



孙彬彬：2010 年债市给出了什么启示？



意见领袖 | 孙彬彬团队



摘要：

整体而言，无论是站在 2009 年初看 2010 年上半年，还是站在 2010 年年中看 2010 年下半年，最后宏观经济与债市的实际发展均与预期有不小的出入，这给我们留下了什么启示？

第一，基数影响下，走出危机的经济复苏过程往往存在高度不确定性，宏观预期难以保证有效性，相对而言，边走边看或是更有效的策略。

第二，跨周期设计下需要合理把握政策调整的灵活性及其对基本面和债市的影响。

政策和经济之间本身是作用力和反作用力的组合。经济基础决定了政

策的选择，而政策的选择又会影响下一阶段经济的表现，这一点在 2010 年四个季度的政策和经济组合中得到了充分体现。

我们在对市场作出判断时也要时刻注意政策端的态度。如果经济下半年确定持续走低，政策端大概率会继续有所回应。在多数情况下，基本面数据（包括经济、通胀相关数据）达到某个阈值仅仅是政策当局收紧政策的触发器。即使此前表明过相反态度，当局也可能进行快速调整。

简单而言，在复苏过程中，经济表现好则政策收，经济表现差则政策松。经济复苏的过程本就有复杂性，宏观意义上的拐点可能不明显。

以史为鉴，虽然今年与 2010 年还是有很多差别，但是当时的经验与教训在当下仍有意义。

风险提示：经济超预期下行，宏观政策超预期，海外经济复苏超预期，疫情发展超预期。

2010 年走出了不同于市场预期的宏观图景，为什么？有哪些值得关注的思考点？通过对 2010 年的宏观图景进行复盘，希望能够对今年的市场有所借鉴。

2010 年上半年债市预期与复盘

1.1. 市场如何看待上半年？

在 2009 年年末，市场对 2010 年的债市整体并不乐观。

宏观经济方面，市场主流观点认为，投资鉴于高基数与财政政策可能有所回落，但出口与消费预计将持续良好表现，整体而言，2010 年我国经济将录得 10%左右的较高增长，且在节奏上可能呈现“前高后低”的走势。同时，存在温和通胀甚至较高水平通胀的可能。

货币政策方面，货币政策收紧、回归正常化是主流观点，市场普遍预期央行年内可能要进行 2-3 次加息，以此来抗衡通胀。且有观点认为，央行可能会从一季度开始收紧政策。

利率展望方面，除了个别券商以外，面对宏观经济可能的“前高后低”走势与货币政策的紧缩预期，市场对于上半年债市的评价较为消极，普遍认为 2010 年上半年长债收益率仍然蕴含较大的上行风险，债市的获利空间较小。

表 1: 2010 年年度市场展望

	A	B	C	D
标题	外需启动经济扩张	配置不用选时, 交易不缺波段	信贷周期与债市走向	危中有机
宏观经济	经济将从复苏步入扩张阶段, 前高后低, 分为拐点。	经济运行前高后低, 全年增速 9.6%, 但要考虑到政策逆周期博弈, 拐点不那么明显。	支持经济增长的力量将更加均衡, 经济继续复苏 (全年 9-10%)	2010 年 GDP 季度环比和同比增速都将呈现前高后低的走势。
投资	投资增速因退民进, 总投资可能有所下滑, 但市场投资增速将回升。	2010 年会前高后低: 一是政府刺激减弱; 二是控制过剩产能; 三是房地产调控。还有无法忽视的高基数效应。	土地购置面积高增长有利房地产投资; 补库存过程中, 盈利能力的上升将刺激私人部门的投资需求。	投资增速受政府信贷政策调控的影响会出现回落。
出口	出口贡献由负转正, 净出口对 GDP 实际增速的贡献将达到 1% 左右。	前高后低, 难回到鼎盛时期: 一是低基数效应; 二是海外补库存力度有限。	机电产品出口的强劲复苏将继续引领出口恢复, 并对经济增长形成支撑。	进口同比增速回升至 10%, 贸易顺差达到 2500 亿美元左右。
消费	消费增速稳中有降, 对实际增速的贡献降至 3.8%	同样前高后低, 2009 年消费表现非常突出, 可能有透支。	国内劳动力市场最坏的时期可能正在过去。	消费出现超预期上升的可能性不大。
通胀	通胀开始加速上行, CPI 峰值或破 3%	全年 CPI 2.8%, 通胀压力不大, 汇率上行是有利因素。	对应的 CPI 同比增速可能接近 4%。	同比增速有望超过 3%, 尚不至于出现高通胀。
货币政策	一季度可能提高准备金率, 预计明年经济增速 9.3%, 经济过热的风险并不大, 下半年才有可能加息。	流动性收缩已经开始, 加息预期在下半年更为强烈。意在打压通胀预期, 上半年不会加息。	回归正常化, CPI 出现年内高点的二季度末显然是一个值得考虑的敏感时期。	一季度货币政策将主要通过数量工具来回收流动性, 而二季度动用价格工具的可能性将上升。
信贷	信贷规模与信贷增速均呈现前高后低	信贷均衡投放	下半年, 政府与商业银行的合力将导致信贷收缩, 使得流动性重回银行系统。	贷款增速将从 09 年的 32% 降至 2010 年的 18-20%
利率	未来半年谨慎为主, 长端上行幅度在 20-30BP。	一季度是买点, 四季度需谨慎。二三季度随着经济下滑, 债券面临波段机会。	2010 年下半年债券市场收益率将有所下行	收益率曲线将平坦化上移, 中长期收益率的升幅将低于短期利率。

资料来源: WIND、天风证券研究所

1.2. 上半年市场看错了啥?

市场是以一种弱势心态进入 2010 年。1 月中上旬, 市场就已经经历了多重考验。

首先, 商务部定期发布的食用农产品价格指数在 1 月初表现出了超预期上行的态势, 加重了市场对通胀问题的担忧情绪。

其次, 央行在年初开始实质性收紧货币政策。3M、1 年期票据的发行利率在 1 月 7 日、1 月 12 日相继上涨, 引发了市场对于政策面趋紧的担忧。

在随后的 1 月 18 日，央行宣布上调法定存款准备金率 0.5 个百分点。这是自 2008 年下半年以来存款准备金率的首度上调。

图 1：10 年期国债与商务部食用农产品价格指数环比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：3M、1 年期票据利率，准备金率与基准利率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

但 1 月末以后，央行没有进一步收紧货币政策，市场开始发生一些微

妙变化。

首先是1月下旬商务部食品价格指数环比意外回落(1月29日环比录得-0.2%)，这与春节前物价上涨的惯例不符，尽管事后证明，春节期间的CPI并未低于预期，但在当时，市场前期对于食品价格过度上涨的担忧还是有所消退。

在1月20日附近，市场确认了监管部门对于2010年信贷投放将实施严格管理，紧信贷提振债市信心。

所以在政策收紧的过程中，债券收益率从1月18日开始出现了明显回落。当然，这个过程中，通胀和基本面数据有所反复相应带来了市场的波动。

图3：2010年春节前后食品价格指数环比与CPI出现背离(%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

从4月下旬开始，宏观经济形势有所转变，国内逐步收紧房地产政策，

紧接着欧债危机愈演愈烈，内外因素叠加，市场开始担心经济二次触底。所以至 5 月上旬，长债收益率已经回落至 3.20% 附近。

图 4：工业增加值当月同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：出口金额当月同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：GDP 当季同比与支出法累计同比的拉动率分解（%）



资料来源：WIND、统计局、天风证券研究所

图 7：GDP 当季同比与支出法累计同比的贡献率分解（%）



资料来源：WIND、统计局、天风证券研究所

然而，虽然当时宏观环境比较复杂，央行还是在 5 月 9 日年内第三度

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_32975

