

中国利率2021年展望

BI China, Asia-Pacific Dashboard



Stephen Chiu
Team: BI FX and Rates Strategist
BI FX and Rates Strategist



Jason Lee
Team: BI FX and Rates Strategist
BI Associate Analyst

1. 2021年展望：看跌中国利率的交易员有望利用政策正常化窗口

(Bloomberg Intelligence) -- 我们认为，预测中国利率下跌的交易员可能会利用2021年货币和财政刺激措施双双减退的窗口。中国已表示有意在宏观经济复苏的情况下保留政策空间，同时表明不会太快撤回定向支持政策。因此，货币政策正常化可能会以货币和信贷供应减速，而不是加息的形式出现；在财政政策方面，刺激减退可能转化为政府债券供应缩量，以致中长期收益率承压；不过，宏观表现优势可能会支撑10年期国债收益率。温和的曲线陡峭化可能是2021年的主题，而短债当下的防御能力或许更好。同时，在加息预期往后延的情境下，掉期交易的表现可能会好于债券策略。(01/22/21)

Table of Contents

核心议题

宏观和货币展望

国债展望

利率策略

核心议题

宏观和货币展望

中国央行或有意收紧货币政策基调，但并无迫切加息需要

我们认为，由于中国较世界其他地区的宏观经济表现优势有望持续，中国央行2021年的货币政策基调可能会变得相对不那么宽松。尽管如此，加息方面仍为时尚早。相反，政策正常化可能以货币和信贷供应减速的形式表现。

(01/20/21)

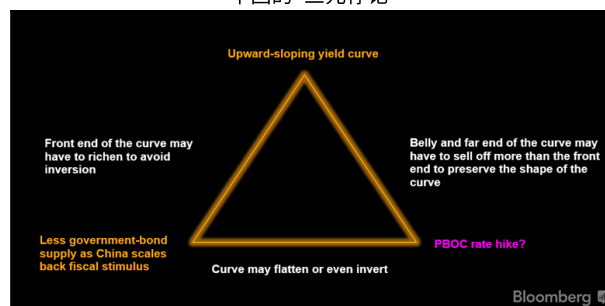
2. 加息可能受到“三元悖论”的限制

我们认为，如果中国央行还希望保持向上倾斜的收益率曲线并应对政府债券供应减少，央行2021年可能不会提高如7天期逆回购利率等短端利率。虽然在岸和离岸远期利率掉期利率已经开始反映加息预期，但实际加息的举措可能会进一步刺激收紧预期，并引起收益率曲线逆转的风险。同时，中国可能更倾向于收紧财政刺激，并减缓政府债券供应，而这将抑制收益率曲线的中长端期限。如果央行偏好收益率曲线向上倾斜，这将是加息的另一个不利因素。

中国央行行长曾于去年10月表示，中国将尽可能长时间实施正常货币政策，并保持向上倾斜的收益率曲线。

(01/20/21)

中国的“三元悖论”

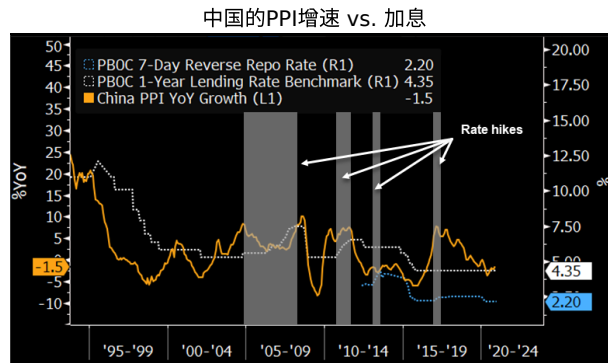


Source: Bloomberg Intelligence

3. 加息可能需要PPI持续飙升

从之前的加息周期来看，生产者价格指数（PPI）持续上升可能是央行加息的先决条件。尤其是，要实现加息，PPI可能必须加速并保持按年增长2%以上（见图表）。因此，尽管由于基数较低和大宗商品价格上升，工业活动和投

资可能会受到进一步宏观复苏所支撑，以致PPI在2021年的全年增速仍将回归正值，但通胀回升可能并不足以触发加息。中国社会科学院预计，中国2021年的PPI增速将达到1%，对比2020年的-1.9%。(01/20/21)



Source: Bloomberg Intelligence

4. 中国央行可能收紧货币政策基调

我们认为，鉴于中国的宏观经济复苏和保留政策空间的意图，中国央行2021年可能收紧货币政策立场，从"稳健"转向"稳健中性"。在中国央行于去年11月发布的2020年第3季度货币政策报告中提及需把好货币供应"总闸门"，为自2019年第2季度以来首次，我们认为，这一表述再次出现可能是收紧政策立场的信号。中国央行还避免使用明确引导贷款利率下行的指引，并在12月的2020年第4季度会后声明中承诺维持宏观杠杆率。

不过，不那么宽松的货币政策立场可能反映在货币和信贷供应速度较2020年放缓，而非加息，因央行仍较警惕以确保不破坏宏观经济复苏。(01/20/21)



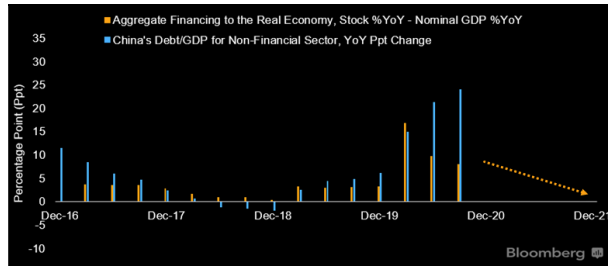
Source: PBOC; Bloomberg Intelligence

5. 中国可能放慢信贷供应以控制杠杆

我们认为，中国仍需进一步限制社会融资规模增速，从而维持债务与GDP之比这一宏观指标稳定或者回到新冠疫情前的趋势（见图表）。中国目前已承诺将货币供应量和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配。彭博经济对2021年实际GDP增速的预期为8.2%，名义GDP增速可能接近10%-11%，2019年社会融资规模存量增速为10.7%。截至2020年11月，社会融资规模存量已较2019年12月上升12.7%。

尽管中国央行行长易纲曾于去年10月表示，随着中国2021年的名义GDP增速加速，宏观杠杆率将更加稳定，我们认为可能仍需要积极减少信贷供应。(01/20/21)

中国的信贷供应 vs. 宏观杠杆率



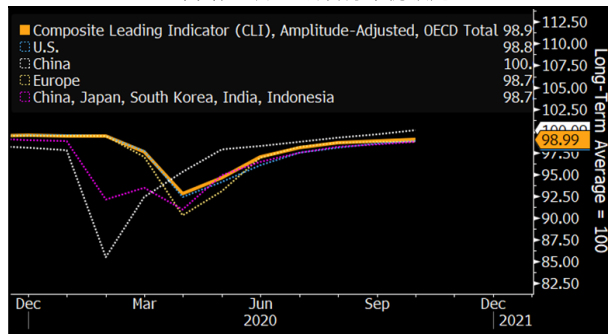
Source: China's Center for National Balance Sheets; Bloomberg Intelligence

6. 宏观经济复苏之路目前可能不会改变

根据彭博行业研究的疫苗分析情景，新冠疫苗有望在2021年上半年后规模接种，而中国较美国和欧洲的宏观经济复苏优势有望在这之前延续。经合组织的综合领先指标（CLI）有望反映该宏观发展。国际货币基金组织在10月《世界经济展望》中预计，除中国以外，即使到了2021年，发达经济体和新兴经济体的产出可能仍低于其2019年水平。

CLI描述某个经济体在其长期潜在水平（图中值100）附近的波动，并提供经济周期拐点的先导信号。根据经合组织，指标拐点通常较商业周期拐点早6-9个月。（01/20/21）

中国在宏观经济复苏中仍领先



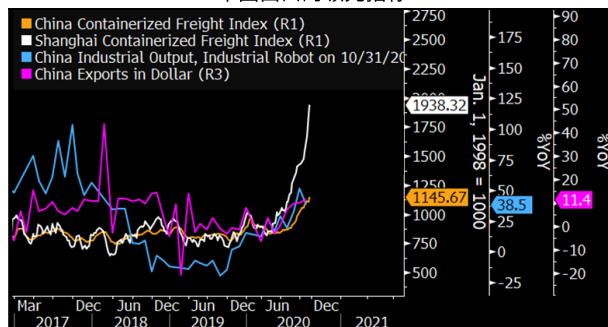
Source: OECD; Bloomberg Intelligence

7. 出口领先优势可能在疫苗接种后持续

我们认为，在全球接种新冠疫苗后，中国在疫情期间的出口领先优势可能不会立即消失，这一优势一直是人民币的结构性驱动因素。疫苗可能首先会在主要经济体普遍接种，而其他新兴市场的工厂可能要到更晚时间才能提振产出，2021年全球对中国出口的依赖可能持续。公司可能会谨慎从中国迅速撤单，因为不稳定的订单交付可能对现金流构成风险。

中国的货运集装箱价格飙升可能是未来几个月出口进一步保持优势的指标。另一点需要指出的是，从长期来看，工业机器人加速采用可能会提升中国制造业产出的竞争力。（01/20/21）

中国出口的领先指标



Source: Bloomberg Intelligence

国债展望

中国国债的熊平走势面临供应缩量、宏观向好的风险

我们认为，2021年，中国国债的熊平走势或将面临更多挑战。这可能是财政刺激减弱之际债券供应减少所致，同时由于宏观经济进一步复苏，10年期收益率有望获得支撑。面对曲线陡峭化风险，短期债券或更具弹性。

(01/21/21)

8. 政府债券供应量或接近减半

根据我们的模型，2021年，中国政府债券（国债和地方政府债券）的净发行量（包括新发行和再融资）可能至少达到4.3万亿元人民币的规模。这比2020年8.5万亿元人民币的净额少49%，原因是中国可能不需要发行那么多的抗疫特别国债、专项债来支撑经济复苏，这也符合财政刺激减弱的趋势。

我们的分析假设，今年的财政赤字目标是名义GDP的2.5%，采用8.2%的实际GDP增速（彭博经济预测），得出预算赤字或普通债券额度为2.85万亿元人民币。我们随后假设特别债券的发行量是2015-19年均值的80%。发行总额度可以通过将净发行额度与到期债券相加得出。(01/21/21)

2021年政府债券供应量预测

Government Bonds	2021			2020	
	Net Quota	Maturity	Gross Quota	Net Quota	Utilized (%)
Treasury Bond	1,889	3,452	5,340	3,780	104%
General	1,889	3,452	5,340	2,780	105%
Special	-	-	-	1,000	100%
Local-Government Bond	2,469	2,665	5,134	4,730	95%
General	956	1,520	2,477	980	95%
Special	1,512	1,145	2,657	3,750	94%
Total	4,357	6,117	10,474	8,510	99%
General	2,845	4,972	7,817	3,760	102%
Special	1,512	1,145	2,657	4,750	95%

Note: Quota (Net) based on budget deficit of 2.5% GDP; units in CNY Billion or percentage.

Bloomberg

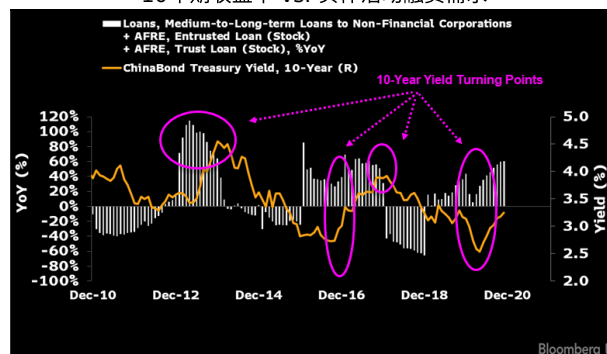
Source: Bloomberg Intelligence

9. 10年期收益率或因宏观复苏而获得支撑

我们认为，宏观经济持续复苏或为较长时期收益率提供支撑，而中国10年期国债收益率可能会在接近3%的水平获得支撑。我们的实体经济融资需求指标（图中白色条柱）拐点通常领先于10年期收益率（橙线），而且即便该指标在2021年达到峰值，10年期收益率随后的回落也可能较为温和。

我们的指标是非金融企业中长期贷款、委托贷款及信托贷款总额的同比增速。第1类通常与基建项目相关，而中国也已于12月表示有意进一步增加此类贷款。后两类（都是表外、非标渠道）通常被用来为资本支出采购和建筑工作融资。(01/21/21)

10年期收益率 vs. 实体经济融资需求



Bloomberg

Source: Bloomberg Intelligence

10. M1与M2增速差距扩大或提振10年期收益率

根据我们的分析，M1与M2增速差距进一步扩大（通常发生在企业对经济前景变得更乐观时）或为10年期国债收益率提供支撑。鉴于这一差距是10年期收益率的领先指标，收益率自2020年5月以来的上升趋势或许尚未结束。

Bloomberg Intelligence

中国的M1货币供应包括流通中的现金和企业活期存款，当企业愿意承担更多风险，并将存款用于扩大资本支出和购买库存时，M1与M2的增速差距将会扩大。相反，如果企业态度保守，并且倾向于延长定期存款或购买货币市场基金，则两者差距会收窄。另外，房产销售动态可能也是影响M1与M2增速差距的一个因素。(01/21/21)



11. 信贷需求大于供应或更能稳定10年期收益率

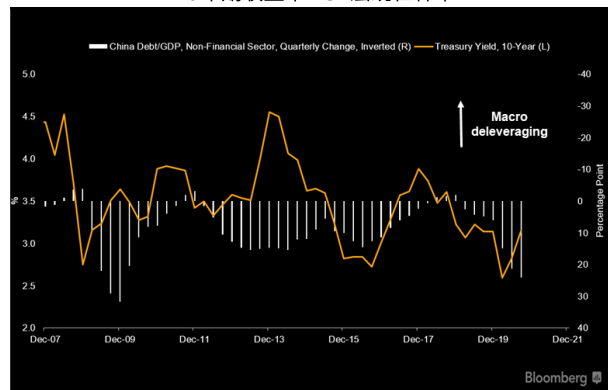
我们认为，社会融资规模与M2存量的增速差距扩大可能会在2021年持续，并将帮助支撑10年期收益率。该增速差距或可反映信贷需求与供应之差，并且往往会在实体经济融资需求强劲时扩大，因此过去一直与10年期收益率同步变动。M2与存款机构（通过间接融资渠道）负债部分的相关性更大，而社会融资规模则与整个金融系统的资产部分有关，也考虑了股票和债券等直接融资渠道。因此，如果中国继续在传统银行贷款之外鼓励发展直接融资渠道，那么社会融资规模与M2的增速差距也可能扩大。(01/21/21)



12. 10年期收益率或已为宏观去杠杆做好准备

中国的10年期国债收益率可能是宏观杠杆率变化的领先指标（如图）；即使中国承诺仅在当下维持宏观杠杆率稳定，10年期收益率可能已经开始为未来去杠杆趋势率先部署。(01/21/21)

10年期收益率 vs. 宏观杠杆率



Source: China's Center for National Balance Sheets; Bloomberg Intelligence

利率策略

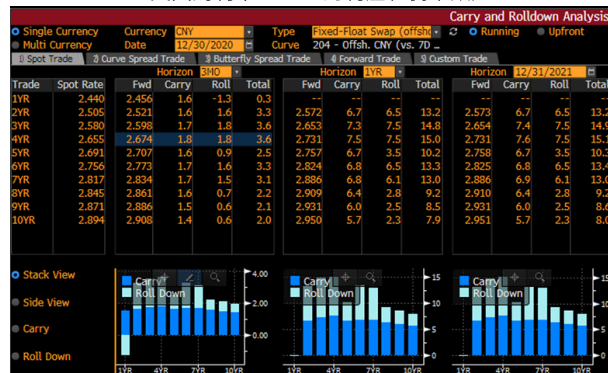
13. 掉期策略可能受惠于加息预期减退

我们认为，基于7天回购利率的在岸利率掉期或离岸非交割利率掉期（NDIRS）可用来部署中国加息预期的减弱。掉期中看空利率方有正利差和骑乘效应，尤以3年、4年期特别高（使用彭博的CARY<GO>功能），并可能为利率大跌提供额外的保护。另一方面，尽管收益率曲线陡峭化策略提供较少的利差、骑乘效应保护，但策略可受惠于加息预期往后延。

大多数海外投资者仍需依赖NDIRS市场来表达对中国利率的看法，并面临用美元而非人民币结算的外汇风险。

(01/20/21)

7天回购利率NDIRS的利差和骑乘效应



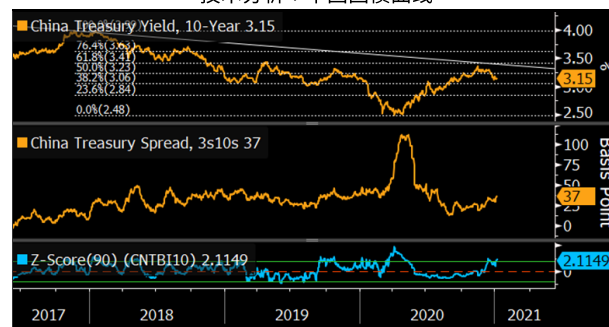
Source: Bloomberg Intelligence

14. 中国：2021年熊平走势或进一步减弱

我们认为，在财政支持正常化和宏观经济进一步复苏的背景下，中国国债自2020年5月以来的熊平走势可能会进一步减弱。国债发行量减少可能会抑制中长期收益率，而宏观融资需求的进一步回升可能会将10年期收益率稳定在接近于3%的技术支撑位，内在在2.9-3.4%的区间浮动。尽管如此，自2016年以来，3年期/10年期利差均值在略超30个基点的水平，接近40-50基点阻力位后，进一步变陡空间可能有限。

我们认为，面对曲线变陡，5年期或以内到期的短期债券或更具防御力。熊平是指近端收益率上升较快所导致的收益率曲线变平。(01/21/21)

技术分析：中国国债曲线



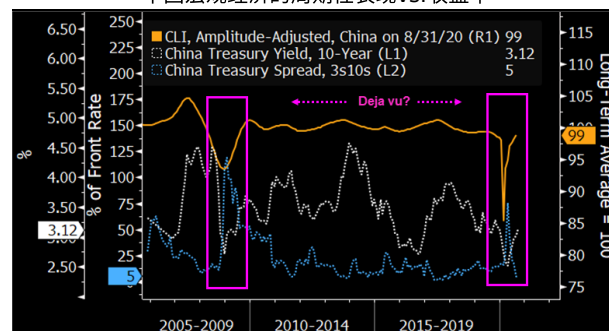
Source: Bloomberg Intelligence

15. 似曾相识的危机体验或塑造中国债券曲线的未来走势

在今年全球疫情爆发之际，中国国债收益率曲线先呈现牛陡走势，随后又进入熊平，这或许与2008-09年全球金融危机期间及之后的表现类似。若当年的危机后趋势在如今的市场重演，则当前的熊平走势可能尚未结束。宏观经济持续复苏、央行不愿进一步放松政策、加上新一轮大规模财政刺激政策的可能性不大，都预示着当前趋势将持续。与此同时，由于曲线不太可能发生倒挂，因此久期投资或将跑赢曲线投资。

经合组织的综合领先指标，一般能较早显示经济周期的拐点。牛陡（或熊平）是指近端收益率加速下跌（或上扬）造成的曲线变陡（或趋平）。（09/21/20）

中国宏观经济的周期性表现vs.收益率



Source: Bloomberg Intelligence

16. 免责声明

本报告最初以英文发布，该翻译版本为彭博本地化团队和翻译服务公司的产品。如中、英文版本有任何出入或歧义，概以英文原版为准。（01/21/21）

请点击此处查阅英文原版报告：

- 2021 Outlook: China Rates Bulls May Exploit Policy Normalization

To contact the analyst for this research:
Stephen Chiu at schiu123@bloomberg.net