

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880
zhangchen@dxqh.net

债熊三剑客：监管冲锋陷阵， 流动性完美助攻，基本面保驾护航

观点要点：

- **监管持续发力，推动利率上行。**2018 年监管细则加速落地，对同业、资管、代持、回购等的限制将持续加强，不排除后期会有更多针对隐性杠杆的监管措施出台。负债端收缩带动资产端收缩，对债券市场形成较大的压力，流动性较好的利率债仍然面临被抛售的风险。
- **货币政策难松，流动性供给收缩支撑利率高位运行。**2018 年央行将继续在公开市场上通过量的精准投放和价的合理调控来实现流动性的管理，引导资金流向，实现结构优化，PSL 将更多地被作为投放基础货币的工具。而贸易顺差下滑和资本外流将导致外汇占款减少，与财政存款共同减少基础货币的供给。在温和通胀中，政府对经济增速下滑的容忍度提高，基本面对货币政策的影响减弱。在监管细则全部落地、金融风险出清前，货币政策易紧难松，流动性供给持续收缩，支撑利率高位运行。
- **通胀温和，经济有韧性，基本面无虞。**2018 年 CPI 前高后低，PPI 有所回落，全年通胀温和，对利率影响无虞。投资增速小幅走弱，出口面临回落风险，消费延续稳定增长势头。终端需求存在分歧，中上游需求强劲，经济依然韧性十足，不会倒逼货币政策放松，基本面对利率回落的幅度有限。
- **综上所述，2018 年监管将继续推升利率，流动性收紧支撑利率在当前水平合理运行，而基本面的下滑对利率向下的拉动作用有限。**利率仍有较大的上行风险，顶部将会在监管风险出清，货币政策转松以后出现。而一旦有超预期因素出现，3.4%将会是 10 年国债利率难以穿透的底部。

正文目录

一、2017 年债市回顾：监管冲锋，流动性助攻，基本面护航	5
二、基础货币供给收缩，流动性呈结构性紧张	7
三、同业去杠杆成效显著，资金回归实体经济	13
四、2018 年通胀温和，经济下行带动利率回落的幅度有限	16
五、2018 年利率展望：监管推升，流动性支撑，基本面无虞	19

图表目录

图表 1: 2017 年债市回顾	5
图表 2: 2017 年资金利率中枢抬升, 波动幅度放大, DR007-R007 价差走阔	7
图表 3: 2017 年基础货币回笼, 货币乘数放大	8
图表 4: 广义货币量减速增长	8
图表 5: 2017 年中长期基础货币投放量减少: 新增外汇占款由负转正, MLF 净投放减少, PSL 余额持续增长	9
图表 6: MLF 操作频率减少, 单次投放量增加	9
图表 7: 1 年 MLF 利率底部支撑 10 年国债利率, 利差放大	9
图表 8: 2017 年中美元利差走阔, 人民币升值	10
图表 9: 人民币升值, 新增外汇占款由负转正	10
图表 10: 进口增速大于出口, 贸易顺差持续下滑	10
图表 11: 原材料库存下滑, 推升购进价格	10
图表 12: PMI 进口持续增长, 12 月新出口订单激增	11
图表 13: 利差创新高, 为海内外加息留足空间	11
图表 14: 2017 年税收增长, 财政资金积极投放, 月度财政收支额度高于去年	11
图表 15: 2017 年财政存款月间波动幅度放大	12
图表 16: 2017 年财政存款余额小幅增长, 回笼基础货币	12
图表 17: 2017 年储备货币余额减少, 央行公开市场操作主要调节财政存款变动对基础货币余额的影响	12
图表 18: 同业存单净发行减少, 托管余额缓慢回落	13
图表 19: 同业杠杆去化成效显著	13
图表 20: 同存发行利率与理财预期收益率倒挂修复	13
图表 21: 股份行理财余额减少, 带动银行理财余额回落	13
图表 22: 金融去杠杆成效显著, 资金脱虚向实	14
图表 23: 企业贷款增速回升, 居民贷款增速回落	14
图表 24: 利率高企, 企业发债融资规模减少, 融资需求转向信贷	15
图表 25: 贷款、外占和投资占 M2 的比重近 90%	15
图表 26: 银行广义信贷 (不含表外理财) 同比增速明显下滑	15
图表 27: 有价证券及投资对 M2 的同比拉动持续降低	15
图表 28: 生产资料价格上涨带动 PPI 同比大幅回升	16
图表 29: 采掘工业和原材料工业产品价格涨幅较大	16
图表 30: 上游价格向中游传导受阻	16
图表 31: 钢材价格持续上涨, 基建增长推高长材价格	16
图表 32: 建安工程对上游原材料涨价起主要支撑作用	17
图表 33: 食品价格下跌拖累 CPI 增速	17
图表 34: 基建下滑或带动投资进一步走弱	18
图表 35: “网购”和消费升级推动社消总额稳定增长	18
图表 36: 供给收缩, 中上游需求不弱	18
图表 37: 2017 年 GDP 增速超预期, 2018 年或小幅回落	18

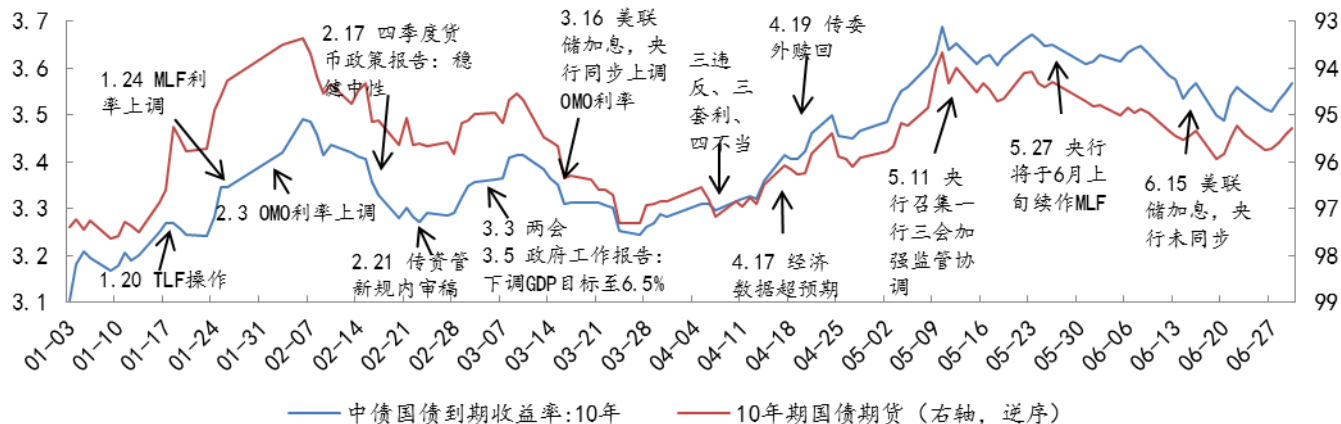
债熊三剑客：监管冲锋陷阵， 流动性完美助攻，基本面保驾护航

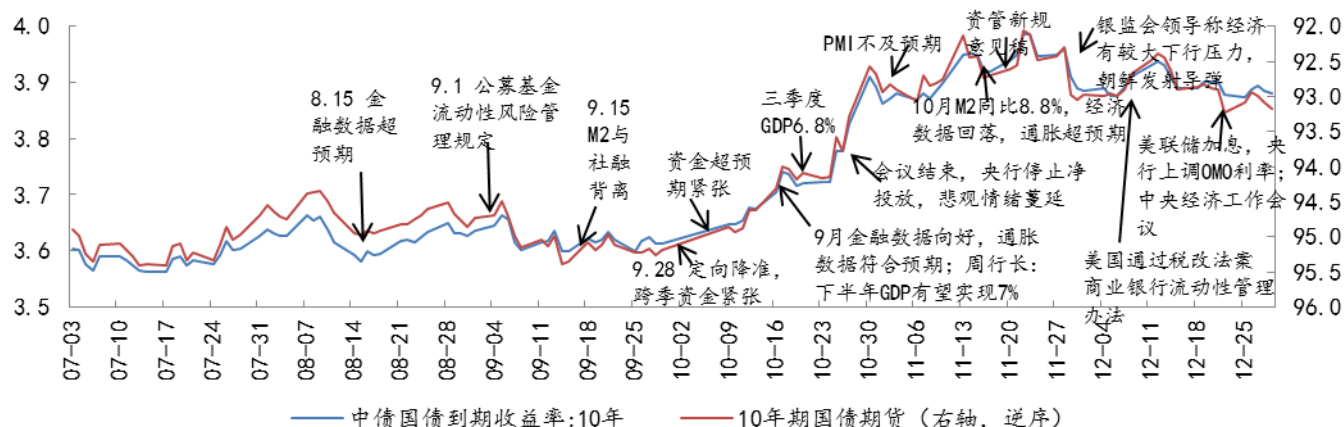
一、2017 年债市回顾：监管冲锋，流动性助攻，基本面护航

2017 年债市延续了 16 年底的趋势，全年震荡下跌，大致可以分为 6 个阶段。1 月初至 2 月上旬，央行连续两次上调公开市场操作利率，资金价格中枢抬升，尽管央行新创 TLF 操作，仍然无法补足春节流动性缺口，流动性紧张促使 10 年国债利率快速上行，春节后才逐渐回落。2 月中旬至 3 月底，央行定调稳健中性的货币政策并同步美联储上调政策利率，流动性紧张预期升温，市场传言资管新规内审稿引发监管预期，政府下调经济目标引发经济下行预期。在多空因素的交互影响下，利率窄幅震荡。3 月底至 5 月中旬，监管政策密集出台，委外大规模赎回，叠加经济超预期增长，利率快速回升。5 月下旬至 9 月底，监管力度放缓，央行提前释放 MLF 续作消息，随后未同步美联储加息，叠加公开市场大量净投放，季末流动性超预期宽松，利率缓慢回落后维持窄幅震荡。10 月份，监管担忧不减，全球货币政策收紧施压国内货币政策，流动性紧张加剧，而国内经济仍显韧性，利空因素叠加推升利率快速上行。11 月至年底，监管细则陆续落地，海外缩表加息进程加快，央行同步美联储上调政策利率，但幅度小于预期，经济数据也有所回落，多空因素交织下，利率震荡收官。

综上，2017 年债市经历了三轮大跌，主导因素各不相同，但相辅相成，缺一不可。1 月至 2 月的大跌中，流动性收紧是主要因素，严监管和经济回暖预期则起到了推动作用。4、5 月大跌的主因是监管政策接连出台引发的悲观预期和委外赎回，大量的赎回也加剧了流动性的收紧，经济数据超预期更是起到了推波助澜的作用。10 月的大跌中，在监管未见放松迹象的情况下，资金超预期紧张首先带动了利率上涨，经济向好的预期进一步推升利率，而会议结束后央行停止公开市场净投放则成为了压垮骆驼的最后一根稻草。总而言之，2017 年监管、流动性和经济基本面的利空此消彼长，在三者的通力协作下，债券熊市从一而终。

图表 1：2017 年债市回顾





来源: Wind, 东兴期货研发中心

回顾 2016 年, 三季度国内投资、出口以及通胀数据回落, 美国上半年经济复苏缓慢导致美联储加息预期放缓, 欧元区经济复苏前景不明朗, 英国脱欧引发避险情绪, 日本宽松的货币政策未带动经济明显复苏。在内外利空因素的共同影响下, 十年国债利率下行至 2.7%。然而, 前期的利空因素在四季度相继发生转变, 国内通胀触底回升、投资改善、制造业 PMI 回升至 51% 以上, 经济平稳运行; 美国三季度经济回暖, 特朗普当选美国总统, 美联储加息预期升温, 人民币贬值压力加剧; 国内货币政策收紧, 防风险被放在重要的位置上; 代持事件持续发酵, 债基被大规模赎回; 美联储 12 月加息, 并预计 2017 年加息三次。强烈的利空预期下, 利率触底反弹, 大幅上行至 3.4%。16 年四季度的利空因素延续到了 2017 年, 并且持续放大。

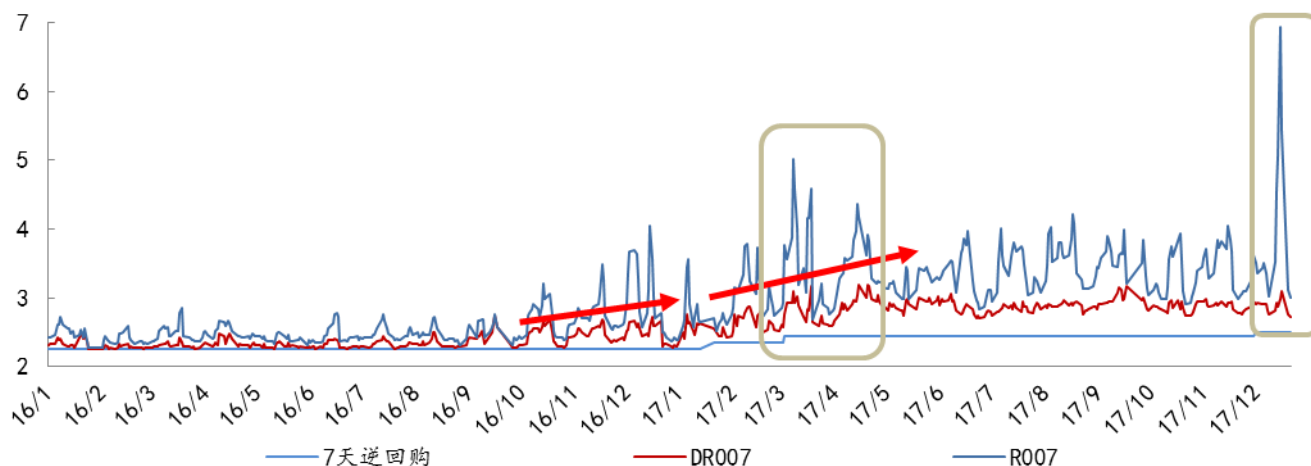
2017 年欧美等国家经济持续复苏, 全球货币政策收紧预期升温, 国内加息压力倍增。政府再三提及防范金融风险的重要性, 监管力度加大, 新规细则接连落地。国内经济韧性仍强, 难现大幅回落, 基本面无支撑债市上涨。在一定程度上可以说, 16 年四季度的大跌是对前期过度乐观情绪的反向修复, 而 17 年的持续下跌则来自于对流动性、监管以及经济基本面的悲观情绪的持续放大。后文将按照顺序对上述三个因素分别作出分析和判断, 并展望 2018 年的利率走势。

二、基础货币供给收缩，流动性呈结构性紧张

2017 年资金利率回顾：上半年上涨，下半年高位运行，资金面全年紧平衡。16 年四季度在 MPA 考核、美联储加息、人民币贬值预期升温、国海违约以及货基大量赎回等事件的影响下，DR007 波幅放大，中枢从 2.3% 抬升至 2.5%。17 年一季度央行两次上调政策利率，资金价格再度被抬升。3 月底银监会密集出台监管政策，加大去杠杆力度，叠加委外赎回和季末 MPA 考核，流动性紧张，DR007 一度被抬升至 3.2%。6 月央行未跟随美联储加息，并大量投放流动性，资金紧张局势好转，DR007 在 2.85% 的中枢上平稳运行。9 月下旬，在缴税缴准、公开市场大量回笼、季末 MPA 考核以及国庆假期现金漏出的影响下，流动性紧张局面加剧，资金价格一度被大幅抬升。12 月央行跟随美联储上调政策利率 5 个 BP，幅度不及前两次，流动性风险有所释放。

2017 年资金利率波幅放大，流动性结构分化。央行在 2016 年三季度货币政策报告中将 DR007 作为资金面的核心利率指标，并有意维持其在合理区间内波动，因此，尽管 17 年 DR007 波幅放大，但幅度有限。而在 MPA 考核和超储率低位运行的压力下，银行于月末、季末时点的融出意愿不高，叠加委外、非标、资管等方面监管加严，非银机构融入资金的难度加大，从而导致 R007 频繁地在月末、缴税等时点大幅上行，全年波动幅度巨大，与 DR007 利差明显走阔，流动性结构分化明显。这种分层现象在年底表现得淋漓尽致。在财政资金大量投放，公开市场回笼量不高的情况下，银行间流动性相对充足，而非银资金极度紧张。DR007 于 3.09% 触顶，R007 却涨至 6.93%，利差接近 400BP。预计在金融去杠杆完成以前，这种流动性分层的现象不会改善。

图表 2：2017 年资金利率中枢抬升，波动幅度放大，DR007-R007 价差走阔

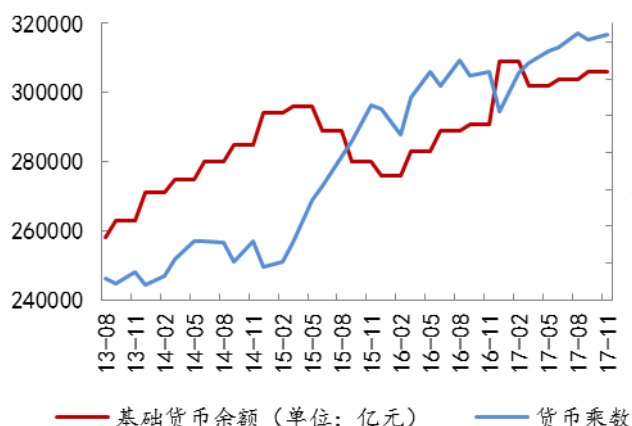


来源：Wind，东兴期货研发中心

在严监管、紧货币的环境下，2017 年银行业务重回表内，贷款规模增长带动货币乘数上升，但基础货币投放量锐减导致广义货币量增速下滑，流动性紧张。基础货币的投放主要来自于央行公开市场操作、外汇占款以及财政存款。下面我们将通过对这三者的变化趋势作出判断来推测出 2018 年货币供给的情况，从而对流动性和货

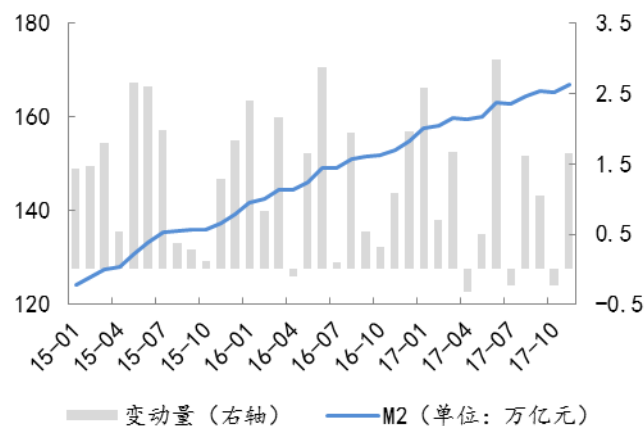
币政策作出判断。

图表 3: 2017 年基础货币回笼, 货币乘数放大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 广义货币量减速增长



来源: Wind, 东兴期货研发中心

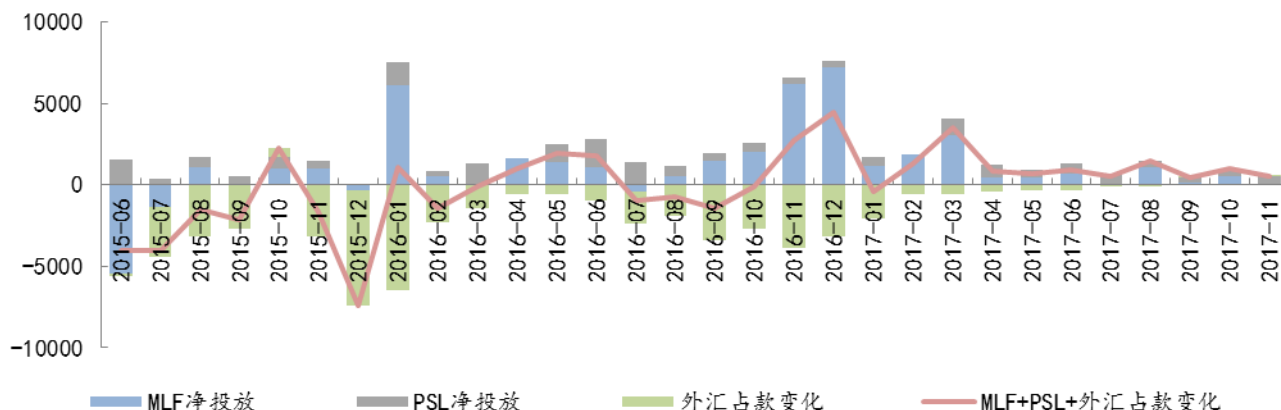
央行通过在公开市场投放中期限的资金来实现基础货币的投放, 主要工具是中期的 MLF 操作和长期的 PSL 操作。2018 年在经济高质量发展的过程中, PSL 将助力结构优化。随着 MLF 到期压力积聚, 央行也将更多地使用 PSL 来实现基础货币的增量投放。此外, 在 1 年期 MLF 政策利率的引导下, 预计 3.4% 将成为利率难以穿透的底部。

MLF 净投放存在压力, 央行将更青睐 PSL。16 年下半年央行大量投放 6 个月和 12 个月期限的 MLF, 导致 17 年 MLF 回笼量高达 42,653 亿, 尽管央行新投放 53,295 亿 MLF, 但净投放只有 10,642 亿, 大幅小于 16 年 27,918 亿的净投放量(投放 55,235 亿, 回笼 27,317 亿)。因此, 17 年全年除三月份外, 一般月份内 MLF 的净投放量均较低。操作频率上, 16 年 MLF 操作“次多量少”, 而 17 年 4 月起, 央行每月只续作一次 MLF, 并且完全或超量对冲当月全部到期量。但 12 月为熨平月内流动性, 并且为美联储加息留出操作空间, 央行曾分两次超量续作 MLF。目前来看, 18 年 MLF 到期量高达 4.5 万亿, 央行通过 MLF 投放基础货币存在增量压力, 或改为使用 PSL 来实现长期基础货币的增量投放, 同时起到经济发展结构优化的作用。17 年 PSL 的增长基本延续了 16 年下半年的势头, 多数月份保持在 300-600 亿的增量, 只有 3 月出现过千亿的增量。截至 11 月, PSL 余额为 26,217 亿, 较 16 年同期增加 6100 亿。2018 年经济高质量发展将继续注重结构优化, 考虑到 PSL 操作能有效引导资金流向重点支持的实体经济领域, 有助于调整结构, 预计 18 年 PSL 投放规模将加速放大, 同时, 长期限资金的投放也将起到稳定基础货币总量的作用。

政策利率对长期利率将有底部支撑。货币政策通常在抑制经济过热时效果显著, 而在刺激经济时, 由于无法有效控制需求以及存在流动性陷阱, 货币政策的作用有限。我国近两年开始逐步完善政策利率曲线, 并试图通过政策利率引导资金利率, 从而引导长期利率。17 年央行三次上调 MLF 操作利率累计 25BP, 1 年期 MLF 利率逐步抬升至 3.25%, 对 10 年国债利率起到了底部支撑的作用。目前 10 年国债利率与 1 年 MLF 操作利率的利差已经高达 60BP, 考虑到当前全球货币政策收紧, 人民币贬值

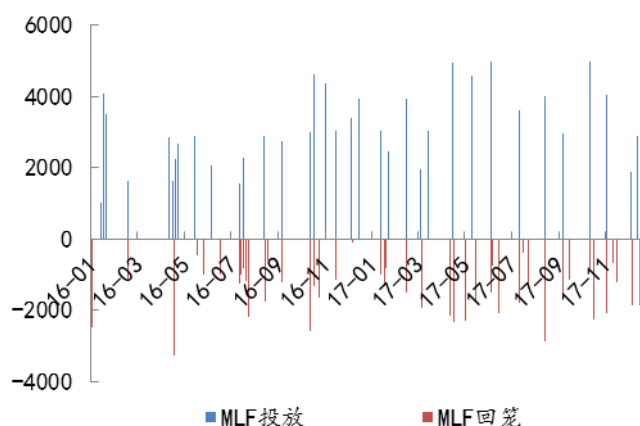
压力加大，18 年央行大概率多次上调 MLF 操作利率。极端假设 18 年上调 15BP，利差降至 0，则 3.4% 大概率成为 10 年国债利率难以穿透的底部。

图表 5：2017 年中长期基础货币投放量减少：新增外汇占款由负转正，MLF 净投放减少，PSL 余额持续增长



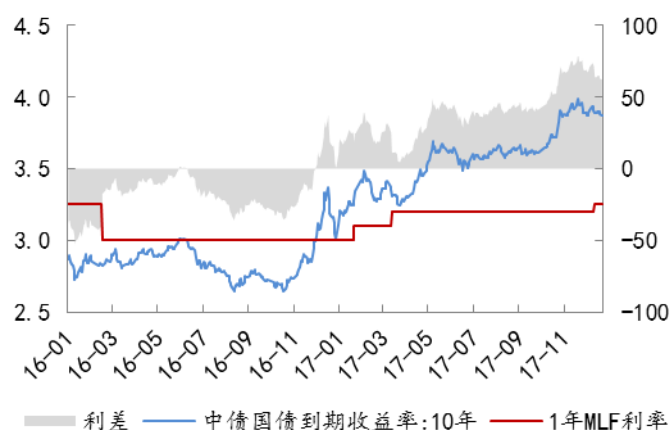
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6：MLF 操作频率减少，单次投放量增加



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 7：1 年 MLF 利率底部支撑 10 年国债利率，利差放大



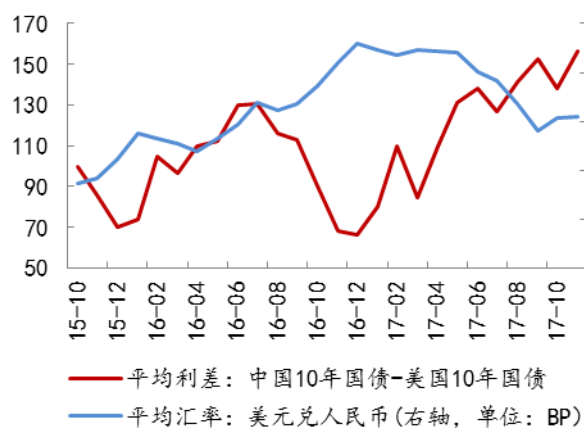
来源：Wind，东兴期货研发中心

2015 年起，随着人民币贬值和资本外流，外汇占款开始持续减少，大量回笼基础货币。17 年以来，中美利差走阔，人民币升值，月度新增外汇占款由负转正，对基础货币由大幅回笼转为小幅投放。

贸易顺差下滑难以支撑外汇占款持续增长。17 年以来海外主要经济体复苏加快，带动我国出口持续增长。而在供给侧改革的影响下，原材料库存持续去化，价格上涨推动原材料进口增加。进口增速大于出口增速，贸易顺差持续下滑。12 月 PMI 新出口订单指数大幅上涨，考虑到该指数的领先效应，判断 18 年一季度出口不差，而后期在欧美贸易保护壁垒和高基数效应的影响下，出口增速将有所回落。随着供给侧改革和环保限产的持续推进，18 年原材料价格易上难下，将持续推动进口增长。因此，18 年贸易顺差大概率继续下滑，不支撑外汇占款持续增长。

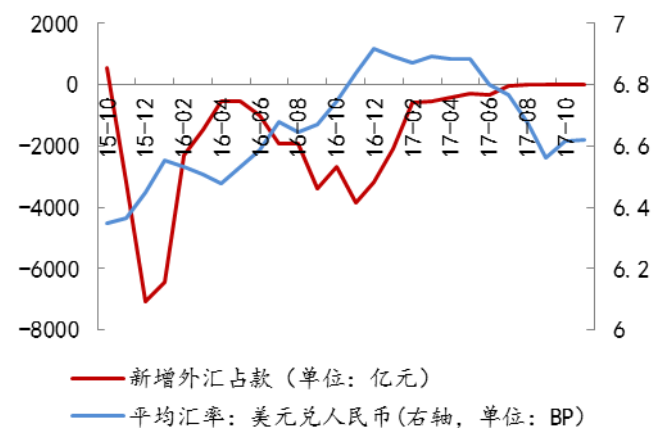
资本外流或导致外汇占款减少，施压基础货币的供给。18 年美联储预计加息三次，欧洲央行也将于 1 月起缩减购债规模，外围利率将持续上行。当前国内利率高企，中美利差维持在高位，应对外围加息的空间很大，利率难以继续上行。十年国债利率与政策利率的利差已创新高，即便央行同步上调政策利率，对长期利率的抬升也是有限的。18 年随着美国加息和特朗普减税政策的实施，在失去利差优势的情况下，我国将面临资本外流的风险，外汇占款大概率减少，从而回笼基础货币。

图表 8：2017 年中美利差走阔，人民币升值



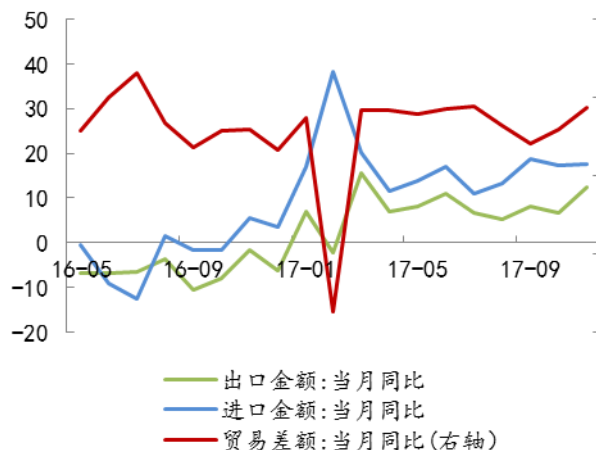
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：人民币升值，新增外汇占款由负转正



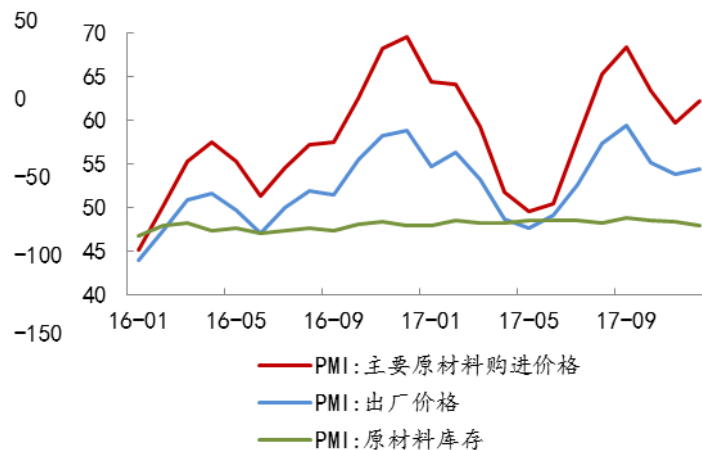
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：进口增速大于出口，贸易顺差持续下滑



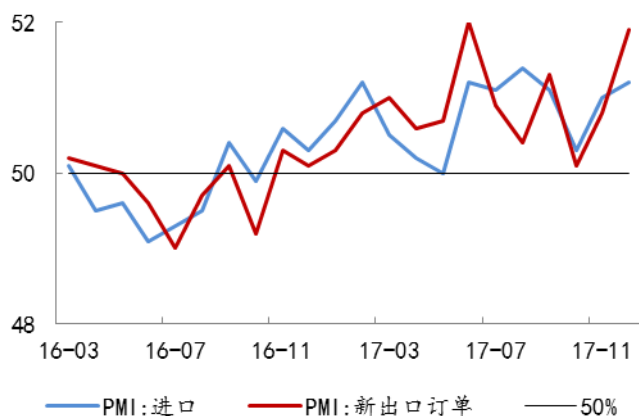
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 11：原材料库存下滑，推升购进价格



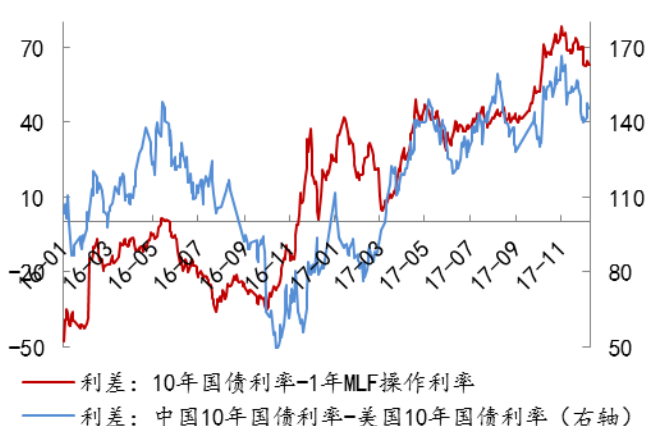
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 12: PMI 进口持续增长, 12 月新出口订单激增



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 利差创新高, 为海内外加息留足空间

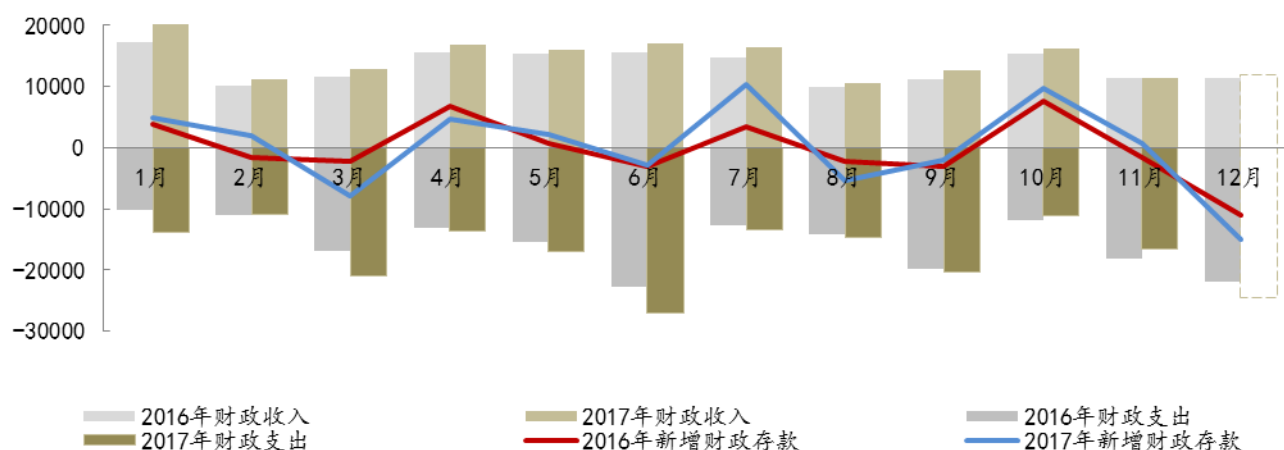


来源: Wind, 东兴期货研发中心

2017 年财政存款增长导致基础货币回笼。在供给侧改革的推进下, 17 年国有企业盈利好转, 缴税量大增, 提供了大量财政收入, 同时, 基建投资稳定增长, 积极的财政政策拉动各月财政支出增长。因此, 17 年央行财政存款的月间变动幅度明显大于往年, 这也是导致资金价格月内波动放大的原因之一。据测算, 17 年财政存款大约回笼了 1000-2000 亿的基础货币。

财政收支将持续增长, 继续回笼基础货币并放大资金利率波幅。预计 17 年 GDP 现价累计值将达到 83 万亿。极端假设 18 年 GDP 平减指数降至 0, GDP 增速目标 6.5%, 赤字率 3%, 则财政赤字将达到 2.6 万亿, 高于今年的 2.38 万亿。而 18 年随着供给侧改革的持续推进, 企业盈利仍有上升空间, 税收收入将持续增长。因此, 18 年财政月度收支幅度将持续扩大, 财政存款的变动对月间流动性的扰动影响将进一步放大资金利率的月间波动, 对央行公开市场数量型调控的精确性将提出更高的要求。此外, 投资增速下滑或减弱财政支出力度, 持续增长的税收收入将带动财政存款进一步增长, 从而回笼基础货币。

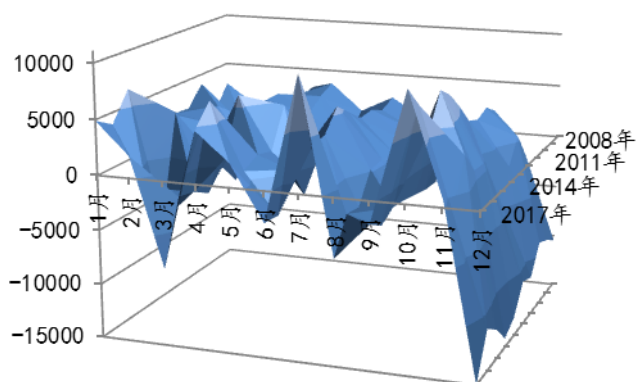
图表 14: 2017 年税收增长, 财政资金积极投放, 月度财政收支额度高于去年



来源: Wind, 东兴期货研发中心

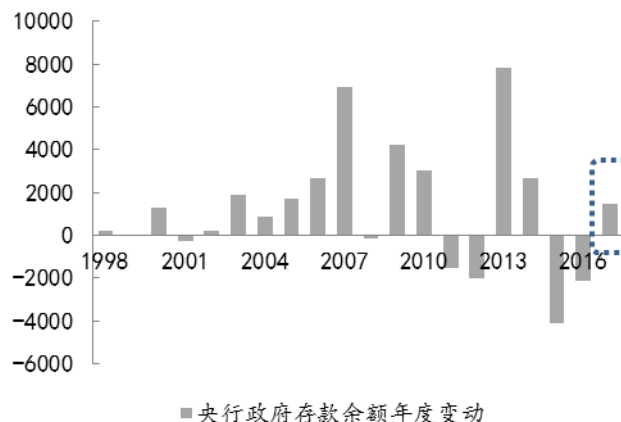
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 2017 年财政存款月间波动幅度放大



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 2017 年财政存款余额小幅增长, 回笼基础货币

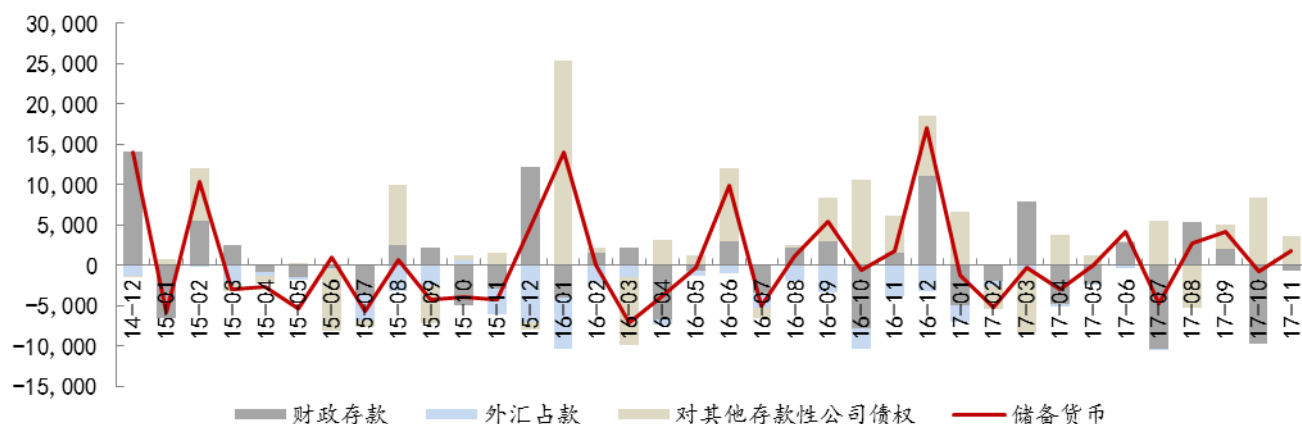


来源: Wind, 东兴期货研发中心

货币政策调控更趋精准化。在我国持续推进供给侧改革、调整经济结构, 追求高质量发展的过程中, “大水漫灌”式的货币政策手段已经无法实现精准调控的目标。2017 年央行已不再采取作为“总闸门”的全面降息降准手段, 而是在公开市场上通过量的精准投放和价的合理调控来实现流动性的管理, 引导资金流向, 实现结构优化。2018 年将延续使用这种新的货币政策调控方法。

流动性紧张情况难以改善。综上所述, 2017 年外汇占款对基础货币供给的影响减弱, 央行公开市场操作更多地是在对冲财政存款对基础货币余额的影响。在稳健中性货币政策和积极财政政策共同作用下, 17 年基础货币供给收缩。2018 年外汇占款与财政存款两方面大概率回笼基础货币, 而央行通过 MLF 投放基础货币存在一定的压力, 预计 18 年基础货币的供给将持续收缩。18 年“紧货币+严监管”的状况将延续, 预计资金利率将持续抬升, 波幅将继续放大, 此外, 2018 年金融风险难出清, 监管将延续, 流动性结构分化的情况难有改善。

图表 17: 2017 年储备货币余额减少, 央行公开市场操作主要调节财政存款变动对基础货币余额的影响

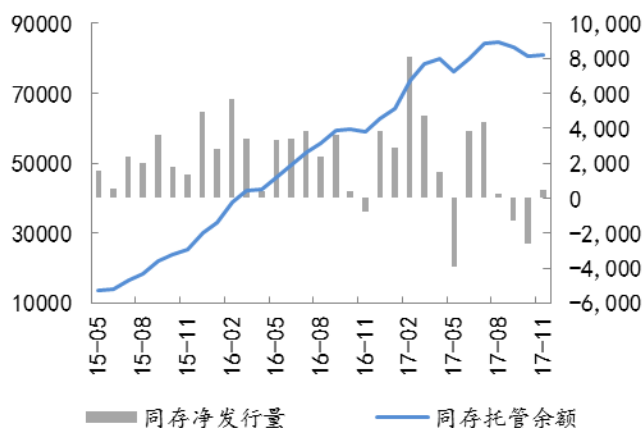


来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、同业去杠杆成效显著，资金回归实体经济

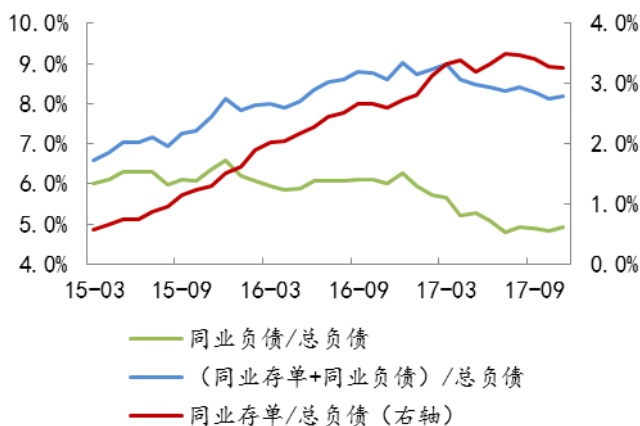
“监管年”回顾：理财规模收缩，同业链条去化。3月下旬至4月上旬，银监会密集发布8个监管文件，专项治理银行业“三违反、三套利、四不当”，整治市场乱象，指导银行业服务实体经济，防控十项风险，切实弥补监管短板；11月发布“资管新规”重申期限错配、多层嵌套以及杠杆比例等问题；12月发布“流动性管理办法”再次限制同业杠杆和期限错配。从监管效果看，16年发布“理财新规”并将表外理财纳入MPA考核后，银行理财产品资金余额增速开始放缓，并于17年上半年减少1.9万亿。在各项监管文件的指导和MPA考核的压力下，4月份以后同业存单净发行量转负，同业存单规模下降，同业负债与同业存单占总负债的比重明显回落。此外，17年同业存单发行利率上行，与理财预期收益率的倒挂现象有所修复，银行依靠发行同业存单获取理财收益的空间被大幅压缩。整体来看，17年在严监管的环境下，银行通过发行同业存单和理财产品来扩充负债端的主动加杠杆行为得到了有效的遏制，同业杠杆去化成效显著，同业空转的获利空间被大幅压缩。

图表 18：同业存单净发行减少，托管余额缓慢回落



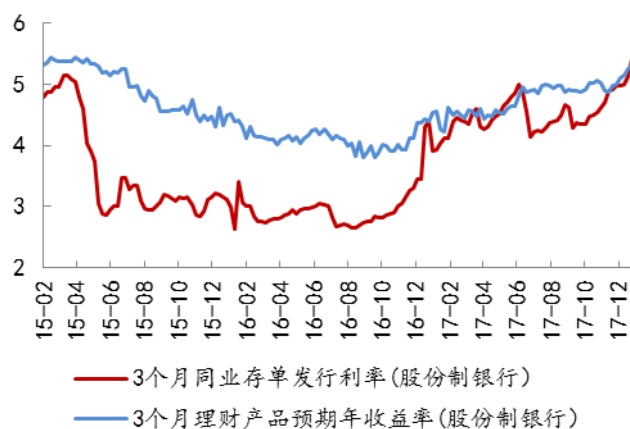
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：同业杠杆去化成效显著



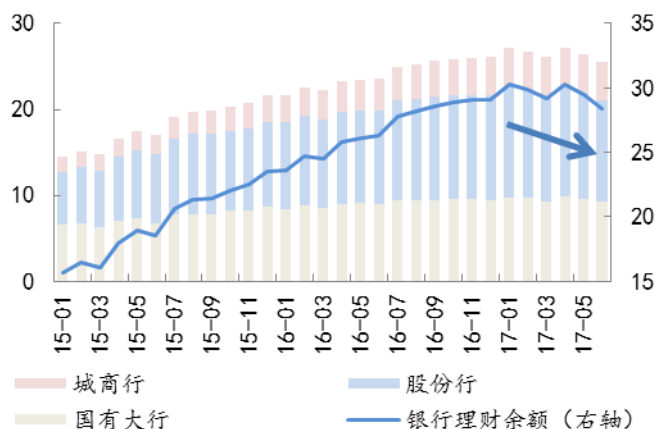
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：同存发行利率与理财预期收益率倒挂修复



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：股份行理财余额减少，带动银行理财余额回落



来源：Wind，东兴期货研发中心

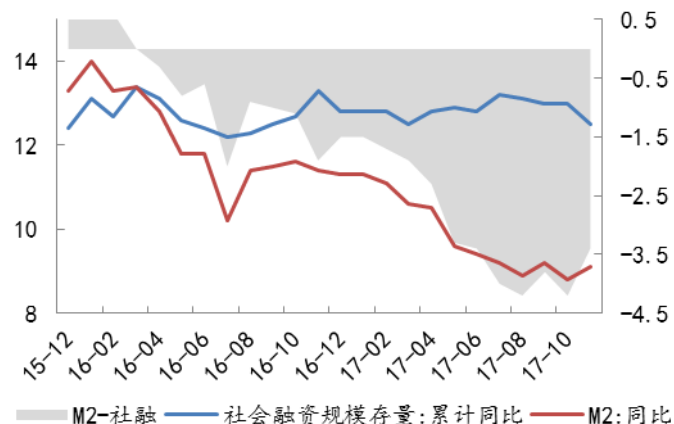
“M2 同比-社融同比”剪刀差持续放大，资金“脱虚向实”有所进展。2017 年，在“严监管+紧货币”的环境下，代表金融体系资金需求的广义货币 M2 同比明显回落，而代表实体经济融资需求的社会融资规模同比下滑相对缓慢。

社融增速稳定，内部结构优化，资金回流实体经济。2017 年利率高企，融资成本大幅提升的情况下企业发债意愿减弱，新增企业债券融资规模大幅减少，对社融同比的拉动明显下滑。在直接融资受限的情况下，企业转向间接融资，于是新增人民币贷款、信托贷款和票据等融资规模大幅增长。在信贷回升的过程中，受到房贷成本上涨和限购政策趋严的影响，居民部门信贷增速明显回落，资金主要流向非金融企业部门，进一步表明资金“脱虚向实”，支持实体经济发展。

M2 同比回落将成为常态。根据金融机构信贷收支表对 M2 的派生渠道进行分解，各项贷款、外汇占款以及有价证券及投资占 M2 的比重近 90%。17 年银行同业链条去化和流动性紧张的局面倒逼金融机构减少了对债券和股权的投资，于是有价证券及投资增速下滑明显，对 M2 的同比拉动大幅减弱，是 M2 同比下滑的主要原因。MPA 考核对各类规模银行的广义信贷增速可以超过 M2 目标增速的幅度做出明确的限制，目前全国性大型银行和中小型银行整体符合标准。银行广义信贷增速下降对防范系统性风险有重要的意义，未来 M2 同比低位运行将成为常态。

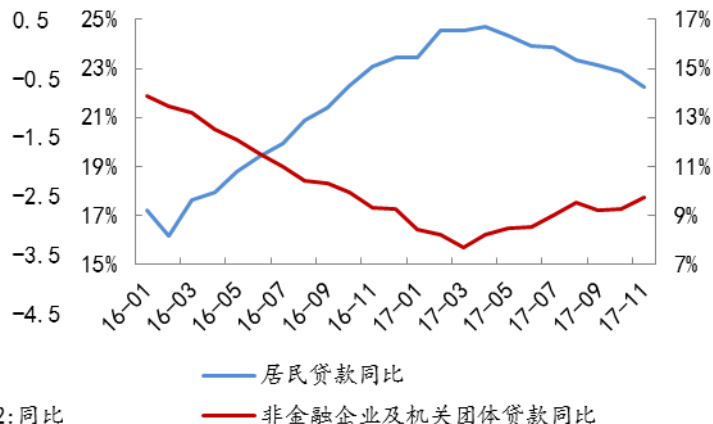
综上所述，2017 年监管发力，重点规范同业和理财业务，并取得了显著的成效。岁末年初，监管卷土重来，全面规范债券交易业务，限制回购和同业存单、禁止代持，金融去杠杆再升级。政治局会议强调防范金融风险是未来三年三大攻坚战之首，预计 2018 年金融监管力度不减，监管细则加速落地，去杠杆持续推进，债市依然承压。后期随着杠杆去化，风险逐渐出清，“M2 同比-社融同比”剪刀差将逐步收窄，金融去杠杆将逐渐从被动阶段转为主动阶段。

图表 22：金融去杠杆成效显著，资金脱虚向实



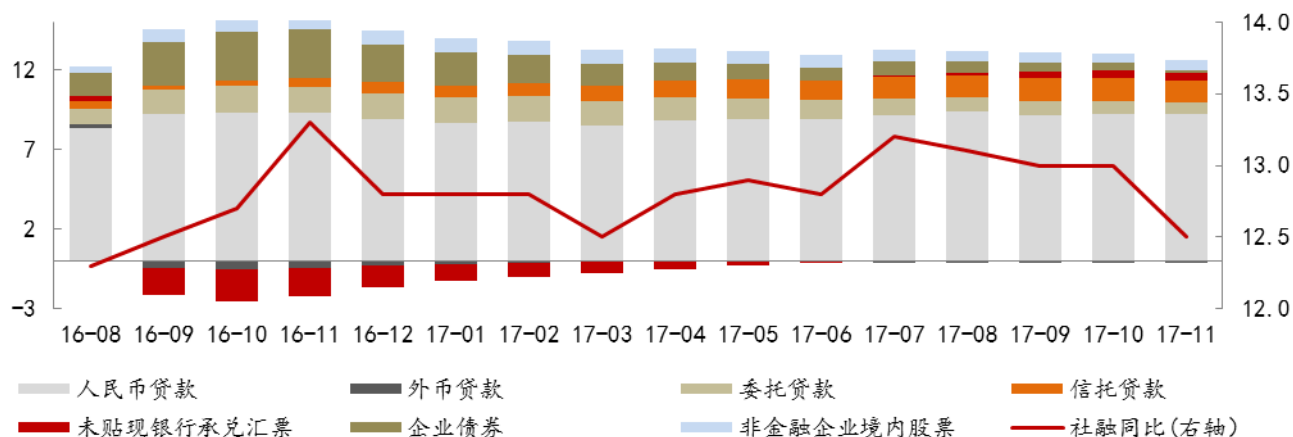
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 23：企业贷款增速回升，居民贷款增速回落

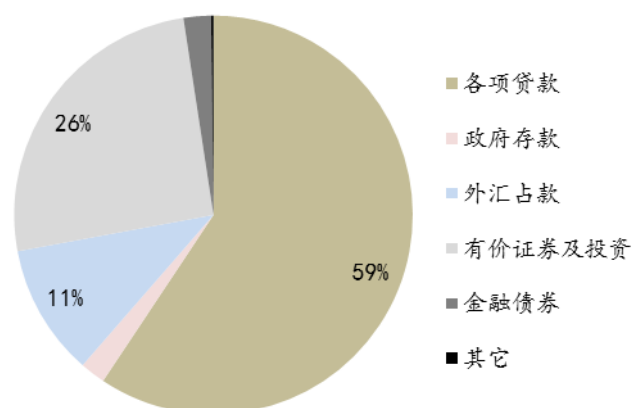


来源：Wind，东兴期货研发中心

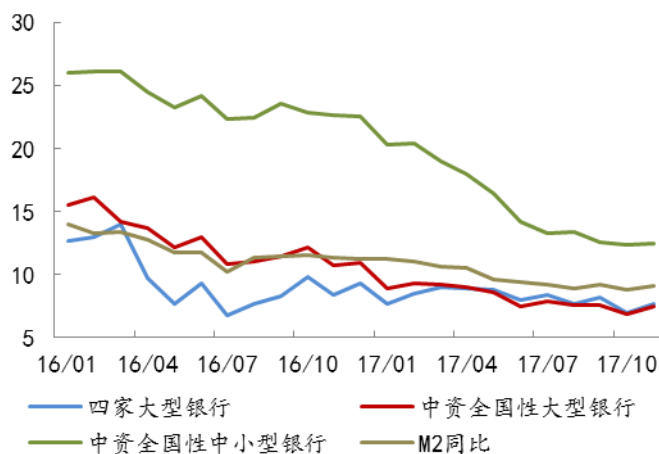
图表 24：利率高企，企业发债融资规模减少，融资需求转向信贷



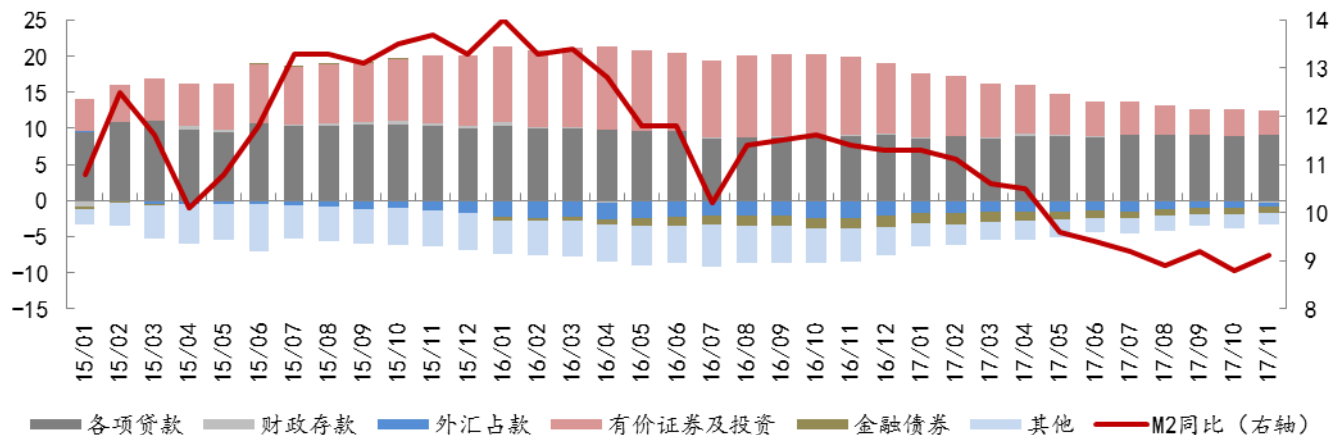
图表 25：贷款、外占和投资占 M2 的比重近 90%



图表 26：银行广义信贷（不含表外理财）同比增速明显下滑



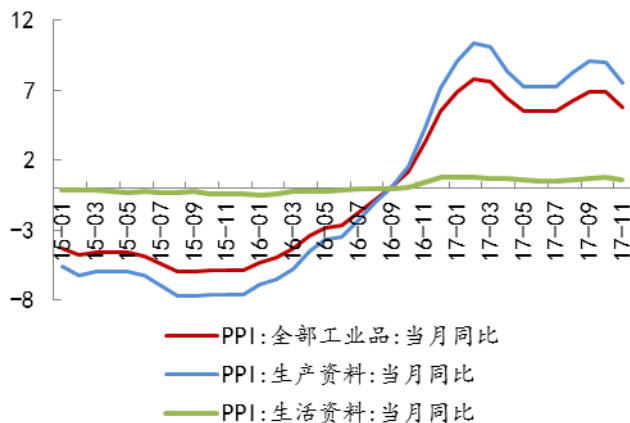
图表 27：有价证券及投资对 M2 的同比拉动持续降低



四、2018 年通胀温和，经济下行带动利率回落的幅度有限

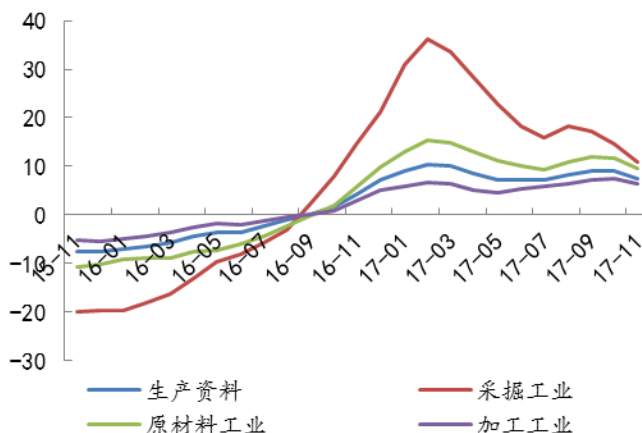
PPI 传导受阻，将有所回落。在供给侧改革和环保限产的影响下，17 年采掘业和原材料工业去产能持续推进，导致供给收缩，而基建、房地产投资不弱，在需求上支撑上游原材料价格上涨。叠加 16 年低基数的影响，生产资料价格上涨带动 PPI 同比大幅回升。但从价格的传导来看，采掘工业品价格向原材料价格的传导是比较通畅的，但二者向加工业的价格传导则遇到阻力。这种阻力体现在两个方面，其一，今年钢价大幅上涨，但用于建筑的长材涨价幅度明显高于用于制造业的扁平材；其二，设备工器具购置的下滑速度明显快于建安工程，表明房地产和基建投资的需求支撑着上游原材料价格的上涨，而中游制造业的需求有限，上游涨价未能有效地传导至中游企业。考虑到 17 年工业品价格基数较高，18 年随着去产能对价格上涨的边际作用减弱，以及投资放缓导致需求端对价格的支撑减弱，PPI 同比将回落。

图表 28：生产资料价格上涨带动 PPI 同比大幅回升



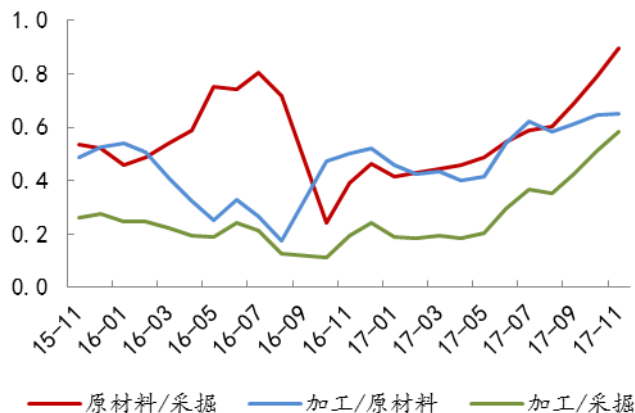
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 29：采掘工业和原材料工业产品价格涨幅较大



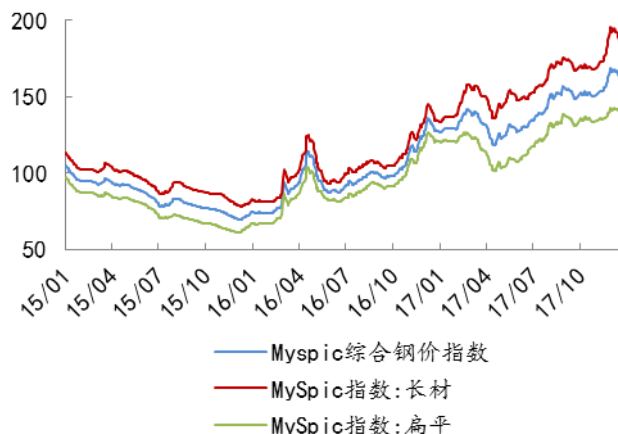
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 30：上游价格向中游传导受阻



来源：Wind，东兴期货研发中心

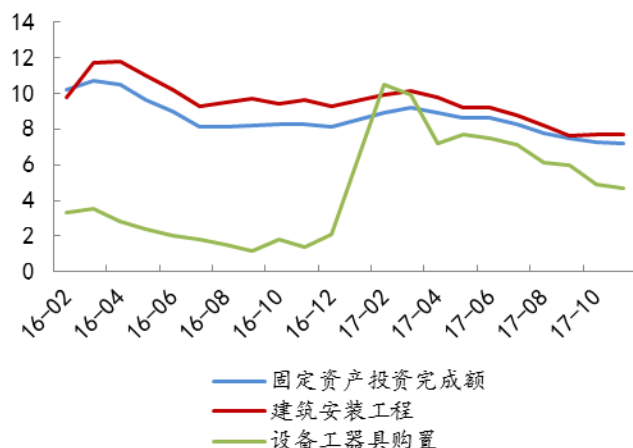
图表 31：钢材价格持续上涨，基建增长推高长材价格



来源：Wind，东兴期货研发中心

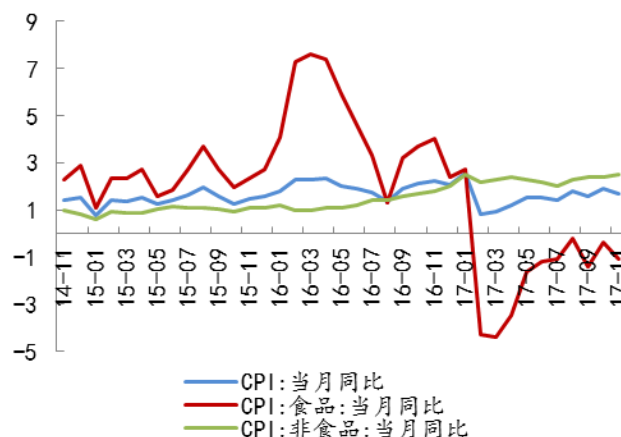
通胀温和，货币政策难松。17 年 PPI 大幅回升在一定程度上带动 CPI 非食品项目同比扩大，但由于气候变暖和养殖效率提高，鲜菜、猪肉和蛋类的供给增加，价格下降，导致 CPI 食品项目同比负增长。18 年如果没有明显的气候变化，在低基数的影响下，CPI 食品项同比可能会前高后低，叠加非食品项可能小幅下滑，料 CPI 前高后低，全年通胀温和。而温和的通胀并不会给货币政策施加太大的压力，货币政策难松。

图表 32：建安工程对上游原材料涨价起主要支撑作用



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 33：食品价格下跌拖累 CPI 增速



来源：Wind，东兴期货研发中心

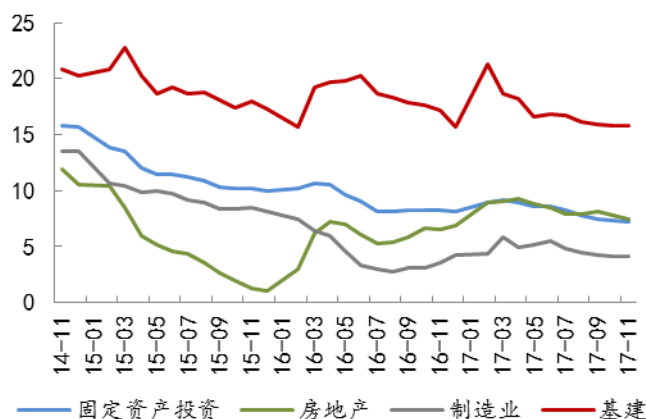
投资增速或进一步走弱，但幅度有限。商品房销售回落将带动 18 年地产投资的回落，但考虑到当前房地产库存不高，可能存在补库的投资需求，地产投资回落幅度有限。17 年地方政府和地方融资平台举债受限，地方财政支出累计同比下滑，预计 18 年基建投资增速将延续回落的趋势。17 年制造业的内部分化比较明显，当前工业企业产成品库存位较低。后期技术进步驱动制造业升级，补库需求可能扩大，不排除 18 年制造业投资增速见底反弹的可能。整体上，在金融去杠杆的影响逐渐传导到实体经济以后，18 年投资增速可能会进一步走弱，但幅度有限。

终端需求分化，整体将小幅回落，但中上游需求依然强劲，经济增长仍然具有可持续性。出口方面，考虑到新出口订单指数大幅上涨，18 年一季度出口可能不差，但后期在欧美贸易保护壁垒和高基数效应的影响下，出口增速或有所回落。消费方面，在消费升级和“网购”消费快速增长的影响下，17 年消费稳定增长。新的消费革命正在形成，未来消费持续高速增长可期。结合前文对投资的分析，整体看来，当前终端需求分化明显，18 年面临整体小幅回落的风险。但在工业品价格上涨，供应不足的情况下，17 年工业增加值增速依然不低，表明中上游需求依然强劲，经济增长仍然具有可持续性。

政府对经济增速下滑的容忍度提高，基本面下行带动利率回落幅度有限。2017 年前三个季度实际 GDP 增速 6.9%，预计全年实现 6.8%。在通胀回升的影响下，名义 GDP 增速大幅上升，预计全年可达到 11%。整体来看，17 年经济超预期增长，但动能略显疲弱，18 年 GDP 增速大概率回落。但政治局会议强调未来经济增长更讲求质量上稳中求进，注重结构优化，政府对经济增速下滑的容忍度已经提高。相比于经

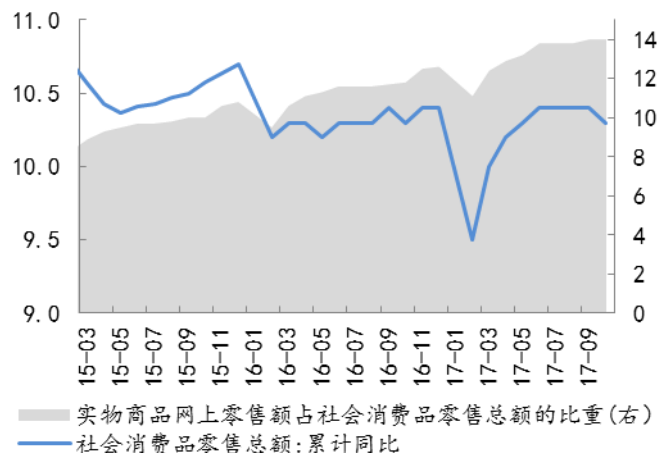
济增速, 政府把防范金融风险放在更重要的位置上, 因此 2018 年即便经济增速下滑, 金融监管仍会有序推进, 货币政策难以放松, 利率难见大幅度的下行。

图表 34: 基建下滑或带动投资进一步走弱



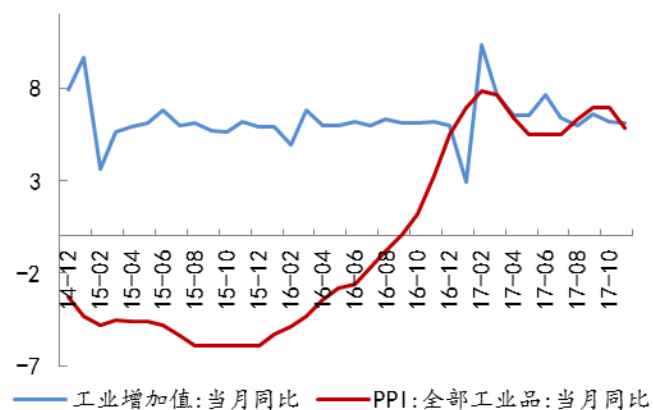
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 35: “网购”和消费升级推动社消总额稳定增长



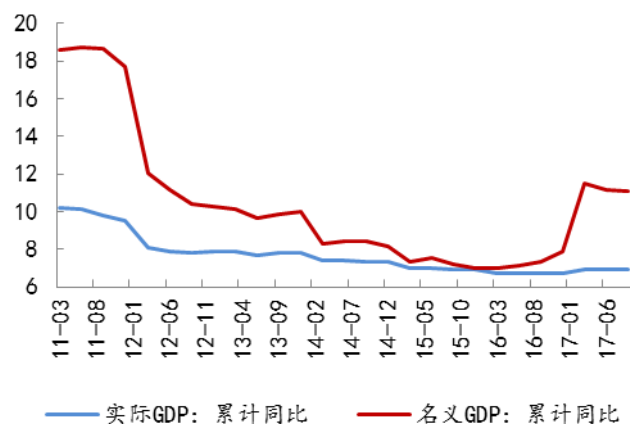
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 36: 供给收缩, 中上游需求不弱



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 37: 2017 年 GDP 增速超预期, 2018 年或小幅回落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、2018 年利率展望：监管推升，流动性支撑，基本面无虞

监管持续发力，推动利率上行。2018 年监管细则加速落地，对同业、资管、代持、回购等的限制将持续加强，不排除后期会有更多针对隐性杠杆的监管措施出台。负债端收缩带动资产端收缩，对债券市场形成较大的压力，流动性较好的利率债仍然面临被抛售的风险。

货币政策难松，流动性供给收缩支撑利率高位运行。2018 年央行将继续在公开市场上通过量的精准投放和价的合理调控来实现流动性的管理，引导资金流向，实现结构优化，PSL 将更多地被作为投放基础货币的工具。而贸易顺差下滑和资本外流将导致外汇占款减少，与财政存款共同减少基础货币的供给。在温和通胀中，政府对经济增速下滑的容忍度提高，基本面对货币政策的影响减弱。在监管细则全部落地、金融风险出清前，货币政策易紧难松，流动性供给持续收缩，支撑利率高位运行。

通胀温和，经济有韧性，基本面无虞。2018 年 CPI 前高后低，PPI 有所回落，全年通胀温和，对利率影响无虞。投资增速小幅走弱，出口面临回落风险，消费延续稳定增长势头。终端需求存在分歧，中上游需求强劲，经济依然韧性十足，不会倒逼货币政策放松，基本面下行带动利率回落的幅度有限。

综上所述，2018 年监管将继续推升利率，流动性收紧支撑利率在当前水平合理运行，而基本面的下滑对利率向下的拉动作用有限。利率仍有较大的上行风险，顶部将会在监管风险出清，货币政策转松以后出现。而一旦有超预期因素出现，3.4% 将会是 10 年国债利率难以穿透的底部。

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。