

以史为鉴，类滞胀时期利率走向何方？

摘要：

通过回顾历史，我们发现，历次类滞胀的宏观特征有明显差异，共通之处在于：社融增速均下行；长期利率与中期利率之差均下行；中美利差均上行。

类滞胀期间内利率有涨有跌，利率的主线通常包含两类：通胀上升引发货币收紧，利率上行；信用收缩导致资产荒，利率下行。

本次类滞胀阶段中，利率的主线是信用收缩导致资产荒，故今年二三季度利率总体是下行趋势。通胀预期升温作为本轮类滞胀阶段的次线，带动了利率于今年9-10月反弹。

预计四季度类滞胀状态延续，持续时间或超以往，货币政策维持稳而不紧的基调。信用于四季度见底概率较大，但利率见底与否取决于银行间流动性是否明显收缩，而非社融拐点。

预计随着地方债发行放量在11月兑现，信用回暖预期的交易会暂告一段落，国债市场有望重新交易流动性平稳宽松，故四季度利率望呈现“倒U型”走势，短期顶点或在3.1%-3.15%，顶点出现在11月的概率较大。

风险提示：政策年末提及明年发债提前；能源危机爆发致PPI远超预期。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 量化组

研究员

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号：F3083038

投资咨询号：Z0016257

一、类滞胀时期利率表现回顾

本文以 PPI 上行，PMI 下行作为标准筛选类滞胀时期，历史上符合该特征的时期确实不少，但充分考虑时间（持续至少一个季度）和空间（PPI 处于较高位）两个维度后，仅能筛选出四段符合条件的类滞胀时期作为样本进行研究，表 1-2 分别列示了期间内利率及相关宏观指标的变化情况。

表 1 表明，虽然都处于类滞胀时期，但利率有涨有跌，主因四段时期均有自己的宏观特性：2008 年 PPI 和 CPI 分化，2009 年 PPI 上升幅度和信用收缩幅度皆最大，2011 年升准幅度最大，2021 年通胀上行并未阻碍央行降准。

同时，表 1-2 表明，四段时期仍有共通之处，主要体现为：皆处于紧信用环境中（社融下行）；中期限国债的配置需求不强（长期限与中期限利率之差皆小幅下行）；从利差角度看到的人民币贬值压力下降（中国与美国利率之差皆上行）。

最后，从数据中还发现了似乎不合常理但又真实存在的例外：2009 年类滞胀特征表明，货币持续收紧，利率也不一定会上行；2008 年类滞胀特征表明，PPI 对 CPI 传导不畅不能构成货币不收紧的充分理由。

表格 1: 四段类滞胀时期利率及相关宏观指标表现

日期区间	PPI(%)	PMI(%)	CPI(%)	社融(%)	存款准备金率(%)	10y 中债利率(bp)
2008.04-2008.08	↑1.94	↓10.8	↓3.6	↓13.9	↑1.5	↑20
2009.12-2010.05	↑5.43	↓2.7	↑1.2	↓94.19	↑1.5	↓37
2010.12-2011.07	↑1.61	↓3.2	↑1.85	↓6.83	↑3	↑15
2021.03-2021.07	↑4.6	↓1.5	↑0.6	↓8.9	↓0.5	↓40

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表格 2: 四段类滞胀时期利率及重要利差表现

日期区间	10y 中债利率(bp)	国债:10y-1y(bp)	国债:10y-5y(bp)	10y 中债-10y 美债(bp)
2008.04-2008.08	↑20	↑5	↓2	↑14
2009.12-2010.05	↓37	↓50	↓1	↑11
2010.12-2011.07	↑15	↓31	↓8	↑63
2021.03-2021.07	↓40	↑7	↓6	↑14

资料来源：Wind 华泰期货研究院

二、类滞胀时期利率走势回顾

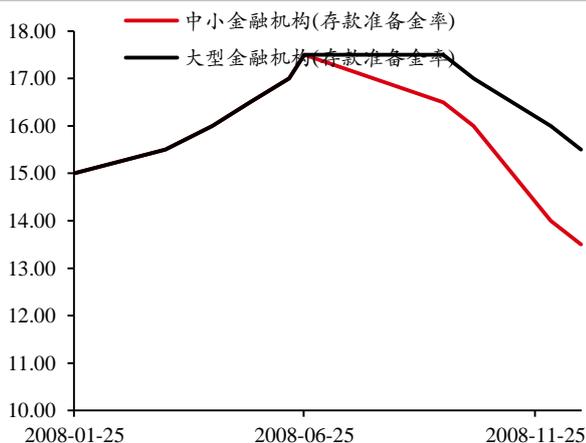
前面我们通过数据统计，既发现了不同类滞胀时期利率表现的特性，又观测到了它们的共性。为更深入探究类滞胀时期利率运行的逻辑，接下来详细回顾和比对四段类滞胀时期面临的宏观形势。

2008.04-2008.08：紧货币，利率上行

2008年的类滞胀时间非常短，仅一个季度左右，它本身是处于利率下行大周期中的短期反弹阶段。事实上央行从年初开始就连续6次提高存款准备金率（图1），奠定了货币紧缩的基调，但货币收紧导致流动性收紧的效果直到4月才显现，该阶段内，紧货币抑制大宗商品价格上涨成为主线（图2）。

08年年中的类滞胀环境中，利率表现为对紧货币敏感，对紧信用钝化的特征，**通胀预期升温导致央行收紧货币作为主线引导利率上行，是利率下行周期中的一次较大幅度的反弹。**

图1：2008年上半年提升存款准备金率 单位：%



数据来源：中国人民银行 华泰期货研究院

图2：2008年为PPI通胀 单位：点



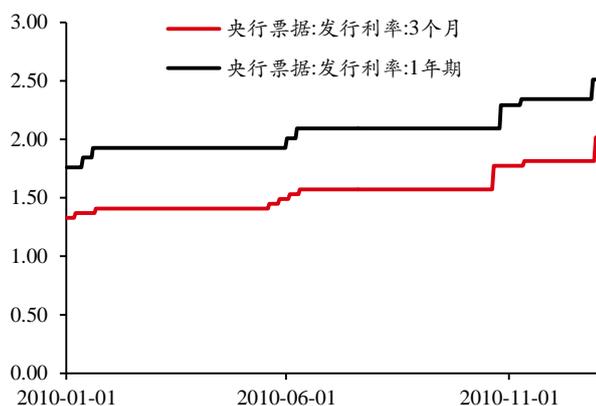
数据来源：Wind 华泰期货研究院

2009.12-2010.05：紧信用，利率大幅下行

央行于1月7日上调3个月央票利率4bp，正式开启了新一轮央票利率的调整，仅在1月就连续上调1年央票发行利率累计达17bp（图3）。接着，央行还在1月12日和2月12日分别宣布上调法定存款准备金率0.5个百分点，回笼近6000亿货币，但在此期间利率仅上行5bp，明显不及预期。春节前后，市场确认监管部门实施更严格的房地产信贷管理（图4），地产销售增速见顶，叠加资金面超预期宽松，利率下行20bp。3月经济和通胀数据超预期带动利率展开反攻上行15bp，4月-5月房地产调控力度加强再度驱动利率下行30bp。

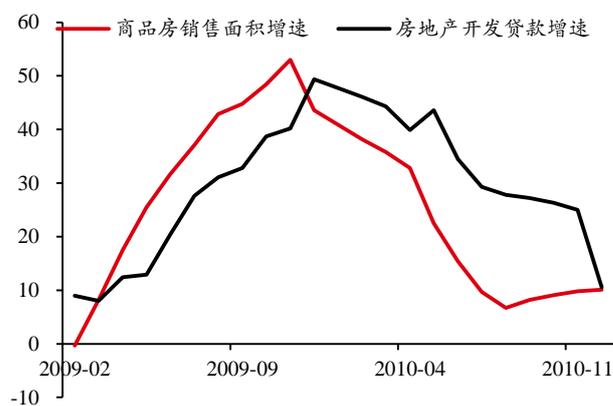
10 年上半年的类滞胀环境中，利率表现为对紧货币钝化，对紧信用敏感的特征，通胀预期升温导致紧货币预期只是引发利率短期反弹，信用收缩依然作为主线引导利率中期保持下行趋势。

图 3：2010 年数次提高央票发行利率 单位：%



数据来源：中国人民银行 华泰期货研究院

图 4：2010 年房地产开发贷款降速 单位：%



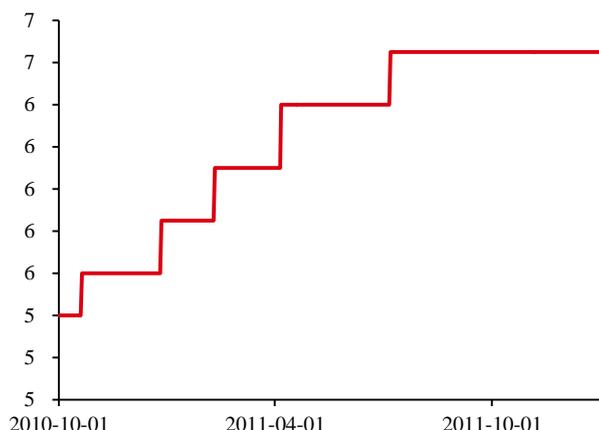
数据来源：Wind 华泰期货研究院

2010.12-2011.07：紧货币、城投债信用危机，利率上行

一季度前半段，通胀高企引发货币紧缩预期升温，春节前后升准加息先后落地（图 5），带动利率上行 24bp；一季度后半段，日本突发大地震导致市场避险情绪升温，利率高位回落 25bp。二季度前半段利率震荡为主，加息升准和海外风险事件频发交替影响市场；二季度后半段，通胀居高不下重新主导市场（图 6），叠加城投债信用危机发酵，资金面持续紧张，到三季度时利率上行 30bp。

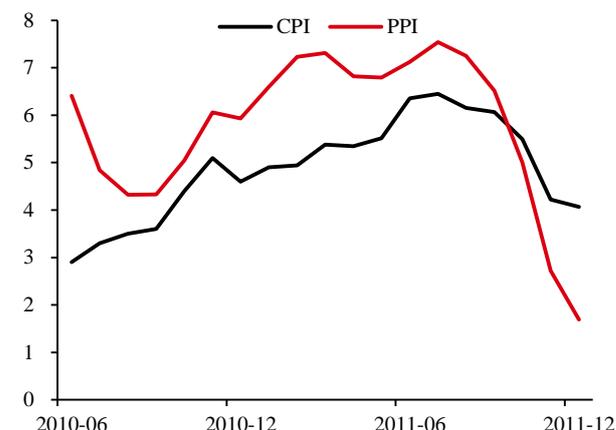
11 年上半年的类滞胀环境中，利率表现为对紧货币灵敏，对紧信用钝化的特征，海外风险事件爆发只是引发利率短期回落，通胀预期升温导致紧货币预期以及紧货币引发城投债危机作为主线引导利率中期保持上行趋势。

图 5: 2011 年数次调升贷款基准利率 单位: %



数据来源: 中国人民银行 华泰期货研究院

图 6: 2011 年为 CPI 通胀 单位: %



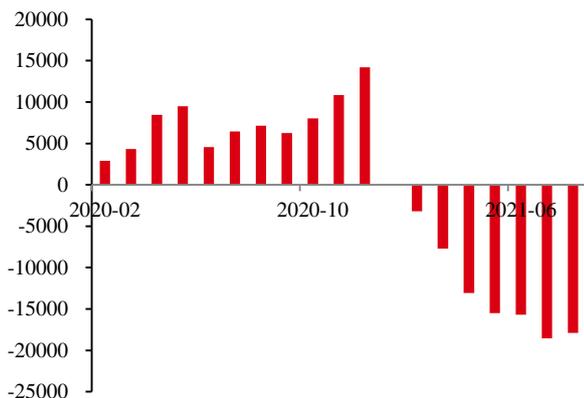
数据来源: Wind 华泰期货研究院

2011.03-2011.08: 紧信用, 利率大幅下行

21 年 3-8 月利率几乎是单边下行为主, 虽然大宗商品持续上涨带动 PPI 到达历史高位, 但央行货币政策并未因通胀上行而收紧, 反而于 7 月降准释放宽货币信号。财政发债和支出后置 (图 7-8) 和房地产调控力度提升导致社融持续下行, 紧信用作为市场主线带动利率下行近 40bp。

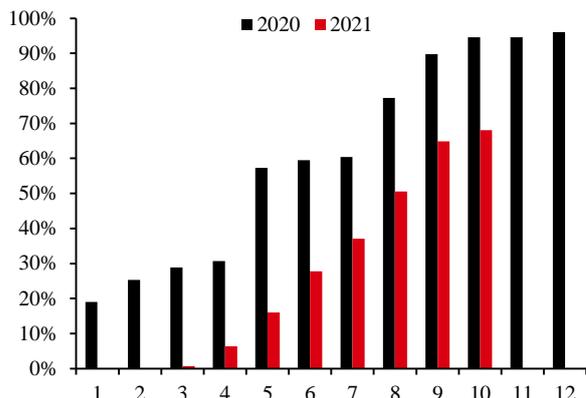
今年上半年利率总体表现对紧信用更加敏感的特征, 而进入三季度, 虽有央行降准加持, 但利率短暂地快速下行后, 在 8 月地方债发行提速的刺激下止跌, 随后全球能源短缺危机引发通胀预期极速升温, 利率加速上行, 目前为止从底部上行超 15bp。

图 7：2020-21 年财政净支出同比增幅 单位：亿元



数据来源：财政部 华泰期货研究院

图 8：2020-21 年 1-10 月专项债额度使用情况



数据来源：财政部 华泰期货研究院

三、 四季度利率走势展望

通过以上分析，我们认为，本轮类滞胀阶段类似于 2010 年上半年，利率的主线是信用收缩导致资产荒，带动利率呈现下行趋势，通胀预期升温仅作为次线引发利率阶段反弹。预计类滞胀状态将在四季度延续，那么，对于利率的判断需要先回答两个问题：一是主线是否从信用切换至货币；二是主线不切换的情况下，信用是否触底。

1.类滞胀状态延续，货币政策稳而不紧

今年类滞胀中的“胀”主要体现在 PPI 大幅上升，既有来自于美联储超发货币的需求因素，也有全球能源短缺的供给因素。

从需求端来看，去年新冠疫情的爆发导致美国经济停摆，美联储和联邦政府相互配合，向市场注入大量美元流动性，从历史经验看，虽然美联储 Taper 渐行渐近，联邦政府财政赤字拐点已现，但经济和需求往往滞后于紧缩政策见顶回落（图 9-10）。

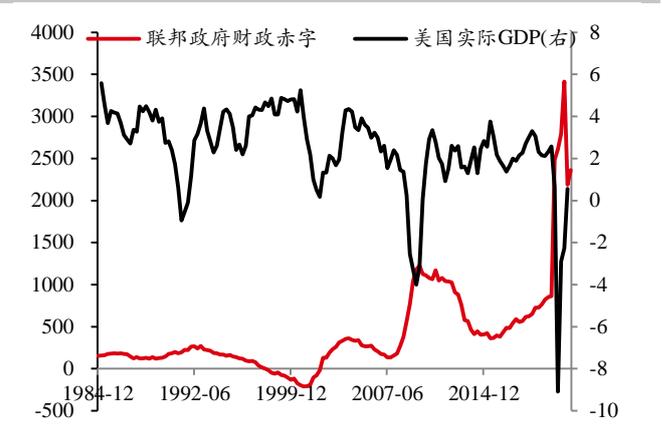
从供给端来看，三季度以来全球能源短缺形势愈演愈烈，天然气供应不足致欧洲天然气价格持续创新高，并带动电价和油价飙涨。国际原油价格对于 PPI 的贡献更为显著，故这里重点关注原油供需缺口（图 11），二季度公布的供需缺口处于有统计期内的新高位置，预计有望推动原油价格进一步上行。因此，在国际原油助力之下，本轮 PPI 上行的持续性较强（图 12），超出市场预期，这是 9 月国内利率反弹的重要原因之一。

图 9: 信贷扩张与经济 单位: 亿美元/%



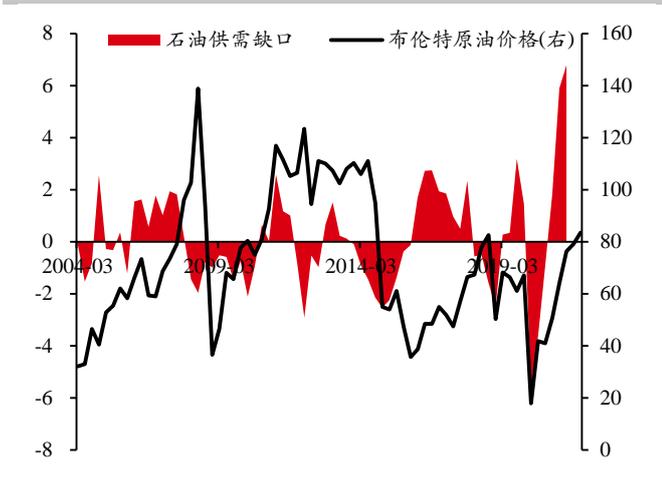
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 财政赤字与经济 单位: 亿美元/%



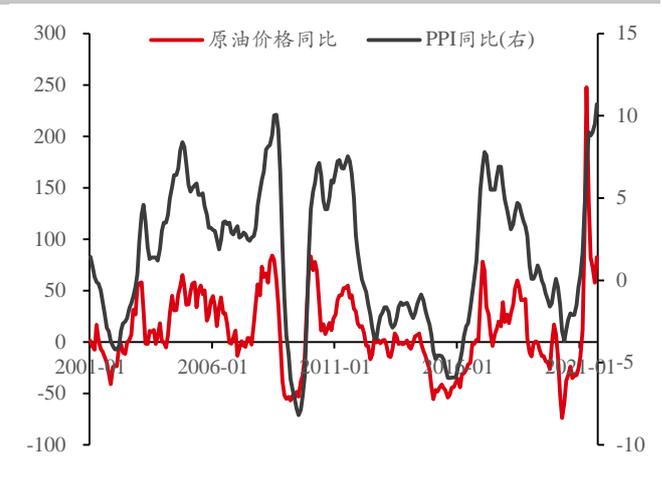
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 原油供需缺口较大 单位: 美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 原油对 PPI 的影响最直接 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

类滞胀期之前通常是复苏或繁荣期，2008 年和 2011 年的类滞胀期到来前，央行已有明确的升准或加息的动作，类滞胀期到来后，政策行为得到延续。相比之下，今年类滞胀期，央行不仅未加息或升准，反而进行了降准，就货币政策的连续性而言，今年四季度降准的概率要大于升准。

对比已公布的 2021 年一二季度货币政策执行报告，二季度货币政策执行报告并未传递出紧货币信号，在维持一季度平稳基调的基础上甚至对未来经济多了一份谨慎：

(1) 对经济形势的判断趋于保守。认为国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，这与上半年经济见顶回落的表现一致；

(2) 对通胀的关注度上升。认为国内通胀风险整体可控，强调“财政赤字货币化”仍可能导致海外通胀中枢上移，这与当前工业品价格持续上涨的表现一致；

(3) 提及结构性目标的次数明显增多, 更加强调引导金融机构支持实体企业发展, 这与今年社融持续下滑的表现一致, 信用收缩提升通过降准、再贷款等货币工具支持实体企业融资的必要性。

表格 3: 2021 年货币政策主要操作及表述

时间	会议/政策	主要内容
2021.02.03	孙国峰《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》	灵活保持总量适度; 构建金融有效支持实体经济的机制体制; 健全市场化利率形成和传导机制; 深化人民币汇率市场化改革。
2021.03.15	国常会	保持宏观杠杆率稳定, 政府杠杆率要有所降低。
2021.03.24	一季度货币政策例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。保持宏观杠杆率基本稳定, 推动实际贷款利率进一步降低。
2021.05.31	上调外汇存款准备金率	为加强金融机构外汇流动性管理, 央行决定于 2021 年 6 月 15 日起, 上调外汇存款准备金率 2 个百分点。
2021.06.01	利率定价自律机制	将由存款基准利率一定倍数形成的存款自律上限, 改为在存款基准利率基础上加上一基点。
2021.06.28	二季度货币政策例会	将“经济运行持续恢复”的表述调整为“国民经济总体延续稳定恢复态势”, 并将“国内经济发展动力不断增强, 积极因素明显增多”的表述调整为“当前我国经济运行稳中加固、稳中向好”。
2021.07.07	国常会	保持货币政策稳定性, 增强前瞻性、有效性, 坚决不搞“大水漫灌”, 适时运用降准等货币政策工具, 促进综合融资成本稳中有降。
2021.07.09	央行发布会	今年以来部分大宗商品价格持续上涨, 一些小微企业面临成本上升等经营困难。为支持实体经济发展, 促进综合融资成本稳中趋降, 下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。
2021.09.01	国常会	今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度, 支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款, 统筹做好跨周期调节, 发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。
2021.09.27	三季度货币政策例会	“国民经济总体延续稳定恢复态势”调整为“经济总体延续恢复态势”, 删除“当前我国经济运行稳中加固、稳中向好”, 增加“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的表述。
2021.10.15	三季度金融数据统计新闻发布会	将灵活运用 MLF、公开市场操作等工具, 适时适度投放不同期限流动性, 结构性货币政策工具在增加流动性总量方面也将发挥作用。

资料来源: 中国人民银行 华泰期货研究院

总体而言，结合表 3 中给出的今年以来央行货币政策操作及相关表述，我们认为，央行对于全球通胀上升的关注度在二三季度明显提升，但并不会构成其收紧货币的理由，主因央行对于未来经济形势的判断趋于保守。在保持宏观杠杆率稳定的前提下，支持实体企业融资是当前货币政策的重要任务，意味着货币政策维持稳而不紧的基调概率更大。

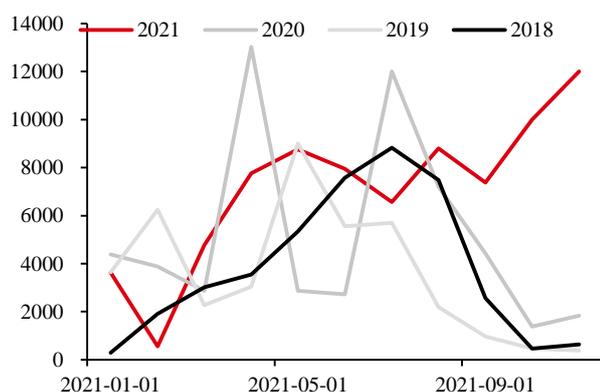
2. 政府融资加速，信用见底可期

根据历史经验，放松地产和政府融资提速是短期内实现信用扩张的最有力的边际推手，然而在地产调控政策趋严及地方政府隐性债务受控的背景下，社融增速回升比较依赖于地方政府债的发行。

地方政府债发行具备较强的季节性（图 13），通常在二三季度是高峰期，四季度发行量一般较少，去年 10-11 月分别发行仅 4429 亿和 1384 亿，今年发债节奏明显后置，预计 10-11 月月均发行过万亿，叠加低基数的影响，四季度政府债融资增速将迎来明显反弹，成为拉动社融反弹最重要的边际力量，这也正是近期国债利率快速反弹的另一个重要原因。

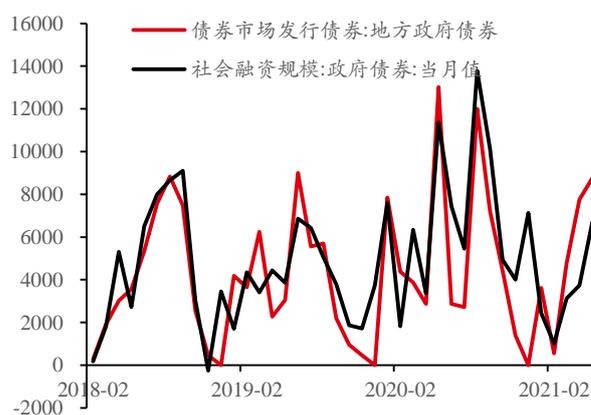
不过，预计地方债提速很难拉动信用持续大幅扩张，历史数据表明，房地产仍一直是派生信用最重要的载体，信用扩张与地产景气度紧密相连，无论是 M1 或是社融，均与地产销售增速走势相近（图 15-16）。

图 13: 地方政府债的季节性 单位: 亿



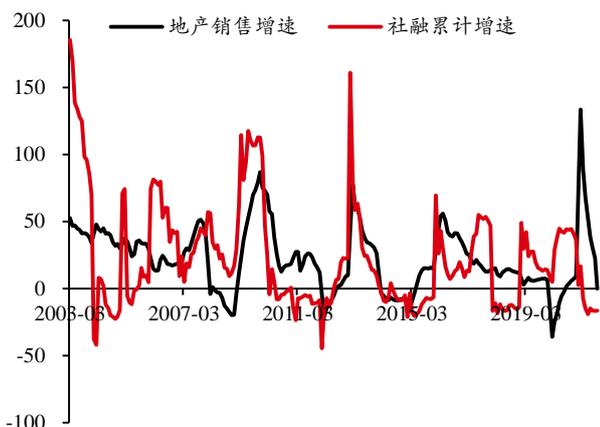
数据来源: 财政部 华泰期货研究院

图 14: 地方政府债发行与社融中政府债 单位: 亿



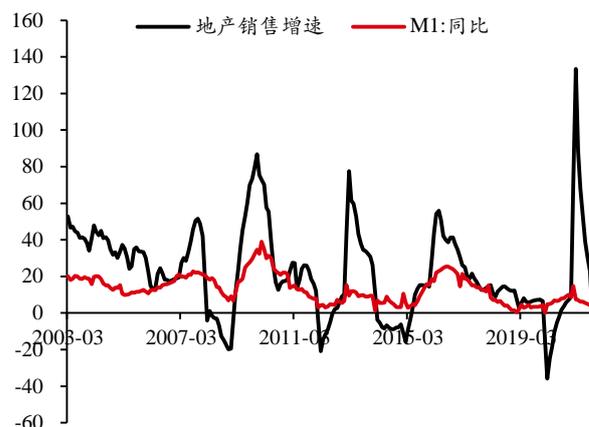
数据来源: 财政部 华泰期货研究院

图 15: 地产销售与社融增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

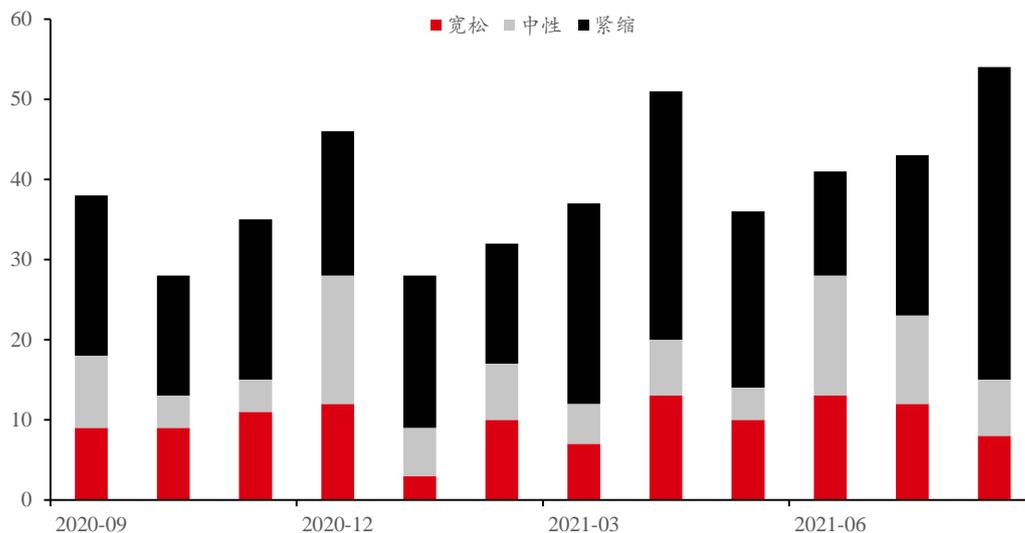
图 16: 地产销售与 M1 增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

虽然当前经济下行压力在增大,但政府坚持“房住不炒”的决心是坚定的,始终严格控制流向房地产的信贷额度,地产调控力度只严未松。根据中房研协测评中心监测统计,2021年8月地方出台房地产调控政策54条,创年内新高,宽松性政策8条,中性政策7条,紧缩性政策39条,紧缩性政策占比持续提升,表明地产政策环境依然趋紧,地产调控之严,可见一斑。在地产受限的背景下,预计信用扩张的力度将是温和的。

图 17: 近一年地方楼市调控政策调性变化 单位: 条



数据来源: 中房研协 华泰期货研究院

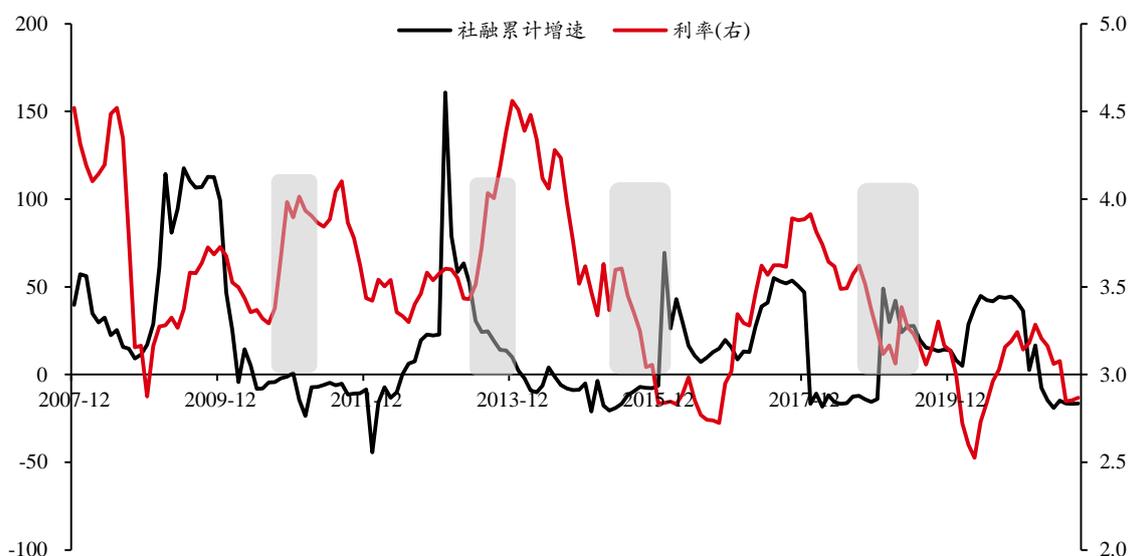
3.信用见底不代表利率见底，银行间流动性是核心

虽然社融触底的概率较大，但历史数据表明，社融与利率之间的关系并非一定是社融触底后，利率就会触底，两者背离的情况不少（图 18 阴影部分）：10 年下半年和 13 年全年社融低迷之际，利率仍大幅上行，主因央行主动收紧流动性；15 年底和 18 年底社融回升后利率并未有明显反弹，主因市场流动性充裕。因此，社融并不能作为预判利率的可靠指标，相对而言，流动性指标会更可靠。

我们认为，社融见底意味着资金从银行间市场流向实体的部分在增多，那么，利率是否见底的核心在于银行间的流动性是否会趋势收缩，央行曾表示，衡量银行间的流动性重点关注 DR007，考虑到 DR007 的趋势常常不明显，因此建议额外关注趋势性更强的 R007。

图 18： 社融与利率背离的情况不少

单位：%



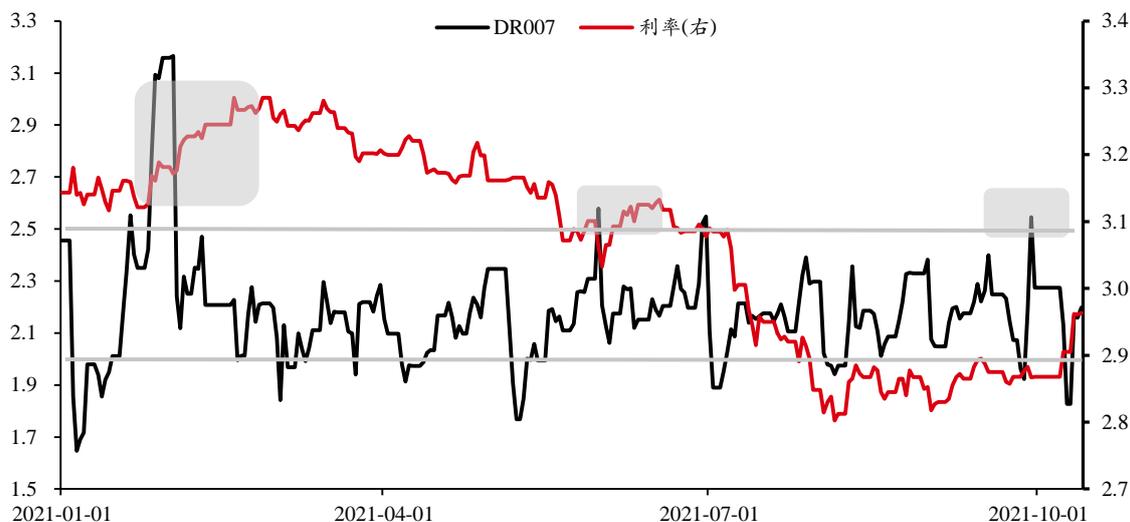
数据来源：Wind 华泰期货研究院

经验规律表明，DR007 的波动较小，多数时候区间震荡，故其波动中枢更为重要；而 R007 的波动更大，更容易形成趋势，故其趋势表现更为重要。

今年 DR007 多数处于 2.0-2.5% 的区间内运行，除了 1 月 DR007 大幅脱离区间上限带来国债利率一个月左右的反弹外，其余时间，即使突破上限也是短暂的（图 19 阴影部分），对国债市场的影响很小。9 月以来 DR007 试图冲高，但跨季后迅速回落至合意区间，DR007 反映出资金面较平稳。

图 19: DR007 突破波动区间易对利率产生影响

单位: %

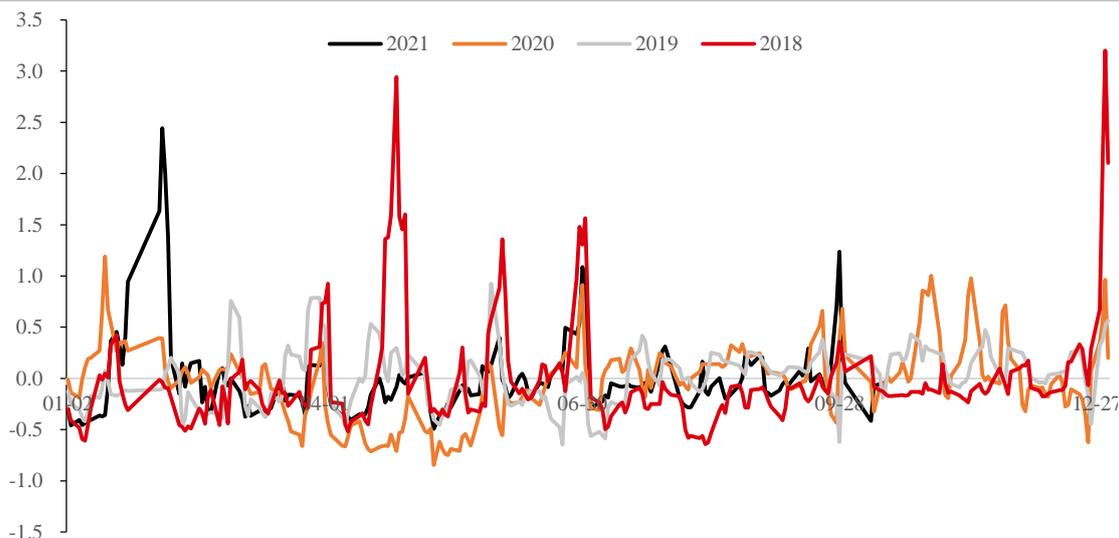


数据来源: Wind 华泰期货研究院

考虑到 R007 利率的季节性特征较强, 我们采用 HP 滤波分离出其周期项作为另一个重点观测指标。数据表明, R007 利率的季节项可以很好地揭示流动性状况, 即超季节性上行时意味着资金压力增大, 国债利率后期反弹概率将增加。9 月以来的波动符合季节性特征, 资金利率表现为季末冲高, 跨季后迅速回落, R007 反映出资金面也是平稳的。

图 20: R007 的季节性特征明显

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综上所述，在资金面平稳的局面下，近期国债利率极速反弹超 15bp，更加证实了当前市场正交易着通胀升温和信用回暖的预期。我们认为，随着地方债发行放量在 11 月兑现，信用回暖预期的交易会暂告一段落，而通胀升温又无法成为主线的情形下，债券市场有望向平稳的资金市场看齐，四季度利率望呈现“倒 U 型”走势，短期顶点可能在 11 月出现，历史上利率下行趋势中短期反弹的幅度均值在 20-30bp 左右，一旦超过 30bp，配置型资金的做多热情有望再度点燃。据此，我们预计四季度利率反弹的顶点或在 3.1-3.15%。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com