

## 【投研视点】2017 四季度 宏观经济及债券市场展望

2017-09-06 柏文轩

### 大类资产投资回报回顾及经济结构分析

2016 年全球经历了大宗商品的牛市，焦煤价格涨幅高达 136%，雄踞所有资产之首。而中国的主要投资市场却显示出了低迷，上证综指下跌，人民币兑全球的主要货币都出现了贬值。

进入 2017 年，大宗商品依旧主导了市场，前 8 个月焦炭涨了 39.69%，铝的价格上涨了 21.36%，成为了今年最大的黑马，有色金属及黑色系维持了去年强劲的走势，同时我们发现上证综指也出现了比较积极的走势，人民币更是出现了一波极其强劲的升值走势，连续 8 个月的持续升值已经使人民币可以媲美今年走势极为强劲的欧元。

从这两年的资产价格的走势来看，我们发现其实整个中国乃至全球的经济都与商品周期的回归密不可分，从产业链的角度来看，产成品库存的下降及需求的提升是推动原材料价格上涨的主因。今年上半年（1-6 月）基建投资累计增速（16.9%）远远高于制造业（5.5%）和房地产投资（8.5%）。从 1996 年到 2016 年，中国的经济发展模式就是以固定资产投资为导向的驱动模式，2016 年的中国 GDP 总量达到 74.4 万亿，但固定资产投资规模也达到了 59.7 万亿。其实中国的 GDP 更多显示出的只是固定资产投资的推动作用，而无法显示出经济增长结构的合理性及经济发展方式的可持续性。



的供应，虽然目前的土地购置增速依然是上升的，但在低能级城市的需求出现下降后，税收和政府性基金、PPP 项目的推广会成为新的财政收入支撑点，但要在维持 3% 的赤字红线的前提下继续提高基建投资增速将是一项十分艰巨的任务。

中国居民在经济高速增长期积累了大量的财富，在未来将成为一个相当重要的经济推动因素，中国庞大的市场，巨大的消费群体，对于发展服务业有着得天独厚的优势，中国特有的 O2O 生态，在发达国家丝毫看不见踪影。但对于居民消费拉动经济依旧有两个不确定性：一是存款增速的不断下滑，二是境内资产的境外转移。长期以来，存款增速代表了中国居民的财富增长速度，但自 2009 年后，居民的投资渠道愈发多元化，存款增速连年下滑，存贷款增速的基差也有所拉大，在存款转移的过程中，我们很难估算居民财富的增长，但有一点是肯定的，存款的转移代表了居民对于投资收益水平的要求在提高，而更高的投资回报则意味着更高的后端资金成本，因此撇开财富增长不谈，存款的转移直接推高了民间的投融资成本，在 2014~2015 年的降息周期里，虽然资金成本有所下降，但在流动性的投放出现收缩后，资金成本的上升，关键时点难求资金的现象，再次成为了困扰债券投资的问题。



资料来源：Wind资讯 华宸未来投研整理

从2009年开始，银行存款增速就不断下滑，2013年贷款增速便长期处于存款增速之上，从2013年开始，公共财政收入连年下降。

## 央行资产负债表与流动性情况梳理

同样的，自2014年底开始，人民币兑美元汇率开始下行，人们开始对于人民币的贬值感到恐慌，加上不少机构都鼓吹海外投资，民间换汇的需求日渐兴盛，后来国家不得不出台更为严苛的外汇管制措施来抑制资金的外逃，回过头看确实在这段时间里我国的外汇储备下降了很多。原来的内需变成了外需，对经济的增长确实形成了损失，但在人民币大幅贬值之后，对出口贸易的利好已经逐渐显现出来，进入2017年，无论是进口、出口贸易的增速都较2016年有了大幅的提升（7月进口累计同比24%，出口累计同比14.4%），较前期有了较大的提升。

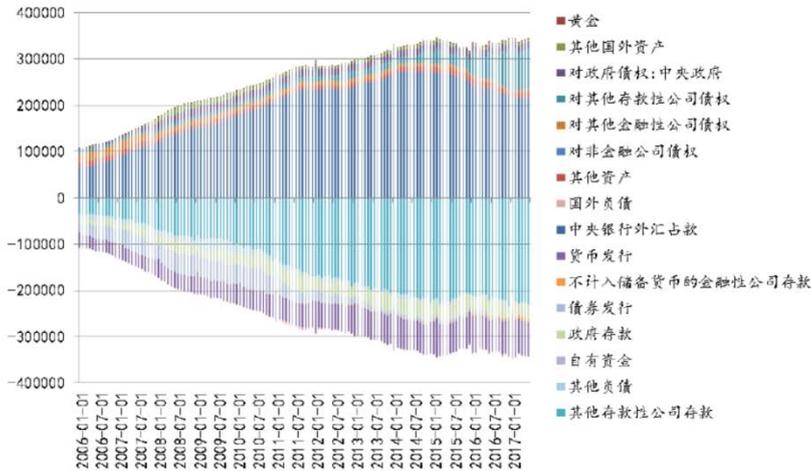
但外汇的流失所带来更为严重的问题就是境内的流动性的紧缩，从2015年到2017年一季度，从央行资产负债表的变化情况来看，中央银行外汇占款下降明显，央行采取不断增加公开市场操作（OMO）的方式来维持资产负债表规模的不收缩，所以我们可以非常清楚

地看到其资产中对其他存款性公司债权上升得非常快,使央行的资产总体上能维持在一个平稳上升的态势,这便是公开市场操作起到的“削峰填谷”的作用,而从现在的状况,其“填谷”的作用则更为明显,未来很长的一段时间内,这个趋势不会改变。

市场往往很多时候对于央行资产的变化谈论得比较多,但对于央行资产负债表的负债变化情况则谈论较少,其实占据负债端最大比重的存款性公司存款对于银行流动性有至关重要的影响,银行等存款性机构在央行的存款主要组成是银行等机构所缴纳的存款准备金(具体分项为不计入储备货币的金融性公司存款),每次流动性紧张甚至是外汇占款急速下降的情况下,市场普遍呼吁调降存准,但央行的货币政策更多地是以调降利率的形式来执行的,并没有过多地释放存款准备金,其中是有较深层次的意义的。

首先,在央行外汇占款迅速积累的过程中,基础货币投放的需求较低,提高存款准备金的缴存有利于冲销境内的过剩流动性,但上山容易下山难,理论上在外汇流出,占款下降的情况下,国家应该释放存准金来对冲流动性的缺失,但实际却没有,因为存准金与外汇占款的减少意味着央行的资产负债表将出现收缩,缩表在 2014-2015 年间则可能成为一个过于强烈的货币政策紧缩信号,在降息周期里央行只有释放出宽松的信号才能对冲人民币贬值所带来的流动性收缩,同时出现缩表的话只能使降息所带来的宽松信号大打折扣。其次,央行也并不愿意看到基础货币的大量产生,如果央行在存准金减少的情况下,加大货币发行的力度,理论上也可以防止资产负债表的收缩,但货币发行所带来的乘数效应是央行无法评估的,同时带来的债务水平的上升也是国家所不愿看到的局面。总体而言,采用公开市场操作来填谷,则具备了期限可控,操作灵活性强的优点,才形成了近年来公开市场投放不断加码的局面。

### 央行资产负债表收缩的压力来自于外汇占款的减少



资料来源：Wind资讯，华宸未来投研整理

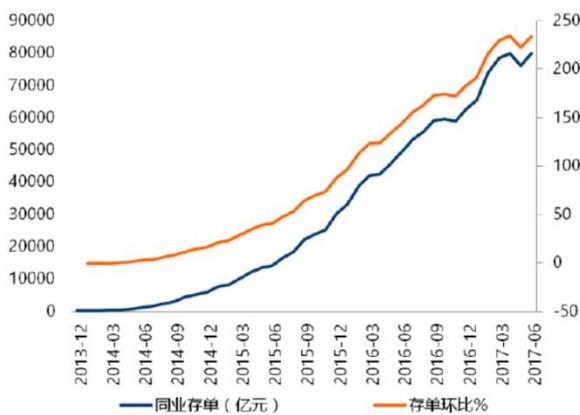
央行外汇占款在2015年处于整体收缩，而对其他存款性公司债权（OMO）的增加是维持央行资产稳定的关键，公开市场操作成为央行流动性“削峰填谷”的关键工具。

2017年以来外汇储备已经出现了六连升，外汇占款余额的减少也在逐月递减，如果势头继续保持，下半年央行OMO操作的力度将大大减弱

从央行的资产负债中可以看出今年的流动性的供给并未出现过放松，但今年上半年的经济数据却并显示出疲弱，原材料价格飙涨，固定资产投资增速增长较快，虽然 M2 增速下行，但 1-7 月份的累计人民币贷款余额已经超过了去年同期水平，信贷的投放可以说是丝毫不弱。为什么银行依旧能继续大规模的信贷投放，同业存单其实给予中小商业银行提供了不小的支持。一季度银监出重拳监管，银行的 MPA 考核更是给银行业上了一道紧箍咒，二季度基本银行业已经展开了自查，已经对于政策有了预期，打出了提前量，六月份并未出现流动性紧缺的情况，债市在二季度的平稳过渡点燃了市场的投资热情，不少机构又开始了建仓，但进入七月份，流动性紧张重现，这个时候我们发现所有品种中，同业存单对于机构的吸引力不减反增，虽然 7 月同业存单的发行比 6 月骤降了 4519 亿元，但广义基金却增持了超过 4526 亿的同业存单。央行二季度货币政策执行报告披露的官方数据显示同业存单的收益率维持在 4.88% 左右，而对于货币基金而言，高收益短期限的存单则是理想的底层标的之一。

同存的存在对于非银机构及中小型商业银行维持流动性更是至关重要,尤其是那些没法通过公开市场操作从央行获得低成本过渡资金的银行。但同业存单的巨量发行即将成为历史,同业存单的净融资收缩将是大势所趋,因为将同存纳入同业负债的考核之后,有不少股份制银行与地方行将难以满足低于 33%的占比要求,上市银行中,至少有 9 家银行将面临较大的整改压力。2013 年以来,同业存单的规模增长了 192 倍,超过 6.5 万亿的规模占比超过了银行存款余额总规模的 4%。在同业存单收缩之际,短期限资产的投资收益可能面临下降,这对于债券配置的久期重估将产生积极的意义,因为一旦短端的风险收益预期改变,那将使一部分规模的资金产生分流,而信用债市场也可能因为存单的淡出而重新活跃,也符合国家降杠杆,压低收益率,鼓励直接融资等政策意图。

### 同业存单发行量发行势头依然强劲

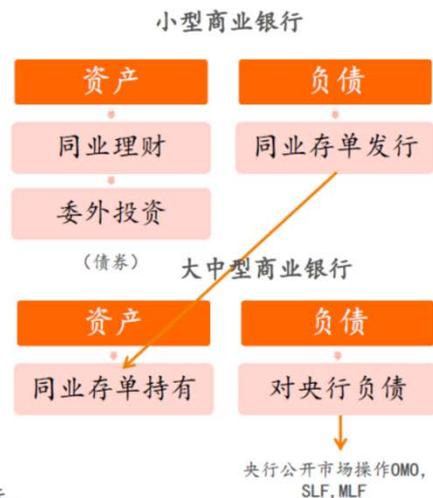


资料来源: Wind资讯, 华宸未来投研整理

从2013年至今, 银行存款余额增加了45%, 达152万亿元。

而同业存单的余额则增加了192倍, 达6.56万亿元。

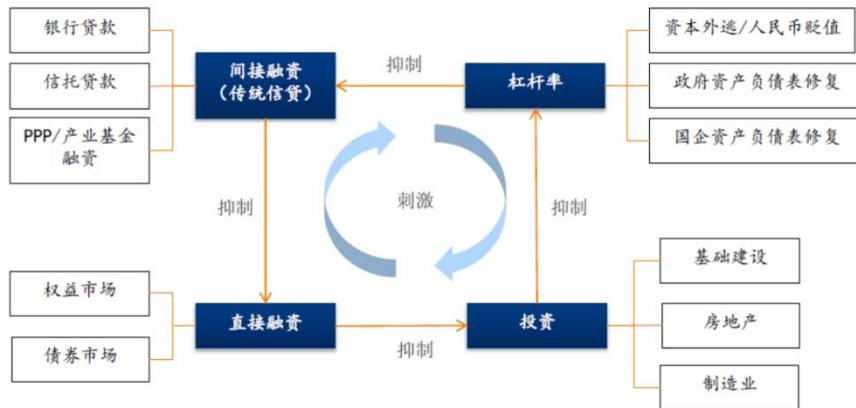
通过同业存单, 银行将有效应对贷款需求增加, 存款不足的窘境, 有效补充流动性的缺失。



## 2017 年投资逻辑

总体而言，从流动性的层面上，我们并未看到有明显的改善，而且如果考虑到外部的不确定因素，资金面出现全面宽松的可能性还是相当有限，所以财政能否加大投放力度，创造更多的投资项目可能是在货币政策收紧情况下最重要的稳定器。刚才已经谈到今年经济增长的动力是基建投资，房地产在固定资产投资里的地位已经让位于基建，固定资产投资的累计同比增速从 6 月的 8.6% 下滑到了 8.3%，而房地产则是大幅从 8.5% 下滑到了 7.9%，但在国家强调降杠杆的背景下，抑制资本外逃，修复政府及国有企业的资产负债表成为了首要任务，间接融资渠道更多地会倾向于国有背景的企业，PPP，混改及债转股的项目。这些项目大多是借助于政府资源及国有企业试点开展的，但此类项目一般耗资巨大，而金融部门的强监管与流动性供应又与之形成了矛盾，因此地方政府如何开辟新的融资渠道来解决投资问题就显得尤为关键，城投的信仰已经遭到了普遍的质疑，现在新的融资工具，如土储专项债，高速公路收费专项债，项目收益专项债，可能是更好地解决未来政府财政压力的更有效途径。

债券的投融资就成为了未来直接融资渠道里的关键环节，我们认为未来政策上还将对政府债倾斜，融资的扩大将不可避免地抬升杠杆，但也将有效支持基建投资规模的扩大；反之，对于信贷的压缩将降低杠杆率，但也将制约基建投资规模的上升，不利于经济的稳定，新的政策重心可能将围绕着杠杆率、政府财政及基建投资等几个关键因素不断进行再平衡。



中国以投资为导向的经济发展模式中，基建的资金来源依旧必不可缺，地方政府财政情况成为了影响经济动力的关键因子。

分析完了宏观指标，我们再来讨论一下债券市场下半年的形式，流动性紧，财政压力大，银行监管的日益趋紧已经是明显的趋势，因此我们并没有看到市场有任何大的机会，紧跟政策是比较明智的做法，另外就是可以关注一下除了传统企业信用债以外的其他券种，可转债市场今年出乎意料地给市场带来了一波惊喜，未来可能依旧蕴藏投资机会。

## 2017 年债市投资展望

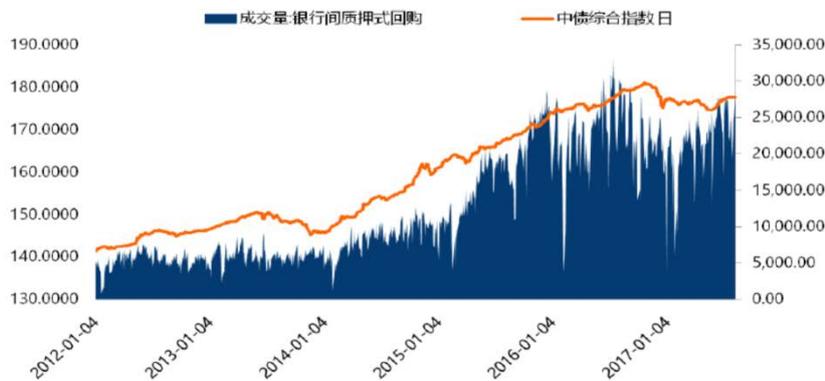
2016 年债券市场经历的强调整相信大家还历历在目，债券的发行量也是受到了极大冲击，导致一级市场的发行创出了一个两年低点，各类券种均受到不同程度的影响，但到了今年一二季度，发行量又创出了一波高峰。这里不得不再次提到同业存单，在发行量中，其他品种的发行量均是减少的，唯独存单撑起了超过 50% 的规模，所以依照我们此前的逻辑，如果存单的发行骤降，那其实债券一级市场的状况将非常难看，利率债依旧是主力，企业债的需求恢复可能需要等待更长的时间。

### 债券市场在2017年经历调整发行量再创单月新高



从 2015 年开始，银行间质押式回购的交易量出现了一波明显的放量，债市不断走牛，无论是股票市场还是债券市场，杠杆都是牛市的催化剂，但同时也是暴跌的导火索。其实这次的“债灾”与 2013 年的“钱荒”有着相似性，也有很多的不同。2013 年的时候银行间基本还是银行参与的市场，货币基金也是刚刚兴起，非银机构还未大举进入银行间市场。同时在 2013 年市场普遍持有一个信仰是，银行风险绝对是最高风险，国家不会坐视银行风险不理，大胆做业务，流动性有问题，央行必然不会坐视不理，于是乎央行便在 2013 年给众多银行好好地上了一课。所以 2016 年银行的风控其实是较前两年有较大幅度提升的，但非银机构在债牛中吃到了甜头，却没栽过跟头，因此 2016 年的调整让非银机构着实受到了不小的冲击，在短短一年内还不太可能消除危机所带来的影响，今年无论是银行还是非银机构对于债券市场的操作都趋于保守，6 月仓位稍重些的机构，到了 8 月必然是到处找钱，国家短期内不会放开银行的口子，也就意味着非银机构能拿到的委外还是非常有限，目前比较有实力的还是保险资管机构，但保险配置的标的一般要求较高，所以相比信用债，接下去利率债可能更为受益。

## 场内杠杆率的提升催生了牛市，目前进入了逐步回调的阶段

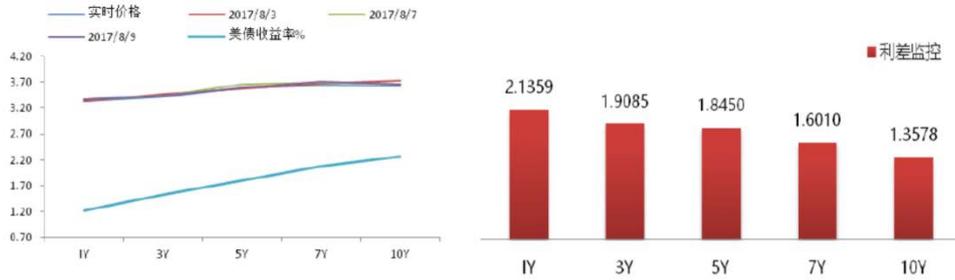


资料来源：Wind资讯 华宸未来投研整理

2014年至2016年间，中债综合指数从145点上升至180点，大涨超过24%，银行间质押式回购成交量也大幅增加，日成交量一度超过3万亿元，高企的杠杆率为债市投资者创造了超越以往的高回报率，同时也使银行同业链条紧绷。

但是否利率债已经开始全面走强？个人觉得要下定论还为时过早，国债收益率曲线近期一直处于平坦化，而1年期与10年期的收益率曲线一度还出现了长达10个交易日的倒挂，且从中美不同期限的利差也可以看出中美国债的短端利差远大于长端利差，为何中国1年期国债收益率与10年期如此接近，可能预示着未来市场对于经济的全面复苏并不是十分确定，而未来市场利率到底是上还是下，市场也并未有一致的预期出现，而且存单的存在对于短期利率债市场本身就是一个冲击，未来可能出现三种情况：一是长端利率继续下行，长期国债的需求增加，形成利率曲线的倒挂，这对于市场来说将是最不容乐观的情况，显示风险情绪的升温；二是曲线继续平坦化，那基本大部分参与者还是持观望态度；三是曲线回归常态，可能是短端需求出现增加，使短端收益下降，也可能是长端的利率再次上行，如果是前一种情况意味着利率恢复常态，持有短债将是当前比较好的策略，但如果是后一种情况，则意味着整体利率中枢将抬升，资金的成本会变得更高，流动性可能也会更为紧张。我们无法预测未来，但在某些指标改变的情况下，确实应该做好相应的准备。

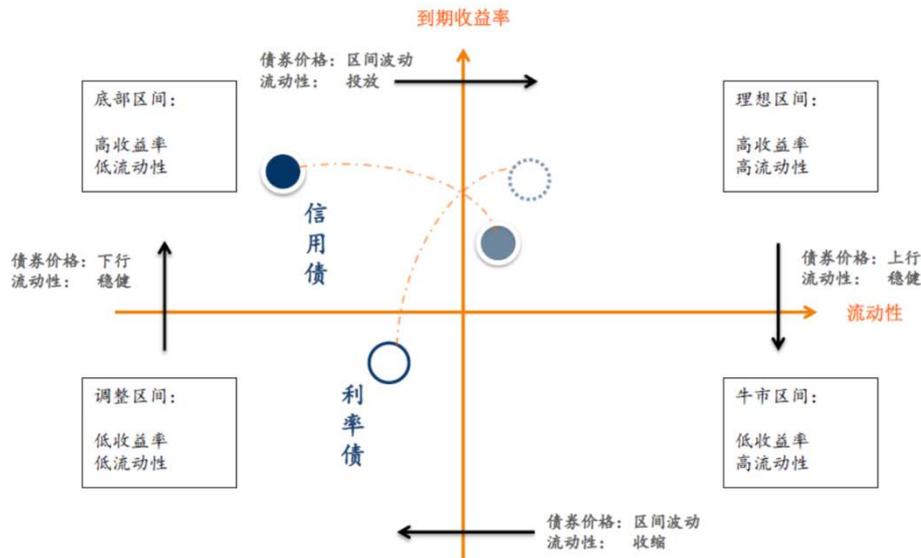
## 收益率曲线平坦化并未得到改善



资料来源：Wind资讯 华宸未来投研整理

国债收益率曲线依旧处于平坦化，短端利率与美债的利差较大，预示美联储加息的预期下，经济下行压力依旧较大。

债券投资其实有很强的周期性，定位不同券种所处的周期是投资成败的关键。我们将债券所处的不同阶段用四个象限来表示，衡量其所处象限位置的两大指标就是债券收益率和市场流动性，收益率越高债券价格越便宜，越低则意味着债券价格越贵。在收益率高企，但市场流动性接近枯竭的时候，往往是底部显现的时候，如果后期市场的流动性能得到增强，而债券价格依旧是区间波动，则债券投资将进入理想区间，这个阶段流动性从前期的危机中恢复，但市场信心并未得到确立，因此是布局的最佳阶段，而等到市场买盘不断涌入，询价变得重新活跃起来的时候，债券价格也开始上升，流动性投放如果也持续加码，接下去便会迎来牛市区间。这个阶段流动性投放继续扩大，市场已经开始不断加杠杆，市场信心高涨，直到流动性的供应再次出现收缩，监管层开始显露去杠杆的态度时，债市交易逐步降温，进入调整区间，如果流动性继续收紧，价格将继续下行，再次探底，形成一个循环，周而复始。



我们建立这个模型为的是为投资提供一个可参考的分析框架，但目前而言，我们也很难定义到底债市处于那个区间，就个人的看法，我认为这一波信用债杀得比利率债更猛，信用债更接近于底部区间，目前信用债的发行利率定价已经达到 7-8% 的区间，市场风险依旧存在，违约事件的减少将成为我们确认底部的重要信号，所以还需等待其进入调整区间才能迎来最佳的投资机会。虽然现在利率债发行与交易都较信用债来得状况更佳，但美联储如果在今年声称要缩表的话，那对于债市的冲击将难以估量，如果美债收益率再次上行，那么在利率债层面的反应将更加明显，很有可能未来利率债还存在一波调整，T 和 TF 的走势已经可以看出近期市场的担忧。什么时候信用债和利率债都会进入理想的投资区间，还是得看流动性投放，资金面无法改善，债市终究还是难有起色。

人民币走势可能对于接下去的债市将会是一个较强的不确定因素，今年以来走势最令我们惊讶的资产也是人民币，人民币兑美元的大幅上涨力度之大，时间之长着实出乎了我们的

意料，但任何资产价格都是在预期的影响下变动的，在我们看来特朗普的支持率滑落低点，美元与美国经济基本面及其股市出现强背离的情况下，利空已经释放得比较充分。而中国经济在这轮大宗商品周期里崛起，人民币的走强已经超乎了所有人的预料，如果未来的经济未进入上行周期，在价格预期充分 price in 的情况下，后期会否出现一定的变局，让我们拭目以待。

本文内容仅供参考，不构成任何投资建议。  
投资者据此操作产生的风险由投资者自行承担。