

## FICC专题报告

---

# 宏观经济、货币政策与利率展望

中信证券研究部 首席FICC分析师  
明明

2021年5月10日

# CONTENTS

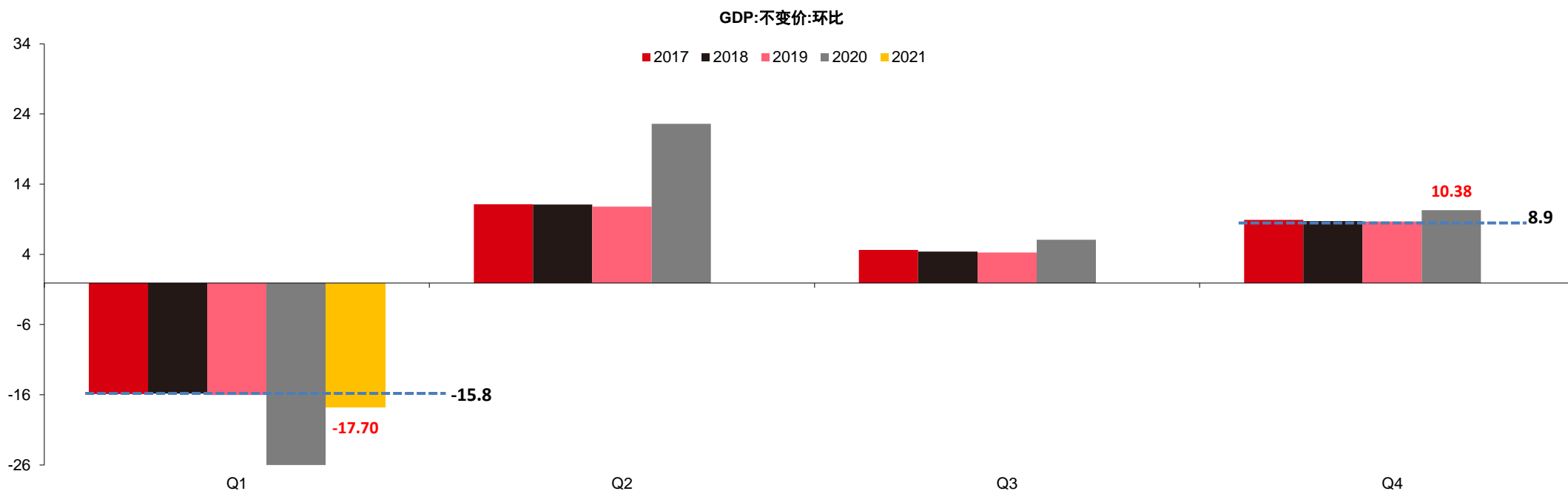
## 目录

---

1. 国内宏观：基本面顶部拐点可能延后
2. 货币政策：现代货币政策框架与思路
3. 美国经济：复苏仍延续，就业显疲弱
4. 债市策略：关注通胀压力，债牛仍需等待

- 一季度GDP同比增速虽然高达18.3%，但环比动能下降
  - 往年一季度GDP环比多在-15.8%附近，今年降至-17.7%。
  - 一季度环比动能下降，与①四季度的高基数②就地过年对服务业的拖累等因素相关。
  - 一季度GDP两年平均增速仅为5%，较去年四季度6.5%的水平明显下降。

实际GDP环比低于季节性（%）



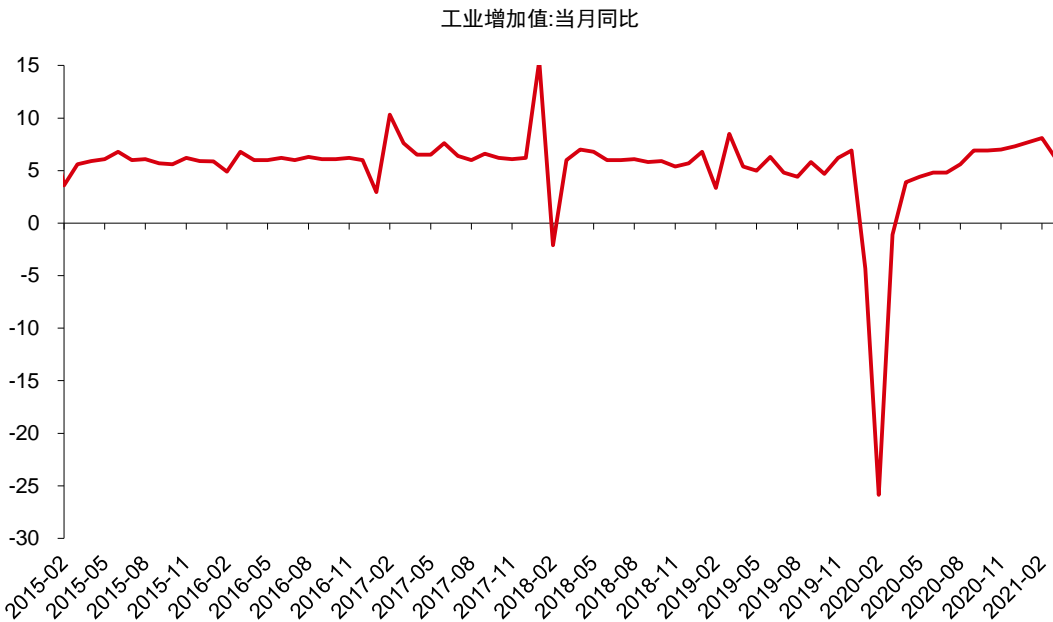
- 一季度GDP环比增速动能下降原因在于1-2月“就地过年”的拖累，3月经济数据已有显著反弹
  - 第二产业GDP两年平均同比增长6%，第三产业GDP两年平均同比增速4.7%，服务业增速的回落略超预期。
  - 随着经济的边际改善和就地过年影响的消除，3月消费和基建投资均大幅反弹。
  - 往后看，预计经济结构将趋于均衡，工业生产保持强势，服务业的进一步复苏将为二季度GDP提供较强的环比动能。

近两年来GDP季度同比表现（%）									
	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
GDP	5.00	6.50	4.90	3.20	-6.80	5.80	5.90	6.00	6.30
第一产业	2.46	4.20	4.00	3.40	-2.80	3.50	2.90	3.40	2.90
第二产业	6.69	6.90	5.60	4.10	-8.50	5.00	4.20	4.70	5.20
第三产业	0.65	6.60	8.10	7.80	-17.50	4.90	5.80	4.70	5.80
批发零售	2.01	6.30	3.10	1.20	-17.80	5.30	5.50	5.90	5.70
交运仓储	6.59	7.60	3.90	1.70	-14.00	5.70	6.90	6.60	6.80
住宿餐饮	-3.58	2.70	-5.10	-18.00	-35.30	5.30	5.90	5.60	5.20
金融	5.70	7.00	7.90	7.20	6.00	6.50	6.50	7.10	6.50
房地产	6.77	6.70	6.30	4.10	-6.10	2.10	3.90	2.10	2.20
信息技术	17.13	19.70	18.80	15.70	13.20	18.60	21.00	23.20	24.30
租赁商服	-1.13	2.20	-6.90	-8.00	-9.40	10.00	8.70	7.50	8.50
其他	3.36	4.50	2.30	-0.90	-1.80	7.10	7.40	6.60	6.50

月度指标已有显著边际改善（%）						
宏观经济指标	2021年3月	2021年1-2月	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
工业增加值	6.2	8.1	7.1	5.8	4.4	-8.6
制造业投资	-0.3	-3.4	8.7	1.6	-4.9	-25.2
地产投资	7.7	7.6	11.0	11.8	8.0	-7.7
基建投资	5.8	-1.6	5.8	6.4	8.1	-16.4
社零	6.3	2.7	3.2	-0.4	-3.8	-19.6
出口	10.3	15.2	16.7	8.4	-0.2	-13.6
进口	16.7	8.2	4.9	3.1	-9.7	-3.2
社融	12.3	13.3	13.3	13.5	12.7	11.5

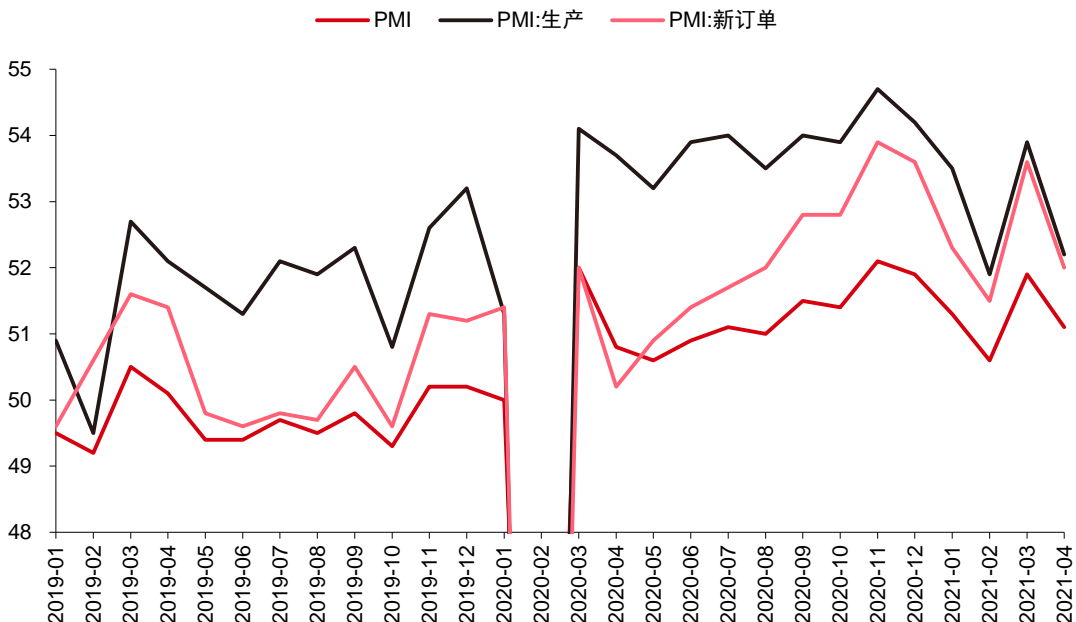
- 3月工业增加值同比增长14.1%，两年的年化同比增速6.2%，仍然相对较强
- 4月官方制造业PMI为51.1%，比上月回落0.8pcts
  - 由于PMI是环比指标，3月高基数是4月PMI回落的主要原因，不代表工业生产走弱。
  - 受到部分行业环保政策的影响，供需矛盾已经开始慢慢显现，PMI生产-新订单缩窄至历史低位。

同比视角看3月工业生产增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

PMI生产和新订单回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 主动补库周期

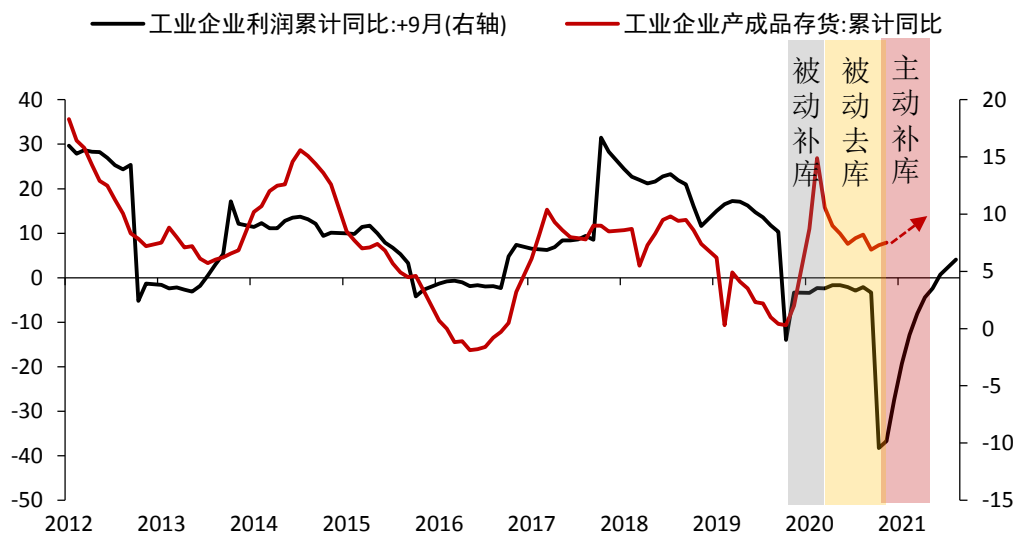
➢ 全球经济共振复苏预期强烈，2020年制造业经历了被动补库-被动去库之后，今年迎来主动补库周期。

## ■ 高库存+低周转的风险

➢ 产成品周转天数较高，周转率较低时，企业会减缓生产，降低库存增长，产成品周转天数和库存增速呈反向关系。

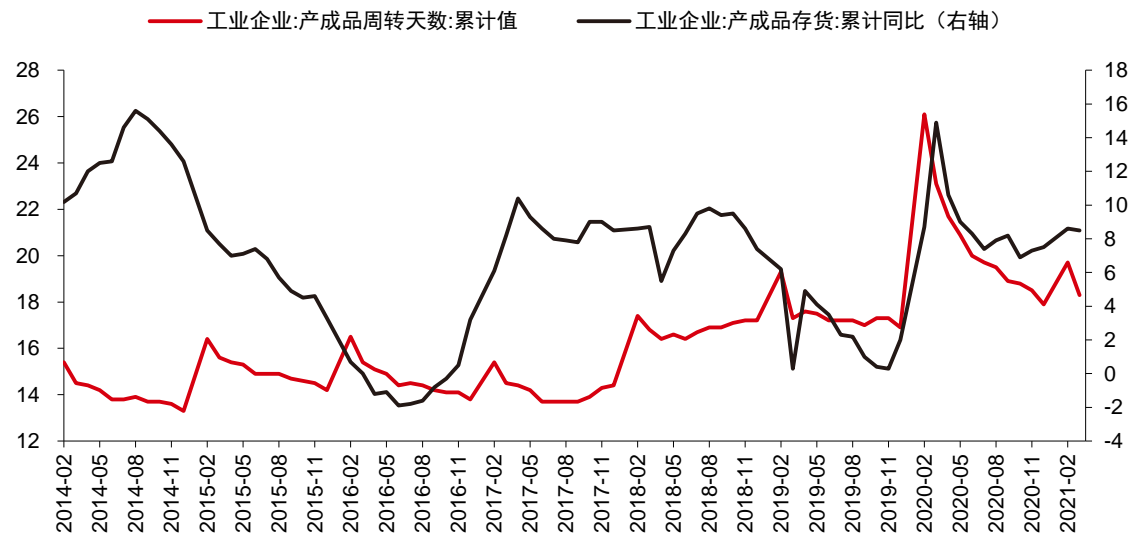
➢ 当前高库存和低周转的现象并存，但3月的周转有所加快，说明短期内工业需求仍较为旺盛。

利润回暖，制造业进入补库周期（%， %）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

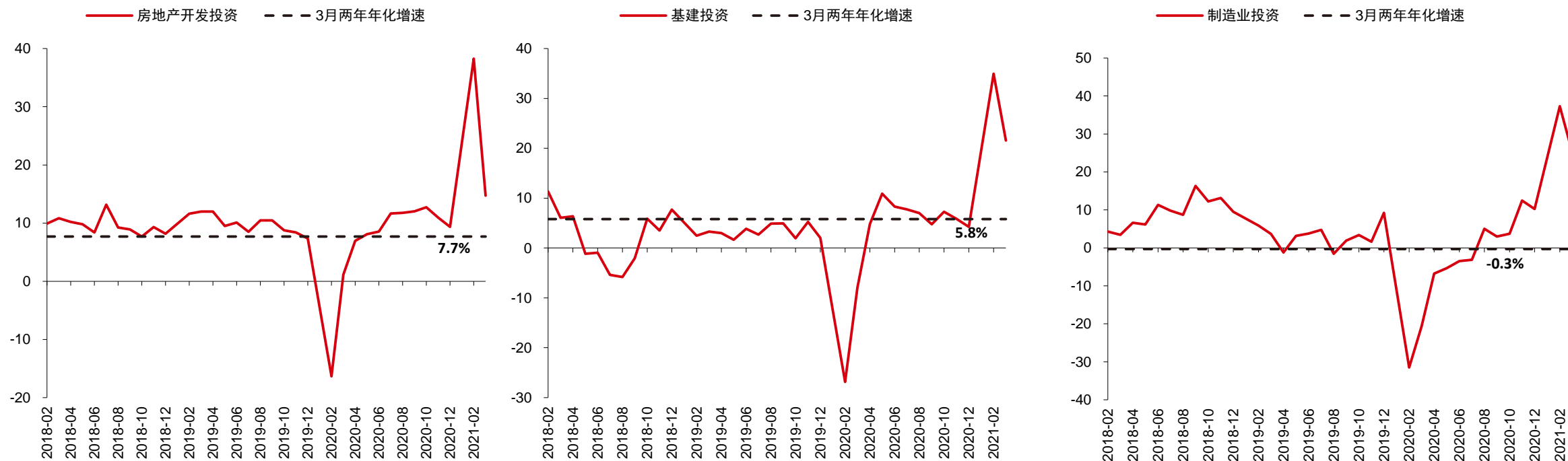
高库存和低周转并存（%， %）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

- 剔除基数效应后，3月基建投资如期反弹，制造业边际改善
  - 3月基建投资两年几何平均增速升至5.8%，较1-2月大幅反弹。
  - 房地产投资3月的两年几何平均增速为7.7%，与1-2月几乎持平，仍处景气区间。
  - 制造业投资边际回暖，两年几何平均增速由1-2月的-3.4%回升至-0.3%。

基建如期反弹，地产保持稳健，制造业边际回暖（%）



## ■ 工业生产与制造业投资相关性较高

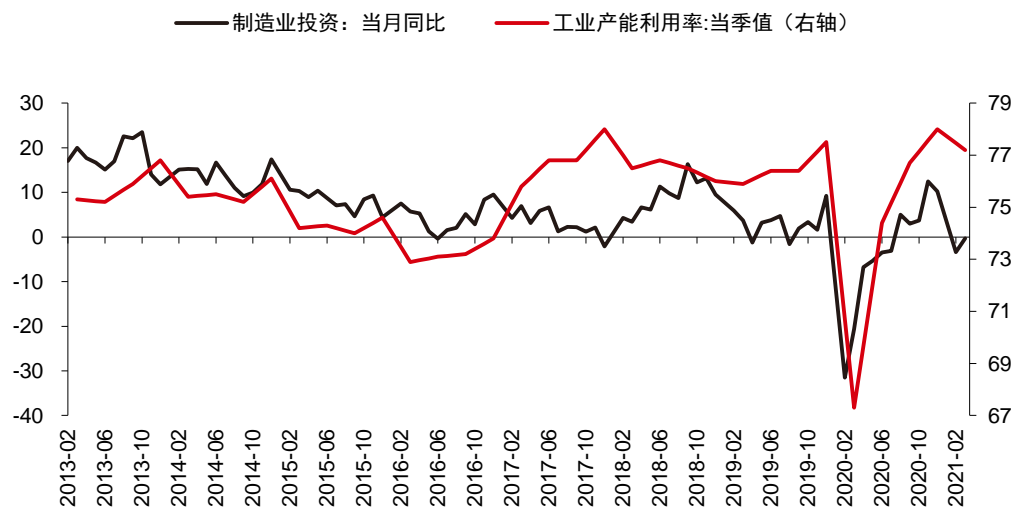
➢ 投资与生产密切相关，生产向好的情况下投资往往滞后反应。

## ■ 产能利用率提升刺激企业资本开支

➢ 若不考虑去产能时期，制造业投资与产能利用率趋势大致匹配。

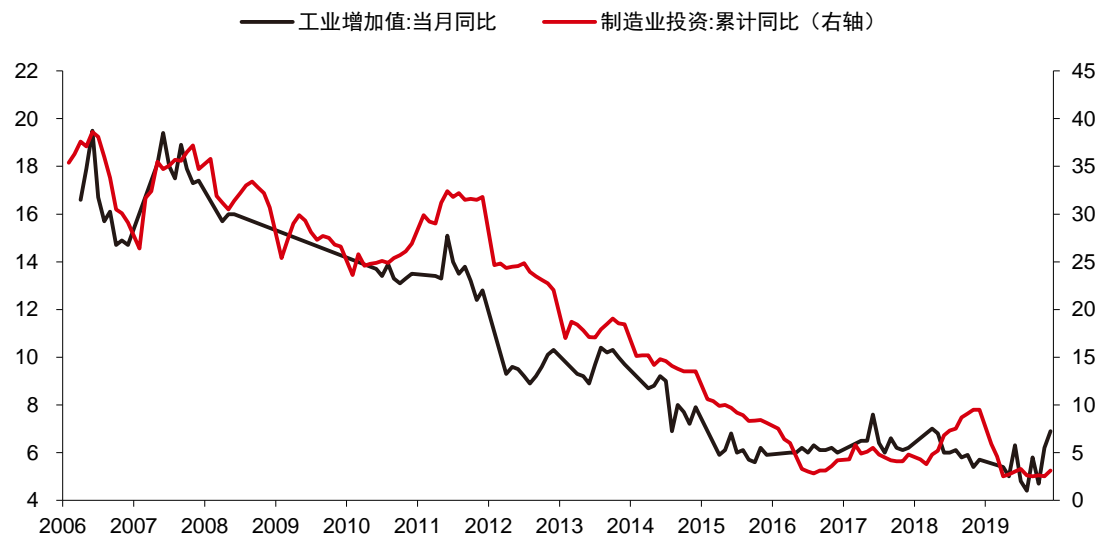
➢ 一季度工业生产的热度不低于去年四季度，但由于“碳中和”政策的影响，部分行业投资扩张受到一定程度的抑制。

工业产能利用率高位运行（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年制造业投资增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

工业生产和投资往往一脉相承（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：工业增加值同比数据剔除了每年1季度以及08年金融危机爆发后2年内的数字，以排除基数效应导致的较大扰动。



## ■ 地产销售拐点隐现

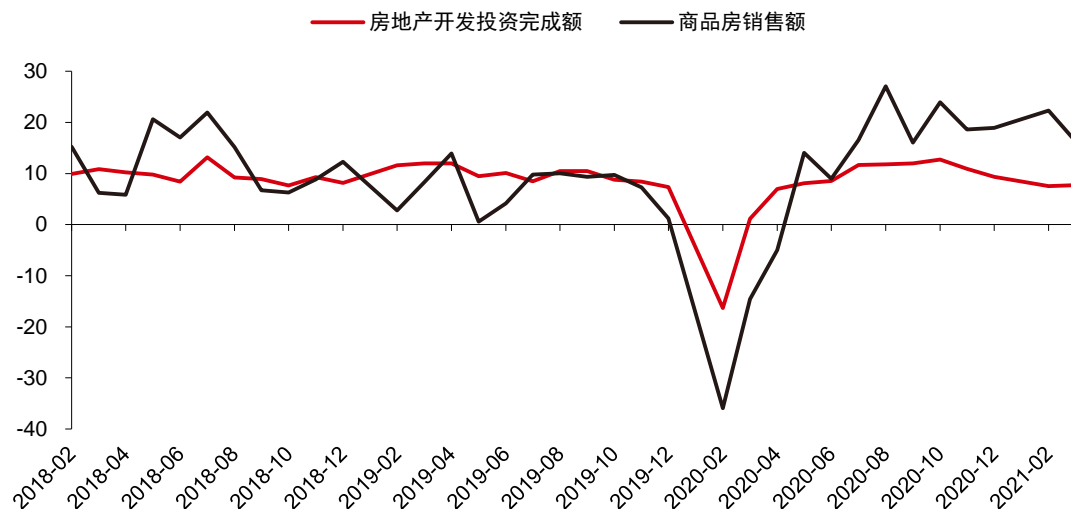
➢ 3月销售额两年几何平均边际回落至16%，尽管仍处较高景气区间，但拐点隐现。

## ■ 开工趋弱，对于投资的传导将滞后体现

➢ 3月新开工面积两年几何平均增速为-2%，竣工面积回落至-3.2%。

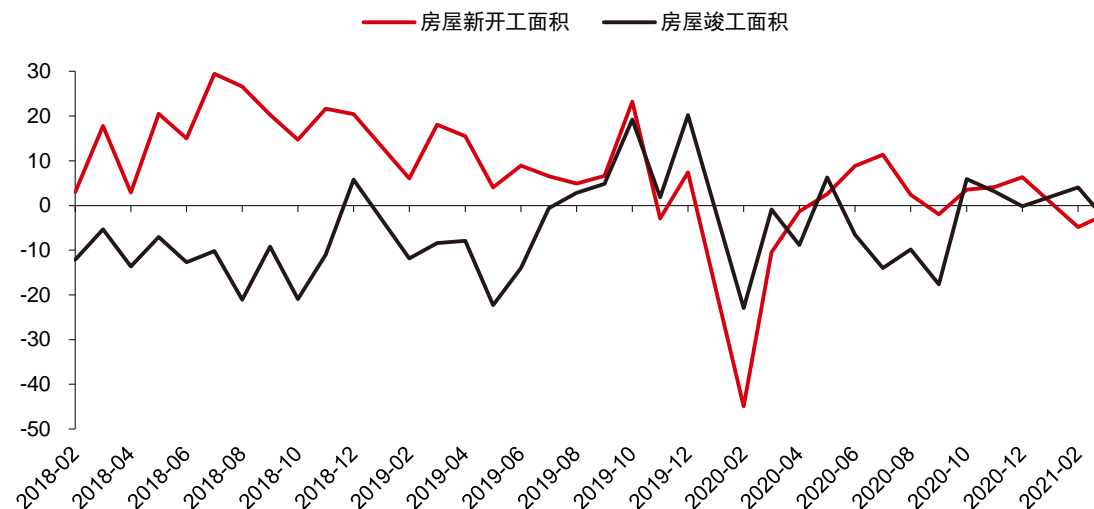
➢ 开工偏弱，但预计短期内较强的施工仍能使地产投资保持在相对较高的水平，开工下滑对地产投资的影响将在年内滞后体现。

地产销售增速边际回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

开工有所趋弱(%)

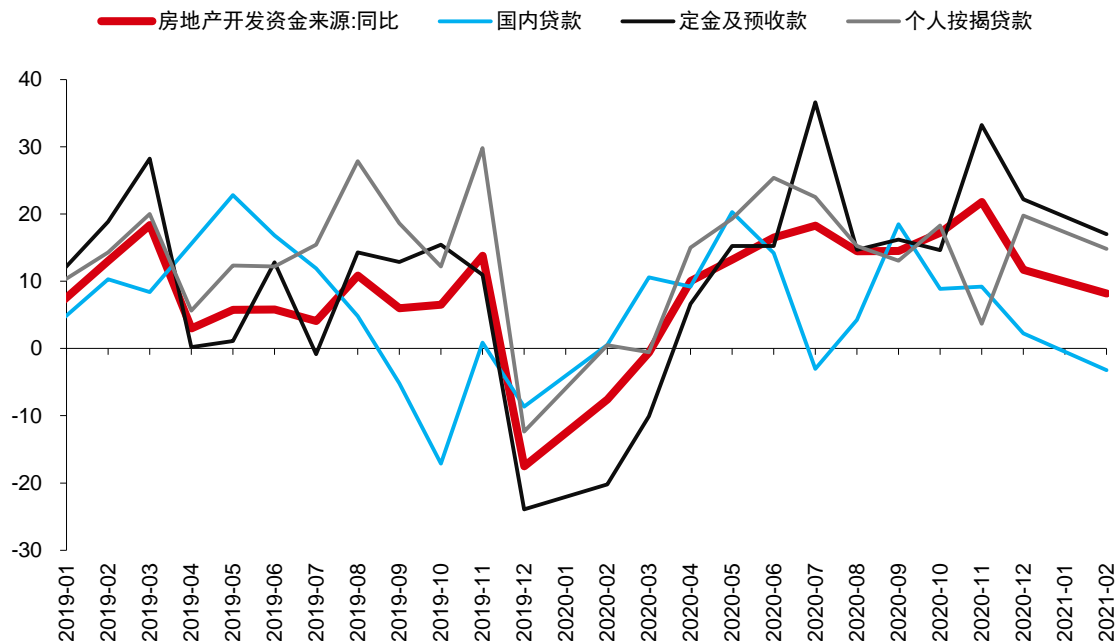


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

## ■ 地产信贷收紧的效果显现

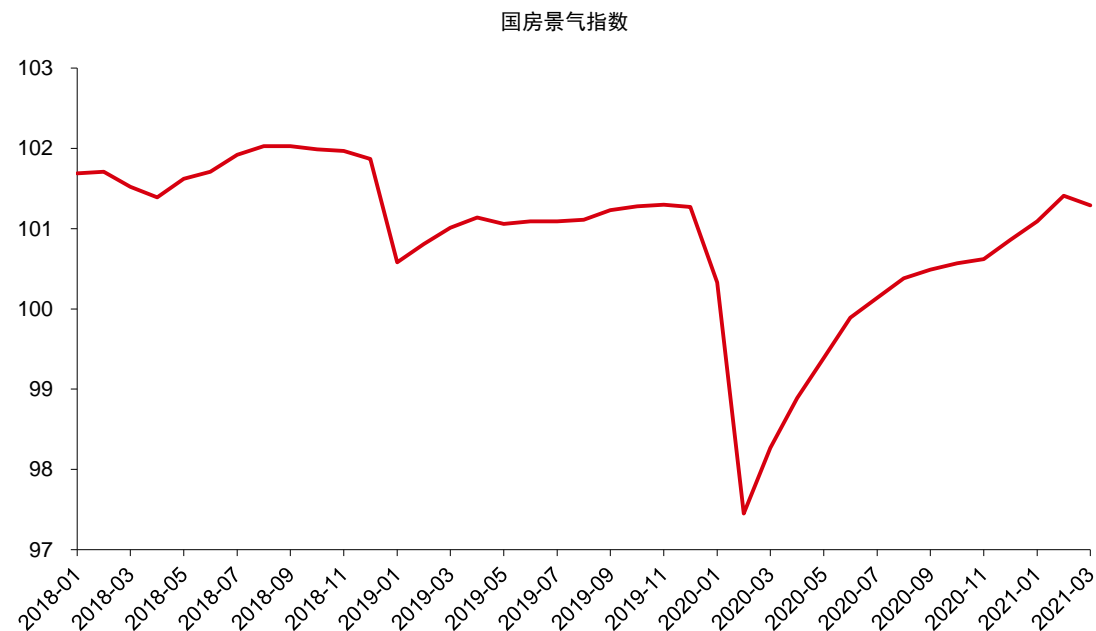
- 房地产资金来源总体下行，以2019年为基数经过几何平均处理后，增速回落至8.2%。
- 在央行的信贷指导下，房企在银行端的融资能力大幅下滑，3月融资低于2019年同期。
- 销售回款的增速较去年四季度明显下滑，不过目前还处于相对较高的水平。

房地产企业融资增速下滑（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

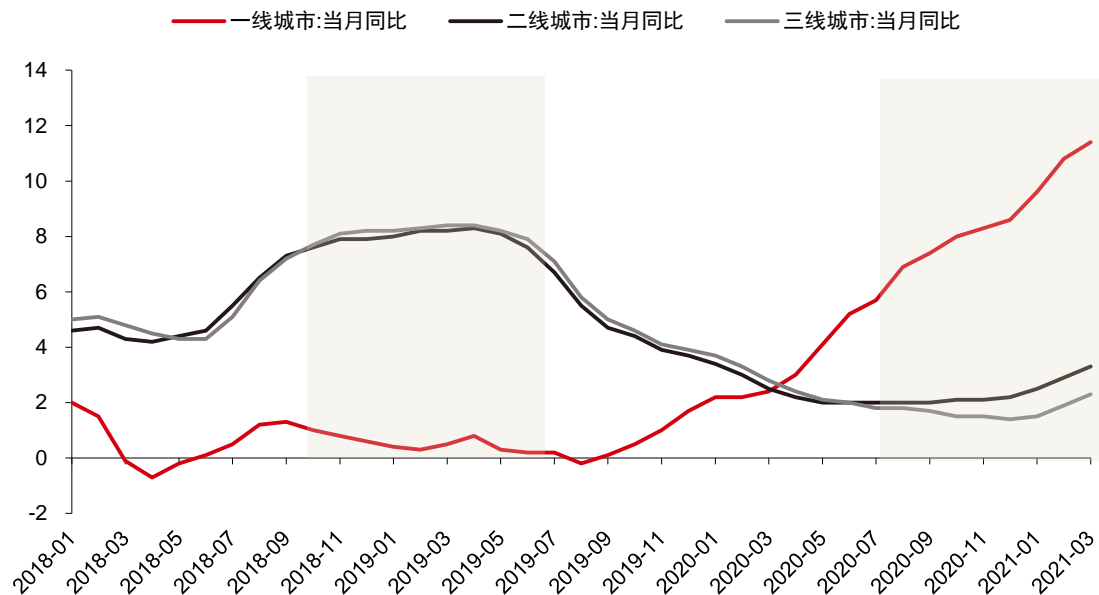
国房景气指数出现拐点



资料来源：Wind，中信证券研究部

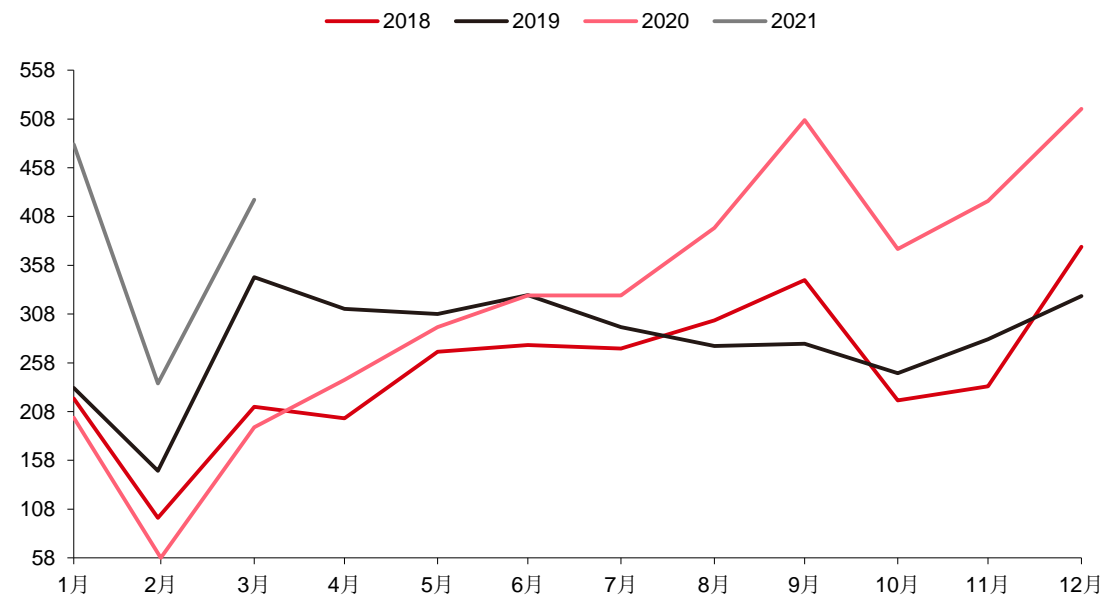
- 参考近年经验，地产调控短期内易紧难松
  - 根据历史经验，国家统计局房价增速上升至8%左右，触发政策调控；房价增速明显放缓后，调控政策才有所见顶。
- 调控政策的作用下，地产销售增速可能前高后低，增速拐点可能出现在二季度
- 今年地产投资会呈现两个特点：土地购置放缓、建安投资稳定，预计全年增速6%，仍处于相对较高的增速水平。

## 各线城市二手房价同比增速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 一线城市地产销售景气延续（万平方米）



资料来源：Wind，中信证券研究部

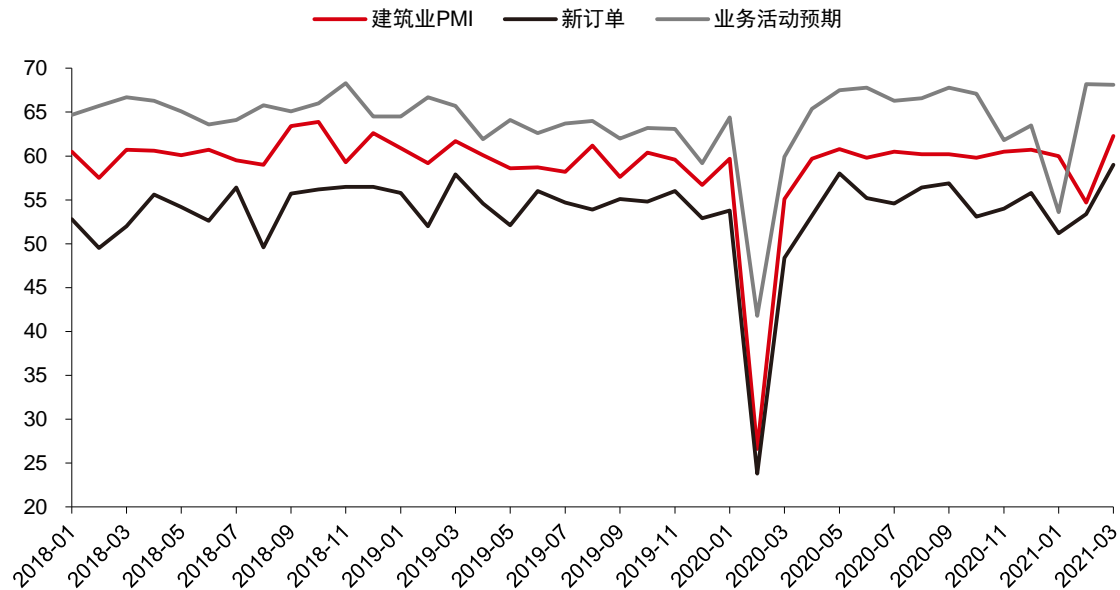
# 基建投资的反弹或将短期延续

## ■ 二季度基建投资力度将有所反弹

- 去年专项债盈余可能利好上半年基建投资，1-2月的低投资可能在后续月份回补。
- PMI显示建筑业景气度明显提高，3月建筑业商务活动指数大幅上升7.6pcts，3月基建投资如期反弹。

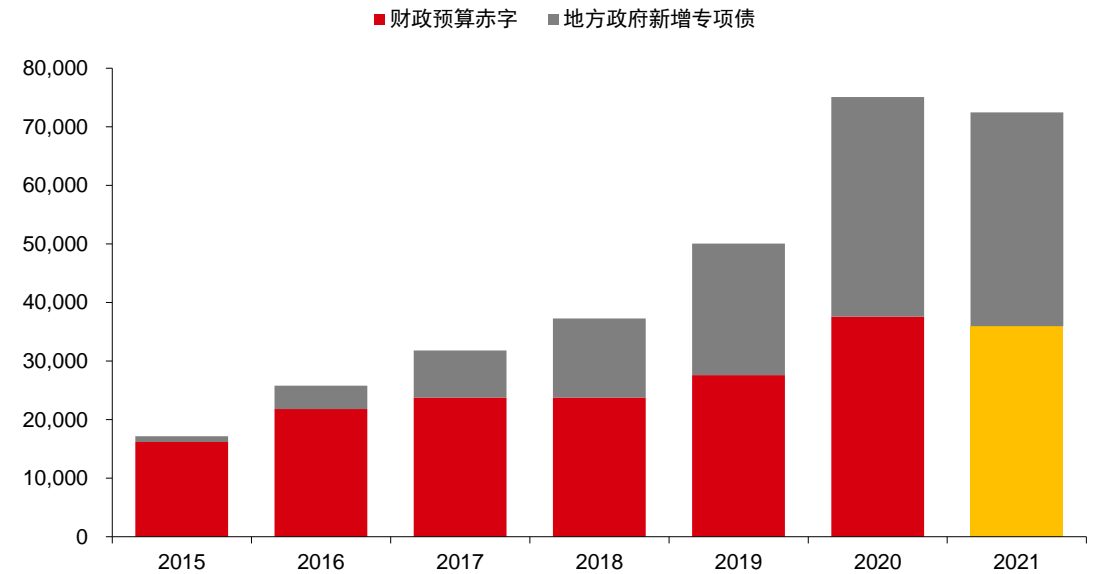
## ■ 当然，在今年财政边际收缩的情况下，基建投资上行有顶

建筑业景气向上 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

地方政府专项债逐年放量 (亿元)

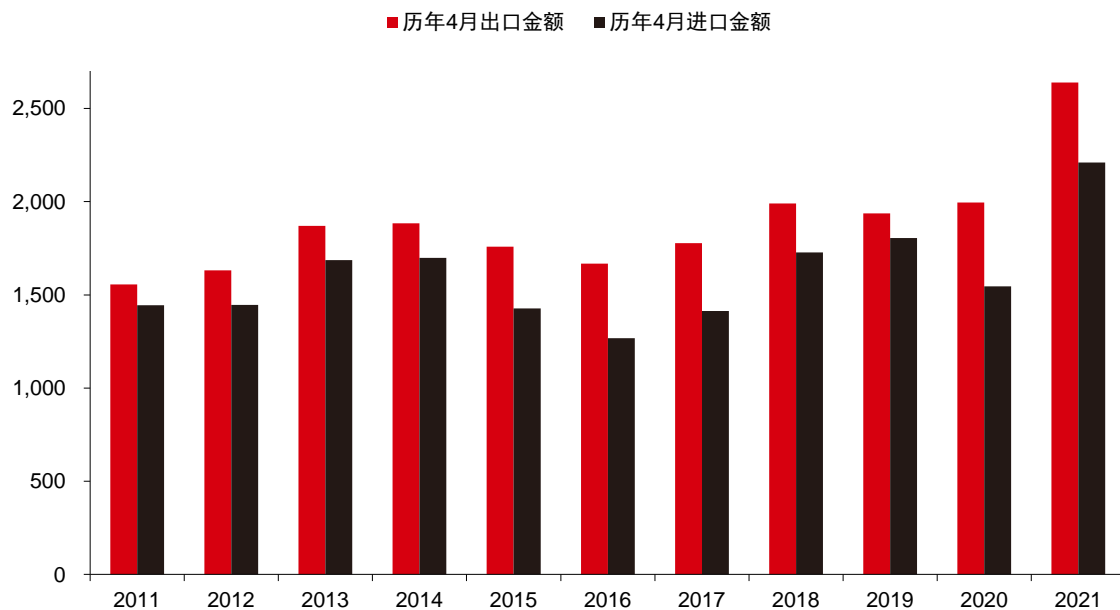


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 上半年进出口预计仍将维持强势

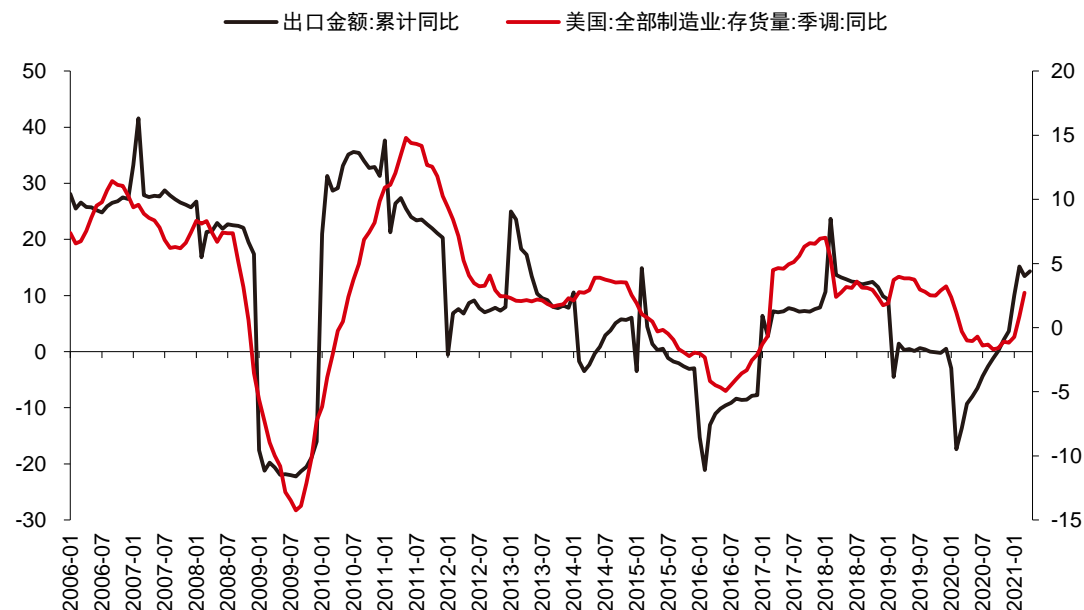
- 今年4月我国出口金额为2639.2亿美元，同比增32.3%，出口金额较2019年同期增长约36.3%。二季度美国经济加速复苏和补库周期仍会提振国内出口。
- 进口增速加快与国内基本面和全球及国内大宗商品涨价均有关联，上半年有望继续维持。

进出口均保持强势（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

短期美国补库存还将拉动出口（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部估算 注：2021年前4个月的数据经过以2019年为基数的几何平均处理

# 原材料价格支撑进口金额

## ■ 出口方面，机电产品出口仍然强势

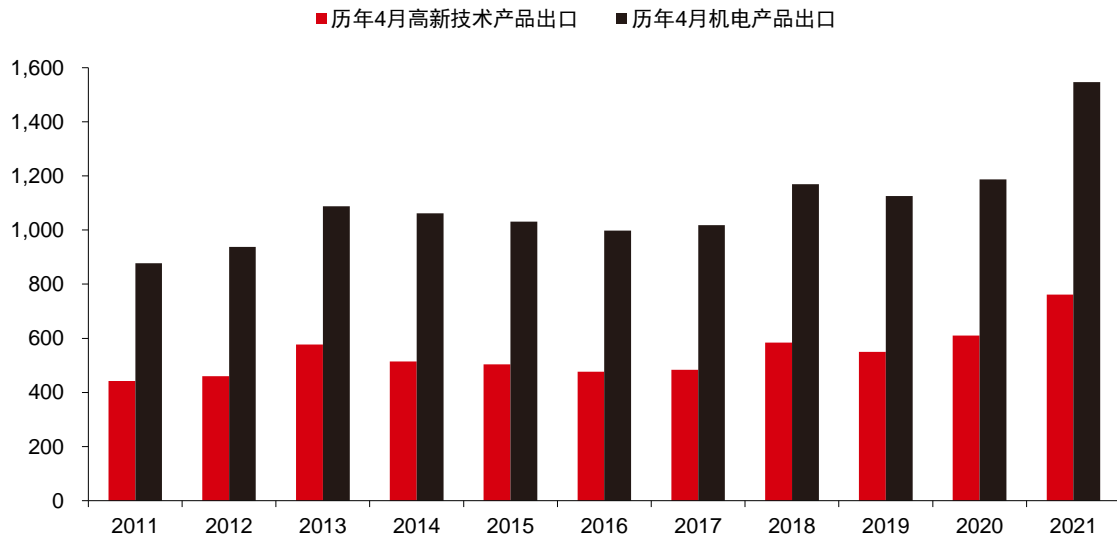
➢ 对比2019年3月，今年中国机电产品出口1547亿美元，增长37.4%；高新技术产品出口约761亿美元，增长38.5%。

## ■ 黑色系原材料进口金额受涨价因素影响较大

➢ 4月原油进口边际放缓，进口数量及金额均不及2019年同期。

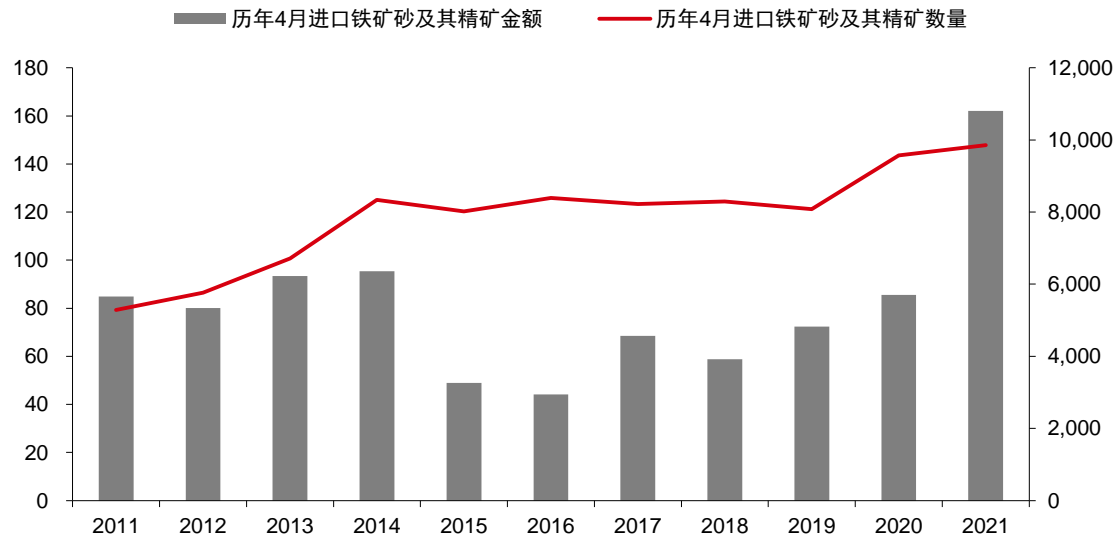
➢ 4月铁矿砂进口近1亿吨，增长约22%，但由于铁矿石价格大涨，进口金额增长124%。

机电和高技术产品出口保持强势（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

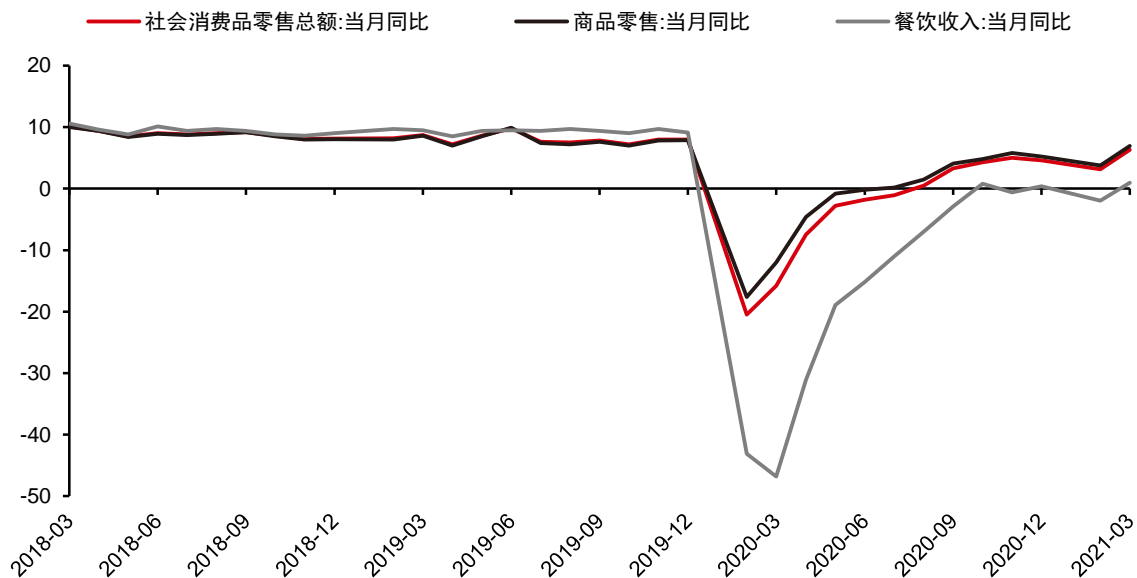
原油进口量和金额同步提升（亿美元，万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

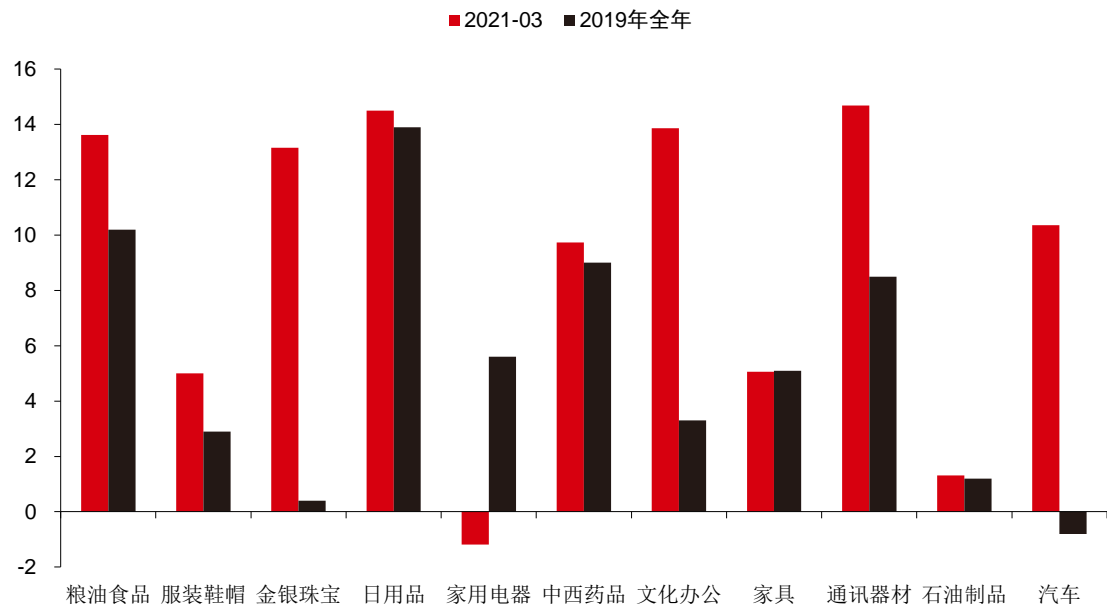
- 3月社会消费品零售额复合增速6.3%，较2月明显提升
  - 社零消费虽未回到疫情前8%左右的水平，但消费修复速度有所加快
  - 商品零售大致回到疫情前水平，餐饮收入虽然明显回升、增速转正，但较疫情前仍有明显差距。
- 分商品来看，奢侈品、高端耐用品表现较为突出

社零消费同比增速走势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

限额以上企业商品零售同比增速（%）

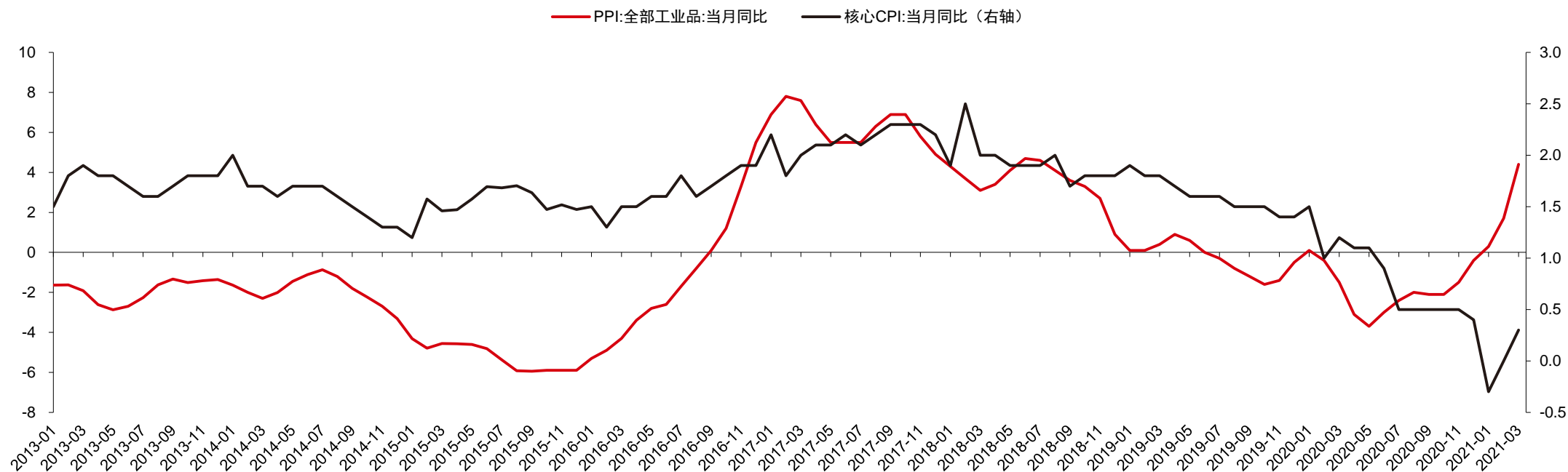


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2021年增速经过以2019年同期为基数的几何平均处理

# 国内通胀的分化仍然比较严重

- 通胀结构持续分化，体现在两个方面：（1）CPI和PPI的分化（2）PPI和核心CPI的分化
- 通胀担忧集中于PPI
  - 全球复苏叠加国内“碳中和”政策，国际、国内大宗商品大幅上涨，通胀预期自我强化，引发担忧。
  - 4月核心CPI同比虽然回到0.3%，但环比持平，短期未见趋势改善的迹象。

国内通胀持续分化（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

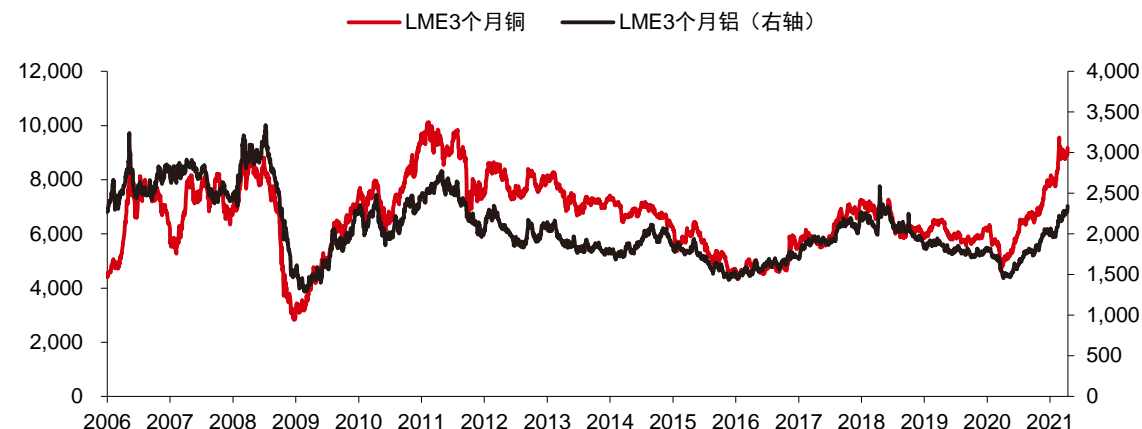


# 主要工业品价格历史对比

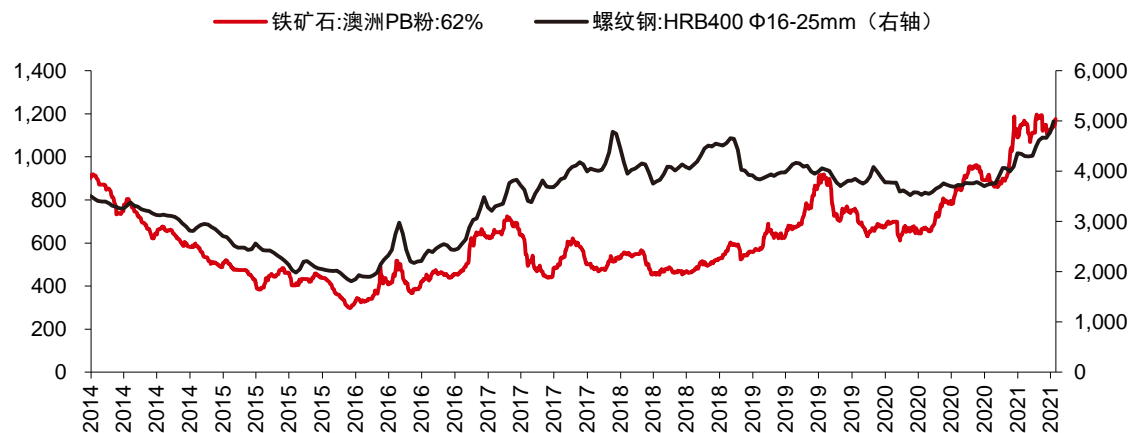
## 石油化工品恢复到疫情前（美元/桶，元/吨）



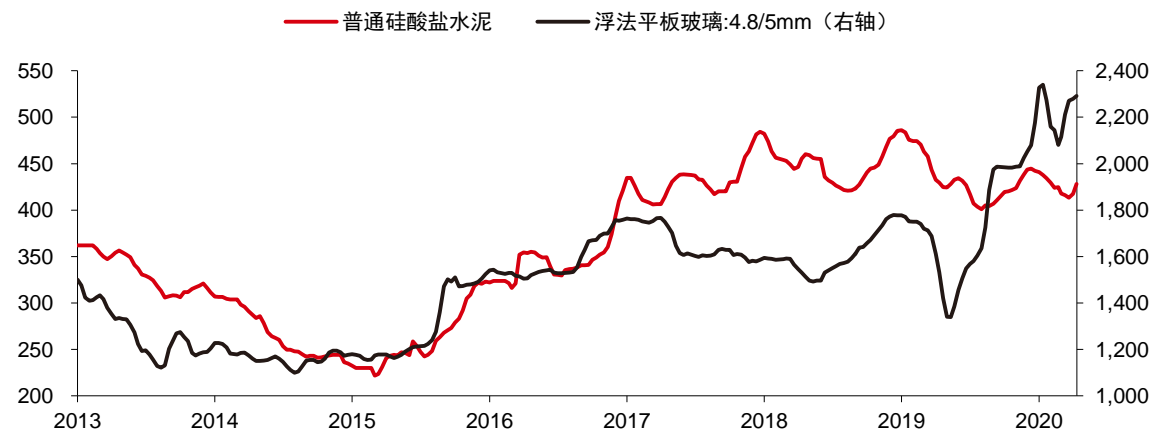
## 基本有色金属大涨（美元/吨，美元/吨）



## 黑色系突破历史高点（元/吨，元/吨）



## 非金属工业品分化（元/吨，元/吨）



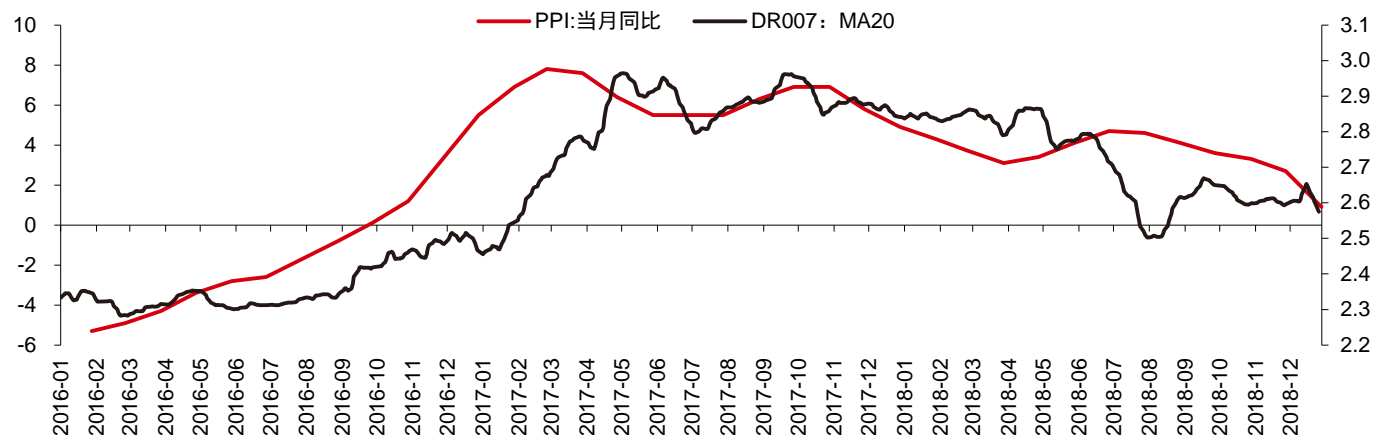
## ■ 2016-2018年：

- 货币政策大幅收紧是各种利空叠加的结果。
- 供给侧改革和国际大宗商品价格共振抬高PPI，是货币政策收紧的重要原因之一。

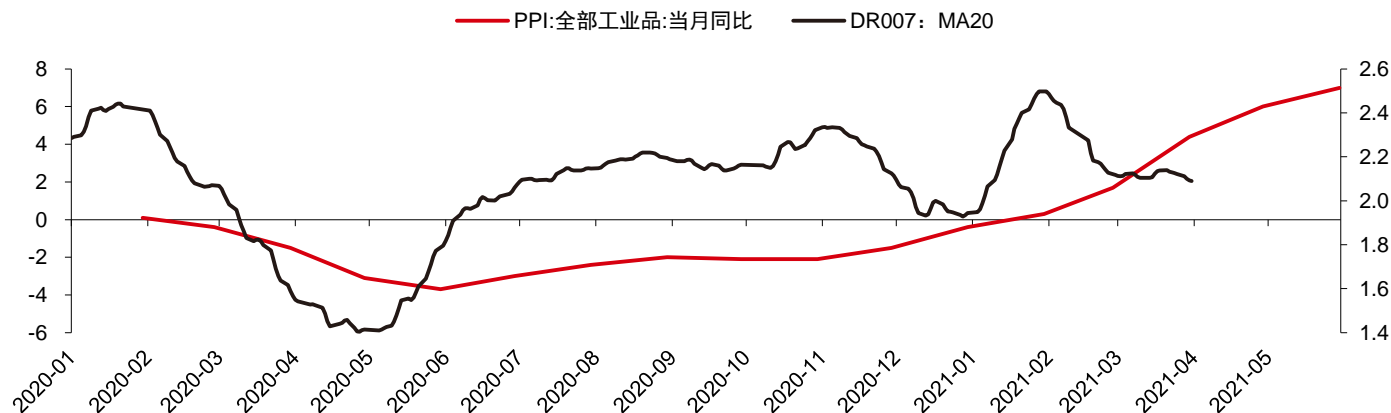
## ■ 2020年以来：

- 随着疫苗接种以及预期向好，去年年底以来国际大宗商品价格加速上涨。
- 国内环保政策对国内大宗商品的影响还在发酵，类似于上一轮供给侧改革。
- 若工业品价格在较高水位上继续上行，央行大概率边际收紧货币。

PPI与DR007：2016-2018年（%，%）



PPI与DR007：2020年以来（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：4-5月PPI增速为预测值

# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内宏观：基本面顶部拐点可能延后
2. 货币政策：现代货币政策框架与思路
3. 美国经济：复苏仍延续，就业显疲弱
4. 债市策略：关注通胀压力，债牛仍需等待

## ■ 目标层面，现代货币政策的主旋律是更加注重实体经济：

- 最终目标以币值稳定为首，更加重视就业；
- 中介目标以数量型目标为主，兼顾“降成本”价格型目标；
- 操作目标的关键在于操作目标、政策利率和货币政策工具利率三者合一。

## ■ 工具层面，现代货币政策的核心是量价分离：

- 价格型工具主要是曲线调控和预期引导，通过引导市场利率和机制化货币政策沟通，稳定预期；
- 数量型工具则要保持总量适度，流动性紧平衡，同时利用结构性货币政策直达实体经济。

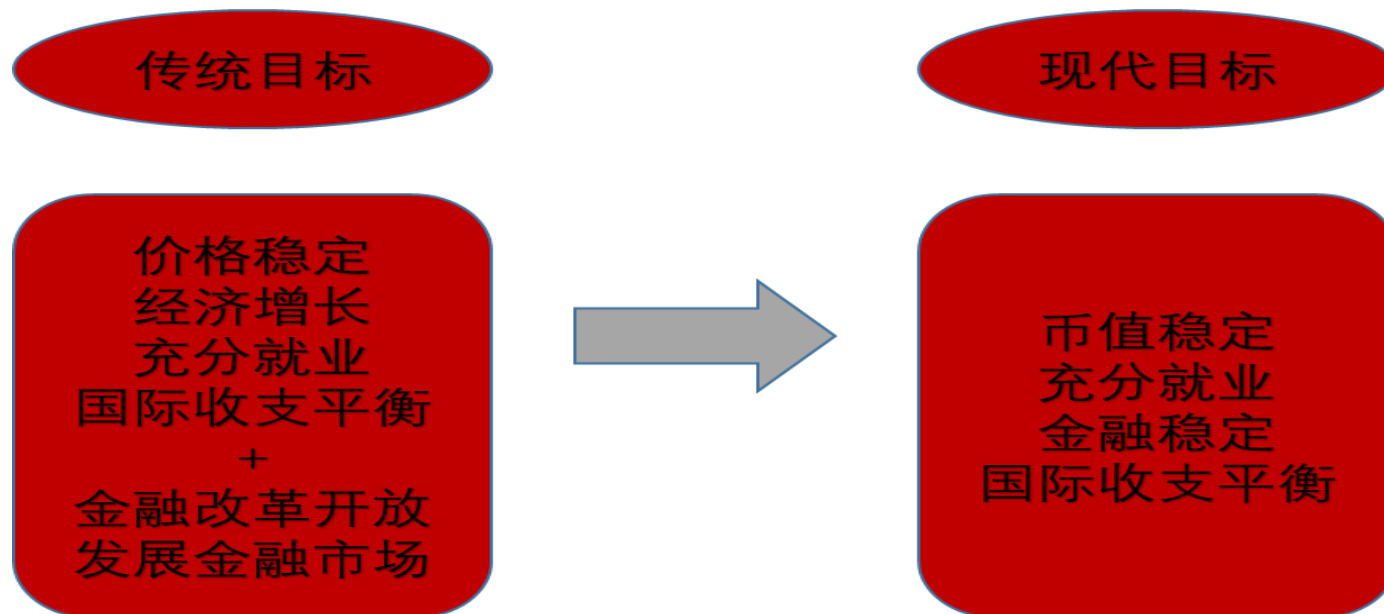
## ■ 传导机制层面，市场化利率形成和传导机制有三条主线：

- 市场利率围绕政策利率波动；
- 健全利率走廊机制；
- 深化贷款市场报价利率改革，打破利率“地板”，同时持续推进汇率市场化，让市场在人民币汇率形成中起决定性作用，打破汇率“天花板”。

## ■ 最终目标：币值稳定为首，更加重视就业

- 现代货币政策的最终目标较传统货币政策的最终目标在同样强调币值稳定的基础上，不刻意强调经济增长速度，转而以服务实体经济为导向，更加重视就业，同时兼顾金融稳定。
- 此前中国货币政策采取的是“4+2”多目标制，现代货币政策的目标为币值稳定、充分就业、金融稳定和国际收支平衡。

现代货币政策最终目标：币值稳定为首，更加重视就业

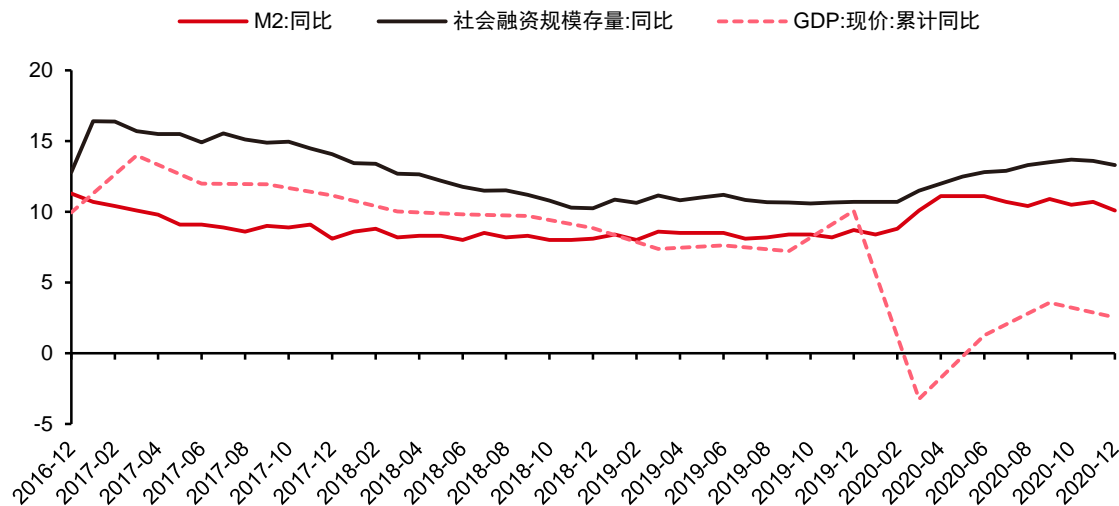


资料来源：中国人民银行网站，中信证券研究部

## ■ 中介目标：数量型目标为主，兼顾“降成本”价格型目标

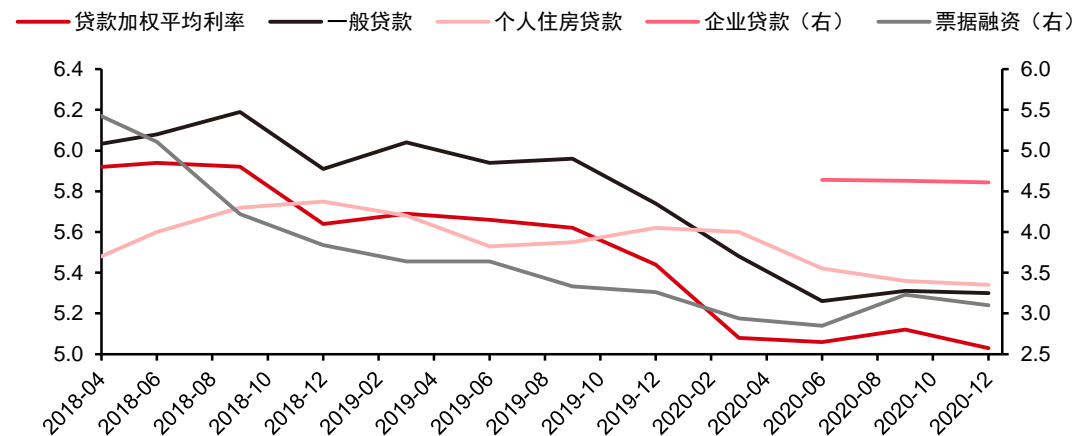
- 货币政策中介目标要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
- 首先，需要明确的是，这一中介目标是一个中长期目标，主要表现为按年度基本匹配，并不要求每日每月或是每季度均保持匹配。其次，“基本匹配”体现了实际操作的灵活性和逆周期性，即在经济运行中如果出现经济过热或经济衰退的情况，货币供应量和社融增速可以适当高于或低于名义增速，从而使经济名义增速能够回归潜在增速和目标增速。——孙国峰《健全现代货币政策框架》
- 在央行降成本和支持实体经济的确定性方向下，我们认为贷款利率也是央行关注的一个重要中介目标。

### 货币供给、社融增速与名义GDP增速匹配（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 贷款加权平均利率走势（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

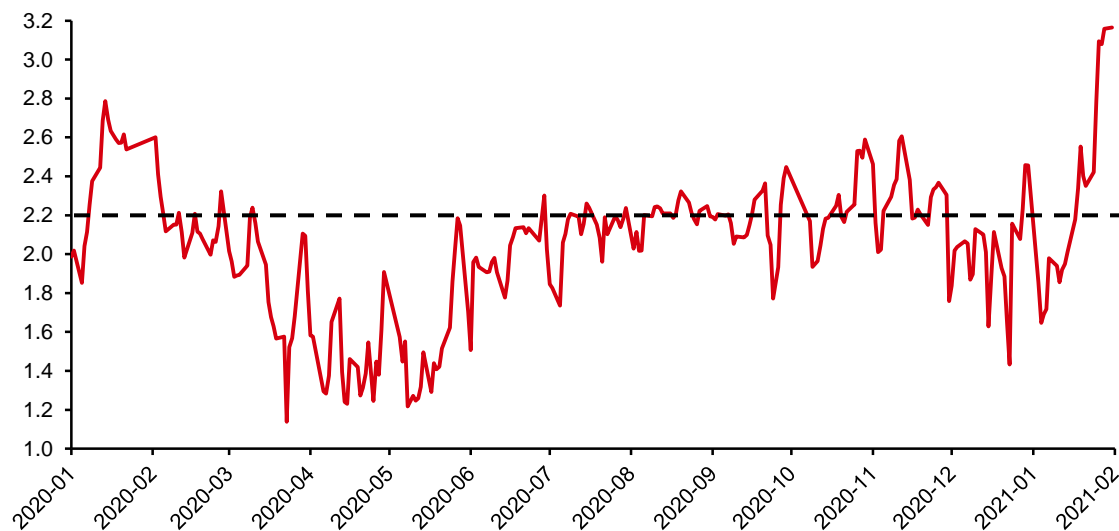
## ■ 操作目标、政策利率、货币政策工具利率合而为一

- 货币市场利率围绕公开市场操作利率波动, 即DR007围绕OMO7天利率波动。
- 中长期市场利率围绕中期借贷便利利率波动, 即存单利率和中长期国债收益率围绕MLF利率波动。

## ■ 未来, MLF利率或将成为10年期国债收益率的定价基准

- 中期政策利率可以显著影响货币市场和债券市场利率。——孙国峰《中期政策利率传导机制研究——基于商业银行两部门决策模型的分析》

DR007围绕OMO7天利率波动 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

10年期国债收益率与MLF利率的利差逐渐缩窄 (%)

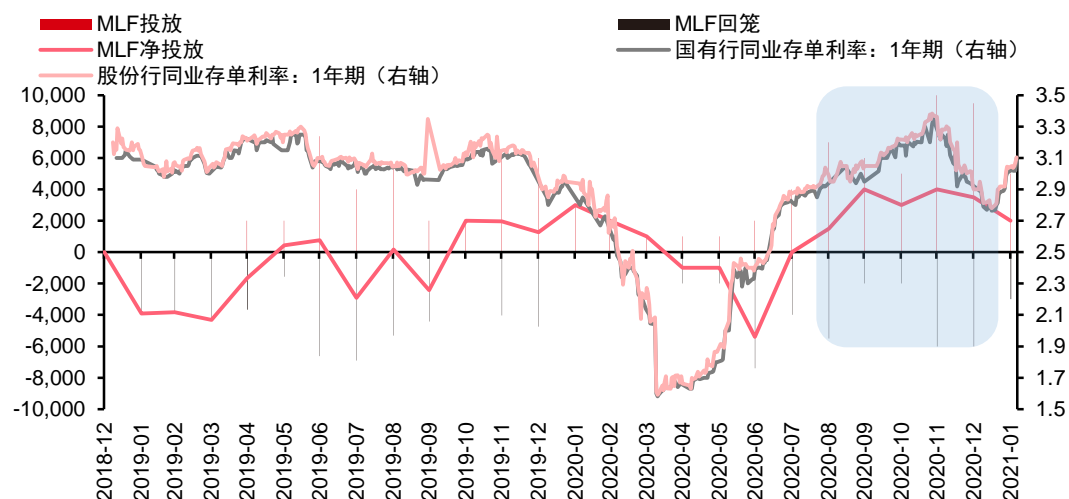


资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 价格工具：曲线调控，防止财政赤字货币化

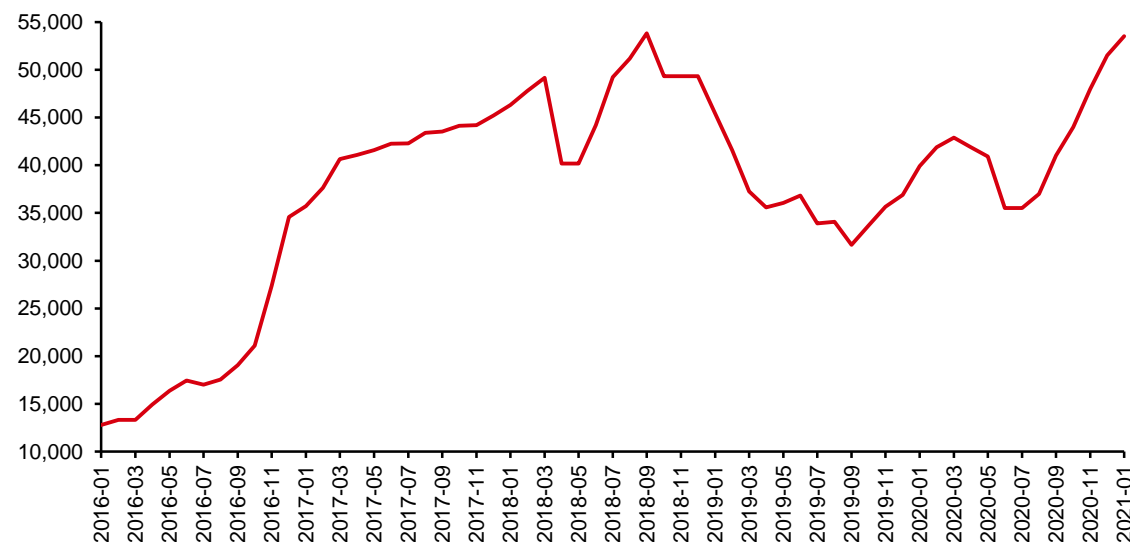
- 货币政策要走到市场曲线前面。——孙国峰《2020年货币政策回顾与2021年展望》
- 我国货币政策曲线调控的核心是在央行不购债的前提下，通过OMO操作和MLF操作，并结合预期引导来稳定收益率曲线。引导市场利率围绕以公开市场操作利率为短期和以中期借贷便利（MLF）利率为中期的政策利率波动可能是一种收益率曲线调控。

MLF操作量增加调控同业存单利率（亿元，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

MLF期末余额（亿元）



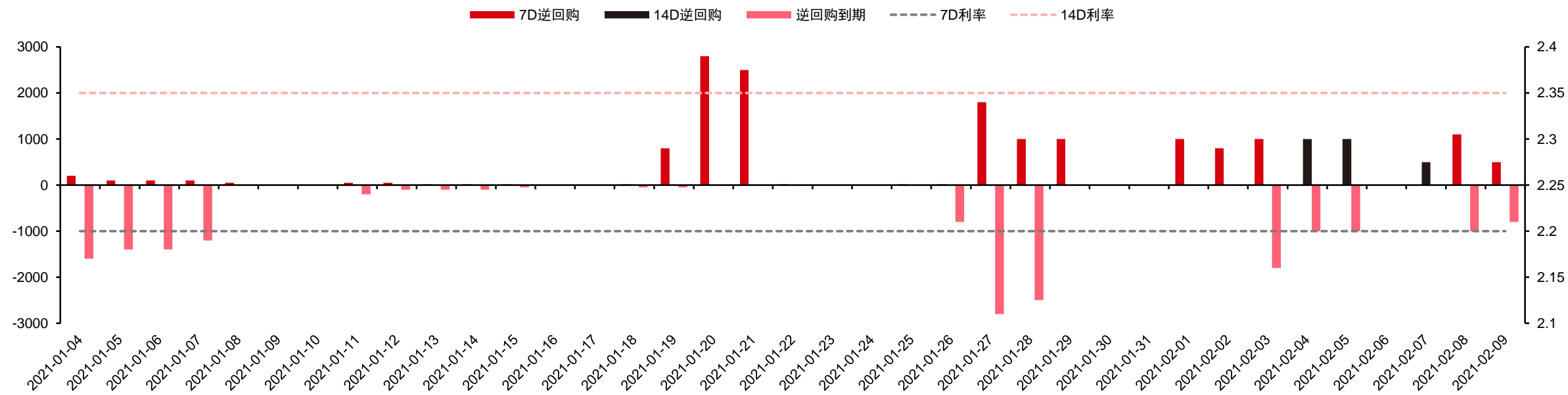
资料来源：Wind，中信证券研究部



■ 数量工具：总量适度紧平衡，结构创新达实体

- 当前我国货币政策的数量型工具可以从总量和结构两个层面进行理解。
- 为防止市场对货币政策取向产生误解，2020年四季度货币政策执行报告和《金融时报》相继提出，不应过于关注公开市场操作的数量，价格更加重要，表明当前货币政策的取向是稳健中性的。

2021年初以来公开市场操作情况（亿元，%）

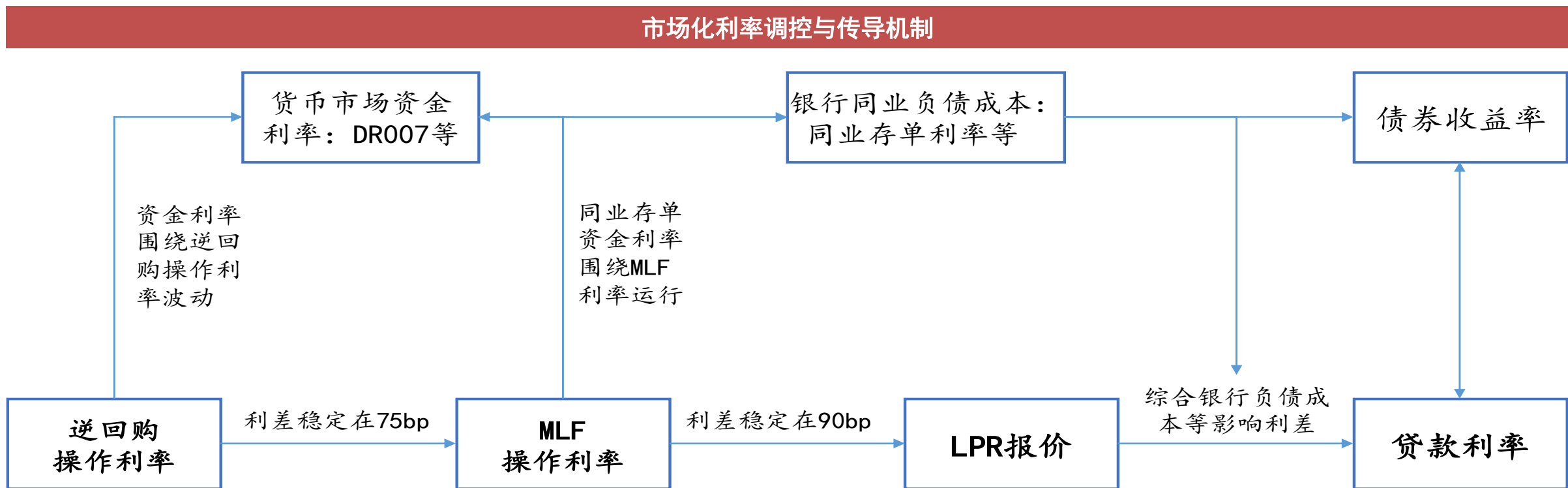


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 现代货币政策框架：传导机制——以改革通渠道

## ■ 市场化利率形成和传导机制：曲线调控、利率走廊与LPR

- 深化贷款市场报价利率改革，发挥LPR的重要作用。
- “MLF利率-LPR-贷款利率/存款利率”的传导机制是市场化利率调控的重要传导路径。

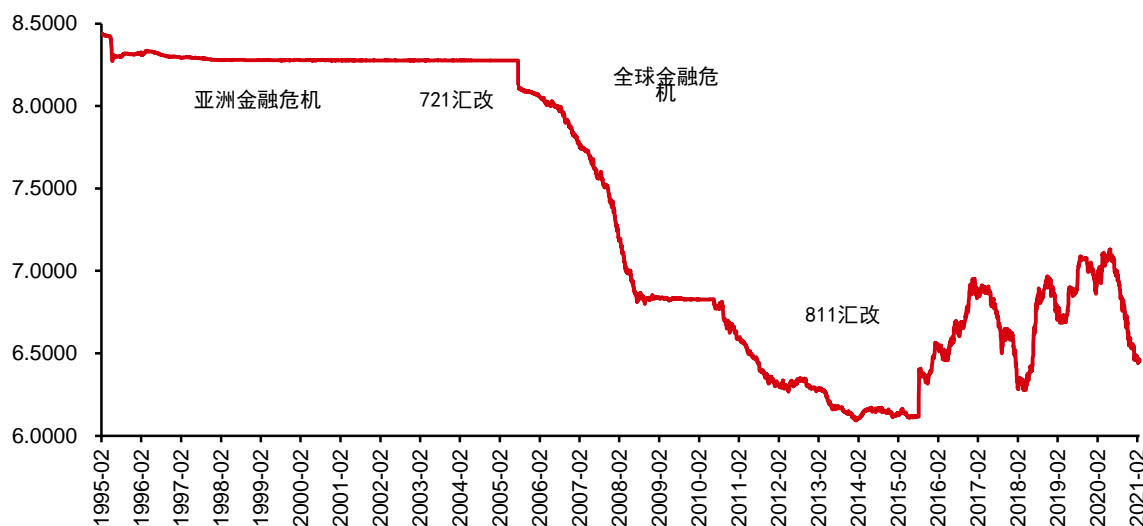


资料来源：Wind，中国人民银行，中信证券研究部

## ■ 深化人民币汇率市场化改革：市场起决定性作用

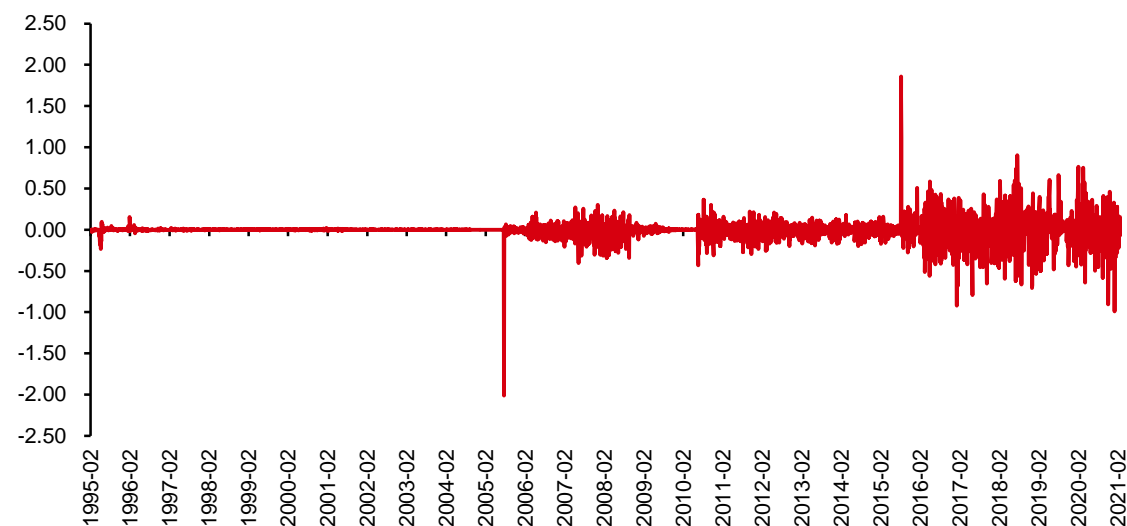
- “8.11” 汇改之后，这一汇率制度经受住多次冲击和考验，人民币汇率双向浮动，汇率弹性不断增强，较好发挥了宏观经济和国际收支稳定器的作用。
- 央行已经退出对于人民币汇率的常态化干预，让市场在人民币汇率形成中起决定性作用，逐步打破汇率的“天花板”。

美元兑人民币中间价走势与人民币汇率改革事件



资料来源：Wind，中信证券研究部

美元兑人民币汇率中间价环比变动率显著提升（%）

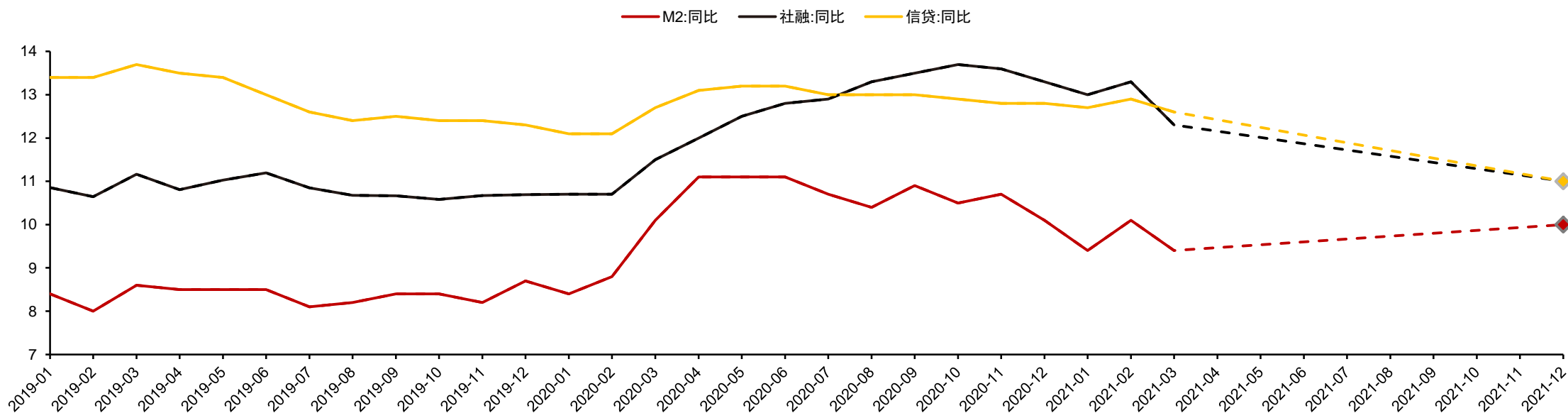


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌

- 广义流动性要保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
- 预计2021年社融和信贷同比增速在11%附近，M2同比增速在10%附近，以此估算新增社融31万亿。
- 一季度共投放社融10万亿，预计二季度开始信贷和社融投放可能会有所放缓。

货币供给、社融增速与名义GDP增速匹配（%）

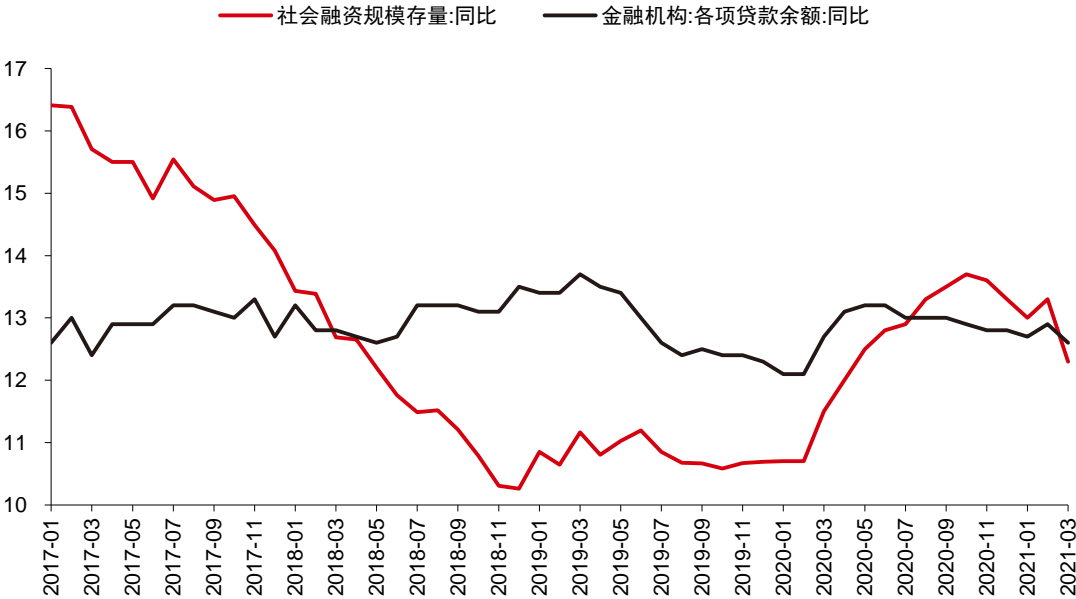


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

# 紧信用的效果目前并不理想

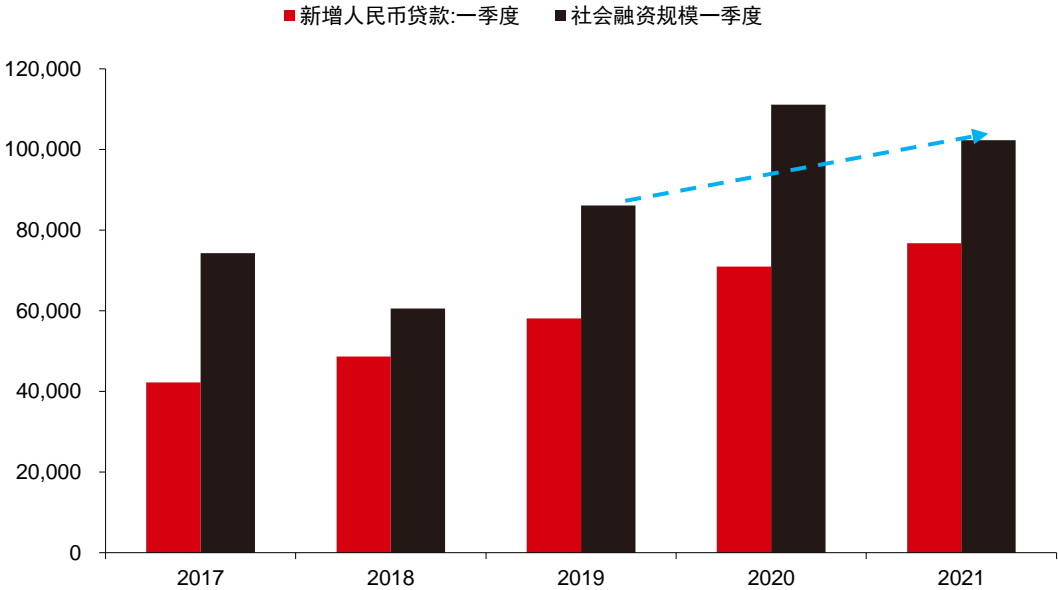
- 央行窗口指导紧信用的效果并不理想
  - 即便在窗口指导下，今年一季度信贷、社融依旧高增，明显高于2019年一季度所谓的“天量”信贷和社融。
  - 央行今年对于信贷的目标是与去年大致相当，按照这个趋势下去难以达标。
- 社融增速的滑坡在很大程度上受到高基数的影响，若央行不再进一步收紧货币政策，难言信用扩张的拐点。

社融增速同比滑坡，信贷增速回落（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

社融、信贷增量并不小（亿元）

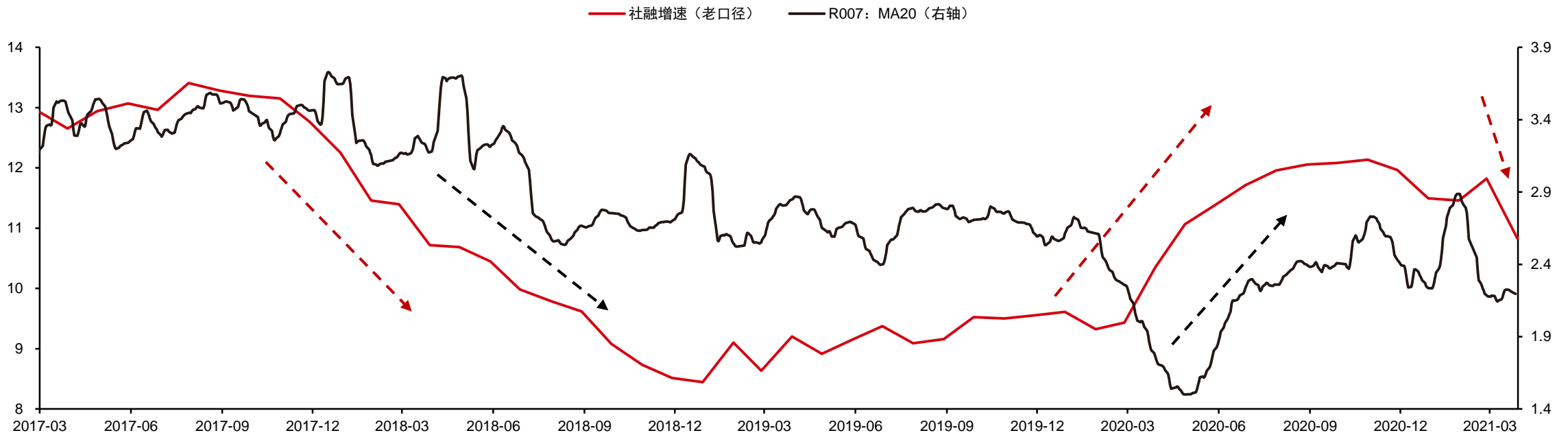


资料来源：Wind，中信证券研究部

# 主动紧信用或将制约银行间流动性

- 政策紧平衡的时间长度可能超预期，直到广义流动性拐点确认后偏紧的状态才会结束
  - 央行希望**主动调控广义流动性**时，银行间流动性往往会滞后于广义流动性的变化。
  - 2018年去杠杆：直到社融增速明显下滑后，银行间流动性才慢慢放松。
  - 2020年抗疫：直到社融增速显著回升后，银行间流动性才慢慢收紧。

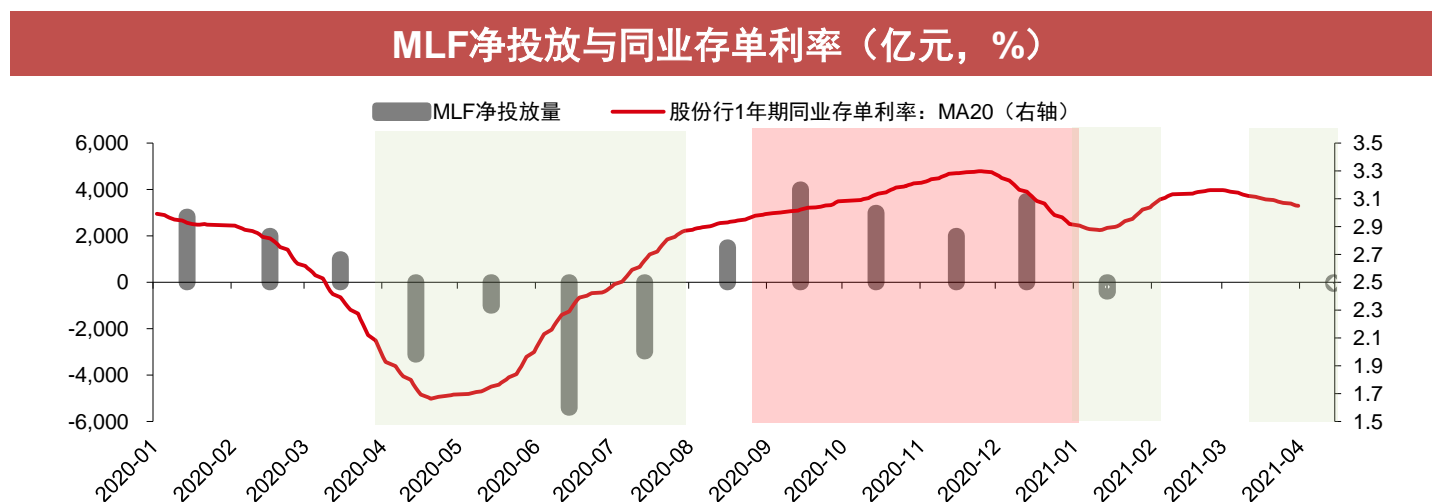
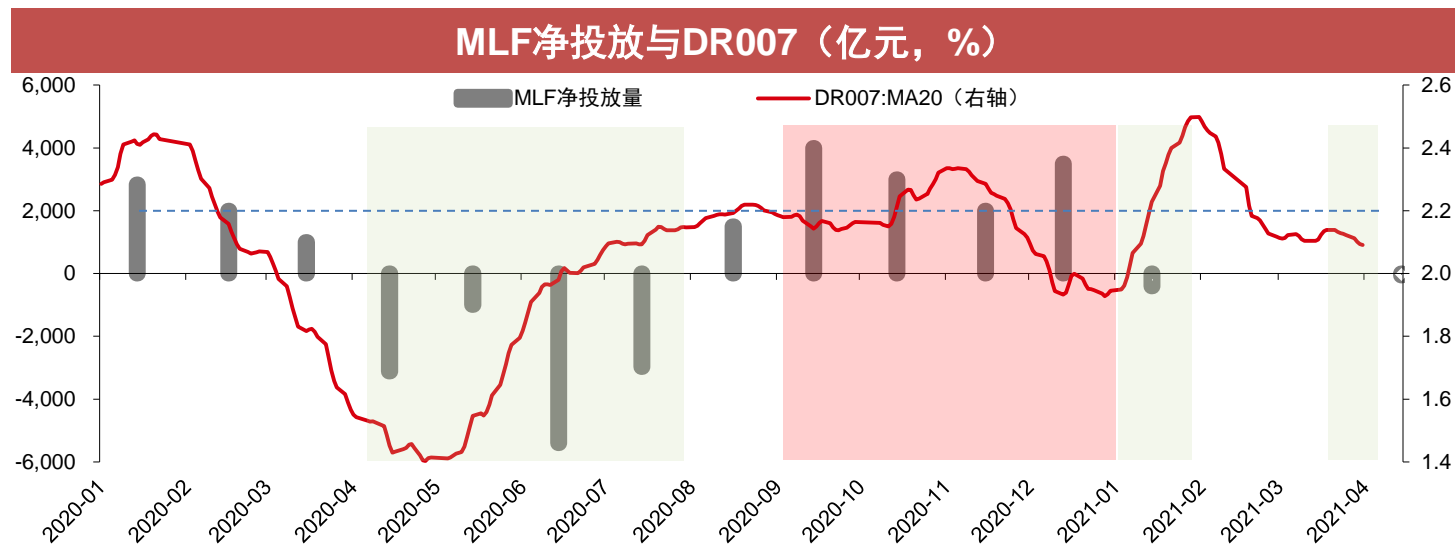
银行间流动性滞后于广义流动性（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ MLF投放往往能够表明央行的操作态度

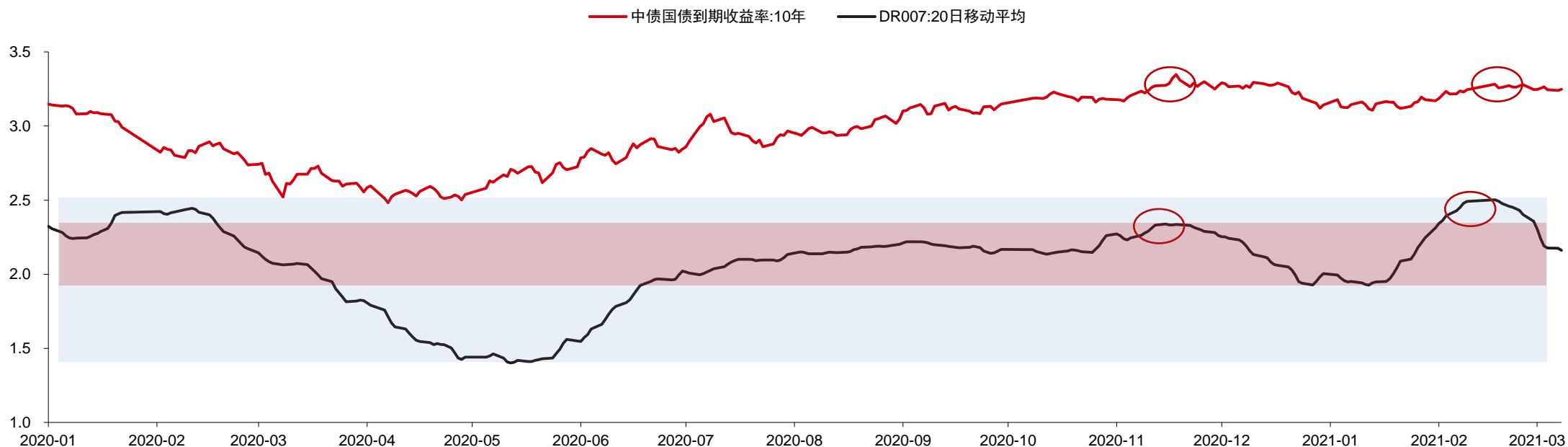
- 去年5-7月，MLF持续缩量续做，推动资金利率上行。
- 去年三季度之后，MLF超量续做补充银行长期负债缺口，资金利率见顶回落。
- 今年春节前MLF缩量对冲，收紧春节流动性，资金利率大幅冲高。
- 4月央行小幅缩量61亿续做MLF，考虑到后续的债券供给压力，资金面或重回紧平衡。



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及DR007在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。——2020年四季度货政报告
  - DR007均值1.5%是央行容忍的下限，2.5%是央行容忍的上限。
  - DR007多数时间运行在1.9%-2.4%区间，近期长端利率的顶部一般略微滞后于短端流动性的高点。

央行对DR007的容忍程度（%）

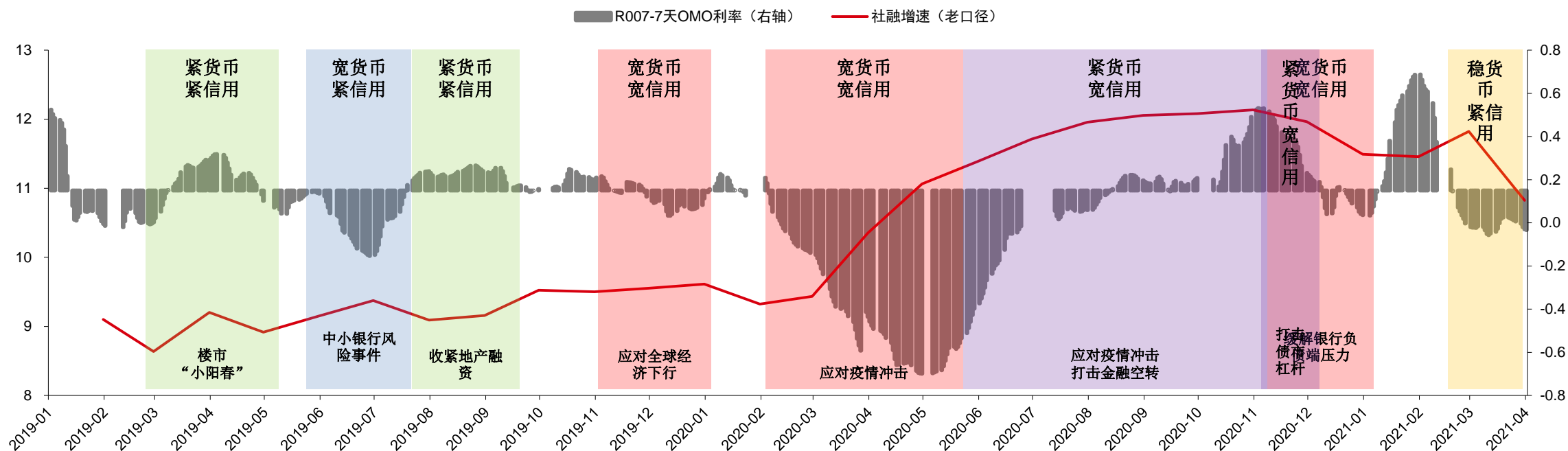


资料来源：Wind，中信证券研究部



- 2018-2019年：从“宽货币+紧信用”到“宽货币+宽信用”
- 2020年：从“宽货币+宽信用”到“紧货币+宽信用”
- 2021年将是“稳货币+紧信用”的组合，未来流动性或将前紧后松

货币和信用的关系（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内宏观：基本面顶部拐点可能延后
2. 货币政策：现代货币政策框架与思路
3. 美国经济：复苏仍延续，就业显疲弱
4. 债市策略：关注通胀压力，债牛仍需等待

# 美国经济一季度复苏加速

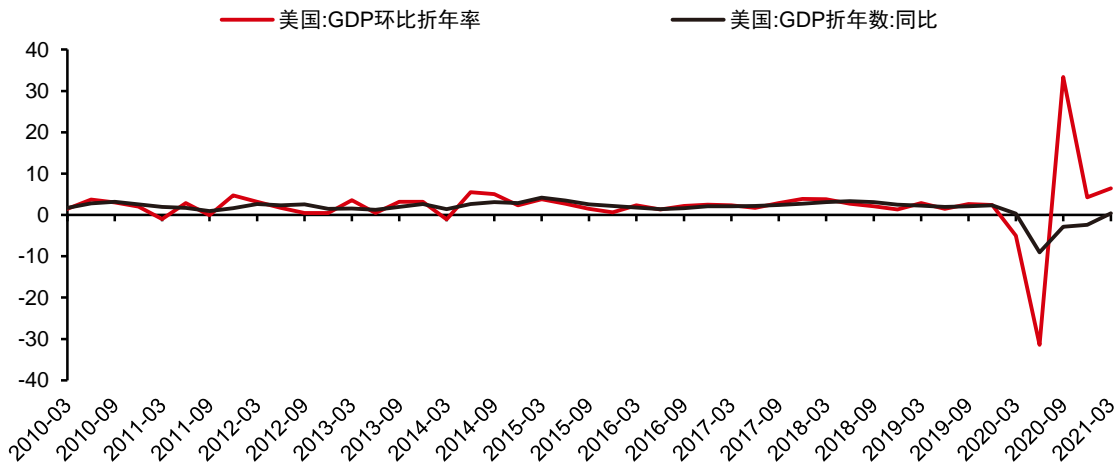
## ■ 美国经济一季度复苏加速

- 经历了去年二季度的大幅回落、三季度的快速修复和四季度的修复放缓之后，美国今年一季度GDP环比折年率初值为6.4%，同比增长0.4%，经济复苏加速。

## ■ 疫情整体平稳，疫苗接种普及为经济复苏提供了支持

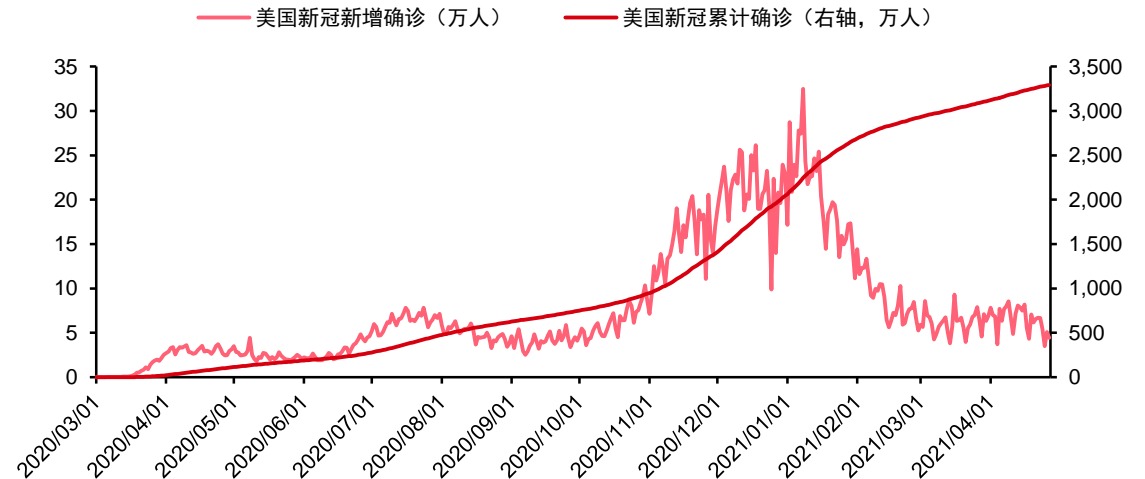
- 3月以来，美国当日新增确诊病例数大都维持在8万以下，整体表现平稳。
- 截至4月底，美国已接种新冠疫苗数量为2.32亿剂，覆盖总人口的42.7%，65岁以上老龄人口已覆盖81.8%；每百人接种数达到69剂次，在全球范围内较为领先。

美国经济复苏加速（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

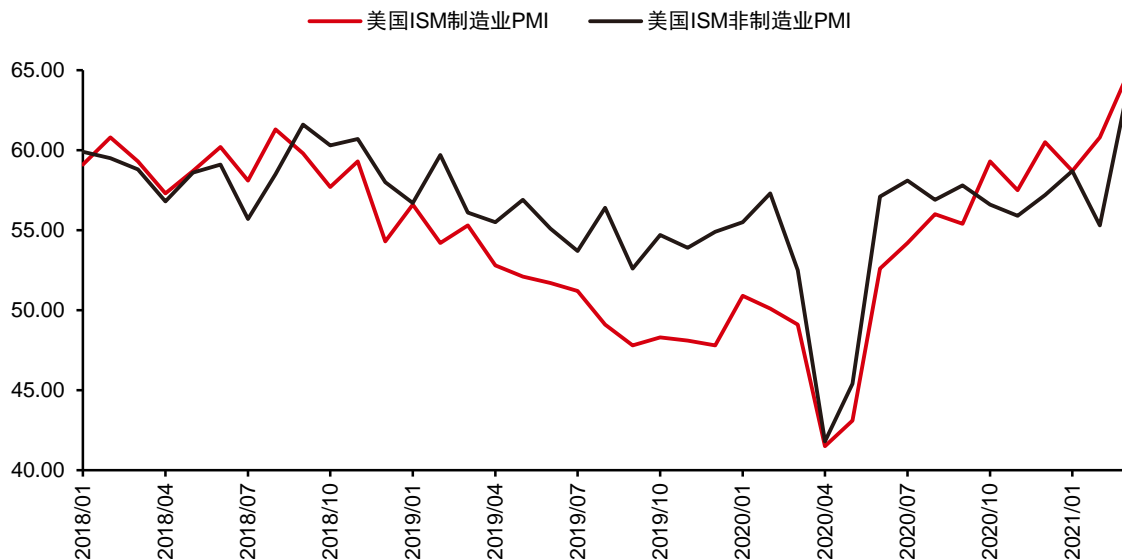
美国新冠疫情整体平稳（万人，万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

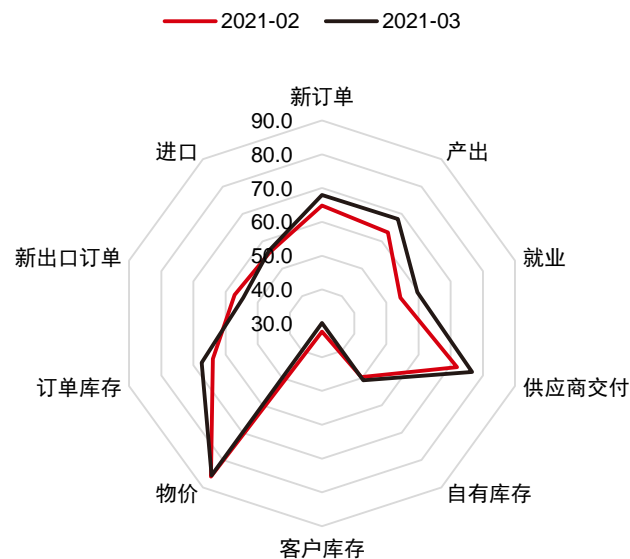
- 美国3月制造业和非制造业PMI均超出预期，反映当前在疫情平稳和财政政策支撑下经济修复加快，景气延续回升
  - 3月制造业PMI超预期录得64.7，创1982年12月以来新高；非制造业PMI录得63.7，创2005年8月以来新高。
  - 制造业PMI分项中的物价指数、供应商交付指数、产出指数、新订单指数和订单库存指数分别为85.6、76.6、68.1、68.0、67.5，都继续运行在60以上高位，客户库存指数是唯一低于荣枯线的一项。
  - 非制造业PMI分项中的物价指数、商业活动指数、新订单指数和供应商交付指数均超过60，分别为74.0、69.4、67.2和61.0，各分项均位于荣枯线上方。

## 美国PMI走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

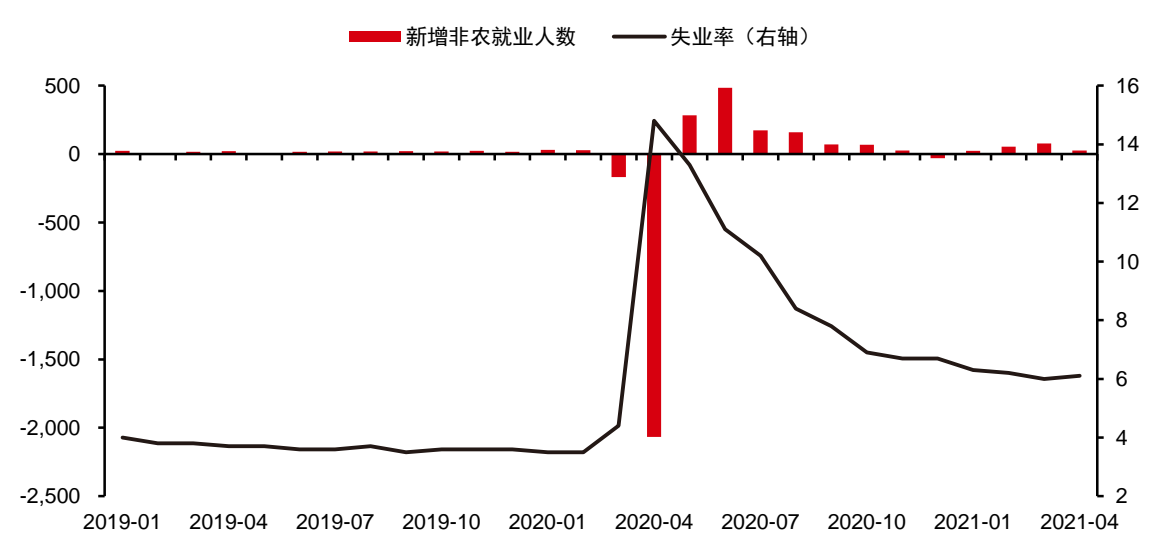
## 美国制造业PMI分项数据



资料来源：Wind，中信证券研究部

- 4月非农新增就业人数远低于预期和前值，休闲酒店业延续回暖，专业服务及运输业拖累增长
  - 从非农就业人数变化来看，4月季调后非农就业人口增加26.6万人，预期增加97.8万人，前值由增91.6万人下修为增77万人。4月美国非农新增就业人数远低于预期和前值，同时今年2月和3月的非农数据分别经历了上修和下修。
  - 劳动力供给方面，对感染病毒的担忧、失业救济金福利、技能短缺以及子女陪护需求等因素影响了人们的工作意愿；劳动力需求方面，芯片供应短缺等问题或有影响。
  - 分行业来看，4月对美国非农新增就业人数贡献较高的行业来自于休闲和酒店业、政府部门、其他服务业以及金融活动，就业人数减少较多的行业为专业和商业服务以及运输仓储业。

美国失业率略有抬升（万人，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

各项非农细分数据对比（万人）

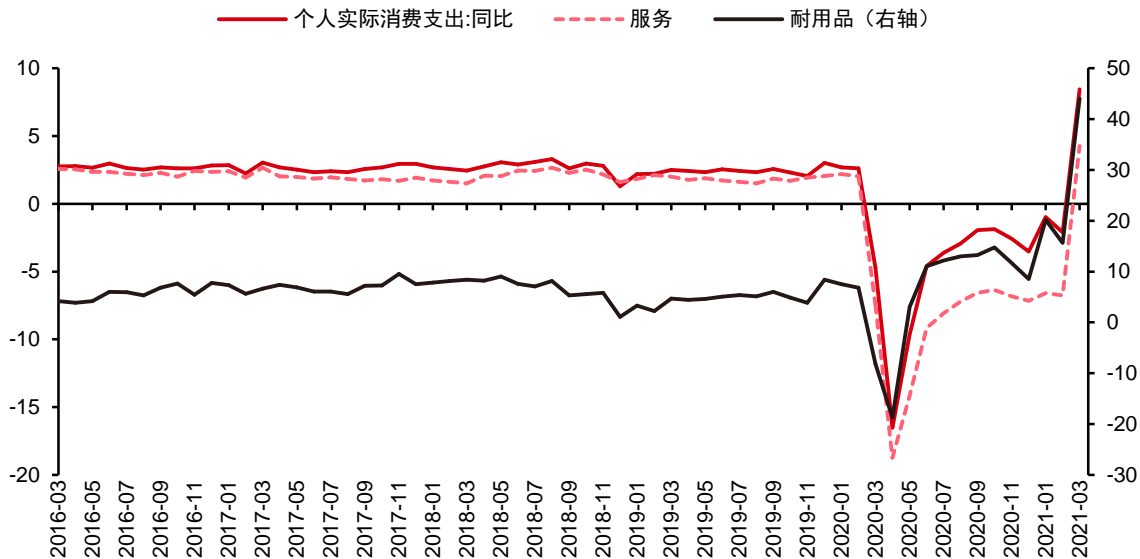
指标名	本月	上月	去年 5 月至今	指标名	本月	上月	去年 5 月至今
采矿业	0.20	1.50		信息业	0.10	0.80	
建筑业	0.00	9.70		金融活动	1.90	1.90	
制造业	-1.80	5.40		专业和商业服务	-7.90	6.70	
批发业	0.78	2.06		教育和保健服务	-0.10	10.40	
零售业	-1.53	3.28		休闲和酒店业	33.10	20.60	
运输仓储业	-7.41	4.48		其他服务业	4.40	3.90	
公用事业	0.04	0.08		政府部门	4.80	6.20	

资料来源：Wind，中信证券研究部

# 消费快速修复，信心回暖但仍有改善空间

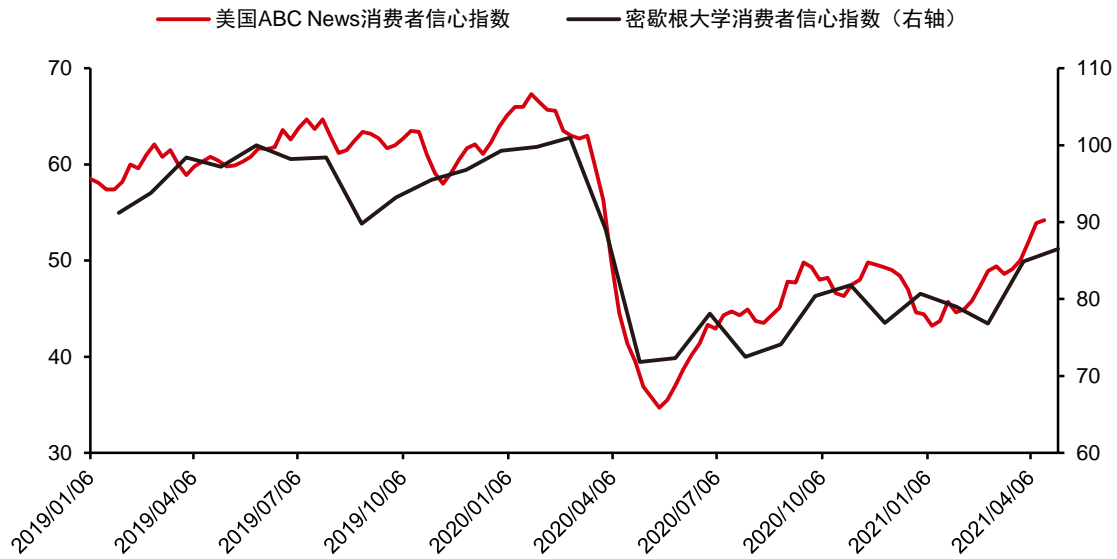
- 财政刺激和疫情趋稳共同推动美国消费表现亮眼，消费者信心逐步回暖但仍有改善空间
  - 3月季调后零售和食品服务销售额录得6191亿美元，再创历史新高，同比增长27.72%，环比增长9.82%。
  - 3月耐用品消费呈现高速增长态势，同比增长高达44.01%，服务消费由负转正。
  - 高频数据显示美国消费者信心正在逐步回暖，但绝对水平相较疫情发生前仍有较大的改善空间。

美国消费快速修复（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

消费者信心回暖但仍有改善空间



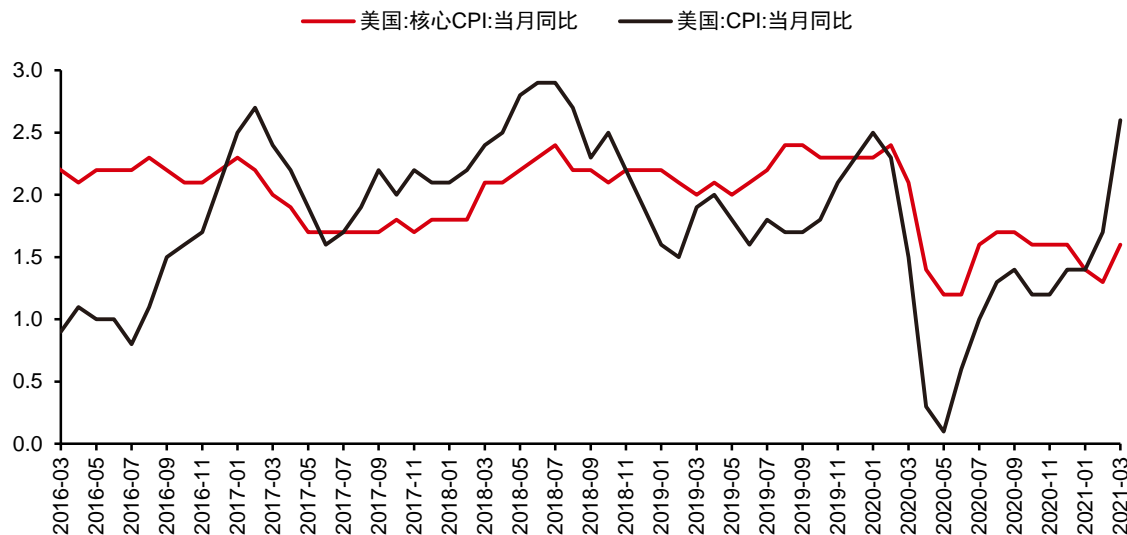
资料来源：Wind，中信证券研究部

# 通胀同比走高，通胀预期有所兑现

## ■ 去年疫情产生的低基数推动美国3月通胀同比走高，主要拉动来自于能源分项，通胀预期有所兑现

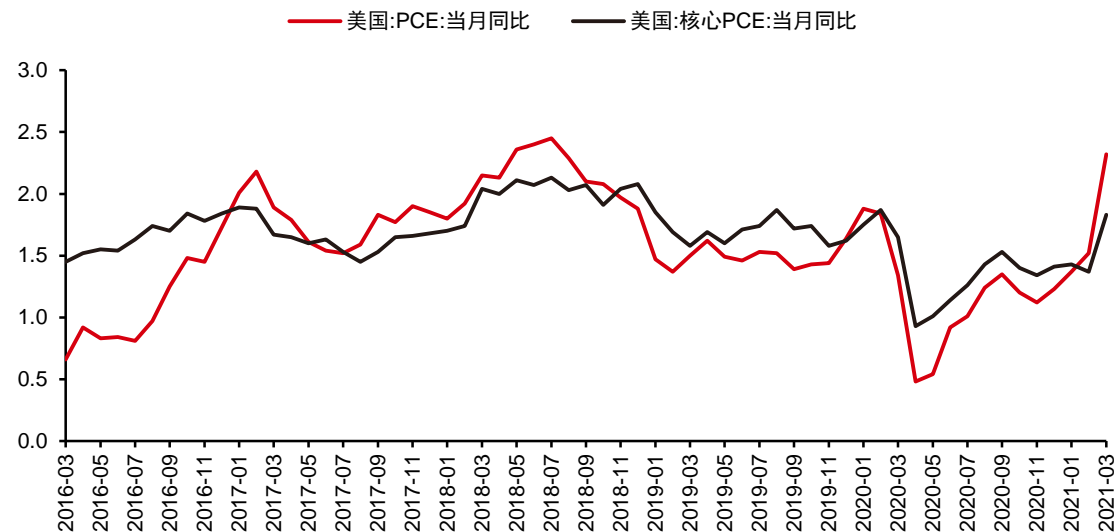
- 3月美国CPI同比录得2.6%，较前值1.7%上涨0.9pct，核心CPI同比录得1.6%，较前值1.3%上涨0.3pct。分项上来看，拉动效应最强的是能源，同比增速高达13.2%，相较2月的2.4%显著提升。此外，食品饮料和交通运输的拉动作用同样较强，同比增速分别为3.4%和5.8%。
- 3月美国PCE同比录得2.32%，较前值1.52%上涨0.8pct，核心PCE同比录得1.83%，较前值1.37%上涨0.46pct。

美国CPI及核心CPI走势（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国PCE及核心PCE走势（%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## ■ 议息会议声明：

- 利率工具维持不变：基准利率维持在0-0.25%，超额准备金率（IOER）维持在0.1%，贴现利率维持在0.25%。
- 资产购买维持不变：继续以每个月不低于800亿美元的速度购买国债、以每个月不低于400亿美元的速度购买MBS。
- 经济预期有所调整：受大流行影响最严重的部门仍然疲弱，但已有改善；通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。

## ■ 经济前景：更加乐观。与美国的新冠疫苗注射进度和美国近期经济数据表现一致。

## ■ 通胀：反映暂时性因素的影响。鲍威尔再次强调通胀是暂时性的，并认为通货膨胀将进一步有所上升，然后减缓。

## ■ 风险：

- 股票风险，类似于Archegos爆仓的风险事件并不值得担忧，但是股市的某些情况的确体现出市场泡沫。
- 房价风险，住房并未引发金融稳定性顾虑，房价体现出的是供不应求的状态，这或为后续减少MBS购买规模提供基础。

## ■ 我们预计可能于年底前后采取减少购债规模的行动，但会更早发出减少购债规模的信号。或将于独立日前发出信号，6月的议息会议是重要时点。

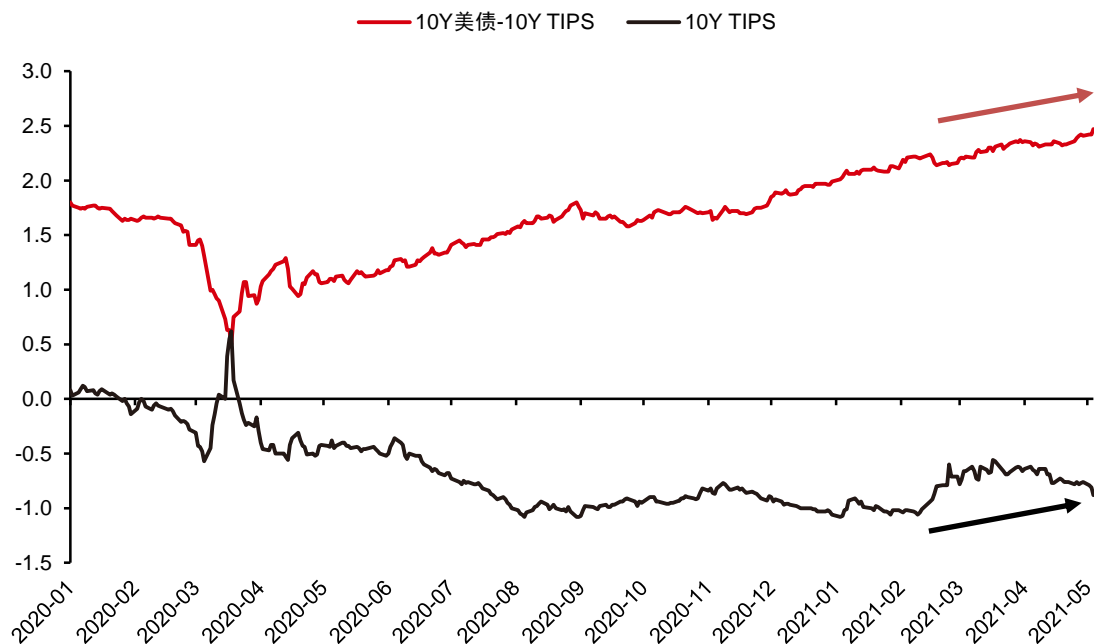
## ■ 操作上，美联储可能将率先减少MBS的购买量。鲍威尔讲话里面再次强调就业市场的重要性，表示美国仍然有大量失业人口，因此减少购债的计划将与就业市场的改善节奏息息相关。



## ■ 美债利率年内或将到达2%左右

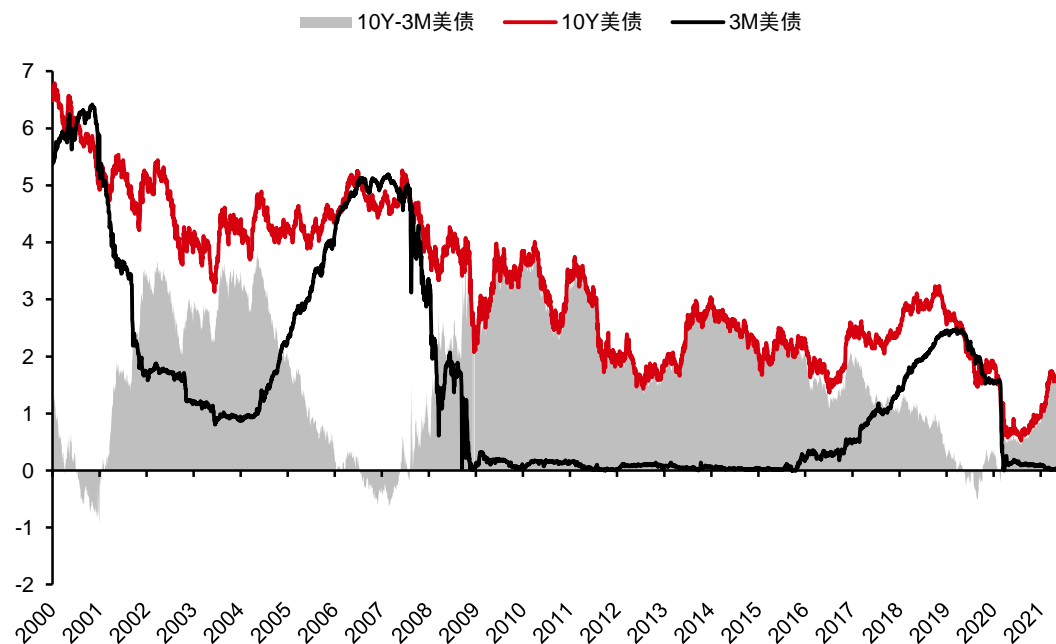
- 0%是实际利率正常时期的底线，美国CPI历史均值在2%左右。抛开市场交易的因素， $0\%+2\%=2\%$ 是10年期美债利率较为中性的参考点位。
- 技术面上看，10Y美债去年至今运行在历史最低区间，2%之下没有明显的阻力位。

实际利率和通胀预期（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美债利率在2%下方阻力不强（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 短期高位震荡，下半年或有贬值风险

- 短期内人民币高位震荡：美元触底反弹，压制人民币汇率；国内出口保持强势，提振人民币汇率。
- 若下半年出口不及预期，美债利率进一步上行，人民币存在一定贬值风险。

美元触底，人民币汇率升值空间有限



资料来源: Wind, 中信证券研究部

# CONTENTS

## 目录

---

1. 国内宏观：基本面顶部拐点可能延后
2. 货币政策：现代货币政策框架与思路
3. 美国经济：复苏仍延续，就业显疲弱
4. 利率策略：关注通胀压力，债牛仍需等待

- 债牛回归，但不会一帆风顺
  - 历史上债务周期回落，PPI下行时期，往往对应债券牛市。
  - 但是，当前通胀压力仍然较大，且利率下行预期略有抢跑。
- 二三季度债券压力大增的情况下，利率债短期仍然会有波动

金融、通胀双周期向下才对应债市机会（%， %）



- 多重约束条件下，投资策略内卷，“核心资产”利差大幅压低
- 站在当前时点，宜降低投资收益预期
  - 城投政策“山雨欲来风满楼”，地产债则需要有信息优势才能博取alpha。
  - 品种层面，静态票息优势还在，但不宜对资本利得抱有太多期待。

各类债券国开利差对比（单位：bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部



# 感谢您的信任与支持！

THANK YOU

明明（首席FICC分析师）

执业证书编号：S1010517100001

# 免责声明



证券研究报告 2021年5月10日

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

### 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

### 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

### 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券2021版权所有。保留一切权利。**