

中国宏观专题报告

对近期债市震荡的一些思考

过去2个月，由于货币政策更趋审慎、且再通胀预期升温，国内债券市场经历了较为剧烈的调整。回顾过去一年，这是债市2016年经历的第二次调整，上一次回撤是在3~4月间，起因主要是春节后增长预期有所修复，以及3月信用违约事件频率上升；而本轮调整的原因与上次有所不同但也有一脉相承之处——1) 货币政策趋于审慎、央行引导短期利率上行；2) 再通胀继续进行、企业盈利修复、实体经济的投资回报率进一步回升，使得资金对债券配置的偏好下降。

短期来看，由于年底MPA考核临近、而货币政策倾向于维持汇率稳定及继续推进金融市场去杠杆，流动性可能继续承压。

穿越短期波动看，由于2017年经济或将继续再通胀，企业盈利可能进一步回升，因此资金或有继续流出债市的压力，特别是考虑到2014年后大量资金集中配置到债市。2014年4季度至今年3季度以来，在通缩的宏观环境下，债市经历了3年的牛市。随着通胀预期升温，企业盈利能力回升，资金可能会继续从债市流出，转向在再通胀环境下收益率更高的（主动投资型）资产，例如股权类资产和实体经济投资。

债市震荡加剧可能会在短期内殃及其他的资产价格；同时，资金持续流出债市可能对中小银行及对债券市值风险敞口较大的金融机构负面影响较为显著。在债券价格大幅波动之时，如果央行能及时提供必要的流动性支持，将有助于阻断流动性收紧带来的负反馈，以避免资产价格超调。

我们认为，近期市场利率的上行不足以逆转再通胀的趋势——通胀上行及企业定价能力的修复对盈利的提振作用有望超越融资成本的上升的负面影响。与2013年（上一次债市剧烈调整时）相比，许多工业行业已经历了长达5~6年的通缩和去产能周期的淬炼，行业供给明显收紧，定价能力显著提升。与此同时，再通胀环境下，拥有差异化产品和高定价能力的消费品也将享受利润的上升。因此，中期来看，“股债双杀”的局面可能并不受当下基本面的支持。

分析员

易垚

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 加息靴子落地，关注明年下半年更快加息的风险 (2016.12.15)
- 宏观经济 | 外汇占款降幅扩大，央行资产负债表收缩 (2016.12.14)
- 宏观经济 | 信贷投放充足，流动性边际收紧 (2016.12.14)
- 宏观经济 | 财政扩张力度回升 (2016.12.13)
- 宏观经济 | 工业生产与居民消费双双加速 (2016.12.13)
- 宏观经济 | 12月FOMC会议预览：将如期加息，并维持明年加息指引不变 (2016.12.12)

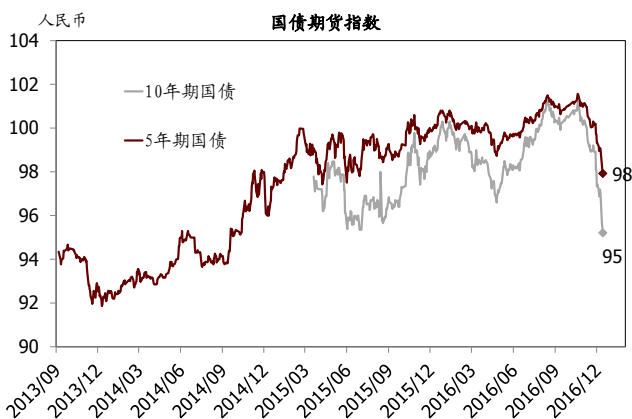
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



对近期债市震荡的一些思考

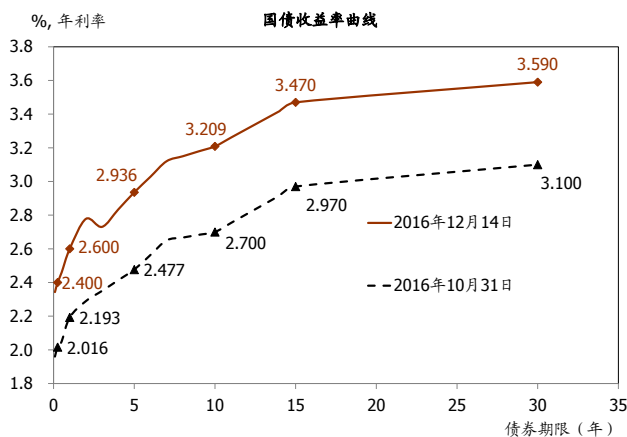
过去2个月，由于货币政策更趋审慎、且再通胀预期升温，国内债券市场经历了较为剧烈的调整（图表1）。2016年11月以来，10年期国债利率攀升了56个基点；特别是11月28日以后，债市调整加剧，短短3周内10年期国债利率跳升了45个基点（图表2）。回顾过去一年，这是债市2016年经历的第二次调整，上一次回撤是在3~4月间¹；两次震荡的起因既有区别，也有一脉相承之处。3~4月的调整主要源于春节后增长和再通胀预期有所修复，以及3月信用违约事件频率上升；而本轮调整则主要是由于1）货币政策趋于审慎、央行引导短期利率上行；2）再通胀继续进行、企业盈利修复、实体经济的投资回报率进一步回升，使得资金对债券配置的偏好下降。

图表1：近期债市经历了剧烈调整



资料来源：CEIC，中金公司研究部

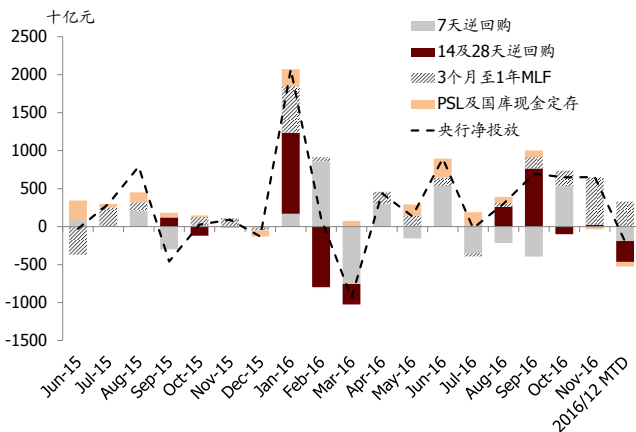
图表2：近两个月来，债券收益率持续上升



资料来源：CEIC，中金公司研究部

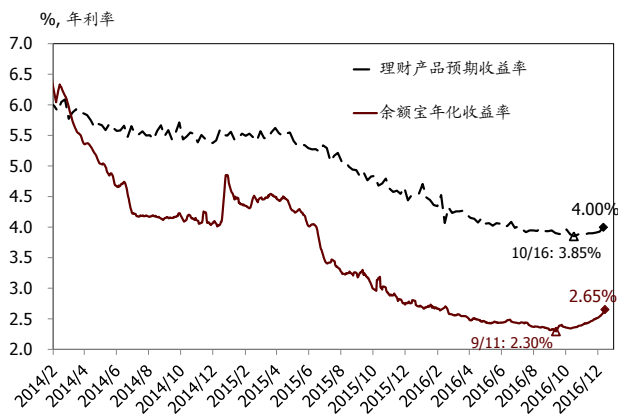
短期来看，由于年底MPA考核临近、而货币政策倾向于维持汇率稳定及继续推进金融市场去杠杆，流动性可能继续承压。尽管存贷款基准利率保持不变，但10月底来央行“缩短放长”，引导市场利率上升。过去两个月，央行减少了短期流动性投放（7天逆回购），而加大了（利率较高的）中长期工具的投放比例——包括14天和28天逆回购以及MLF。而自上周起，央行全部净投放均来自于MLF，显示货币政策更加审慎（图表3）。我们认为，美国大选后中美利差的明显缩小也增加了央行引导国内短期利率的上行压力。随着流动性趋紧，银行间利率上升、货币市场利率也开始攀升（图表4）。

图表3：央行“锁短放长”——减少了短期流动性的投放，加大了（利率更高的）中长期工具的投放比例



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表4：继连续多年下降以后，货币市场利率开始上行



资料来源：CEIC，中金公司研究部

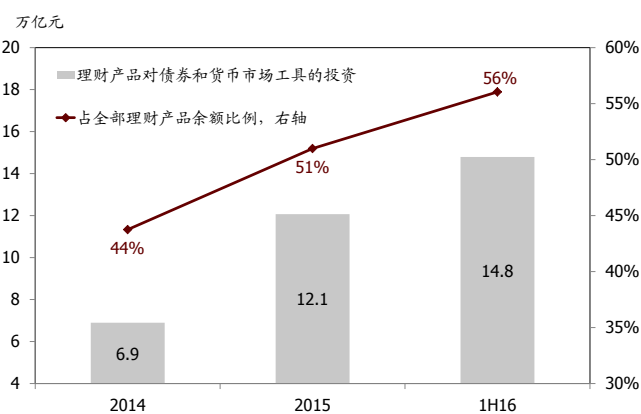
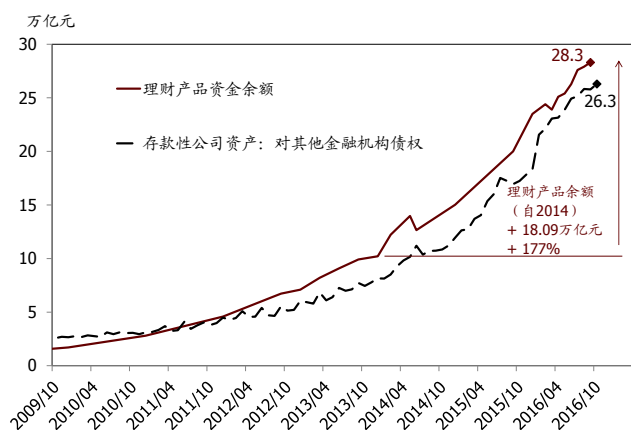
¹ 请参见我们2016年4月28日发布的中国宏观简评《有关近期债市震荡的几点思考》。



穿越短期波动看，由于2017年经济或将继续再通胀，企业盈利可能进一步回升，因此资金或将面临继续流出债市的压力，特别是考虑到2014年后大量资金集中配置到债市。2014年4季度至今年3季度以来，在通缩的宏观环境下，债市已经历了3年的牛市，大量资金也集中配置到债市。2014年来，理财产品余额几乎翻了三倍达到28.3万亿（图表5），而理财资金对债市的配置比率也持续加大。具体而言，2015年以来债市总市值增长了78%（增长额达人民币28万亿元，相当于GDP的40%以上，图表6），而理财产品对债券和货币市场工具的投资额几乎翻番——理财资金的配置偏好对整个市场的配置趋势有一定的代表性（图表7）。然而，随着通胀预期升温，企业盈利企稳回升，资金可能将继续从债市流出，转向在再通胀环境下收益率更高的（主动投资型）资产，例如股权类资产和实体经济投资（图表8）。

图表5：2014年以来理财产品余额几乎增加了200%，并较2015年增长了88%

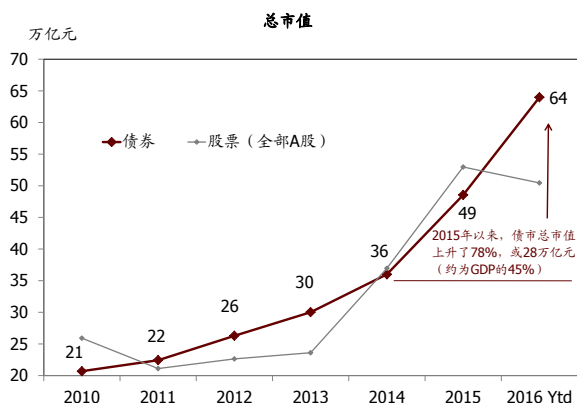
图表6：过去几年内，资金对债市的配置（单向）持续增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表7：债市总容量飞速扩张

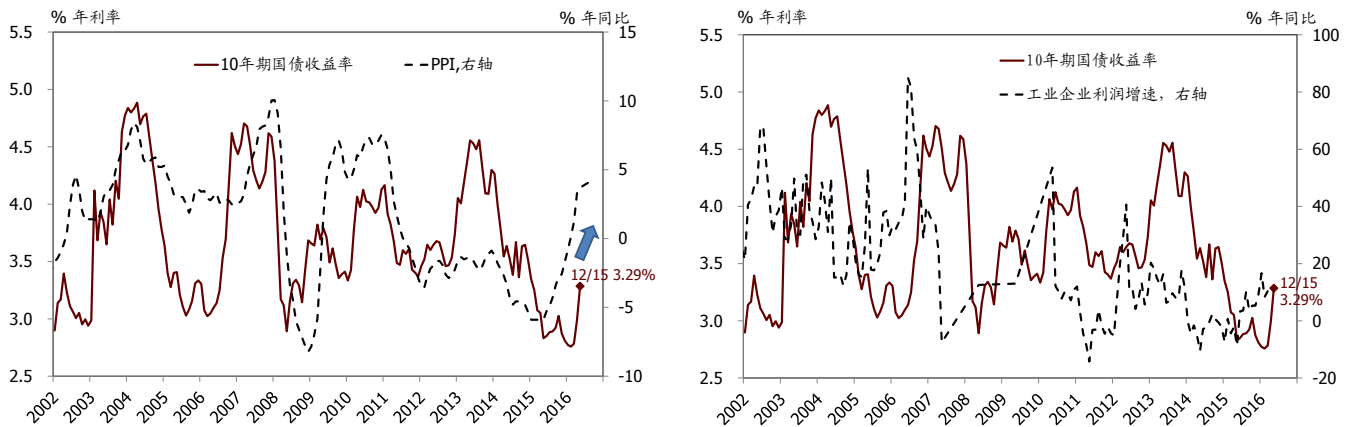


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 8：再通胀环境往往推高债券利率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

债市震荡加剧可能会在短期内殃及其他资产价格；同时，资金持续流出债市可能对中小银行及对债券市值风险敞口较大的金融机构负面影响较为显著。短期内，债市波动加剧，加上随之而来的资金赎回压力，可能会形成负反馈，直到市场出清和/或央行给予流动性支持。短期内，银行间流动性紧张的局面也可能牵连其他金融资产（如股市），带来抛售的压力。我们在之前的报告中提到²，中小银行更多地依赖理财产品发行来扩张资产（图表 9），如果理财资金赎回则对它们负面影响较大。同时，而一些净值型资产管理产品对债券的敞口较大，因此债市调整对这些产品的发行机构也有负面影响。

图表 9：中小型银行对理财产品的依赖度更高

截至 2016 年 6 月	理财产品 万亿元	一般存款 万亿元	理财产品/一般存款 %
工商银行	2.6	17.4	15.2%
建设银行	2.0	14.7	13.4%
农业银行	1.5	14.5	10.4%
中国银行	1.3	12.6	10.6%
交通银行	1.6	4.7	33.0%
招商银行	2.0	3.7	54.2%
中信银行	0.9	3.5	27.0%
浦发银行	1.3	3.0	44.2%
民生银行	1.3	2.9	45.5%
兴业银行	1.3	2.5	53.5%
光大银行	1.3	2.2	57.6%
平安银行	1.0	1.9	50.5%
华夏银行	0.6	1.4	43.4%
北京银行	0.3	1.1	28.2%
浙商银行	0.2	0.6	38.3%
宁波银行	0.2	0.5	35.5%
杭州银行	0.2	0.3	50.7%
四大行	7.5	59.1	12.6%
中小规模银行 (包括交通银行)	12.2	28.3	43.1%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

² 请参见我们 2016 年 6 月 1 日发布的中国宏观专题报告《关于理财产品相关风险的思考》，以及 2016 年 7 月 28 日发布的中国宏观简评《再谈理财产品相关风险及理财“软着陆”的宏观观点》。



在债券价格大幅波动时，如果央行能及时提供必要的流动性支持，将有助于阻断流动性收紧带来的负反馈，以避免资产价格超调。与其他金融资产类似，当大部分投资者的预期突然变化时，抛售的压力可能会导致负反馈——即价格下跌加快资金出逃、从而加剧抛售压力。因此，作为市场流动性的终极提供者，央行需要为市场提供必要的流动性支持，以引导市场预期平稳过渡。

我们认为，近期市场利率的上行不足以逆转再通胀的趋势——通胀上行及企业定价能力的修复对盈利的提振作用有望超越融资成本的上升的负面影响。跳出近期债市震荡以及其对金融产品价格的短期压力来看，我们维持此前的判断、即对再通胀范围将逐步向中下游行业扩大。与此同时，再通胀环境下，拥有差异化产品和高定价能力的消费品也将享受利润的上升。我们看来，与 2013 年（上一次债市剧烈调整时）相比，许多工业行业已经历了长达 5~6 年的通缩和去产能周期³的淬炼，行业供给明显收紧，定价能力显著提升。因此，与 2013 年的利率上行周期不同，本轮企业盈利的改善有望弥补融资成本的上升，中期来看，“股债双杀”的局面可能并不受当下基本面的支持。

³ 请参见我们 2016 年 9 月 22 日发布的中国宏观简评《中国制造业去产能周期走到什么阶段？》，以及 2016 年 9 月 29 日发布的中国宏观简评《为什么说中国制造业“初现曙光”？——对我们制造业去产能一文的一些补充》。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

