



## 国债期货年报

期货研究报告

2016年01月

国债期货

研发中心

刘莹莹

研究员，期货执业证书编号F0286854

liuyy@dxqh.net

## 低利率高波动，风险收益再平衡

## 观点要点：

- 美元周期往往与各国危机相伴相生。时隔十年，美元再次走入升值周期，这或意味着新兴市场流动性危机已渐行渐近。美元升值周期下的国际收支再平衡及各国资产负债表的再修复无疑会拖累总需求的回升，同时伴随着全球投资回报率的下行。各国资产负债表周期的差异反应了各国经济周期的一致，而由此驱动的汇率变化依然是金融市场的核心。中国目前处于实体经济去杠杆前夕，政府部门加杠杆的中途，意味着16年的经济增速将继续下行，宽松的货币政策也将延续。
- 随着美国进入加息周期，美元信用开始收缩，这也引发了中国外汇占款持续流出导致的央行资产负债表的收缩。为了确保经济平稳去杠杆而不出现系统性风险，央行需要维持甚至扩张其资产负债表以对冲流动性缺口。总体来看，降准空间较大，降息则受制于汇率压力空间相对有限，除非CPI大幅下行通缩风险加大。除此之外，SLO、SLF、MLF、PSL等仍将成为央行构建利率走廊平稳资金面的常化工具，而信贷资产质押再贷款（类QE政策）、专项金融债等亦是稳增长调结构所不可或缺的定向调控工具。
- 展望2016，中国面临着供给过剩和债务高企的中长周期调整，无风险利率下行趋势有长期确定性，但利率中枢低位后的短期波动亦不能忽略。信用风险加大、汇率贬值压力、货币政策宽松程度不及预期、其他资产替代效应等使得利率下行之路并不平坦，下行空间也较15年有所收窄。整体来看，16年国债利率将呈现出趋势在、空间小、波动大的特点。预计10年期国债利率有望下破2.5%，对应的十年期国债期货价格大概为103.000。

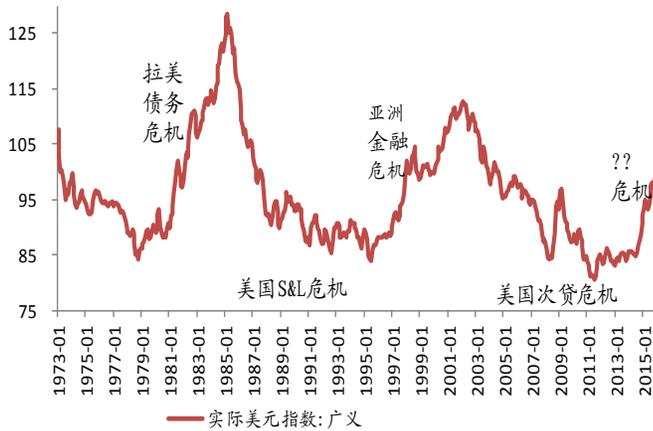
## 正文目录

一、美元升值周期下新兴市场危机已渐行渐近	3
1、美元汇率史写满了各国的经济危机	3
2、美元升值周期下的国际收支再平衡	4
3、经济周期不一致导致了各国汇率走势分化	5
二、宏观经济：需求侧仅为托底，供给侧方为主脉	7
1、经济增速仍未脱离下行趋势	7
2、供给侧改革使得CPI面临进一步下行压力	8
三、货币政策：对冲式宽松延续	8
1、中美利差收窄，降准空间较大降息空间有限	9
2、货币政策转型进行中，中国利率锚渐形成	9
四、债券市场回顾：需求萎缩下的债市新周期	9
五、债券市场展望：无风险利率下行趋势延续	10
1、基本面决定了利率下行趋势未变	11
2、货币金融环境扭曲，配置需求被动增强	11
3、负债为王的时代正在过去，低利率由负债端向资产端传导	12
4、汇率贬值对利率影响：影响节奏但不影响趋势	12
六、2016年债市面临的风险	13
七、总结与展望	13

## 一、美元升值周期下新兴市场危机已渐行渐近

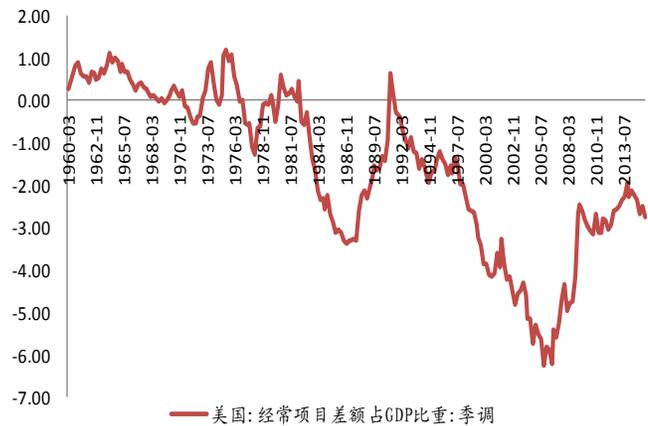
全球经济不平衡性复苏加剧了股市、债市、汇市以及债务周期货币政策的分化。从历史来看，美元的每次重大调整往往与各国的经济危机相生相伴。时隔十年，美元再次步入升值周期，这也必将引发全球经济体新一轮的金融动荡。

图表 1: 美元汇率史就是一部各国危机史



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 美国经常项目账户开始改善



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 新兴市场外汇储备开始下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 大宗商品价格继续大幅下行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 1、美元汇率史写满了各国的经济危机

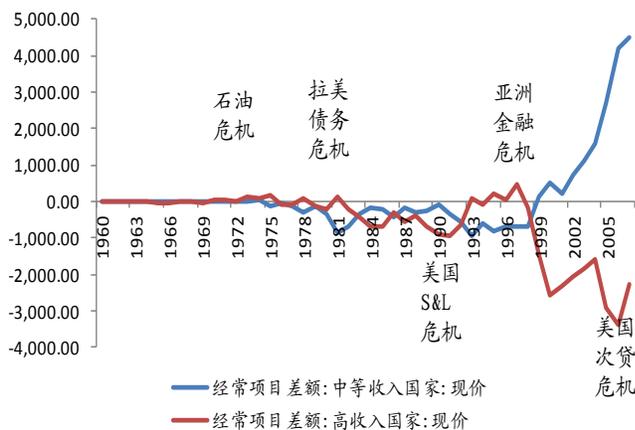
**美元汇率史就是一部各国危机史:**从历史上看，每一次美元走强及美国经常账户的改善都会使得某些国家陷入某种危机。70年代的石油危机、80年代的拉美危机、1997年的亚洲金融危机、9-11以及2008年的全球金融危机都涉及到同时期全球范围内的美元短缺以及美国经常性账户的改善。

同时，我们可以看到美元具有其独特的17年周期：它一般会在周期的前6年走强，然后在随后的10年里走弱。当美元强势在第6年年底接近顶峰的时候往往伴随着新兴国家的各种危机。而2016年正是美元强势的第6年，新兴市场危机或已渐行渐近。

美元作为全球最主要的储备货币，其霸主地位并不是没有成本的。在危机发生时美国必须大幅扩大其经常账户赤字为其他国家提供流动性。我们可以把美国的经常账户赤字看作全球储蓄的代表，并对应着出口国经常账户的盈余。从历史上看，因出口而生成的“石油美元”、“中国美元”和“日本美元”成为美国提供全球流动性的重要渠道。然而，近几年这些形式的美元已随着出口国外汇储备的下降而逐渐回流美国。与此同时，美国的经常账户赤字也得到显著改善。15年，美元以“我花开后百花杀”的态势，对一揽子货币涨幅超10%。而以美元计价的大类资产几乎全部陷入负收益，大宗商品全年暴跌超30%，新兴市场股指下跌超16%，而发达国家股指仅跌2.3%。汇率暴跌、资产价格泡沫破灭或许只是新兴市场陷入危机的开始而已。

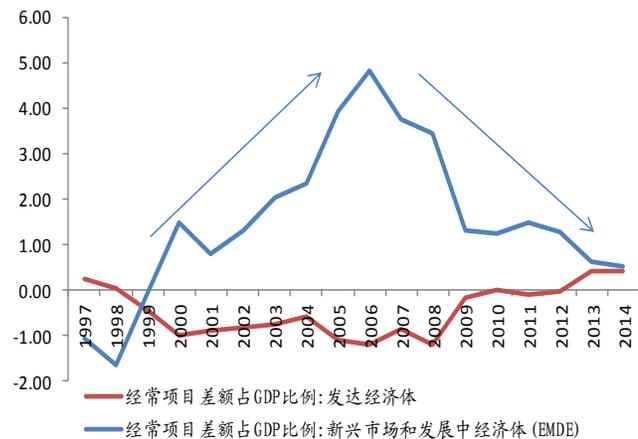
## 2、美元升值周期下的国际收支再平衡

图表 5：国际收支周期：繁荣、不平衡与金融危机



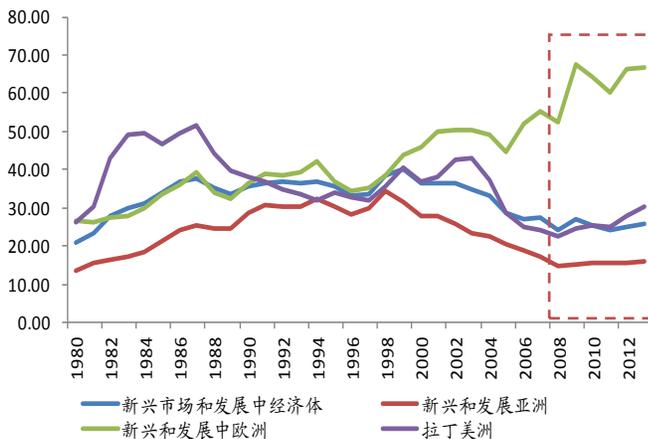
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6：新兴市场与发达市场国际收支再平衡



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 7：新兴市场外债总额/GDP：整体上行，个体分化



来源：Wind，东兴期货研发中心

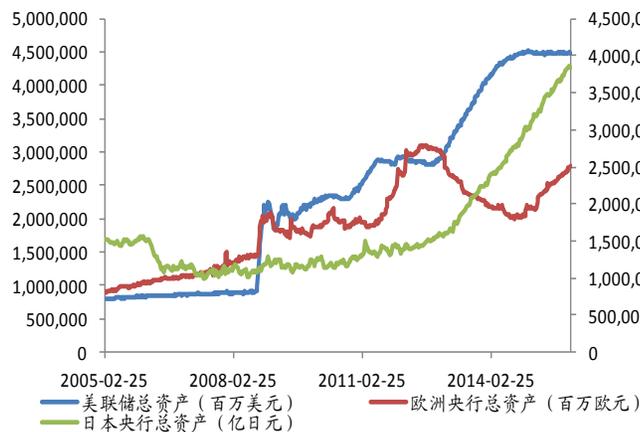
资本从新兴市场撤离成为 15 年全球金融市场的主旋律，这也是国际借贷（收支）周期转向的标志。我们知道，国际借贷周期是国际收支周期的另一种体现，经常项目赤字的经济体需要资本和金融项目下的借贷来弥补，而二者加总后的盈余主要体现为外汇储备的增加。在金融危机之前，新兴市场一方面大量积累外部盈余，并借贷给发达市场（例如购买美国国债），使得发达市场的长期融

资成本得以降低，另一方面，新兴市场央行以外汇为基础，在国内投放了大量货币，同时形成了大量外汇储备，2007年新兴市场外汇储备同比增速高达42%。可以说国际收支的不平衡在国际间的资产负债表上出现了两轮货币信贷扩张。然而08年金融危机之后，一切都要反向。新兴市场与发达市场国际收支由不平衡开始回归平衡。发达经济体经常项目赤字逐步转为盈余，表现为发达市场外部杠杆下降；而新兴市场经常项目盈余开始下降，其外汇储备同比增速已从40%跌至-5%。与此同时，新兴市场与发达市场之间存在较大利差，套利行为使得新兴市场外部杠杆逐步上升。一旦外部资金撤离，国际信贷紧缩效应接踵而至。

整体来看，本轮新兴市场的外部杠杆率远低于90年代新兴市场危机时水平，新兴市场外债与GDP的比例由90年代中期的35%下降到目前的25%。但新兴市场内部出现了严重分化：欧洲新兴市场杠杆率不降反升，由90年代的40%提升到65%；拉美国国家杠杆也未出现下降，且长期依赖外部融资，这些经济体面临冲击时调整将是快速而剧烈的；亚洲新兴市场外部杠杆率从30%降低到16%，处于较低水平，具备外部杠杆内部化的可能，这些市场的调整会以温和而漫长的方式进行。

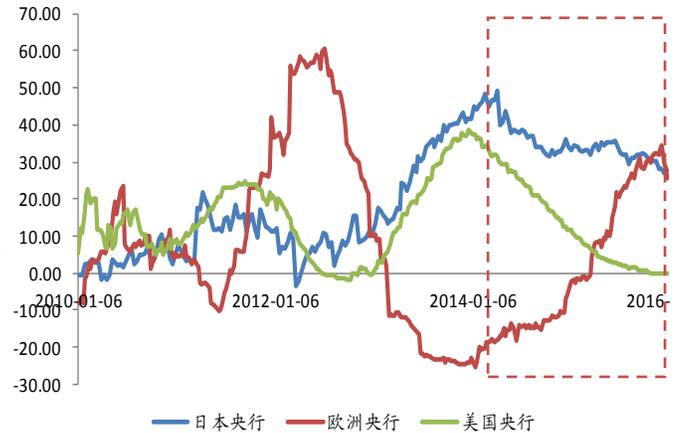
### 3、经济周期不一致导致了各国汇率走势分化

图表 8: 发达国家央行资产负债表调整出现分化



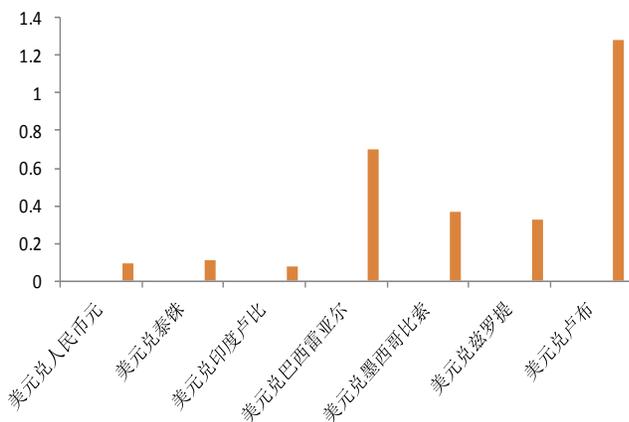
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 发达国家央行资产总额同比



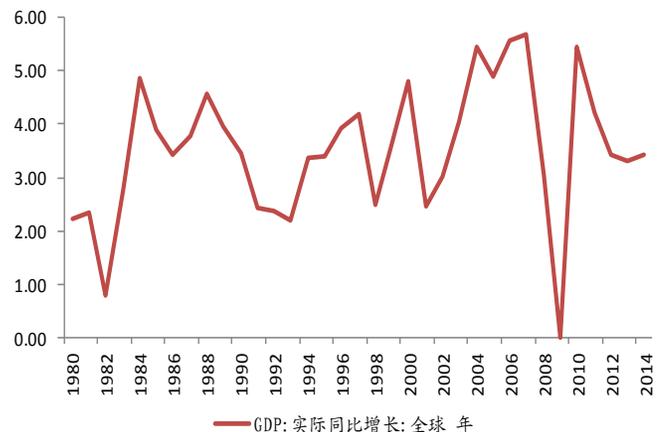
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 2014 年至今新兴市场货币贬值幅度



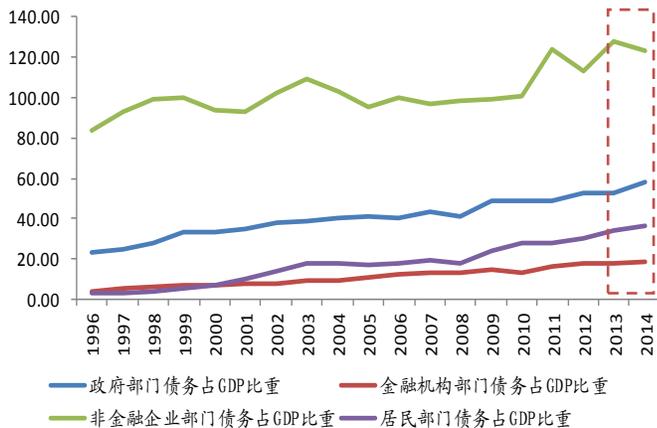
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 全球投资回报率下行

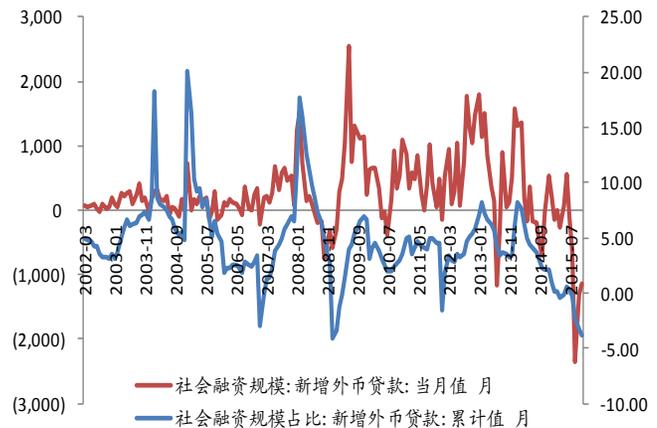


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 中国处于实体经济去杠杆, 政府加杠杆周期 图表 13: 中国境外杠杆率正在下降



来源: Wind, 东兴期货研发中心



来源: Wind, 东兴期货研发中心

汇率的变化来自于各种经济体周期的不一致, 即有新兴市场与发达市场的不一致, 也有发达市场内部周期的不一致。

**发达经济体: 资产负债表的调整出现分化。**美国杠杆已有触顶回落迹象, 2015年美国整体债务增速下降主要是受联邦政府债务增速下降驱动, 美联储总资产增速已从上轮量化宽松后的40%回落到0, 未来可能开始缩表; 日本主要是政府加杠杆, 私人部门杠杆稳定, 日本央行在2014年总资产年同比增速高达45%, 目前回落至28%; 欧央行总资产在2013年一季度陷入负增长, 而在QE后, 增速猛增至35%。可见, 整个发达经济体内部美国资产负债表调整较为靠前, 而欧元区和日本调整较为落后, 政府依然处于加杠杆趋势中。

**以拉美和中东欧经济体为代表的低储蓄率新兴市场, 长期依赖外部融资。**而全球贸易和制造业产出在2015年出现了明显回落, 处于产业链上游、以大宗商品出口为主的经济体面临巨大冲击, 拉美和中东新兴市场都面临外部收入下降、全球资金回流发达市场的困境。对于外部融资更为依赖的拉美而言, 在收入和融资均出现紧缩情况下, 货币必然出现大幅贬值, 而对于有些储备的中东新兴市场情况会稍好于拉美。

**新兴市场: 夕阳西下, 未到三更。**以亚洲新兴市场为代表的高储蓄率经济体, 其外部杠杆率已从90年代的30%降低到16%, 处于较低水平。在面临资金外流时, 可以通过降低国内利率令外部融资内部化。在标准债务周期中, 政府都会在实体经济去杠杆过程中加杠杆, 为经济结构调整购买时间, 未来高储蓄新兴市场主权债务快速上升几乎已是必然。

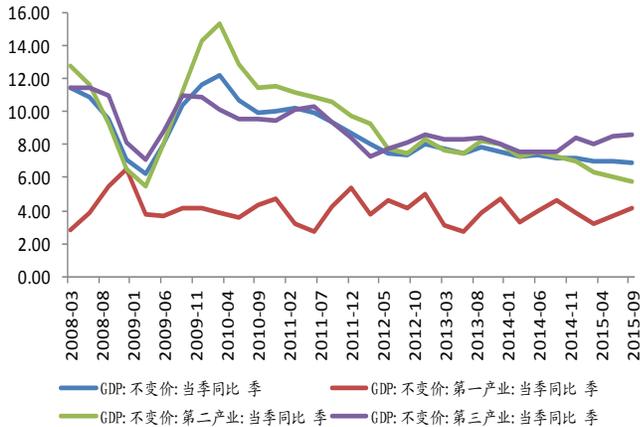
中国正是高储蓄率经济体之一, 在经历了2009年至2013年快速加杠杆后, 实体经济也面临着去杠杆压力, 通过央行多次降准降息等宽松政策, 国内利率已大幅下行, 实体经济利息成本明显下降, 外债明显收缩。中国目前处于实体经济去杠杆前夕, 政府部门加杠杆的中途, 夕阳西下, 未到三更。人民币面临贬值压力, 但压力小于中东、拉美国家。

展望2016, 全球主要经济体依然处于资产负债表修复过程中, 不同的是, 处于领先地位的经济体主要修复政府的资产负债表, 而处于落后地位的经济体主要修复私人部门资产负债表, 政府资产负债依然快速增长。资产负债表的修复无疑会拖累总需求的回升, 同时伴随着全球投资回报率的下行。各国资产负债

表周期的差异反应了各国经济周期的不一致，而由此驱动的汇率变化依然是金融市场的核心。

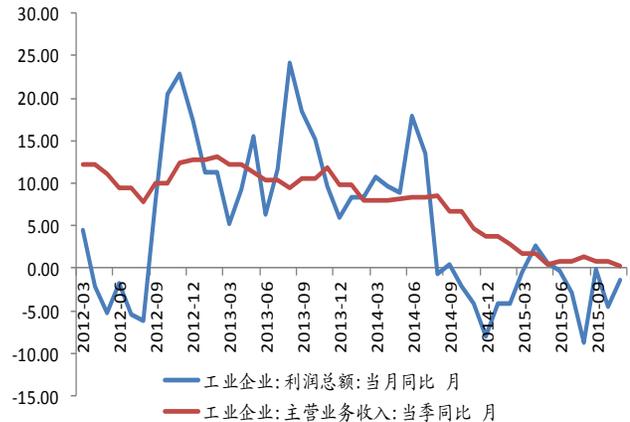
## 二、宏观经济：需求侧仅为托底，供给侧方为主脉

图表 14: GDP 增速仍未脱离下行趋势



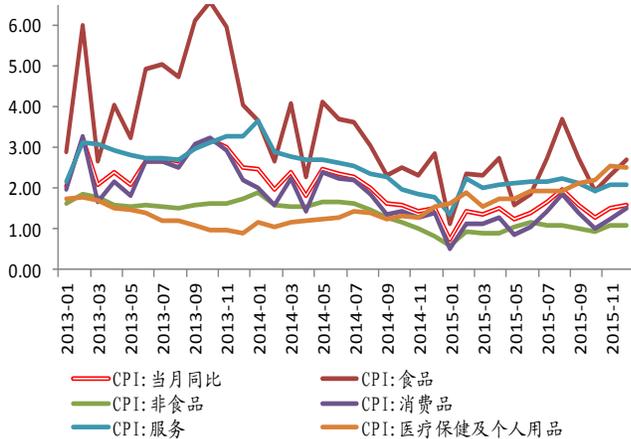
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 工业企业利润继续恶化



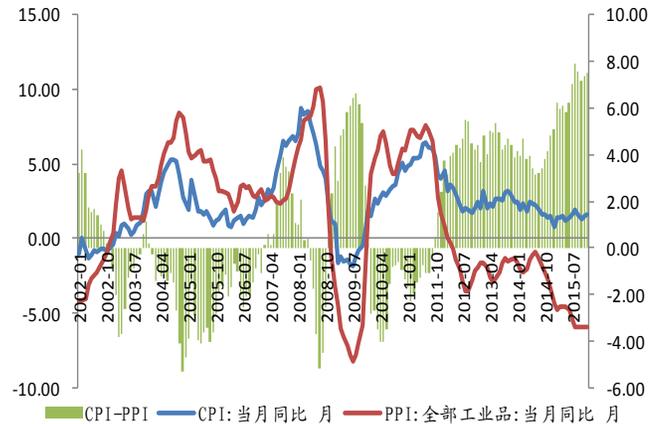
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: CPI 面临进一步下行压力



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: CPI—PPI 裂口继续走扩



来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 1、经济增速仍未脱离下行趋势

投资是当期的需求，亦是未来的供给，如果未来没有足够的需求与之相匹配，当期投资就会形成未来的债务。目前中国经济面临的传统行业产能过剩、债务高企就是 08 年之后两次加杠杆（2008—2009 和 2012—2013）的代价，使得经济不得不进行结构调整。

中央经济工作会议提到“适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革”，这一定调意味着 2016 年政策大基调与近两年相似，即“转型与调结构”重于“稳增长”，稳增长政策主要用于减缓经济下滑速度而不是扭转方向。供给侧改革将释放中长期经济潜力，但短期面临过剩产能加速出清、企业去杠杆、银行不良风险和就业压力上升等问题。同时，国外面临美元升值周期，新兴市场国家货币相继暴跌或预示着新一轮的经济危机已渐行渐近。在内外压力下，

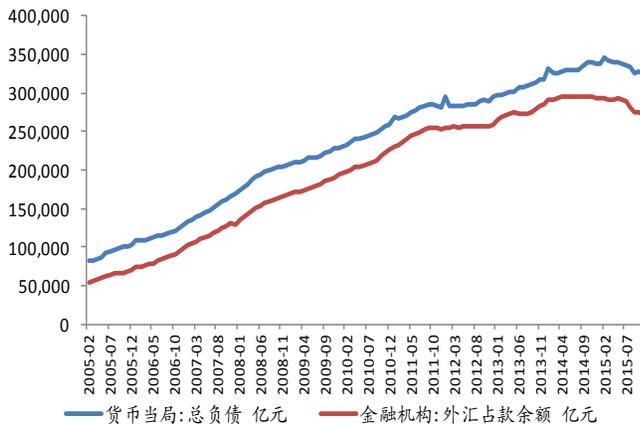
中国经济增速仍未脱离下行趋势。(具体宏观指标分析详见宏观年报)

## 2、供给侧改革使得 CPI 面临进一步下行压力

自 2011 年之后，CPI 与 PPI 裂口不断走扩，背后的主因在于 PPI 生产资料同步于大宗商品价格下跌而 CPI 服务价格上行对 CPI 形成支撑。生产资料价格下行反应的是国内产能过剩和需求疲弱的供需矛盾。供需的长期错配同样影响了 CPI 服务价格的上行：一方面，基于政府的需求侧管理，企业出清速度较慢，失业压力并未体现，居民消费平稳，从需求端保证了 CPI 的相对稳定；另一方面，服务品（包括教育、养老医疗等）的供给偏少，但在人均收入上升和人口老龄化背景下，这些产品的需求具有结构性上升趋势，这些因素助推了 CPI 的稳定。而随着供给侧改革的深入，过剩产能出清加速，16 年失业压力增大，从而拖累居民收入和消费，CPI 面临进一步下行压力，整体来看通缩风险大于通胀风险。

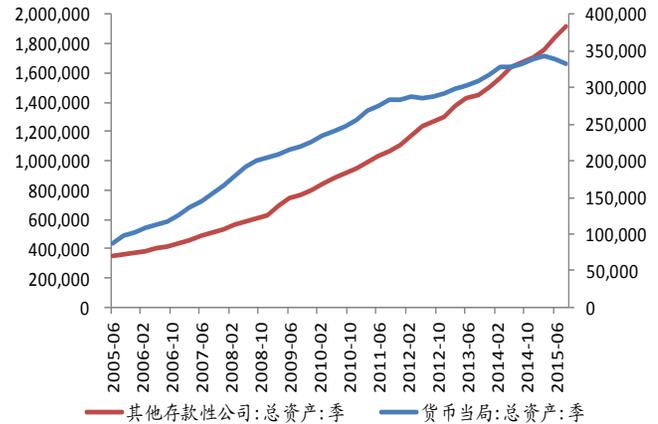
## 三、货币政策：对冲式宽松延续

图表 18：央行总资产及外汇占款走势



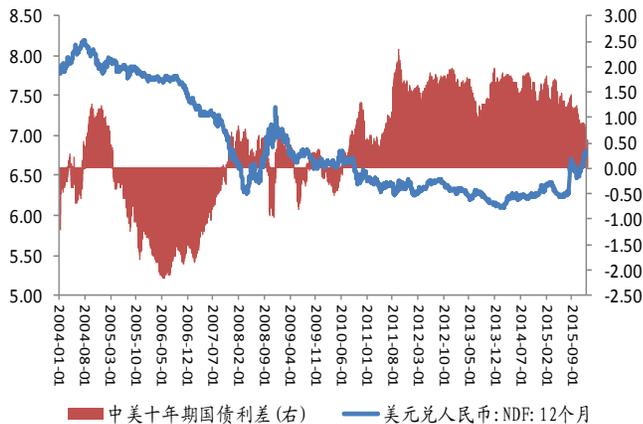
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：央行总资产及商业银行总资产走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：中美利差及汇率走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：短端资金利率走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

随着供给侧改革的推进，决定央行货币政策最核心的两个因素：经济增长在 16 年将大概率继续下行，而通货膨胀也将维持低位，16 年的货币政策将延续对冲式宽松。

### 1、中美利差收窄，降准空间较大降息空间有限

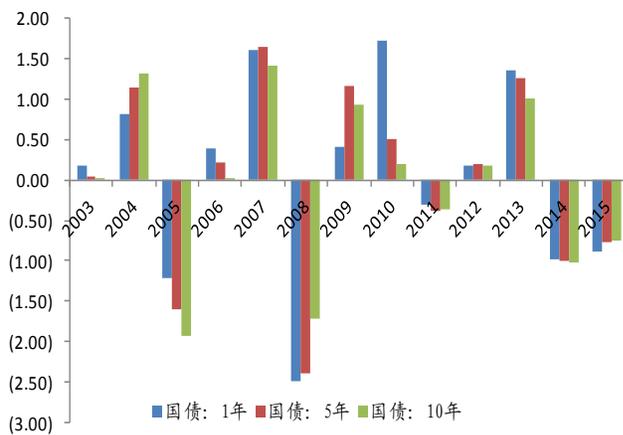
随着美国进入加息周期，美元信用急速扩张之后面临去杠杆压力，这也引发了中国外汇占款持续流出导致的央行资产负债表的收缩。同时，商业银行资产负债表却依然维持较高速增长，若银行资产扩张速度放缓则加速信用风险暴露。为了确保经济平稳去杠杆而不出现系统性风险，央行需要维持甚至扩张其资产负债表以对冲流动性缺口。杠杆由实体经济向政府转移，以时间换空间。当前法定存款准备金率仍高达 17.5%，降准空间依然较大。随着货币政策分化中美 10 年期国债利差已缩窄至 60bp，若明年美国加息两次，中美利差会进一步收窄甚至倒挂，这将加剧汇率贬值和资本外流风险，央行降息空间有限，除非 CPI 下行幅度加大通缩风险升温。预计 16 年降准空间为 300 个基点，降息次数降低至 1-2 次。

### 2、货币政策转型进行中，中国利率锚渐形成

由于货币供应量与实体经济的相关性逐步弱化，我国货币政策也逐步由数量型调控为主转向价格型调控为主，这就需要形成市场认可的政策利率锚和有效的利率传导机制。央行下调 SLF 利率确定了以 SLF 利率为上限，逆回购、超额存款准备金利率为下限的中国版利率走廊，意在稳定货币市场利率从而稳定银行负债成本，有利于宽货币向宽信用传导。由于我国间接融资占比仍高，且随着刚性兑付打破信用违约常态化，银行惜贷进一步阻碍货币政策向实体经济传导。信贷资产质押再贷款、专项金融债等仍是央行定向调控并指导中长期利率所不可或缺的政策工具。预计 16 年 SLF、MLF、PSL、信贷资产质押再贷款（类 QE 政策）、专项金融债等仍是央行稳增长调结构培育中国利率锚的常化工具。

## 四、债券市场回顾：融资需求萎缩下的债市新周期

图表 22：10 年期国债利率 15 年下行 80BP



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 23：各期限国债利率走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

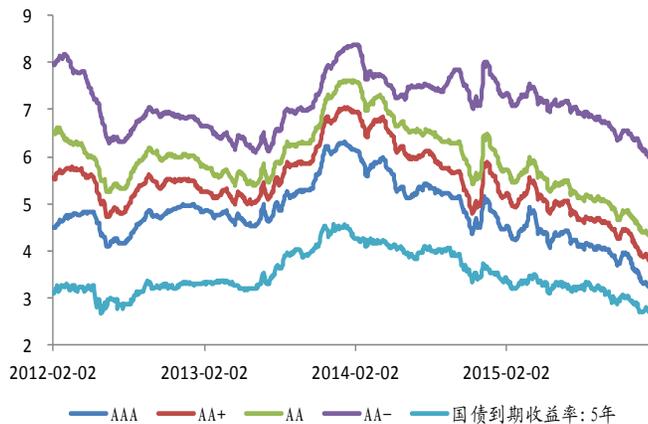
2002年至2014年，债券市场表现为每隔两年便出现一年牛市的节奏，而2015年却打破了这一规律，债券市场出现了史无前例的两年大牛市，其背后的主要原因在于经济周期及政策周期的变化。

首先，过去的中国经济处于成长期，人口、房地产、加入WTO等红利导致经济内生动力强大。尤其是房地产，可谓是决定货币政策周期的主要因素，即货币政策放松→房地产销售回暖→房地产投资回升→总需求扩张（对中下游的带动+广义财政扩张）→房价上升→通胀预期增强→货币政策收紧，债市牛熊随之轮回。而目前经济内生动力不足，随着人口拐点的到来，人口红利消失，房地产投资下滑，全球贸易低迷，传统行业面临去杠杆压力，同时新的信用创造和加杠杆主体又未出现，社会有效融资需求萎缩。

其次，在经济下行压力下货币政策并未启动如09年的强刺激，而是选择了对冲式宽松（降准对冲外汇占款流出，降息对冲CPI下行），大举放水不仅催生资产泡沫，也有重蹈09年覆辙的舆论压力。更有定力的货币政策拉长了债市牛市周期。

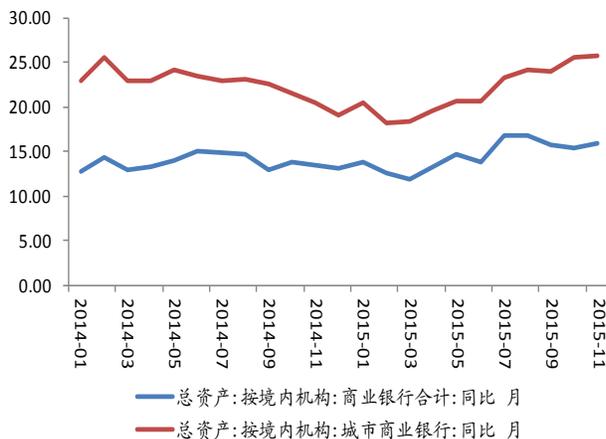
### 五、债券市场展望：无风险利率下行趋势延续

图表 24：5 年期企业债到期利率：AA-与 AA 利差扩大



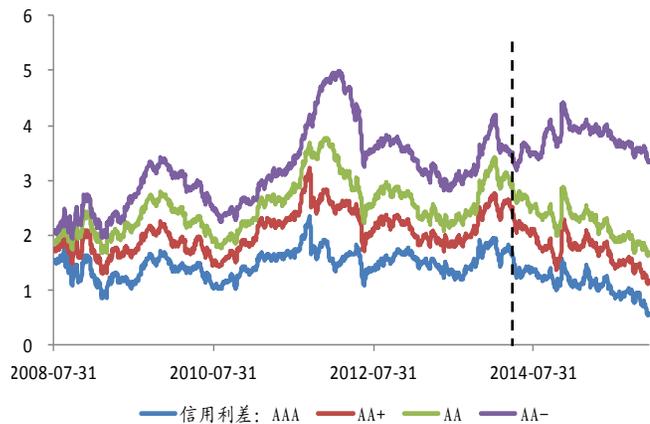
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 26：商业银行加杠杆速度加快



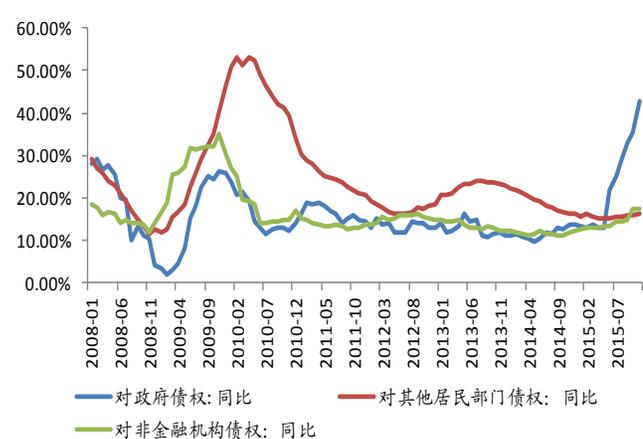
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 25：14 年之前信用利差只体现流动性风险溢价



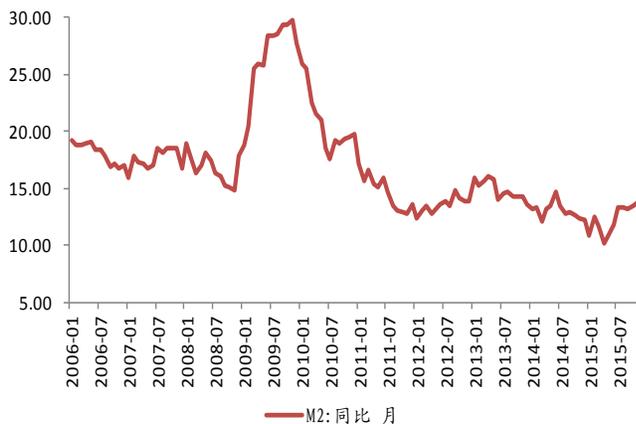
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 27：地方债置换使得银行对政府债权同比大增



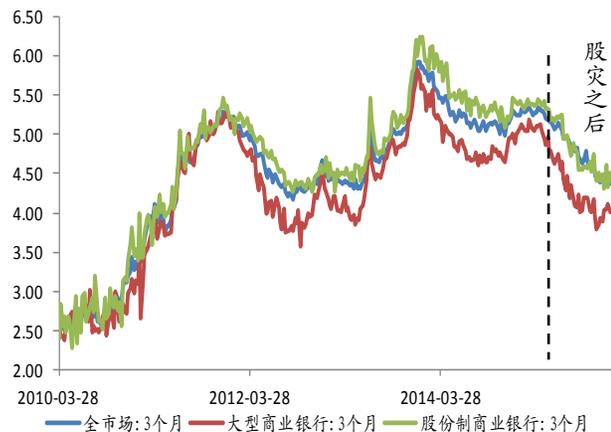
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 28: M2 走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 29: 理财产品预期年收益率: 股灾之后下行加快



来源: Wind, 东兴期货研发中心

## 1、基本面决定了利率下行趋势未变

展望 2016, 影响利率趋势的核心逻辑依然成立: 结构调整周期下经济增速继续下行, 通胀维持低位, 货币政策延续宽松, 而且随着供给侧改革的推进, 刚性兑付打破, 信用违约常态化使得机构风险偏好继续回落, 信用利差面临继续走扩压力, 无风险利率下行趋势延续。

## 2、货币金融环境扭曲, 配置需求被动增强

2015 年对于中国的货币金融环境而言是不平凡的一年。中国以 6.9% 的 GDP 增速, 实现了 13.5% 的广义货币增速, 商业银行一边哭诉“资产荒”业务不好做, 一边把自己的资产增速做到了 15% 以上, 城商行总资产增速甚至高达 25%。面对资产荒, 为什么商业银行资产增速不减反增?

2015 年对于中国的货币金融环境而言是不平凡的一年。中国以 6.9% 的 GDP 增速, 实现了 13.5% 的广义货币增速, 商业银行一边哭诉“资产荒”业务不好做, 一边把自己的资产增速做到了 15% 以上, 城商行总资产增速甚至高达 25%。面对资产荒, 为什么商业银行资产增速不减反增?

截止 2015 年 11 月, 商业银行总资产同比增 15.9%, 资产中对政府部门债权同比增长 43%, 增速比去年底提高 30 个百分点, 对非金融机构债权同比增速 17.5%, 较去年底提高了 5 个百分点, 对居民部门债权同比增长 16%, 增速基本与去年底持平。可以看出除了对居民部门的资金投放速度基本持平以外, 其它大部分资金投放都出现了增速回升, 增速最快的是对政府部门的资金投放, 这主要是地方政府债务替换的结果。

地方政府债务替换是把原来记录在非金融机构债权项下的融资到期转换到政府债权项下, 但由于资金拨付与债务到期在时间上并不完全吻合, 导致非金融机构债权增速不跌反升, 所以商业银行的资金投放出现了反常增长, 最终导致了货币增速远超 GDP 增速。

在实体经济低迷背景下, 货币总量增速的回升已不能表征资金需求的回升, 相反, 它却是金融机构资产负债表上实实在在的负债, 机构难以给快速增长的负债找到合适的资产配置, 这就是资产荒的真正原因。股灾及信用债违约逐步常态化代表着以政府信用背书的刚兑打破, 随着机构风险偏好回落使得资产配置

被动转向利率债及高等级信用债，无风险利率在配置性需求推动下快速下行。

展望 16 年，尚有 5 万亿地方债枕戈待发，货币存量的派生依然难以降低，而“供给侧”改革对投资拉动经济有所弱化，实体融资需求回升概率不大，流动性依然淤积在金融机构内部。因此，从货币角度来看，无风险利率下行趋势未变。

### 3、负债为王的时代正在过去，低利率由负债端向资产端传导

在企业主动加杠杆、金融机构高风险偏好时代，负债是稀缺资产，因为只要能够融入负债就可以匹配到高收益的资产来获取收益，这也是 2013 年钱荒的关键原因。不过 2014 年以来，随着去杠杆进程的开启，银行风险偏好下降，其对负债的需求也随之降低。其他金融机构风险偏好下降要晚于银行，使得其在 15 年股灾之前都处于争夺负债的状态，延缓了理财产品收益率下降的速度。但随着信用风险的上升，其他理财机构的风险偏好也在下降，对负债的总体需求已经显著回落，这将驱动理财产品收益率继续下降。负债端利率的下行也会进一步向资产端传导。

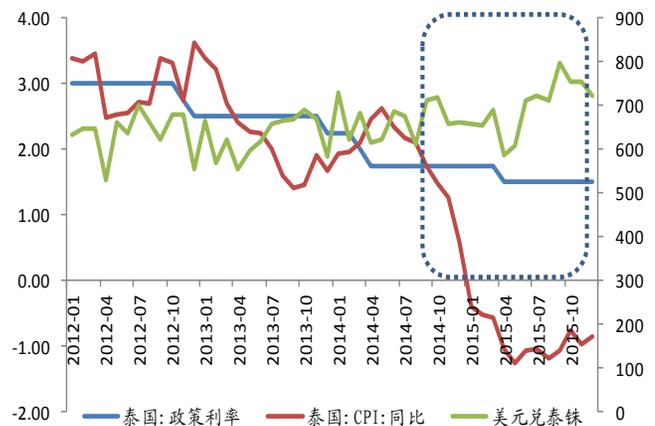
### 4、汇率贬值对利率影响：影响节奏但不影响趋势

图表 28：国内通胀下行，亚洲国家纷纷降息



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 29：国内通胀下行，亚洲国家纷纷降息



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 30：国内通胀高企，巴西央行多次加息



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 31：国内通胀大起大落，俄罗斯加息也降息



来源：Wind，东兴期货研发中心

可以看出，在汇率贬值背景下，各国央行的利率决策仍然锚定国内通胀，因此通胀上行(下行)是加息(降息)的必要条件，对中国央行亦是如此。汇率贬值不会改变货币宽松的方向，只是短期内影响宽松的节奏，加大利率的波动风险。

## 六、2016年债市面临的风险

虽然16年国债利率仍延续下行趋势，但也面临更多不确定性风险，主要有以下几点：

- 1、信用风险：随着“供给侧改革”实质性推进，刚兑打破违约常态化，信用事件引发流动性风险。比如15年的山水事件，违约发生时某些保险机构要求全面赎回持有山水债的基金。
- 2、汇率风险：人民币贬值过快导致资金流出未及时对冲，使得资金面出现超预期收紧，中美利差收窄压制利率下行空间。
- 3、通胀风险：事件冲击引发油价强力反弹、人民币贬值带来输入性通胀，从而影响货币政策宽松节奏。
- 4、大类资产切换风险偏好回升：15年上半年股票牛市行情使得债券市场两度回调，资金分流明显。IPO新规出台打新几无成本，但打新收益较15年有所下降。对债市的影响取决于打新基金未来采取何种模式：选择“打新为主+债基”模式，还是“债基+打新获取超额收益”模式。

## 七、总结与展望

展望2016，债券市场牛市基础仍在，弱基本面与宽资金面仍对无风险利率下行形成支撑。中国面临着供给过剩和债务高企的中长期调整，无风险利率下行趋势有长期确定性，但利率中枢低位之后的短期波动亦不能忽略。信用风险加大、汇率贬值压力、货币政策宽松程度不及预期、其他资产替代效应等使得利率下行之路并不平坦，下行空间也较15年有所收窄。整体来看，16年的国债利率将呈现出趋势在、空间小、波动大的特点。预计10年期国债有望下破2.5%，对应的十年期国债期货价格大概为103.000。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。