

当朦胧回归真实： 利率债的预期支撑出现动摇

报告要点：

● 在昨天举办的世界经济论坛全球企业家特别对话会上，李克强总理表示“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。受此影响，昨日10年期国债期货临近收盘大幅跳涨，10Y国债收益率下降1.5bp收于2.77%。

● 与不超发货币这一利空因素相比，市场显然给予了经济增速下行更高的权重：

1) 总理讲话包括对利率利空和利多两重因素：“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施”意味着经济增长中枢的下移必然伴随着长期无风险收益率的下滑；但“不超发货币”显然对利率债构成利空；从实际走势来看，市场选择相信利多因素；

2) 市场的这一选择也不难理解：长端利率水平由市场所预期的长期经济实际增长率决定，货币政策更多影响的是短端收益率。今年二季度，国内经济由于受到疫情等超预期因素的冲击，经济下行压力陡然增大，但是这期间利率债并无太多表现，整体呈现震荡态势。长期利率与经济增长的短期背离，很大一个原因是市场认为经济下行只是超短期的现象，对全年经济的较高增长仍存信仰，而昨日释放出的放弃全年经济增长目标的信号让市场的预期明显转向；

3) 我们不必纠结央行是否超发货币，毕竟当前银行间流动性处于极度充裕的状态，资金利率也处于历史极低的位置。在国内经济增长承压以及PPI下行的环境下，货币政策不具备明显收紧的客观条件。

● 但我们认为也不能过度解读，毕竟不出台超大规模刺激措施并不意味着不出台刺激措施，放弃经济增长目标并不意味着放弃经济增长：

1) 我们认为类似特别国债、降息降准这种强力度经济刺激政策出台的概率进一步降低，但这并不意味着国家不再出台经济刺激政策，毕竟当前内生需求依旧偏弱，类似发放消费券、发行金融债券等较为温和的经济刺激措施仍会陆续推出，重点关注下周召开的二季度政治局会议；

2) 不追求5.5%的经济目标，并不意味着放弃经济增长。我们认为未来国家政策仍将以经济发展为重要目标，但会更加重视经济发展的质量，而不是单纯追求经济发展的速度；毕竟，依赖于大规模的财政刺激政策的经济增长是难以持续的，更关键的还是实体部门对未来的预期和信心。

● 强财政刺激等债市利空因素解除，宽信用的概率进一步下降，之前支撑10Y国债收益率维持较高位置的市场预期减弱，这些都对债市构成利多，在没看到明显的转向信号之前，我们可以适度做多利率债，同时警惕股票市场中的周期类行业以及黑色、铜等大宗商品价格的下跌风险。

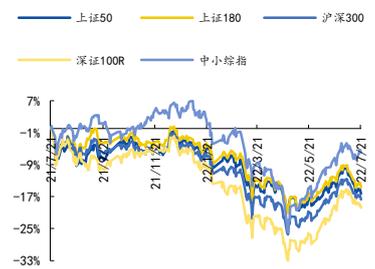
● 海外尚处于流动性紧缩周期，需求的下降是难以避免的大趋势；叠加国内经济增速的下行，接下来或许是全球资金的risk-off时间。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3272.00
深圳成指：	12455.19
沪深300：	4236.06
中小盘指：	4347.58
创业板指：	2751.41

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《不留余力：6月财政数据印象》2022.07.16
- 《连连投放，必有回响：2022年6月金融数据印象》2022.07.12

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188