

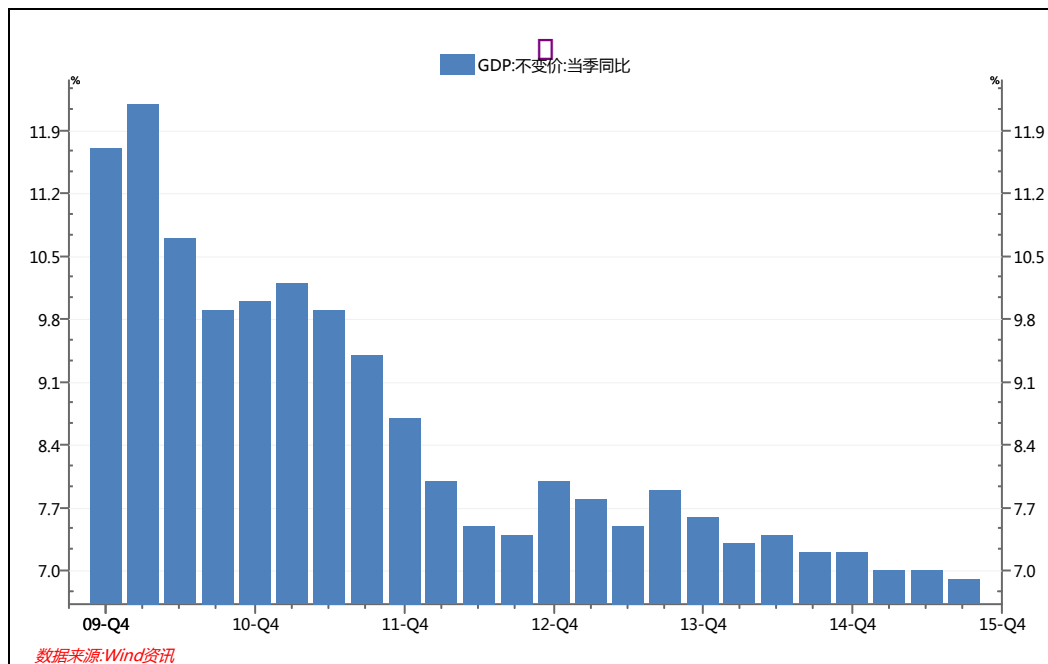
期市投资建议宏观国债市场篇

波动性加大的 2016 年“机”“遇”并存

宏观经济篇

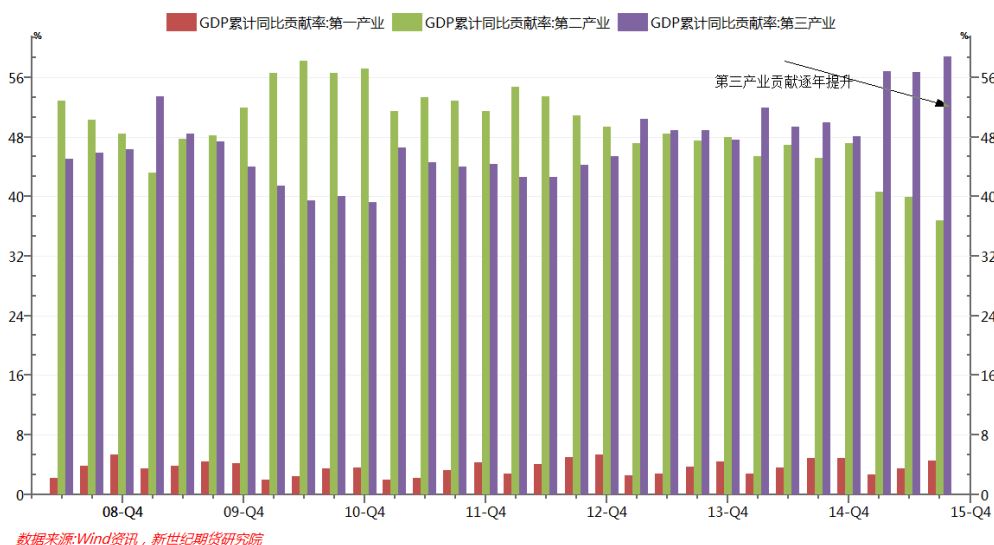
回顾 2015 年，中国经济在不断推进结构化改革中从过去的高速增长逐步过渡到中低速增长，GDP 增速中枢也逐步下移至 7% 左右（见图 1）。为了应对经济增速下滑，央行采取了相对宽松的货币政策，存款准备金率从往年的 20% 降至 17%，一年期定存利率降至 1.5%，利率市场化改革稳步推进。货币政策的宽松也大大刺激了股市和债市的行情发展，沉寂了多年的 A 股市场一度冲高至 5000 点的高点，而债券市场同样火爆，标志性的 10 年期国债收益率从年初的 3.7% 的高点一路下滑，至年底跌破 3% 接近 08 年的低点。虽然经济数据显示经济还未完全企稳，但从结构性改革方面看，经济转型已开始有所成效，比如第三产业对经济的贡献占比逐年上升，今年开始贡献超过 50%，Q3 为 58.8%，而第二产业贡献度从去年的 45% 左右降至 Q3 的 36.8%，结构转型在继续（见图 2）。

图 1：GDP 增速逐步下移



来源：WIND，新世纪期货研究院

图 2：第三产业占比逐年提高



数据来源: Wind资讯, 新世纪期货研究院

来源: WIND, 新世纪期货研究院

货币政策是影响国内外经济发展的核心因素。8月份的双降意味着中国宽松货币政策的下半场开启，央行更在意的是独立的货币政策，因而在此之前先更改了汇率形成机制。过去中国的汇率和美国绑定，所以利率政策基本跟随美国，而过去7年中国、美国同时宽松，所以并不存在问题。但现在美国利率趋升，中国利率趋降，意味着国内的汇率不能跟随美国而行，因此事先解锁汇率，也意味着利率和美国脱钩。16年国内资本市场资金依然宽裕，股债机会并存。但同时我们也应该看到，与14年年末3%的存款利率相比，14年11月以来的6次降息以后利率已下降一半，因而在目前1.5%的基准利率下，未来即便是零利率的话也不过6次降息，所以降息空间受到约束。而当前法定存款准备金率依然高达17.5%，历史上最低值仅6%，意味着准备金率下调空间依然巨大，我们预测16年或继续降准4到5次，但降准更多是对冲资金外流，作用较降息来看相对有限（见表一）。

再来看美国方面，美联储于12月16日宣布将联邦基金利率提高25个基点，联邦基金目标利率将维持在0.25%至0.50%之间，这标志着美国自2006年6月以来正式开启加息周期，同时表示将以渐进节奏加息，符合市场预期。自2008年以来，美联储一直保持联邦基金利率即银行的隔夜拆借利率接近于零。美联储此次升息将有两大目标，一是增加投资、创造就业，二是控制通胀率。随着美国就业数据强劲，失业率降至5%，市场已接近完全就业；但通胀方面略不及预期。预计美联储将于2016年继续进行3-4次加息。美联储的本轮加息周期力度或将不及上次，具体将在后面汇率篇作详细分析。

美元作为全球流动性的水龙头，无论外汇储备、国际贸易结算、全球外汇交易中美元占比都在50%左右甚至以上，处于国际货币体系核心地位。根据IMF统计，56%的国家仍然采用相对固定的汇率制度，且绝大多数盯住美元。导致的结果是各经济体货币政策受限，甚至完全丧失独立性，跟着美国货币政策走。在美元宽松周期时，这些经济体货币有升值压力，资金流入迫使其选择宽松，导致泡沫产生和杠杆提升。美元紧缩周期时，货币又面临贬值压力，货币政策被迫紧缩。

总之，美国进入加息周期将对中国及其他新兴市场国家会产生较大影响，但今年以来诸多新兴市场国家货币已经较大地反映了这种预期，2016年汇率的波动性会加大。

表一：2015年央行货币政策大事记

日期	事件	操作工具	规模	利率
2015/02/04	中国央行宣布下调金融机构人民币存款	降准		19.5%

	准备金率 0.5 个百分点。		
2015/02/28	2 月 28 日，中国央行自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。	降息	2.5%
2015/04/19	4 月 19 日，中国人民银行决定自 2015 年 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。	降准	18.5%
2015/05/10	5 月 10 日，中国央行宣布自 2015 年 5 月 11 日起金融机构人民币一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍。	降息	2.25%
2015/06/28	双降：降息 0.25 个百分点定向降准 0.5 个百分点	降息降准	2%；18%
2015/08/26	2015 年 8 月 26 日起，再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.75%。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。	降息降准	1.75%；17.5%
2015/10/24	中国人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%。	降息	1.5%；17%

来源：新世纪期货研究院

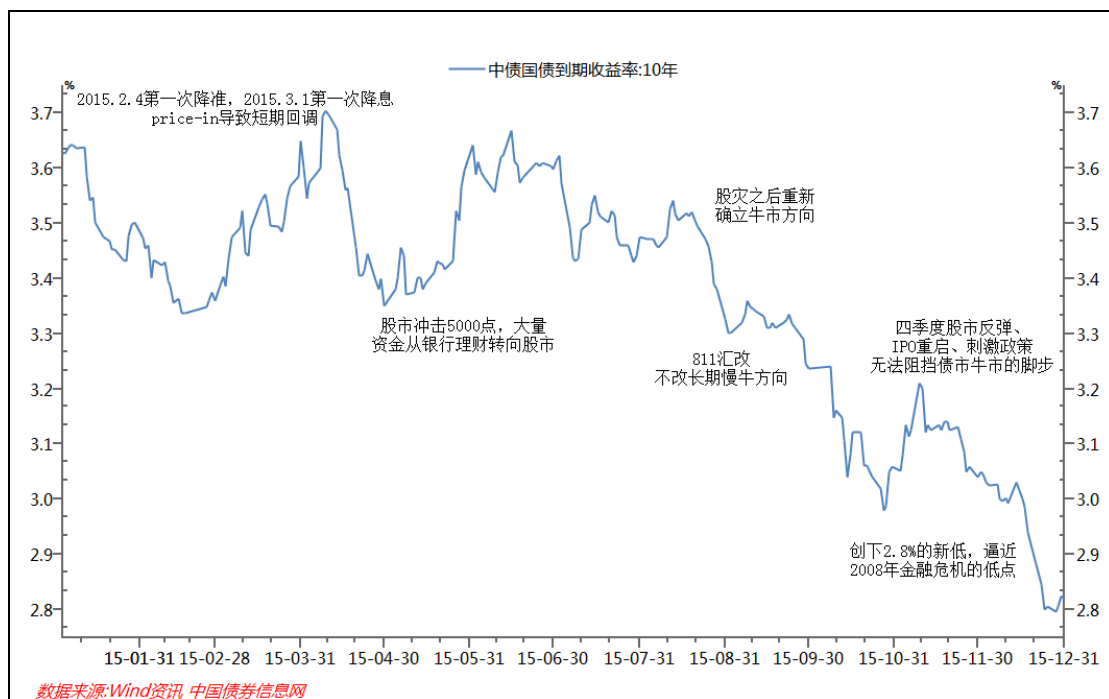
债市篇

犹记得 2013 年 620 钱荒事件给整个市场心理带来了难以估量的冲击，在经历了恐慌的半年之后市场最终迎来了 2014 年的大牛市。时光步入 2015 年，在经过了上半年的不断“挣扎”与“折腾”，2015 年的债市最终指向了牛市。

事实上，在 2014 年下半年股票市场持续大涨、年底机构获利回吐的大背景下，12 月份的交易所质押新规给债券市场带来“50bp”的巨大负面冲击，牛市的节奏从此被打乱。进入 2015 年的传统债券春季行情之后，在一轮轮的密集 IPO 和股票牛市的双重影响下，债券收益率进入一个宽幅震荡区间，幅度 30-50bp，随后在 6-7 月份进入了一个高位平台整理。

7 月份股票市场的持续下跌，使得股市失去了赚钱效应，风险偏好也随之降低，加上 IPO 的暂停等，带动相当部分资金重新回流至银行理财、固定收益等稳健型产品，支撑债市慢牛。债券市场在经历了半年的强势盘整之后，重新进入了牛市轨道。中长期利率一路势如破竹，迅速突破前期低点，四季度股市反弹、IPO 重启、刺激政策等等利空因素，都无法阻止收益率的持续下行。

图 3: 2015 年 10 年期国债收益率全览图

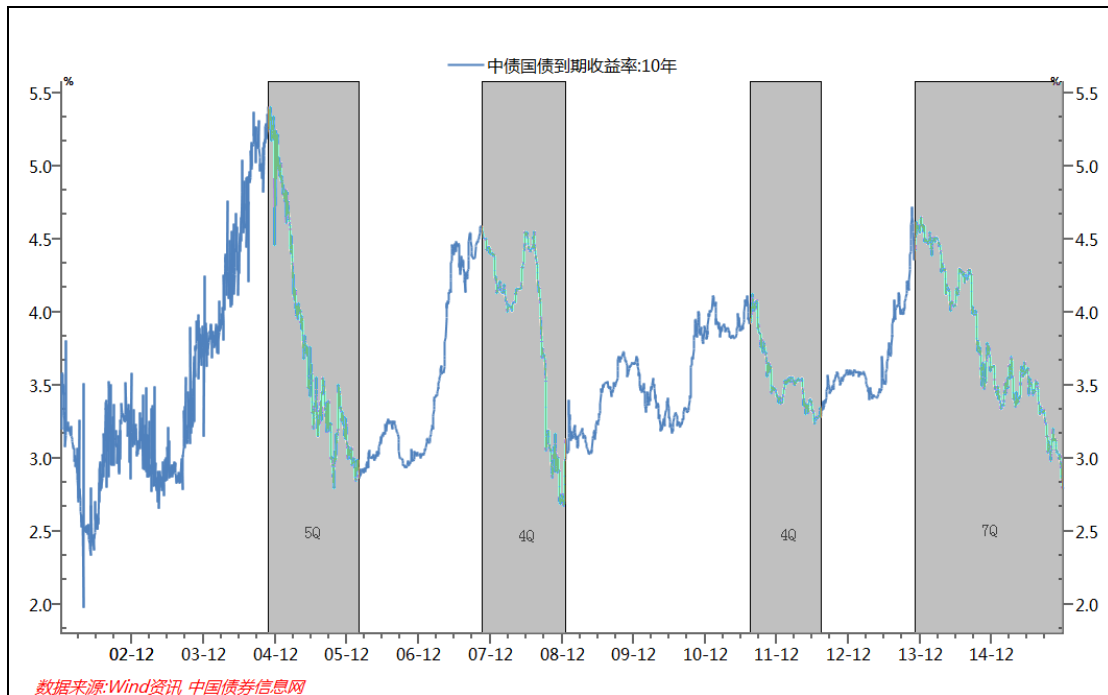


来源：WIND，新世纪期货研究院

目前的十年期国债收益率已经跌破 3%，直逼 08 年的低点。如果从 2014 年一季度算起，这波债券“牛市”已经是历史最长牛市了（有连续的债券交易数据以来）。那么，债券牛市究竟还能持续多久，想必是投资者最为关心的话题。

技术上来看，本轮牛市已经突破了历史规律，或许意味着我们不能简单地以过去的利率水平来预测未来利率“底部”或者“头部”。首先，过去债券牛市一般遵循只有 1 年的规律，即每次利率上行然后下行，债券市场走出一波牛市的时间都在 4-5 个季度左右。而本轮牛市则持续了 7 个季度还多，为 2002 年以来持续时间最长的一轮牛市。第二，本轮债券牛市已经突破了趋势线（见图 4）。可以看到 2002 年以来，每一轮牛市的利率低点一次比一次高，本轮牛市的低点则突破了前期的趋势线（十年以来的支撑线）。技术的角度来看，本轮行情很有可能代表利率出现了新周期甚至新趋势，这意味着我们不能以历史周期规律来预测未来利率的“底部”或者“头部”。

图 4: 2002 年以来最长的牛市



来源: WIND, 新世纪期货研究院

此外, 债券牛市持续这么长时间有其内在的宏观逻辑。从 1996 年以来, 本轮行情所对应的经济增长下行趋势持续时间最为长久。人口结构老龄化是造成经济长时间下行的主要原因。从供需的角度看, 2012 年以来拉动经济的三驾马车投资、消费、出口相继出现了下滑。其中, 固定资产投资增速从过去十年的年均 20% 以上的增长速度滑落到了最近一年来的 10% 的低速增长, 出口更差跌至 5% 以下, 消费名义同比增速也跌至 10% 附近但表现相对投资和出口要好; 工业增速跌破 6%, 发电量接近零增长, 铁路货运量大幅负增长 (图 5)。预计 2016 年 GDP 增速将进一步缓慢下滑, 维持在 6% 左右。再者, 价格信号显示出供需的状况仍未改善。1997 年那一轮价格低迷期, 工业品价格环比负增长持续的时间在 2 年左右, 而本轮经济持续下行期, 工业品价格环比负增长的时间持续了 4 年, 而且前后两次“通缩”的区别在于, 上一轮供给和价格呈现负相关, 而本轮供给和价格是正相关, 供给调整的同时价格仍然在下降, 短期的库存和中期的产能相比需求来说仍然偏高。从微观企业的角度分析, 2015 年工业企业的利润和收入的环比增速基本维持在零增长附近。

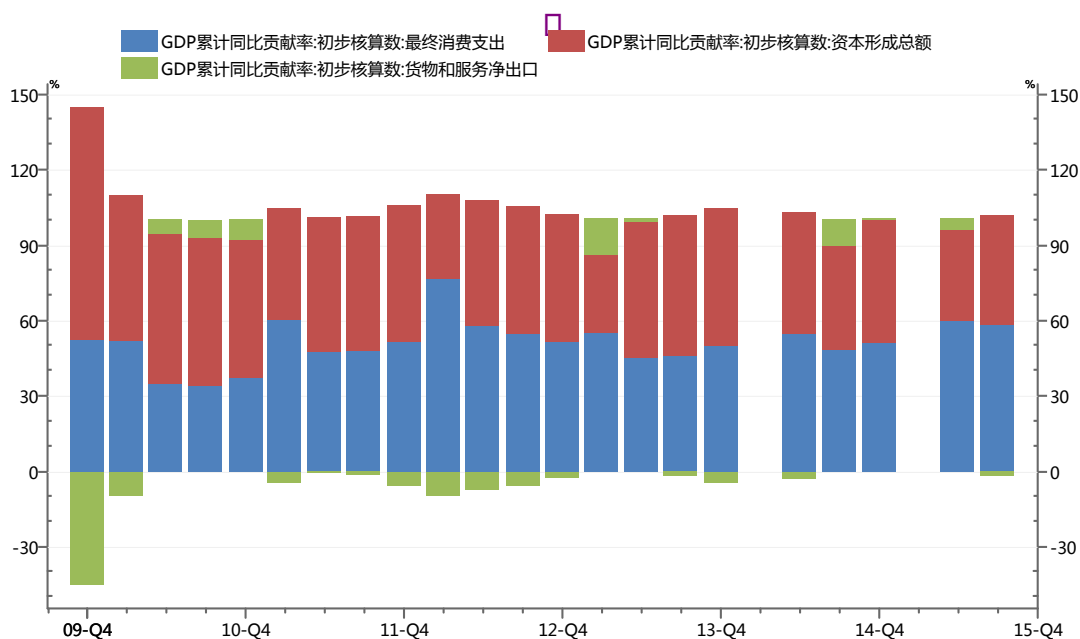
2015 年商业银行的资产扩张既有政策原因 (货币宽松导致的负债增长偏快), 也有暂时性原因 (地方债务置换), 还有资产配置原因 (正常信贷增速偏慢, 银行增持债券)。不过随着去产能的加速, 资产质量将进一步恶化、新增融资需求下降, 2016 年商业银行将面临资产 (表内和表外) 增速的拐点, 持续扩张的资产很可能有转向收缩 (主动或者被动) 的风险。

再来看货币政策这一块, 在经济疲弱的时候, 央行货币政策宽松以及宽松预期都是比较明显的。而且, 价格和数量工具的宽松空间还是有的: 在通货紧缩和实际利率偏高的情况下, 名义利率水平可以降到 1% 甚至以下 (无论是短期资金成本还是存款利率, 都还有至少 50bp 空间)。此外, 金融机构的法定准备金率还保持在 12% 以上, 下调的空间至少还有 5 个百分点。但是央行的货币宽松至少受制于两个因素, 第一是汇率。为了缓解经济下行压力以及加快人民币国际化, 央行适当的放开了汇率波动, 减少干预, 并适度的进行了一次性贬值。人民币汇率趋势的变化, 改变了一部分投资者对人民币汇率的预期, 叠加美元升值以及新兴市场国家资本流出双重影响, 外部流动性开始出现大幅波动甚至明显流出, 从边际上约束了国内流动性。第二是资产价格泡沫。2014 年以来, 从债券到股价到房价, 都出现了明显的涨幅, 风险资产价格与宏观增

长大幅背离，显然是超额流动性推高了风险资产价格。而且，2015 年一线城市房地产价格相比 2014 年出现了明显上涨，货币政策如果进一步宽松，继续推高“供需状况”最好的房地产价格很可能是大概率事件。我们认为，资产价格（尤其是房地产）泡沫可能扩大的风险会约束货币政策的进一步宽松（正如 2015 年的股票市场牛市一度引发了央行货币政策的微调）。货币政策大概率将保持中性，人民币汇率大幅贬值的风险不大，但是可能有波动加剧、小幅贬值的风险，而数量和价格型工具进一步下调的概率也有。不过由于受到汇率贬值预期带来的资本流出风险以及资产价格泡沫风险，货币政策仍然将保持一定的适度宽松。

最后，从微观的交易层面看，债券市场的泡沫迹象并不明显。下半年债券市场大涨之后，收益率创出四年以来的新低，市场一度认为债券市场已经类似股市的“5000”点，收益率已经接近底部了。不过，我们认为，种种迹象表明，债券市场的泡沫并不明显。首先，本轮牛市实际上虽然涨得多，但是过程相当纠结，2015 年债券收益率震荡了长达半年之久，随着股票市场的大幅调整才重新找到下行的方向。市场越纠结，涨得越犹豫，债券牛市就有可能越长。再者，债券是“配置牛”，而不是“杠杆牛”。与股市有所不同的是，债券市场的牛市并非是机构“加杠杆”催生的。据统计，以公募基金为例，随着三季度债券上涨的是基金杠杆率的下降，资金在持续的流入债券市场，而且稀释了现有债券组合的杠杆。而用其他数据测算的机构杠杆率数据也都是呈现随市场上涨而回落的特征。

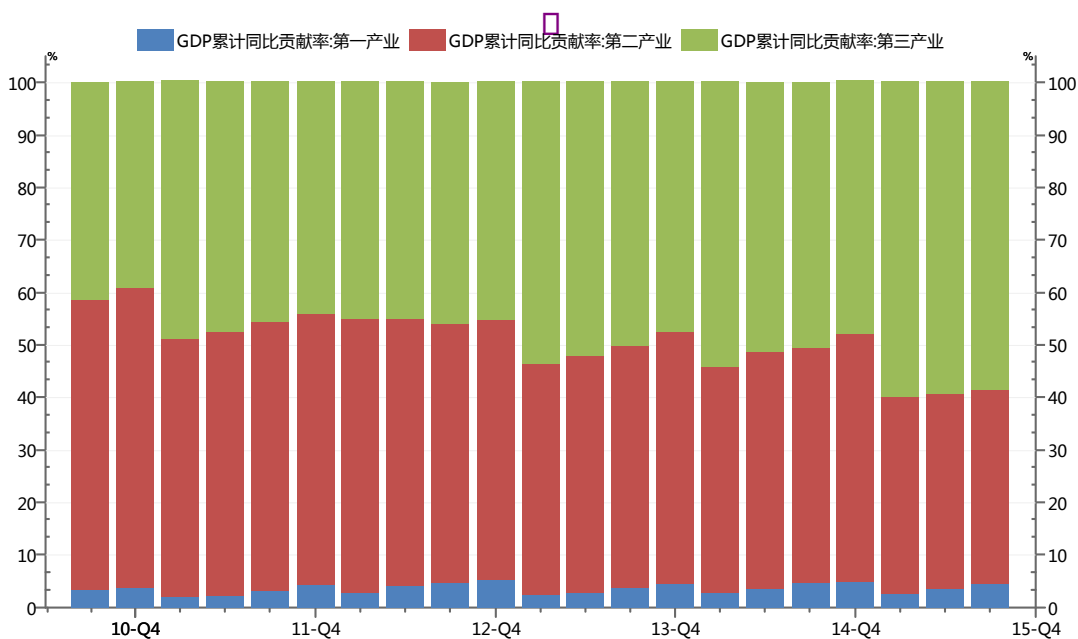
图 5：三项指标对经济增长的贡献：出口减少，消费增加



数据来源:Wind资讯

来源：WIND，新世纪期货研究院

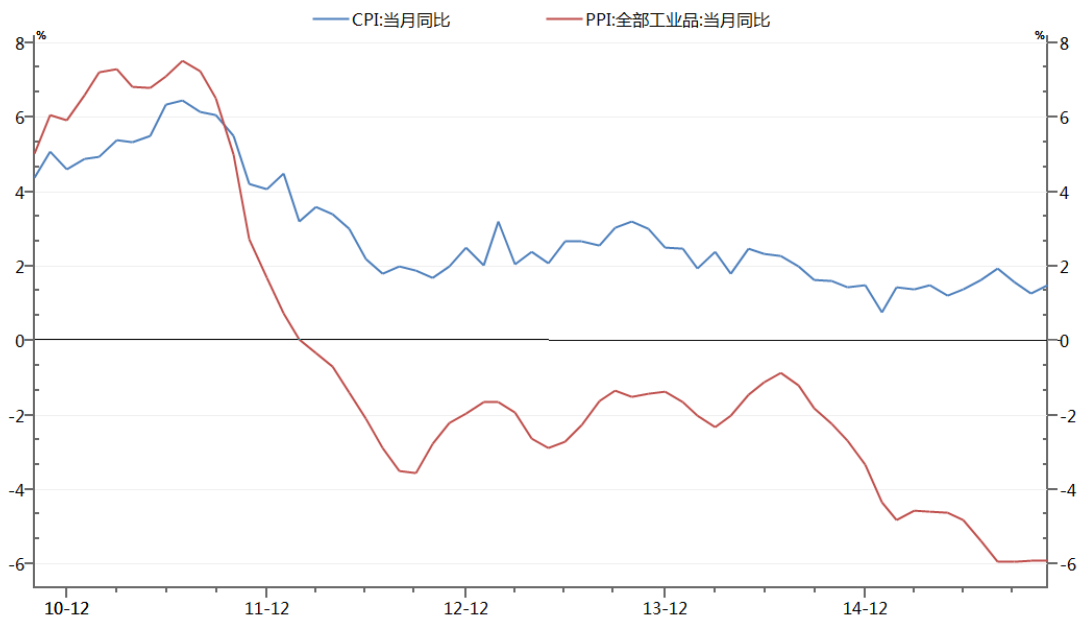
图 6：第三产业贡献度提高



数据来源: Wind资讯

来源: WIND, 新世纪期货研究院

图 7: 通缩持续 (CPI&PPI)



数据来源: Wind资讯

来源: WIND, 新世纪期货研究院

中美利差篇

2013 年之后，中美两国 10 年期国债收益率的走势逐渐趋同，这其中既有基本面和政策面的原因。回顾历史，我们可以发现，2002 年至今的中美国债利率走势大致可分为四个阶段：

第一阶段为 2002—2007 年，这一时期中国 CPI 大幅波动，从通缩到 CPI 升高至 4%再回落至 1%，十年期国债从 2.8%上涨至 5.3%，随后又高位回落至 2.8%，但货币政策没有大的变化。此时期的美国进入加息周期，美联储连续加息 425bp 至 5.25%的联邦基准利率，带动美十年期国债从 4%上升至 5%。

第二阶段为 2008—2009 年，金融危机期间各国央行均实施宽松的货币政策，基本面和货币政策面的同步使得此时期内中美利率同步下行。

第三阶段为 2010—2012 年，在宽松货币政策和 4 万亿投资的带动下，我国经济增速逐步恢复到 10%区间，10 年期国债利率在 3%—4%之间起伏。而美国则启动第三轮 QE 和 QT 操作压低长端利率，美 10 年期国债利率从 3.9%下行至 1.7%，中美利率分化明显。

第四阶段为 2013—2015 年，随着中国经济增速逐年下滑，通缩加剧，10 年期国债开始跌破 3%。与此同时，虽然美联储于 2015 年进入了加息周期，但 10 年期国债收益率仍低于年初的预期升幅，且德国、日本、英国等国的 10 年期公债收益率也走势相近，全球利率趋同现象明显。

预计 16 年中美长债的利率走势将分化，我国 10 年国债收益率有望继续下行，底部在 2.7%左右，但由于预测美国明年可能再加息 50-100bp，10 年美债利率在 2.4%-3.2%之间，对我国长债利率下行将造成一定制约。

图 8：中美 10 年期国债收益率差



来源：WIND，新世纪期货研究院

外汇篇

过去一年随着美国经济的逐步复苏，美联储于 2015 年底开始加息，美元一路走强，趋势性明显。2016 年美元是否会继续大幅上涨，我们认为可能性不大，但波动性会加大。

目前看多美元的头寸已成为最拥挤的交易，意味着美元在 100 左右的位置已反映了大多数人的预期。回顾历史，美元指数上涨周期一般有 6-7 年，但是每一轮美元上涨周期的顶部是在下降的，因为美国经济在全球影响力的不断下降，所以本轮美元的强势无论从时间还是空间来看，实际都已走完大半。欧美货币政策的背离是市场看多美元的主要理由，汇率背后反映的本质是国家之间经济基本面预期的差异。目前的收益率曲线的形态已经充分反映了美国与欧洲经济基本面的差异。因此我们预测 2016 年美元上涨空间有限，但波动性可能会加大。

图 9：美元指数（周 K 线）



来源：WIND，新世纪期货研究院

再来看欧元，2015 年 12 月份欧央行的宽松力度低于预期，存款工具利率 12 月调降至 -30BP，低于预期，第二轮量化宽松 12 月延期 6 个月，低于预期。宽松政策低于预期源于四季度欧元区经济数据持续改善，11 月欧元区 Markit 制造业 PMI 和德国 IFO 景气指数均创近 1 年半以来的新高，M3 同比增速也持续回升，推动核心 CPI 同比从 4 月份 0.6% 的低点逐步上升至 1% 以上。如果看德国经济，其失业率现在是有史以来的最低点，德国经济本身并没有货币宽松的需求。所以，一旦欧洲经济基本面复苏的力度强于预期，对欧央行进一步宽松的预期就会下降，这时德国 10 年期国债收益率的反弹幅度会大于美国，带动利差重新缩窄，欧元也会相应走强。

图 10：欧元（周 K 线）



来源：WIND，新世纪期货研究院

日本方面，日央行继续扩大QQE的压力并不大，它的通胀远远低于预期，通缩压力基本来自能源，非能源部分持续上涨，它更倾向于倾向于财政措施。日本的就业市场状况接近90年代初，失业率反映良好，工资压力暂时较低。因此日元走强的概率较大。

图 11：日元周 K 线



来源：WIND，新世纪期货研究院

对人民币而言，在加入SDR后，定价机制很可能从盯住美元转为盯住一篮子货币。一旦人民币与美元脱钩，作为储备货币的配置价值将得到提升，中长期来讲有利于人民币继续升值。如前述分析，美元继续升值和美国持续加息同时出现的可能性较小，即中国的低利率环境面临的外部压力不大，因此不必过分担心美国加息周期的开启对中国的汇率和利率带来的双重冲击。

图 12：人民币 (CHY) 周 K 线



来源：WIND，新世纪期货研究院

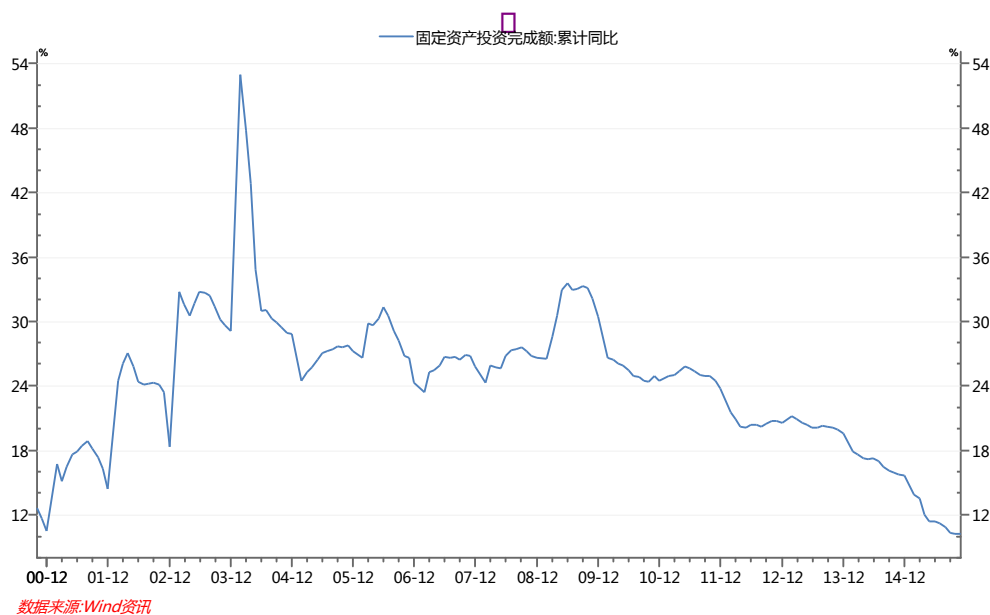
大宗商品篇

从宏观的角度看，最近几年商品市场一直延续着熊市行情。如果说，前面提到的债券牛市对应的是经济下行周期，那么商品市场所反映的经济情况其实和债券行情背后的宏观逻辑相互符合。

首先，经济下滑最主要的原因是中国人口结构老龄化。从 2011 年开始，中国已经进入了老龄化社会。人口高峰是在 60 至 70 年代，目前这些人群的购房需求已基本完成。第二个购房需求高峰可能发生在 2015 年到 2030 年，也就是 85 到 90 后这批年轻人，但是大部分人靠他们的父母完成购置需求。所以从长周期来看，房地产的需求是不断减少的。对比日本和韩国，房地产投资需求都在人口老龄化时期出现了持续下滑的情况。

商品需求最主要的表现为三驾马车中的投资，过去十几年中国固定资产投资的平均增速在 25% 左右。而从 08-09 年的 4 万亿投资之后，其增速开始逐年下滑，2013 年底开始跌破 20%，今年开始增速已降至 10%。因此，也不难理解为何商品需求的疲弱在近两年如此之弱，相当一部分商品的价格甚至跌破 08 年金融危机的低点，创了历史新低。

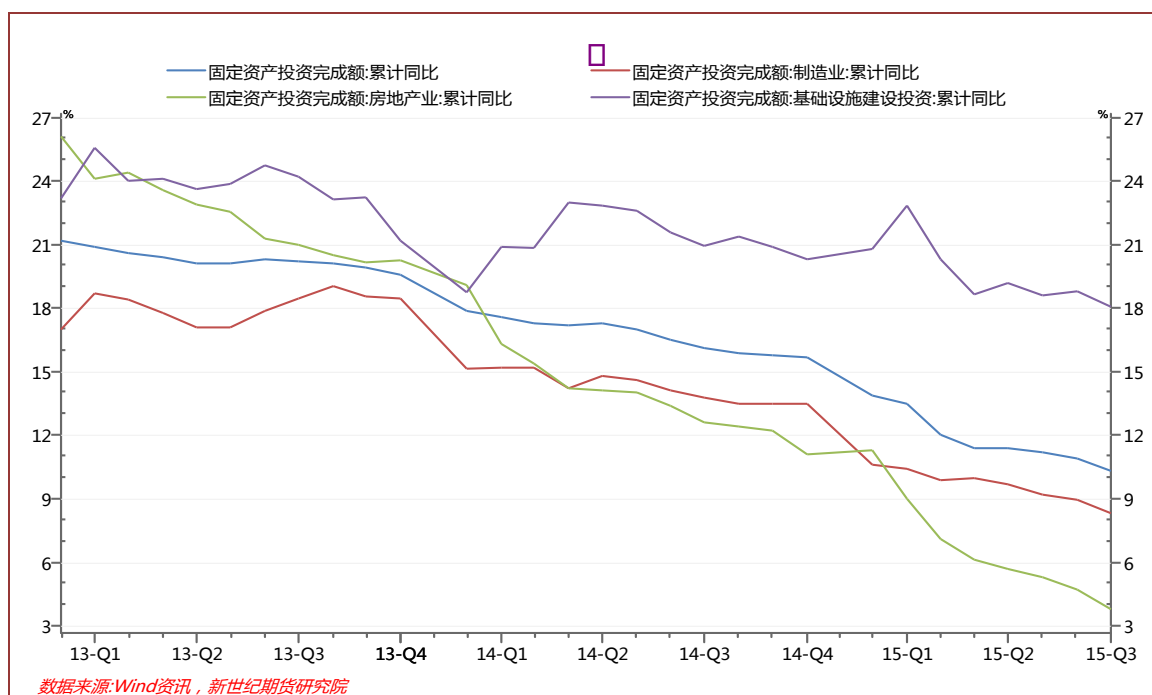
图 13：固定资产投资增速



数据来源: Wind 资讯

来源: WIND, 新世纪期货研究院

图 14: 大宗商品一路熊途



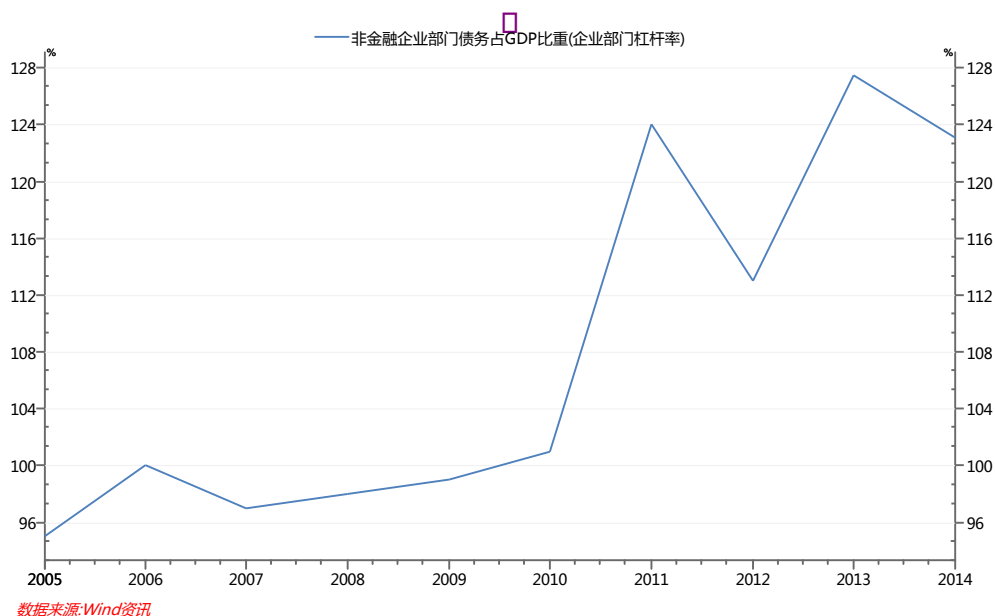
数据来源: Wind 资讯, 新世纪期货研究院

来源: WIND, 新世纪期货研究院

另一方面，企业部门的负债高企，且最近几年还在逐年上升。高杠杆带来的结果是产能不容易出清，因为企业要支付大量利息，一旦停产，会面临银行的催债压力。因此，很多企业（比如钢厂）不得不依靠

继续生产来维持现金流收入，即使价格已低于生产成本。也就是说，除了上述所说的需求不济之外，供给端的产能迟迟不能出清，也导致了大宗商品价格一直在低位徘徊，看不到触底反弹的迹象。

图 15：企业负债率



来源：WIND，新世纪期货研究院

在经历了近几年的大宗商品低迷行情之后，明年的行情可能会相对好些。因为 2015 年的股灾，使得资金重新回流至债券市场，整体企业融资的成本下降幅度超过往年，相当一部分企业的发债成本处于历史低位。我们也在今年的月报中一再强调，未来大宗商品的牛市行情不会来自需求端的再次爆发，而是来自于供给端的大幅收缩。也就是说，随着相当一部分企业的倒闭、产能出清，大宗商品才有可能迎来真正的底部。

总结

展望 2016 年，大宗商品的难度会大于过去几年，因为 2012-2015 年，商品整体处于下跌趋势，且最近一年进入了加速下跌阶段。很多商品价格已接近或低于生产成本，这势必会加速产能出清，随着美联储加息的靴子落地，且中国政策将在未来实施积极的财政政策，这三方面因素的叠加会对大宗商品带来利好的推动。至于股市，我们认为总体方向向好，但前进道路上波动性会加大，资产配置荒加上政府守住系统性风险的决心使得 A 股在 3000 点下方会成为价值投资的洼地。债市方面，10 年期国债收益率的底部或在 2.6% 附近一带。

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作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期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。