

科学分析长期国债收益率的合理区间

定期报告

华金宏观·双循环周报（第60期）

投资要点

◆ **科学分析长期国债收益率的合理区间。**长期国债收益率的合理定价机制应包括两个层面。从基础层来看，当前长期国债收益率处于深度偏低区间，大幅低于经济潜在增速和长期核心CPI对应的利率水平，半年多以来缺口显著扩大。这一方面显示出债券市场投资者对于中长期经济增长的潜在趋势展望较之最近几个季度的实际GDP增速数据更加谨慎，另一方面也显示叠加层的中短期定价逻辑在当前阶段可能处于支配性低位。从叠加层中短期逻辑来看，一方面，本轮地产新政“组合拳”重点在于进一步放松需求侧限制措施，而不是通过货币政策的大幅宽松主动刺激新增地产需求，央行近期已经较为明确地传递出对于内生信用需求更加谨慎的展望以及更为明确的向中性区间收敛的货币政策立场。另一方面，存款利率多次下调后，表外负债（理财产品）可能再度形成存款替代效应，加之居民新增房贷情况持续低迷导致的银行缩表效应，此前数月在银行资产端的“安全资产荒”现象可能正在被“表内负债荒”所逆转，叠加层两大压制长期国债收益率的因素可能都是暂时性的。总结上述两个层面的诸多影响因素的分析，我们认为导致当前长期国债收益率大幅低于基础层趋势的短期因素可持续性较低，暂时性特征较强，后续长期国债收益率上行概率大于下行概率，相关风险值得重视。

◆ **沪穗深陆续落实地产需求“三支箭”，首周效果温和。**本轮房地产需求放松政策实施城市扩大至上海、广州、深圳三大一线城市，成为近年来力度最大的一轮放松。沪穗深需求放松首周效果相对温和，预计后续持续起到边际收窄跌幅的作用，但由于一线城市房价收入比仍显著高于其他区域，一线城市需求总体降温、结构调整优化的阶段性特征或将延续一段时间。当前房地产市场的决定性因素仍集中在人口老龄化加速、产业布局的区域倾斜导致的人口吸引力与房价收入比之间的结构性矛盾等中长期结构性因素方面。近期地产新政组合拳对于房地产市场供需两侧下跌斜率缓和无疑将起到重要作用，但长期来看，房地产市场当前困境的本质是与产业布局、各类要素流动性、城镇化模式转变等深层次问题高度相关的，深谋远虑的顶层机制设计如果推出，所带来的积极改变预计才是趋势性的、更加广泛而深远的。

◆ **美国24Q1实际GDP小幅下修，但美元指数逆势上涨。**美国一季度实际GDP修正值小幅低于初值，但日内美元指数却逆势上涨，主要因为结构上来看固定资本形成——尤其是住宅投资不降反升，佐证当前美国经济在生产端实际上增长旺盛。当前美国经济结构所呈现的消费拉动维持高位、房地产市场加快回升的特征，与美联储当前预测的通胀中短期存在高位粘性、而中长期呈现一定的回落趋势确定性的判断是比较一致的。我们维持美联储不早于9月开始首次降息、年内降息两次的预测不变，相比于美联储，下周欧央行是否会在首次降息的同时提出超市场预期的鸽派指引更值得关注，重视美元指数可能会因此进一步短线上冲的风险。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股电子板块领涨，房地产板块持续大幅回调；短端美债收益率小幅下行，中美10Y利差持续扩大；美元指数基本持平于上周，CNY小幅贬值；黄金价格继续下行，原油价格上涨。

◆ **风险提示：**长期国债收益率显著上行风险，美元指数短线上冲风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

可选消费营收推动利润修复，如何延续？——工业企业利润点评（2024.4） 2024.5.27
美元重返105，“301调查”再掀波澜——华金宏观·双循环周报（第59期） 2024.5.24
土地出让金收支下滑或螺旋强化地产需求下行压力——财政数据点评（2024.4） 2024.5.20

地产放松新政，刺激效果几何？——华金宏观·双循环周报（第58期） 2024.5.17
消费投资同步转弱，政府债券加速发行迫在眉睫——经济数据点评（2024.4） 2024.5.17



内容目录

科学分析长期国债收益率的合理区间	3
沪穗深陆续落实地产需求“三支箭”，首周效果温和	6
美国 24Q1 实际 GDP 小幅下修，但美元指数逆势上涨	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)	9

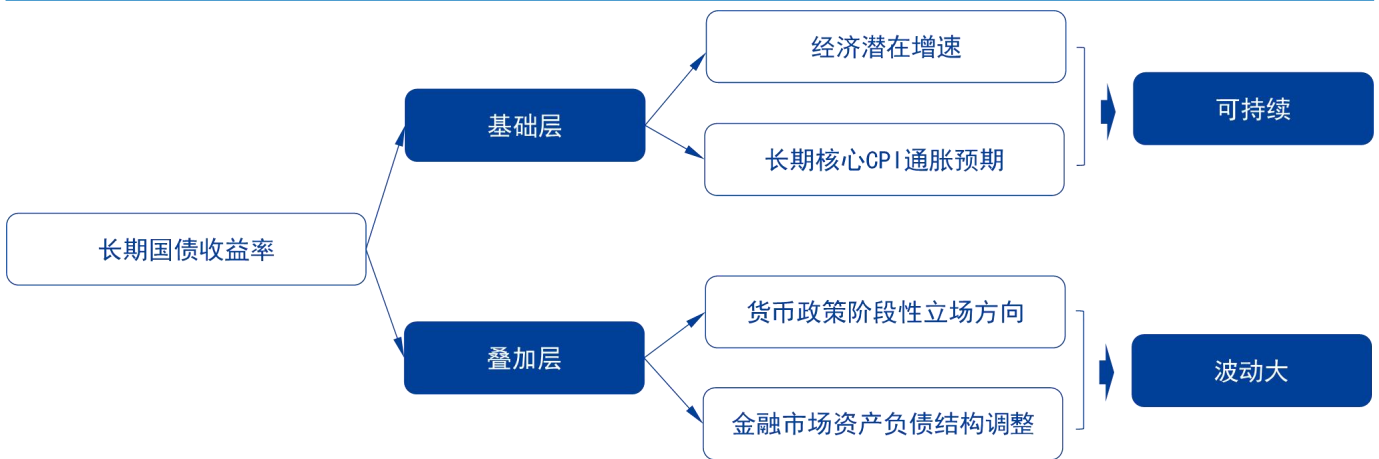
图表目录

图 1: 长期国债收益率定价的两个层面	3
图 2: 长期国债收益率近期数月与基础层定价逻辑对应趋势差距扩大	4
图 3: 本轮地产放松，央行并未大量投放流动性（单位：%）	5
图 4: 新增存款同比多增情况及其结构（单位：十亿元人民币）	5
图 5: 四大一线城市商品房成交面积日均同比（%）	6
图 6: 30 大中城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	7
图 7: 美国实际 GDP 同比增速及贡献结构（%）	8
图 8: 全球股市：本周全球股指普遍下跌，A 股科创 50 逆势上涨	9
图 9: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：A 股电子板块领涨，房地产板块继续大幅回调	9
图 10: 标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股各板块普遍下跌	9
图 11: 美国国债收益率变动幅度：本周 1Y 及 2Y 美债收益率小幅下行	10
图 12: 中国国债收益率变动幅度：本周中国长端国债收益率下行	10
图 13: 本周中国 1Y 国债收益率上行约 2BP（%）	10
图 14: 中美 10Y 利差持续扩大（%）	10
图 15: 10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	11
图 16: 1Y、3Y 信用利差基本持平（BP）	11
图 17: 美联储本周资产规模有所减少（USD bn）	11
图 18: 主要央行政策利率（%）	11
图 19: 全球汇率：美元指数较上周基本持平	11
图 20: CNY 小幅贬值	11
图 21: 本周金价继续下行	12
图 22: 本周油价有所上行	12
图 23: 5 月中下旬煤炭价格有所上行	12
图 24: 本周铜价大幅下行	12
表 1: 上海、广州、深圳本轮调整前后首套二套住房首付比例及商贷利率对比	6

科学分析长期国债收益率的合理区间

长期国债收益率的合理定价机制应包括两个层面：**基础层**是经济潜在增速与长期核心 CPI 通胀预期；**叠加层**是货币政策配合经济转型升级所采取的阶段性的立场方向、以及金融市场资产负债结构调整的中短期特征。国债是本币计价的无风险资产，长期国债的收益率水平，在基础内核层面，应反映可持续的经济潜在增速（实际收益率水平）叠加长期核心 CPI 通胀预期。其中可持续的经济潜在增速体现的是实体经济平均的实际债务融资成本要与低效产能淘汰出清、先进产能得到债务杠杆的利润放大效应鼓励的加权平均要求相适应；而长期核心 CPI 通胀预期则是居民本币购买力的最优平减指数，比反映生产成本且波动极大的 PPI、以及 GDP 平减指数等其他通胀指标更适合作为长期国债名义利率的基础定价因素。叠加层体现两个结构性特征，其一是经济发展的长期结构所对应的货币政策立场特征，比如在地产基建内需拉动经济增长的发展阶段，货币政策对应需采取长期偏宽松的立场，通过金融杠杆的快速积累才能推动地产基建投资的快速增长，这一阶段利率水平就相对基础层趋势要偏低，反之如果经济发展的阶段内生性的金融杠杆需求下降，以内外部消费升级拉动先进制造业技术进步为根本特征，货币政策必然重回中性立场，利率水平就会与基础层趋势更加接近。其二是阶段性的金融市场资产负债结构调整的中短期特征，我国银行业存在理财产品投向非标的表外负债——资产循环，某些阶段表外负债向表内转移较快、表内低风险“安全资产”增速相对较慢时，“安全资产”相对稀缺，配置压力就可能短暂地压低长期国债收益率。两个层面的定价机制时刻相互叠加，但可持续性不同，基础层可持续性较强，叠加层波动极大，需要从成因角度分析其可持续性。

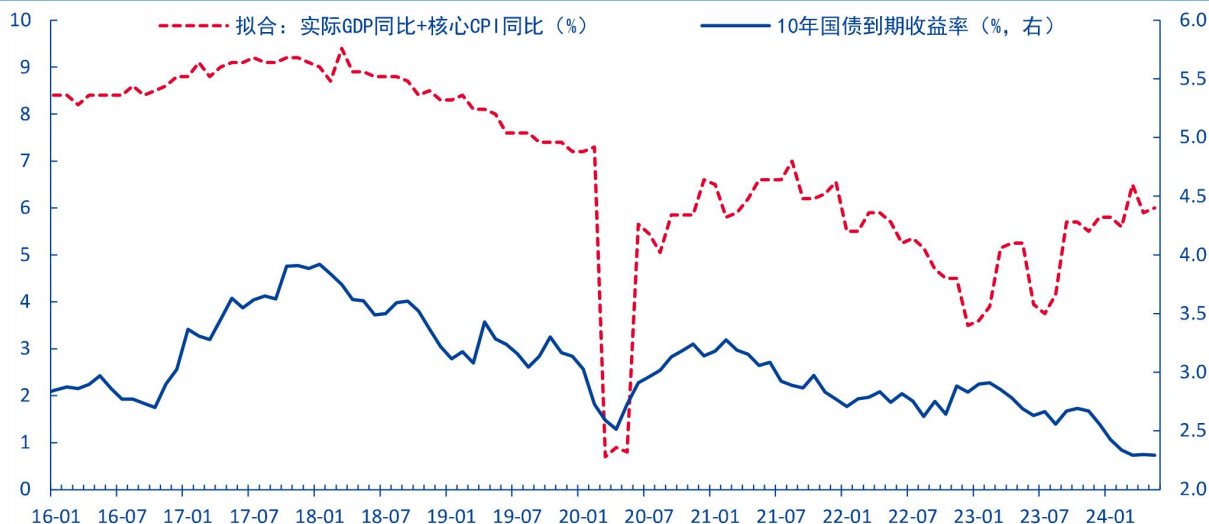
图 1：长期国债收益率定价的两个层面



资料来源：华金证券研究所

从基础层来看，当前长期国债收益率处于深度偏低区间，大幅低于经济潜在增速和长期核心 CPI 对应的利率水平，半年多以来缺口显著扩大。2023 年下半年以来，实际经济增速小幅企稳并小幅回升，核心 CPI 通胀地位稳定，基础层定价逻辑指向 10 年国债收益率应趋于稳定。但从实际情况来看，10 年国债收益率从 2023 年 6 月的 2.63% 左右，小幅反弹至 10 月的 2.69% 左右之后即逆转为下行，且今年以来下行加速，继 2023 年 12 月降至 2.56% 左右之后，至 2024 年 3-5 月间持续围绕 2.30% 左右低位中枢窄幅波动。这一方面显示出债券市场投资者对于中长期经济增长的潜在趋势展望较之最近几个季度的实际 GDP 增速数据更加谨慎，另一方面也显示叠加层的中短期定价逻辑在当前阶段可能处于支配性低位。

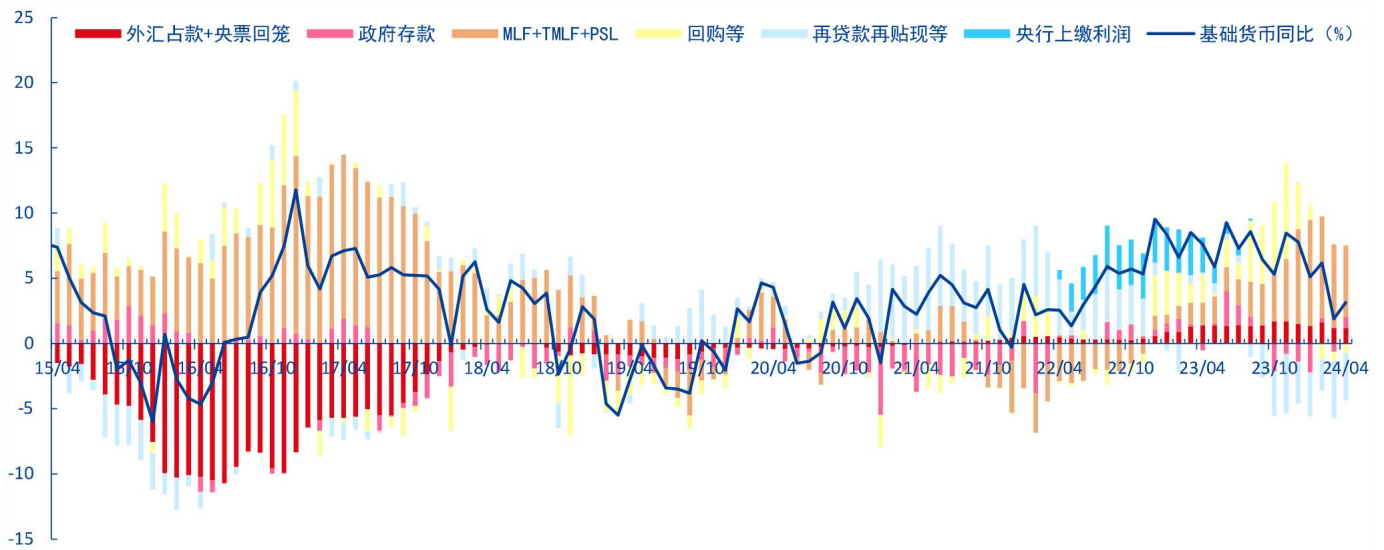
图 2：长期国债收益率近期数月与基础层定价逻辑对应趋势差距扩大



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从叠加层中短期逻辑来看，一方面，本轮地产新政“组合拳”重点在于进一步放松需求侧限制措施，而不是通过货币政策的大幅宽松主动刺激新增地产需求，央行近期已经较为明确地传递出对于内生信用需求更加谨慎的展望以及更为明确的向中性区间收敛的货币政策立场。2月5Y LPR的大幅下调一度令市场对货币政策加码宽松的预期显著升温。但此后央行日渐明确地传递出对“流动性陷阱”风险的担忧。一方面，央行提出在房地产市场风险、地方债务风险加快化解的阶段，信用融资需求可能已经内生性大幅降温，同时商业银行如果基于“规模情结”而持续投放超出市场需求的新增信贷，则可能导致低效产能无法出清、资金空转套利等新的扭曲；另一方面，在美元年初以来整体走强的背景下，央行重申遏制汇率超调风险的坚定立场，也显示出较为明确的向中性区间收敛的货币政策立场微调（详细分析可见《货币政策开始向中性收敛——货币政策执行报告（24Q1）点评》2024.5.10）。在这样的背景下，五月中旬的本轮地产新政“组合拳”中，央行在住房需求侧提出的降首付、取消全国商贷利率下限、下调公积金贷款利率三项措施都是限制放松或取消性质，不直接增加地产需求；而唯一涉及流动性投放的措施——用于地方非平台国企“收储”存量现房的保障性住房再贷款，则不仅规模远小于2015-2018年“货币化棚改”期间央行的流动性投放量，而且因“收储”操作需满足高库存、以需定购、合理价格并与地方隐性债务风险隔离等刚性要求，预计操作速度相对也比较平稳而不会特别集中，而且潜在效果预计主要是改善开发商的流动性，同样也不是显著宽松以刺激增量需求。综合分析，我们认为当前央行货币政策立场已经在逐步转向中性区间，与长期国债收益率所反映出的市场预期之间偏离加大。

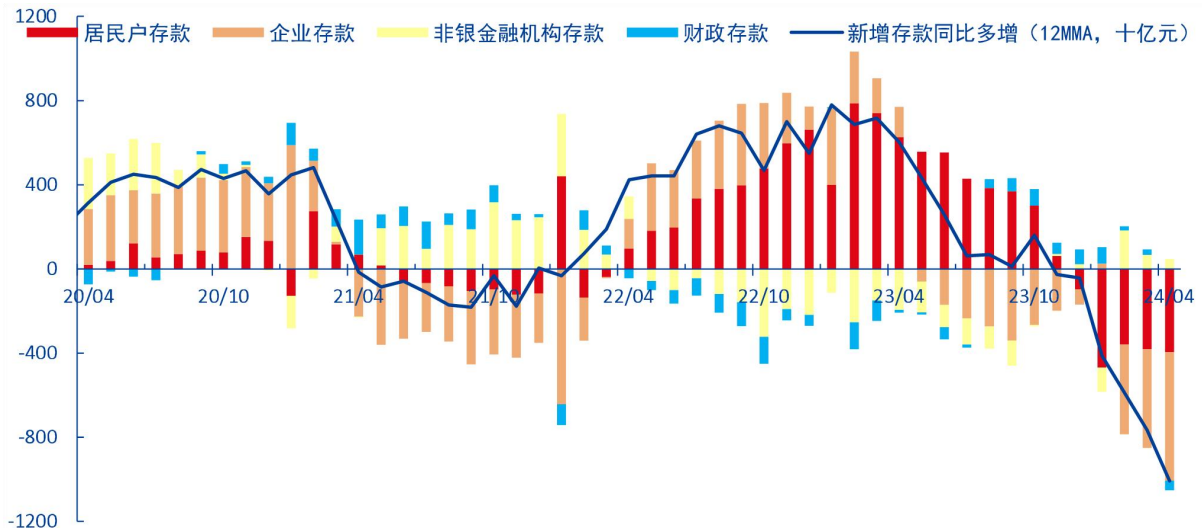
图 3：本轮地产放松，央行并未大量投放流动性（单位：%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

另一方面，存款利率多次下调后，表外负债（理财产品）可能再度形成存款替代效应，加之居民新增房贷情况持续低迷导致的银行缩表效应，此前数月在银行资产端的“安全资产荒”现象可能正在被“表内负债荒”所逆转，叠加层两大压制长期国债收益率的因素可能都是暂时性的。存款利率多次下调之后，当前银行表外的理财产品收益率较表内的定期存款对于居民配置来说吸引力再度提升，居民存款同比多增的现象近几个月以来已经有较为明显的缓和。此外，今年以来居民房贷新增情况较为低迷，也带来了商业银行表内资产负债收缩效应（详细分析见《融创纪录负增长，会否常态化？——金融数据速评（2024.4）》2024.5.11）。上述两大因素对应的银行表内资产端“安全资产”增配的需求或已开始趋于降温。

图 4：新增存款同比多增情况及其结构（单位：十亿元人民币）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

总结上述两个层面的诸多影响因素的分析，我们认为导致当前长期国债收益率大幅低于基础层趋势的短期因素可持续性较低，暂时性特征较强，后续长期国债收益率上行概率大于下行概率，相关风险值得重视。

沪穗深陆续落实地产需求“三支箭”，首周效果温和

本轮房地产需求放松政策实施城市扩大至上海、广州、深圳三大一线城市，成为近年来力度最大的一轮放松。5月27、28日，上海、广州、深圳先后宣布下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限，放松力度均达到本轮政策调控以来最大；相比于上海和深圳，房地产库存更高的广州调控力度更大，不仅将首套和二套住房的首付比例调至更低水平，更是成为首个直接取消商贷利率下限的一线城市。

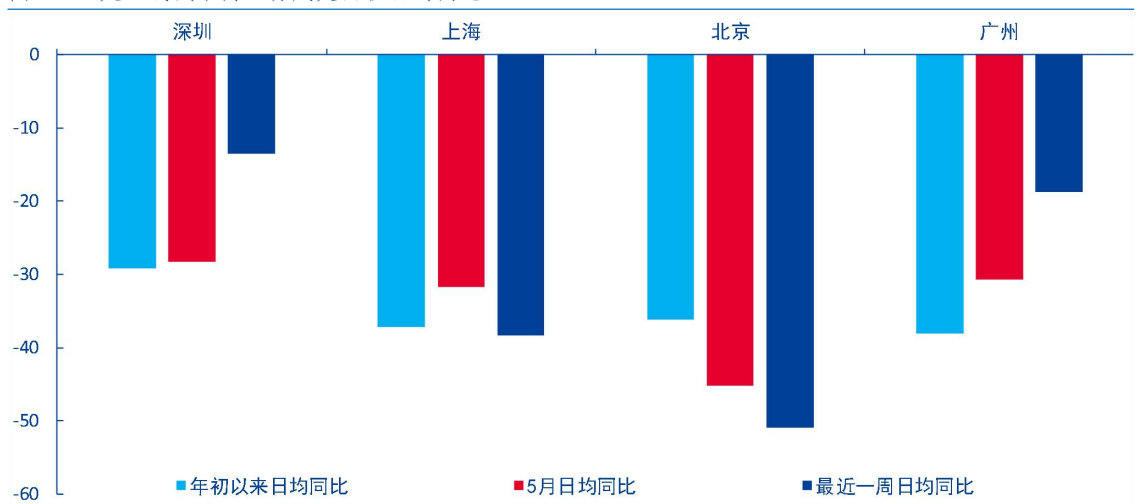
表 1：上海、广州、深圳本轮调整前后首套二套住房首付比例及商贷利率对比

	调整后		调整前		调整后		调整前	
	首套房 首付比例	二套房 首付比例	首套房 商贷利率	二套房 商贷利率	首套房 首付比例	二套房 首付比例	首套房 商贷利率	二套房 商贷利率
上海	20%	35%	LPR-45BP	LPR-5BP	30%	50%	LPR-10BP	LPR+30BP
广州	15%	25%	取消利率 下限	取消利率 下限	30%	40%	LPR-10BP	LPR+30BP
深圳	20%	30%	LPR-45BP	LPR-5BP	30%	40%	LPR-10BP	LPR+30BP

资料来源：各地政府官网，华金证券研究所

沪穗深需求放松首周效果相对温和，预计后续持续起到边际收窄跌幅的作用，但由于一线城市房价收入比仍显著高于其他区域，一线城市需求总体降温、结构调整优化的阶段性特征或将延续一段时间。整体来看，最近一周深圳和广州的日均商品房成交面积同比跌幅较5月和年初以来有所收窄，但仍处于缩量下跌的过程中；北京五一期间放松限购政策至今并未见到明显改善，本轮尚未参与，最近一周有加速下跌的趋势；而打响本轮一线放松“第一枪”的上海，商品房需求跌幅在一线城市中仅次于北京。

图 5：四大一线城市商品房成交面积日均同比（%）

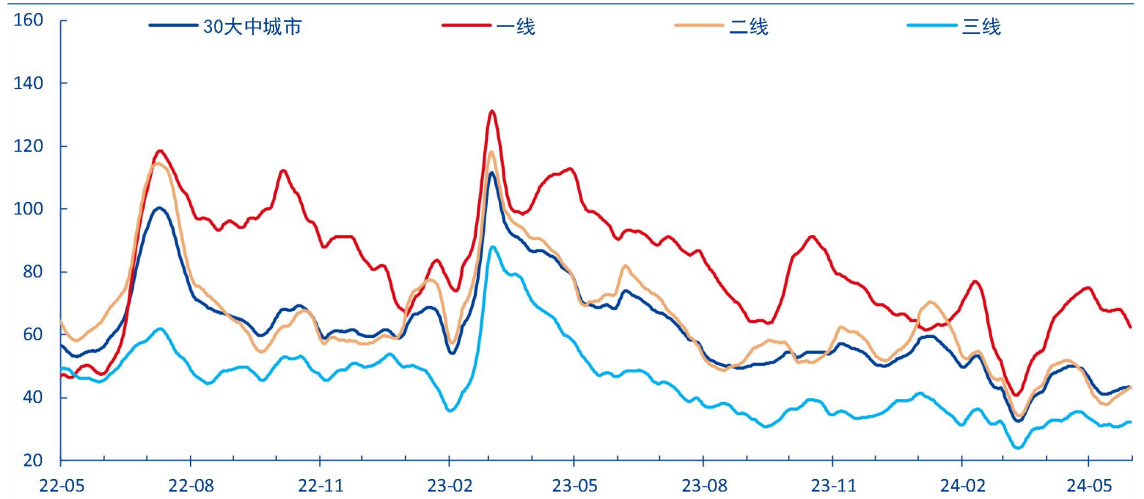


资料来源：Wind，华金证券研究所

本轮地产新政“组合拳”在供需两侧都非常强调结构性和适配性，需求侧放松至今，央行对于直接提供流动性创造增量需求的激进刺激模式都非常审慎的进行规避，而供给侧的政策放松和纾困措施，也非常强调针对高库存问题突出地区、还需强调以需定购，实际上供需两侧都着力于挖掘现有存量潜力，而并非激进创造增量。这意味着当前房地产市场的决定性因素仍集中在人口老龄化加速、产业布局的区域倾斜导致的人口吸引力与房价收入比之间的结构性矛盾等中长期

结构性因素方面。近期地产新政组合拳对于房地产市场供需两侧下跌斜率缓和无疑将起到重要作用，但长期来看，房地产市场当前困境的本质是与产业布局、各类要素流动性、城镇化模式转变等深层次问题高度相关的，深谋远虑的顶层机制设计如果推出，所带来的积极改变预计才是趋势性的、更加广泛而深远的。

图 6: 30 大中城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比 (%)

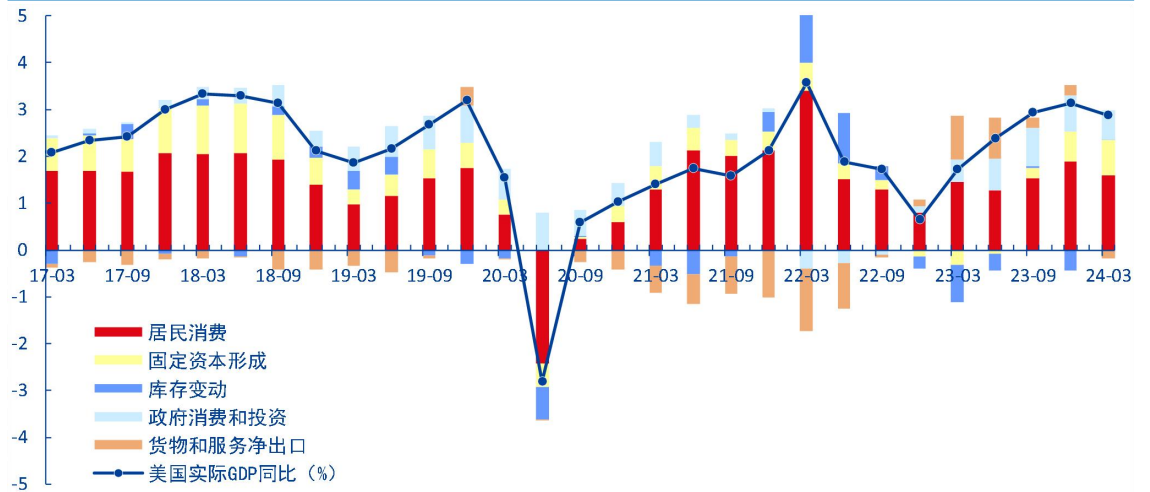


资料来源: Wind, 华金证券研究所

美国 24Q1 实际 GDP 小幅下修，但美元指数逆势上涨

美国一季度实际 GDP 修正值小幅低于初值，但日内美元指数却逆势上涨，主要因为结构上来看固定资本形成——尤其是住宅投资不降反升，佐证当前美国经济在生产端实际上增长旺盛。当地时间 5 月 30 日，美国经济分析局公布 24Q1 美国实际 GDP 修正数据，修正后美国 24Q1 实际 GDP 季调环比年率为 1.3%，小幅低于初值（1.6%），对应的同比增速也较初值小幅回落 0.1 个百分点至 2.9%。低于预期的数据公布后美元指数却不降反升。从结构上看，修正值低于初值的主要原因是下修了一季度居民商品消费支出，环比从 -0.1% 修正为 -0.5%，商品消费对实际 GDP 同比增速的贡献也因此小幅下行至 0.4 个百分点（初值为 0.5 个百分点），但整体仍然处于较高增长水平；而服务消费与初值基本一致。在投资一侧，一季度美国固定资本形成环比修正值较初值提升 0.2 个百分点至 1.5%，其中住宅投资环比更是大幅上修了 0.4 个百分点至 3.7%，固定资本形成对实际 GDP 同比的贡献也小幅上修至 0.8 个百分点，非住宅投资则是维持了初值时环比 0.8% 的高增水平。综合来看，当前美国的房地产市场在货币紧缩处于尾部阶段、年内降息预期有所升温的背景下正在快速回升，而由于房价和房租之间存在传导时滞，住宅投资数据上修可能意味着未来房租分项对美国核心通胀的拉动作用也会比预期更强。由此，当前美国经济结构所呈现的消费拉动维持高位、房地产市场加快回升的特征，与美联储当前预测的通胀中短期存在高位粘性、而中长期呈现一定的回落趋势确定性的判断是比较一致的。我们维持美联储不于 9 月开始首次降息、年内降息两次的预测不变，相比于美联储，下周欧央行是否会在首次降息的同时提出超市场预期的鸽派指引更值得关注，重视美元指数可能会因此进一步短线上冲的风险。

图 7：美国实际 GDP 同比增速及贡献结构（%）

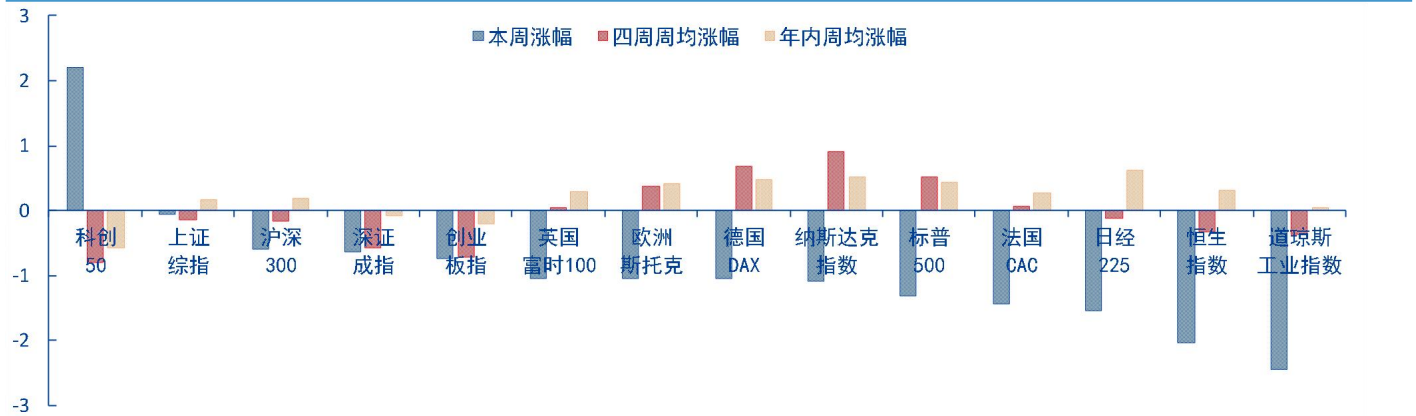


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：长期国债收益率显著上行风险，美元指数短线上冲风险。

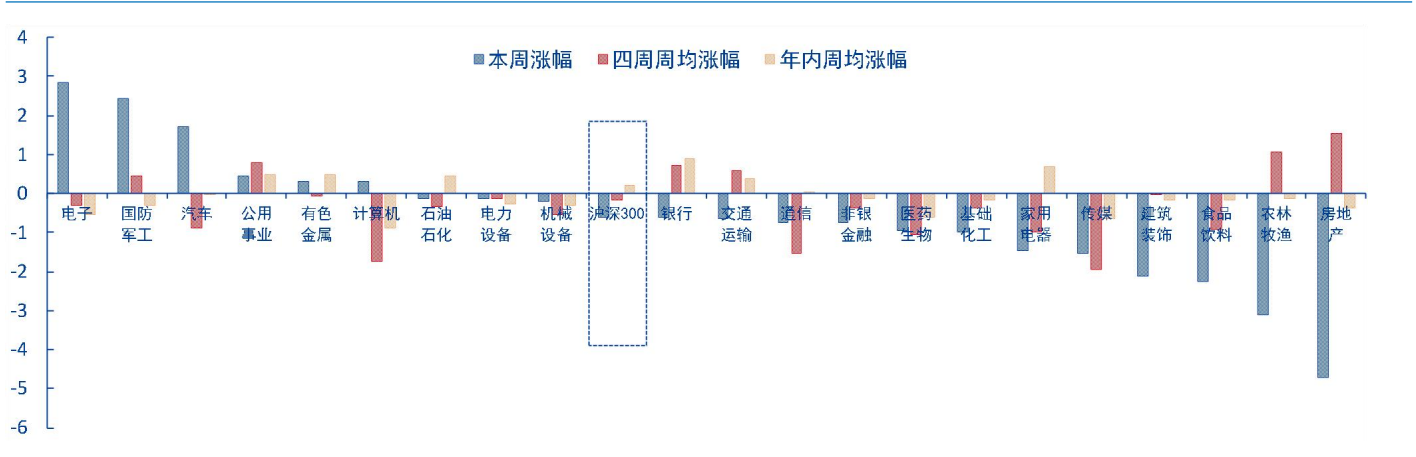
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 8: 全球股市: 本周全球股指普遍下跌, A股科创 50 逆势上涨



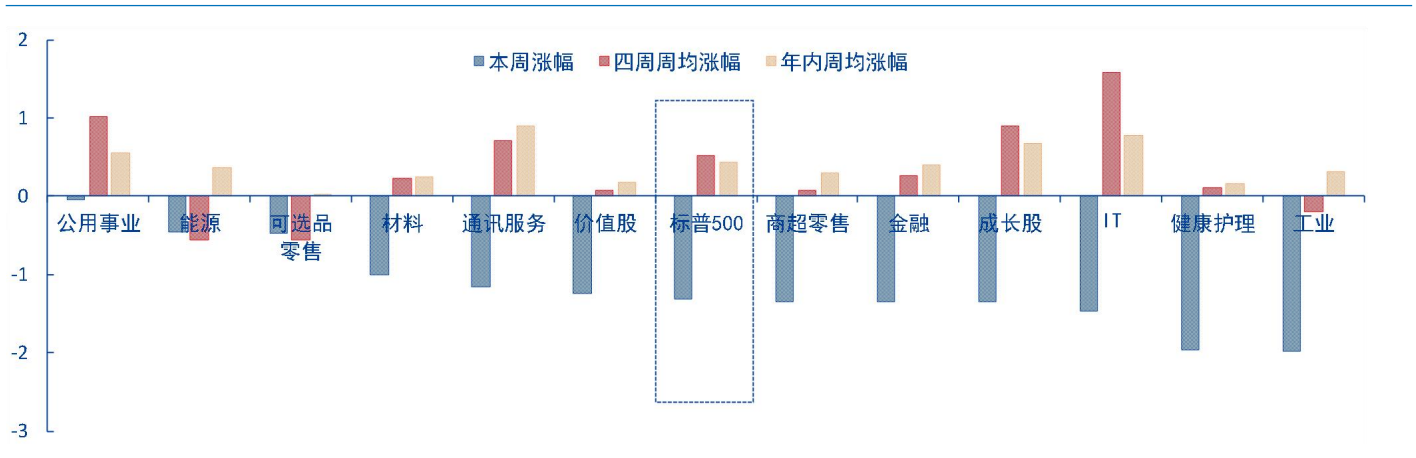
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : A股电子板块领涨, 房地产板块继续大幅回调



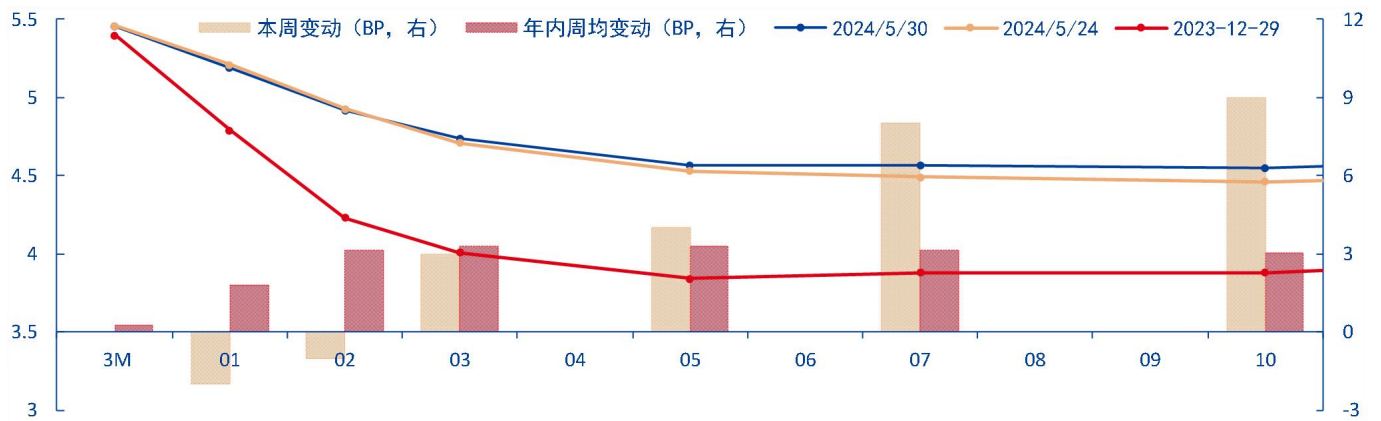
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股各板块普遍下跌



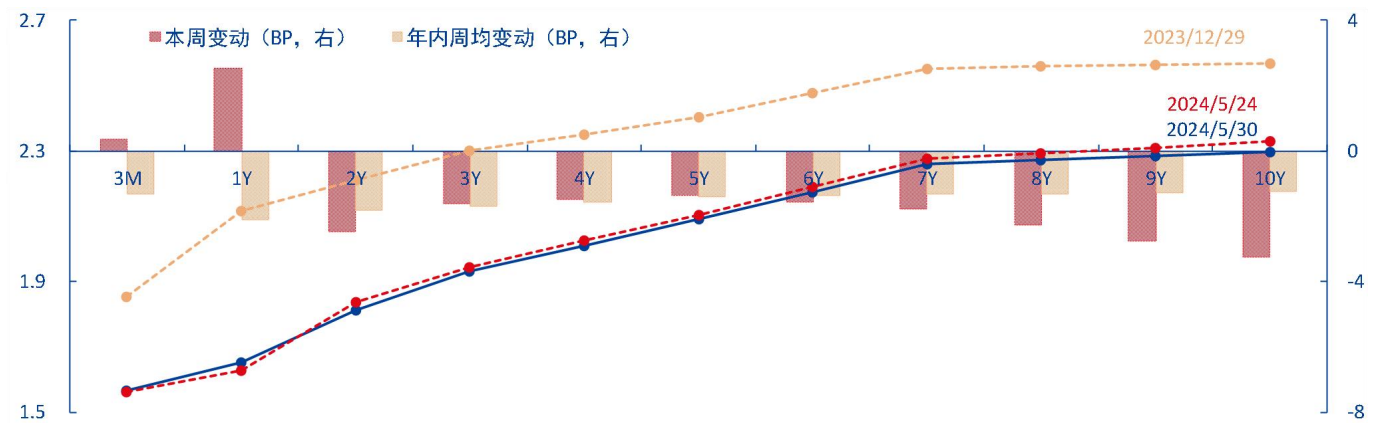
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 美国国债收益率变动幅度: 本周 1Y 及 2Y 美债收益率小幅下行



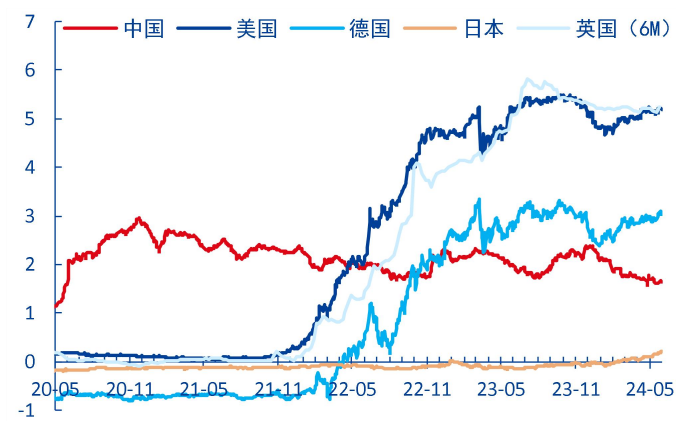
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 中国国债收益率变动幅度: 本周中国长端国债收益率下行



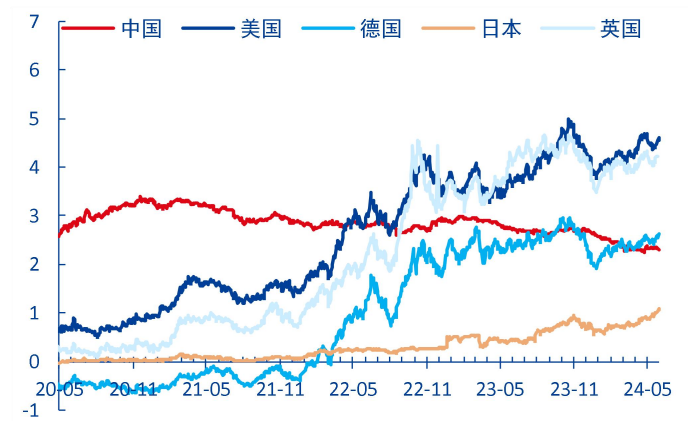
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 本周中国 1Y 国债收益率上行约 2BP (%)



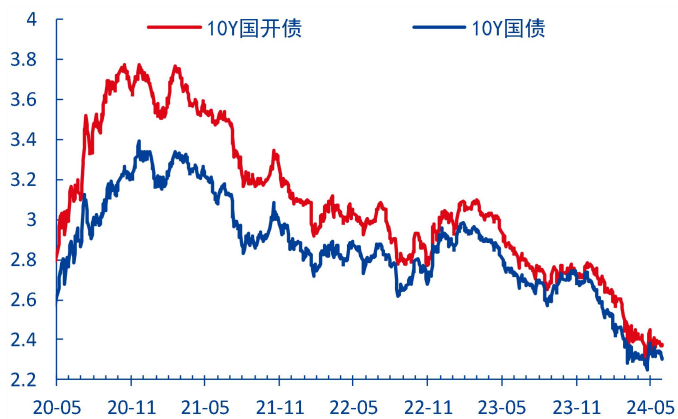
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中美 10Y 利差持续扩大 (%)



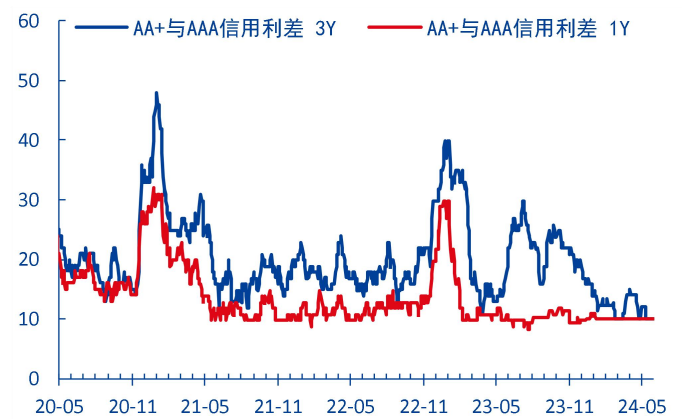
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



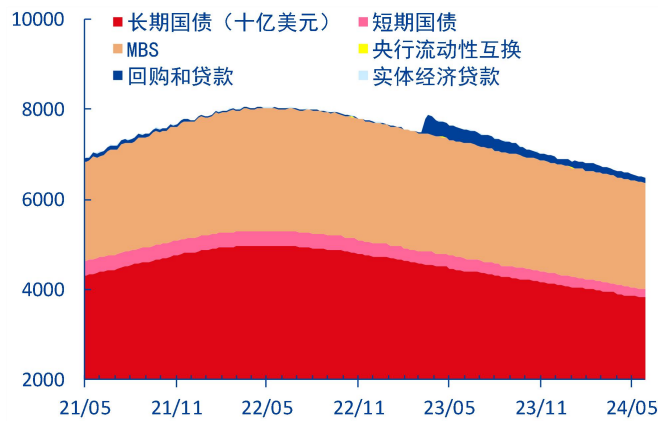
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 1Y、3Y 信用利差基本持平 (BP)



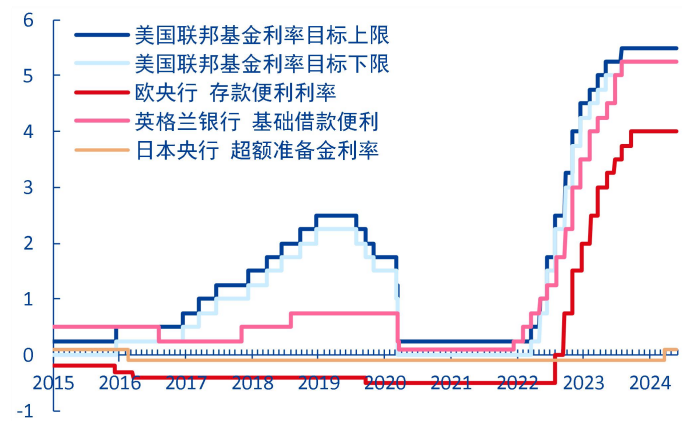
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



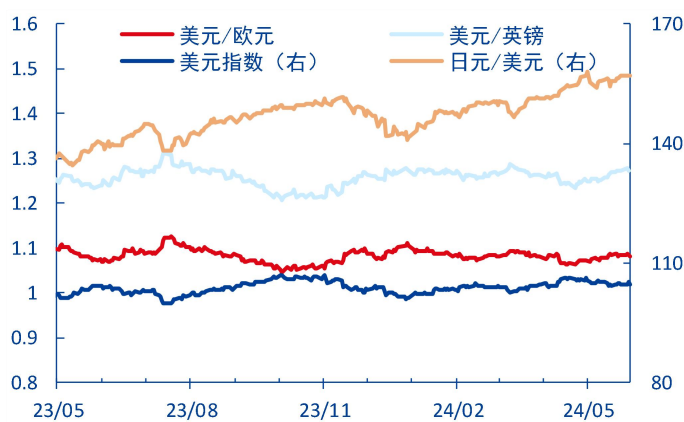
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 主要央行政策利率 (%)



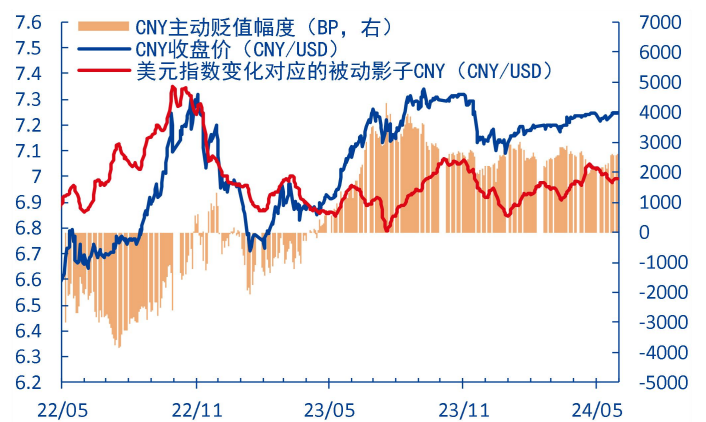
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 全球汇率: 美元指数较上周基本持平



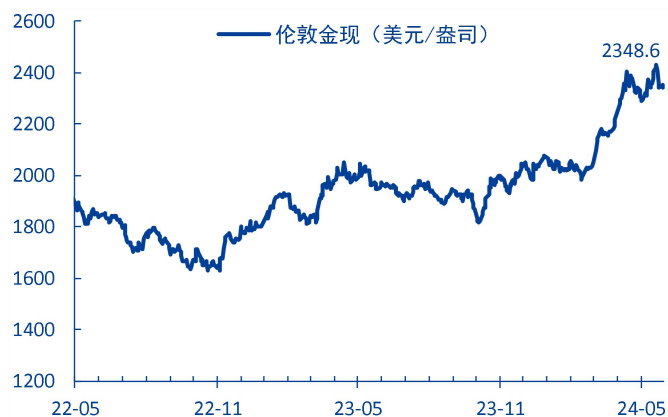
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: CNY 小幅贬值



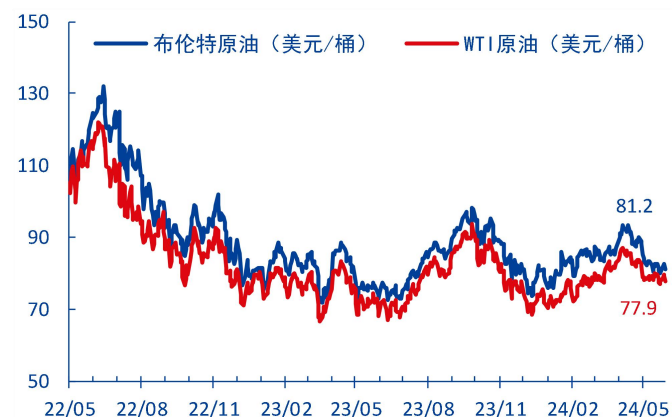
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 本周金价继续下行



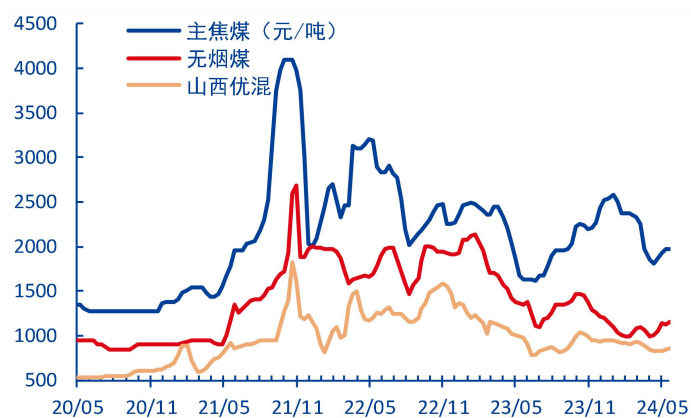
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 本周油价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 5 月中下旬煤炭价格有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 本周铜价大幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn