



## 对当前国内经济和市场的一些思考

中国民生银行

金融市场部规划研究中心

汤湘滨

Tel: 010-58560666-9656

E-mail: [tangxiangbin@cmbc.com.cn](mailto:tangxiangbin@cmbc.com.cn)

2019/4/24

今年以来国内在市场预期上出现了三个转变：第一个是美联储由加息到停止加息的预期转变。第二个是中国经济下行压力明显放缓的预期转变。第三个是国内股市由悲观向乐观预期的快速转变。在这三种预期转变的叠加效应下，市场对货币政策的解读和方向再次陷入分歧之中，并对利率和债券市场的前景感到彷徨。

如果国内经济面临的下行风险明显减弱，利率市场将面临来自两个方面的约束。一个是内部约束，即货币政策与信贷导向存在错位效应。主要表现为当信贷周期处于扩张时，货币政策会有所收紧；而当信贷周期出现明显紧缩时，货币政策往往会转向宽松。另一个是外部约束，即在经济下行风险明显降低的背景下，中美利差（长端）应回到舒适区间。（80 至 100 基点）这两个约束将使货币政策的宽松程度适度收紧。虽然流动性在总量上仍将得到满足，但是资金市场利率的趋势将由下行转向缓慢上行。这对于货币市场变化敏感的利率债市场来说将面临阶段性的压力。

因此，短期 10 年期国债收益率的快速上行既有其合理性，但也不必恐慌。与近年来的经验相比，当前 10 年期国债收益率快速上行的程度可能已经“高估”了货币利率的实际变化，而非“低估”。

另一方面，在中美长端利差已回到舒适区间后（目前是 84 个基点），如果中美长期国债利差进一步上升至 100 个基点上方，这意味着相对于美国长期国债，中国 10 年期国债的吸引力将大幅增强。（考虑到人民币汇率还有反弹的空间）外资对中国 10 年期国债的需求有望再次出现，并成为买入中国 10 年期国债的较好机会。

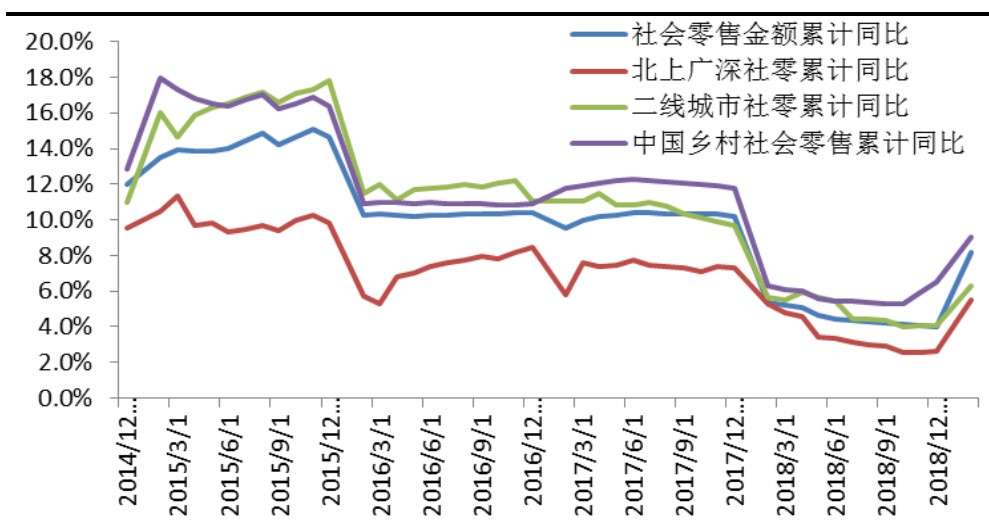


## 一、经济下行风险明显降低，阶段性回稳可期

一季度 GDP 同比增长 6.4%，好于之前市场的普遍预期，也印证了去年底我们对政治局研究经济工作会议点评（《关键之年》）中的主要判断：“当前市场可能还是低估了政府在稳增长上的决心和力度。这意味着政府对明年经济增速下行的忍让空间将有限，实际经济增长高于当前市场主流预期（6.2%）的概率在上升。”

从经济数据上看，一季度生产和需求指标都显著反弹，尤其是工业增加值、地产投资和社会零售增长表现强劲。这一方面反映了在中美贸易摩擦没有进一步恶化的背景下，工业企业根据出口超预期和减税政策而进行补库存的加速调整。另一方面也反映了“宽信用”对内需（地产投资和社会零售）的拉动作用可谓立竿见影。

图 1：社会零售金额累计同比增速全面反弹



数据来源：Bloomberg

展望未来，只要外部的不确定性不会再次转向上升，随着中美贸易协商地稳步推进，出口对生产和经济的支撑有望延续。在内需方面，只要宽信用的政策导向不变，房地产补库存行为的延续将对房地产投资形成持续支撑；随着土地销售的回暖，地方政府在财政支出上仍有扩大的空间，叠加今年中央财政支出发力的影响，这意味着基建投资增长仍有进一步回升的空间；而房地产与基金投资增速的稳健增长将有效对冲制造业投资增速转向下行的趋势，并对工业生产以及社会零售形成外溢性拉动。

因此，“宽信用”还是本次带动经济企稳的“牛鼻子”政策，而房地产市场的稳健趋势仍是确保经济稳健的核心，财政支出的扩张力度决定了短期经济表现超预期的程度。



然而阶段性回稳并不是说经济增速能反弹地多高，而是指今年国内经济失速下行的风险基本消除。从趋势上看，信用导向的变化仍将成为本次经济刺激周期结束的标志。

## 二、内部约束：货币政策与信贷导向存在错位效应

如果国内经济面临的下行风险明显减弱，利率市场将面临来自两个方面的约束。一个是内部约束，即货币政策与信贷导向存在错位效应。另一个是外部约束，即在经济下行风险明显降低的背景下，中美利差（长端）应回到舒适区间。（80 至 100 基点）这两个约束将使货币政策的宽松程度适度收紧，虽然流动性在总量上仍将得到满足，但是资金市场利率的趋势将由下行转向缓慢上行。这对于对货币市场变化敏感的利率债来说将面临阶段性的压力。

近年来我国的货币政策与信贷导向在周期上存在着一定程度的错位效应，即当信贷周期处于扩张时，货币政策会有所收紧；而当信贷周期出现明显紧缩时，货币政策往往会转向宽松。这种错位效应主要表现在银行间回购利率与新增社融累计同比增长的趋势相趋同上。（图 2）

从 2016 年至 2017 年四季度前，新增社融累计同比趋势性上行，在 2017 年 7 月达到同比增长 33% 的高位，并随后在 2017 年年内维持高位，这表明当时国内信贷周期处于扩张的阶段。而与此同时，银行间 7 天回购利率月度均值显著上行，从 2016 年初的 2.34% 附近持续上涨至 2017 年 9 月底的 3.26% 附近。（图 2）银行间资金利率与新增社融同比的趋势性同向上涨表明在信贷扩张时央行的货币政策倾向于“错位”收紧。

图 2：近年来货币市场利率与新增社融累计同比走势比较





数据来源: Bloomberg

另一方面,进入 2018 年后国内的金融环境剧烈变化,信贷导向和货币政策在周期上出现易位,错位效应再次显现。2018 年后新增社融累计同比增速快速回落,并罕见地持续维持负增长区间,这表明 2018 年起国内的信贷周期迅速地进入“寒冬季”。而相对应的货币市场利率开始松动,银行间 7 天回购利率的月度均值自 2018 年 4 月后(3.37%附近)快速下行,其月度均值至年底已回落至 2.62% 的低位。(图 2) 2018 年银行间资金利率与新增社融同比的趋势性同向回落再次表明在信贷持续收缩时央行的货币政策倾向于“错位”放松。

进入 2018 年底,国内的经济政策和金融环境再次调整,稳经济和宽信用的政策导向也要求货币政策进行相应的变化。2019 年以来,新增社融累计同比增速大幅跳升,这一方面与去年基数较低有关,但另一方面也确立了国内信贷周期重新转向短周期扩张。(图 2)

随着国内信贷再次转向短周期扩张,根据经验货币政策的“错位”调整也会出现。自 3 月份以来,银行间 7 天回购利率的月度均值转向上升,这意味着只要短期信贷扩张没有结束(社融同比增速不大幅回落),2018 年 4 月以来银行间货币市场利率下行的趋势已经结束。银行间的流动性在数量和预期上仍将维持稳健,但货币市场利率仍将伴随着短期信用扩张而继续震荡上涨。这将与 2017 年的情景有些类似,但是我们预计货币市场利率上涨的空间将很难达到 2017 年的水平。这主要是由于目前政策主张的结构性去杠杆和 2017 年时的去杠杆在对货币政策的要求上仍有很大的不同。

### 三、当前国债(长端)收益率对货币政策的预期变化反应充分么?

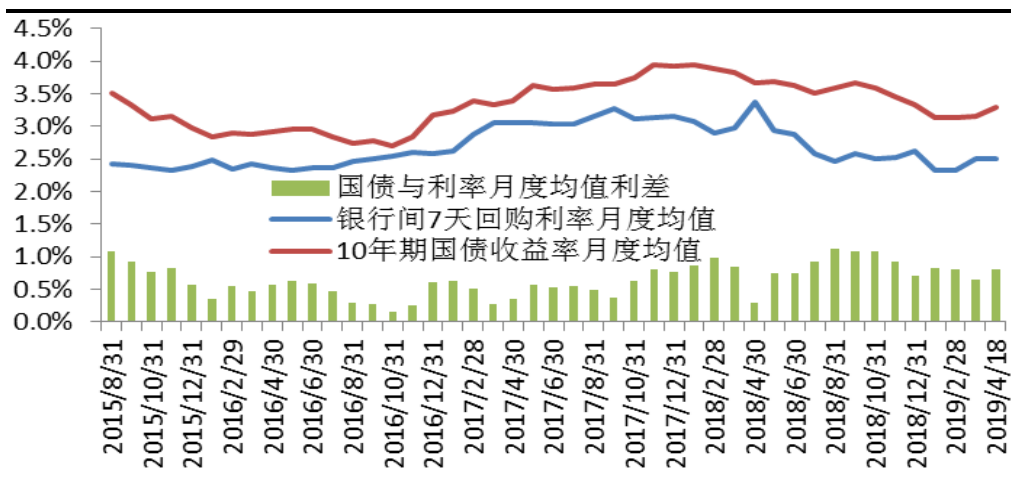
随着市场对货币政策预期出现变化,货币市场利率转向上行对国债市场形成压力,尤其是近期 10 年期国债收益率快速上行。3 月底以来,10 年期国债收益率由 3.07% 附近快速上升至当前的 3.4% 附近。快速上涨的长期国债收益率使市场面临一个问题,当前国债(长端)收益率对货币政策的预期变化反应充分么?

我们认为当前市场预期对货币政策的变化反应地比较充分。根据近年来银行间 7 天回购利率月度均值与 10 年期国债收益率月度均值的走势上看,国内 10 年期国债收益率对货币市场的利率走势比较敏感。当银行间的利率水平趋势性上行时,10 年期国债收益率会



持续上涨；而当银行间的利率水平趋势性下行时，10 年期国债收益率也持续走低。（图 3）

图 3：近年来 10 年期国债收益率月度均值与银行间 7 天回购利率月度均值走势比较



数据来源：Bloomberg

另一方面，10 年期国债月度均值与银行间 7 天回购利率月度均值的利差可以一定程度上反映了债券市场对货币利率变化的敏感程度。今年 4 月以来，国债与利率月度均值利差扩大至 79 个基点，高于 2015 年 8 月以来的平均利差水平（65 个基点），并明显高于 2017 年货币利率上行周期期间该利差的区间范围。（28 个基点至 62 个基点）（图 3）这表明与利差均值以及上次 2017 年货币市场利率上升对长期国债收益率的影响相比，本次 10 年期国债收益率对货币利率上行预期更加敏感。（利差扩大）这也意味着与近年来的经验相比，短期 10 年期国债收益率快速上行的程度可能已经“高估”了货币利率的实际变化，而不是“低估”。

虽然年内我们预计货币市场利率仍将趋势性上涨，但上涨的空间可能有限。另外随着市场对货币利率上升的担忧将会缓解，国债与货币利率利差有望向均值回归。虽然短期市场仍可能受到情绪的影响，但长期国债收益率进一步大幅上涨的概率并不高，10 年期国债收益率在 3.5% 上方的安全性有望显著增强。

#### 四、外部约束：在经济下行风险明显降低的背景下，中美利差（长端）应回到舒适区间（80 至 100 基点）

如果内部约束告诉我们今年信用重回短周期扩张将促使货币政策相应错位调整，货币市场利率的趋势已由下行转向上行，并将对长期国债收益率形成上涨压力。而外部约束则



是一种动态平衡。它一方面要求国内在经济下行风险明显降低的背景下，中美利差（长端）应回到舒适区间。（80 至 100 基点）但另一方面也能给债券市场提供一个有效的交易指标。如果中美 10 年期国债收益率超过 100 基点（当前是 84 个基点），无论当时国内债券市场的情绪如何，中国 10 年期国债对国外投资者的吸引力都会进一步增强，对 10 年期国债的配置需求也有望再次上升。

2018 年 4 月易纲行长在博鳌亚洲论坛上提到，人民币收益率曲线比美元收益率曲线高 80—100 个基点是比较稳定的利差水平，而当时中国 10 年期国债收益率约为 3.7%，而美国同期 10 年期国债收益率约为 2.8%，因此当时中美利差处于比较舒适的区间内。

但是随后中美经济和货币政策的分化使中美利差持续回落。一方面，2018 年下半年美国 10 年期国债收益率在美联储持续加息的推动下继续震荡上行。而另一方面，国内则在经济面临下行压力以及货币政策持续宽松的背景下，中国 10 年期国债收益率持续下行，并带动中美长期国债利差在 2018 年四季度回落至近年来的新低。（缩窄至约 30 个基点）

图 4：中美长短期利差走势比较



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12440](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12440)

