

证券研究报告



102页PPT详解债券分析框架

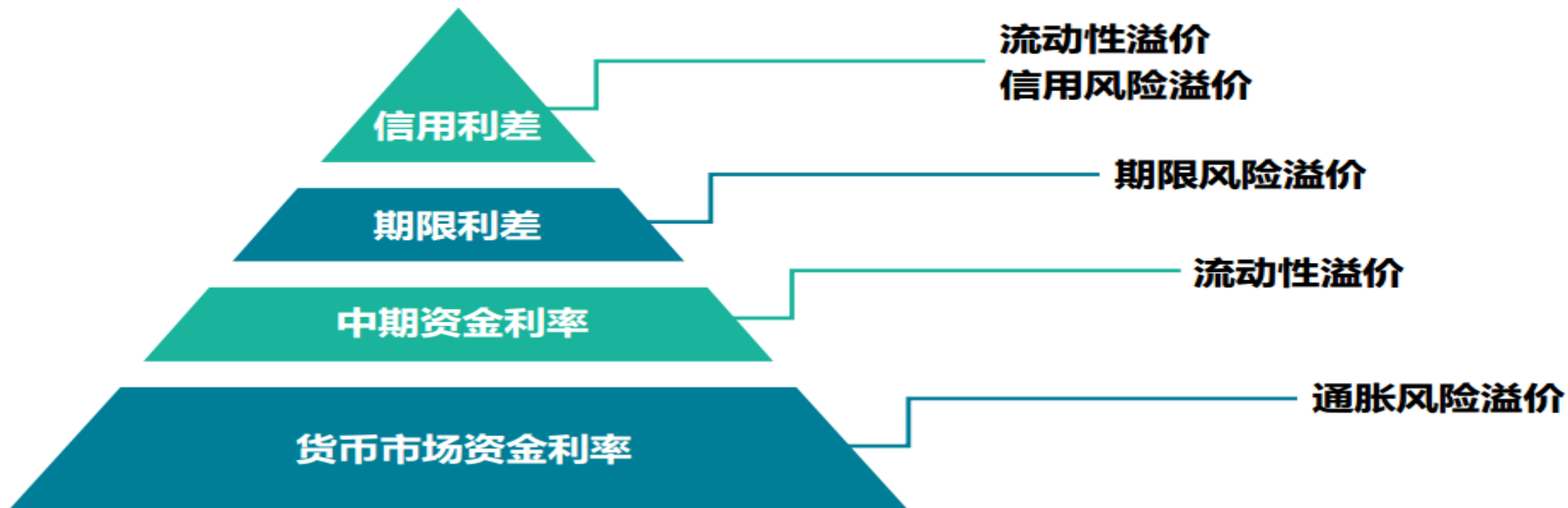
分析师：黄伟平（S0190514080003）、左大勇（S0190516070005）
罗雨浓（S0190520020001）

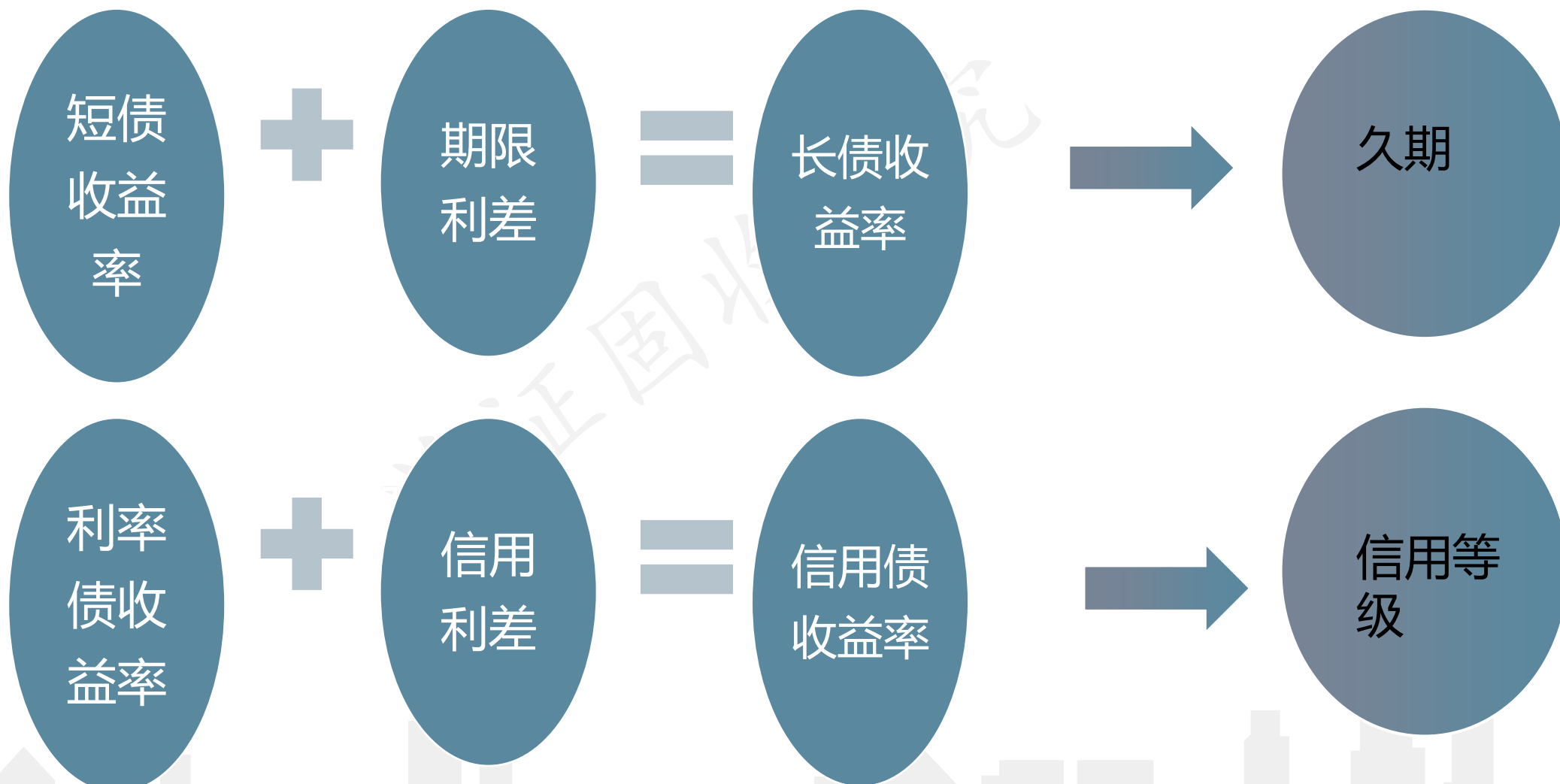
研究助理：徐琳

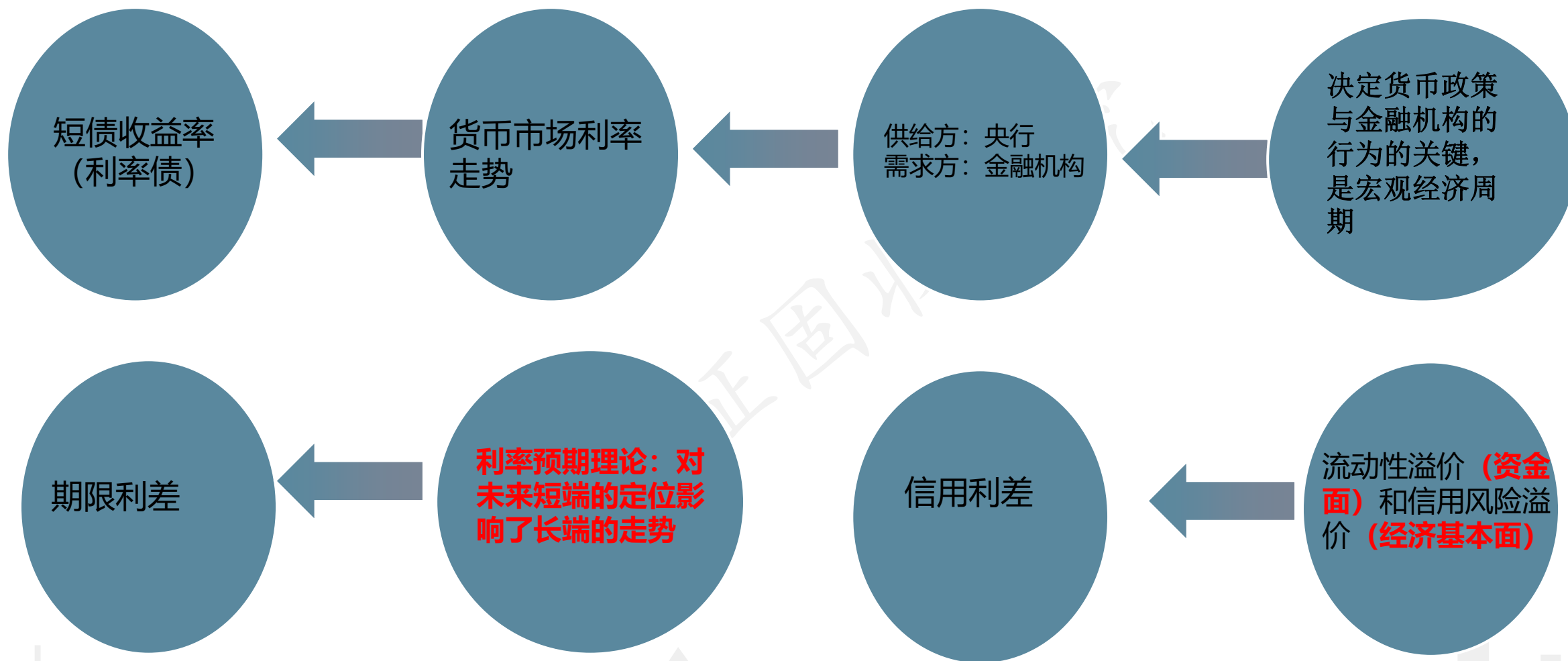
报告发布日期：2020-9-22

- 引言：债券分析框架一直备受市场关注，本文我们拟将前期报告中相关的研究成果汇总更新，形成系统性的债券分析框架，供投资者参阅。
- ✓ 本分析框架立足于宏观经济的分析，但不仅限于宏观分析。
- ✓ 本文集中于5部分内容的分析（短端利率、经济周期变化与利率市场反映、宏观基本面到收益率曲线的映射、社融经济与利率的关系、负债、微观结构与投资者行为），除了宏观层面的分析外，主要添加了关于负债体系和市场微观结构的讨论。
- ✓ 本文立足于抓住市场逻辑变迁的主要矛盾，以更好地动态跟踪未来市场变化。

风险提示：逆周期调控力度超预期；地产市场超预期波动；流动性收紧超预期

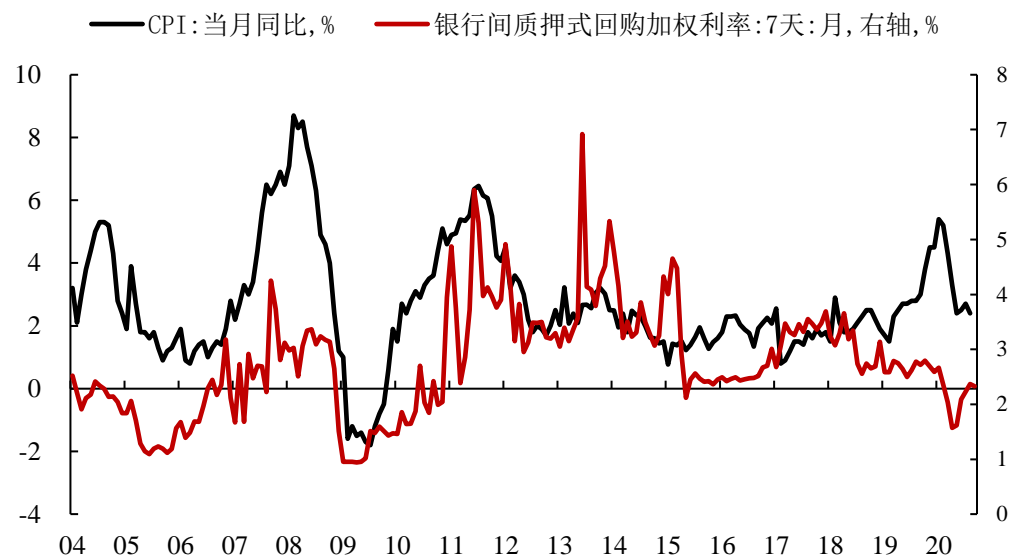








第一部分：短端利率



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理



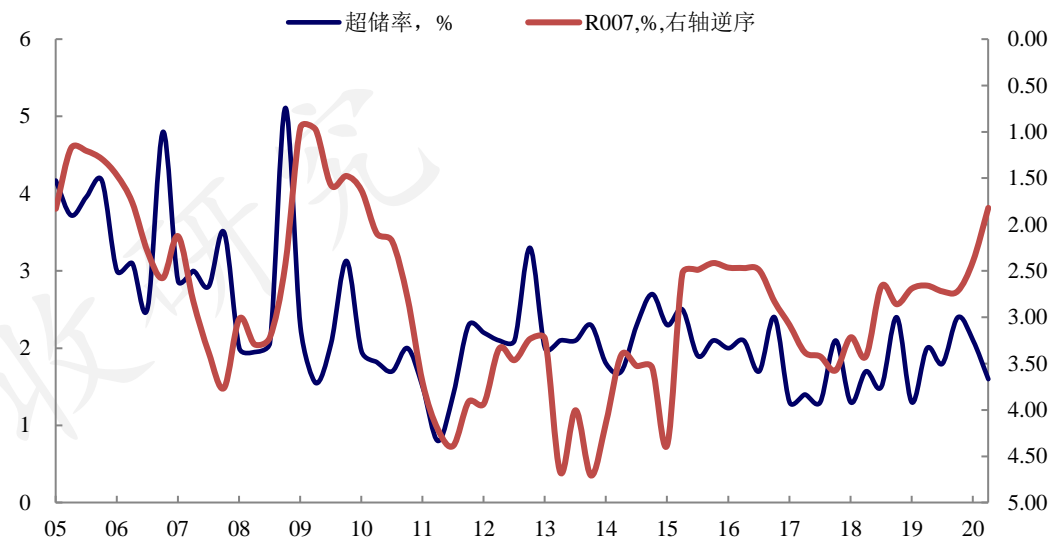
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 通胀与房地产投资周期走势基本上一致, 但15年之后相关性明显弱化。
- 15年后, 通胀更多是受某些领域供给收缩影响, 而非明显的货币现象。
- 融资需求对资金利率的解释能力更强。

短端利率的分析，是债市走势分析的逻辑起点



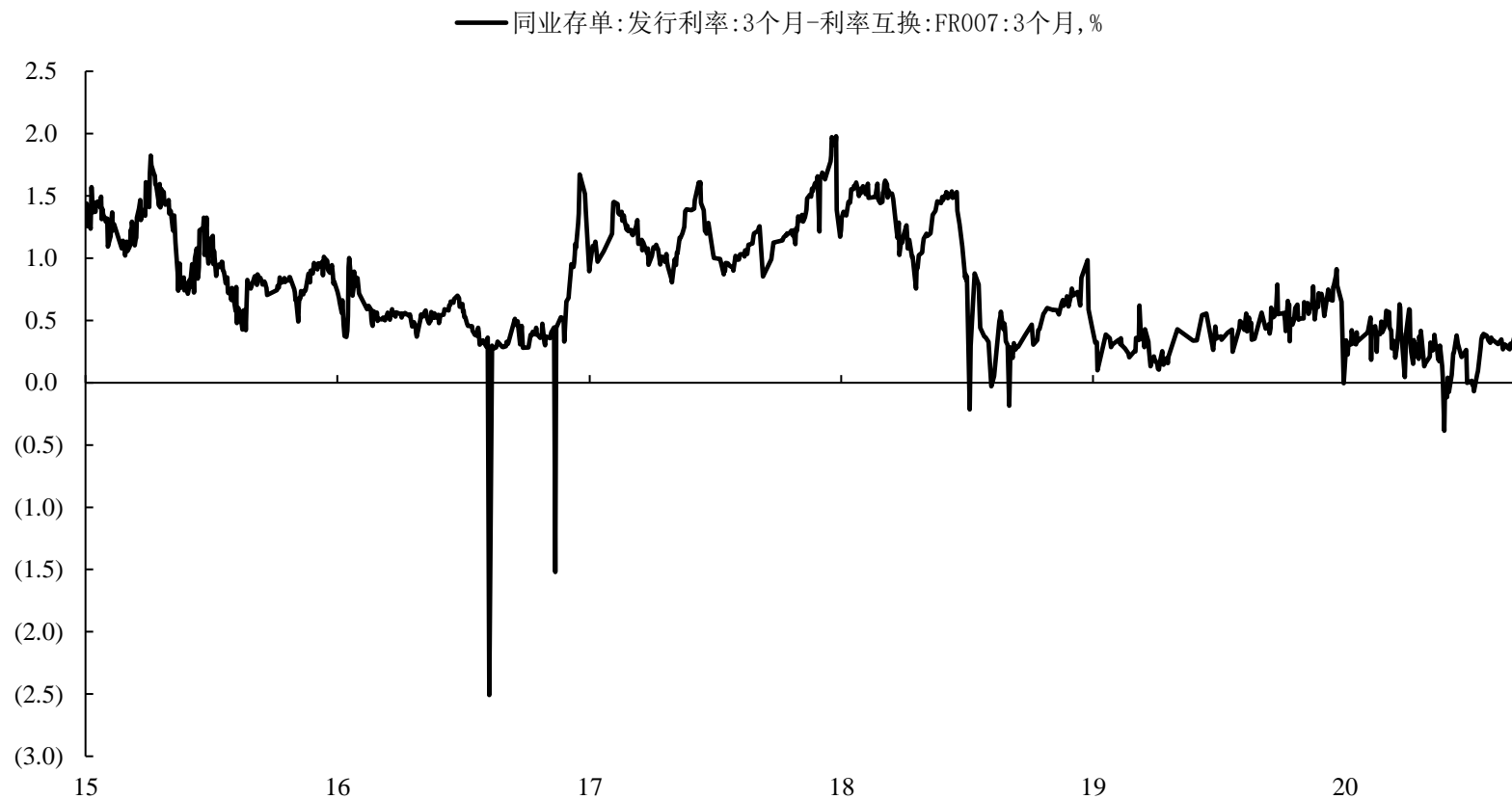
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

- 1年期金融债与资金利率之间的密切关系。
- 供给方，看超储率，不过2012年后，相关性也出现了显著的变化。

- 为获得现金而付出的超额利率
- 量价结合的货币政策导致中国的流动性溢价波动很大。

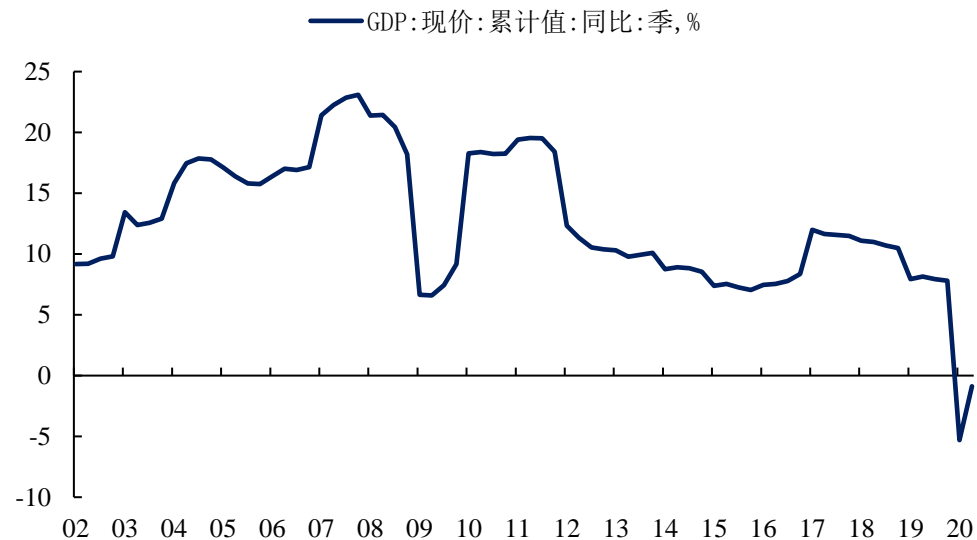


■ 宏观经济周期和利率周期——短端利率的重要性

- ✓ 债券的定价：长债=短端+期限利差；信用债=利率债+信用利差；
- ✓ 期限利差：最终取决于对短端利率的判断；
- ✓ 信用利差：信用风险溢价（经济基本面）+流动性风险溢价（短端）；
- ✓ 短端：融资供需，还是要看基本面和货币政策。



第二部分：经济周期变化与利率市场反映



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理



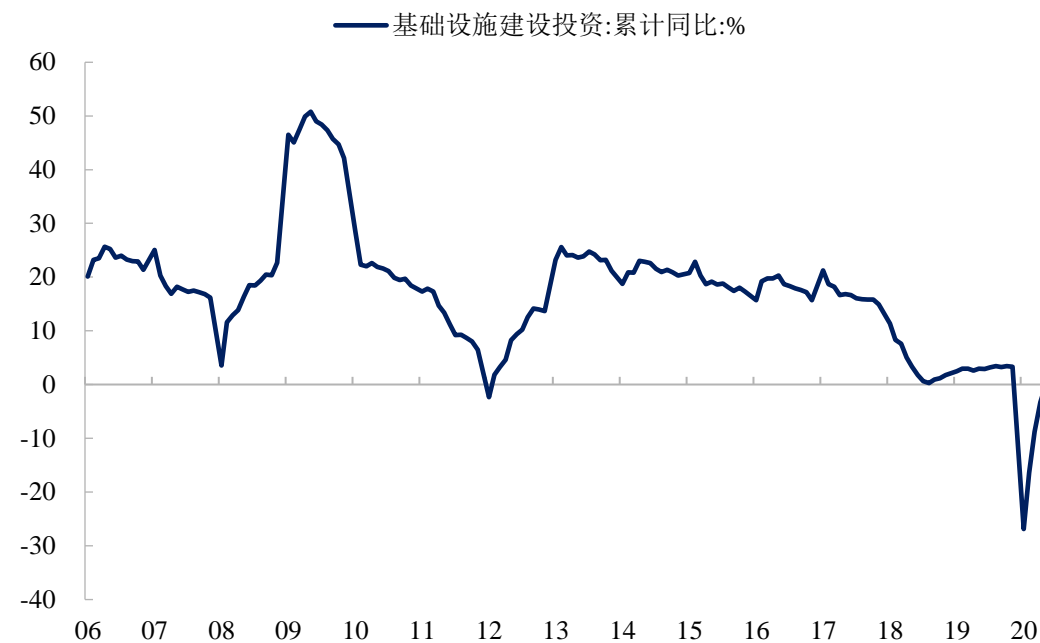
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2011年以来，中国经济增长的中枢整体上处于下移的通道中；从需求端来看，投资的减速是最为明显的。
- 这与2009年之后，中国经济增长模式由外需驱动转为内需驱动有密切关系，经济的降速直接体现在投资的下降上。
- 经济增长中枢不断下移，但利率走势并非与经济走势一致！

私人部门的投资增速在持续下降



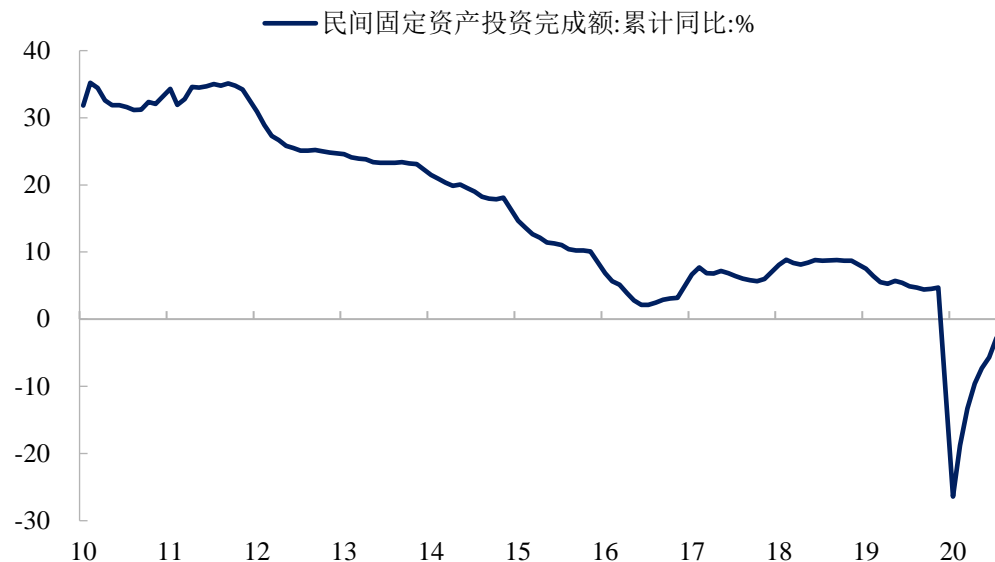
数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 如果将投资分拆, 很容易发现, 2011年以来投资增速的下降主要体现在私人部门, 即地产和制造业, 名义增速下降几乎接近2/3;
- 但政府主导的投资则从2012年以来持续上升, 充当了对冲私人部门投资下滑的角色。

投资回报率在持续下降



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

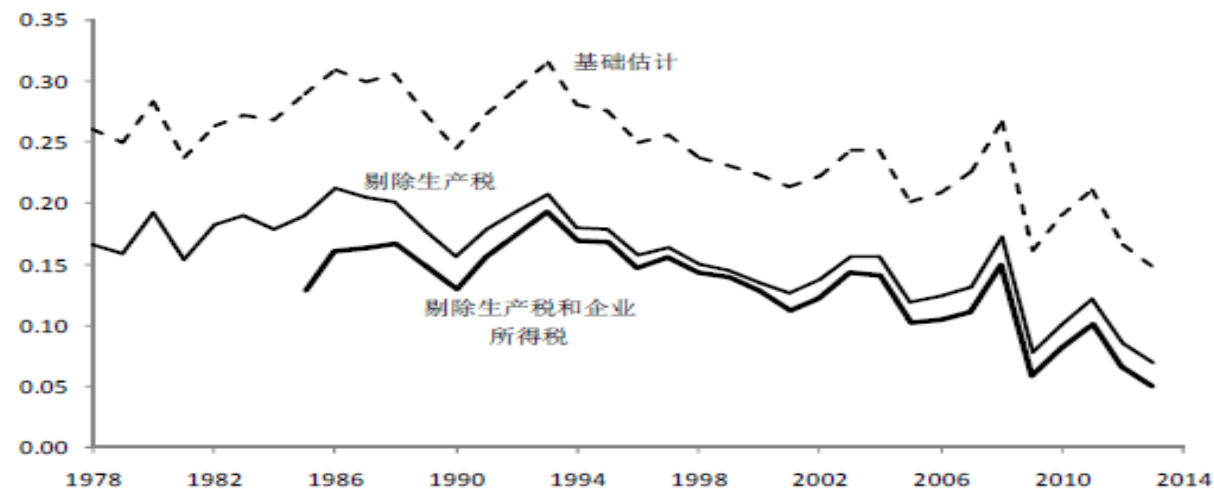
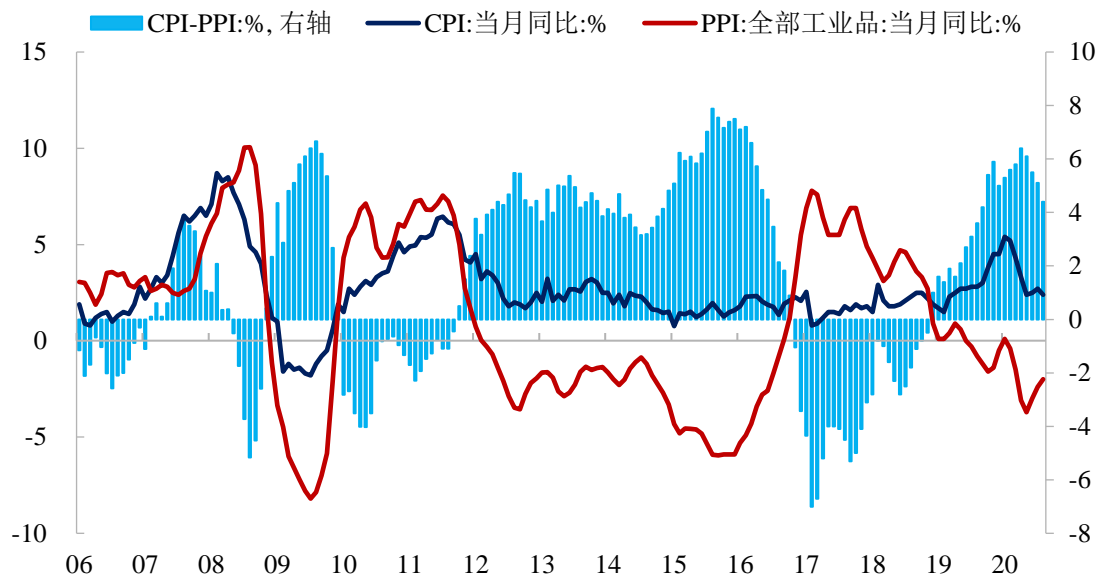


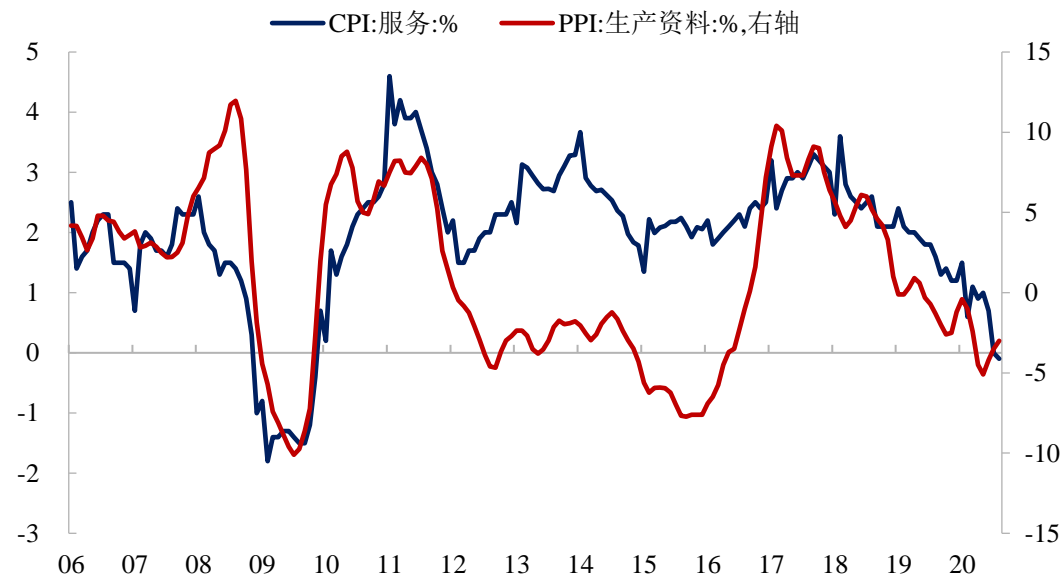
图 3: 1978-2013 年间我国税后资本回报率

- 如果企业是相对市场化的, 那么其投资就会受到投资回报率的影响;
- 2012年以来, 中国民营部门的投资增速持续下降, 与其投资回报率的持续下降是对应的。2014年, 投资回报率已经处于1978年以来的历史低位; (投资回报率的数据来自于白重恩)。
- 15年之后民间投资略有反弹, 但增速不高。

存量调整不充分，CPI与PPI走势不一致



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

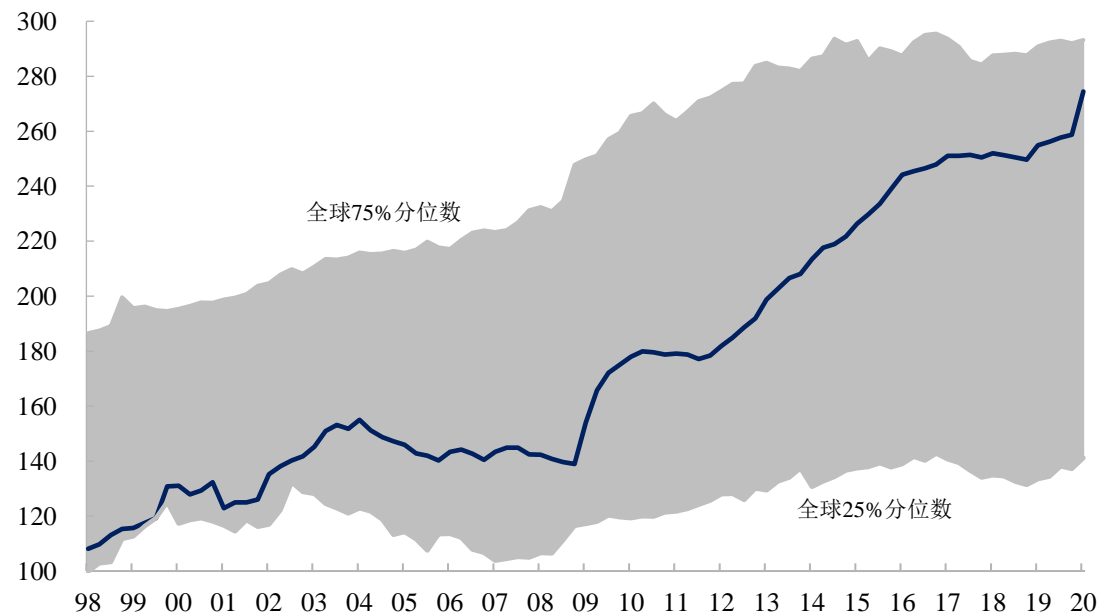


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

■ CPI和PPI的裂口从2012年-2016年持续存在，一方面是工业部门的产能过剩；但与此同时反映的是服务和成本在持续上升，说明：1) 经济转型过程中需求结构的转变；2) 经济中的产业的供给结构仍然没有跟上；3) 人力成本和资产价格（货币因素）处于高位。总的来看，经济的结构性问题仍然非常大。

■ 2017年之后行业去产能，价格抬升，缺口转负。2019年后CPI和PPI的裂口重新出现。

中国非金融部门债务/GDP:%,在全球中的位置

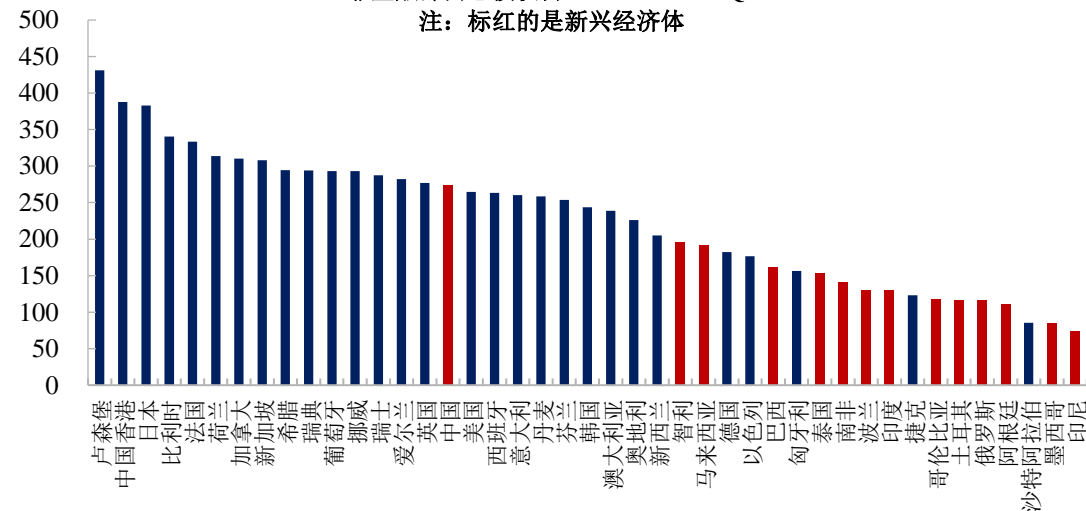


数据来源：BIS，兴业证券经济与金融研究院整理

- 经济有下行压力，但信用需求并不是像经济一般疲弱。
- 简单的按照流量（增长）和存量（债务）拆分，一个企业，没有了主动投资，还有债务要偿。

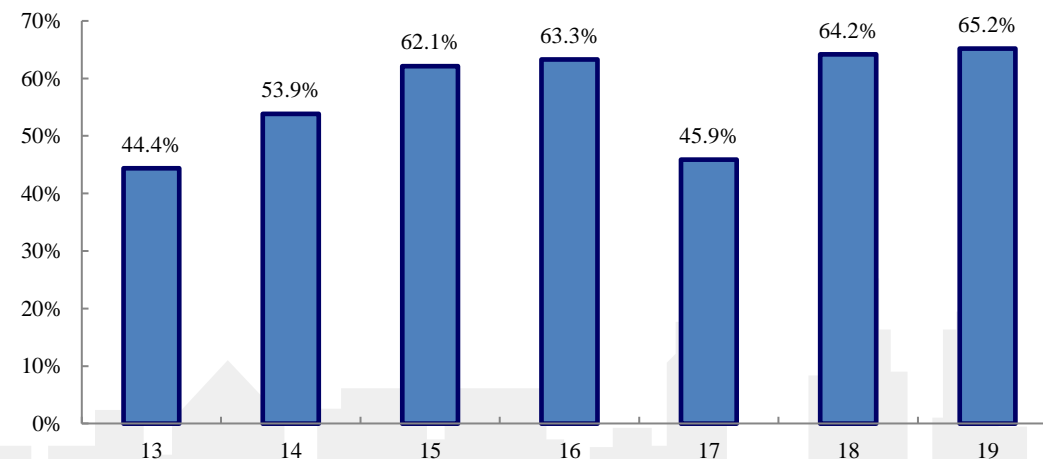
非金融部门总债权占比GDP:%:2020Q1

注：标红的是新兴经济体



非政府部门利息支出/社融

注：即包括居民、企业、地方政府隐性债务



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

短端利率走势与经济走势并不一致



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

■ 如果融资需求下行的要比投资下行的速度慢，那就意味着名义利率下行的要比通胀慢，实际利率存在走高的压力。

为什么过去债券市场基本是三年一个周期？



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

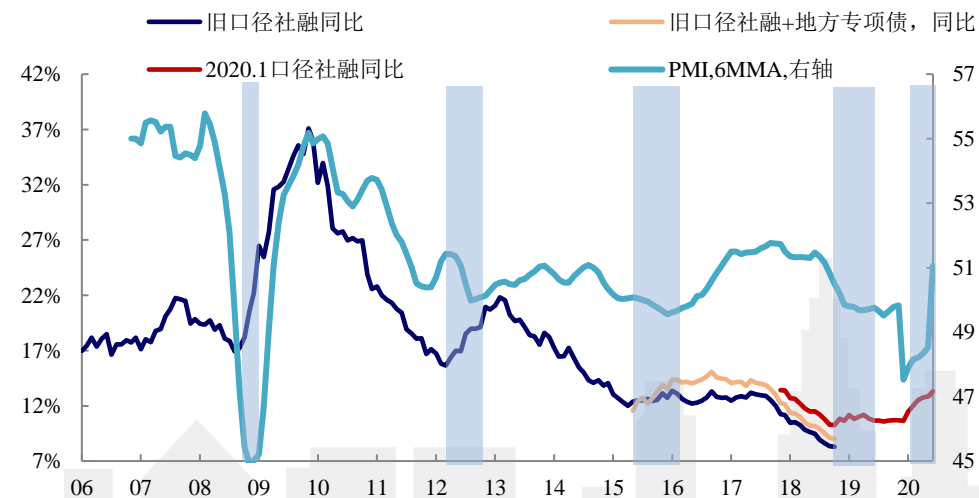
- 中国债券市场过去存在“一牛一平一熊”相互切换的特征, 总体来看呈现箱体区间波动。
- 经济类型的转变 (从“流量经济”到“流量+存量经济”) 和债务周期的存在, 使得债券收益率并非完全跟名义增长挂钩。

为什么过去债券市场基本是三年一个周期？



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

■ 债券3年一个周期跟地产周期、库存周期和信用周期相对应。

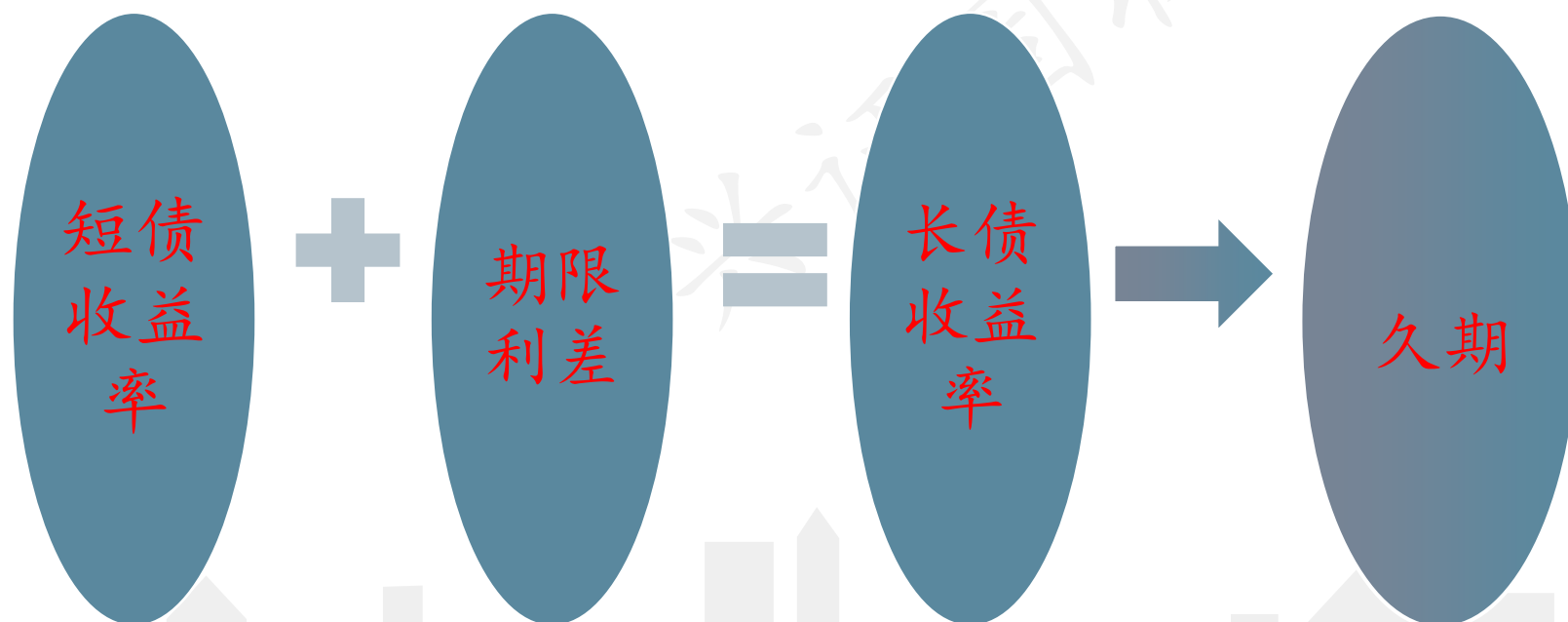


数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理



第三部分：宏观基本面到收益率曲线的映射

- 期限利差与利率期限结构密切相关，利率期限结构是某个时点上不同期限的利率所组成的一条曲线，而期限利差则为该时点上不同期限利率的差值。期限利差反映长期限债券与短期限债券的期限溢价，衡量的是久期风险。
- 期限利差表征的是对未来经济复苏或者通胀回升的预期。
- 在一轮经济周期中（复苏——过热——滞涨——衰退），期限利差可能会经历熊市陡峭——熊市平坦——牛市平坦——牛市陡峭的过程。
期限利差表征对未来经济复苏和通胀回升的预期



- 期限利差表征的是对未来经济复苏或者通胀回升的预期。
- 中、美两国长短端国债利率的相关系数，表明长短端利率走势有很强的相关性。
- 但随着期限拉长，长端与短端的相关性在逐步减弱。

美国长、短端国债利率的相关系数

美国国债收益率相关系数（2007年以来）

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
1年	1.00	0.99	0.96	0.86	0.75	0.62	0.44	0.37
2年		1.00	0.99	0.92	0.82	0.69	0.51	0.44
3年			1.00	0.96	0.88	0.77	0.59	0.53
5年				1.00	0.98	0.91	0.77	0.72
7年					1.00	0.97	0.88	0.84
10年						1.00	0.97	0.94
20年							1.00	0.99
30年								1.00

中国长、短端国债利率的相关系数

中国国债收益率相关系数（2007年以来）

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年
1年	1.00	0.99	0.95	0.88	0.82	0.70	0.61	0.63
2年		1.00	0.98	0.92	0.88	0.77	0.68	0.69
3年			1.00	0.97	0.94	0.84	0.75	0.77
5年				1.00	0.99	0.93	0.86	0.87
7年					1.00	0.96	0.90	0.91
10年						1.00	0.96	0.96
20年							1.00	0.99
30年								1.00

- 期限结构的经典理论：纯预期理论、流动性偏好理论、市场分割利率与期限偏好理论。

纯预期理论

- 认为长期债券是一组短期债券的理想替代物，利率期限结构的形状以及变动都是由投资者对未来短端利率的预期引起的。
- 预期的波动是决定期限利差的关键。
- 忽略了风险溢价的影响。

流动性偏好

- 投资者喜欢保持资金的流动性，偏好短期债券，风险规避引起远期利率系统性地高于即期利率。
- 远期利率包含预期和风险溢价，该溢价随期限增加。
- 对于风险溢价随期限单调上升的假设不符合实际情况。

市场分割

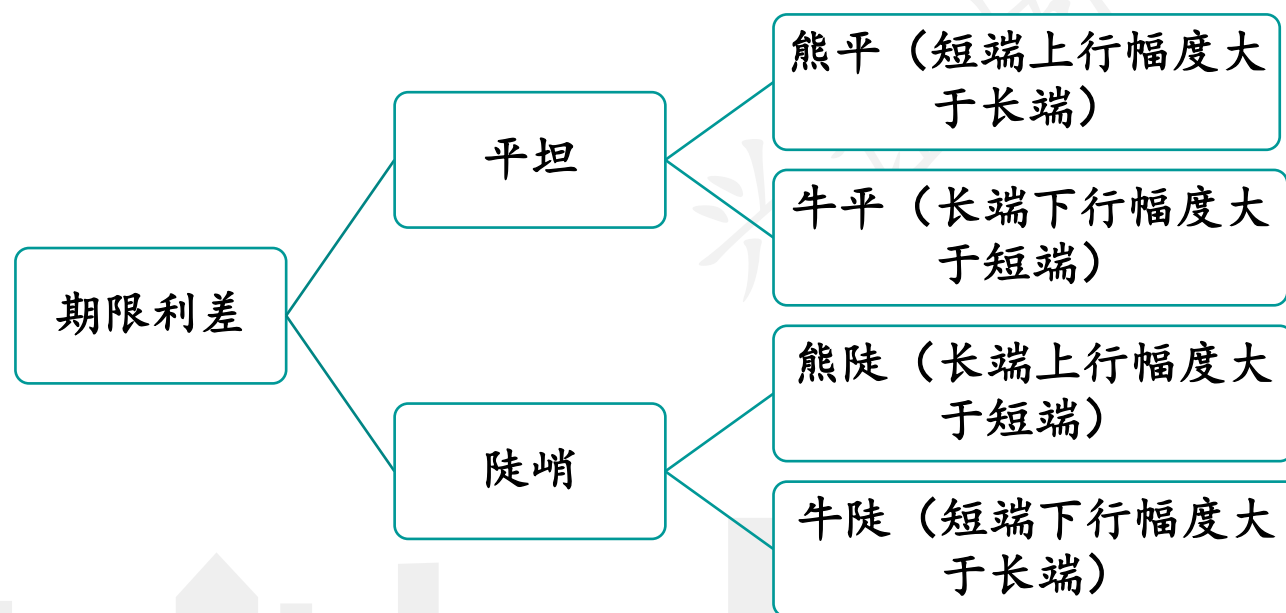
- 认为投资者有各自的期限偏好，且保持不变。长短期债券是在不同的相互分割的市场上交易，各自达到平衡。
- 一定程度解释了央行传统货币政策的失效，也为非传统货币政策提供了合理化基础。

期限偏好

- 承认不同投资者具有各自的期限偏好习惯，同时也认为足够的溢价率可诱使投资人离开其习惯的投资期。债券市场不是完全分割的。
- 偏好可变，变化的条件是风险溢价足以抵消风险。

- 对利率曲线变化的传统认识：
 - ✓ 从经济基本面周期角度理解：当基本面趋弱，收益率曲线呈现平坦化，期限利差缩窄；当基本面趋强，收益率曲线呈现陡峭化，期限利差走阔。
 - ✓ 从货币政策周期角度理解：降息周期展开后，收益率曲线增陡，期限利差走阔；当处于加息周期中，收益率曲线变平，期限利差缩窄。
- 但在实际中，这两种理解并非完全适用，特别是在中国如何衡量降息周期与加息周期有争议。

曲线形态比较典型的状态



编号	作者	选取规则及因子	研究对象及主要结论
1	Ang和Piazzesi (2003)	选取规则： 泰勒规则 选取因子： 反映实体经济活动和通胀率的因子。	研究对象： 美国1952年-2000年的国债利率。 主要结论： 通胀因子对债券短端利率的变化解释力更强，通胀因子的上升使得国债利率升高，其升高幅度随着国债期限的增长而下降。实体经济活动的活跃使得国债利率升高，且对长端利率的影响大于短端利率，其影响随着国债期限的增长而上升。
2	Braun和Shioji (2006)	选取规则： 货币政策流动性 选取因子： 基础货币量、东京同业拆借利率（TIBOR）	研究对象： 1987年—1999年日本国债收益率。 主要结论： 在价格黏性假设下，货币政策的流动性冲击解释了日本1年期国债收益率变化的39.97%，解释了5年期国债收益率变化的35.07%；流动性宽松主要改变利率期限结构的斜率，短端利率下行幅度大于长端利率。
3	Lemke (2007)	选取规则： IS-LM框架、泰勒规则 选取因子： 通胀率及其滞后项、产出缺口、自然利率、产出增长潜在趋势，3个月期货币市场利率	研究对象： 1998-2006年欧元区零息债券互换利率。 主要结论： 自然利率因子对所有期限的收益率都有持续正向影响；通胀率、产出缺口、货币市场利率因子与债券利率均正相关，且对短端利率的影响大于长端利率。
4	Rudebusch和Wu (2008)	选取规则： 泰勒规则 选取因子： 通胀预期、产出因子	研究对象： 美国1988年—2000年间零息国债。 主要结论： 通胀预期的正向冲击对短端和中长端利率的冲击是不对称的，在冲击发生的时刻短端利率会下降而中长端的利率会上升。因此，正向的通胀预期的冲击使得利率期限结构变得更为陡峭。产出因子的冲击和通胀因子相似。
5	Bekaert et.al (2010)	选取规则： IS-LM框架、泰勒规则 选取因子： CPI，产出缺口，去除趋势的GDP自然增长率，3个月国债利率（衡量货币政策）	研究对象： 1961年-2003年美国国债收益率。 主要结论： 通胀因子解释了利率期限结构短期水平移动的75%，通胀率上升使得利率期限结构整体向上平移；货币政策冲击解释了利率期限结构斜率90%的变动，3个月期国债利率上升使得利率期限结构曲线先变得平缓再变得陡峭。去除趋势的GDP自然增长率解释了10%左右的利率期限结构水平移动，其上升使得长端利率增长的幅度高于短端。

编号	作者	选取规则及因子	主要结论
1	吴吉林、金一清和张二华（2010）	选取规则： 国内外学术研究成果 选取因子： GDP增长率、CPI、银行间市场隔夜拆借利率	研究对象： 2005年-2008年银行间固定利息国债收益率 主要结论： 通胀和经济增长的上升使国债收益率升高，且对长端利率的影响大于短端；银行间市场隔夜拆借利率的上升同样使得国债收益率上升，但对短端利率的影响大于长端。
2	尚玉皇等（2015）	选取规则： 经济增长和物价水平 选取因子： GDP增长率、CPI	研究对象： 2002年—2013年的中国国债到期收益率。 主要结论： 通货膨胀对国债长端利率的影响大于短端；GDP增速对中短端利率的影响大于长端。
3	强静等（2018）	选取规则： 债券市场流动性和期限偏好 选取因子： 1年期存款基准利率、债券市场资金流动性因子、中长期债券风险溢价	研究对象： 2002年—2017年国债收益率 主要结论： 政策基准利率是决定市场各期利率重要的变量，和各期限利率正相关；而资金流动性因子主要影响短期利率的变动且正相关；中长期债券的风险溢价主要决定长期市场利率的变动。

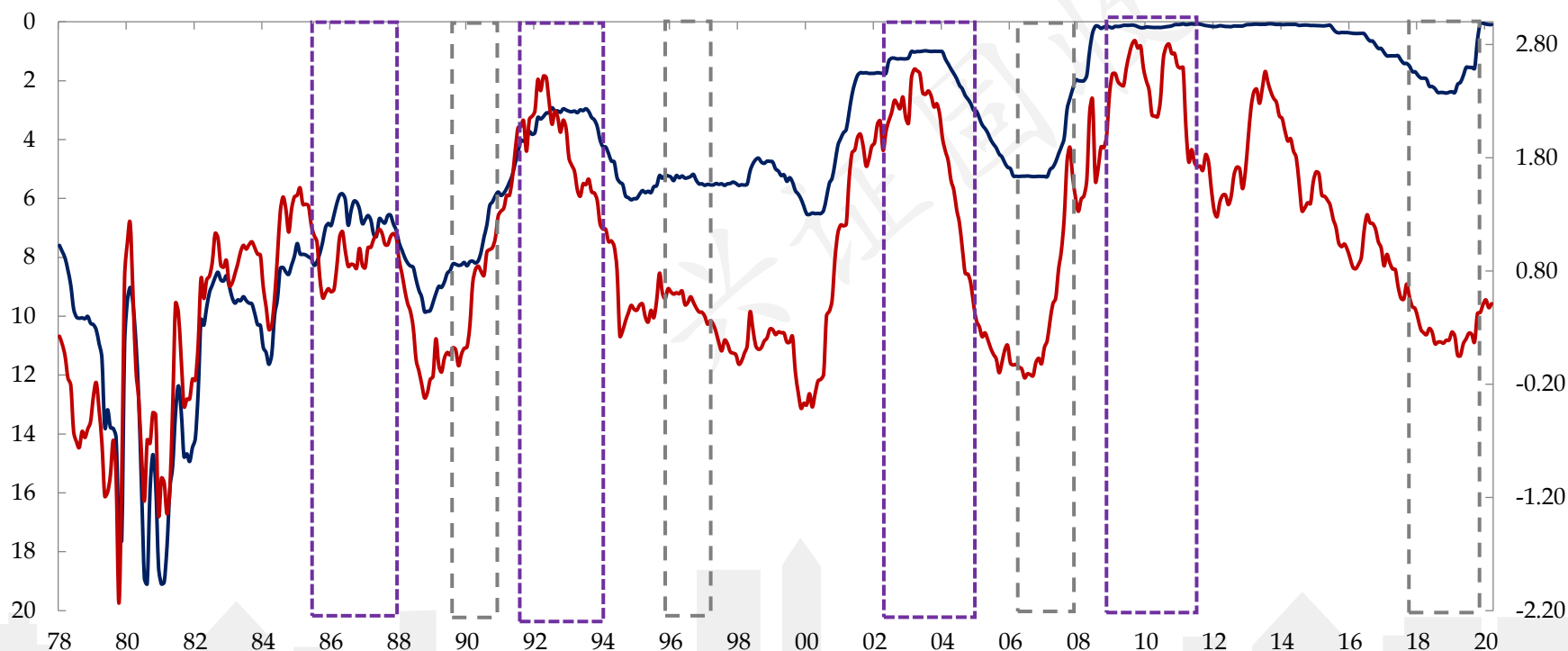
- 期限利差表征的是对未来经济复苏或者通胀回升的预期。
- 中、美两国长短端国债利率的相关系数，表明长短端利率走势有很强的相关性。但期限越长，长端与短端的相关性在逐步较弱。
- 期限结构的经典理论：纯预期理论、流动性偏好理论、市场分割利率与期限偏好理论。
- 对利率曲线变化的传统认识：可以从经济基本面周期角度、货币政策周期角度理解，但在实际中，这两种理解并非完全适用。

- 美国市场的期限利差：加息周期，曲线变平；降息周期，曲线变陡。
- 加息、降息周期是决定曲线形态变化的重要因素。

美国期限利差表现出明显的“加息平坦”、“降息陡峭”的特征

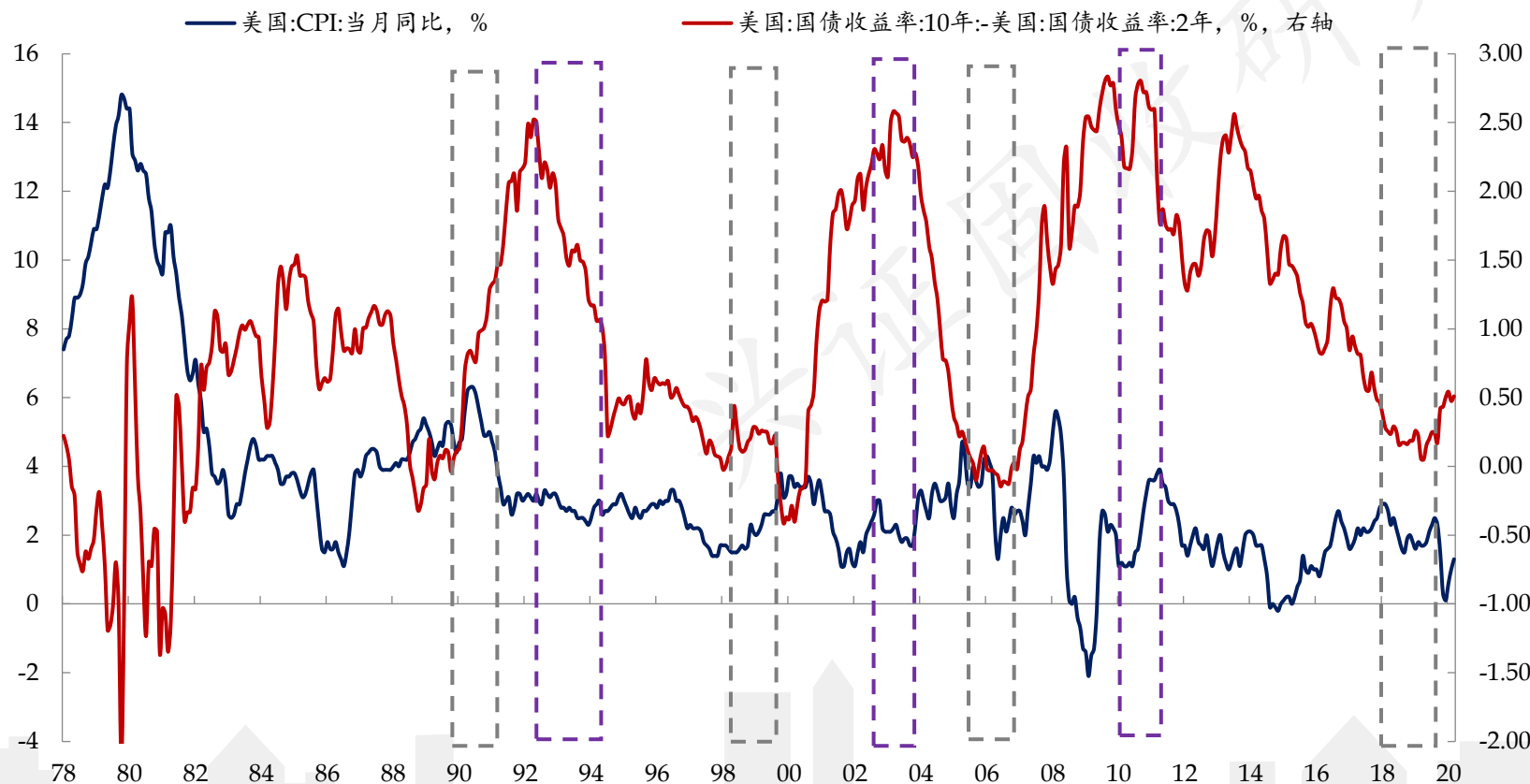
— 美国:联邦基金利率, %, 逆序

— 美国:国债收益率:10年:-美国:国债收益率:2年, %, 右轴



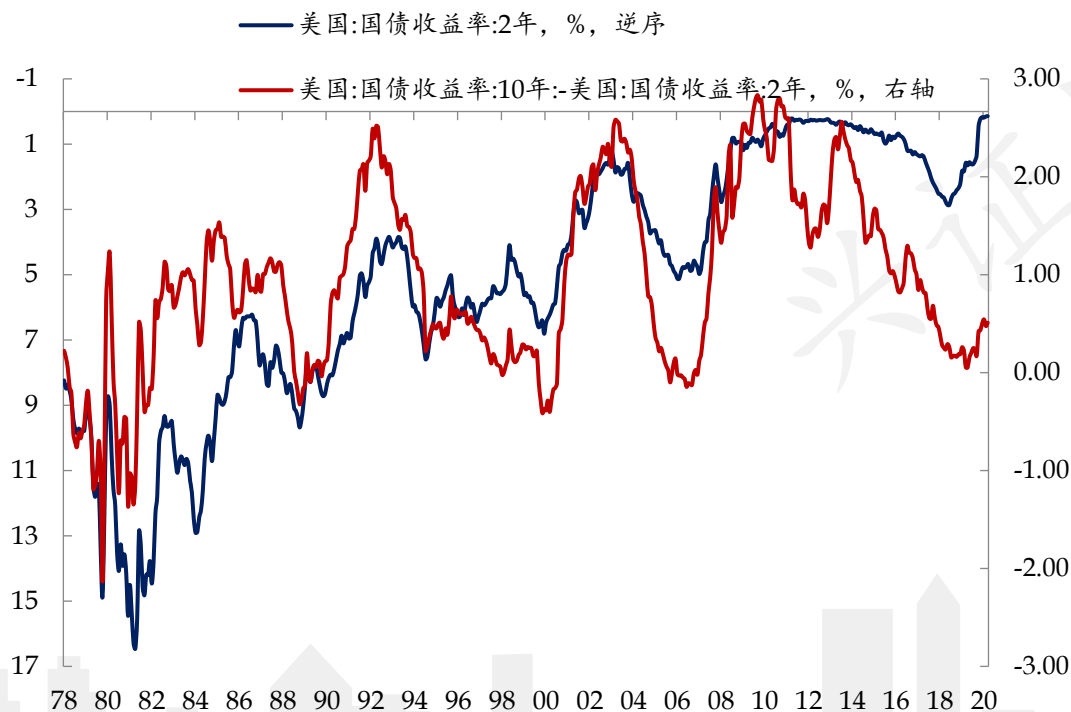
- 期限利差与通胀：通胀回升，曲线平坦；通胀回落，曲线陡峭。
- 这与通胀回升时，往往处于加息周期、曲线变平一致，反之亦然。

美国期限利差表现出“通胀回升，曲线平坦”、“通胀回落，曲线陡峭”的特征

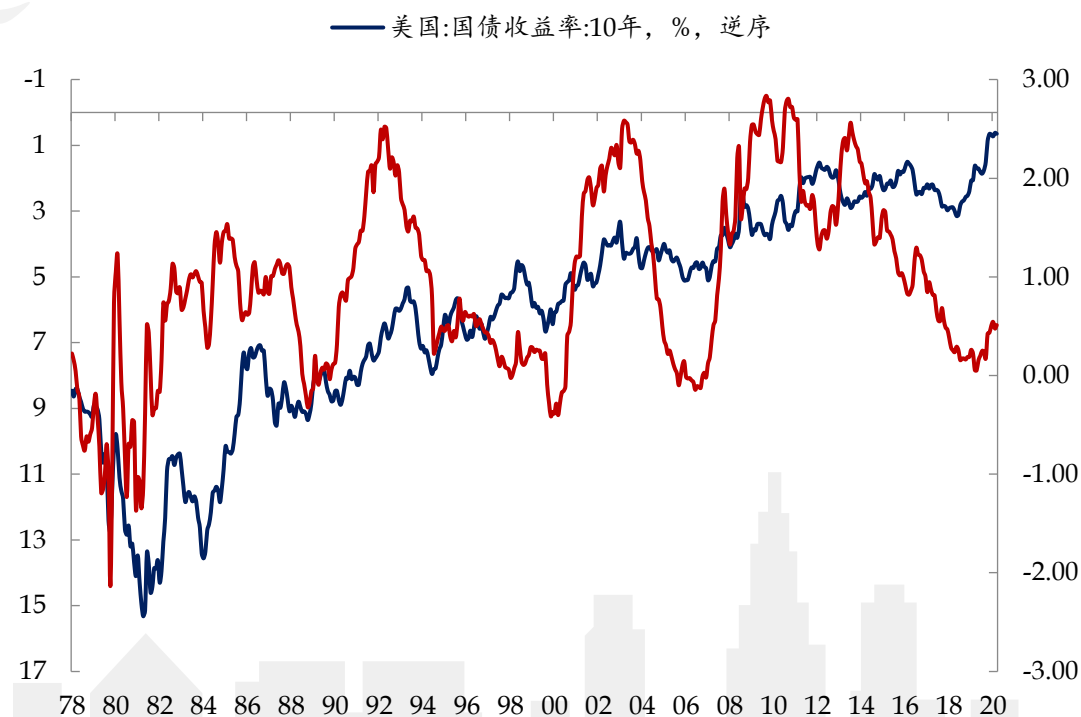


- 期限利差与长、短端利率：与短端利率走势高度相关，与长端利率走势相关性较低。
- 美国利率传导体系：联邦基金利率——短端利率——长端利率，政策利率向短端利率的传导非常有效。
- 短端主导了期限利差的走势，期限利差受加息、降息周期影响最大。

美国期限利差与短端利率高度相关



美国期限利差与长端利率相关性较低

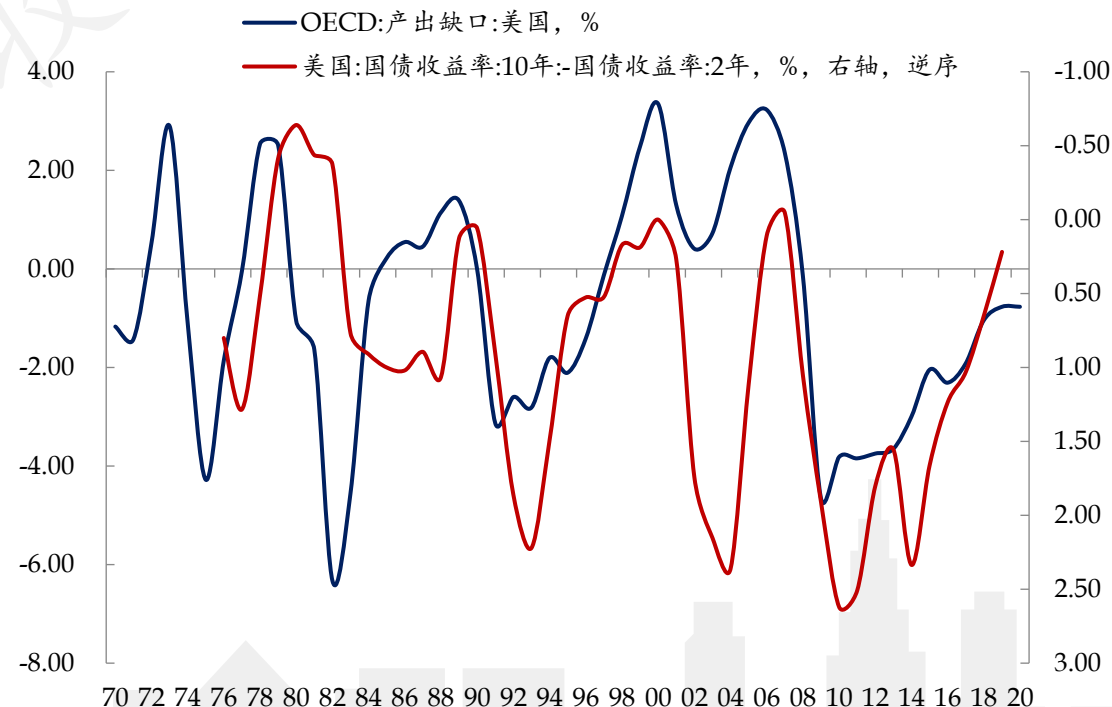


- 美国期限利差周期性变化明显，不存在中枢持续下移的情形。期限利差与产出缺口有强正相关关系。
- 美国期限利差并未表现出持续平坦化的特征，与中国不同，不存在明显的债务周期约束。

美国期限利差周期性变化明显

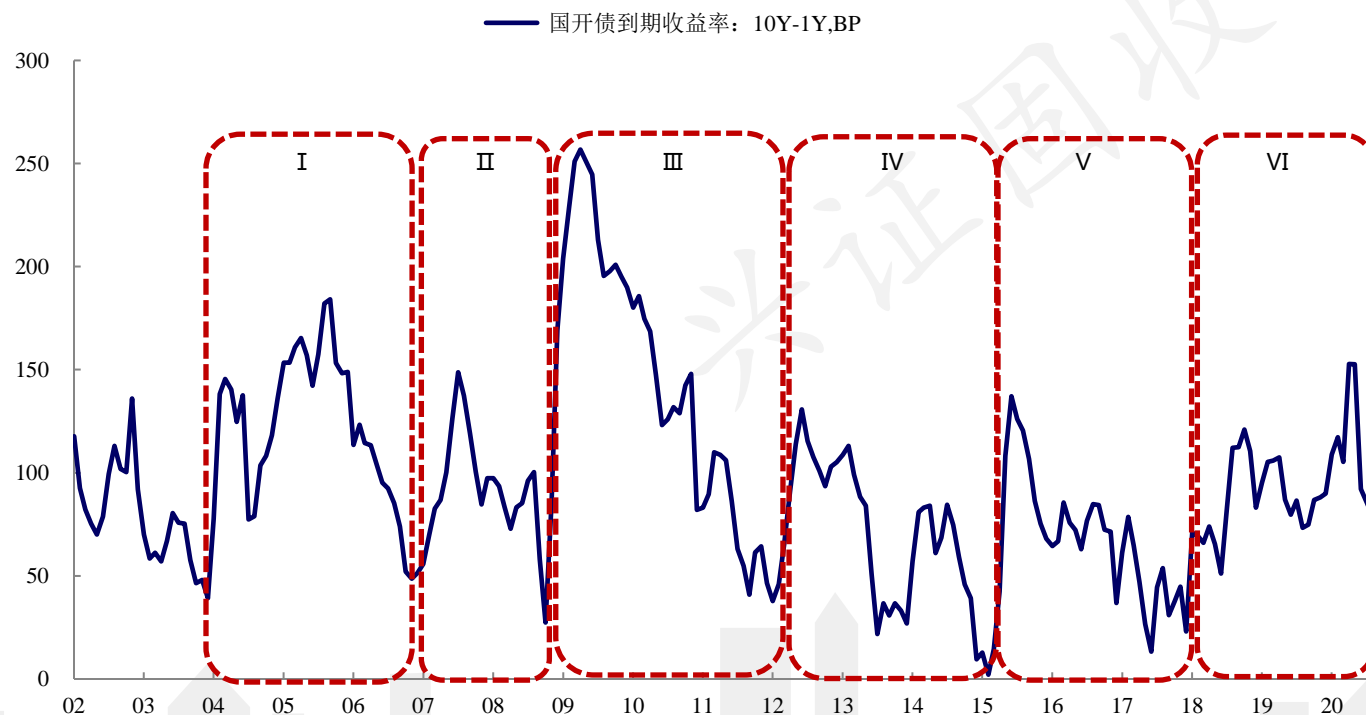


美国期限利差与产出缺口具有强相关关系



- 由于我国2002以来的经济增长和货币政策大致为3年一个周期，我国期限利差具有显著的周期波动特征。
- 自2002年以来，按照简单的“波谷-波峰-波谷”划分，期限利差经历了6个较为完整的周期，每个周期的持续时间大约在3年。

中国期限利差大致经历6个比较完整的周期

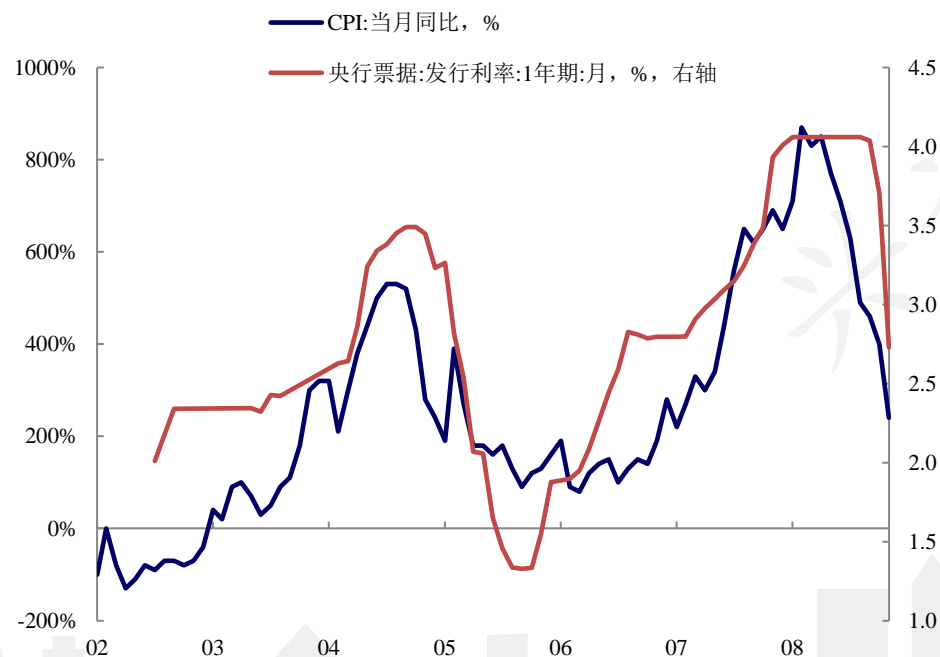


2002年-2007年：期限利差主要受通胀影响

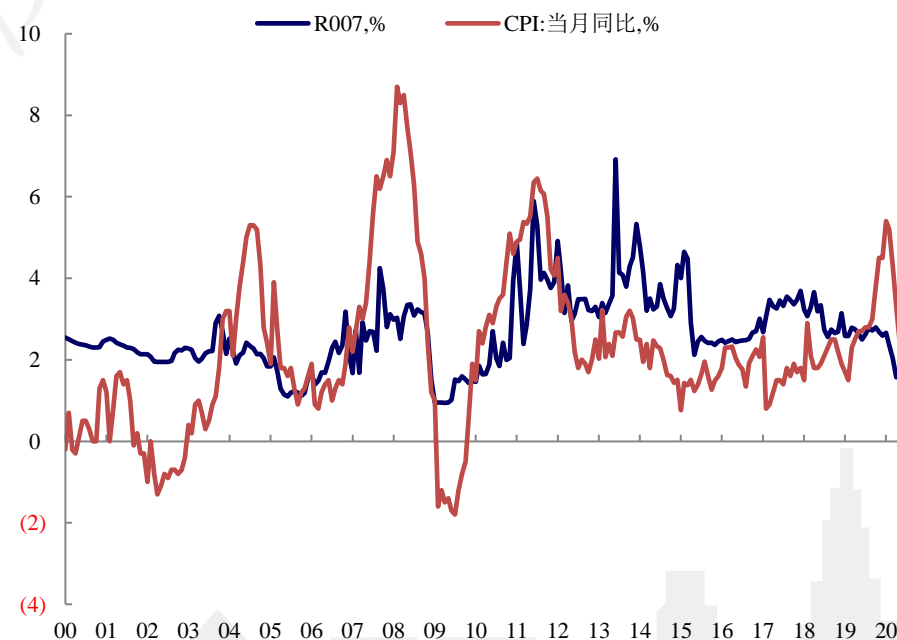
■ 02-07年间我国经济发展和货币政策均存在特殊性：

- ✓ 1) 受益于强劲的外需，经济总体保持较高增速，02-07年，年均名义GDP增速达16%。
- ✓ 2) 这一时期，央行主要通过央票回收流动性，但由于外汇占款不断流入，资金面并未真正收紧。

02-07年时，央票发行利率与通胀水平密切相关



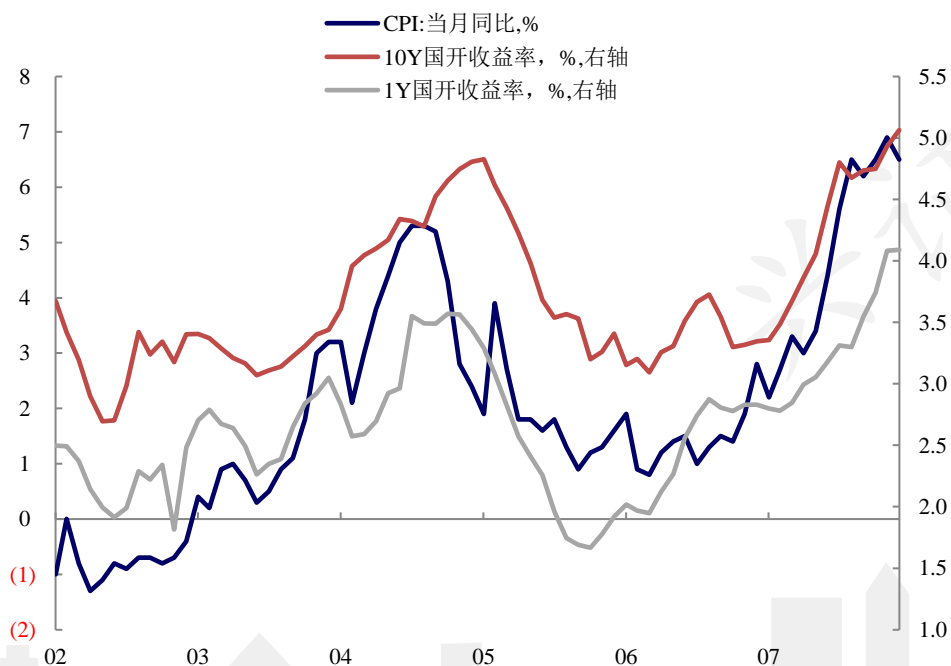
02-07年时资金利率中枢低于12-15年



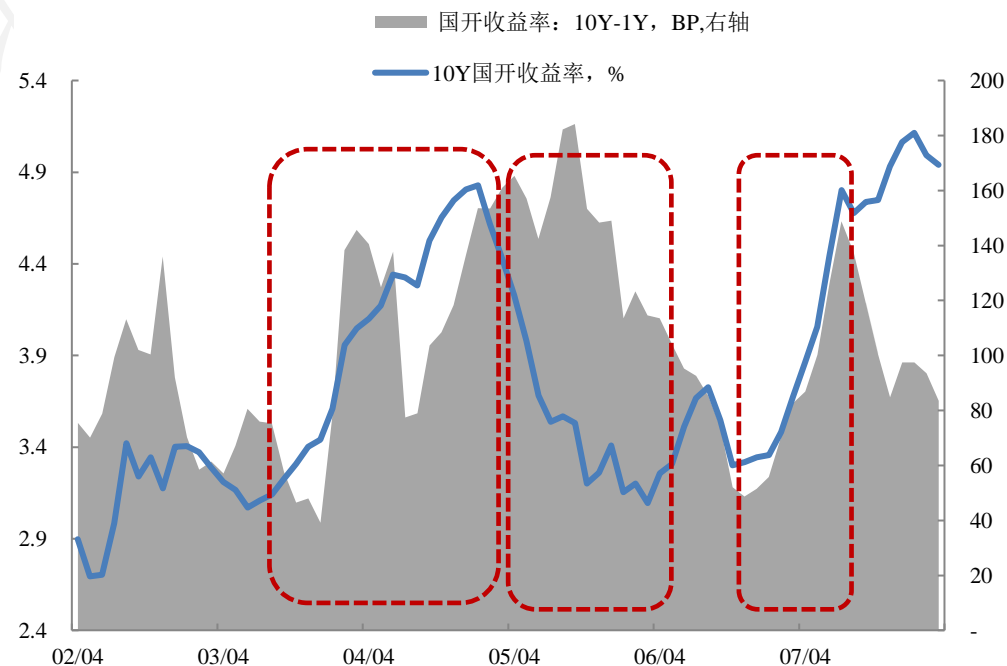
2002年-2007年：期限利差主要受通胀影响

- 这一时期期限利差在39BP-184BP的区间内变动，中枢约为104BP。
- 通胀是债市的主要驱动力，期限利差主要反映的是通胀预期。
- 相对于短端，长端收益率对通胀的敏感度更高，这导致这一时期的债市主要表现为熊陡（03/6-05/1；06/12-07/8）和牛平（05/1-06/3）两种曲线形态。

02-07年间，长短端收益率都与通胀相关



02-07年时，债市主要表现为熊陡和牛平两种曲线形态



- 08年-13年5月期间，央行货币政策的目标从“以抑制通胀为主”开始转向“稳增长+抑制通胀”，在不同阶段货币政策的重心有所切换。

08年-13年5月，不同阶段货币政策的重心有所切换

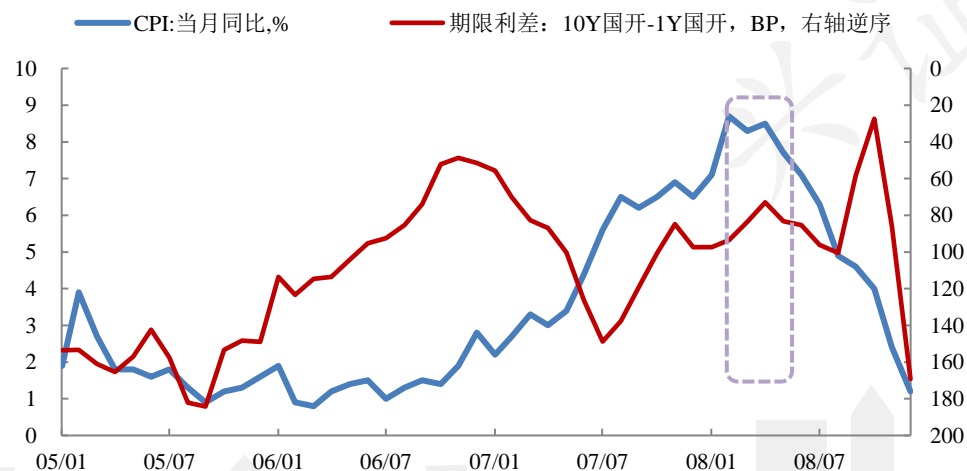
时间	经济环境	货币政策执行报告代表性表述
08Q1-08Q2，10Q4-11Q2	通胀走高	“把抑制通货膨胀放在更加突出的位置”，“把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”。
08Q3-09Q2，11Q3-13Q1	经济下行压力增大	“经济下行风险增大”，“经济回升的基础还不稳固”。
09Q3-10Q3	经济复苏的基础尚不稳固，而通胀的预期有所抬头	“处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系”。

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

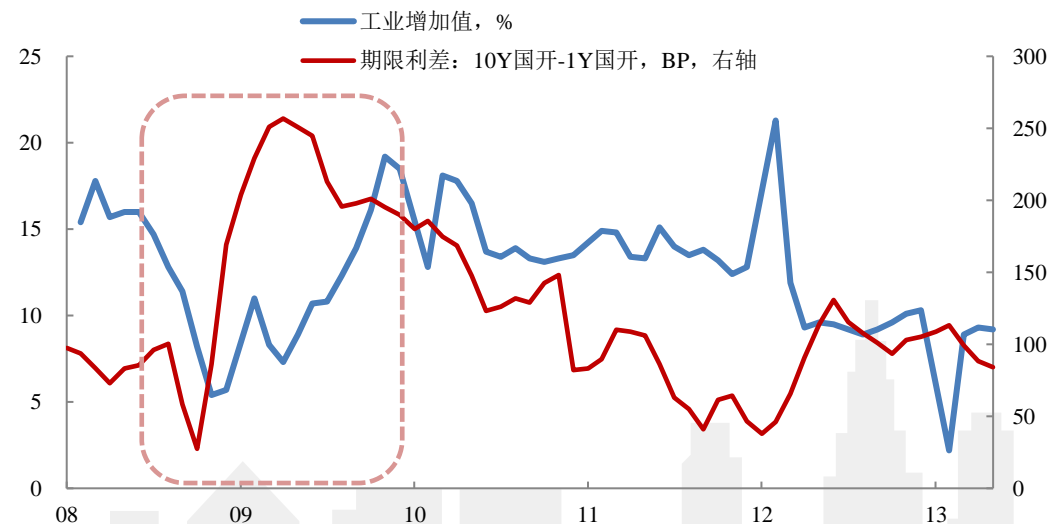
2008年-2013年5月，期限利差主导因素转换时期

- 对债市而言，这一时期主要影响因素也逐渐切换：
- ✓ 1) 08年4月-8月，通胀仍是期限利差的主要影响因素。
- ✓ 2) 08年9月-10年1月，增长对债市的影响加深。
- ✓ 3) 10年月-11年9月，债市受通胀和增长双因素驱动。
- ✓ 4) 12年6月-13年5月，流动性对债市的影响开始显现。

08年4月-8月，通胀仍是期限利差的主要影响因素



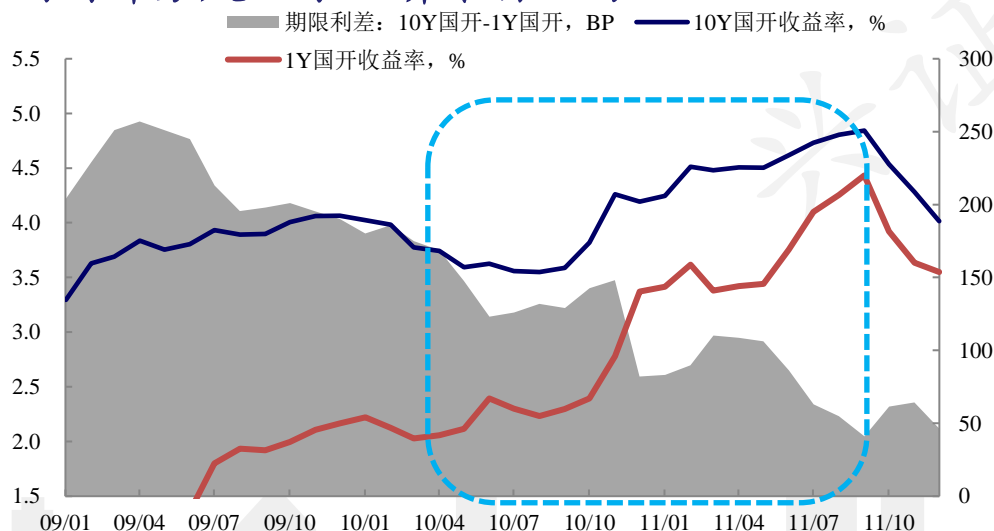
08年9月-10年1月，经济增长对期限利差的影响加深



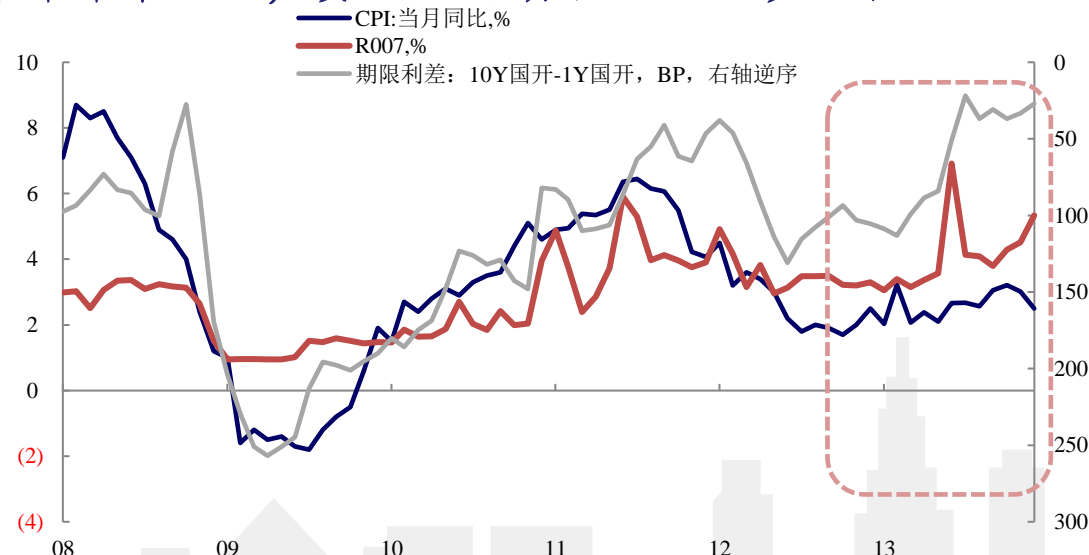
2008年-2013年5月，期限利差主导因素转换时期

- 对债市而言，这一时期主要影响因素也逐渐切换：
- ✓ 1) 08年4月-8月，通胀仍是期限利差的主要影响因素。
- ✓ 2) 08年9月-10年1月，增长对债市的影响加深。
- ✓ 3) 10年月-11年9月，债市受通胀和增长双因素驱动。
- ✓ 4) 12年6月-13年5月，流动性对债市的影响开始显现。

10年2月-11年9月，短端反映通胀和货币政策收紧，
长端则部分反映了经济下行压力

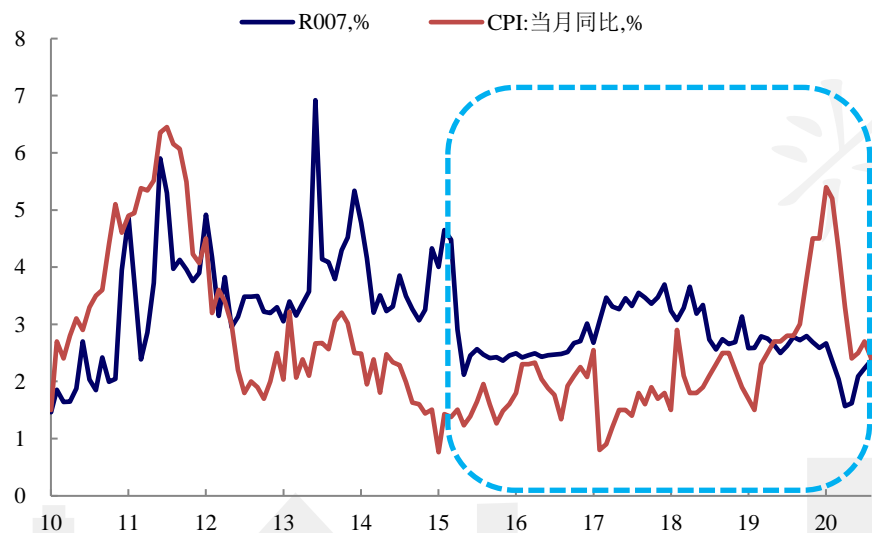


12年年中以后，资金面对期限利差的影响开始显现

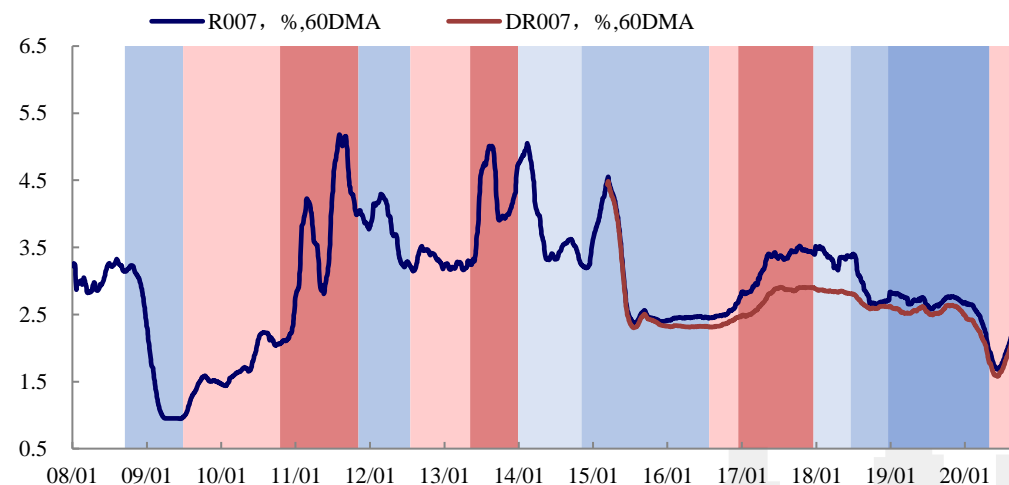


- 随着我国进入新常态发展阶段，经济增速中枢稳步下台阶，且经济周期性特征逐渐弱化，通胀也表现出类似的特征。
- 货币政策目标逐渐多元化，从稳增长+控通胀的目标组合逐渐切换至兼顾稳增长、去杠杆和防风险。
- 在经济增长的不同阶段，货币政策的侧重点有所不同：
 - ✓ 基本面下行压力较大时，货币政策重心阶段性切换至稳增长（14/11-16/7，18/6-19/4，20/1至今）；
 - ✓ 基本面下行压力不大时，货币政策的重心可能侧重于去杠杆和防风险（16/7-17/12，19/4-19/9）。

流动性与通胀的关系弱化



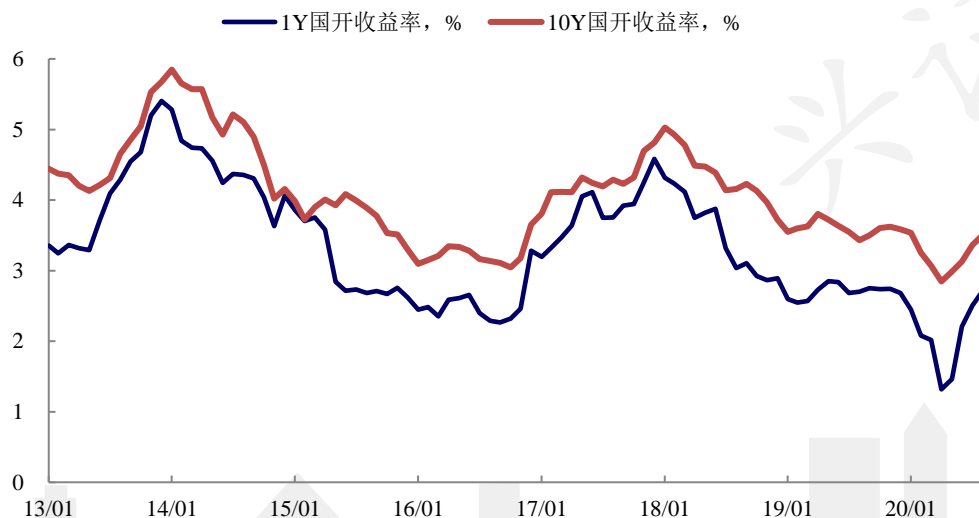
流动性与央行货币政策操作密切相关



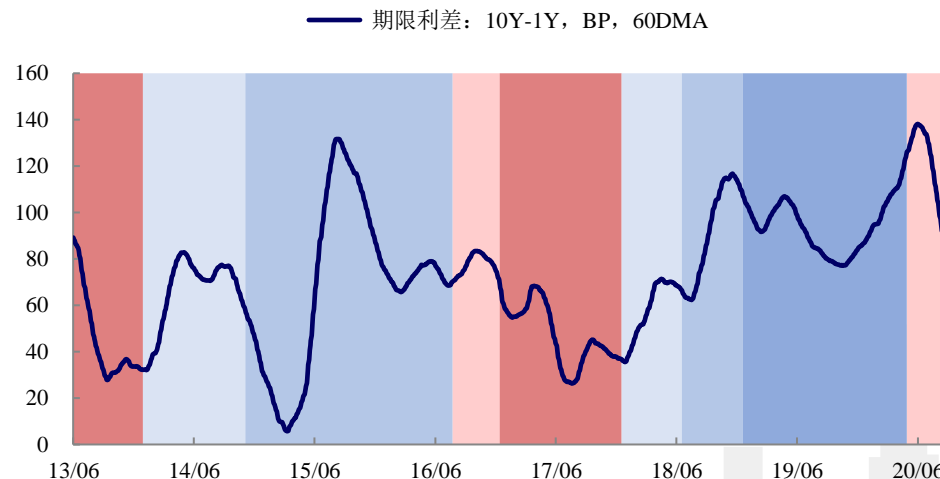
注：蓝色越深表示货币政策越松，红色越深表示货币政策越紧

- 这一时期，增长和通胀对债市及期限利差的影响趋于弱化，流动性对短端利率和期限利差的影响则进一步加深。
- 流动性与通胀的关系弱化，而与央行的操作密切相关。这一时期，短端的波动明显大于长端。
- 由于这一时期债市由流动性驱动，熊市中曲线形态较为平坦（13/5-13/12，16/9-17/12），牛市中曲线形态则往往先陡峭后平坦（13/12-15/2，15/2-16/9，17/12-19/12）

短端的波动明显大于长端



货币政策和流动性宽松时，期限利差中枢走阔



注：蓝色越深表示货币政策越松，红色越深表示货币政策越紧

- 影响我国期限利差波动的宏观因子在次贷危机前后出现了转换：2008年以前，期限利差的波动更多是受通胀影响，2013年以后，流动性对期限利差波动的解释力度上升。
- 期限利差中枢而言，增长、通胀和流动性均是重要影响因素，不同时期增长、通胀、流动性的组合引起了期限利差中枢的变化。2008年以前，高增长、高通胀以及流动性相对宽松，导致期限利差处于相对高位。2013年以后，随着经济增速和通胀中枢下台阶，货币投放方式由外汇渠道向央行主动投放转变，货币政策对流动性的影响加深，且货币政策基调相对稳健，导致期限利差中枢收窄。

“期限利差+信用利差” VS “货币+信用” 周期切换

■我们通过对债券牛熊及期限利差平陡，将历史上的区间进行划分，分别包括牛平、牛陡、熊平、熊陡。

■实际上，期限结构变化对应的往往是“货币+信用”周期的切换。

时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动(%)	期限利差变动	信用利差变动(AA)
2009.1-2009.3	熊陡		宽货币宽信用	0.61	0.76	-0.69
2009.4-2009.12	熊平	宽货币宽信用	宽货币宽信用- 紧货币宽信用	0.23	-0.83	0.14
2010.1-2010.8	牛平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	-0.47	-0.53	-0.76
2010.9-2010.11	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.81	-0.19	0.34
2010.12-2011.4	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.16	-0.04	0.12
2011.4-2011.7	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.37	-0.48	0.08
2012.2-2012.4	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.47	0.58	-0.92
2012.5	牛陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-0.32	0.42	-0.13
2012.6-2012.12	熊平	宽货币紧信用	紧货币宽信用	0.39	-0.37	-0.17
2013.1-2013.5	牛平	紧货币宽信用	紧货币宽信用	-0.35	-0.20	-0.23
2013.6	熊平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	0.07	-0.70	0.03
2013.7-2013.12	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	1.63	0.25	0.26
2014.1-2014.7	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.61	0.54	-0.18
2014.8-2015.2	牛平	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-1.55	-0.88	0.22
2015.3-2015.5	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.44	1.45	0.01
2015.6-2016.9	牛平	宽货币紧信用	宽货币宽信用	-1.04	-0.67	-1.00
2016.10-2017.12	熊平	宽货币宽信用	紧货币紧信用	1.77	-0.63	0.49
2018.1-2018.12	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.74	1.01	0.38
2019.1-2019.8	牛平	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.17	-0.20	-0.39
2019.9-2020.4	牛陡	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.65	0.94	0.45
2020.5-2020.7	熊平	宽货币宽信用	边际紧货币宽信用	0.66	-0.82	-0.39

■ “期限利差”变动对应经济预期的变动及货币信用周期的切换，其中：

- a) “熊平”：对应“紧货币+紧信用”或“紧货币+宽信用”，显示的经济特点为“货币端收紧”叠加“未来经济预期不太乐观”；
- b) “熊陡”：对应“经济预期大幅变好”，货币端通常收紧（少数时间为宽货币）；
- c) “牛平”：对应“经济预期悲观”，货币端通常宽（少数时间为紧）；
- d) “牛陡”：对应“货币政策边际宽松”，通常为“宽货币+紧信用”或“宽货币+宽信用”。

“期限利差熊平+信用利差走阔”是最为典型的组合

- 历史上来看，熊平主要出现了7次，分别为2009年4月至12月，2010年9月至11月，2011年4月至7月，2012年6月至12月、2013年6月、2016年10月至2017年12月、2020年5月至7月。
- 熊平主要对应的货币信用周期为“货币边际收紧”，但同时对未来经济预期偏悲观，导致信用利差走阔。
- 特例为2012年6月至12月、2020年5月至今的熊平阶段。2012年6月至12月，地产+基建边际放松导致投资端回升，改善了周期行业的基本面情况，信用利差收窄。2020年5月至今，在国内经济快速恢复的同时，企业基本面边际改善，同时央行逐渐将货币端收紧至疫情前水平，信用利差收窄。
- “期限利差”熊平领先或者同步于“信用利差”走阔。

“熊平”领先或者同步于“信用利差走阔”

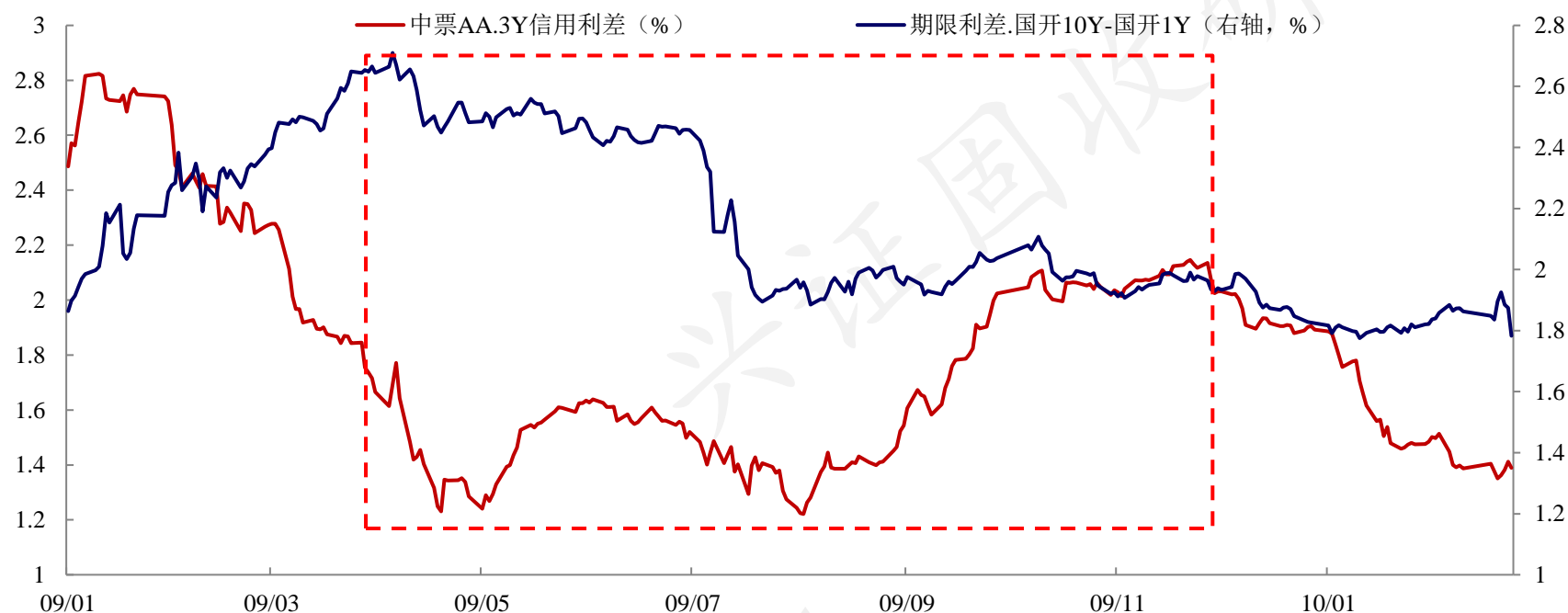
时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动(%)	期限利差变动	信用利差变动(AA)
2009.4-2009.12	熊平	宽货币宽信用	宽货币宽信用- 紧货币宽信用	0.23	-0.83	0.14
2010.9-2010.11	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.81	-0.19	0.34
2011.4-2011.7	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.37	-0.48	0.08
2012.6-2012.12	熊平	宽货币紧信用	紧货币宽信用	0.39	-0.37	-0.17
2013.6	熊平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	0.07	-0.70	0.03
2016.10-2017.12	熊平	宽货币宽信用	紧货币紧信用	1.77	-0.63	0.49
2020.5-2020.7	熊平	宽货币宽信用	宽货币宽信用	0.66	-0.82	-0.39

“慧眼识珠”专业的投资研究大数据分享平台 融研究院整理，货币信用周期中标红加粗部分为周期切换，下同

2009年4月至12月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差走阔”

■ 此阶段呈现典型的“期限利差熊平+信用利差走阔”现象，期限利差熊平领先信用利差走阔。

“熊平”阶段“信用利差走阔”，“期限利差”有领先性

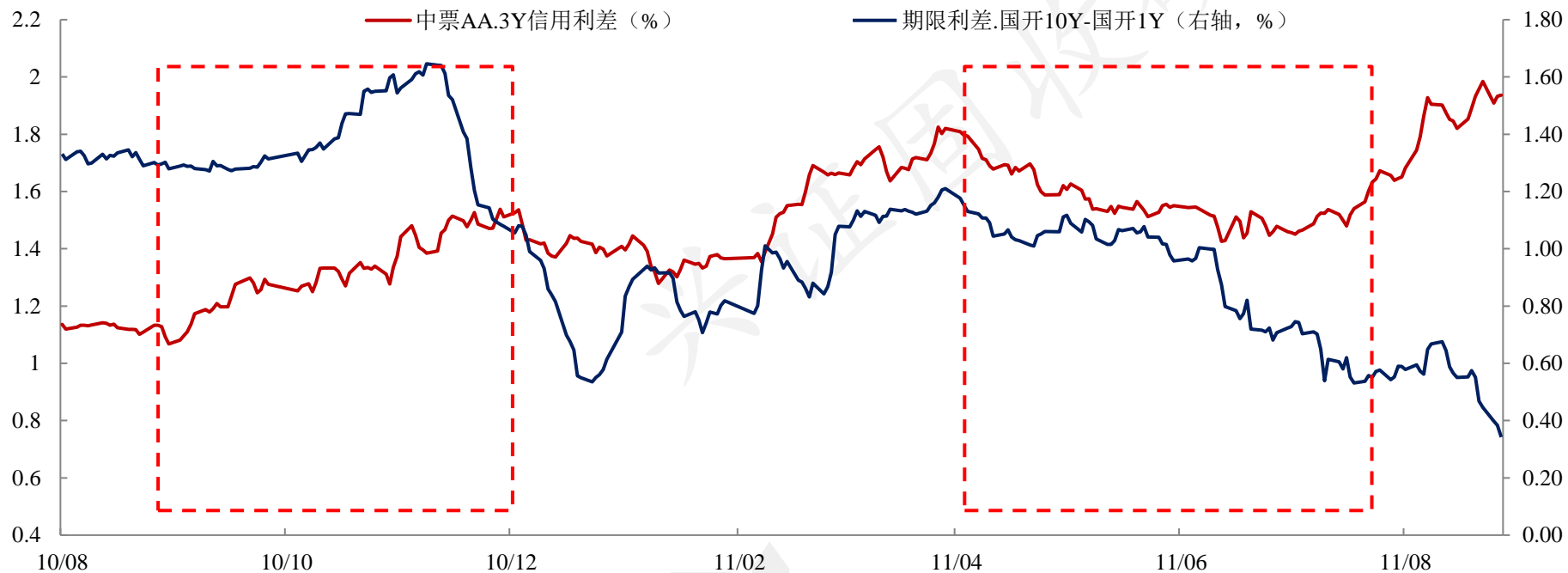


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2010年9月至11月&2011年4月至7月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差走阔”

- 2010年9月至11月及2011年4月至7月阶段呈现“期限利差熊平+信用利差走阔”现象。
- 此次利率曲线“熊平”及信用利差走阔基本同步。

“熊平”阶段“信用利差走阔”，“熊平”与“信用利差”走阔同步

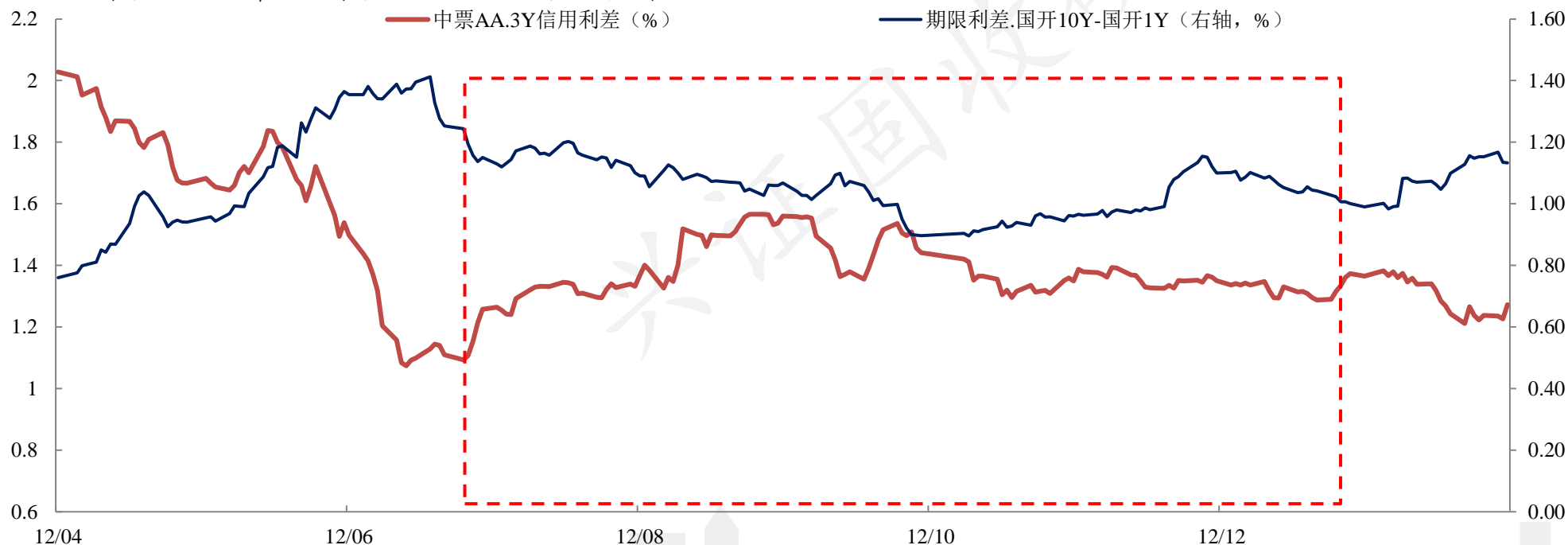


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2012年6月至12月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差收窄”

- 此阶段呈现典型的“期限利差熊平+信用利差**收窄**”现象，期限利差熊平领先信用利差走阔；
- 与典型走势差异的原因：2012年下半年，地产+基建边际放松导致投资端回升，改善了周期行业的基本面情况，信用利差收窄。

此阶段“熊平”阶段“信用利差收窄”



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

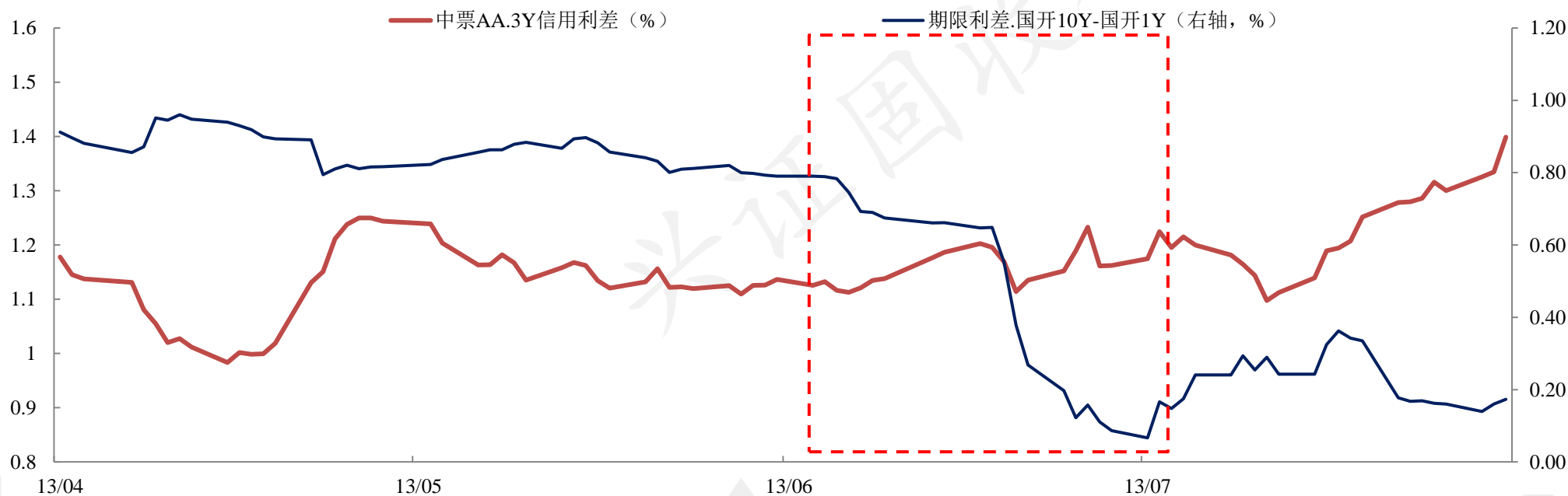
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2013年6月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差走阔”

- 2013年6月呈现 “期限利差熊平+信用利差走阔” 现象。
- 此次利率曲线“熊平”及信用利差走阔基本同步。

“熊平”阶段 “信用利差走阔”，“熊平”与“信用利差”走阔同步



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

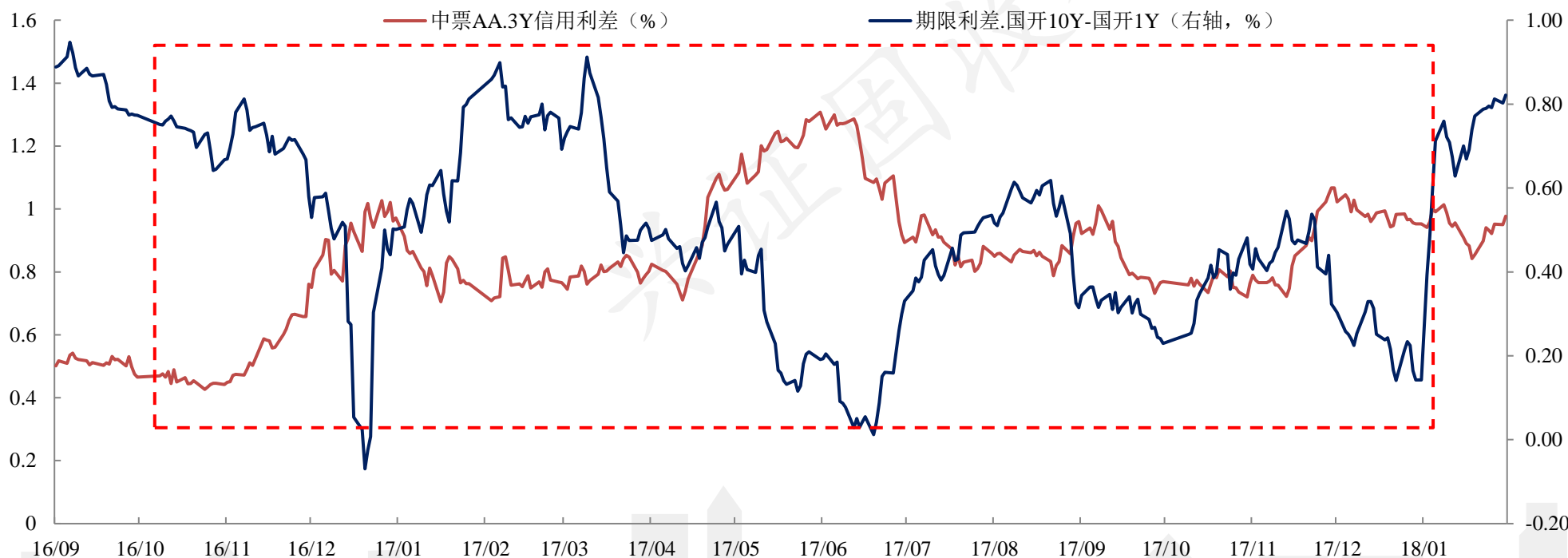
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2016年10月至2017年12月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差走阔”

- 2016年10月至2017年12月，方向上主要呈现“期限利差熊平+信用利差走阔”现象，但此阶段内部存在多个“熊陡”、“牛陡”周期切换，**信用利差走势和“期限利差”基本负相关**；
- 此次利率曲线“熊平”及信用利差走阔基本同步。

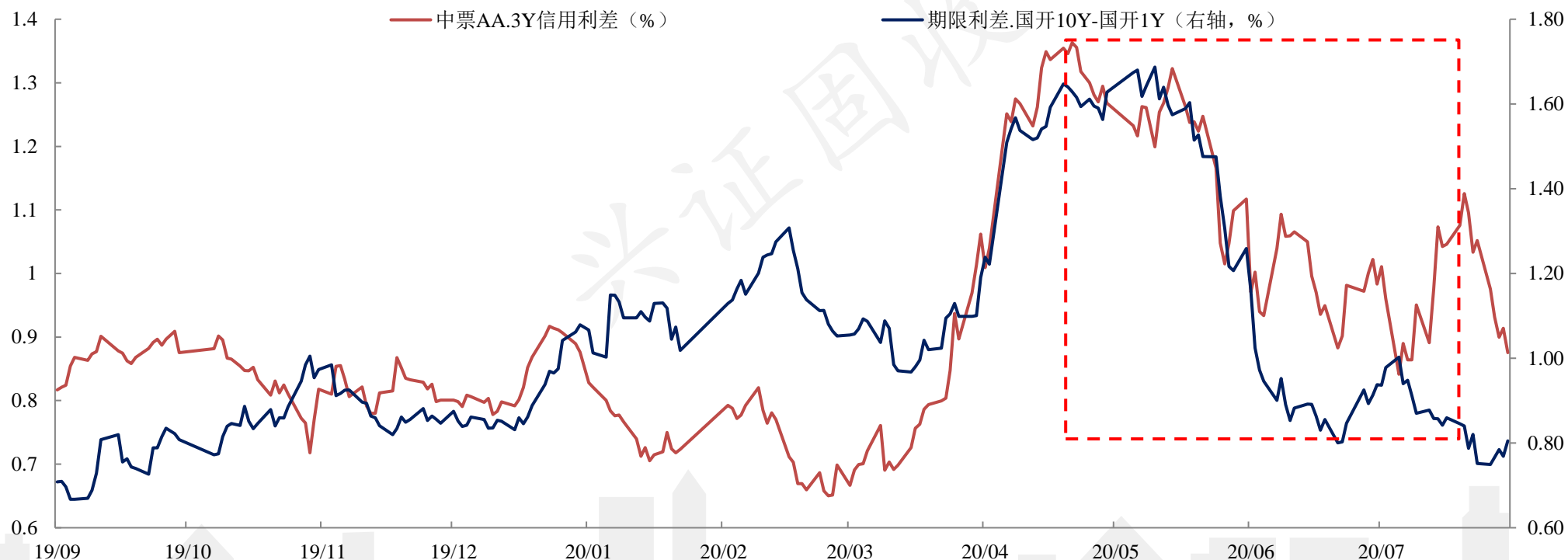
“熊平”阶段“信用利差走阔”，“熊平”与“信用利差”走阔同步



2020年5月至7月（熊平）：“期限利差熊平+信用利差收窄”

- 2020年5月至7月，方向上主要呈现“期限利差熊平+信用利差收窄”现象，对应的背景是经济的快速复苏下货币端回升至疫情前水平，并且企业的信用风险下降至疫情前水平，呈现“熊平”+“信用利差收窄”；
- 此次利率曲线“熊平”及信用利差收窄基本同步。

“熊平”阶段“信用利差收窄”，“熊平”与“信用利差”走阔同步



熊陡：“期限利差熊陡+信用利差收窄”是最为典型的组合

- 历史上来看，主要的熊陡时期包括了2009年1月至3月、2010年12月至2011年4月、2012年2月至4月、2013年7月至12月、2015年3月至5月五个时期。
- 熊陡反映的往往是对未来经济的预期好，但同时“货币端”并未变化，往往信用利差收窄。
- 2013年7月至12月，“钱荒”逐渐影响至实体融资，由于企业融资难度较大、信用风险爆发压力上升，信用利差明显走阔，导致出现信用利差走阔的现象。
- “期限利差”熊陡领先或者同步于“信用利差”收窄。

“熊陡”主要对应“信用利差收窄”

时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动(%)	期限利差变动	信用利差变动(AA)	信用利差变动(AA+)
2009.1-2009.3	熊陡	宽货币宽信用	宽货币宽信用	0.61	0.76	-0.69	-1.29
2010.12-2011.4	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.16	-0.04	0.12	0.33
2012.2-2012.4	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.47	0.58	-0.92	-0.44
2013.7-2013.12	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	1.63	0.25	0.26	0.18
2015.3-2015.5	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.44	1.45	0.01	-0.04

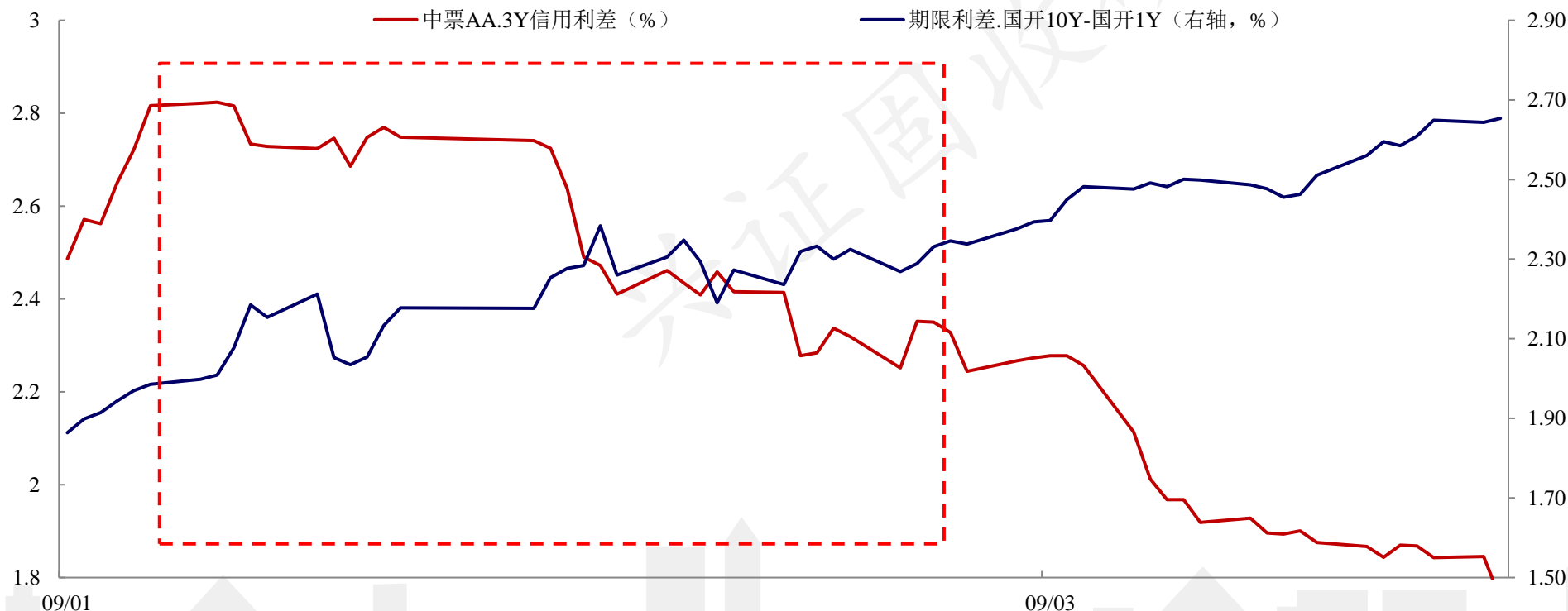
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2009年1月至3月（熊陡）：“期限利差熊陡+信用利差收窄”

■ 2009年1月至3月，方向上主要呈现 “期限利差熊陡+信用利差收窄” 现象；

■ 此次利率曲线“熊陡”领先信用利差收窄。

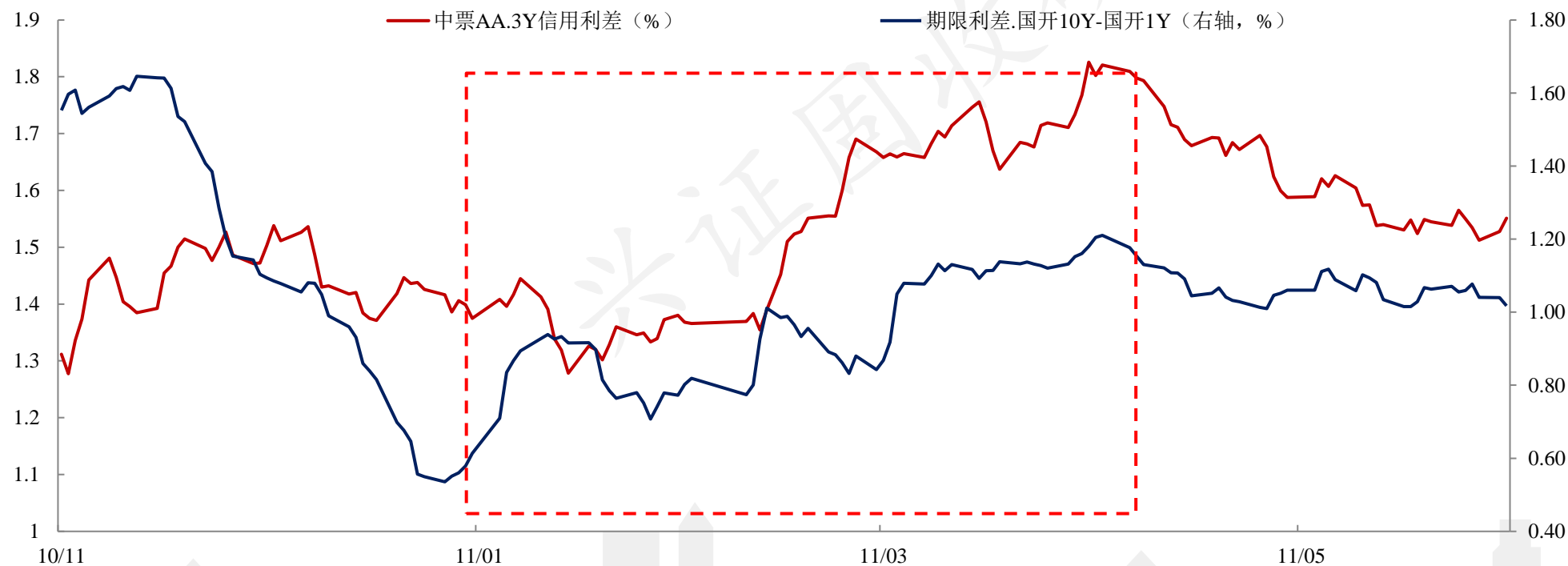
“熊陡”阶段“信用利差收窄”，“熊平”领先“信用利差”收窄



2010年12月至2011年4月（熊陡）：“期限利差熊陡+信用利差走阔”

- 2010年12月至2011年4月，方向上主要呈现“期限利差熊陡+信用利差走阔”现象；与经典的“期限利差熊陡+信用利差收窄”不同在于，此期间流动性大幅收紧，平台违约压力提升，驱动信用利差走阔；
- 此次利率曲线“熊陡”领先信用利差走阔。

“熊陡”阶段“信用利差走阔”

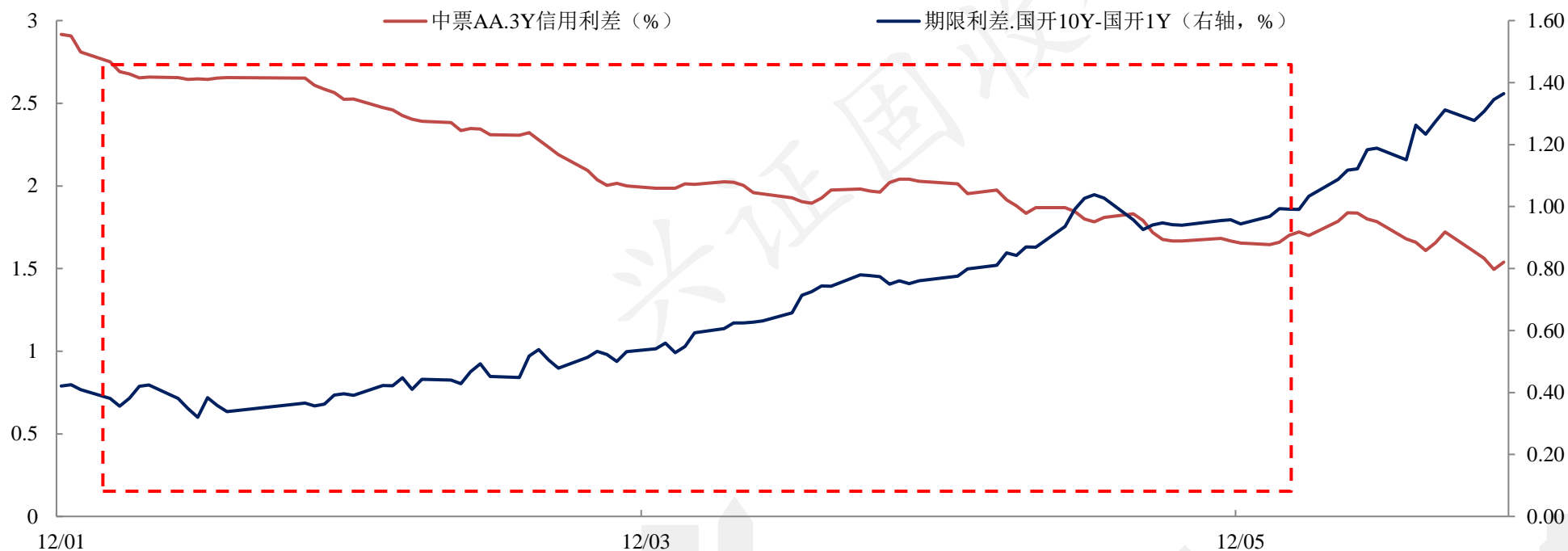


2012年2月至4月（熊陡）：“期限利差熊陡+信用利差收窄”

■ 2012年2月至4月，方向上主要呈现 “期限利差熊陡+信用利差收窄” 现象；

■ 此次利率曲线“熊陡”与“信用利差收窄”同步。

“熊陡”阶段“信用利差收窄”，“熊平”领先“信用利差”收窄



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

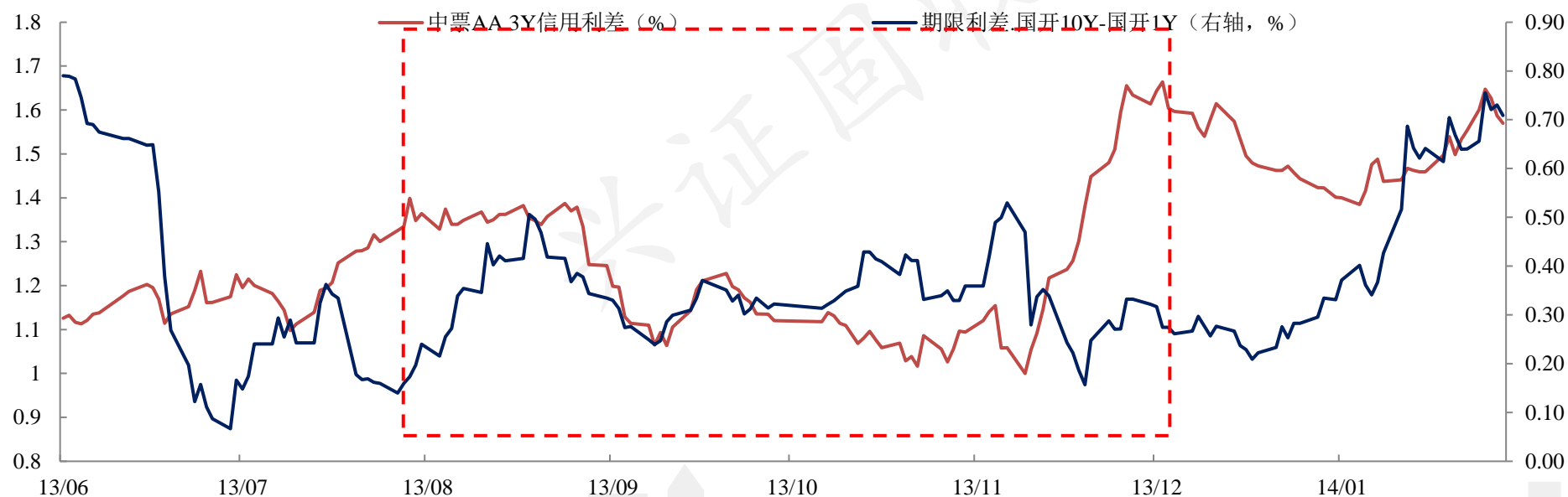
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2013年7月至12月（熊陡）：“期限利差熊陡+信用利差走阔”

- 2013年7月至12月，“钱荒”的外部冲击逐渐影响至实体融资，由于企业融资难度较大、信用风险爆发压力上升，信用利差明显走阔，导致出现信用利差走阔的现象。
- 此次利率曲线“熊陡”与“信用利差走阔”同步。

“熊陡”阶段 “信用利差走阔”

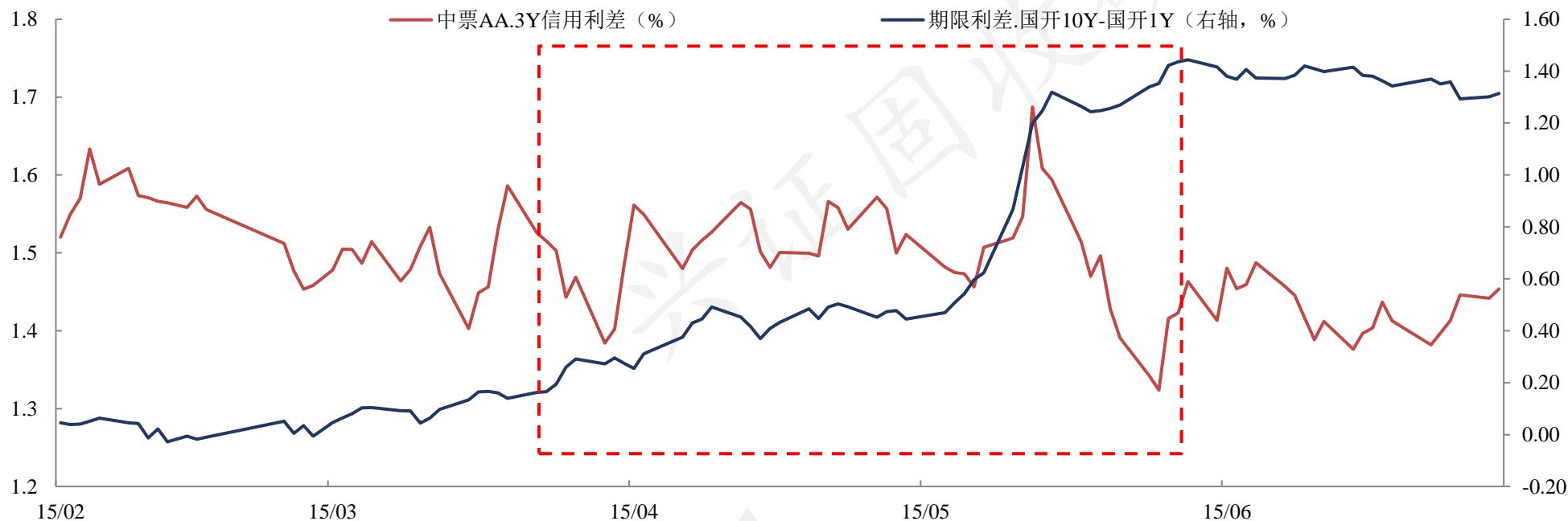


2015年3月至5月（熊陡）：“期限利差熊陡+信用利差收窄”

■ 2015年3月至5月，方向上主要呈现 “期限利差熊陡+信用利差收窄” 现象；

■ 此次利率曲线“熊陡”领先信用利差收窄。

“熊陡”阶段“信用利差收窄”，“熊平”领先“信用利差”收窄



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

牛平：“期限利差牛平+信用利差收窄”是最为典型的组合

- 历史上来看，主要的牛平时期包括了2010年1月至8月、2011年8月至2012年1月、2013年1月至5月、2014年8月至2015年2月、2015年6月至2016年9月、2019年1月至2019年8月六个时期。
- 牛平反映的往往是货币政策未边际收紧，但同时对未来经济的预期依然悲观，往往对应信用利差的收窄。
- “牛平”期间虽然主要显示信用利差收窄，但外部冲击下信用利差可能走阔。2011年8月至2012年1月，由于城投违约导致信用利差大幅走阔；2014年8月至2015年2月，信用债收益率大幅走阔主要由于中证登事件。
- “期限利差”牛平同步或滞后于“信用利差”收窄。

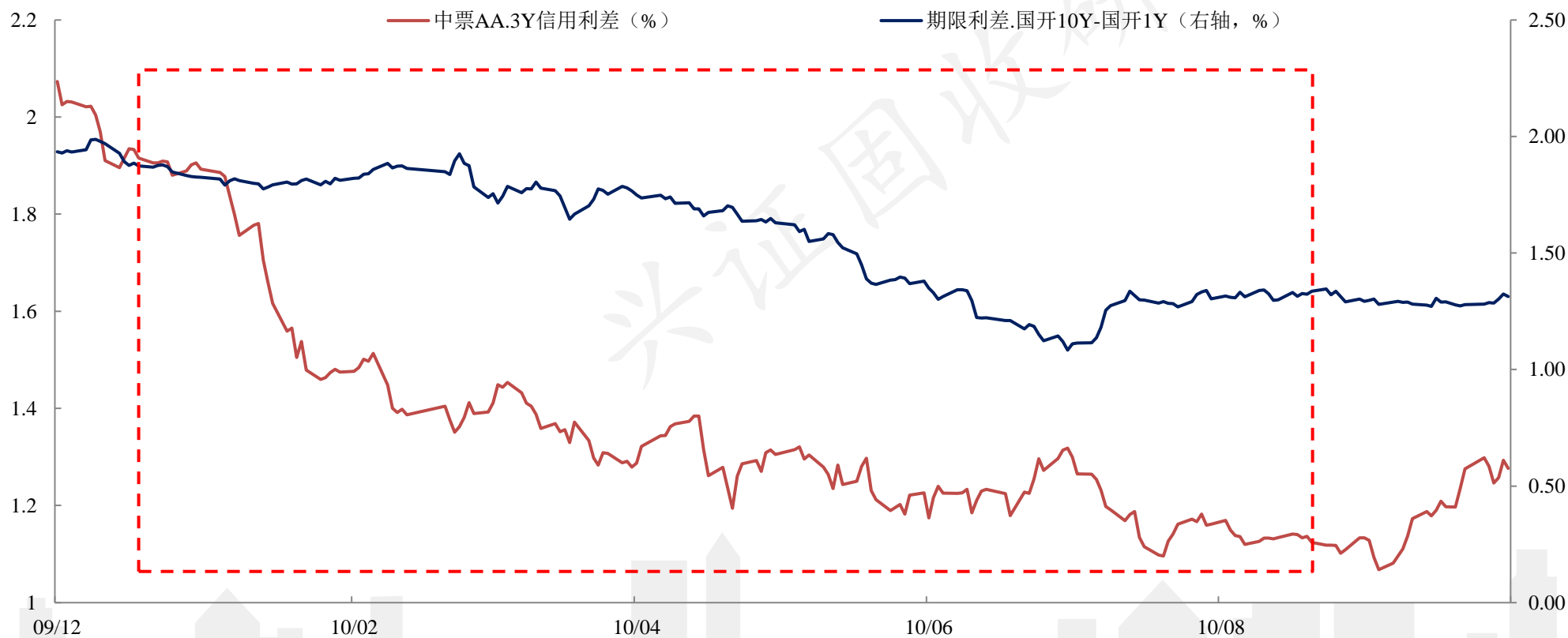
“牛平”主要对应“信用利差收窄”

时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动(%)	期限利差变动	信用利差变动(AA)
2010.1-2010.8	牛平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	-0.47	-0.53	-0.76
2011.8-2012.1	牛平	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.96	-0.21	0.91
2013.1-2013.5	牛平	紧货币宽信用	紧货币宽信用	-0.35	-0.20	-0.23
2014.8-2015.2	牛平	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-1.55	-0.88	0.22
2015.6-2016.9	牛平	宽货币紧信用	宽货币宽信用	-1.04	-0.67	-1.00
2019.1-2019.8	牛平	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.17	-0.20	-0.39

2010年1月至8月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差收窄”

- 2010年1月至8月，方向上主要呈现 “期限利差牛平+信用利差收窄” 现象；
- 此次利率曲线“牛平”与“信用利差收窄”同步。

“牛平”阶段“信用利差收窄”，“牛平”与“信用利差”收窄同步

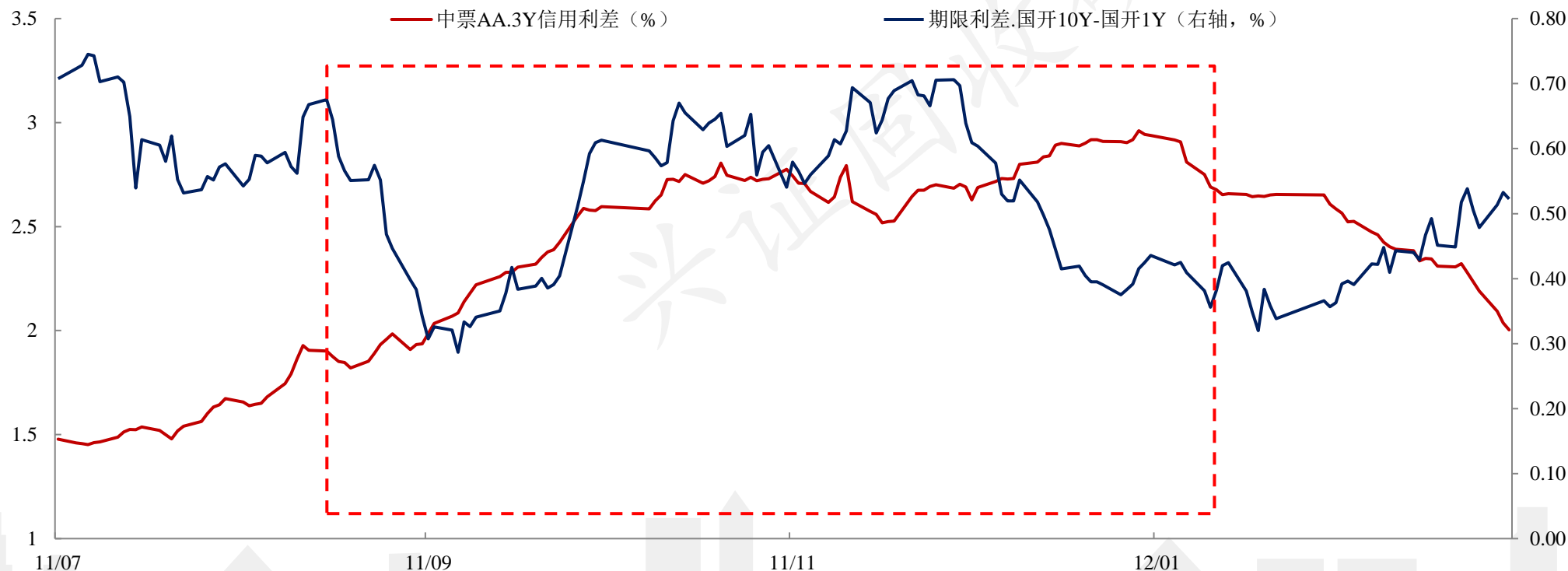


2011年8月至2012年1月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差走阔”

■ 2011年8月至2012年1月，方向上主要呈现“期限利差牛平+信用利差走阔”现象；与经验不同的是，2011年8月至2012年1月，由于城投违约导致信用利差大幅走阔。

■ 此次利率曲线“牛平”与“信用利差走阔”同步。

“牛平”阶段“信用利差走阔”，“牛平”与“信用利差”走阔同步

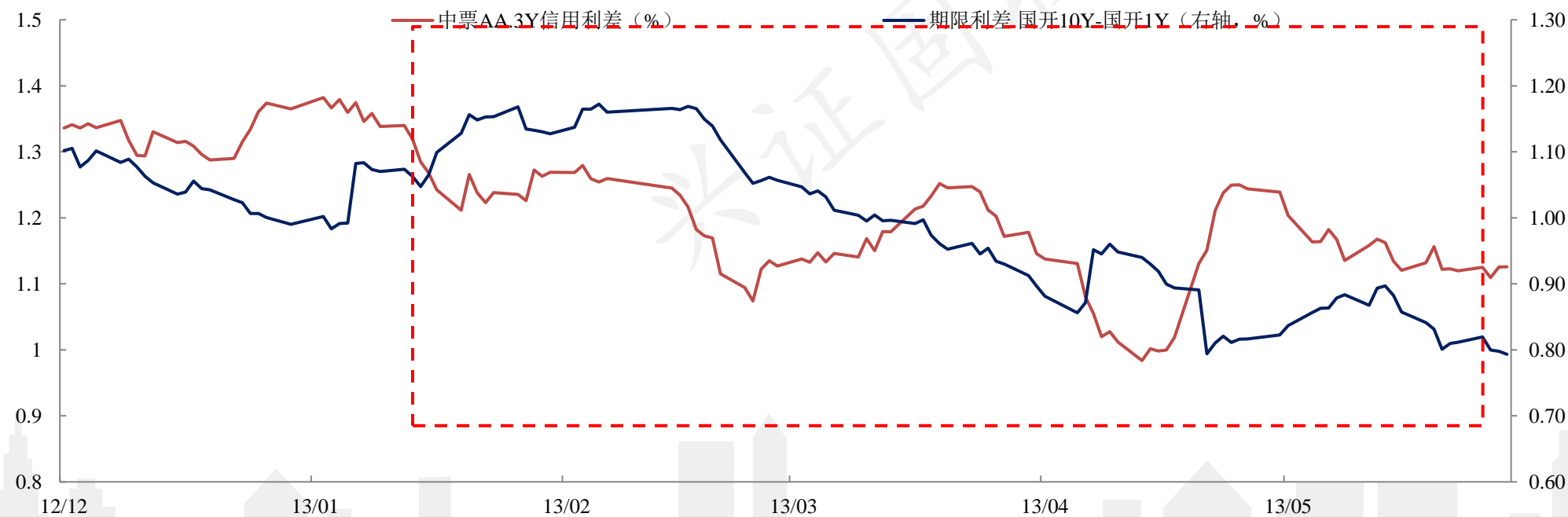


2013年1月至5月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差收窄”

■ 2013年1月至5月，方向上主要呈现 “期限利差牛平+信用利差收窄” 现象；

■ 此次利率曲线“牛平”与“信用利差收窄”同步。

“牛平”阶段“信用利差收窄”，“牛平”与“信用利差”收窄同步

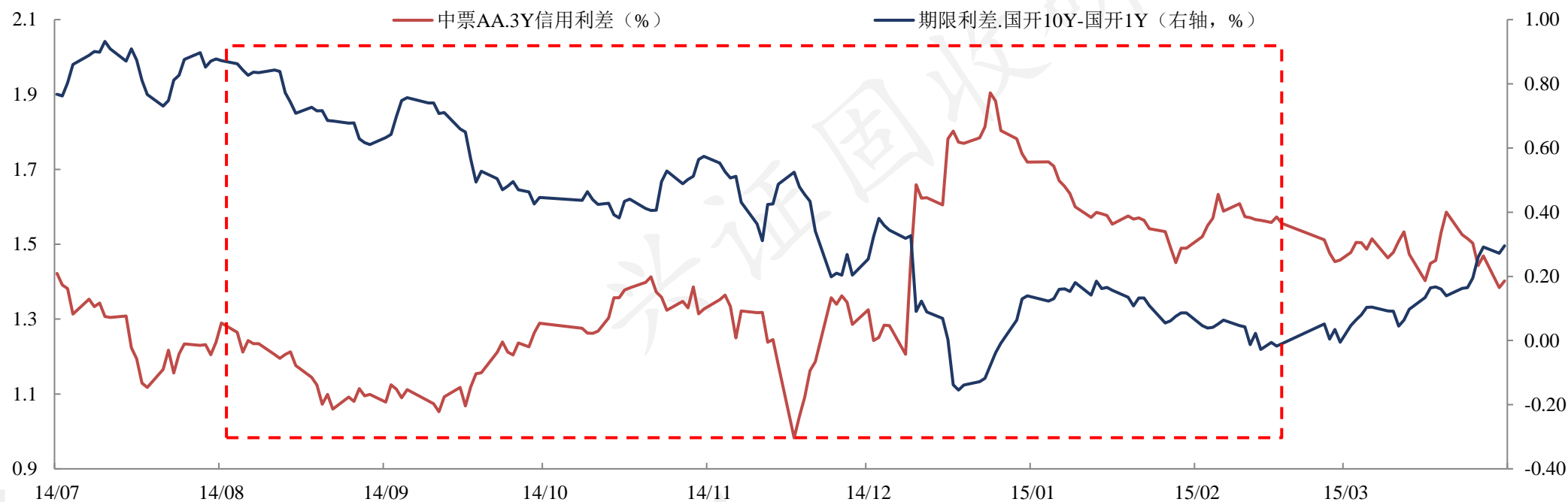


2014年8月至2015年2月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差走阔”

■ 2014年8月至2015年2月，方向上主要呈现“期限利差牛平+信用利差走阔”现象；与经验不同的是，2014年8月至2015年2月，信用债收益率大幅走阔主要由于中证登事件。

■ 此次利率曲线“牛平”与“信用利差走阔”同步。

“牛平”阶段“信用利差走阔”，“牛平”与“信用利差”走阔同步



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

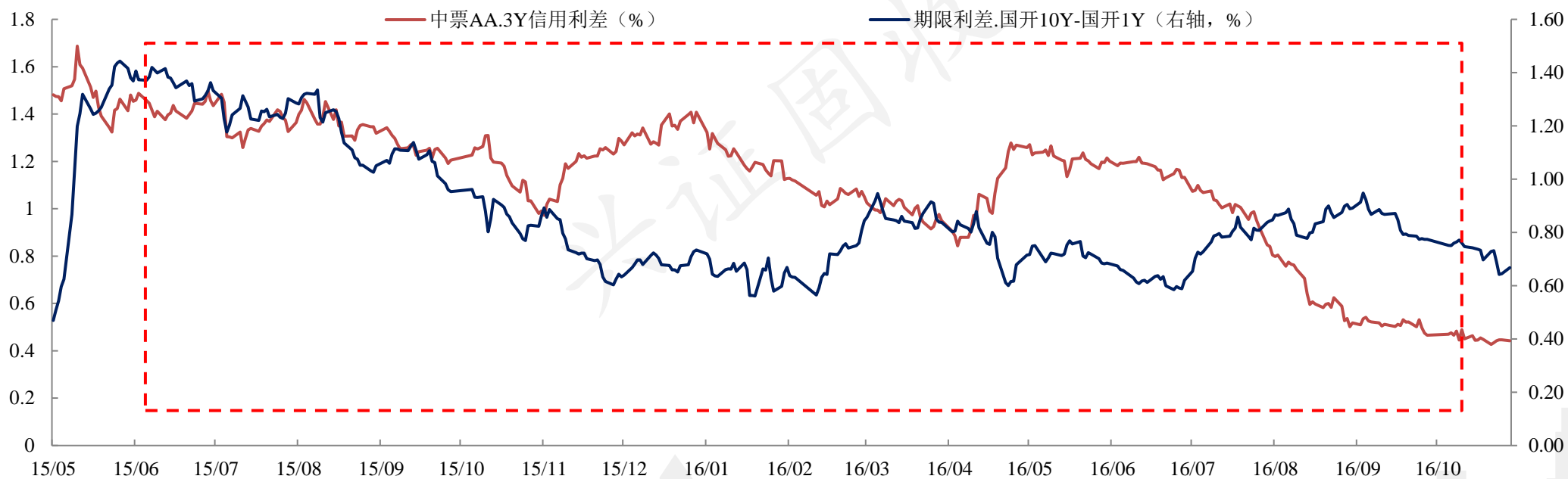
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2015年6月至2016年9月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差收窄”

■ 2015年6月至2016年9月，方向上主要呈现 “期限利差牛平+信用利差收窄” 现象；

■ 此次利率曲线“牛平”与“信用利差收窄”同步。

“牛平”阶段“信用利差收窄”，“牛平”与“信用利差”收窄同步



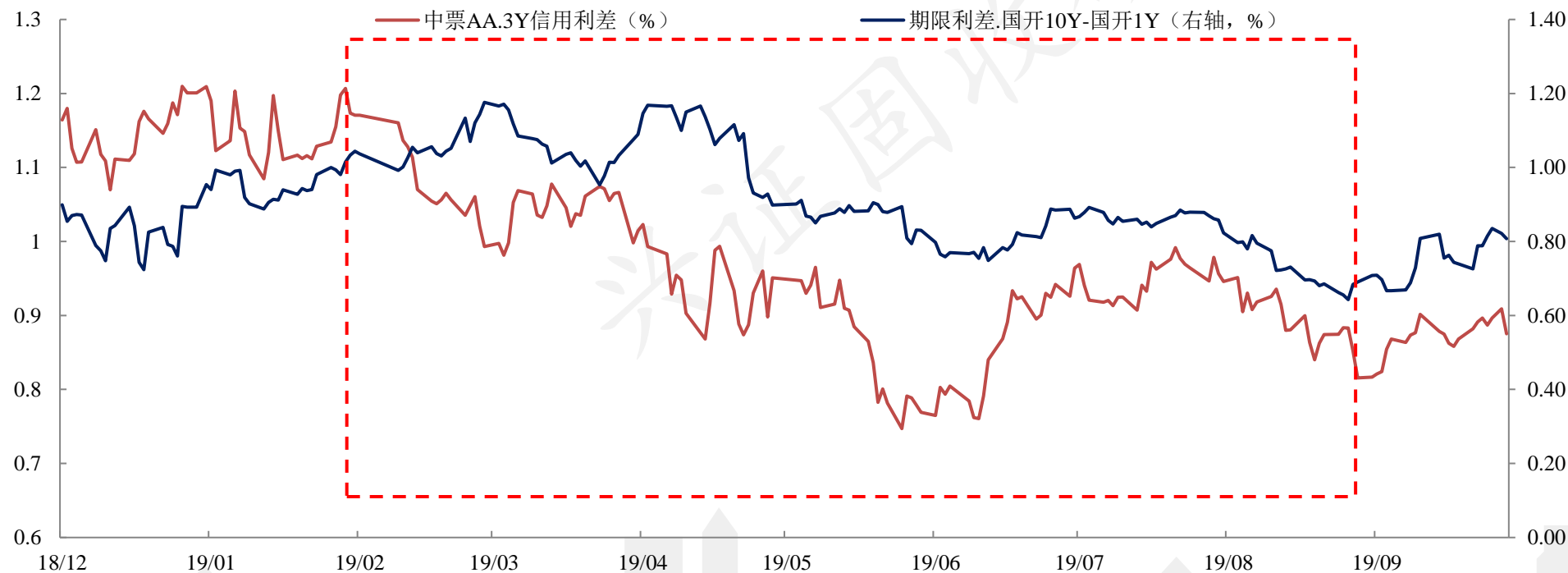
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019年1月至2019年8月（牛平）：“期限利差牛平+信用利差收窄”

■2019年1月至2019年8月，方向上主要呈现“期限利差牛平+信用利差收窄”现象；

■此次利率曲线“牛平”滞后于“信用利差收窄”。

“牛平”阶段“信用利差收窄”，“牛平”滞后于“信用利差”收窄



- 历史上来看，主要的牛陡时期包括了2012年5月、2014年1月至7月、2018年1月至12月、2019年9月至2020年4月四个时期。
- 牛陡反映的往往是货币政策边际上较大幅度宽松，但信用端有向下趋势，对应宽货币紧信用的时期，信用端边际收紧，信用利差变动方向主要观察信用端是否违约集中爆发。

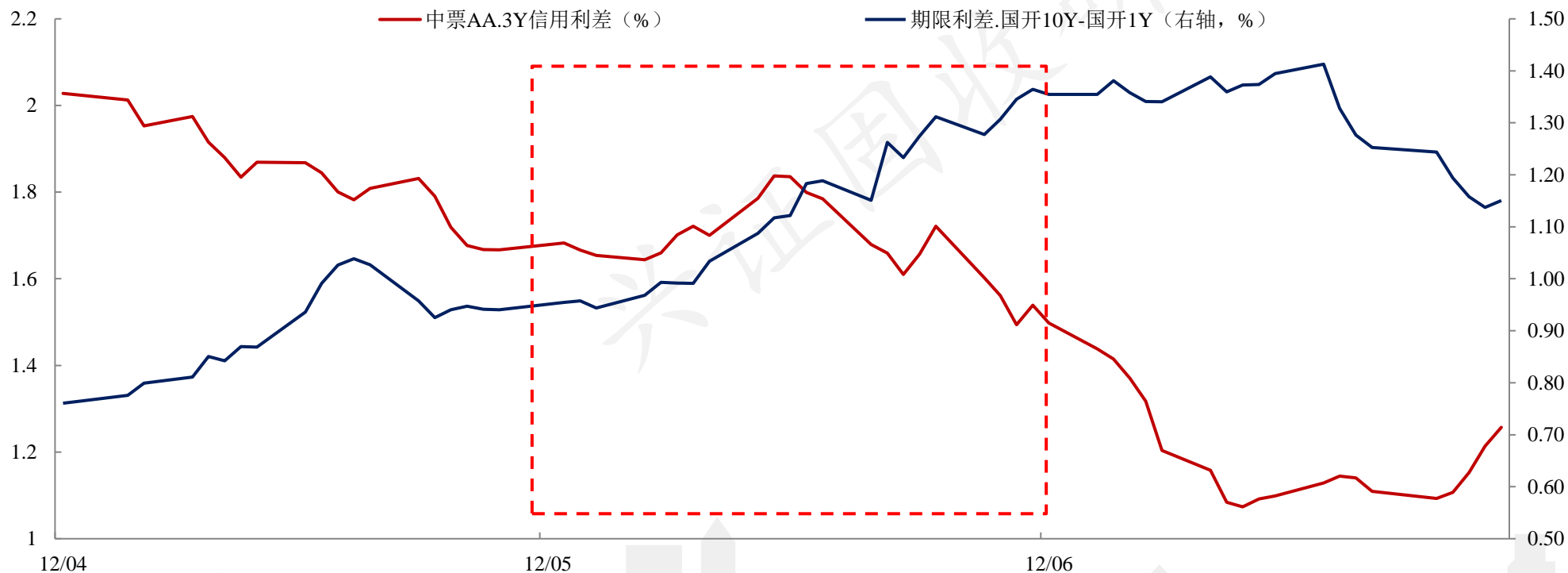
“牛陡”主要对应“信用利差”变化情况

时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动（%）	期限利差变动	信用利差变动（AA）
2012.5	牛陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-0.32	0.42	-0.13
2014.1-2014.7	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.61	0.54	-0.18
2018.1-2018.12	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.74	1.01	0.38
2019.9-2020.4	牛陡	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.65	0.94	0.45

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

■ 2012年5月，方向上主要呈现“期限利差牛陡+信用利差收窄”现象。此阶段货币端放松，地产和基建处于回升期，周期行业基本面普遍复苏，信用风险减缓。

“牛陡”阶段“信用利差收窄”，“牛陡”领先于“信用利差”收窄



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

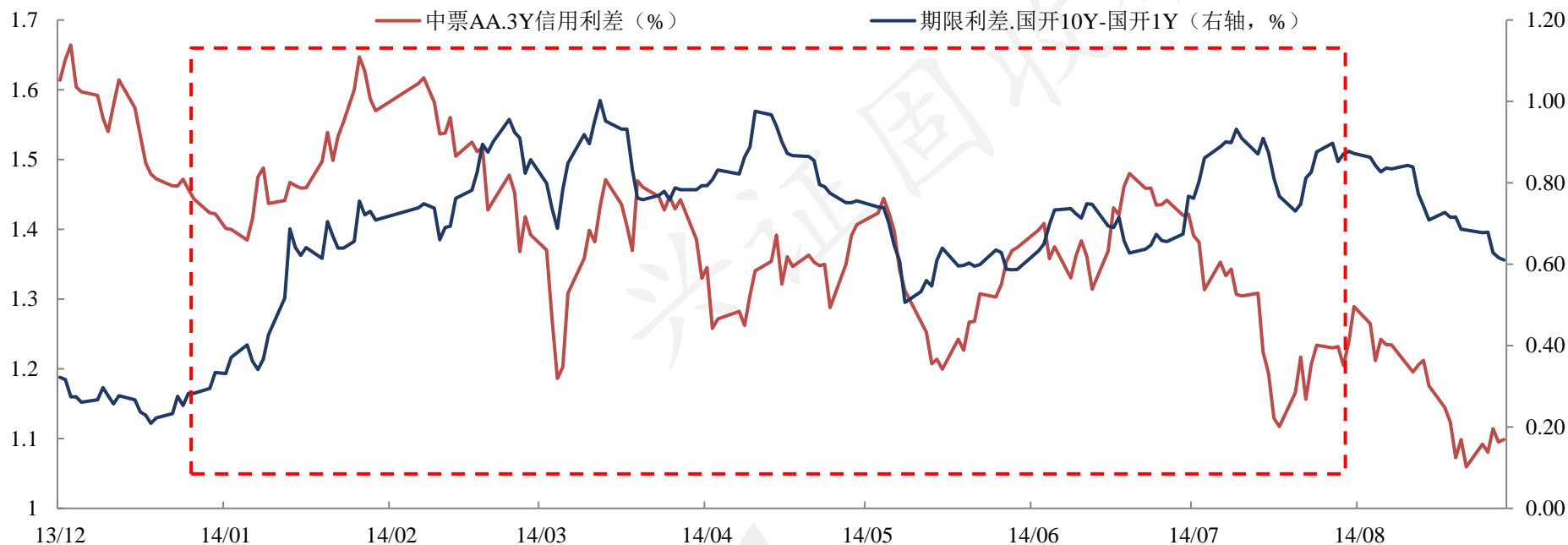
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2014年1月至7月（牛陡）：“期限利差牛陡+信用利差收窄”

■ 2014年1月至7月，方向上主要呈现“期限利差牛陡+信用利差收窄”现象。流动性多次放松，改善实体经济资金端，导致信用风险降低。

“牛陡”阶段“信用利差收窄”，“牛陡”领先于“信用利差”收窄



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2018年1月至12月（牛陡）：“期限利差牛陡+信用利差走阔”

■ 2018年1月至12月，方向上主要呈现“期限利差牛陡+信用利差走阔”现象。虽然货币政策边际放松，但实体“去杠杆”压缩了企业的盈利空间及融资能力，导致5月后信用债出现集体违约。

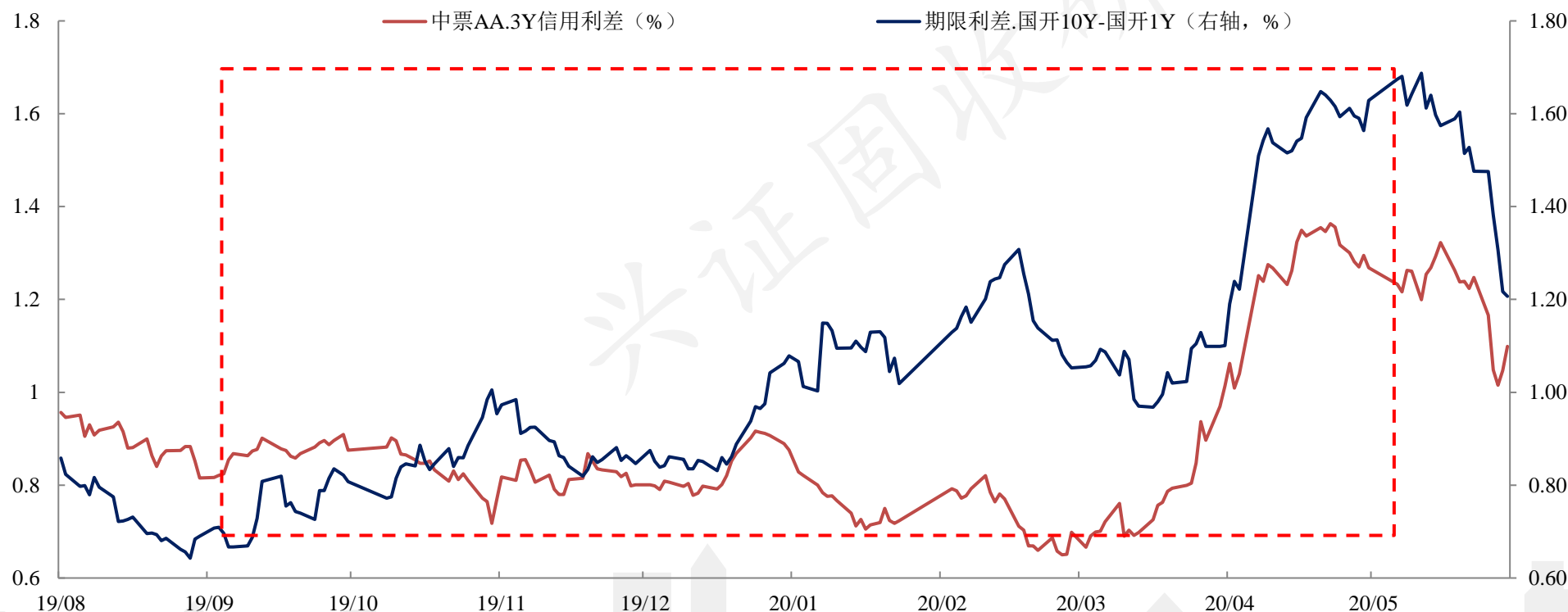
“牛陡”阶段“信用利差走阔”



2019年9月至2020年4月（牛陡）：“期限利差牛陡+信用利差走阔”

■ 2019年9月至2020年4月，方向上主要呈现“期限利差牛陡+信用利差走阔”现象。疫情下货币端边际放松，但由于经济停摆，企业信用违约压力骤升。

“牛陡”阶段“信用利差走阔”



■从历史经验看，在不同的“牛熊”+“期限利差平陡”组合下，信用债的价值表现不同：

- a) 在熊平阶段，“期限利差熊平+信用利差走阔”是最为典型的组合，信用债表现弱于利率债；
- b) 在熊陡阶段，“期限利差熊陡+信用利差收窄”是最为典型的组合，信用债表现好于利率债；
- c) 在牛平阶段，“期限利差牛平+信用利差收窄”是最为典型的组合，信用债表现好于利率债；
- d) 在牛陡阶段：信用利差未有明显的变动方向。

■在信用债“集中违约”等外部冲击下，会使信用利差大幅走阔，“牛熊”+“平陡”周期对应信用利差的表现可能被打破。

■在“熊平”、“熊陡”阶段，“期限利差”走势通常领先或同步于“信用利差”走势；而“牛平”阶段，“期限利差”走势通常同步或滞后于“信用利差”走势。

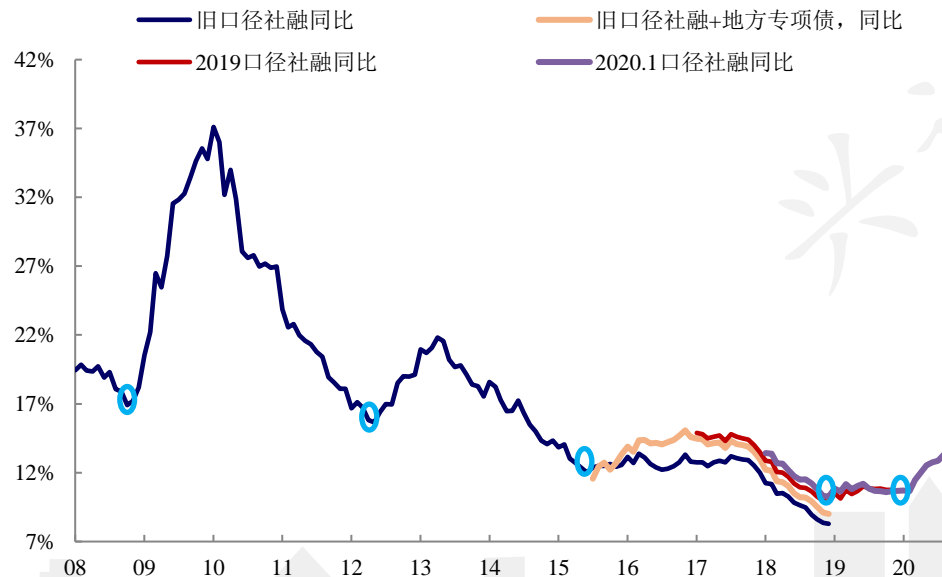


第四部分：社融、经济与利率的关系

历史上“社融底—经济底”，对应了“基建+地产”刺激

- 历史经验表明，社融企稳背后的供需条件可能不同。1) 前两轮（08、12年）社融企稳是政策层面放开融资供给渠道的同时刺激融资需求，核心是放开基建和地产，社融反弹的力度也很大。1) 15、19年则不同，融资供给端转松的同时融资需求并没有同步改善。

08年以来，社融有过5次企稳



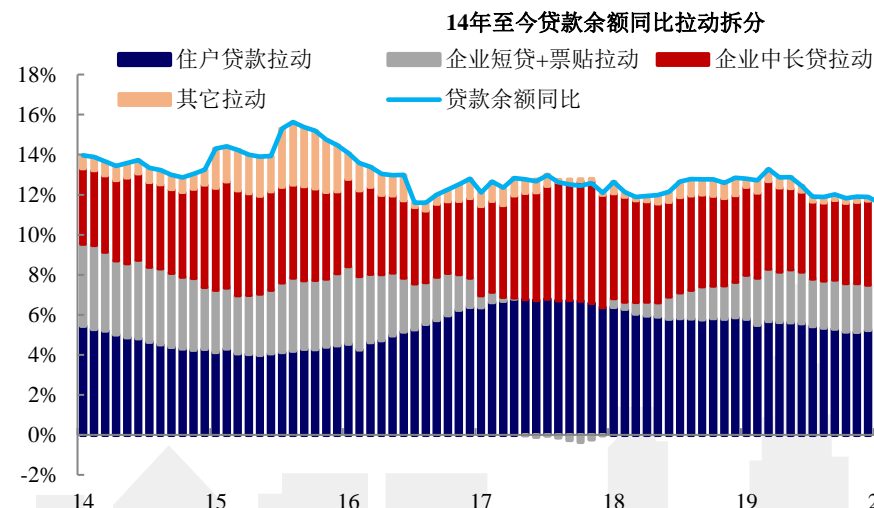
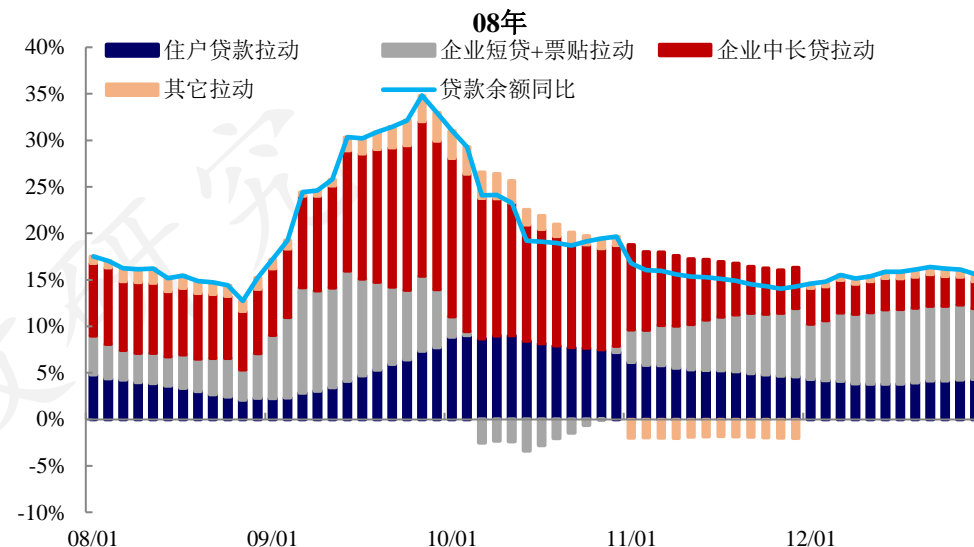
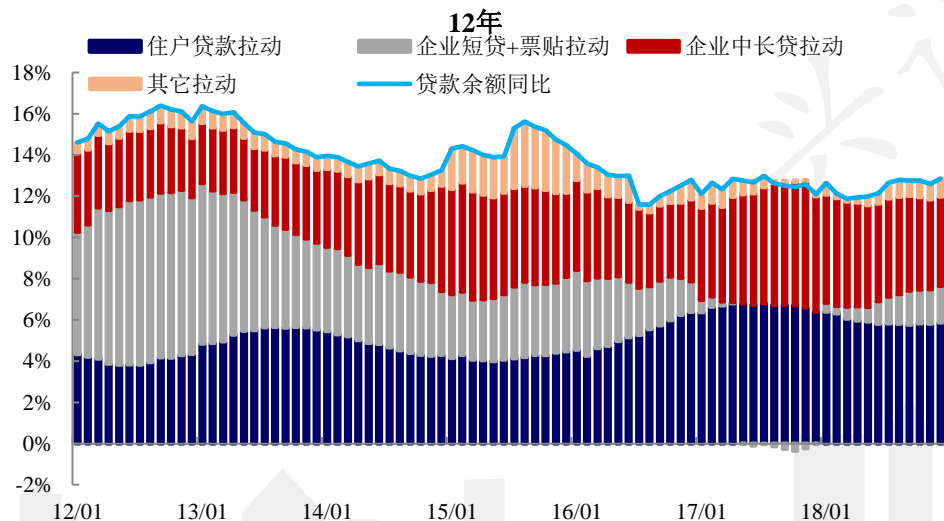
金融底领先于经济底，但社融反弹不代表经济企稳



历史上“社融底—经济底”，对应了“基建+地产”刺激

- 亦可以从信贷结构上、总需求及流动性相互验证。
- ✓ 08、12年社融企稳后，信贷结构均持续改善，短贷和票据减少，住户贷款和企业中长贷回升，但15年的信贷结构变化跟08、12年不同。
- ✓ 08、12年对应了地产销售回升及企业重新加杠杆投资对应（总需求回升）。
- ✓ 08、12年社融企稳后，流动性亦开始边际收紧。

多轮社融企稳后，信贷结构拆分



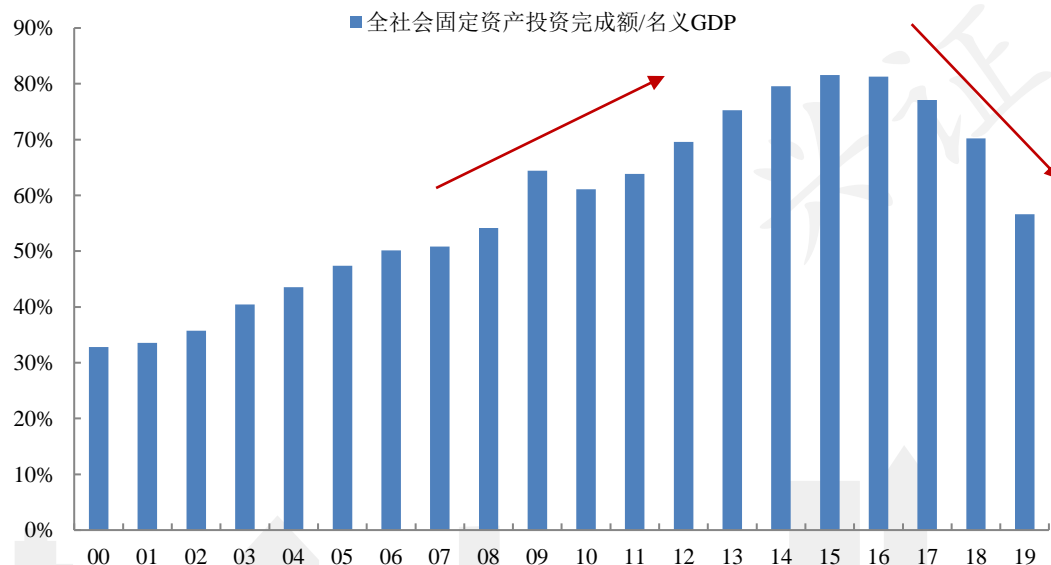
历次社融底与经济底比较

周期	社融同比反弹时间	名义GDP企稳时间	货币政策	流动性	对应的经济环境	债市走势	10Y国债走势	期限利差走势（10Y-1Y）
第1轮	08年12月	2009年5月	08年9月起4次降准，5次降低存贷利率	08年9月后R007下降至历史底部区域，09年6月开始回升	08年12月4万亿政策出台，基建、房地产、居民和制造业同时加杠杆，经济复苏	熊陡		
第2轮	12年7月	2012年12月	11年12月起3次降准（包括1次定向降准），2次降低存贷利率；12年7月上调逆回购利率	12年1月起R007下行至阶段性低点，13年开始回升	制造业开始产能过剩，新一轮刺激基建、居民和房地产加杠杆	熊平		
第3轮	15年8月	2016年1月	15年5次降准（包括1次定向降准），5次降低存贷利率	15年3月起R007下行至阶段性低点，货币宽松维持至16年9月	制造业产能过剩，地产高库存，债务置换基建反弹	牛平		
第4轮	19年1月		18年4月-19年1月4次降准和定向降准，创设TMLF支持结构化宽信用	18年4月后R007开始趋势性下行，19年1月起DR007开始低于利率走廊下限	基建反弹，制造业和地产投资高位回落	牛市延续，曲线从牛陡到牛平		

中期看，支柱型产业结构调整带来的下行压力将持续存在

- 90年代末开始，固定资产投资与出口一起，成为经济的重要增长引擎。08年全球金融危机之后，出口对经济的拉动作用减弱，经济增长对于投资的依赖程度更高。
- 固定资产投资占GDP的比重，17年（77%）、18年（70.6%）连续两年下滑，暗示单纯依赖于投资驱动的增长模式可能已经达到瓶颈。
- 这可能意味着过去20年以基建、地产为下游需求的经济支柱产业可能开始进入一个较长时间的底部调整期。

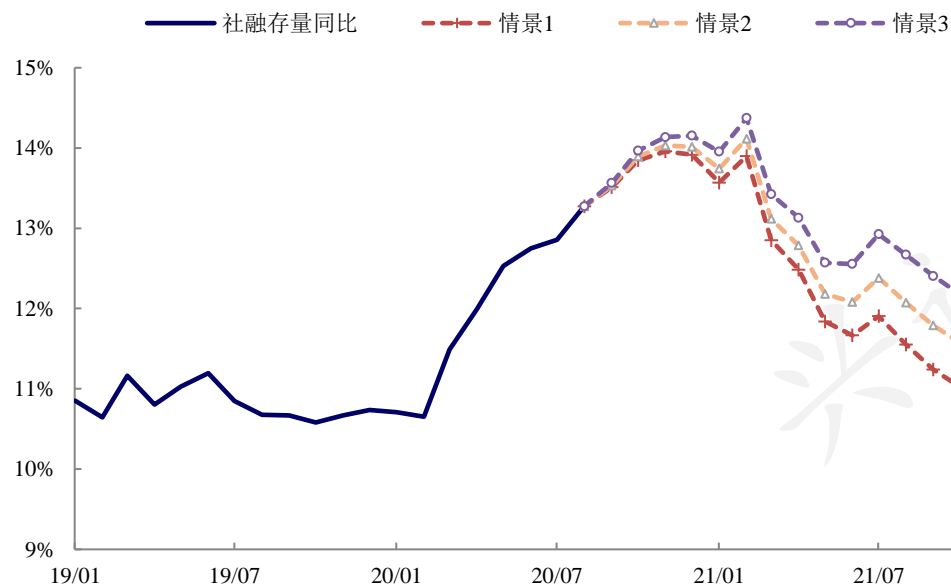
中国固定资产投资占GDP比重，17年开始回落



20年3-4季度经济继续向上的概率仍较为确定

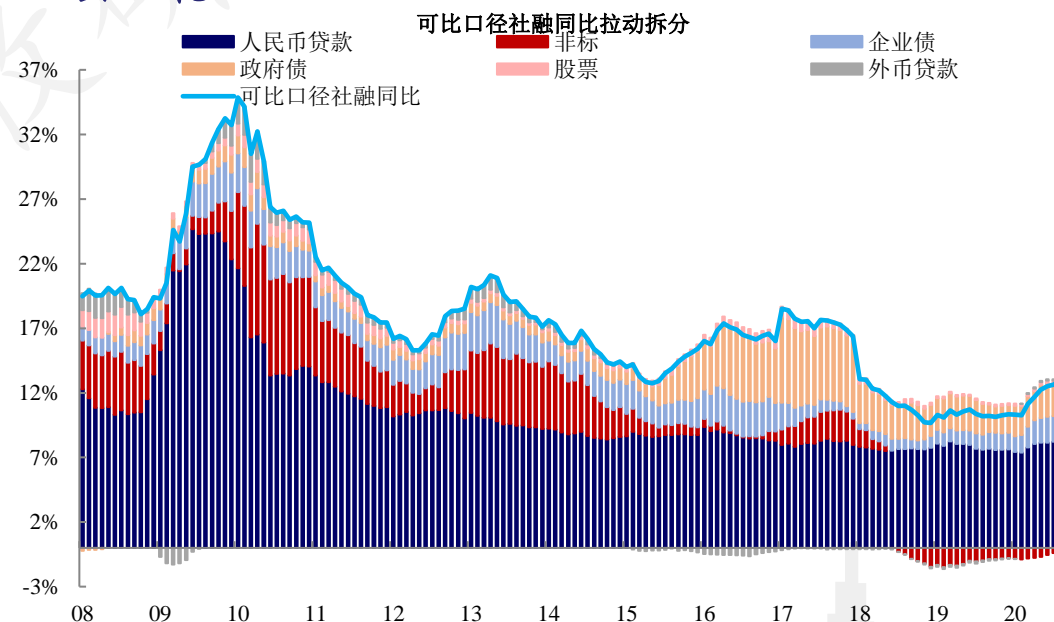
- 今年属于信用扩张周期，经济走势滞后于社融走势。明年信用扩张增速大概率放缓，经济大概率是前高后低。
- 从历史经验来看，紧信用需要紧货币的配合，因此市场有紧货币的预期。

21年社融增速大概率将逐渐下行



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

本轮政府债券对社融回升的贡献较明显高于过去几轮



注：1) 可比口径社融包括人民币贷款、外币贷款、非标、企业债融资、股票融资、政府债券融资。

2) 15-16年虽然政府债券的贡献较大，但主要是地方政府债务置换的结果，大部分并非新增债务。

数据来源：Wind，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

20年3-4季度经济继续向上的概率仍较为确定

- 历史上的宽信用，贷款和非标的扩张最为明显（自发性融资），而紧信用时也往往需要央行主动收紧来推动。
- 20年信用扩张，很大部分来自政府融资的扩张（特别国债、地方债），非标是收缩的，可能意味着紧信用不一定需要央行继续大幅主动收紧实现。

从历史经验来看，紧信用需要紧货币的配合

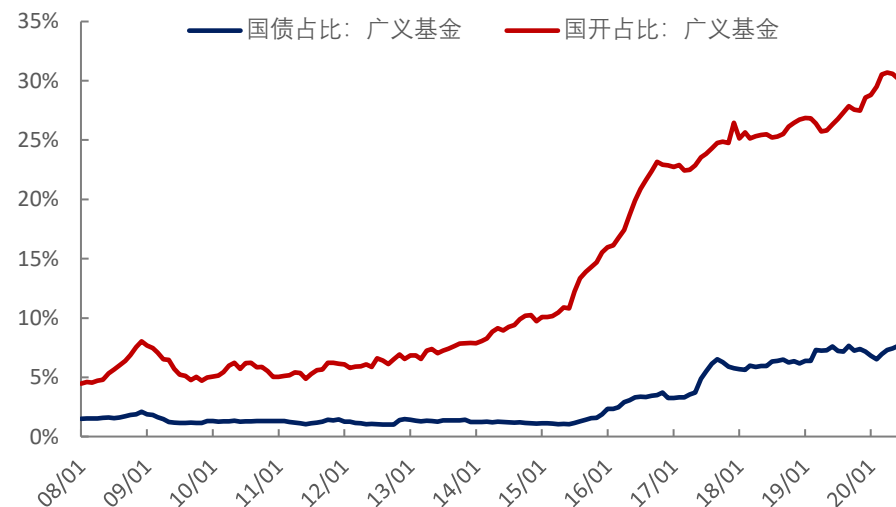
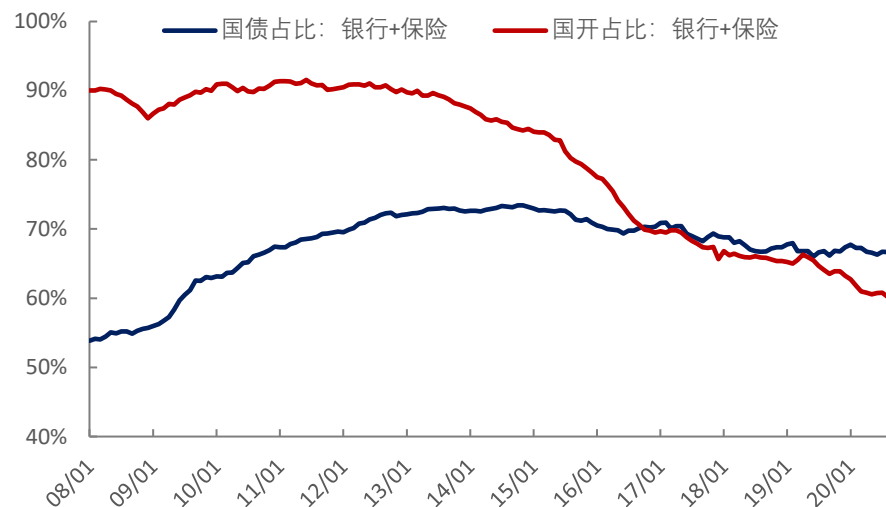
时期	牛熊周期	前货币信用周期	货币信用周期	10Y国债变动(%)	期限利差变动	信用利差变动(AA)	信用利差变动(AA+)
2009.1-2009.3	熊陡		宽货币宽信用	0.61	0.76	-0.69	-1.29
2009.4-2009.12	熊平	宽货币宽信用	宽货币宽信用- 紧货币宽信用	0.23	-0.83	0.14	0.62
2010.1-2010.8	牛平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	-0.47	-0.53	-0.76	-0.70
2010.9-2010.11	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.81	-0.19	0.34	0.13
2010.12-2011.4	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.16	-0.04	0.12	0.33
2011.4-2011.7	熊平	紧货币紧信用	紧货币紧信用	0.37	-0.48	0.08	0.05
2012.2-2012.4	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.47	0.58	-0.92	-0.44
2012.5	牛陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-0.32	0.42	-0.13	-0.19
2012.6-2012.12	熊平	宽货币紧信用	紧货币宽信用	0.39	-0.37	-0.17	0.09
2013.1-2013.5	牛平	紧货币宽信用	紧货币宽信用	-0.35	-0.20	-0.23	-0.31
2013.6	熊平	紧货币宽信用	紧货币紧信用	0.07	-0.70	0.03	0.02
2013.7-2013.12	熊陡	紧货币紧信用	紧货币紧信用	1.63	0.25	0.26	0.18
2014.1-2014.7	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.61	0.54	-0.18	-0.20
2014.8-2015.2	牛平	宽货币紧信用	宽货币紧信用	-1.55	-0.88	0.22	0.29
2015.3-2015.5	熊陡	宽货币紧信用	宽货币紧信用	0.44	1.45	0.01	-0.04
2015.6-2016.9	牛平	宽货币紧信用	宽货币宽信用	-1.04	-0.67	-1.00	-0.68
2016.10-2017.12	熊平	宽货币宽信用	紧货币紧信用	1.77	-0.63	0.49	0.39
2018.1-2018.12	牛陡	紧货币紧信用	宽货币紧信用	-0.74	1.01	0.38	-0.03
2019.1-2019.8	牛平	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.17	-0.20	-0.39	-0.35
2019.9-2020.4	牛陡	宽货币宽信用	宽货币宽信用	-0.65	0.94	0.45	0.35
2020.5-2020.8	熊平	宽货币宽信用	边际紧货币宽信用	0.63	-0.84	-0.42	-0.21



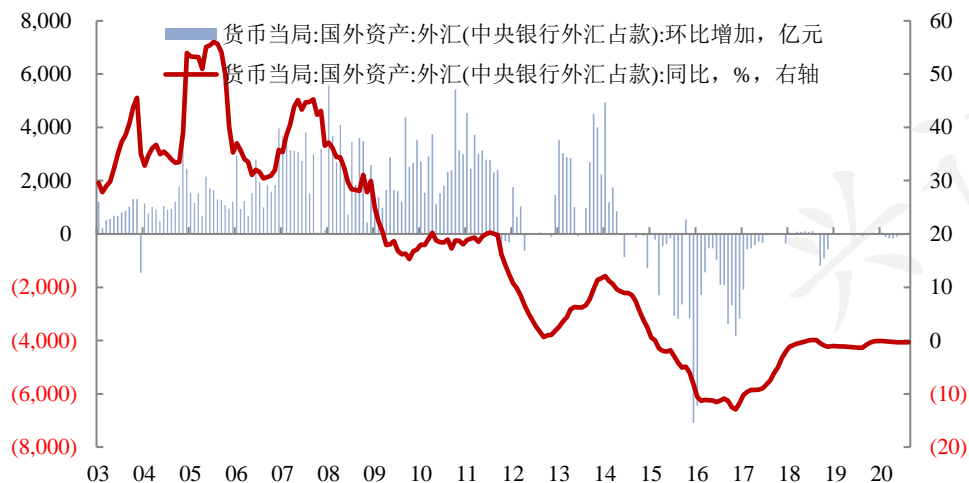
第五部分：负债、微观结构与投资者行为

13年以来，配置盘逐渐减弱，交易盘增强

- 贷款增速远高于存款，表内负债成稀缺资源、各类银行均面临负债的压力。
- 大行有优质企业的贷款、房贷及地方债，对于非地方债类型的债券需求并不高，配置力量偏弱。
- 中小行，16-17年供给侧改革后，中小企业可能面临被淘汰的风险，小行资产质量实际上是受损的，中小银行缺乏优质的安全资产，在资产配置上更加倾向于短贷和债券投资（主要是存单和利率债）。



- 贷款增速远高于存款，表内负债成稀缺资源、各类银行均面临负债的压力。
- 大行有优质企业的贷款、房贷及地方债，对于非地方债类型的债券需求并不高，配置力量偏弱。
- 中小行，16-17年供给侧改革后，中小企业可能面临被淘汰的风险，小行资产质量实际上是受损的，中小银行缺乏优质的安全资产，在资产配置上更加倾向于短贷和债券投资（主要是存单和利率债）。

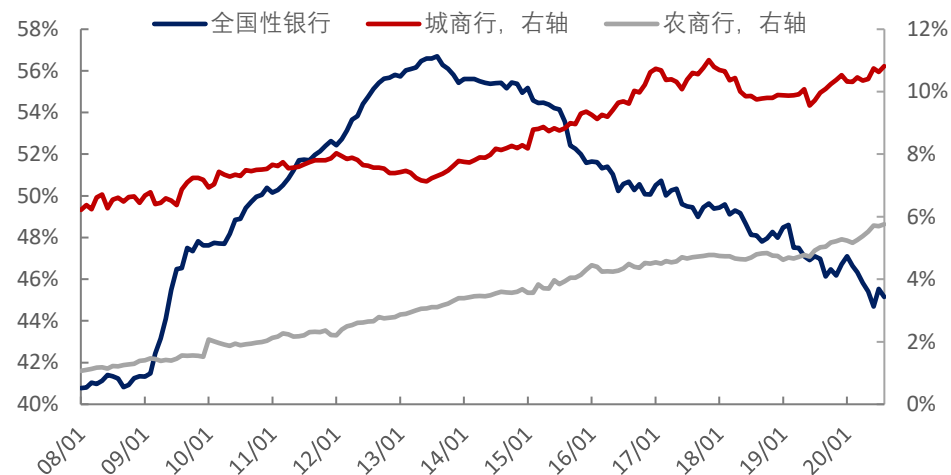


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

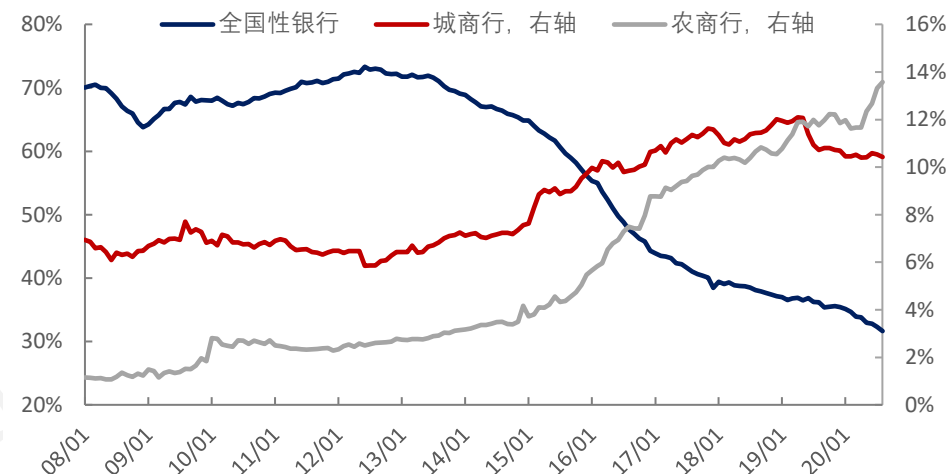


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

国债持有占比



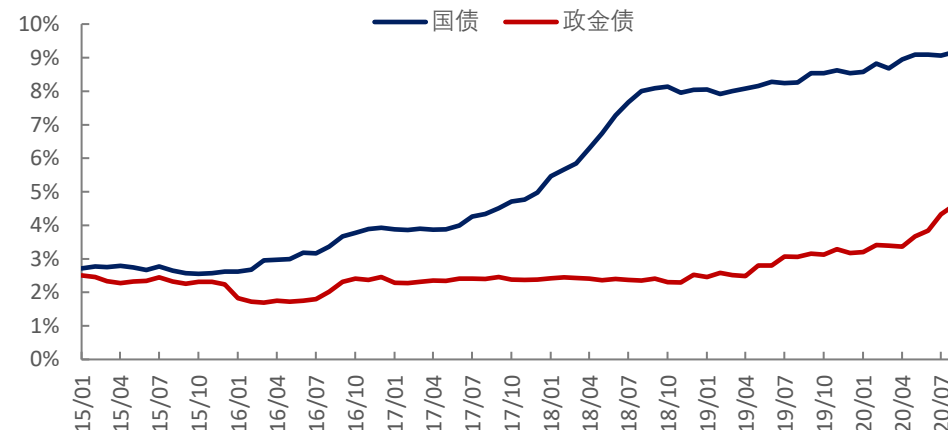
政金债持有占比



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

- 负债端成本推升，可能将削弱中小银行的配债动力。
- 来来需要关注外资的介入对曲线形态变化的影响。

外资持有人民币债券存量占比



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

- 2010年8月放开**境外三类机构参与银行间债券市场**，标志中国债市开放的开启。
- 2013年3月放开**QFII进入CIBM市场**，使商业类机构获得参与中国债市的机会。
- 2015年7月**放开三类机构（境外央行、国际金融组织、主权财富基金）参与CIBM**，并大幅拓展投资范围。
- 2016年2月放开商业机构投资者（资管产品、养老金、基金等）参与CIBM并取消投资限额。
- 2017年7月**债券通开启**。

外资买债的规模与债市开放的进程高度相关

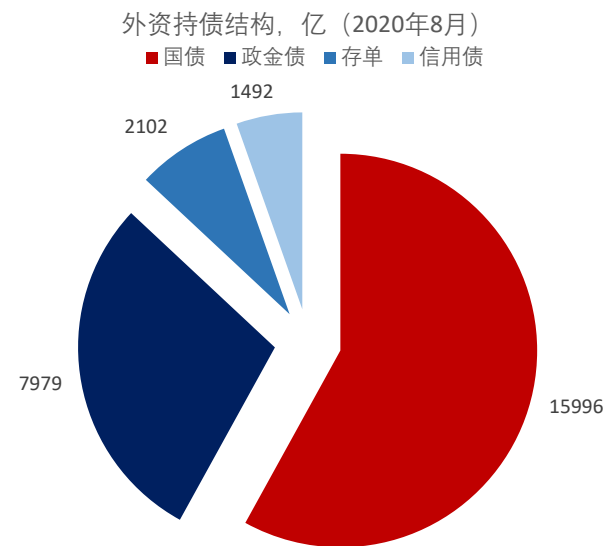


- 境外各类机构能通过以下四种渠道参与中国债市，不同渠道间的互联互通也在逐步推进中。
- 从品种上看，外资以利率债和存单为主，信用债较少。

外资进入中国债市的渠道

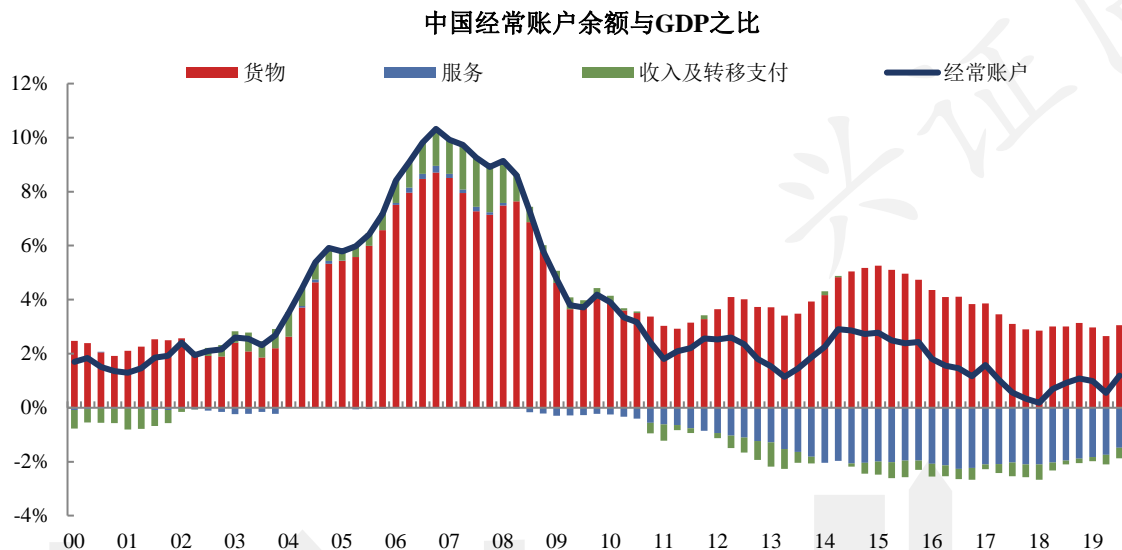
	QFII	RQFII	结算代理模式	债券通
合格投资者	所在市场上与中国签订谅解备忘录的境外机构需符合以下要求： <ul style="list-style-type: none"> • 商业银行：营运≥10年、资产管理规模≥50亿美元、一级资本≥3亿美元 • 证券公司：营运≥5年、资产管理规模≥50亿美元、资本≥5亿美元 • 资产管理公司、保险公司等：从业经验≥2年，资产管理规模≥5亿美元 	来自19个获准开展RQFII投资的司法管辖区的境外机构（包括资产管理公司、证券公司、商业银行、保险公司和基金管理公司的海外子公司）	<ul style="list-style-type: none"> • 外汇储备机构 • 离岸人民币清算/参与银行 • 境外金融机构（商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司和其他资产管理公司）及其发行的投资产品 • 中国人民银行批准的其他中长期机构投资者 	与结算代理模式一样
监管批准	<ul style="list-style-type: none"> • 证监会执照 • 外管局额度 	<ul style="list-style-type: none"> • 证监会执照 • 外管局额度 	<ul style="list-style-type: none"> • 向人民银行备案，需注明债券结算代理人 	向人民银行备案

外资以利率债和存单为主，信用债较少

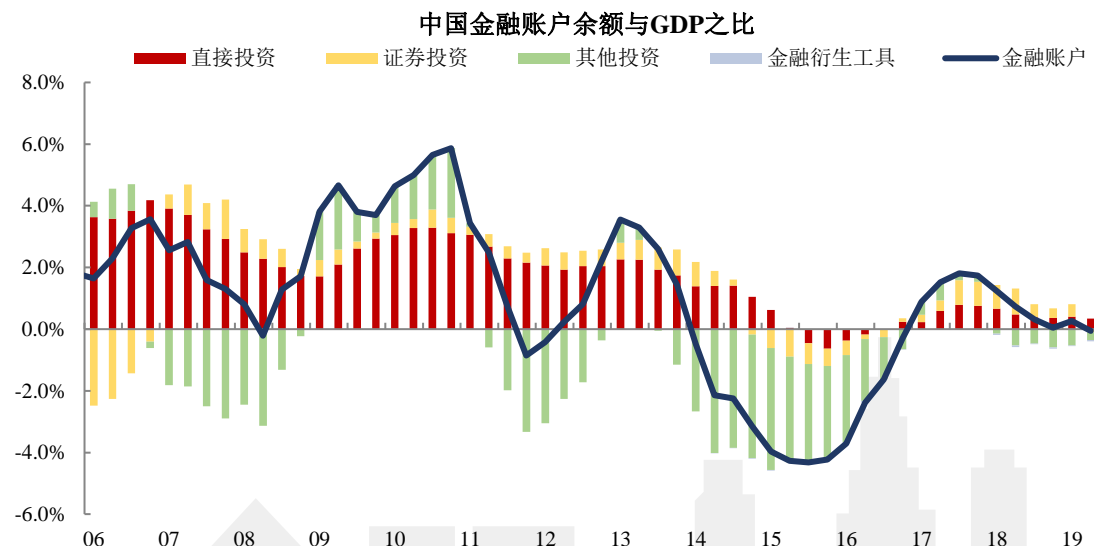


- 经常项目收窄以及转为逆差的长期趋势要求中国加大金融市场开放吸引外资流入。吸引外资投资人民币证券是实现金融项目顺差的重要一环。
- 金融市场开放也是人民币国际化的内在要求。
- 债市开放是金融市场开放的核心环节。债券市场规模远远大于权益市场，且投资者以各国央行、国际金融组织、各国主权财富基金为主体，这类投资者投资期限长，对形成稳定的资金流入，避免金融市场动态时期资金大规模流出大有益处。

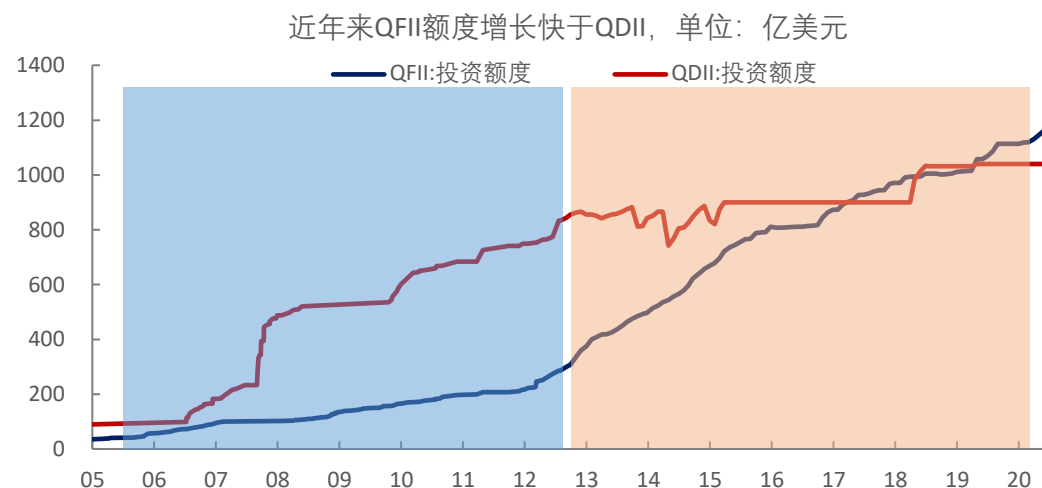
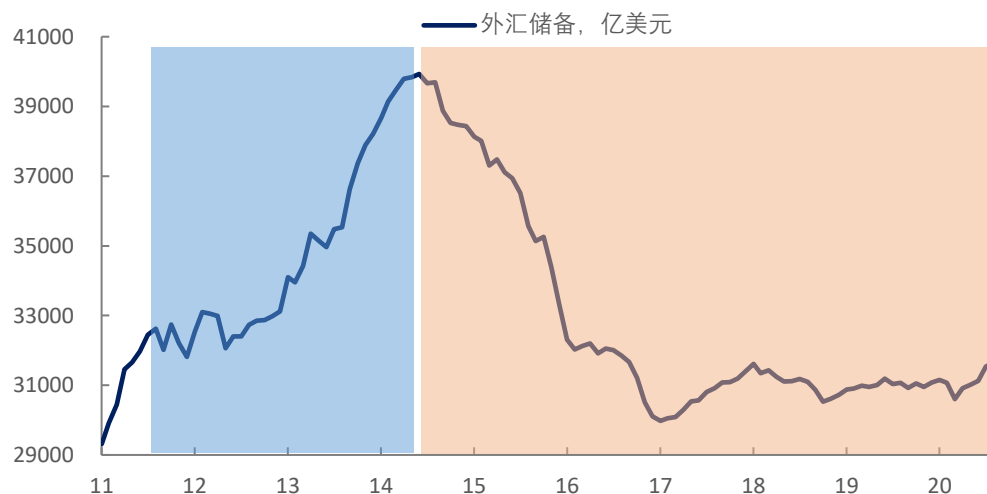
经常项目盈余占GDP占比有下降压力



金融项目在GDP中的占比



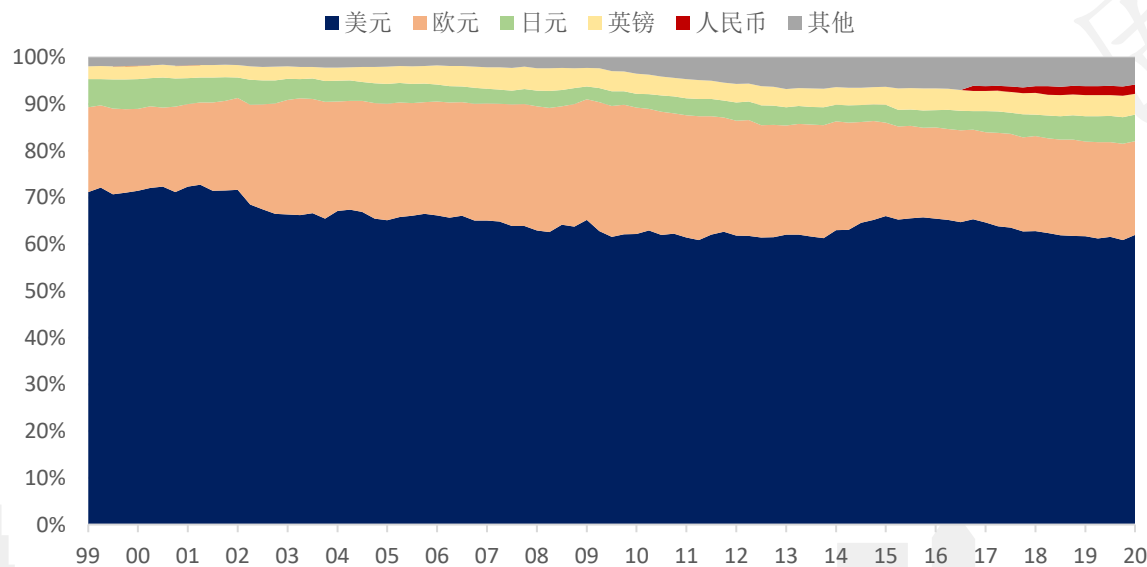
- 中短期维度看，债市开放节奏与人民币汇率压力有关：当人民币贬值压力过大、需要消耗外储支撑人民币币值时，央行倾向于加大金融市场开放力度，对冲资本流出。
- ✓ 2012年之后，经常项目顺差趋于收窄，放开外资流入的重要性逐渐提升。从QFII和QDII额度的非对称变化可以明显看到央行在资本项目开放上的重心。
- ✓ 2015-2016年“811”汇改后人民币面临较大的贬值压力，这时期债市开放的力度空前：1) 2015年6月允许境外央行开展债券回购交易；2) 大幅放开境外央行、国际金融组织、主权财富基金在银行间债券市场的规模限制，审核制也变为备案制；3) 2016年2月QDII投资银行间债市的额度限制被取消。
- 在中美贸易战的背景下，人民币贬值压力再次加大，预期央行会进一步加大债市开放力度，吸引资本流入对冲稳汇率压力。



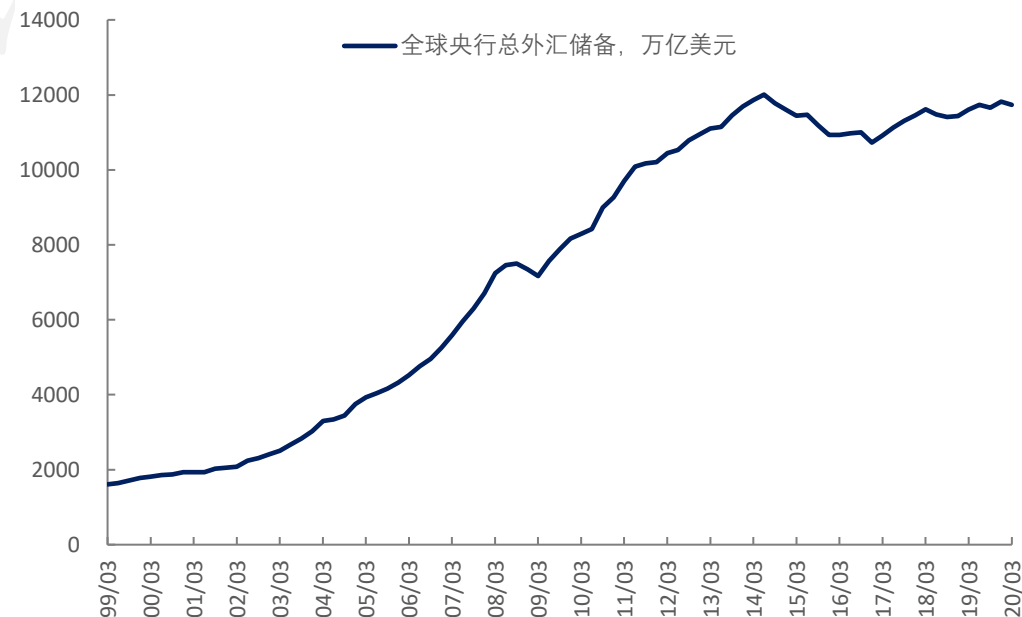
- 通过债市开放，让境外机构持有人民币资产，以达到人民币国际化的要求。
- 债券是全球央行的主要配置资产。
- 截至2019年一季末，人民币在世界储备货币中的占比仅为1.95%，远远低于人民币在SDR中10.94%的占比。如果人民币储备货币占比达到SDR的标准，则会带来12万亿美元*11%=1.32万亿美元的配置需求。

人民币作为世界储备货币占比趋于上升

全球储备货币币种结构



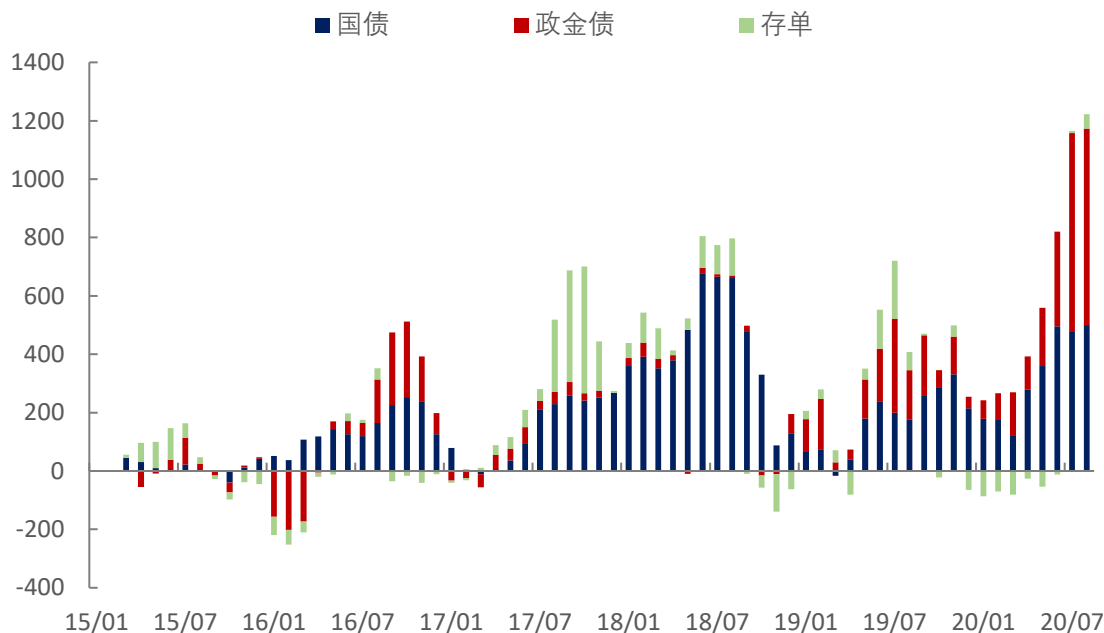
世界外汇储备总额趋于稳定



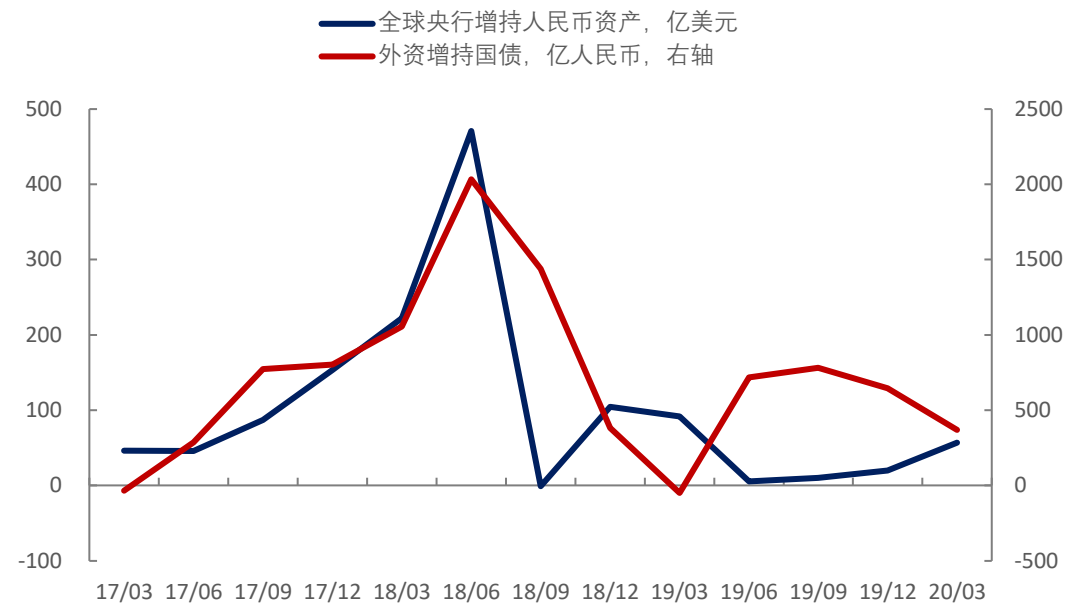
- 购买中国债券，境外央行外汇储备的工具。
- 外汇储备中人民币资产的增加，与外资买国债高度相关。

外资买债，从“国债+存单”到“国债+国开+存单”

外资增持人民币债券环比，亿，MA3



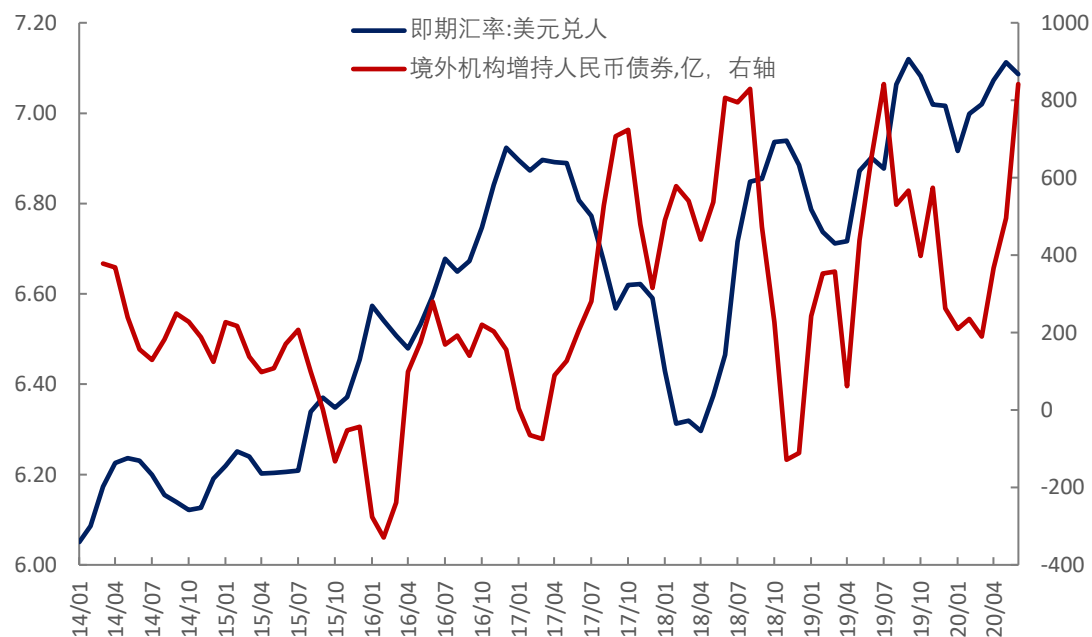
2017-2018年，外汇储备中人民币资产的增加，与外资买国债高度相关



外资买债的影响因素：汇率贬值外资一定流出？

- 汇率和外资流入债市并没有很强的相关性：2015年811汇改后人民币贬值预期加大阶段，外资出现净流出；但在2018年上半年中美贸易战导致人民币再次出现贬值预期时，债市表现为净流入。
- 外资买债更多关注的是贬值预期。从逻辑上看，外资更加希望看到人民币先贬再买，资产价格地板价。

外资买债跟贬值并不能一一对应

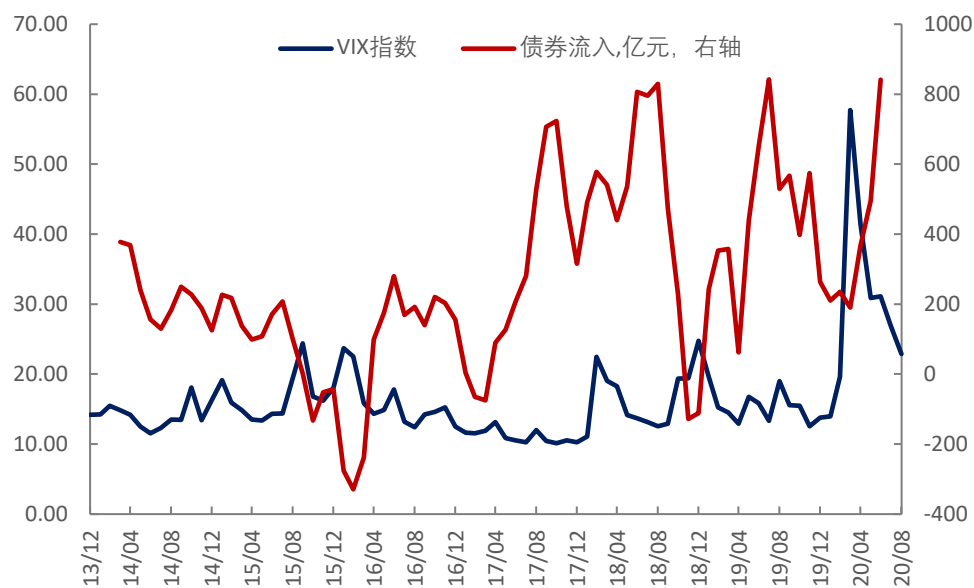


外资买债更多关注的是贬值预期

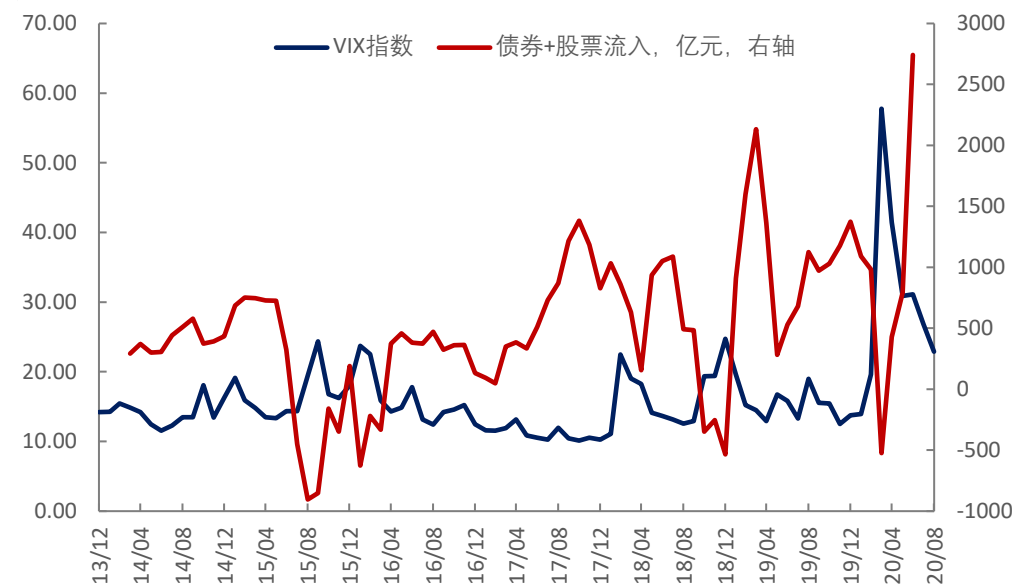


- **VIX指数和外资流入债市的相关性更高：**金融市场波动加大时，债市表现为净流出，金融市场平稳时，债市表现为净流入。这说明中国债市有着典型新兴市场的特征，外资流动和市场风险偏好高度相关。
- 股票市场亦是如此。

外资买债与VIX指数强相关

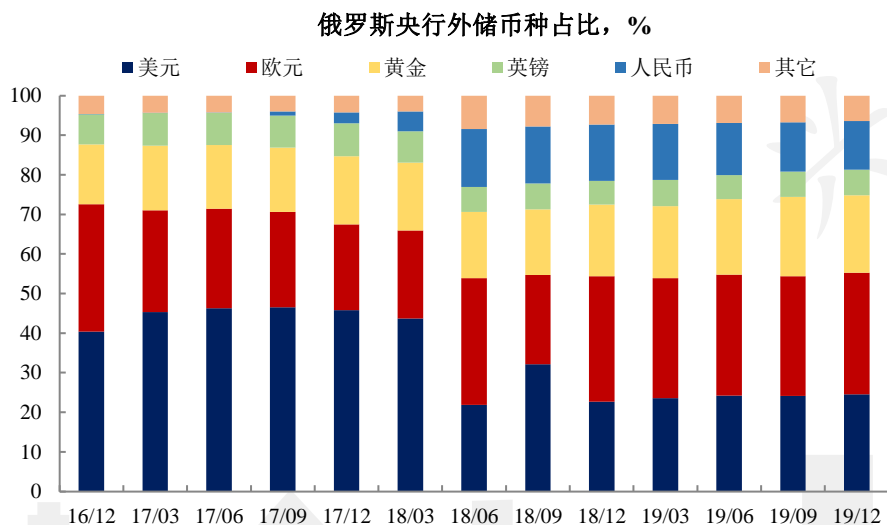


外资进入中国（股票+债券）与VIX指数强相关



- 部分国家开始去美元化。克里米亚危机后，美国和欧盟对俄罗斯进行金融制裁。此后数年间，美国的制裁一轮接一轮，金融安全成为俄罗斯的重要考量。因此普京提出俄罗斯的贸易结算和储备资产要去美元化。
- 俄罗斯在2017-2018年对外储币种结构进行“去美元化”再配置：减少美元资产比重，增持人民币和欧元资产。18年2季度末人民币在外储中占比高达14.7%。按4500亿美元的外储计算，2017年6月-2018年6月一年时间内，俄罗斯增持了约660亿美元人民币资产，其中大部分为人民币计价债券。
- 贸易摩擦背景下，全球金融机构在做分散化投资，中国受益。

17年开始俄罗斯开始去美元化

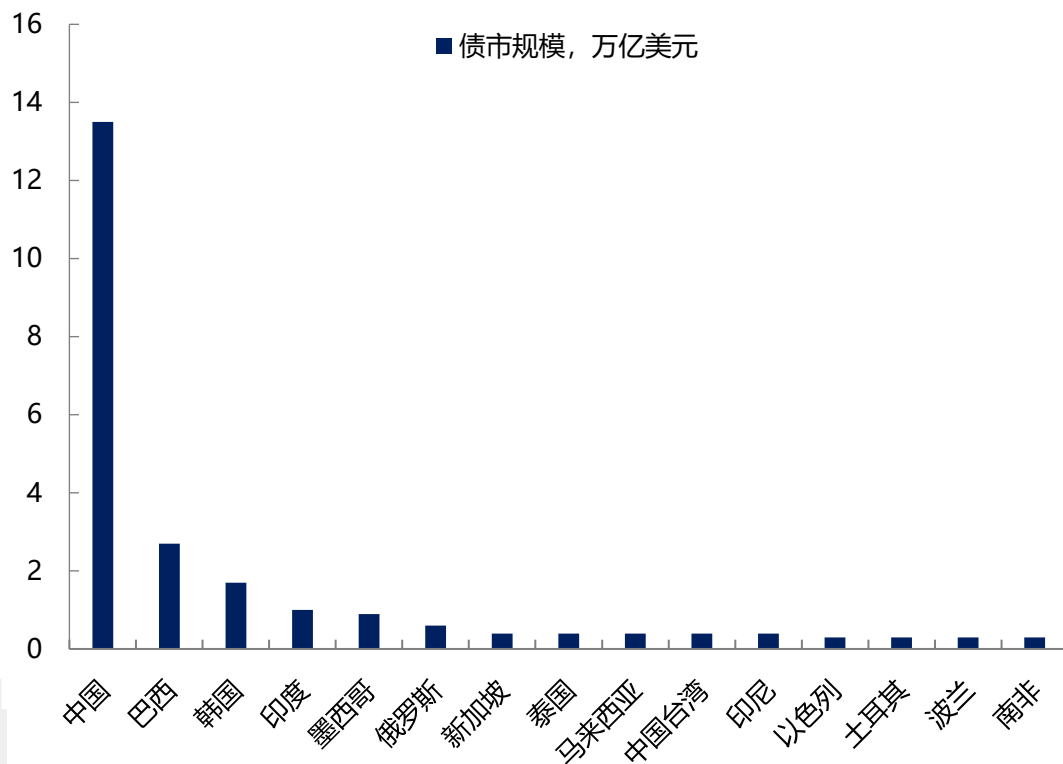


俄罗斯外汇储备情况



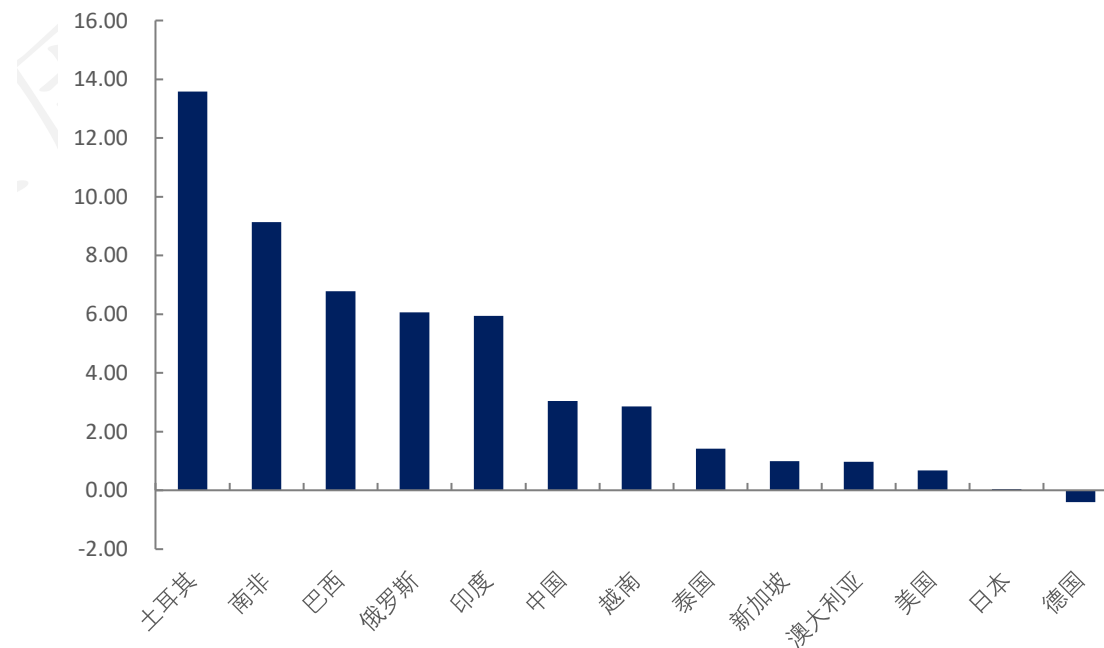
- 体量：在新兴市场国家中，中国债市规模占比超过50%。
- 结合主权评级和收益率水平来看，中国国债具有较高“性价比”。

中国债券规模在新兴市场国家之首



中国国债具有较高“性价比”

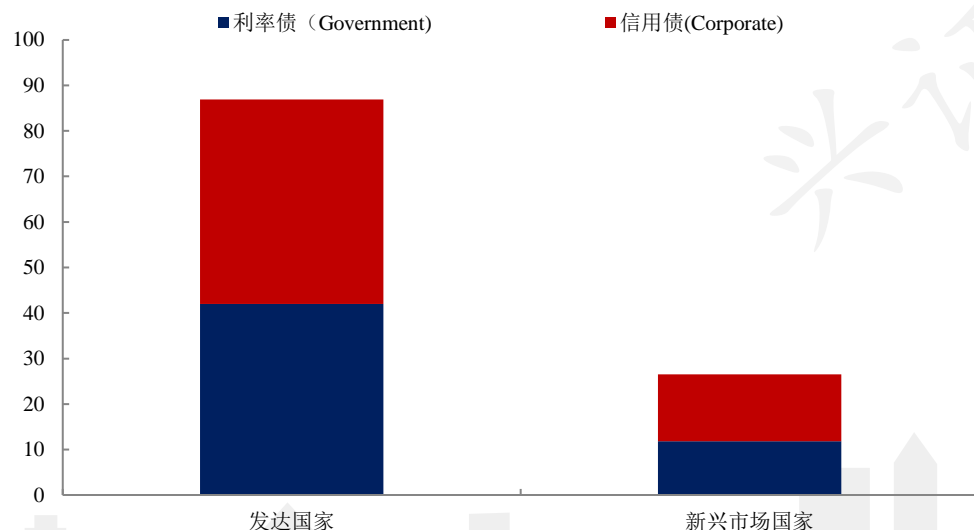
全球经济体十年国债收益率，%（9月1日）



- 全球债券市场格局：DM国家占绝对比例，体量是EM国家3倍有余。
- EM市场中，又以亚太国家为主，其中中国债市规模占EM市场约50%。

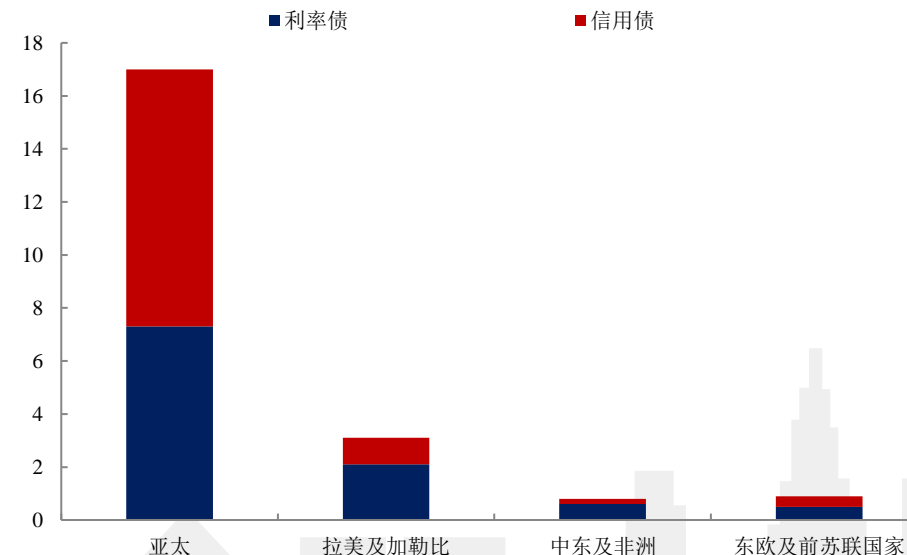
发达国家是债券大头，但普遍面临低利率环境

DM与EM债券市场规模，万亿美元



中国债市规模占EM市场约50%

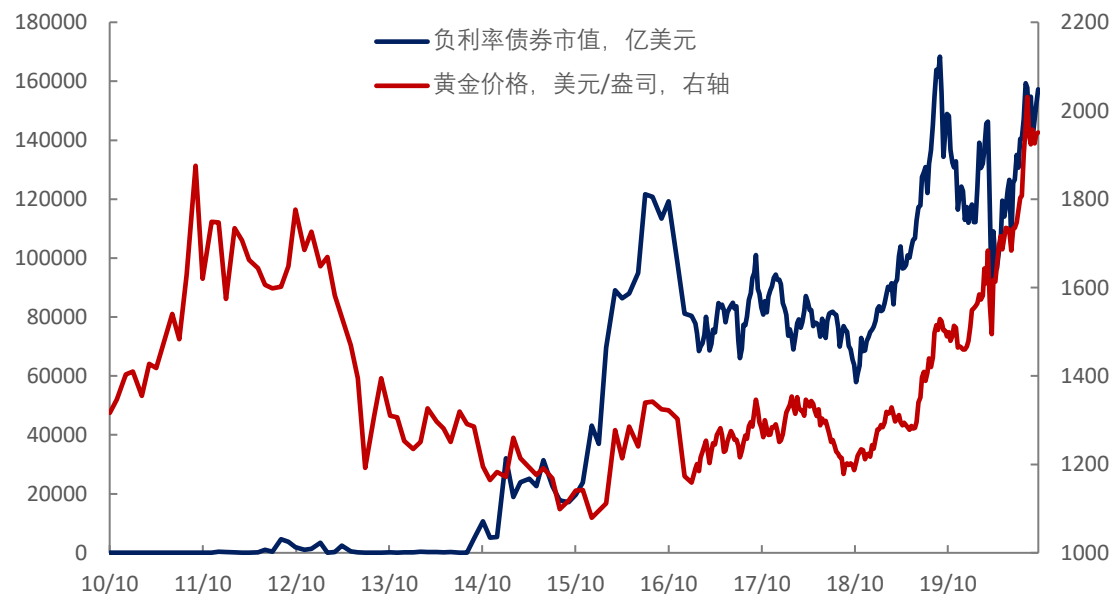
EM债券市场地区分布，万亿美元



外资买债的性价比：中国债券是相对安全的高收益资产

- 全球负利率资产规模大幅上升，具备极高性价比的人民币债券将受海外投资者追捧。
- 美国货币政策转向将驱动跨境资本由发达市场流向新兴市场。
- 负利率+追逐高收益，人民币债券收益率上行具有天花板效应。外资流入，会不断压低国内债券利率中枢。

全球负利率债券市值快速上升



19年美国投资者持有人民币债券爆发性增长



美联储货币政策转向



外资买债的性价比：中国债券是相对安全的高收益资产

- 外资进入，前提是不能有汇率危机。中国出现汇率的危机的可能性较小，币值相对稳定。
- 中美利差是结果，并不是原因。币值稳定性，中美利差甚至可以倒挂。

主要经济体与美国利差（单位：BP，日期：2020/3/30） 主要经济体主要因素相比

经济体	1Y	5Y	10Y
德国	-260.98	-230.95	-219.61
法国	-249.38	-215.25	-189.91
日本	-201.78	-173.15	-176.51
英国	-130.38	-105.35	-101.71
澳大利亚	-88.58	-71.45	-61.11
加拿大	-22.48	-19.65	-33.21
韩国	-61.98	-13.45	-20.11
泰国	-35.48	-3.75	-5.21
新加坡	8.92	29.15	24.55
印度尼西亚	50.52	121.45	127.89
马来西亚	132.22	185.05	181.09
俄罗斯	40.92	#N/A	195.29
巴西	#N/A	113.95	289.19
印度	391.62	486.75	506.29
墨西哥	#N/A	550.25	549.59
南非	#N/A	#N/A	744.09

经济体	外债/GDP	外债/外汇储备	外债短债/GDP	外债短债/外汇储备	经常项目余额/GDP
摩洛哥	43.55%	2.32	5.93%	31.62%	-5.26%
阿根廷	55.94%	4.59	18.42%	151.20%	-4.45%
哥伦比亚	40.43%	2.73	6.31%	42.65%	-4.18%
智利	63.44%	4.97	7.35%	57.55%	-3.34%
南非	49.06%	4.24	10.33%	89.16%	-3.15%
印度尼西亚	36.87%	3.27	5.13%	45.45%	-3.12%
菲律宾	24.01%	1.09	5.02%	22.80%	-2.62%
印度	19.97%	1.41	3.99%	28.13%	-2.10%
土耳其	61.51%	6.13	16.19%	161.45%	-1.76%
秘鲁	35.83%	1.35	3.69%	13.91%	-1.75%
墨西哥	37.07%	2.67	5.61%	40.44%	-1.42%
巴西	30.21%	1.51	3.79%	18.92%	-0.73%
波兰	59.99%	3.27	7.87%	42.88%	-0.32%
匈牙利	100.02%	5.34	10.28%	54.89%	0.02%
捷克	78.01%	1.34	45.32%	78.05%	0.12%
中国	14.45%	0.64	9.18%	40.43%	0.97%
马来西亚	61.59%	2.22	25.11%	90.65%	2.27%
韩国	25.82%	1.12	7.59%	32.79%	4.26%
泰国	32.04%	0.80	12.23%	30.64%	5.94%
俄罗斯	28.77%	1.21	3.28%	13.80%	7.16%

外资的进一步流入：需要制度性的建设，吸引长钱

■ 世界三大长期机构投资者：央行、主权财富基金、养老金。

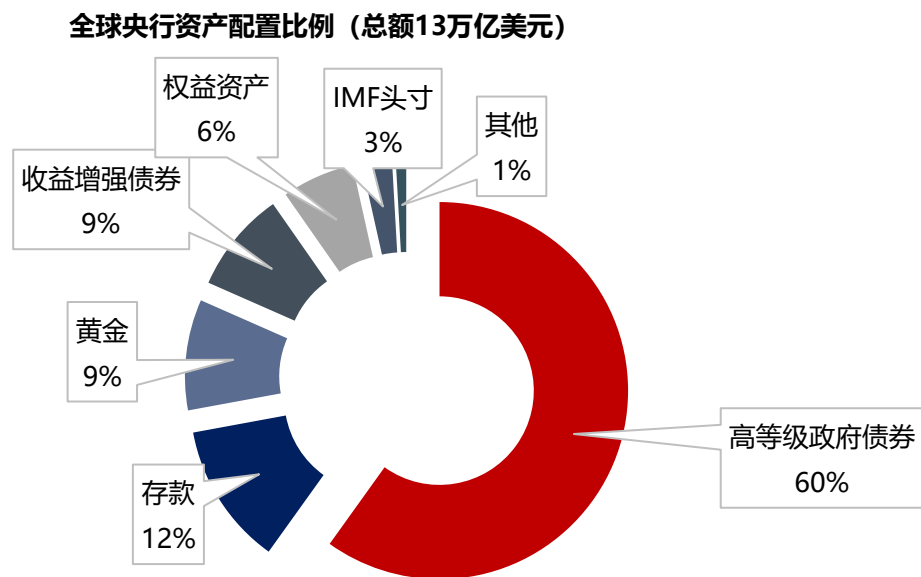
Rank	Institution	Country	Type	End-2018 AUM (\$bn)
1	People's Bank of China	China	CB	3,351.92
3	Bank of Japan	Japan	CB	1,322.04
8	Swiss National Bank	Switzerland	CB	787.56
14	Saudi Arabian Monetary Authority	Saudi Arabia	CB	496.59
16	Central Bank of the Republic of China (Taiwan)	Taiwan	CB	479.20
17	Central Bank of the Russia	Russia	CB	468.50
18	Hong Kong Monetary Authority	Hong Kong	CB	452.09
19	US Monetary Authorities	US	CB	449.21
21	Bank of Korea	South Korea	CB	403.69
23	Reserve Bank of India	India	CB	397.79
25	Banco Central do Brasil	Brazil	CB	374.71
31	Monetary Authority of Singapore	Singapore	CB	287.67
41	Bank of Thailand	Thailand	CB	205.69
44	Deutsche Bundesbank	Germany	CB	200.12
46	Bank of England	UK	CB	197.36
48	Bank of Mexico	Mexico	CB	176.42
50	Banque de France	France	CB	174.85
54	Banca d'Italia	Italy	CB	153.81
57	Česká národní banka	Czech Repub..	CB	142.91
62	Central Bank of Iran	Iran	CB	124.93
64	Bank Indonesia	Indonesia	CB	120.65
65	Narodowy Bank Polski	Poland	CB	117.87
66	Bank of Israel	Israel	CB	115.33
73	Bank Negara Malaysia	Malaysia	CB	101.50

Rank	Institution	Country	Type	End-2018 AUM (\$bn)
4	Norges Bank Investment Management	Norway	SF	1,060.98
5	China Investment Corporation	China	SF	941.42
6	Abu Dhabi Investment Authority	UAE	SF	828.00
10	Kuwait Investment Authority	Kuwait	SF	592.00
13	Caisse des Dépôts et Consignations	France	SF	499.92
20	Cassa Depositi e Prestiti	Italy	SF	432.98
22	GIC Private	Singapore	SF	398.00
26	Temasek	Singapore	SF	364.19
28	National Social Security Fund (China)	China	SF	335.86
29	Qatar Investment Authority	Qatar	SF	320.00
30	Public Investment Fund	Saudi Arabia	SF	290.00
37	Investment Corporation of Dubai	UAE	SF	233.84
38	Mubadala Investment Company	UAE	SF	226.49
49	Dubai World	UAE	SF	175.30
52	Public Investment Corporation	South Africa	SF	157.10
60	Korea Investment Corporation	South Korea	SF	134.10
71	Future Fund	Australia	SF	109.04

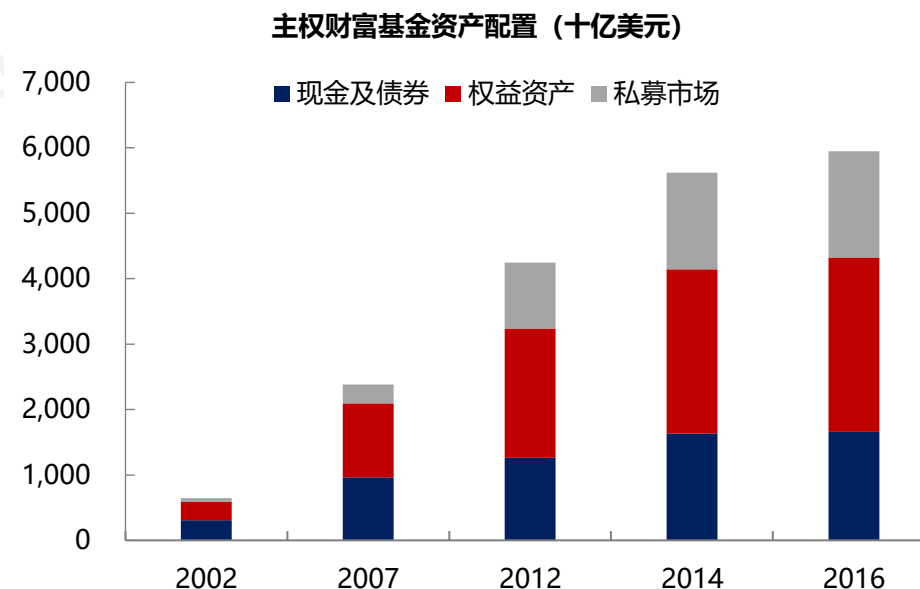
Rank	Institution	Country	Type	End-2018 AUM (\$bn)
2	Government Pension Investment Fund	Japan	PF	1,363.75
7	Military Retirement Fund	US	PF	813.90
9	Federal Employees Retirement System	US	PF	687.47
11	National Pension Service	South Korea	PF	579.24
12	Thrift Savings Fund	US	PF	567.81
15	Stichting Pensioenfond ABP	Netherlands	PF	494.84
24	California Public Employees' Retirement System	US	PF	379.17
27	Canada Pension Plan Investment Board	Canada	PF	355.75
32	Caisse de Dépôt et Placement du Québec	Canada	PF	270.00
33	Central Provident Fund	Singapore	PF	269.11
34	California State Teachers' Retirement System	US	PF	254.35
35	Civil Service Retirement System	US	PF	249.14
36	Pensioenfond Zorg en Welzijn	Netherlands	PF	235.02
39	New York State Common Retirement Fund	US	PF	218.55
40	Ontario Teachers' Pension Plan	Canada	PF	210.13
42	Employees' Provident Fund	Malaysia	PF	201.48
43	State Board of Administration of Florida	US	PF	201.10
45	Local Government Officials (Chikyoren)	Japan	PF	197.96
47	Teacher Retirement System of Texas	US	PF	176.94
51	Comisión Nacional del Sistema de Ahorro par..	Mexico	PF	172.96
53	Commonwealth Superannuation Corporation	Australia	PF	155.24
55	Arbejdsmarkedets Tillægspension	Denmark	PF	143.87
56	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço	Brazil	PF	143.35
58	Bureau of Labor Funds	Taiwan	PF	141.46
59	Public Sector Pension Investment Board	Canada	PF	138.19
61	Washington State Investment Board	US	PF	130.00
63	New York State Teachers' Retirement System	US	PF	121.71
67	British Columbia Investment Management Cor..	Canada	PF	112.32
68	General Organisation for Social Insurance	Saudi Arabia	PF	111.73
69	State of Wisconsin Investment Board	US	PF	111.10
70	Ohio Public Employees' Retirement System	US	PF	110.17
72	Pension Fund Association	Japan	PF	107.71

- 不同类型投资者投资逻辑存在较大差别：央行资产配置以主权债券为主，主权财富基金资产配置逐渐向权益和PE倾斜。

全球央行配置以主权债券为主



主权财富基金资产配置向权益和PE倾斜



数据来源：各国央行，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：SSGA，兴业证券经济与金融研究院整理

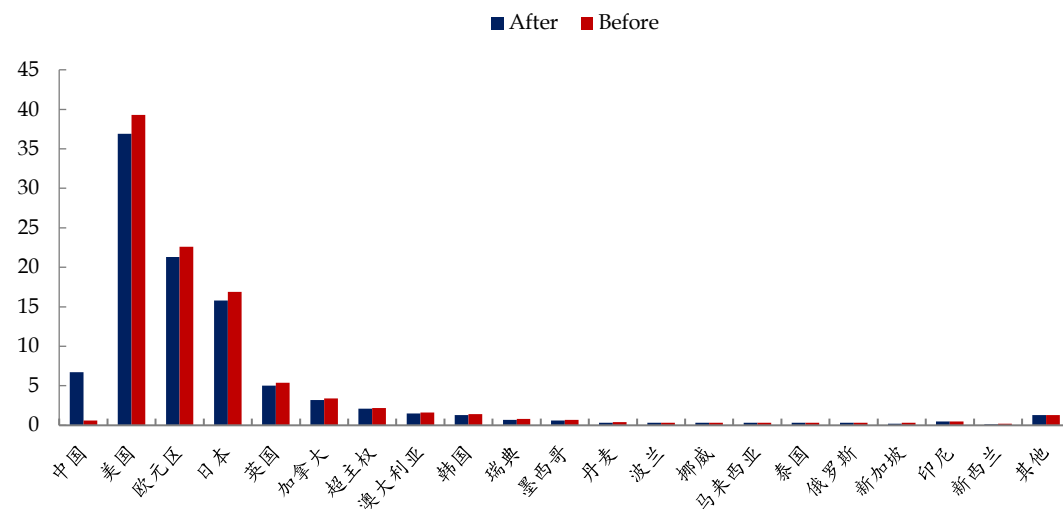
■ 富时罗素WGBI、彭博巴克莱BBGA以及摩根大通GBI-EM GD是最近宣布纳入在岸人民币债券的三大全球债券旗舰指数。

三大国际旗舰债券指数比较

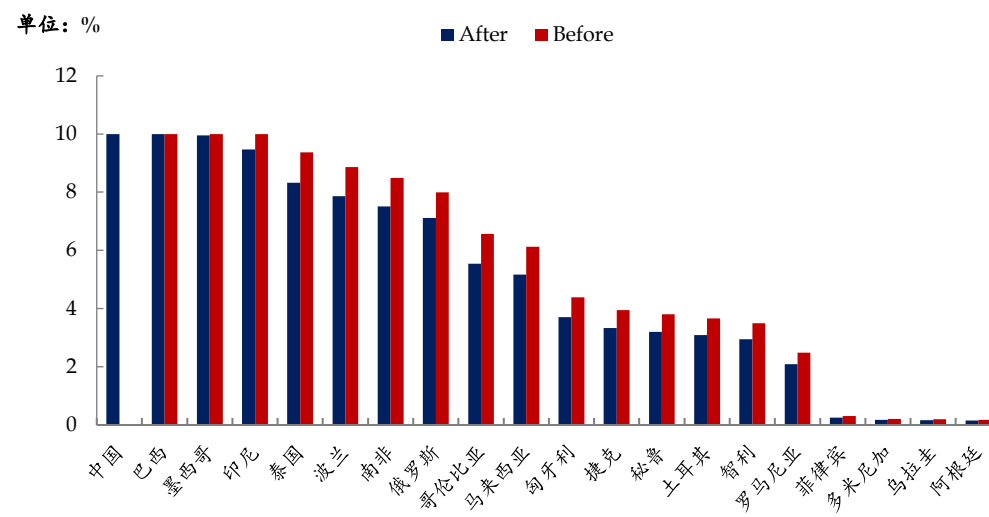
旗舰指数 (Flagship)	WGBI (World Government Bond Index)	BBGA (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)	GBI-EM GD (Government Bond Index-Emerging Market Global Diversified)
指数供应商	富时罗素	彭博	摩根大通
前身	花旗	雷曼	无
创立时间	1984年	1999年	2005年
系列其他指数	EMGBI(Emerging Markets Government Bond Index), 纳入要求低于WGBI	US Aggregate Index等	GBI-EM Narrow(纳入要求高于GBI-EM Global) GBI-EM Broad(纳入要求低于GBI-EM Global)
券种类别	主权债	包含主权债、信用债、MBS等	主权债
全球追踪资金 (美元)	2.5万亿	2.5万亿	2020亿

- **彭博巴克莱BBGA指数 (Bloomberg Barclays Global Aggregate Index)**：2018年3月23日彭博宣布从2019年4月起纳入在岸人民币债券，分20个月到2020年11月完成全部纳入。完成纳入后，在岸人民币债券份额将为6.06%，成为美元、欧元、日元之后第四大计价货币。
- **摩根大通GBI-EM GD (JP Morgan Government Bond Index-Emerging Market Global Diversified)**：2019年9月4日摩根大通宣布将于2020年2月开始在GBI-EM GD指数中纳入在岸人民币债券，分10个月完成。完成纳入后，中国债券在GBI-EM GD指数中的权重将升至10%。

彭博巴克莱全球综合指数纳入在岸人民币债券前后国别占比



摩根大通GBI-EM Global Diversified指数纳入在岸人民币债券前后国别占比



富时罗素Market Accessibility Levels国家分类名单（仅包含Level2和Level1）

	国家	EM v.s. DM	分类	主权评级
美洲	美国	DM	2	AA+
	加拿大	DM	2	AAA
	墨西哥	EM	2	A-
	巴西	EM	1	BB-
	智利	EM	1	AA-
	哥伦比亚	EM	1	BBB
	秘鲁	EM	1	A-
EMEA	英国	DM	2	AA
	欧元区	DM	2	AA-
	丹麦	DM	2	AAA
	挪威	DM	2	AAA
	瑞典	DM	2	AAA
	波兰	DM	2	A
	南非	EM	2	BBB-
	俄罗斯	EM	1	BBB
	匈牙利	EM	1	BBB-
	罗马尼亚	EM	1	BBB-
亚太	土耳其	EM	1	BB-
	日本	DM	2	A+
	澳大利亚	DM	2	AAA
	新加坡	DM	2	AAA
	马来西亚	EM	2	A
	中国	EM	1	A+
	印尼	EM	1	BBB-
	菲律宾	EM	1	BBB
	泰国	EM	1	A-

■ 2019年3月富时罗素正式启用Market Accessibility Levels的国家分类框架，按照市场可进入性，每个国家被归类为Level 2、Level 1和Level 0，其中Level 2市场可进入性最高。归类为Level 2的国家可以被纳入WGBI指数，归类为Level 1的国家可以被纳入EMGBI指数，归类为Level 0的国家可以被纳入EMGBI Additional Markets Index。

■ 2020年9月25日凌晨，富时罗素将揭晓是否把中国由Level 1升级到Level 2，如果升级成功，中国国债将被纳入WGBI指数。

富时罗素Market Accessibility Levels分类标准

	Level 2	Level 1	Level 0
1. 市场、宏观以及监管环境			
不限制境外投资者进入	√	○	×
持续性的债券发行提供足够的流动性	√	√	√
健全的监管环境	√	○	×
透明的汇率政策及沟通	√	○	×
税收制度不构成负担	√	○	×
针对外资清晰的注册流程	√	√	×
2. 外汇市场结构			
外汇市场有足够深度和流动性	√	○	×
对投资目的的外汇交易没有限制	√	○	×
离岸和在岸NDF对冲成本差异不显著	√	○	×
3. 债券市场结构			
一级和二级市场有充足的流动性	√	√	○
交易成本低	√	○	×
成熟高效率的场外或场内交易市场	√	√	○
债券条款支持指数计算	√	√	√
有合适的债券定价支持指数计算	√	√	√
4. 全球托管和结算			
国际投资者能无缝进行债券交易结算	√	○	×
适用DvP款券对付模式	√	√	×
有竞争力的托管模式	√	○	×

数据来源：FTSE，兴业证券经济与金融研究院整理

■ Level 2与Level 1的主要区别在于对外资准入程度（资本项目开放）、汇率制度以及外汇市场有更加严格的要求。资本项目开放和汇率形成机制改革可以说是中国金融领域主要改革的“最后一公里”。如果富时罗素将中国归类为Level 2市场，这将是继人民币纳入SDR后，中国金融体系改革的又一重大突破。

■ 国际指数对成份国的资本项目开放程度、债券市场基础设施、外汇市场深度等方面均有透明而严格的要求，国际指数纳入在岸人民币债券是对中国金融领域改革与开放的认可和背书，这种宣示意义将吸引更多类型、更多地域的境外投资者参与在岸人民币债券市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
材料中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为本材料引用的相关研究报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本材料中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本材料观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本材料视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn



THANKS

欢迎交流！ 兴业证券固定收益团队