金面维持紧平衡，政府债发行放量，债市利率阶段回升。6 月中上旬，尽管公布的经济数据偏弱，出口、投资、消费同比回落，但资金面持紧仍是主导债市利率回升的主要因素。与此同时，政府债券发行放量，进一步推升利率。仅从 6 月 1 日至 17 日，10 年期国债利率快速上行 10BP 至 3.14%。

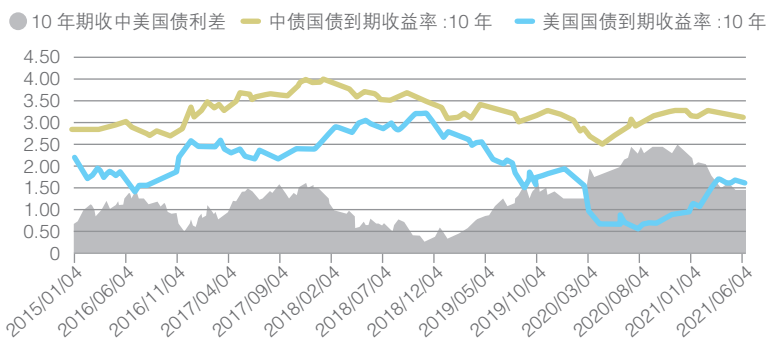
第四阶段为 6 月下旬至 7 月上旬。跨季末资金面平稳，流动性边际放宽，国常会引发降准预期，拉动债市利率下行至年内新低。6 月下旬，临近年中末，公开市场操作加量，以保持跨季末资金面平稳。7 月上旬，国常会召开，引发市场对降准和政策边际放宽的预期。10 年期国债利率一度跌破 3%，创一年新低。

影响因素同样集中在以下几个方面。

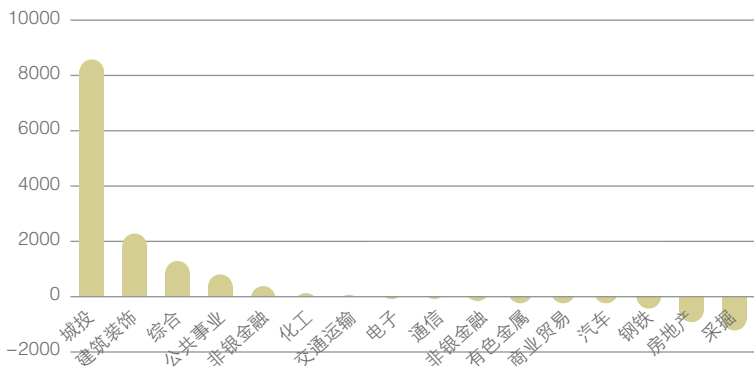
从基本面和物价走势来看，上半年经济持续稳定恢复，物价走势总体稳定。2021 年第一季度 GDP 同比增长 18.3%，较去年第四季度环比增长 0.6%。第一季度增速略低于市场预期，对债市形成了一定的支撑，主要是疫情反复和春节就地过节等对建筑业等行业造成一定程度的影响。从各项增长来看，居民收入和消费均未恢复至疫情前水平，需要持续推进“六稳”“六保”政策，助力经济恢复。上半年通胀指标有所分化，其中，CPI 受猪肉供给增加影响，保持低位运行；PPI 在低基数及大宗商品上涨影响下快速上升，5 月达到 9%，创下近 13 年内新高。

从货币政策来看，上半年，货币政策维持稳健中性，央行综合运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性精准调节，保持流动性合理充裕，维护市场预期稳定和货币市场利率平稳运行。7 月以来，债市紧张情绪对政策信号更为敏感，7 月上旬央行宣布为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中

## 2016 年至 2021 上半年中美国债到期收益率及利差态势



## 2021 年上半年各行业信用债净融资额 (亿元)



> 数据来源: Wind

有降，决定于 15 日降准，重燃债市信心。

从资金面来看，上半年资金面成为影响债券利率走势的主导因素。年初至 2 月中旬，随着疫苗推广，疫情得到控制，为防范资金过度宽松，央行市场投放资金不及预期，资金面吃紧是这一阶段债券利率上行的主要推动因素。2 月下旬至 5 月底，央行投放流动性，资金面边际宽松，稳定债市信心。6 月中上旬资金面维持紧平衡，再次推动债券利率走高。6 月下旬至 7 月上旬，央行投放资金平稳跨季流动性，带动债券利率下行。

从债券发行来看，上半年，随着各项防疫政策稳步实施，经济稳步复苏，稳增长压力有所缓解，地方债和信用债发行节奏后置。通常，债券价格与债券发行量呈现反向关系，债券发行量越多，供过于求，债券价格下降；债券发行量越少，供不应求，债券价格上涨。信用债受到期集中、春节等因素影响，发行明显缩量。上半年，信用债总发行规模达 6.1 万亿元，总偿还规模约 5.1 万亿元，净融资规模约 1 万亿元，较上年同期大幅收缩 67%。其中，受监管政策趋严的影响，城投债以及与钢铁、煤炭、房地产行业相关的债券、非标等发行量亦明显收缩。

## 下半年走势预判

预计 2021 年下半年经济增长和通胀低于上半年，全年经济增速前高后低，对债市形成利好，对债券利率下行或形成一定支撑。但考虑到外部美联储政策或回归常态化、低碳转型带来的结构性通胀压力、防风险下的政策宽松空间受限等因素，利空债市因素较多，债券利率回调压力依然较大，预计下半年债市总体呈现震荡走势，仍需要重点关注以下风险。

从美债来看，10 年期美债收益率于 7 月初

从债券供求来看，由于上半年利率债发行放缓，下半年发行节奏或有所加快。国债和地方债下半年供给压力或逐步释放。

下行至 1.3% 的低点，下半年美债回调风险仍需持续关注。虽然各种外部风险和不确定因素犹存，市场避险情绪仍然较高，对于美债市场形成一定利好，但下半年美联储政策或回归常态化，带动市场利率上升，或给美债利率上行带来一定压力，进而影响我国债券市场利率走势。

从基本面、通胀来看，我国经济持续稳步复苏，保持稳中向好态势，但从经济结构来看，消费等内需拉动力仍需加强，经济修复压力仍存。去年以来，全球主要发达经济体相继推出了一系列宽松货币政策，通胀压力不断升温，与此同时，在全球低碳转型时期，我国提出碳达峰、碳中和的目标。下半年，全球低碳转型在某种程度上带来部分工业品结构性需求上升，或成为助推全球通胀的关键因素，仍要予以高度关注。

从财政政策来看，自去年疫情暴发以来，我国加大了宏观政策调节力度，陆续出台积极的财政政策，包括财政赤字率调到 3.6%，并发行针对疫情的特别国债。今年上半年，实施结构性减税，对经济薄弱环节进行重点支持，并更关注中长期的风险。展望下半年，在经济稳步回升的态势下，预计财政将总体回归正常化。

从货币政策和资金面来看，下半年，在稳增长和防风险并重的同时，货币政策进一步宽松的空间受限，在年中平稳跨季流动性后，央行大概率回归常态化操作。中期借贷便利等操作到期较为集中，下半年央行续作压力较大。综合来看，资金面或边际趋紧，叠加银行理财整改进入收尾期，还存在一定的不确定性。

从债券供求来看，由于上半年利率债发行放缓，下半年发行节奏或有所加快。国债和地方债下半年供给压力或逐步释放。供给增加或对利率上行形成一定压力。□

（作者系中国农业银行总行高级政策研究员、国家金融与发展实验室特聘研究员）