

关于债券市场趋势的补充

— 利率产品市场 9 月月报

报告摘要:

8月份利率市场回顾

- 如果剔除上周末的最后两个交易日,8月份货币市场利率整体处于稳定状态;而最后两天的异动更可能来自于工行转债发行等一次性因素冲击,比较类似于2月份的情景。
- 中长债收益率的走势出现品种分化。一方面,利率产品收益率经历了先上行后下行的震荡,最终绝对水平与7月底基本持平;另一方面,信用产品收益率继续下行。
- 看起来这与我们一直强调的尽管信用利差已经处于相对偏低的位置,但鉴于银行系统资金面的原因以及信用债自身特点,在目前阶段信用产品要好于利率产品的判断相一致。

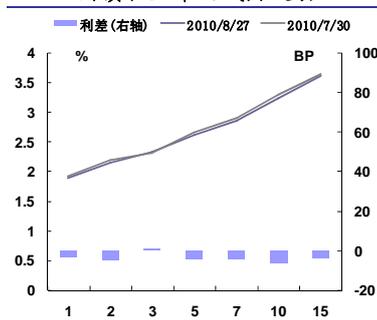
利率市场中期趋势问题的补充

- 我们对于利率市场中期趋势的主要结论是,站在现在,展望未来约1年左右的时间区间,通货膨胀压力的不断上升将很可能成为决定债券资产的脉络,资金面在此背景中将趋向紧张,从而也意味着在趋势的意义上,我们看空债券市场。
- 诚然,不论是通货膨胀这个前提,还是债券市场下跌这个结果,都存在着很多值得深入讨论的细节问题。在这篇报告中,我们将重点放在通货膨胀与债券市场的关联这个层面。
- **首先,关于通货膨胀和债券市场的相关关系。**数据显示,CPI,尤其是当期的CPI,并不能与债券收益率构成稳定的因果关系;而只是在特定的环境中,形成了比较明显的相关关系。
- 我们认为宏观经济背景同时决定了商业银行资金面和通货膨胀,而商业银行的资金面又决定了债券市场趋势,因此在结果层面,会看到有时候通货膨胀与债券市场走势一致,有时候两者相悖。
- **其次,关于未来通胀压力下资金面的趋势。**在趋势的意义上讨论,一方面货币供给的速度,尤其是银行负债膨胀的速度,将慢于信贷增长的速度;另一方面,结构性通胀背景下,央行资产负债调整的思路将可能表现为宽货币,而对流动性控制偏紧的特点。
- 那么可以想象到的商业银行资产配置特点将是:信贷资产配置略带刚性,并且快于总资产规模的增长,这体现为信贷资产占比的上升;储备资产很可能经历明显增长,从而体现为储备资产占比的上升;那么相对应的,债券资产占比将系统性下降。仅仅在资产占比变动规律的意义,上述的变化有些类似于2007年上半年的情况。
- **最后,劳动力成本上升下债市表现的国际经验。**我们考察了日本、台湾、韩国在经济走过刘易斯拐点时期,宏观经济走势、货币政策关注点以及债券市场表现等问题。
- 看起来在债券市场层面,债券市场收益率基本跟随通货膨胀上升而上升,并且长债的波动平台要系统性的抬高;同时,期限利差前期表现为扩大,后期表现为缩小;这意味着通胀上升先导致长债下跌,后期随着货币政策的调整,短端利率呈现更快上升走势。

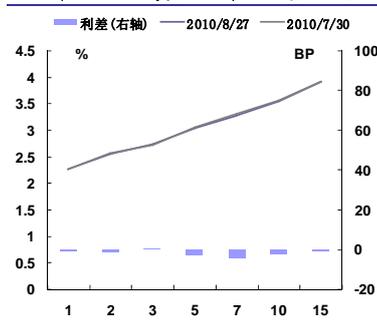
上证国债指数



国债收益率曲线月变动



政策性金融债收益率曲线月变动



研究员

景晓达

固定收益分析师

010-66581622

jingxd@essence.com.cn

证书编号

S1450210040002

1. 7 月利率市场回顾

1.1. 收益率曲线变化的几点特征

1.1.1. 货币市场收益率整体稳定, 资金供给问题不大

如果剔除上周末的最后两个交易日, 8 月份货币市场利率整体处于稳定状态。比如, 7 天回购利率的波动范围在 1.64%-1.79% 之间; 1 年期国债收益率的波动范围为 1.88%-1.93%; 同时, 1 年期 AAA 级短融收益率的波动范围为 2.69%-2.70%。

但上周末的最后两个交易日, 回购市场利率表现出明显上升。结合货币市场的其他指标, 包括现券收益率、质押式回购成交量情况, 我们认为这并不像是资金供给在趋势上出现了紧张; 而更可能的原因是, 受工行转债的发行等一次性因素冲击, 资金供给短期之内偏紧, 事实上今年 2 月中旬的时候也发生过类似的事件冲击。

图 1: 隔夜回购和 7 天回购利率整体稳定(%)

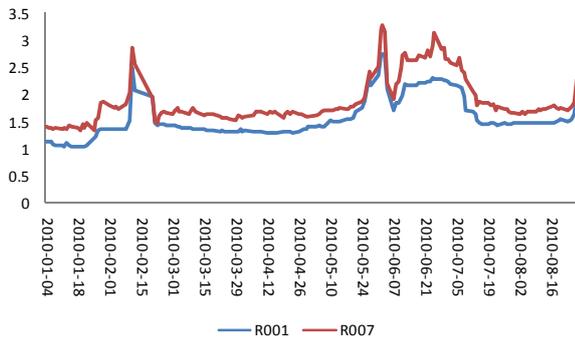


图 2: 1 年期国债和短融收益率波动范围很窄(%)

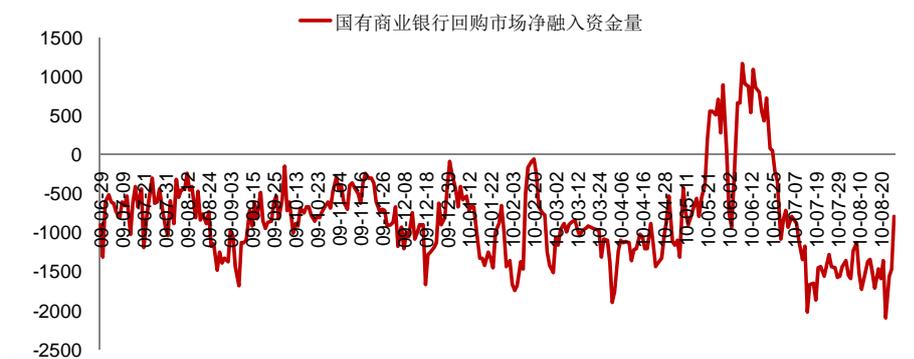


数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

观察观察质押式回购市场成交量数据, 8 月份国有商业银行净融出规模比较稳定, 日平均为 1500 亿元左右; 只是在 8 月 27 日时, 融出量下降至 800 亿元左右 (原因见上文)。

图 3: 国有商业银行质押式回购净融入资金状态(亿元)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

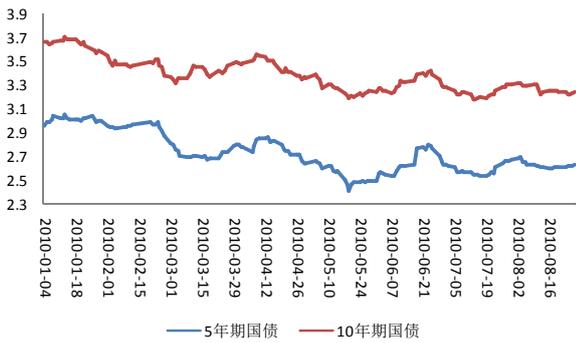
1.1.2. 中长债收益率可以被描述为区间震荡

8 月上旬, 利率产品收益率曲线发生上移; 而在 8 月中下旬, 收益率曲线又整体下移。最终, 8 月底和 7 月底的收益率绝对水平基本持平。以 10 年期的品种为例, 10 年期国债 8 月底收益率为 3.24%, 7 月底的水平为 3.29%; 10 年期金融债 8 月底收益率为 3.56%, 7 月底的水平为 3.58%。

而略显不同的是信用产品收益率曲线的变动。8 月份各级别的信用产品收益率继续下行, 比如 5 年期 AAA 级中票, 收益率由 3.82% 下行至 3.67%; 5 年期 AA 级中票, 收益率由 4.41% 下行至 4.3%。

这与我们一直强调的尽管信用利差已经处于相对偏低的位置, 但鉴于银行系统资金面的原因以及信用债自身特点, 在目前阶段信用产品要好于利率产品的判断相一致。

图 4: 中长期国债收益率走势(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 5: 中长期金融债收益率走势(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 6: 8 月份, 信用产品好于利率产品(%)



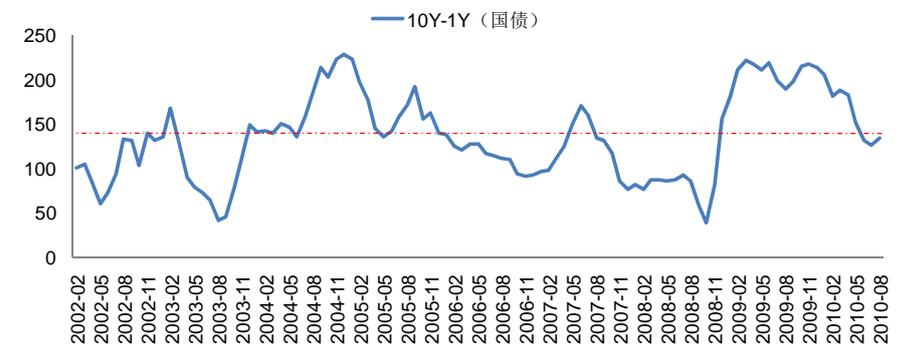
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

1.1.3. 期限利差结构和品种利差结构

收益率曲线的窄幅波动作用在期限利差层面表现为期的变化幅度较小, 8 月份仅略微高于 7 月份的水平。具体而言, 在国债方面, 截至 8 月 27 日, 10 年-1 年的期限利差平均值为 134BP, 高于 7 月份平均值 127BP 约 7BP。

目前各关键期限利差的状态为, 除 10 年-7 年利差高于历史均值之外, 其余各期限均低于历史均值 (如果按照历史月度数据将利差分为 4 个象限的话, 它们均处在第二象限内, 详细数据见下表)。

图 7: 国债整体期限利差变动幅度小 (BP)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

注: 图中红线为 02 年以来的历史平均值 136BP

国债期限利差	3 年-1 年	5 年-3 年	7 年-5 年	10 年-7 年
历史均值	44.4447	34.3070	26.5357	31.2289
最大值	98.3052	81.2523	48.5248	57.4823
最小值	1.5645	9.9100	6.8805	8.1500

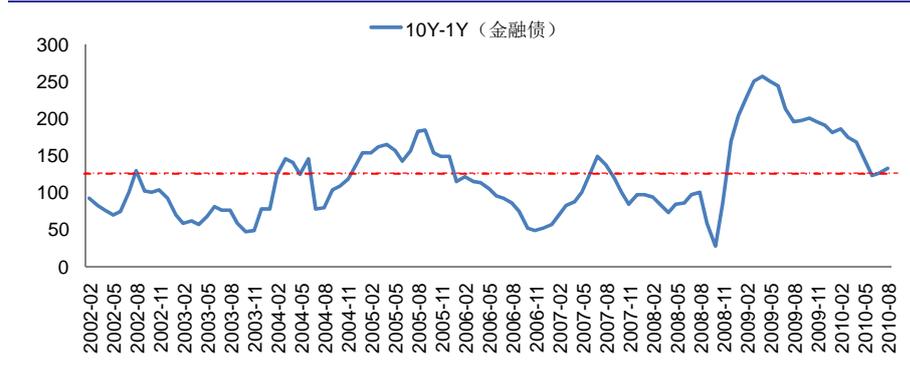
当前值	43.2000	29.0700	23.9300	37.5400
分位位置	2	2	2	3

数据来源: 安信证券固定收益研究小组
注: 图中单位为 BP

在金融债方面, 截至 7 月 30 日, 10 年-1 年的期限利差平均值为 132BP, 较 7 月份的均值 126BP 上升 6BP, 高于历史平均水平。

目前各关键期限利差的状态为, 除 3 年-1 年期限利差高于历史均值之外, 其余各期限均低于历史均值, 如前文所定义, 它们处于第二象限, 而显然 3 年-1 年处于第三象限。

图 8: 金融债整体期限利差高于历史平均水平(BP)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注: 图中红线为 02 年以来的历史平均值 118BP

金融债期限利差	3 年-1 年	5 年-3 年	7 年-5 年	10 年-7 年
历史均值	39.5395	31.1349	22.7041	26.4748
最大值	90.3105	80.0848	57.3718	53.1313
最小值	-6.8120	5.2425	7.1005	6.3800
当前值	47.0800	30.7900	23.3400	27.7800
分位位置	3	2	2	2

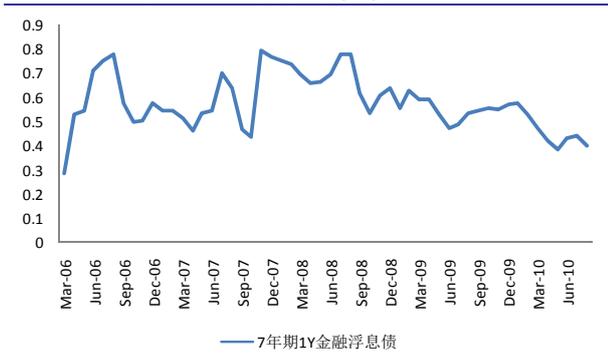
数据来源: 安信证券固定收益研究小组
注: 图中单位为 BP

1.1.4. 浮息债点差收益率下降, 浮固息利差有所上升

从月度数据来看, 8 月份点差收益率均值为 0.40%, 较 7 月份 0.44% 下降了 4BP。事实上, 从日度数据角度来看, 点差收益率的下行源自 7 月下旬。

在浮固利差层面, 点差收益率的下降和固息债收益率的上行导致了浮固利差在 8 月份有所上升。

图 9: 点差收益率继续下行(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 10: 浮固息利差上升(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

1.2. 原因和逻辑

如果我们讨论的是债券市场整体，那么可以清楚的看到，在资金面充裕的背景下，8月份市场整体是上涨的，收益率曲线是下行的。

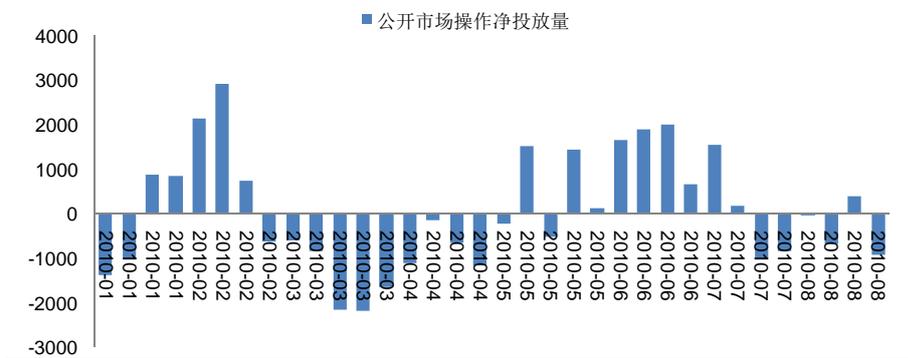
但如果我们将讨论范围缩减至利率产品，我们也同时看到了在通货膨胀超出预期的压力下，这个品种的收益率在8月初出现了上行。

两者综合起来，就是我们在前一期月报中所提到的，债市整体强势，但品种会出现分化；具体为利率产品将会受到通胀冲击，从而表现弱于信用产品和浮息债产品。

1.2.1. 资金面的趋势回归商业银行的作用

首先，对于央行资产负债表。进入7月份以后，央行在公开市场操作领域的做法与之前大不相同。比如，在3至5月份，央行快速回笼流动性；在5至6月份，央行快速投放流动性；而在7、8月份，净投放和净回笼交替呈现，并且规模明显缩小。

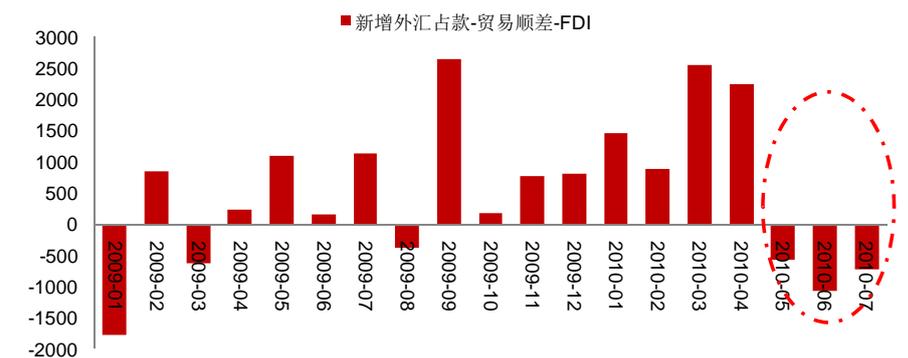
图 11: 央行公开市场操作周净投放量(亿元)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

结合我们对第二季度货币政策执行报告的理解，这是央行认为未来中国经济增速和资本流动等层面存在诸多不确定性和风险，从而在操作层面有所调整的表现。在此背景下，公开市场操作的结果将更多的反映商业银行流动性的状况，而一段时期内含有央行主动投放和回笼的意愿相对较弱。

图 12: 5、6、7 三月份资本表现流出迹象(亿元)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

其次，在此背景下，决定资金面的趋势力量更迭至商业银行资产负债表和实体经济资产负债表层面。可以预见的是，信贷行政控制将有利于维持银行系统流动性的充裕；而信贷创造的重启，或者实体经济信贷需求的持续上升，都将推动资金面向紧张的趋势发展。

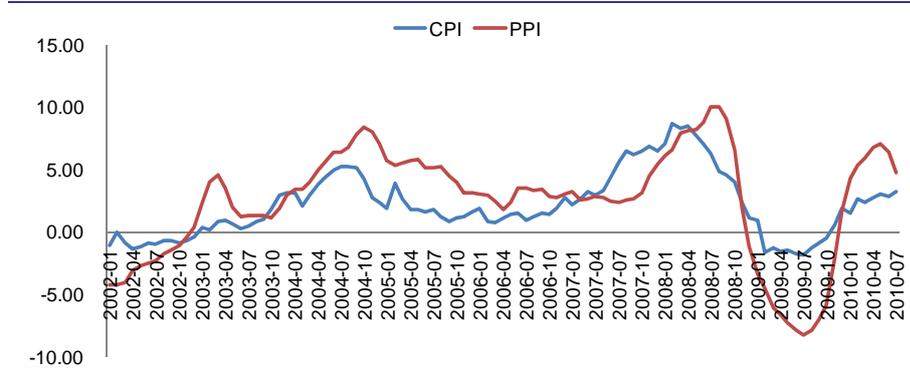
具体到8月份，一方面商业银行主动信贷创造继续受控；另一方面，处在去产能化末期的宏观背景，使得实体经济的投资意愿低位复苏，但由于缺乏清晰的产业方向，持续的、强劲的投资需求尚难实现，因此信贷需求的持续上升可能性也不大。

因此，综合考虑，资金面的趋势维持在偏宽松的方向。

1.2.2. 通货膨胀的冲击

7 月份的 CPI 同比达到年内新高, 上涨 3.3%, 环比上涨 0.4%; 而另一方面 7 月份的 PPI 却出现了加速回落的走势, 同比上涨 4.8%; CPI 与 PPI 的趋势裂口已初现端倪。

图 13: 7 月份 CPI 和 PPI 的裂口(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

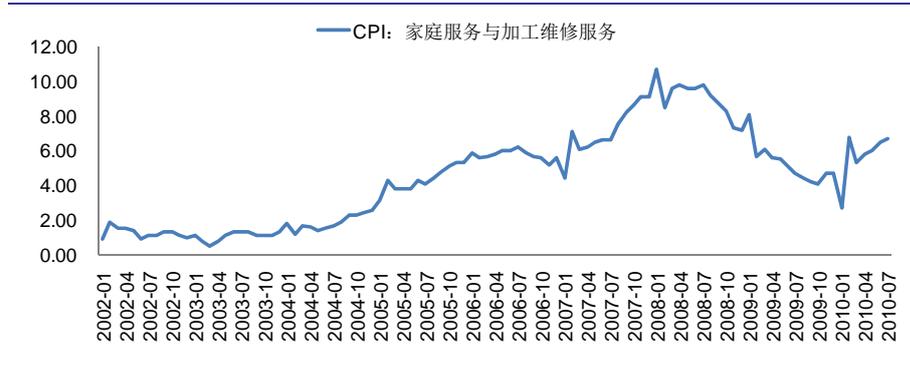
在 CPI 领域, 7 月份数据创新高的主要原因是食品价格的上涨压力, 尤其是猪肉价格和粮食价格的大幅上涨。7 月 CPI 食品同比上涨达到 6.8%, 环比上涨 0.9%。

猪肉价格在经历了上半年的超跌之后于 7 月份迎来了比较猛烈的反弹。根据统计局 50 个大中城市食品价格数据, 猪肉零售价格环比上涨 12.7%。

此外, 食品领域粮食价格和蔬菜价格上涨的压力也不容忽视。比如, 粮食同比涨幅从今年 4 月份跳升至 10% 以上的平台; 根据商务部的数据, 蔬菜价格波动的底部或中枢大体从 05 年开始抬升, 5 年复合增长率约为 13%。

从背后的成因来看, 劳动力成本的上升是非常重要的影响因素。以猪肉市场为例, 劳动力成本上升导致了边际养殖户退出养殖市场, 从而引发猪肉的主动供给进而推动价格下跌至盈亏平衡之下的位置; 价格的超跌和供应能力的快速下降蕴涵着未来价格超涨的反弹周期。这就是劳动力价格对猪肉市场超调的影响方式。

图 14: 反映低端劳动力市场松紧的指标(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2. 利率市场中期趋势问题的补充

2.1. 总体结论

在前一期周报中，我们简要汇报了对未来债券市场趋势的判断。主要结论是，站在现在，展望未来约1年左右的时间区间，通货膨胀压力的不断上升将很可能成为决定债券资产的脉络，资金面在此背景中将趋向紧张，从而也意味着在趋势的意义上，我们看空债券市场。

诚如当时讨论中所指出的，不论是通货膨胀这个前提，还是债券市场下跌这个结果，都存在着很多值得深入讨论的细节问题。在这篇报告中，我们将重点放在通货膨胀与债券市场的关联这个层面。

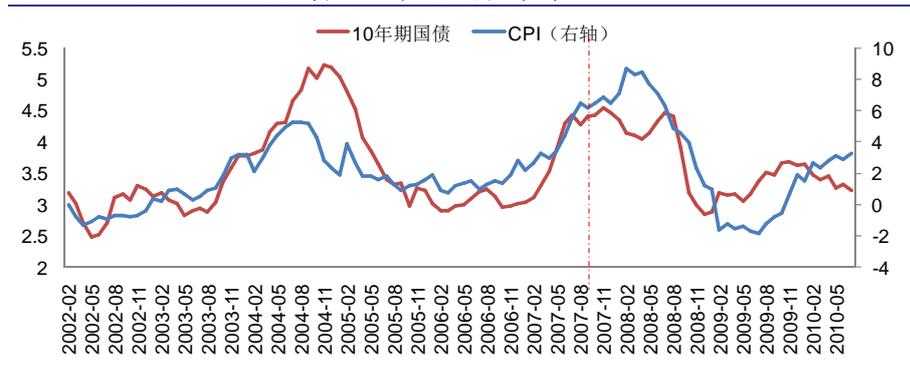
而关于通货膨胀趋势自身的讨论，我们会联合宏观研究小组在近期以专题报告的形式陆续深入讨论。

2.2. 原因和逻辑

2.2.1. 通货膨胀与债券市场的相关关系

关于通货膨胀和债券市场的关系，是一个颇具争议的话题。观察2002年至2007年的数据，两者的走势非常一致；正是基于此，市场认为通货膨胀是决定债券市场走势的关键因素。

图 15: 当期的 CPI 与长债收益率的走势 (%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注: 2002 年至 2007 年 CPI 和 10 年期国债收益率相关系数为 76%

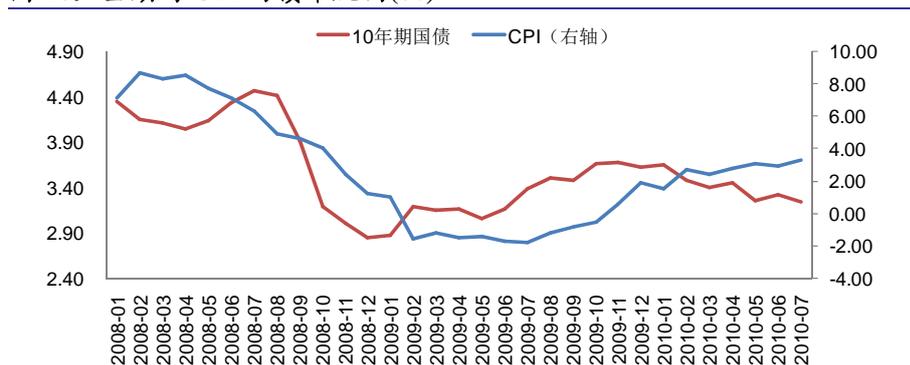
但如果秉承这样的判断依据的话，在接下来的三年时间内，我们对债券市场趋势的把握会出现很多次方向性的错误。其中，几段典型的案例包括：

2008 年一季度至二季度初，CPI 由 7.1% 上升至 8.5%，而 10 年期国债收益率由 4.35% 下降到 4.04%；

2009 年二季度至年末，CPI 一直处于负值区间，直到 11 月和 12 月份转正，而 10 年期国债收益率由 3.05% 上升至 3.63%；

2010 年上半年，CPI 由 1.5% 上升至 3.3%，而 10 年期国债收益率由 3.64% 下降至 3.24%。

图 16: 当期的 CPI 与债市脱钩(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

上述事实说明, 从逻辑的角度出发, CPI, 尤其是当期的 CPI, 并不能与债券收益率构成稳定的因果关系。而只是在特定的环境中, 形成了比较明显的相关关系。

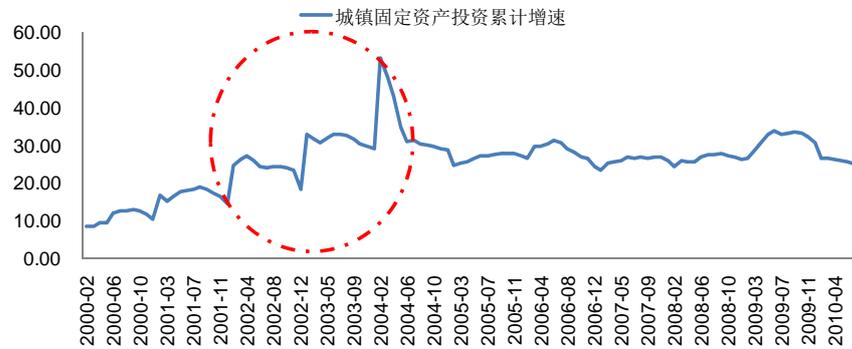
故此, 我们从商业银行的资金面出发判断债券市场的趋势。这样的分析思路具体是指, 宏观经济背景同时决定了商业银行资金面和通货膨胀, 而商业银行的资金面又决定了债券市场趋势, 因此在结果层面, 会看到有时候通货膨胀与债券市场走势一致, 有时候两者相悖。

举两段典型的案例:

第一段, 2003 年至 2004 年的通胀阶段。私人部门投资需求的启动拉动了投资增速和经济增速的上升; 因此形成了需求推动型的通货膨胀。同时, 在此期间信贷需求上升引发资金面趋向紧张; 因此, 债券市场下跌, 收益率上行。

在上述背景下, 通货膨胀和债券市场走势一致。

图 17: 私人部门投资需求的启动(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

第二段, 2009 年下半年的通缩阶段。宏观经济处在产能释放周期, 加之外需疲软, 产生了经济增速下滑和通缩压力的结果。同时, 在此期间商业银行主动信贷创造引发资金面趋向紧张; 因此, 债券市场下跌, 收益率上行。

在上述背景下, 债券市场和通货膨胀走势相悖。

图 18: 2009 年经济增长处在潜在增速之下(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2.2.2. 未来的通货膨胀和资金面的趋势

讨论资金面的趋势问题, 我们需要回到中央银行、商业银行和实体经济三张资产负债表调整框架。

在讨论之前, 未来存在着两个非常重要的宏观背景需要明确定义。一个是近期我们一直强调的, 以农产品和服务业等劳动密集型行业为主的通胀压力; 另一个是在周期的意义上, 中国经济处在去产能化的阶段。

需要补充的是，上述两个背景中，看起来市场对第二个背景的争议不是非常显著；而对第一个背景，市场存在着比较广泛的质疑。但如我们在前文所提，下文讨论的重点是将通胀压力作为既定前提来对资金面的趋势进行分析。

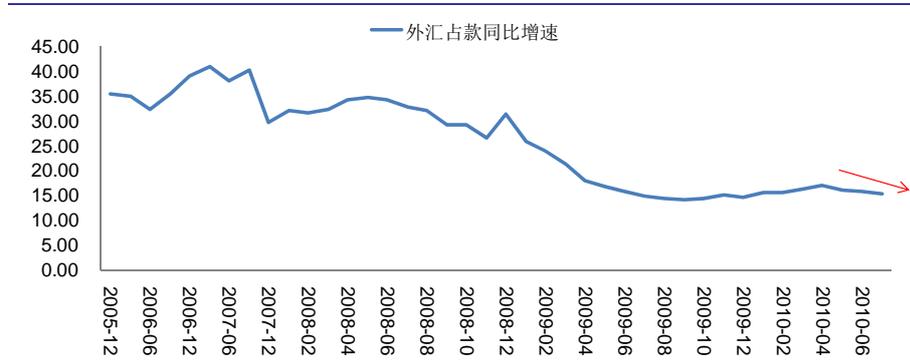
从结论来看，我们倾向于认为未来在通胀上升的大部分时间内，资金面的趋势将是偏紧的。支持这个判断的理由来自于以下几个层面的评估。

第一，货币增长相对变慢，或者更为精确的，商业银行的负债膨胀速度将可能慢于信贷资产的膨胀速度。

在宏观经济处于去产能化的阶段，主要反映国内总供给和总需求状态的贸易顺差增速将趋势向下，这也将意味着外汇占款的增速趋势向下。参考目前的增速水平，它的趋势水平很可能将会低于 15%。

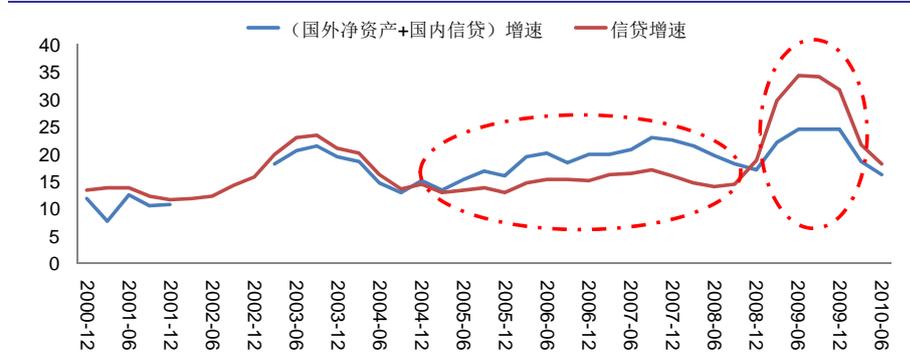
如果信贷增速按照正常的 17% 进行估计的话，在外汇占款增长偏慢的背景下，经济体货币增长的速度将会弱于信贷增长速度。

图 19: 外汇占款增速趋势向下(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 20: 经济体货币供给增速与信贷增速比较(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组
注: 2002 年国外净资产口径调整, 因此同比数据不可取

再细化到商业银行负债方——存款层面，还进一步存在着两个负面因素。一个是劳动力成本上升带来消费趋势的兴起，从而引发储蓄存款增速的下降。

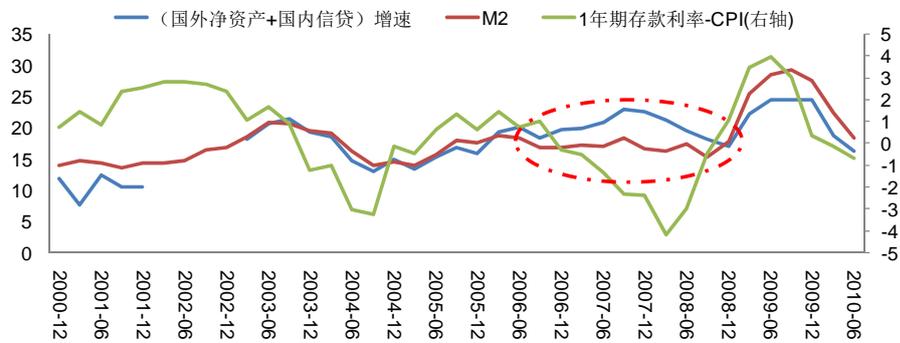
图 21: 住户部门储蓄存款增速下降(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

另一个是, CPI 趋势上升和加息节奏的滞后会产生持续一段时间的存款负利率现象, 从历史数据来看, 这有可能产生 M2 增速 (近似等于银行负债) 慢于经济体货币供给 (国外净资产+国内信贷) 增速的情况。

图 22: 存款负利率及可能产生的 M2 增速弱于经济货币供给增速(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

综合考虑, 一方面是货币供给增速趋势变慢, 另一方面是商业银行负债方的增长要更慢些。因此, 在不考虑其他负债表调整的背景下, 商业银行债券配置资金面将趋向紧张。

第二, 结构性通货膨胀的背景下, 央行货币政策的执行可能体现出“宽信贷, 紧流动性”的思路。当然, 这里所指的宽和紧都是相对而言。

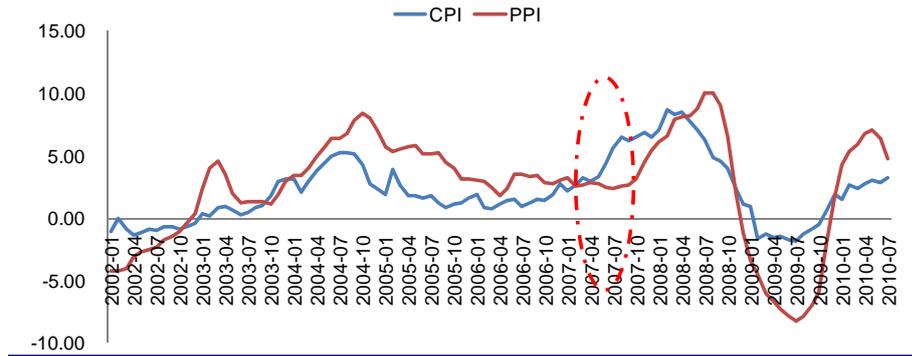
需要稍作补充的是, 结构性通胀就是指 CPI 和 PPI 出现裂口。也就是说, 经济体总需求仍然不足, PPI 不存在明显的上涨压力; 而由于劳动力市场的原因, CPI 的主要构成项——农产品和服务业领域价格呈现出明显的上涨压力。

在结构性通胀的条件下, 抑制信贷这种调节总需求的工具作用和意义并不是很大, 因此 CPI 上升将不会带来信贷层面的快速收紧; 但以流动性回笼为代表的货币层面控制工具很可能被采用。

一个可以参考的案例是 2007 年年初至三季度。这段时期, PPI 同比增速维持在 2.7% 的平台, 而 CPI 同比已经由 2.2% 上升至 6.2%。当然, 需要承认的是当时的国内经济和全球经济背景与现在存在很大差异; 但鉴于我们讨论的是信贷政策和流动性政策的对比, 这样的差距对结论的影响偏弱。

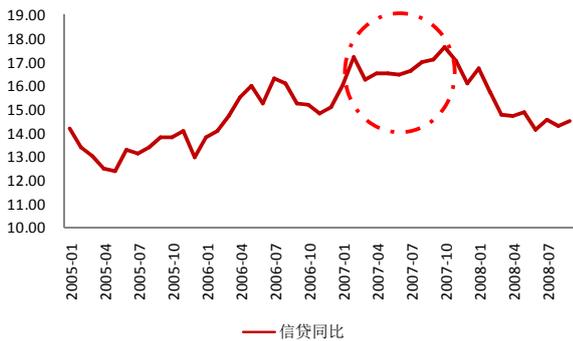
观察同期的信贷投放以及流动性回笼等货币政策情况, 可以看到信贷严格控制的色彩不明显 (事实上直到 2007 年四季度大宗商品价格快速上涨, 从而带动 PPI 同比快速上升的时候, 央行执行了严格的信贷额度控制); 但央行流动性回笼的态度比较坚决, 表现为准备金率上调的频度快, 幅度大。

图 23: 2007 年年初至三季度之前 CPI 和 PPI 短暂分化(%)



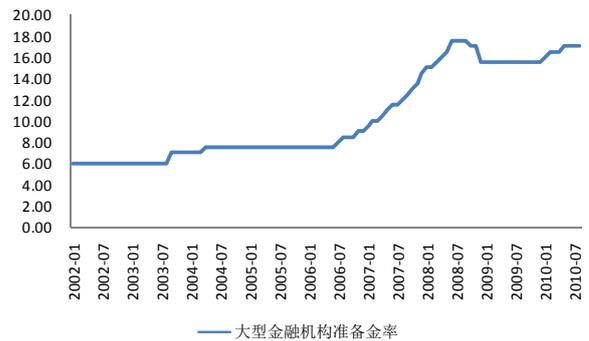
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 24: 2007 年信贷增速表现(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 25: 流动性回笼比较坚决(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

综合上述两点,可以想象到的商业银行资产配置特点是:信贷资产配置略带刚性,并且快于总资产规模的增长,这体现为信贷资产占比的上升;储备资产很可能经历明显增长,从而体现为储备资产占比的上升;那么相对应的,债券资产占比将系统性下降。仅仅在资产占比变动规律的意义之上,上述的变化有些类似于 2007 年上半年的情况。

图 26: 信贷资产占总资产比例变化(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 27: 储备资产占总资产比例变化(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2.2.3. 劳动力成本上升背景下债券市场的国际经验

我们考察了日本、台湾、韩国在经济走过刘易斯拐点时期,宏观经济走势、货币政策关注点以及债券市场表现等问题。看起来,它们的债券资产都无一例外的经历了下跌式的重估。

在展开论述之前,我们将总结的宏观经济、货币政策以及债券市场层面的结论列于以下几点:

1、宏观经济层面

- (1) 劳动力成本上升;
- (2) 通货膨胀压力较大,并且集中体现在劳动力密集的行业,比如农产品和服务业;

通常如果没有大宗商品价格冲击, CPI 和 PPI 将出现比较明显的裂口;

(3) 经济增速平台逐渐下行, 这反映的是劳动力供给收缩带来潜在经济增速平台的下降;

2、货币政策层面

(1) 总体来看, 央行的货币政策并不是非常偏紧, 而且时间比较滞后;

(2) 具体而言, 在利率政策执行层面, 央行对通胀的容忍程度在提高; 在我们回顾的几段案例中, 加息一般都比较滞后甚至没有;

(3) 在信贷和货币投放层面, 经济减速导致央行整体对于货币呈现偏宽松基调;

(4) 在流动性回笼层面, 表现为准备金率和公开市场操作力度的调整, 央行的考虑总体偏通胀一些; 换句话说, 也就是在通胀或预期高的时候, 收紧及时并且力度偏大。

3、债券市场层面

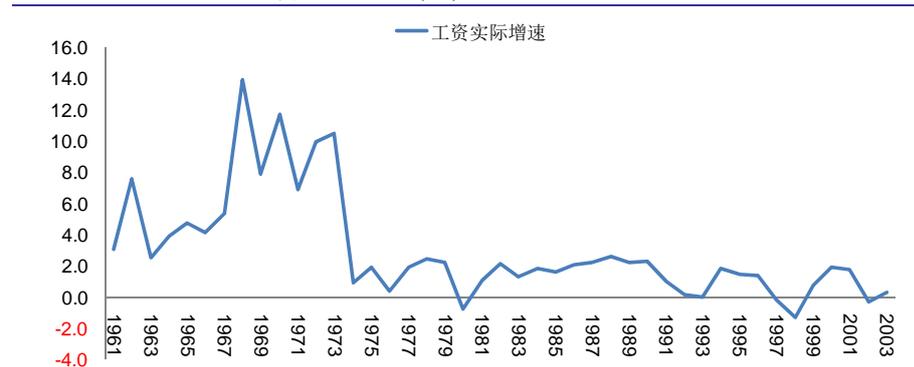
(1) 在可得的数据中, 债券市场收益率基本跟随通货膨胀上升而上升, 并且长债的波动平台要系统性的抬高;

(2) 期限利差前期表现为扩大, 后期表现为缩小; 这意味着通胀上升先导致长债下跌, 后期随着货币政策的调整, 短端利率呈现更快上升走势。

2.2.3.1. 1960 年代的日本

从劳动力实际工资的数据来看, 日本走过刘易斯拐点的时期应当定义为 60 年代。

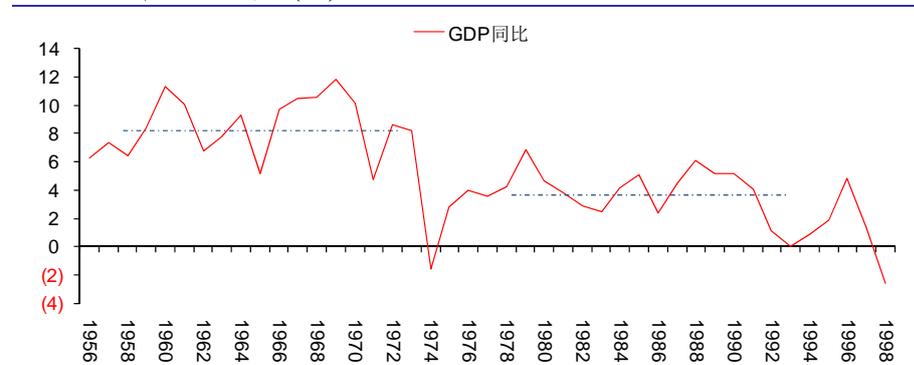
图 28: 日本劳动力工资实际增速(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

在这个阶段中, 由于重工业化也恰巧在此期间兴起, 日本 GDP 增速仍维持在 8% 相对较高的平台; 但到了 70 年代, GDP 增速下滑至 4% 的平台。

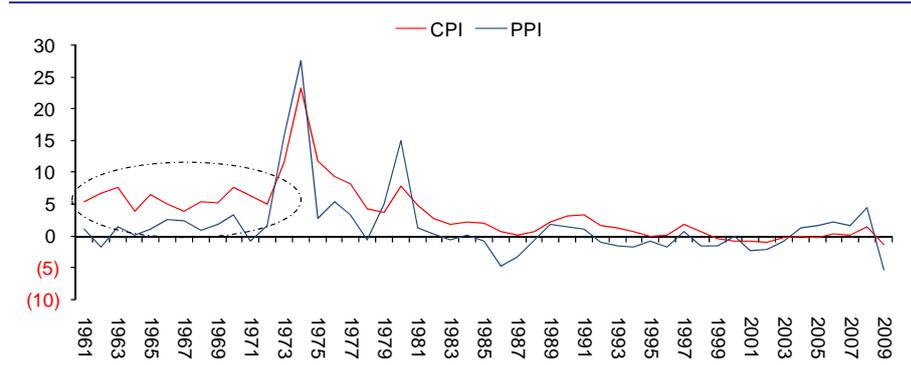
图 29: 日本 GDP 增速(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

正是在 60 年代, 日本 CPI 和 PPI 系统性出现裂口。当时受大宗商品价格稳定的影响, PPI 波动中枢在 1%; 而由于服务业和农产品涨价, CPI 波动中枢在 5.5%。

图 30: 日本 CPI 和 PPI 的裂口(%)



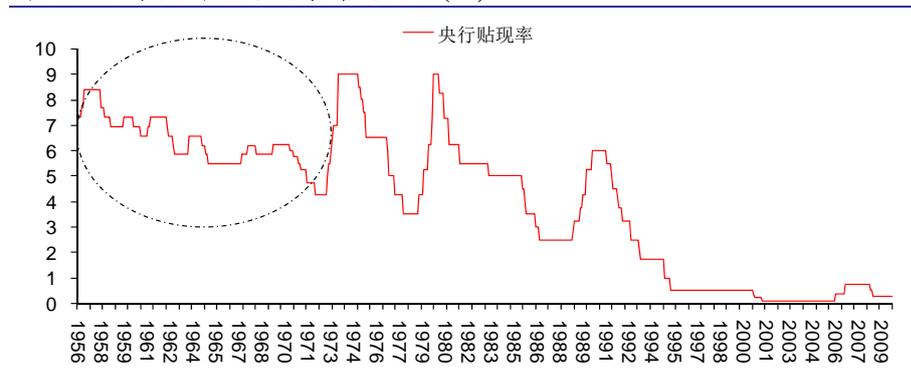
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

回顾 60 年代日本央行的货币政策, 参考相关的文献资料, 可以归纳为以下几段。

1967 年, 以设备投资为中心, 景气持续上升, 导致进口原材料及生产资料增加, 国际收支转为赤字, 政府启动紧缩措施开始调节景气。在货币政策方面: 1967 年 9 月, 1968 年 1 月两次提高官方利率; 1967 年 9 月起对贷款增加额度实行限制 (即所谓“窗口规制”)。

从 1969 年下半年开始, 由于劳动力紧张、供求关系紧张等原因, 经济形势出现变化, 物价上涨率增高。对这次物价上涨, 政府与日本银行采取了紧缩政策。1969 年 9 月提高官方利率和存款准备金, 并在 1970 年度预算中, 加入了提高法人税和减少国债发行额等抑制景气的措施。由于物价上涨及对此采取的紧缩政策, 战后创纪录的长期繁荣“伊奖诺景气”以 1970 年 7 月为顶点而宣告结束。1969 年紧缩政策扩大了日本的国际收支顺差, 日元升值压力骤升, 为避免日元升值, 从国内景气扩大会促进进口减少顺差的考虑, 实行了积极的财政政策, 追加财政投资融资 2610 亿日元, 货币政策方面, 1971 年一年之内分 4 次调低了官方利率, 调低幅度为 1.25%。1972 年继续实行刺激增长政策, 1972 年度修正后的一般会计岁出比上年扩大 25%; 而且在景气明显回升的 1972 年 6 月, 又将官方利率调低 0.5%, 使通货供给量猛增。

图 31: 日本央行总体处于降息通道(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

对于日本这个阶段的债券市场, 由于日本正式发行国债是在 60 年代后期, 因此最早的国债收益率曲线可以追溯到 66 年开始。从数据来看, 在 66 年到 70 年这段时间内, 长债收益率缓慢向上爬行, 约从 6.8% 上升至 7.3%, 而此时短端收益率由于整体处于降息周期, 收益率下行; 表现为期限利差是扩大的。

图 32: 债券市场收益率(%)

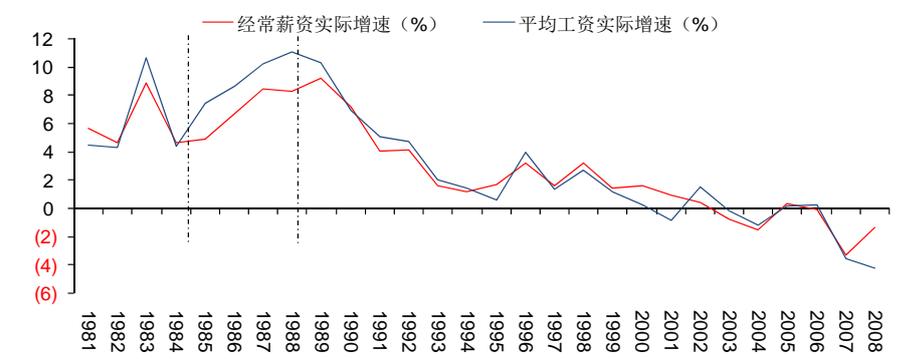


数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2.2.3.2. 1980 年代后期的台湾

在台湾的劳动力市场, 自 80 年代后期, 实际工资增速经历了快速的上升过程。

图 33: 台湾劳动力工资实际涨幅(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

考察这个阶段经济增速的表现, 台湾的经济在经历了 60、70 年代平均增速 17% 的高速增长阶段后, 经济增速逐渐放缓; 80 年代后期平台下降至 10% 左右。

图 34: 台湾经济增速波动平台下降(%)

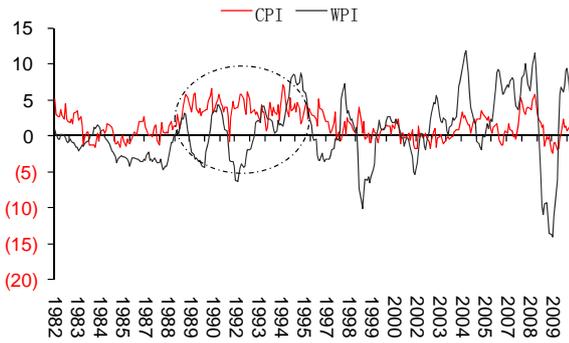


数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

同时期, 台湾 CPI 波动中枢在 4% 左右; 而受全球大宗商品价格干扰, WPI 波动幅度很大, 但整体位于 0 的中枢。

图 35: 台湾 CPI 和 WPI 的裂口(%)

图 36: 80 年代后期 CRB 指数波动幅度较大(%)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

回顾 80 年代后期的台湾货币政策，按照不同的工具可以归纳为以下几个层面。

(1) 调整准备金

由于调整准备金要求会对经济产生严重影响，因此，台湾“中央银行”对这项政策的调整一般都很谨慎。但在上世纪 80 年代后期，“中央银行”于 1988 年 12 月和 1989 年 4 月两度提高准备金率要求，以对冲货币供应量（尤其是 M1A 和 M1B）过快增长。支票账户和定期存款的法定准备金率分别由 1987 年的 23% 和 8% 上调到 1988 年的 25% 和 9%，1989 年又上调为 29% 和 11%。随着新台币汇率的稳定和台湾经济增长速度的下降，法定准备金要求也逐步下调。

(2) 利率政策

20 世纪 70 年代后期至 80 年代早期，台湾的利率急速上升。例如，1981 年 1 月再贴现率达到 13.5%。由于经常账户顺差形成货币供应量大幅增加，导致利率逐步下降。1986 年 10 月再贴现率降到 4.5% 的最低水平，并在这一水平维持了近 30 个月。随着“中央银行”采取紧缩的货币政策，1989 年 4 月再贴现率上升到 5.5%。1989 年 7 月前，台湾是实行利率管制的，其“中央银行”可直接调整再贴现利率和银行利率。1989 年 7 月之后，实现了利率自由化，“中央银行”通过公开市场操作影响利率水平。

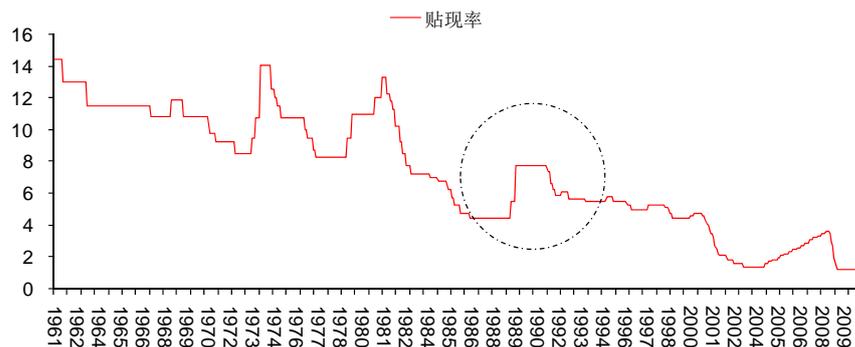
(3) 公开市场操作

1979 年 1 月，“中央银行”开始在市场上购买短期票据，这是台湾货币市场发展的一个转折。“中央银行”也由此逐步发展了公开市场业务，并一般将 TB-B（零息国库券）作为操作工具。为了对冲 80 年代早期贸易顺差造成的通货膨胀压力，1985 年“中央银行”开始发大额存单和储蓄债券。虽然金融机构和一般公众可以购买 TB-B，但大额存单和储蓄债券只向金融机构发行。“中央银行”TB-B、大额存款单和储蓄债券的发行量占外汇资产增加额的比重 1986 年为 49.6%，1987 年为 66.2%。

(4) 信贷控制

80 年代的泡沫经济时期，“中央银行”禁止银行对购买闲置用地进行贷款，对购买房产建设用地制定了银行贷款最高规模限额，限制银行对投资公司贷款的总体规模。

图 37：台湾央行基准利率调整发生在接近 90 年代的时候(%)



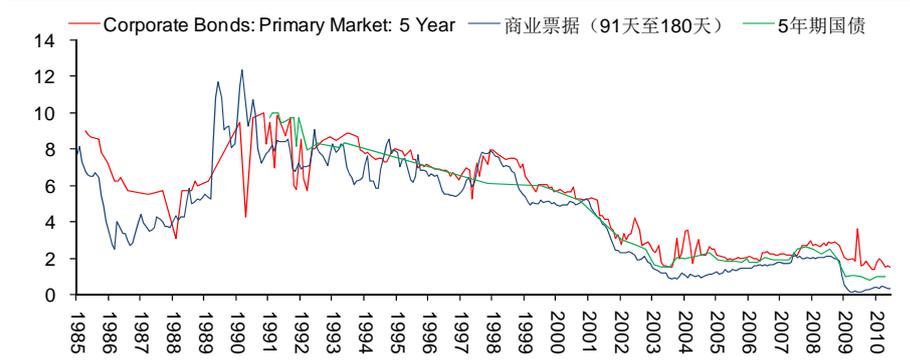
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

对于台湾这个阶段的债券市场, 债券的市场利率经历了一个先上升后下降的过程。在经济转型的前期, 通胀压力推高利率, 而在经济转型的中后期, 经济增长放缓与通胀预期下降的双重压力使市场利率持续走低。

另一个清晰的现象是, 期限利差先上升后下降。这主要是由对未来一段时间内的通胀预期引起的。一般来讲, 货币市场的期限利差与利率走势都比较一致, 因为当通胀预期上升时, 大家都比较倾向购买更短期的债券。

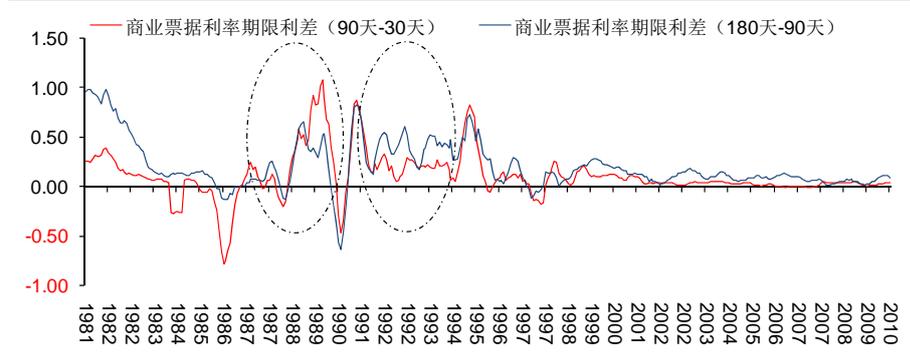
需要说明的是数据处理方面的一个技术细节, 由于无法找到国债收益率更长时间的序列, 我们用商业票据利率进行替代。尽管中间含有信用溢价的因素, 但从趋势上来看, 国债收益率和其走势大体一致。

图 38: 公司债、商业票据和国债收益率趋势(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 39: 商业票据的期限利差(%)



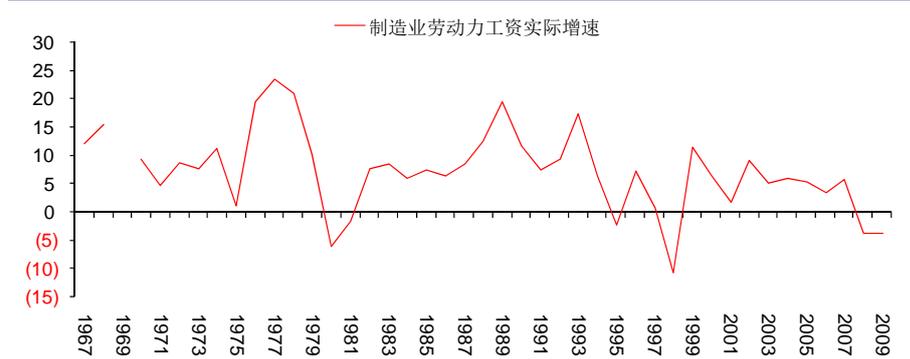
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2.2.3.3. 1980 年代后期的韩国

韩国经济转型的时间区间与台湾基本一致; 其在宏观经济层面所展现出的数据特征也基本一致。

劳动力市场:

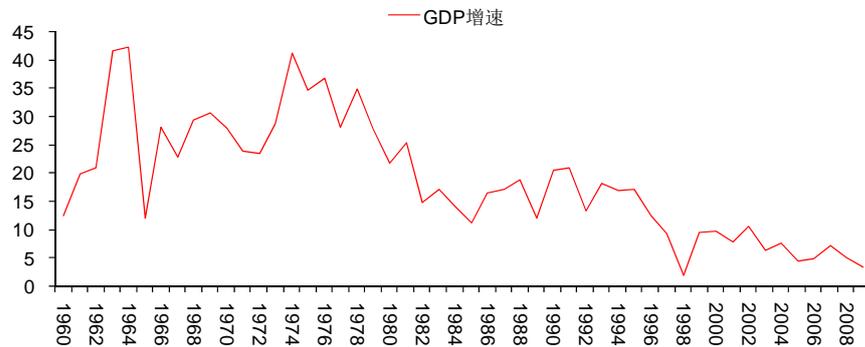
图 40: 剔除石油危机的冲击, 低端劳动力工资趋势上升在 85 年之后(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

经济增速:

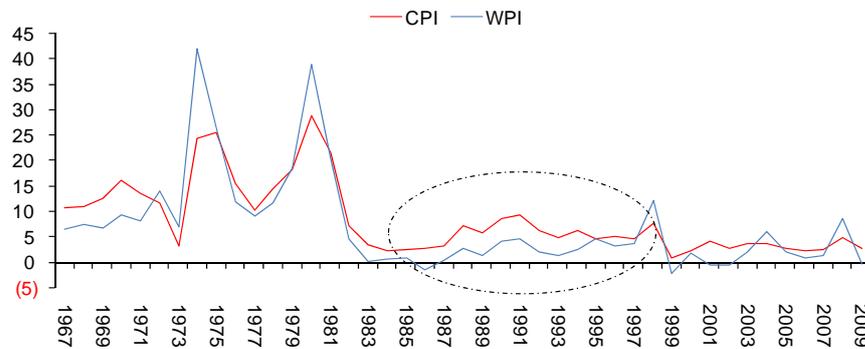
图 41: GDP 增速分别在 80 年代和 2000 年之后下了两次平台(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

通货膨胀:

图 42: 80 年代后期 CPI 和 WPI 的裂口(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

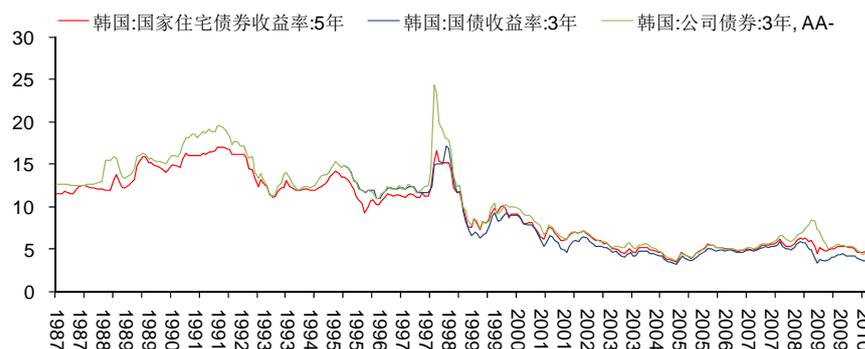
表 1: CPI、WPI 平均值(%)

	1975-1985	1985-1995	95 年以后
CPI	13.54	5.83	3.45
WPI	13.08	2.3	3

资料来源: CEIC, 安信证券研究中心

对于韩国这个阶段的债券市场而言,与之前国家相似的,收益率水平也经历了先上升后下降的走势。

图 43: 80 年代中后期债券收益率先上升后下降(%)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

作者简介

景晓达, 固定收益分析师, 北京大学光华管理学院金融学硕士, 2008 年 4 月加入安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司固定收益研究小组撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司固定收益研究小组将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司固定收益研究小组所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券固定收益研究小组, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司固定收益研究小组对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	曹加	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034