



利率曲线跟踪专题（三）

——短期做陡空间不大

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

陈峤

股指国债研究员

☎0755-82537411

✉chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

相关研究:

利率曲线跟踪专题（一）——博弈增陡策略

2018-01-03

利率曲线跟踪专题（二）——再次走平的可能

2018-02-27

摘要:

- **短期利率（1Y）相比长期利率（10Y）更富有弹性，我们在观察期限利差变化时应以短期利率为主，长期利率为次。**对于收益率曲线的分析归根结底就是利用资金面和基本面来分别对长短期利率进行分析判别。短期利率受资金面的影响明显，而长期利率则同时受到资金和基本面的影响。从历史统计来看，若资金面影响明显，期限利差受到短端利率的影响更大；若资金面的影响较小，短期利率不明，期限利差则受到长期利率的影响更大（基本面）；若资金面和基本面的影响均较小，那么期限利差将大概率维持震荡；若资金面与基本面对利率的影响方向相反，期限利差在这种情况下的判断则容易很多。
- **短期**来看目前基本面面临环比反弹的环境，长端利率预计将有上行压力。此外，由于上一个驱动力（降准）已经被短端利率充分反应，资金面目前缺乏方向，而下一个资金面的驱动力尚未明确出现，短端利率预计已经到达阶段性底部，在无其他因素影响的情况下，短端利率或将维持偏强震荡。这一情况与2008年二季度情况相似，**长端利率成为曲线陡峭化的主要贡献力量，但是由于长端弹性较差，能够带来的做陡空间并不高。**
- 值得注意的是，近期违约案例明显增加，随着信用风险的不断累积，接下来若有更多雷区引爆，或对资金面有较大的冲击。由于短端利率对资金面的变化反应更加迅速、幅度更大，届时短期资金利率或将出现阶段性的大幅反弹，预期利率曲线也将出现短期的平坦化。因此，对于投资者来说，**短期内需要密切关注信用风险的演绎，对利率曲线或有较为明显的影响。**未来就算信用风险并未出现大规模的爆发，短端利率也已经达到阶段性底部，长端利率成为曲线陡峭化的主要贡献力量，能够带来的做陡空间并不高，建议投资者可以考虑下调或是平掉做陡利率曲线的仓位。
- **中期**来说，预计随着终端需求的不断走弱，基本面在全年将面临下滑风险，要保持经济的稳定和微观监管的趋严，宏观紧货币可能不得而被放弃，货币政策将由去年的中性偏紧转为今年的真正中性或中性偏松。**这将形成典型的基本面下行加流动性宽松的局面，在这一组合下，利率曲线大概率将呈现“牛陡”的趋势性走势。**

策略:

下调或是平掉做陡利率曲线的仓位

风险:

央行超预期大幅放水

引

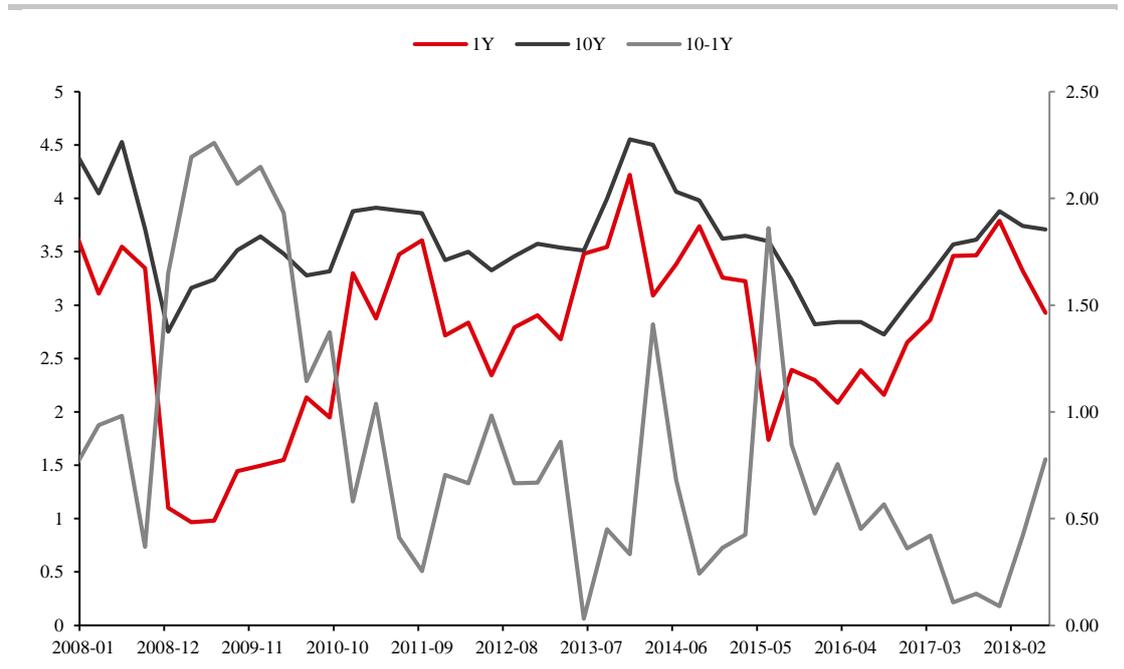
一般而言，除了利率的方向性变化外，收益率曲线形态的变化也是市场投资者关注的焦点之一。而相比利率方向变化的判断，曲线形态平陡的判断则显得困难许多，因为利率方向的判断是一维的；而曲线形态的判断则是二维的，它是两个价格相对变化的反映。目前来说，由于一季度名义增速由 11.2% 下滑至 10.2%，货币政策也呈现边际性中性偏松的局面，短端利率相对长端利率更大幅的下行带来了利率曲线的牛陡走势。短期是否将会延续陡峭化行情？今年是否有趋势性的利率曲线策略？

期限利差的影响因素

· 期限利差的理论逻辑

由于 10 年期国债收益率主要由较为长期的经济基本面因素决定（见《[博弈增陡策略](#)》），其弹性是远远低于 1 年期国债收益率的，换句话说，10 年期国债收益率的波动将会远远小于 1 年期的波动率。这就使得在期限利差的决定因素中，货币政策将占据主导地位。当经济过热、通胀加速时，央行将采取一系列的加息行动，短期利率由于主要反映流动性的变化且弹性较高，因此上升幅度会远远高于长期利率的上升幅度，收益率曲线往往将变得平缓，期限利差缩小。同样的，当经济出现衰退甚至有通货紧缩压力时，央行将急剧降低短期利率，而短端利率的下降幅度也同样会远远高于长端利率的下降幅度，这将使得收益率曲线变得陡峭，即期限利差走阔。

图 1: 利率期限结构 (季调)



数据来源: Wind 华泰期货研究所

· 历史数据验证

在本文中,我们选取了2008年以来近十年的利率曲线变化并按照资金面松紧和基本面好坏进行划分,进而从历史的变化中验证我们上述所说的逻辑规律以及实用的操作规律。其中,基本面的划分指标以名义GDP为准,资金面的划分指标以货币市场加权利率为准。

表格 1: 利率曲线变化统计 (自2008年开始)

起始时间	结束时间	期限利差	基本面 (名义 GDP 增速)	资金面 (R3M 利率)	1Y	10Y	主要贡献来源
2007-12	2008-06	陡 (小)	先↓后↑	↓	先↓后↑	先↓后↑	前期短后期长
2008-06	2008-09	平 (小)	↓	↑	↓	↓	长
2008-09	2009-06	陡 (大)	↓	↓	↓	先↓后↑	短
2009-06	2011-09	平 (大)	↑	↑	↑	↑	短
2011-09	2012-06	陡 (小)	↓	↓	↓	↓	短
2012-06	2013-06	平	弱势震荡	↑	↑	↑	短
2013-06	2014-03	陡 (大)	先↑后↓	↓	先↑后↓	先↑后↓	前期长后期短
2014-03	2014-09	平	弱势震荡	↓	↑	↓	长&短

2014-09	2015-06	陡(大)	↓	先↑后↓	↓	↓	短
2015-06	2017-12	平	先↓后↑	先↓后↑	↑	先↓后↑	前期长&短, 后期短
2017-12	至今	陡	↓	↓	↓	↓	短

资料来源: Wind 华泰期货研究院

- 2007-12—2008-06: 国债期限利差走陡。**具体来看,在第一季度,美联储紧急降息 75 个基点叠加中国名义增速下滑,长短端利率均出现下行,但是由于短端利率弹性较高对资金面宽松的反应较大,短端利率下滑幅度高于长端利率,期限利差的变化主要受 1 年期国债利率变化的影响而出现走陡。第二季度,基本面名义增速出现小幅反弹,市场中出现资金面收紧的预期,短端利率和长端利率均有所回升,但由于当时资金面尚未进入收敛区间,短端利率上行幅度不大,期限利差小幅走陡主要由长端利率贡献。
- 2008-06—2008-09: 国债期限利差“牛平”。**具体来看,该时期的主要特点是经济名义增速出现了大幅的回落,同时带动了长端利率的大幅回调。此外,市场对于减息预期浓重(尚没有减息,首度减息是在 2008 年 9 月 16 日,而且体现为单独下降贷款利率,2008 年 10 月 9 日才体现为存贷款利率同时下调),短端利率在减息预期下出现下滑,但由于市场资金面尚未进入宽松区间,利率下行幅度不大,因此此轮期现利差走平主要由长端利率贡献。
- 2008-09—2009-06: 国债期限利差“牛陡”。**从理论上讲,这个时期非常符合利率曲线在减息周期(已被确认)中的变化形态——牛市增陡。具体来看,受到名义增速跳崖式下滑影响,货币政策呈现宽松特征,10 月 8 日、10 月 29 日、11 月 26 日和 12 月 22 日均下调了存贷款利率,资金利率大幅下调,短端利率相较于长端利率下滑更快,国债期限利差呈现牛陡特征,此轮期现利差走陡主要由短端利率贡献。
- 2009-06—2011-09: 国债期限利差“熊平”。**具体来看,这一期间,虽然长期利率在名义增速反弹的背景下出现上行,但由于短端弹性较高(上行幅度更大),短期利率的变化主导了期限利差的变动,短期利率上行的主要原因在于紧缩政策的接连出台。具体来看,除了 2010 年 10 月 19 日加息外,央行分别于 11 月 10 日、11 月 19 日和 12 月 10 日三次上调存款准备金率,资金利率和短期利率快速上行。
- 2011-09—2012-06: 国债期限利差“牛陡”。**这一期间,长短期利率均出现下行且短端利率下行幅度更大。具体来看,2011 年 9 月 23 日美联储宣布美国经济具有显著下行特征并进行扭转操作;2011 年 11 月 8 日,具有政策指标性的 1 年期中央银行票据发行利率终于出现了松动,当天发行利率降幅为 1 个基点,货币政策停止紧缩的预期得到了

确认，随着 2011 年 10 月 CPI 数据跌破 6% 关口，通胀预期也发生了转折。进入 2012 年，4 月份工业增加值增速断崖式下坠加剧了名义增速下滑的局面，5 月 13 日，央行再度降准，资金面迎来宽松。经济转折下行与货币政策放松迅速到来，长短期利率均出现下行且短期利率下行幅度更大。

- 6) **2012-06—2013-06：国债期限利差“熊平”。**央行在 2012 年 7 月 19 日将逆回购利率上调了 5 个基点，长期利率持续缓慢地走高，而短期利率快速上行，期限利差迎来第一波下行。进入 2013 年，债市监管风暴于 4 月 17-22 日降临，由于监管风暴所造成的去杠杆压力主要集中在信用债券品种上，且基本面利好，所以长端利率上行幅度较小，而短端利率受影响的程度相对较大，期限利差迎来第二波下行。6 月 17 日，面对持续紧张的资金面，央行不仅没有如大家预期般的施加援手，甚至还继续“地量”发行了 3 个月期中央银行票据，这一不安情绪在 6 月 20 日达到了顶峰，资金利率大幅上升。相比于长期利率的大幅上行，短期利率的上行幅度更是有过之而无不及，期限利差也因此迎来了第三波下行且在历史上第一次发生了曲线（10-1）倒挂现象。
- 7) **2013-06—2014-03：国债期限利差走陡。**在 2013 年下半年，期限利差呈现熊陡特征。对于短期利率来说，在经历过钱荒后，尽管短期利率上行幅度巨大，后续资金面有所改善，但投资者对于资金面的波动已更为敏感，且市场持续处于弱势中叠加基本面持续向好，短期利率并未见修复性下行而是维持震荡上行。对于长期利率来说，其处于不断的上行过程中，主要影响因素则在于名义增速的阶段性反弹。2014 年一季度，期限利差呈现牛陡特征。对于短期利率来说，资金面从年初开始不断改善，回购利率一路下行，短期利率也因此大幅回落。对于长期利率来说，GDP 名义增速由 13 年底的 10.60% 下滑至 8.37%，导致利率重心出现下移。
- 8) **2014-03—2014-09：国债期限利差走平。**在这期间，期限利差的走平主要由长短端利率共同贡献。对于短期利率来说，实际资金面不断宽松，但是“稳增长”受到市场广泛关注。在这一背景下，国务院出台小规模刺激措施的同时，央行又进行了 900 亿正回购操作，这引发了投资者的恐慌，一度认为稳增长的措施意味着“不松货币、松投资”，这使得短期利率快速回升。而对于长期利率来说，在经济数据持续弱势低迷的背景下，长端利率出现回落。
- 9) **2014-09—2015-06：国债期限利差“牛陡”。**这一期间，正回购利率再度下调，多次下调正回购利率终于使得短期利率开始加速回落。叠加资金面宽松、政策预期宽松且降息落地等因素，长短期利率均回落但短期利率下行幅度更大，期限利差也因此快速上行
- 10) **2015-06—2017-12：国债期限利差走平。**在 2015 年下半年，尽管政策仍然宽松，但在资金面极度宽松后，资金利率底部回升且不断上行，短期利率上行并始终保持在 2.4%

附近波动。而长期利率却缓步下行，主要受到了经济数据持续疲弱，基本面预期低迷；降息、降准政策不断的影响。短期利率基本稳定，长期利率缓慢下行，期限利差在这一期间同样逐步下降。进入2016年，在年末债灾之前，长短期利率均处于震荡状态，期限利差也因此不断震荡，走势较为纠结。直到进入2017年，年初货币政策基调转紧，资金利率不断抬升，收益率曲线（10-1）发生历史上第二次倒挂。整体来看，期限利差在2017年出现下行与紧货币周期基调较为一致。

11) 2017-12—至今：国债期限利差“牛陡”。在这期间，随着名义GDP增速的下滑，货币政策逐渐由中性偏紧转向为中性偏松，流动性出现较为明显的宽松行情。伴随着经济基本面增速的下滑，长端利率出现下滑。与此同时，受益于资金面的宽松，短端利率下行幅度更大，带来了期限利差的牛陡行情。

综合来说，短期利率（1Y）相比长期利率（10Y）更富有弹性，我们在观察期限利差变化时应以短期利率为主，长期利率为次。对于收益率曲线的分析归根结底就是利用资金面和基本面来分别对长短期利率进行分析判别。短期利率受资金面的影响明显，而长期利率则同时受到资金和基本面的影响。从历史统计来看，若资金面影响明显，期限利差受到短端利率的影响更大；若资金面的影响较小，短期利率不明，期限利差则受到长期利率的影响更大（基本面）；若资金面和基本面的影响均较小，那么期限利差将大概率维持震荡；若资金面与基本面对利率的影响方向相反，期限利差在这种情况下的判断则容易很多。

短端利率

· 短期资金利率到阶段性底部

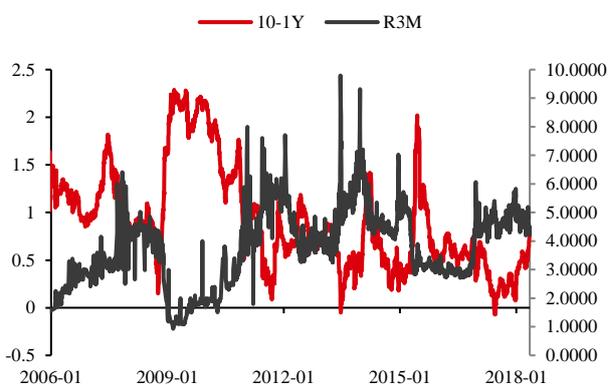
由于上一个驱动力（降准）已经被短端利率充分反应，资金面目前缺乏方向，而下一个资金面的驱动力尚未明确出现，短端利率预计已经到达阶段性底部，在无其他因素影响的情况下，短端利率或将维持偏强震荡。值得注意的是，近期违约案例明显增加，随着信用风险的不断累积，接下来若有更多雷区引爆，或对资金面有较大的冲击，届时短期资金利率或将出现阶段性的大幅反弹。

图 2: 资金利率到阶段性底



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 利率曲线和资金利率呈现反向关系



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 货币政策的边际改变

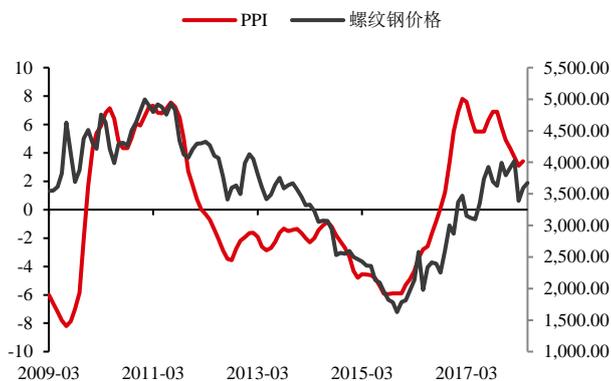
全年经济增速面临下行压力, 形势胶着, 中美贸易战的威胁比市场预期的要严重, 同样制约了中国央行的货币政策操作, 毕竟出口的改善是 2017 年中国经济超预期最重要的贡献因素。对于 18 年来说, 要保持经济的稳定和微观监管的趋严, 宏观紧货币可能不得不再被放弃, 前期的降准也初现端倪, 货币政策将由去年的中性偏紧转为今年的真正中性或中性偏松, 债市收益率下行空间被进一步打开。根据我们之前的分析可知, 短端利率由于弹性更高受到货币宽松的影响会更大, 利率下行幅度预计将大于长端利率, 利率曲线也将迎来陡峭化行情。

长端利率

· 短期的经济环比反弹

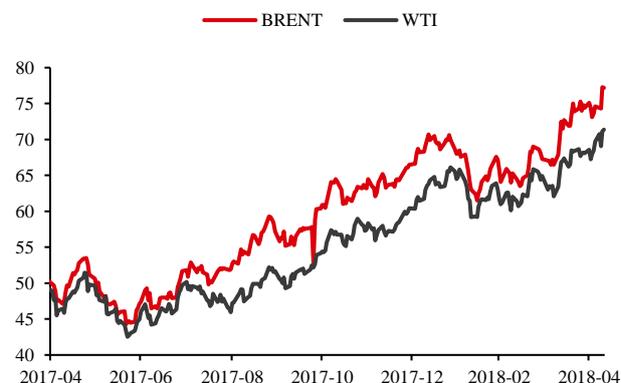
对于债市来说, 短期的利率上升风险尚未完全释放, 原因如下: 第一, PPI 同比增速回升, 往后看, 美国退出伊朗核协议后, 国际原油价格加速上行, 预计原油价格仍将对 PPI 形成较大的正贡献。此外, 5 月初以来, 螺纹钢等价格上行明显, 叠加去年同期基数较低, 预计 PPI 或将延续小幅反弹同时带动名义增速趋于稳定甚至上行, 这也将带来利率的一轮预期修正。第二, 虽然近期中美利差有所反弹, 但是在美国通胀预期上行的背景下 (原油价格上涨), 美债利率仍有进一步上行的压力, 在中美利差仍处较低位置以及美元反弹带来的资本流动压力的背景之下对中债也仍有压制作用。第三, 近期信用风险事件频频, 这也将进一步加剧低评级发债主体的融资压力, 接下来若有更多雷区引爆, 则可能引发市场风险升级, 利率债也会受到冲击。

图 4: 螺纹钢价格出现反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 原油价格上行



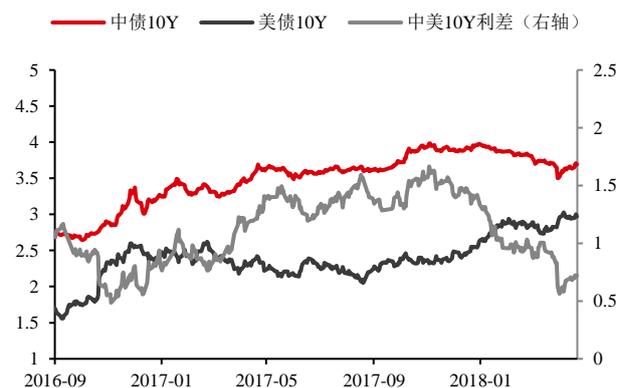
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 水泥价格反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 来自中美利差的压力

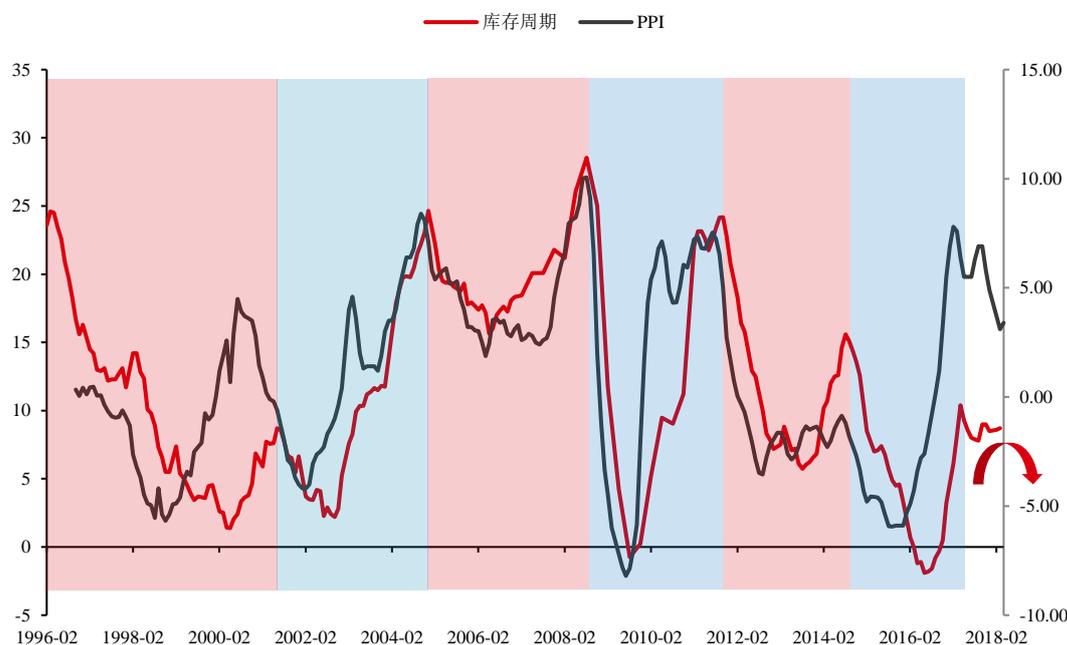


数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 库存周期带来的趋势性启示

从整个实体库存的情况来看, 我们主要参考工业企业产成品存货的累计同比增速, 该指标从 1996 年至 2016 共经历了五次完整的库存周期, 从 2014 年 8 月开始的库存周期, 自 2016 年 6 月开始进入主动补库存, 考虑到以往几轮弱库存周期叠加了去产能进程, 因此这一轮库存周期仍是弱周期, 自 2014 年 8 月至 2017 年 4 月的高点经历了将近三年的时间, 结合以往几轮弱周期的时间长度, 一轮库存周期的结束从时间上看已经充分。此外, 历史上 PPI 累计同比下行的拐点都与工业企业产成品库存累计同比下行的拐点高度吻合。今年 1-2 月 PPI 累计同比步入快速下行, 但产成品库存累计同比却小幅上扬, 这可能与企业对节后需求的“误判”有关。我们认为, 此种背离不可持续, 企业或将很快进入主动去库存阶段, 进而加重经济回落的压力。

图 8: 库存周期



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从下游需求端来看, 虽然3月房地产开发投资增速连续反弹, 累计同比增速从2月的9.9%进一步升10.4%。不过地产到位资金增速则从4.8%降至3.1%, 年初以来持续放缓, 与地产投资增速形成明显背离, 同时土地购置面积增速小幅反弹至0.5%, 但仍然偏弱, 反映当前地产商拿地意愿可能也趋于放缓。考虑到目前地产限购政策尚未有放松迹象以及地产到位资金的持续回落, 资金来源问题可能仍是制约中期地产投资增速的重要因素, 对下游需求或有负面拖累。

基建投资与其资金供给高度相关, 包括国家预算内资金、国内贷款、利用外资和自筹资金等, 2018年的基建投资将面临“开正门、堵偏门”的资金环境。开正门方面: 今年一般公共预算支出的规模将达到约21万亿元, 按同口径计算比去年增长7.6%, 基本与2017年7.7%的实际增速相差不大, 且专项地方债额度较去年增加5500亿元; 银监会下调拨备覆盖率要求, 帮助银行化解表内不良资产, 并释放更多信贷额度。堵偏门方面: 自筹资金中城投债、PPP、非标将受到较强的约束。综合来说, 由于基建投资中的资金供给60%左右均来自于自筹资金, 在整体自筹资金受到强约束的环境之下, 2018年的资金环境并不乐观, 投资增速也有下行可能。

图 9: 商品房销售继续回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 地产资金来源维持下行



数据来源: Wind 华泰期货研究院

库存周期的变化与经济中的四个阶段相似: 被动去库存—复苏、主动补库存—繁荣、被动补库存—滞涨、主动去库存—衰退。以 10 年期国债收益率作为债市表现的代表指标, 理论上来说, 主动补库存(繁荣)和被动补库存(滞涨)期间, 长端利率上行, 债市下跌; 被动去库存(复苏)、主动去库存(衰退)期间, 长端利率下行, 债市上涨。从历史数据复盘当中, 这一规律也较为明显, 利率的拐点与库存周期的拐点基本相互对应。因此, 随着终端需求放缓传导至生产端, 市场也将进入到主动去库存阶段, 长端利率的下行空间亦有望延续。

图 11: 库存周期 vs 10Y



数据来源: Wind 华泰期货研究院

利率曲线——短期做陡空间不大

短期来看目前基本面面临环比反弹的环境，长端利率预计将有上行压力。此外，由于上一个驱动力（降准）已经被短端利率充分反应，资金面目前缺乏方向，而下一个资金面的驱动力尚未明确出现，短端利率预计已经到达阶段性底部，在无其他因素影响的情况下，短端利率或将维持偏强震荡。这一情况与2008年二季度情况相似，长端利率成为曲线陡峭化的主要贡献力量，但是由于长端弹性较差，能够带来的做陡空间并不高。

值得注意的是，近期违约案例明显增加，随着信用风险的不断累积，接下来若有更多雷区引爆，或对资金面有较大的冲击。由于短端利率对资金面的变化反应更加迅速、幅度更大，届时短期资金利率或将出现阶段性的大幅反弹，预期利率曲线也将出现短期的平坦化。因此，对于投资者来说，短期内需要密切关注信用风险的演绎，对利率曲线或有较为明显的影响。未来就算信用风险并未出现大规模的爆发，短端利率也已经达到阶段性底部，长端利率成为曲线陡峭化的主要贡献力量，能够带来的做陡空间并不高，建议投资者可以考虑下调或是平掉做陡利率曲线的仓位。

中期来说，预计随着终端需求的不断走弱，基本面在全年将面临下滑风险，要保持经济的稳定和微观监管的趋严，宏观紧货币可能不得而被放弃，货币政策将由去年的中性偏紧转为今年的真正中性或中性偏松。这将形成典型的基本面下行加流动性宽松的局面，在这一组合下，利率曲线大概率将呈现“牛陡”的趋势性走势。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com