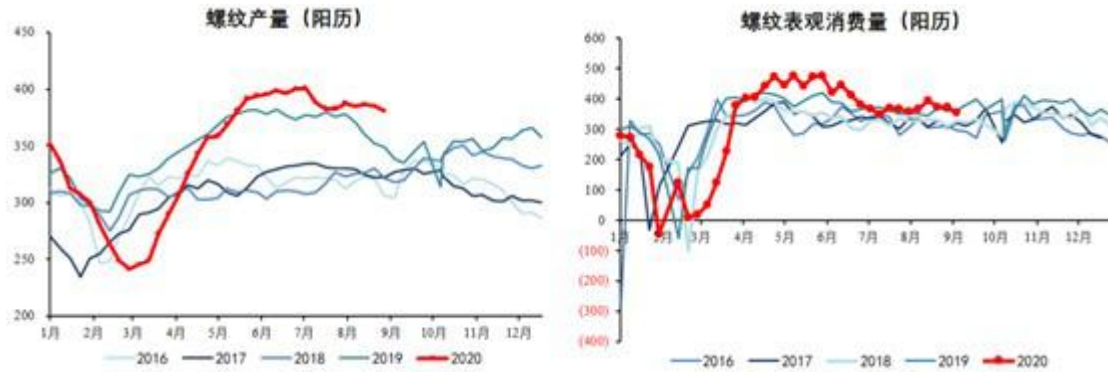


# 【利率市场策略】预计偏强震荡将是主旋律

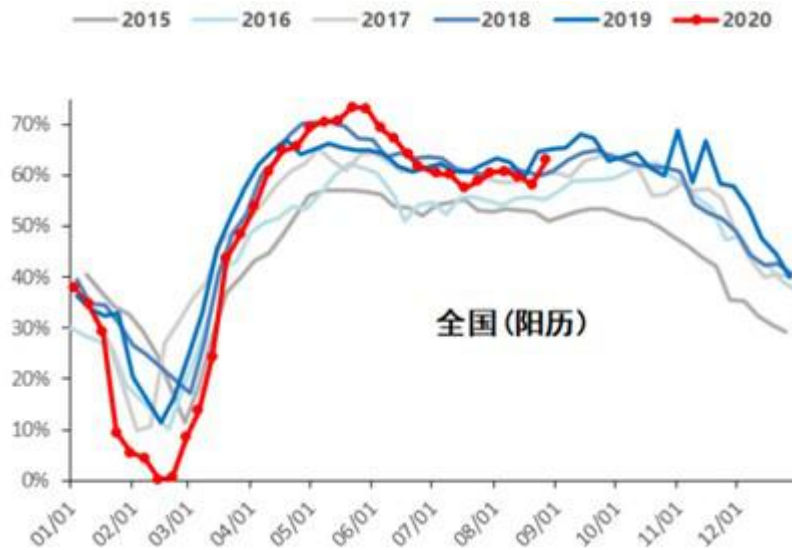
2020年9月

## 投资维持高位

螺纹产销依然处于高位



水泥磨机开工状况也处于较好状态



## 地产销售热度持续提升

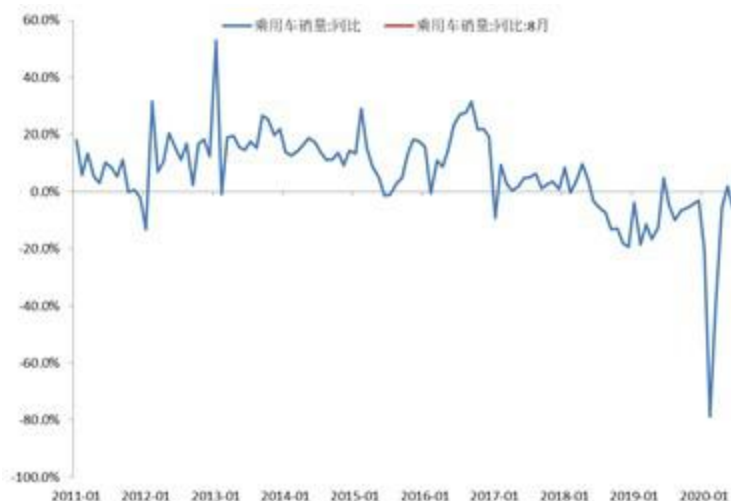
30大中城市地产销售增速继续上行，分类别看，一线城市非常火热，同比增速超过40%，三线城市接近30%，仅二线城市偏冷；预计全国销售数据增速大概率继续上行。



## 汽车销售维持高位

按乘联会预测数据，8月汽车销量 169 万辆，同比增长约 8%，增速与 7 月基本持平。也处于 17 年以来的较高水平。





## 消费预计依然回升乏力

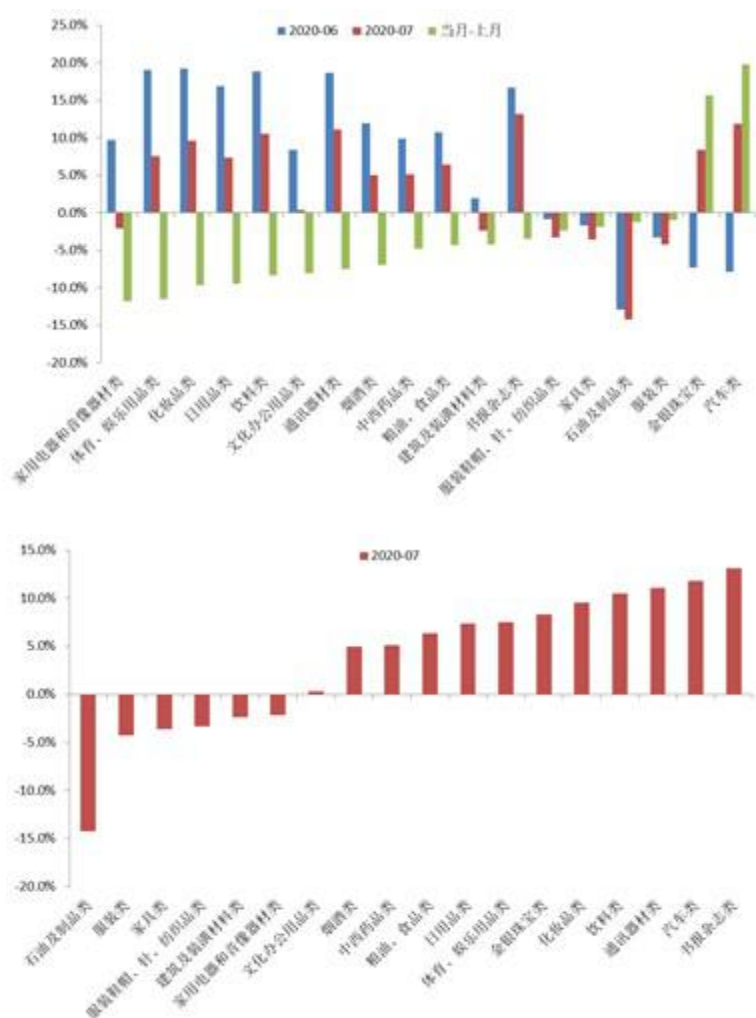
限额以上消费品零售受汽车的拉动，7月已回升至近两年平均水平附近，但限额以下消费回升明显乏力，7月增速跌幅扩大。总体看，消费依然回升乏力。



分行业看，7月各主要消费类别，在持续回升到较高水平后，集体出现回落，但从增速绝对值看，除服装和地产后周期外，增速绝对水平并不低（石油主要受价格影响）。

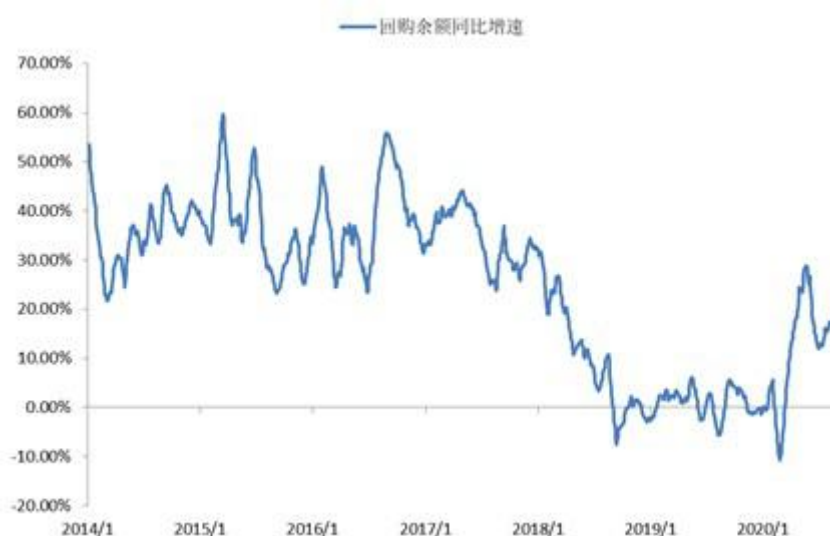
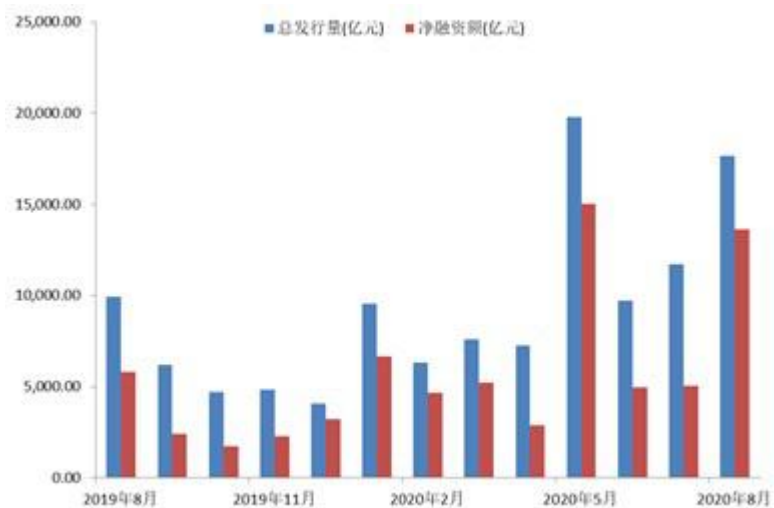
限额以上消费未来的回升空间主要来自服装和地产后周期，而非全面上行，回升的动力略显不足，而限额以下消费无可用的高频数据，但6月增速回升放缓，7

月降幅扩大，说明回升动力也明显不足，所以，虽然随着经济回升，就业好转，居民收入好转，消费回升的方向依然比较确定，但回升幅度预计将偏慢。

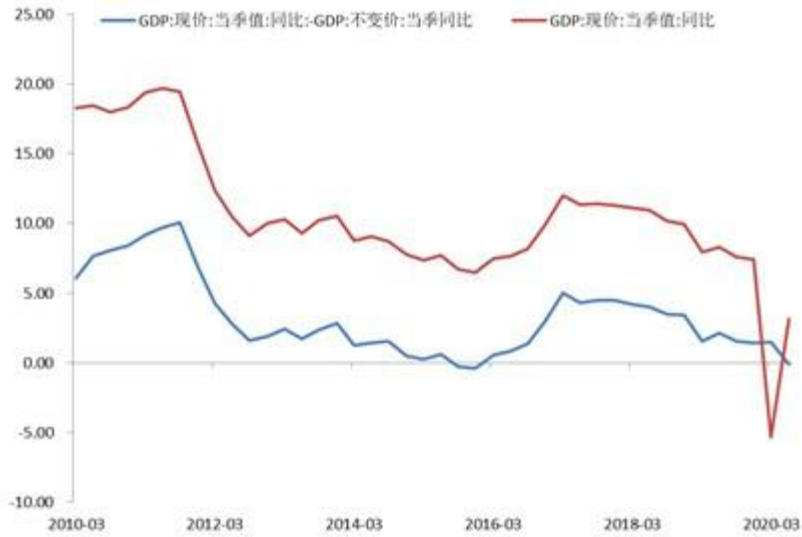


### 货币政策预计总体平稳

7月货币市场略偏紧，一方面政府债券发行对资金占用较多；另一方面，回购余额增速上行，加杠杆行为再起，也是央行不希望看到的，增加14天逆回购操作，也有控制杠杆的意图。



但当前经济环境与 16 年差异极大，16 年 3 季度经济已明显企稳回升，作为经济先行指标的融资增速也持续处于高位，而当前经济依然偏弱，融资增速也已转平，且绝对值并不算高；此外货币市场的杠杆增速也低于 16 年的情况。



且央行在 DR007 达到 2.2% 以上的情况下，在持续进行投放，虽然有缩短放长，但货币市场利率中枢的抬升并不明显，DR007,8 月均值较 7 月抬升约 10BP，且 25 号加大投放后，隔夜利率有明显回落。总体看，央行并不希望货币市场利率大幅上行，预计总体上货币政策仍将保持平稳。



### 利差保障较为丰厚

从利差水平看，不论是按照 DR007 还是质押式回购加权平均利率来看，利差都处于一个比较高的水平，即便考虑市场情绪偏向悲观，当前的利差水平也较为丰厚，如若央行货币政策维持在 DR007 在 2.2% 左右的水平附近，则至少不比过于悲观，尤其是 3、5 年期国债品种。

DR007: 2.2	1年国债	3年国债	5年国债	10年国债
收益率	2.5563	2.9641	3.0526	3.1027
利差BP	35.63	76.41	85.26	90.27
2016年起利差分位数	76%	94%	92%	81%
DR007: 2.2	1年国开	3年国开	5年国开	10年国开
收益率	2.8324	3.3073	3.5245	3.6706
利差BP	63.24	110.75	132.45	147.06
2016年起利差分位数	63%	67%	70%	73%
质押式回购加权利率: 2.1	1年国债	3年国债	5年国债	10年国债
收益率	2.5563	2.9641	3.0526	3.1027
利差BP	45.63	86.41	95.26	100.27
2016年起利差分位数	81%	94%	90%	75%
质押式回购加权利率: 2.1	1年国开	3年国开	5年国开	10年国开
收益率	2.8324	3.3073	3.5245	3.6706
利差BP	73.24	120.75	142.45	157.06
2016年起利差分位数	66%	71%	74%	75%

### 9 月预计债市偏强震荡

目前看，收益率下行的空间打开需要投资明显回落，或者海外出现重大不利，暂时看，还没有出现明显迹象，收益率有向下的可能，但空间不大，较难突破 2.85%。而收益率上行空间的打开，则需要投资大幅上行或投资维持高位，消费恢复速度

明显加快，而从中央的政策态度，以及融资放缓的情况看，投资大幅上行的概率不大，维持当前水平的概率更大，而消费回升缺乏动力，所以收益率长期突破3.1%的可能性也不高。在货币政策平稳，利差较丰厚的情况下，我们认为9月大概率收益率震荡小幅下行，持续关注经济数据及货币市场杠杆变化会否导致货币政策微调。