

2019 年 宏观利率市场研判与展望

蜂巢基金管理有限公司 投研团队

上海市 浦东新区 竹林路 101 号 陆家嘴基金大厦 10 层 | 021-68886277

目录

蜂巢基金 2019 年宏观利率市场研判与展望	2
一、 2018 年回顾	2
(一) 第一阶段, 2017 年频繁的监管政策落实的尾部阶段	3
(二) 第二阶段, 贸易战爆发至市场情绪的完全消化	3
(三) 第三阶段, 中美周期的共振下行	5
二、 2019 年展望	6
(一) 短期需要关注的是市场预期差的变化	6
(二) 长期来看, 能否实现宽信用是决定中长期利率方向的关键	7
法律声明	9

蜂巢基金 2019 年宏观利率市场研判与展望

一、2018 年回顾

回顾 2018 年，国内利率债市场大多品种波动幅度都达到 100bp 之上，是过去两年大幅调整之后收益率快速回落的一年，如果以十年国开到期收益率来测算去年利率债市场的行情，十年国开从 1 月份的最高点 5.13% 回落至 12 月份最后一个交易日的 3.64%，下行幅度达到 150bp。相较过往几年的波动幅度而言不可谓不大。

图 1：2018 年各利率品种表现

	年初水平 (%)	年末水平 (%)	最高值 (%)	最低值 (%)	年内涨跌 (BP)	波动幅度 (BP)
中债国开债到期收益率：1 年	4.48	2.75	4.48	2.68	-172.78	179.83
中债国开债到期收益率：3 年	4.79	3.24	4.92	3.24	-154.41	167.90
中债国开债到期收益率：5 年	4.81	3.50	5.07	3.50	-130.06	156.91
中债国开债到期收益率：10 年	4.87	3.64	5.13	3.47	-122.88	165.54
中债国债到期收益率：1 年	3.68	2.60	3.68	2.46	-107.67	121.82
中债国债到期收益率：3 年	3.78	2.87	3.78	2.86	-90.98	92.06
中债国债到期收益率：10 年	3.90	3.23	3.98	3.23	-67.43	75.32
利率互换：FR007：1 年	3.65	2.65	3.65	2.60	-99.51	105.89
利率互换：FR007：5 年	4.03	2.97	4.07	2.96	-105.64	110.73
利率互换：3M SHIBOR：1 年	4.66	3.26	4.85	3.07	-140.70	177.84
利率互换：3M SHIBOR：5 年	4.72	3.45	4.07	2.96	-126.08	110.73

资料来源：Wind，蜂巢基金

当下基本面的不断衰弱以及中美经济周期再度进入协同走弱的格局，叠加国内政策上对信用扩张的支持仍然以地方债发行和银行表内信贷扩张为主要渠道，决定了未来的改善路径或许只能表现为托底方式，实体企业的盈利下滑和资本回报的降低仍将持续。而决定债券市场走势的根本因素也将从 2018 年利差具有足够风险补偿的交易性机会变为 2019 年更加注重重央行政策利率调整预期带来的系统性机会。

整体而言，2018 年虽然债券收益率出现了大幅的下行，但是我们认为不同时期主导债券市场矛盾进程的焦点并不相同，总体来说可以把全年市场的走势分为三个阶段：

（一） 第一阶段，2017 年频繁的监管政策落实的尾部阶段

在这一阶段，政策的焦点主要集中于平滑监管政策的执行对市场的冲击，因此在边际上开始有针对性的进行宽松，基本面仍然表现为国内外较为强势的格局所以资金价格并没有明显下行。在这一阶段，货币市场利率表现为从前期较高的波动转向适度的平稳性，继而增加多头的信心。

以十年国开收益率计算，此阶段的波动中枢在 5.1%-4.8%，十年国债收益率在 4.0%-3.8%，前熊后牛的走势表现出资金面转向稳定带动多头信心增加，较高的套息保护令债券收益率出现回归波动中枢的内生需求。

这一阶段结束的标志性事件之一为 3 月 22 日央行最后一次跟随美联储进行加息操作，包含 SLF 和公开市场操作的各期限利率纷纷上调了 5bp，七天到达 2.55%。利率价格的被动抬升和数量上的宽松，使得市场开始重新思考央行的调控方式，Carry trading 的动力使得机构的杠杆出现一定程度的上涨。利空消息出尽后市场开始将焦点切换到流动性的问题上，自 2017 年三季度起，央行货币政策执行报告连续提到货币政策的价格型调控思路，市场开始逐渐侧重于思考货币利率的稳定将对市场产生的可能影响。

另一标志性事件则是美国总统在 3 月 22 日提出的贸易保护方案，加剧了市场对基本面未来走势的担忧。从市场对基本面预期的角度上看，美债的收益率在 2 月 2 号因非农数据大幅好于预期（预期 18 万，实际 20 万）快速上到 2.85%，打击了风险资产的情绪，道指从 26600 点快速下行；而国内上证指数也由年内高点 3587 开始回落，市场预期企业盈利和基本面增长在供给侧改革效力逐步衰弱后将开始下行。

（二） 第二阶段，贸易战爆发至市场情绪的完全消化

此阶段时间段为 4 月份至国庆节之前，主宰市场的焦点为中美贸易战的影响，以及中美经济周期出现的尾部分化。受上述两点影响，美元对人民币汇率在三月份开始震荡上行，并

在六月份快速大幅贬值进行对冲。

此阶段货币政策的特点是操作思路上的转变,以六月末二季度货币政策执行报告中提及的保持流动性“合理充裕”为转折点。央行7月之前尚未完全对冲因为各种因素对流动性价格造成的扰动,市场杠杆的抬高令月末时点货币市场价格波动脉冲显著上升。6月中下旬,美国发布500亿关税清单,国内随即以同样规模进行反击,其后双方加码2000亿规模,贸易战发酵牵动各市场神经,导致股债汇联动。央行从七月份开始贯彻合理充裕的政策思路,稳定货币市场价格,从而使其波动率大幅下降,并持续至年末时点。

贸易战期间无法调和的局面和双方冲突的升级不断打击股票市场,提振债券多头做多意愿。十年国开债收益率从4.8%一路下行至4.2%。国债收益率从3.8%下到3.6%。在此期间国内基本面边际逐步走弱,六月公布的五月份宏观数据显示消费、投资等均出现显著走弱,同时信用债券违约频繁爆出,GDP从二季度的6.7%下到三季度的6.5%。不过整体上形势并未出现倒逼央行进一步放水降低货币政策利率的操作,政策上面仍然保持一种适度的定力避免过度放水重回老路,在6月13号美联储加息25bp后央行也未再跟随加息。另一个可能令政策保持定力的原因则在于中美周期开始转向中弱美仍强的格局,在美国年内加息预期仍然有二次的前提下,国内货币政策仍是合理充裕的政策思路。中美十年国债的利差在8月中旬之后从60bp快速下至国庆前的40bp,而此期间美元人民币汇率持续在6.8-6.9的区间内波动。8月初和10月隔夜利率下行到2%以下的时候,市场甚至传闻央行为了避免中美货币利率的倒挂出现,通过定向正回购回笼体系内过剩流动性。

在这个阶段,另一主导债券市场的矛盾点在于七月份之后,央行通过一系列的政策主张信用扩张,提前对冲基本面下行的风险。央行通过MLF替换鼓励商业银行购买低评级信用债,九月财政部发文要求加快地方专项债的发行来托底经济,各项政策均指向宽信用。同时油价快速上行带动商品走强推高通胀预期,市场对滞涨的担忧预期使长端债券收益率下行空

间缩小，而短债出现较为明确的交易性机会，国开收益率十年和三年的利差从 20bp 快速的上行到 60bp 左右。

经过此阶段风险资产价格的下行，基本上贸易战对市场的影响已经充分释放，市场焦点开始转移到不断弱化的基本面数据，包括金融数据、物价、经济增长和工业企业利润等。除了少数指标较为亮眼之外，大部分数据都指向基本面要重新回到供给侧改革之前的状态。虽然 4 月份和 6 月份央行连续两次降准，但市场已经充分预期此种政策工具是在“合理充裕”的框架内；基本面的严峻形势也倒逼政策降低银行的资金成本并帮助其补充核心资本，为信用扩张提供足够空间。

（三） 第三阶段，中美周期的共振下行

国庆之后，伴随油价和美股暴跌，美债收益率也出现快速下行，中美利差再次走阔到 40bp 左右。市场对 2019 年美加息次数由最多三至四次降为零次。国内社融数据 10 月份公布 9 月份数据意外加入地方专项债调整，而剔除专项债的社融数据同比大幅下降，确定国内基本面显著走弱。另一方面，前期的信用扩张政策成效一般，政策上还是自上而下关注和推动民营和小微企业融资成本和渠道的问题，市场对上述问题未来需要多长时间，能多大程度的修复存在分歧，但就当时来看确实还不能起到提振和改善基本面的作用。

债券市场在此明确的基本面信号下，收益率快速打破前期低点，波动中枢继续下行，国庆后十年国开债收益率从 4.2% 快速下行至 3.6%，十年国债收益率快速从 3.6% 下行到 3.1%。但资金面仍未出现显著变化，利差持续收窄，利率互换 Repo 品种 Carry 部分已经收缩至历史较低水平。

总体来看，回顾 2018 年，主导利率债市场收益率下行的因素由贸易战的不确定性转移到了基本面走弱的确定性，由中美周期的尾部分化牵制央行政策的选择到中美共振后央行大大增强了其货币政策独立的空间，其背后的焦点不断切换，各因素发挥的作用也此消彼长。

二、2019 年展望

站在目前时点看 2019 年的债券市场，我们要分为两个维度去看：即短期市场走势和长期趋势。

（一）短期需要关注的是市场预期差的变化

年初至今，十年期国债收益率从 3.23% 下行到 3.11%，下行幅度 12bps，十年期国开债收益率从 3.64% 下行到 3.48%，下行幅度 16bps。一月份债券市场的大幅上涨得益于四个方面：首先，市场对 2019 年无论是中国还是全球的宏观经济表现都非常悲观，当然实际的宏观经济数据反映出来的也是如此，12 月份工业企业数据来看，无论是主营业务收入的增速还是产成品库存的增速都出现了明显的下滑，显示了实体经济尤其是下游行业进入量价齐跌的主动去库存阶段，而从历史上来看，往往主动去库存的经济周期下微观数据的表现都非常疲软。除此之外，PMI 数据亦跌破荣枯线水平。而从全球的宏观数据来看，周期尾部的迹象逐步显现，欧洲经济数据已经明显回落而美国的经济数据也出现了明显放缓的迹象，尤其美国的工业产出出现了转向的迹象，这些也在去年十二月份至今的美债和美股的表现中有所体现。其次，是资金面的宽松，包括 1 月 4 日的一次全面降准也进一步对市场流动性宽松的预期有所加强。第三点是银行配置资金在年初的加大配置的行为也推动了利率下行。同时，权益市场开年表现疲弱也助推了市场情绪向债券市场蔓延。

虽然市场普遍对于债券市场今年走势较为乐观。但是，我们需要关注的两个核心问题在于，**第一，经济悲观预期是否一定程度上被长端利率反映。**1-2 月份由于春节的原因为开工淡季，很难充分反映经济情况，而 3 月份开工旺季的经济数据将在 4 月份反映，所以 1 季度其实没有更多的经济数据支撑经济是不是走弱。但是从信贷数据来看，考虑到 17 年 12 月份和 18 年 1-2 月份还处于去杠杆紧信用的环境下，比如 17 年 12 月份的新增信贷只有 5000 多亿，社融和新增信贷非常低迷。而 18 年年底和 19 年年初在政策刺激下，信贷和社融的同比

增速会出现明显反弹。同时宽信用、支持基建、扩大消费、稳定内需的政策可能也会密集出台。同时地方债也将密集发行。因此，在经济数据难以证实经济进一步下滑，但是政策密集出台的背景下，期限利差很难完全走平。**第二，货币市场利率过低需要引起警惕。**从央行的角度来说，压低货币市场利率并不是其初衷，疏通宽信用的渠道才是根本目的，央行可能短期还不会做出降息操作，毕竟美联储还在加息周期而且相对全球各个经济体，美国仍然较强，美元中长期的走势仍然不确定，人民币仍然有贬值压力。在美联储结束这轮货币政策收紧或者到达尾声之前，央行可能不会下调名义的 MLF 利率或者逆回购利率。且对于央行而言也并不希望看到银行间资金过度宽松的局面，所以货币市场利率过低的结果可能会导致央行通过定向正回购等方式回收流动性。一旦短端利率收紧，收益率线会迅速变平从而导致长端利率出现调整。因此，短期来看，长端利率市场存在调整的风险。

(二) 长期来看，能否实现宽信用是决定中长期利率方向的关键

一季度债券市场出现调整可能对全年来看是最有利的结局。因为，全球经济下滑趋势是不可逆转的，中国进入主动去库存周期，而这一周期往往要持续 6 个月以上的水平，而真正实现宽信用需要政策支持企业自身的现金流有所好转，例如 2015 年的供给侧改革和棚改货币化修复了产能过剩行业和房地产产业链企业的资产负债表和现金流量表，同时居民加杠杆又促进了下游消费行业的转暖，从而最终实现了宽信用。但是目前来看，政策目前的发力点还是更多指向银行等金融机构的信用投放，而银行等金融机构因为上一轮去杠杆的力度过大导致的风险偏好水平极低的背景短期无法改变。所以，从中长期看宽信用的实现路径仍然存疑。

展望 2019 年，我们认为债券市场收益率仍有较大的下行空间，十年国开债收益率可能会下行到供给侧改革发力之前的低点水平 3.0%，十年国债在 2.6%，以契合不断下行的实体回报和物价水平。从节奏上看，我们认为上半年收益率下行的基本逻辑在于利差收窄。在目

前价格型调控的框架上,流动性合理充裕的基调令央行保持较为平稳的货币市场政策利率曲线,对冲时点的流动性价格波动,以应对不断探底的基本面环境。而美国的基本面和联邦基金目标利率仍处于周期的尾部,中美利差的相对水平决定了央行将在很长一段时间维持目前的货币市场政策利率曲线水平,除非基本面出现超预期的下行或者美国重新进入需要降息的基本面环境,而这两点在短期内都不太可能出现。下半年基于目前的地方债发行和不断补充银行资本、支持表内信贷社融扩张的政策选择难以改变信贷扩张和宏观基本面的弱势方向,减税降费等财政政策上的选择也只能起到整体托底经济的作用;换言之,只能控制下行的节奏而无法改变下行的方向,而这种情况对权益市场而言很有可能只会引发结构性行情。此外,下半年中美周期统一后很可能会再度共振下行,以及贸易战难以在根本上得到解决,使得央行会进一步下调政策利率进而带来系统性的债市上涨机会。

从曲线轮动上看,我们认为上半年曲线可能会出现略有走平的需要,但是长端易受到政策不断维稳、权益市场结构性行情和一级供给加大的冲击而加大波动,从而难以提供较高的风险补偿。短债的性价比相对较高,但要提防阶段性的货币市场利率反弹带来的超调风险。下半年可能会再度出现 2018 年曲线先陡后平的行情,曲线轮动交替,利率逐渐下行到前低。

另一方面,我们认为在长周期内,信用扩张的实际成效决定了债券市场收益率下行波动中枢的绝对水平。能否创新和理顺货币政策传导渠道,打通政策向实体进行资本输入是关键。基本面如果回到供给侧发力之前的形势,那么不排除目前市场的收益率水平要回到 2016 的低点。

法律声明

本报告由蜂巢基金管理有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载资料、预测及建议仅反映作者最初发布此报告日期当日的判断，可根据市场条件变化而更改。本报告已力求内容客观公正，但文中的观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者应当对本报告中的信息和意见独立评估，对依据本报告进行投资所造成的一切后果，本公司不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发布或传播。如引用、刊发，须获得本公司许可，任何机构及个人不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。