

中国金融期货交易所免责声明

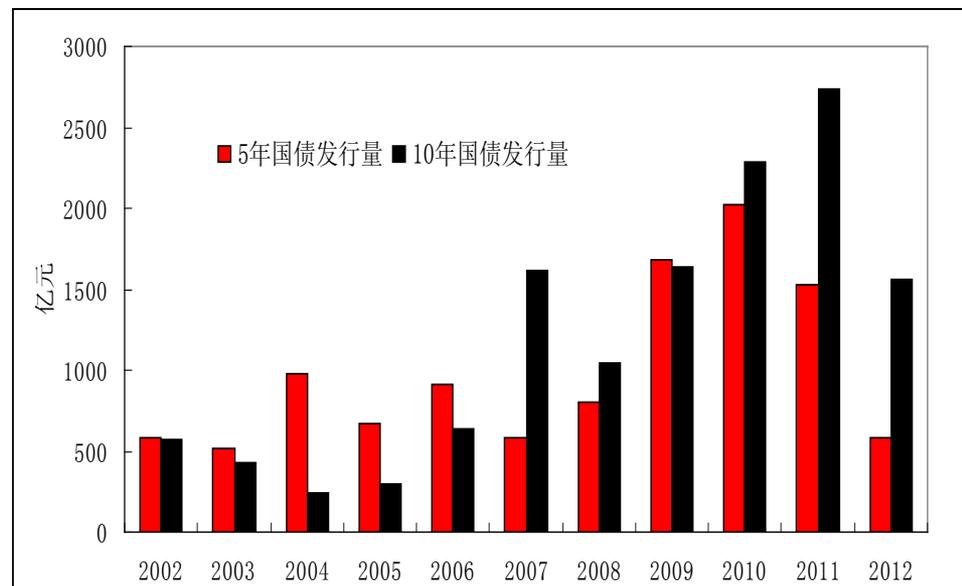
- 本文字材料的所有内容仅供学习交流所用，概不构成任何广告、业务内容和投资建议。
- 本部分的相关内容征得作者的同意而发布。未经作者许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、转载、发表、引用或者以其它方式使用本报告。
- 本公司对本部分内容及其相关信息的准确性、完整性或者可靠性不做任何保证。任何机构、个人根据本部分内容的全部或部分所做的一切行为或使用本部分内容引起的任何直接或间接损失，本公司不承担任何责任。

利率品投资交易分析与方法研究

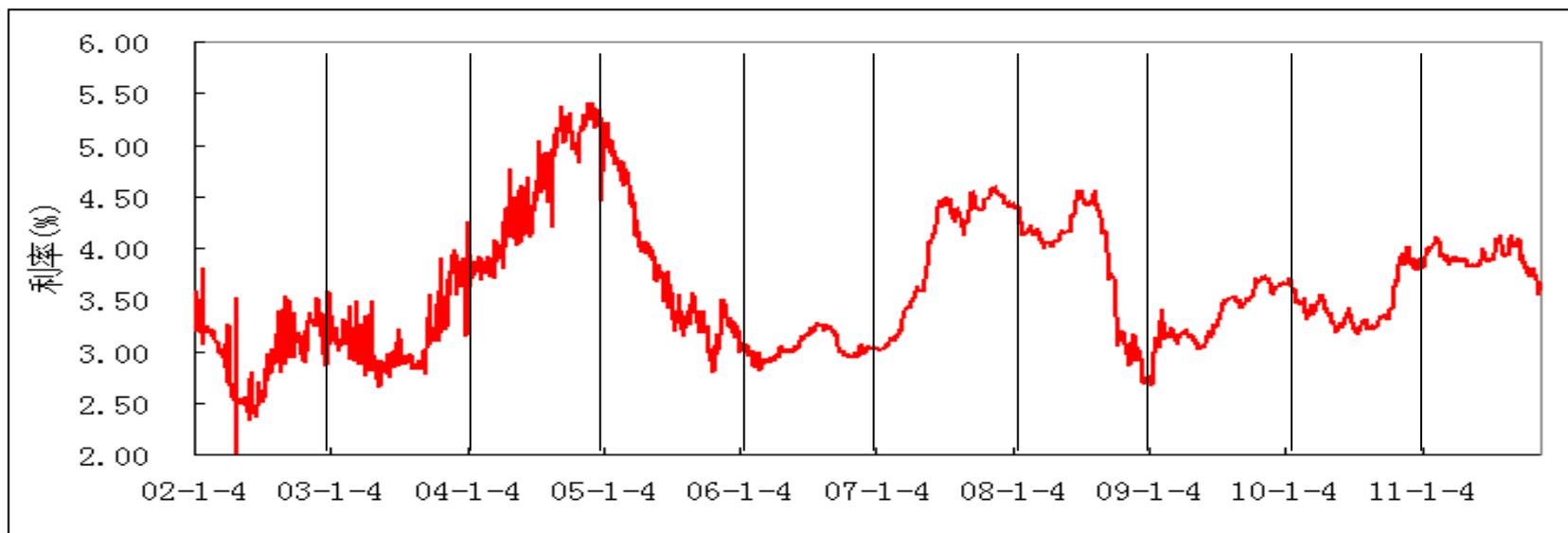
当前我国债券市场情况一览

- 三个市场：银行间、交易所、银行柜台
- 截止目前，我国债券市场存量规模大约为22.8万亿：
 - 国债-7万亿；
 - 政策性金融债券-8万亿；
 - 中央银行票据-1.5万亿；
 - 信用债券-5万亿；
 - 其他-转债、ABS、MBS等-微量
- 目前存续期在5年附近的国债存量规模为1.3万亿（剩余期限在4-6年内）

类别	债券数量(只)	债券数量比重(%)	票面总额(亿元)	票面总额比重(%)
国债	187	4.78	70,331.75	30.72
地方政府债	42	1.07	4,665.00	2.04
央行票据	50	1.28	14,660.00	6.40
金融债	541	13.82	80,265.81	35.06
企业债	979	25.01	16,126.45	7.04
公司债	247	6.31	3,743.85	1.64
中期票据	1,069	27.31	21,555.23	9.42
短期融资券	669	17.09	9,431.17	4.12
国际机构债	6	0.15	90.00	0.04
政府支持机构债	53	1.35	6,010.00	2.63
资产支持证券	17	0.43	20.14	0.01
可转债	37	0.95	1,218.36	0.53
可分离转债存债	18	0.46	796.15	0.35
合计	3,915	100.00	228,913.91	100.00



2002-2011年长期利率波动一览



■ 几个重要的参考数据:

- 10年间, 走过1个大的经济周期, 三个通胀周期, 两个利率大周期;
- 10年间, 10年期国债利率最高为5.40%; 最低为2.40%, 平均为3.60%;
- 如果剔除前期非理性时期, 上述指标分别为4.60%, 2.70%和3.60%;

- 2002年: 走出通缩;
- 2003年: 非典与经济复苏;
- 2004年: 过热与通货膨胀;
- 2005年: 通胀缓解与汇率改革;
- 2006年: 平稳年度;
- 2007年: 过热与通货膨胀;
- 2008年: 经济大逆转;
- 2009年: V型复苏;
- 2010年-2011年: 滞胀;

利率分析的基本框架与内容

- 利率市场分析基本逻辑框架
- 我国利率市场基准指标体系介绍—三大基准型利率
 - 资金型利率
 - 政策型利率
 - **基本面型利率**
- 资金型利率分析逻辑
 - 短期流动性指数
 - 中期流动性指数
 - 长期流动性指数
- 政策面型利率分析逻辑
- **基本面型利率分析逻辑-双轮驱动效应+周期叠动效应+债券大类品种传导效应**
- 由基准型利率体系衍生而出的其他利率分析方法

利率市场分析的基本逻辑框架

■ 决定利率方向与变化幅度的四大因素

- 经济基本面因素- “**经济增长+通货膨胀**”
- 资金面因素- “**资金供应+债券供应**”（前者是硬性, 后者更具备弹性)
- 政策面因素- “**货币政策+财政政策**”
- 技术面因素- “**估值+心理**”

■ 四大影响因素的相互关系

- 基本面要素为”锚”、资金面如“水”、政策面如“波涛”
- 基本面最领先、政策面其后、资金面再后
- **政策面因素作为中介桥梁，对资金面具有直接影响，对于经济基本面双因素中的“经济增长”的影响敏感度强于“通货膨胀”因素，因此政策基本面因素具有双重属性，特别在分析经济增长中，要关注**

基准利率指标体系介绍

■ 纷繁利率体系中的“主干”

- 资金面型利率：银行间市场7天回购利率的加权平均水平（或1天回购利率的加权平均水平）
- 政策面型利率：1年期（或3个月、3年期票据）中央银行票据的发行利率（或交易利率）
- 基本面型利率：银行间市场的长期基准国债利率，一般选择10年期国债作为参照品种

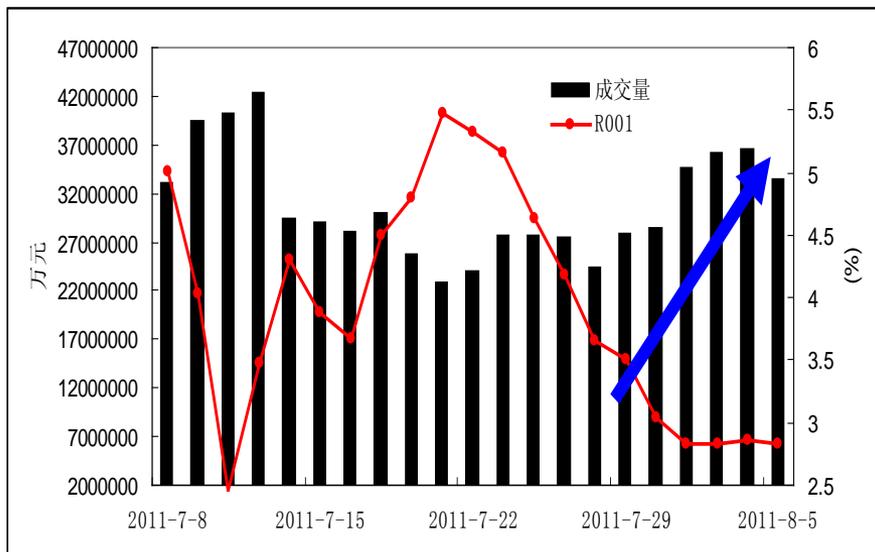
■ 基准利率与三大主要影响要素的联系

- 银行间市场的7天（或1天）回购利率的变化更多反映的是市场资金面因素的变化
- 公开市场中的1年（或3M、3Y）票据发行利率的变化更多传递的是政策面信号的变化
- 长期利率（以10年国债为代表）的变化更多反映了经济基本面因素的变化

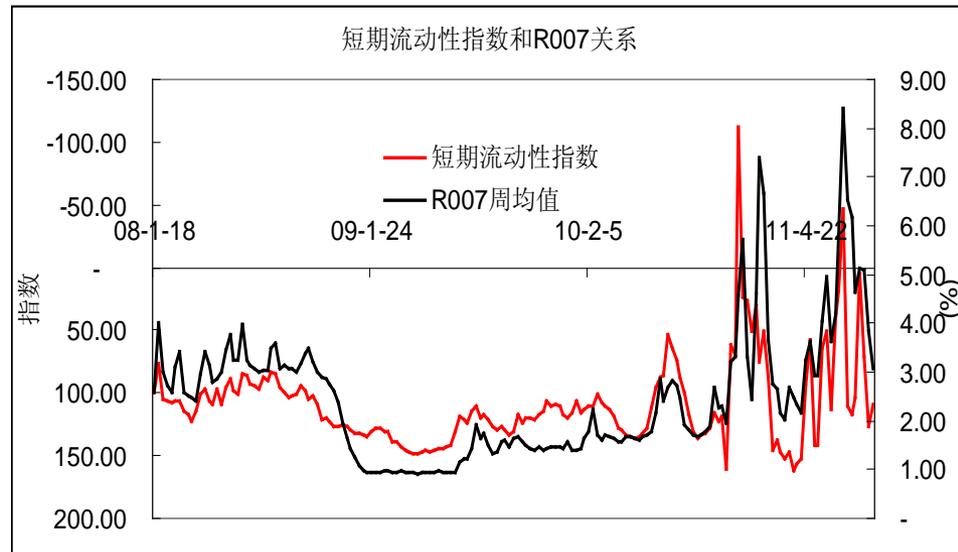
资金型利率分析预测逻辑1：短期流动性指数

- 预测周期：按照周为频率
- 合成技术指标
 - 量价分析-技术派
 - 1天回购利率与7天回购利率的利差变化 (+)
 - 1天回购成交量占比 (-)
 - 全国性商业银行资金净融出比率 (+)
- 对于拐点发现意义更大

量价关系一览



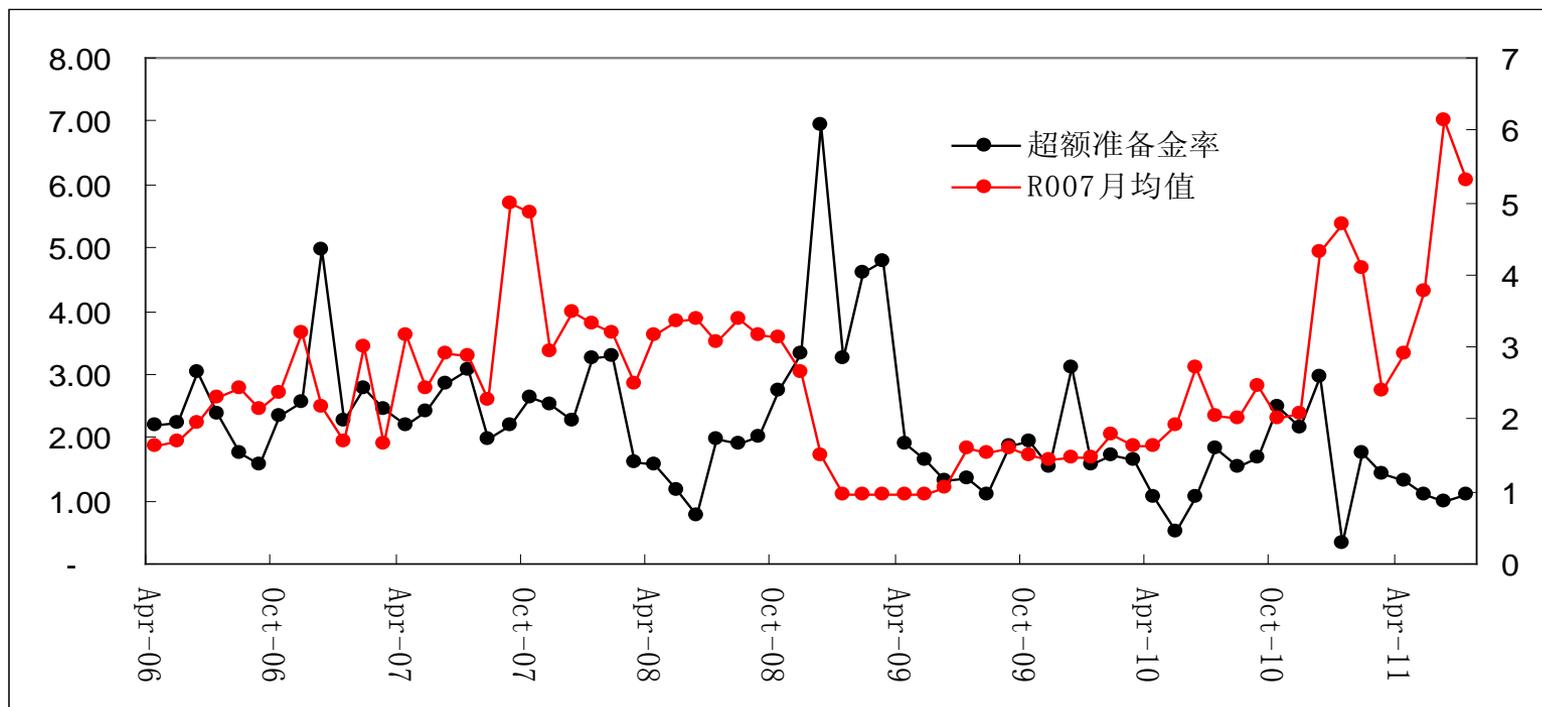
短期流动性指数介绍



资金型利率分析预测逻辑2：中期流动性指数

- 预测周期：按照月为频率
- 中介指标：超额准备金率
- 在超额准备金率居于高位的情况下，资金利率对于超额率的变化似乎并不敏感，而在准备金率处于相对中性位置(或偏低)的时候，两者的关系负相关性体现的较强
- 注意：月均值概念

中期流动性指数介绍



资金型利率分析预测逻辑3：长期流动性指数

- 预测周期：周期相对较长(季度\年度, 更重要的是和政策周期的长短联系在一起)
- 中介指标：资金利差
- 资金利差=7天回购-资金成本
- 资金成本概念
 - 从商业银行的资金来源结构关系来看，其活期性资金来源和定期性资金来源的比重大约是1：1，因此可以利用每一个时期的基准存款利率结构去近似模拟商业银行体系的资金运用的综合成本：资金成本=活期存款利率×50%+定期存款利率×50%
 - 定期存款虽然包含不同的期限，但是从商业银行的定期存款结构来看，至少60-70%是由1年期定期存款所构成
 - 需要注意的则是，由于我国定期存款利率的变化具有时滞性（存款利率调整后需要在原有储蓄或存款到期后才正式执行新的利率，因此实际资金成本的变化是具有滞后性的，这需要分析存款类机构的定期存款结构
- 短期货币资金利差反映的是基于对政策面紧缩力度的判断，市场机构对于资金面的预期状态，从收益率曲线的含义而言，增陡过程中，体现了政策面紧缩过程中，市场对于资金面趋紧状态的预期；在变平过程中，体现了政策面放松过程中，市场对于资金面趋松状态的预期。
- 问题的难点：如何定义政策面的松紧？

资金利差的历史变化比较

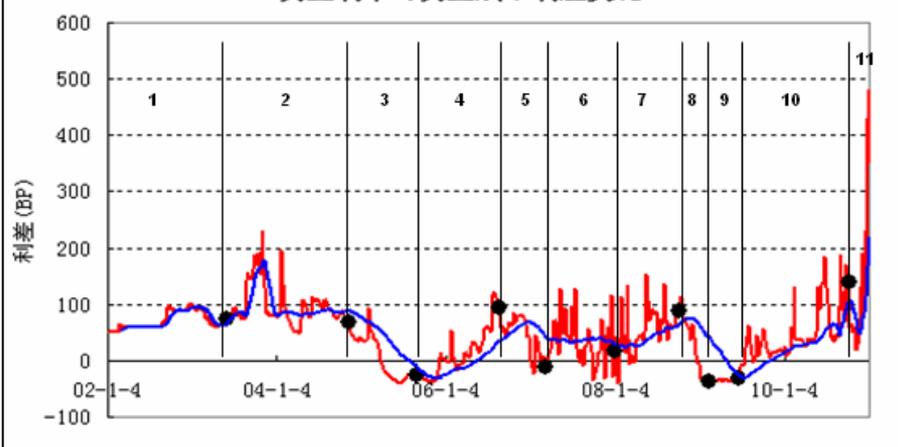
■ 2002-2010年期间，7天回购利率与资金成本的利差平均值为68BP

- 2002、2005、2006、2009属于较为典型的宽松年度，其年度平均利差分别为69BP、-10BP、43BP、-7BP，宽松年份的利差均值基本在历史平均值下方
- 2003、2004、2007年属于典型的紧缩年份，其年度平均利差分别为97BP、80BP、28B
- 从常规来看，紧缩年度的平均利差应该在历史平均值上方，但是需要注意的是2007年，体现出了“熊市变平”的曲线变化特征
- 2008年和2010年是比较特殊的年份，前者政策基调是“前紧后松”，后者的政策基调是“前松后紧”，对应于2008年的利差均值为55BP，2010年的利差均值是96BP，而且前者的利差曲线走势为先扬后抑，后者的利差曲线走势为先抑后扬

长期流动性指数介绍

资金利差历史变化一览

资金利率与资金成本利差变化



时间周期	利差方向变化	利差变化水平	利差平均	票据利率方向	政策力度定性
2002.1-2003.6	平衡震荡	50->90->70	71	无	宽松
2003.6-2004.11	反“V”型	70->230->70	103	上行	向紧缩转折
2004.11-2005.9	一路走低	70->(-40)	1	下行	向宽松转折
2005.9-2006.8	走高	(-30)->90	16	上行	向中性转折
2006.8-2007.3	走低	90->(-20)	40	持平	向中性转折
2007.3-2007.12	反“V”型	(-20)->130->20	36	上行	强紧缩
2007.12-2008.10	一路上行	10->90	60	持平	紧缩
2008.10-2009.2	走低	90->(-35)	7	下行	宽松
2009.2-2009.6	平衡震荡	(-30)->(-30)	-30	无	宽松
2009.6-2010.10	一路上行	(-35)->140	60	上行	向中性转折
2010.10-2010.12	一路上行	60->400	130	上行	有过度紧缩嫌疑

政策型利率解读—公开市场操作模式变迁

■ 公开市场发行模式的变迁

- 2002年7月3日—2004年2月17日：该期间公开市场的主要操作品种是3M票据，该期限品种对于资金面因素更为敏感，因此公开市场利率对于中央银行政策意图的体现较弱。此外，由于当时的发行模式是中央银行先公布发行规模，然后由各家一级交易商自主设定投标数量和投标利率，这导致了中央银行对于发行利率变化的控制力度不强
- 2004年2月17日—2006年9月份：该期间公开市场操作的重点集中在1年期中央银行票据发行上。1年期品种在一定程度上摆脱了短期资金面扰动的影响，更强的传递出了中央银行的货币政策意图。但是由于当时的发行模式依然是先确定发行量、再自主投标（虽然各家一级交易商在投标前须向中央银行提前预报投标数量和投标利率，但是所预报的内容在实际投标过程中并没有强制执行的义务），因此中央银行对于发行利率的控制力度虽有所增强，但是总体依然有限
- 2006年9月份至今：该期间中央银行票据发行制度的一个最重大变化就是一级交易商需要提前上报投标量以及投标利率，然后中央银行根据交易商上报内容汇总数据，确定发行规模，并且交易商前期的预报内容在后期的实际操作中具有强制性。从此开始，中央银行对于票据的发行利率具有了较强的控制力度，这种发行模式在一定程度上也消除了价格招标与数量招标之间的功能区别，因此在后期，中央银行票据发行的数量招标模式很少被使用

政策型利率解读—中央银行票据发行利率变化的政策出发点

■ 中央银行票据发行利率调整的两个基本政策出发点

• 考虑央行票据资产对于信贷资产的替代关系(2005年)

- 中美利差效应（对这个利差标的的选择，前者是指中国1年期中央银行票据，后者主要针对美国1年期LIBOR利率）

■ 在存贷利差基本保持稳定的前提下，2004年和2007年的两轮票据利率上行以及其超越存贷利差的幅度对于后期票据发行利率定位具有一定的指导参考作用。

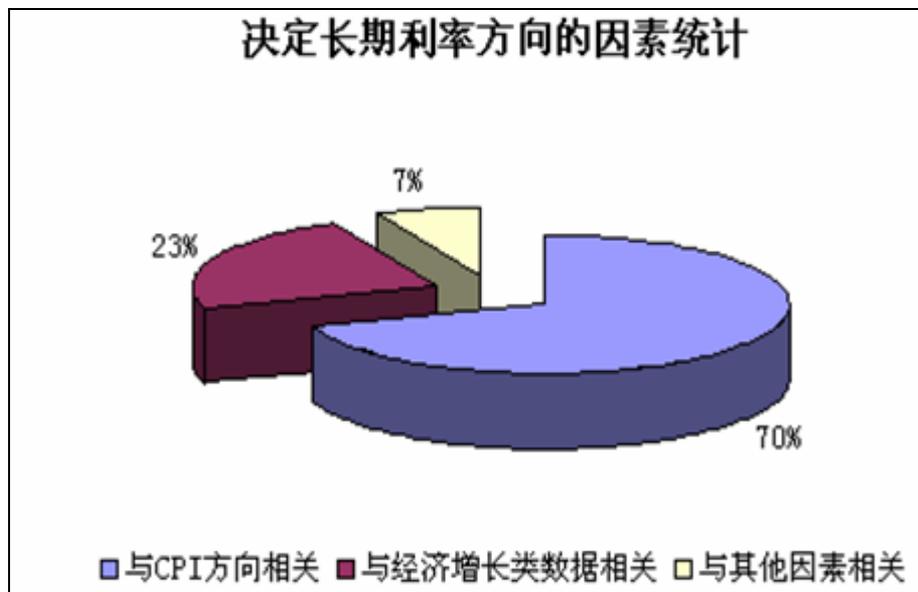
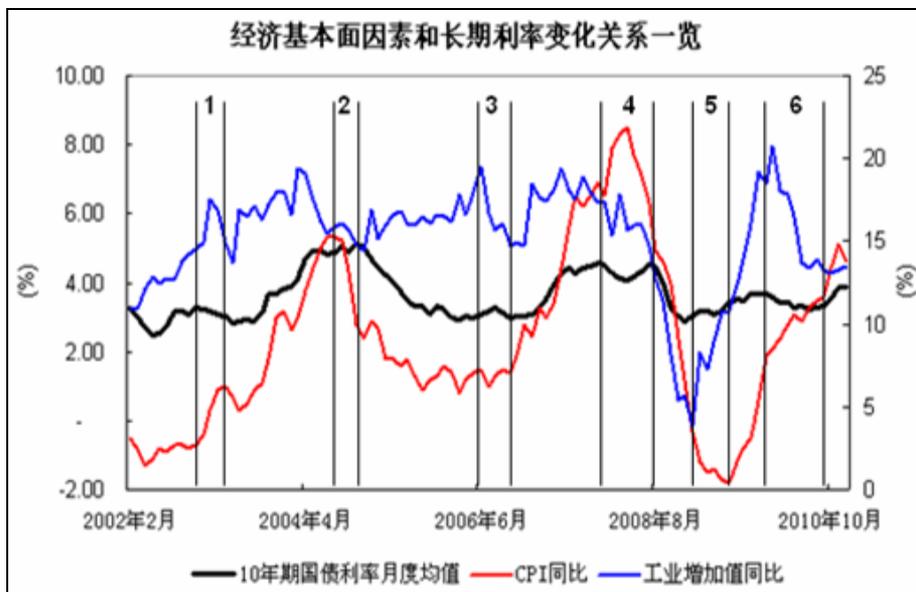
票据资产与信贷资产的比价关系



基本面型利率分析逻辑1—双轮驱动效应

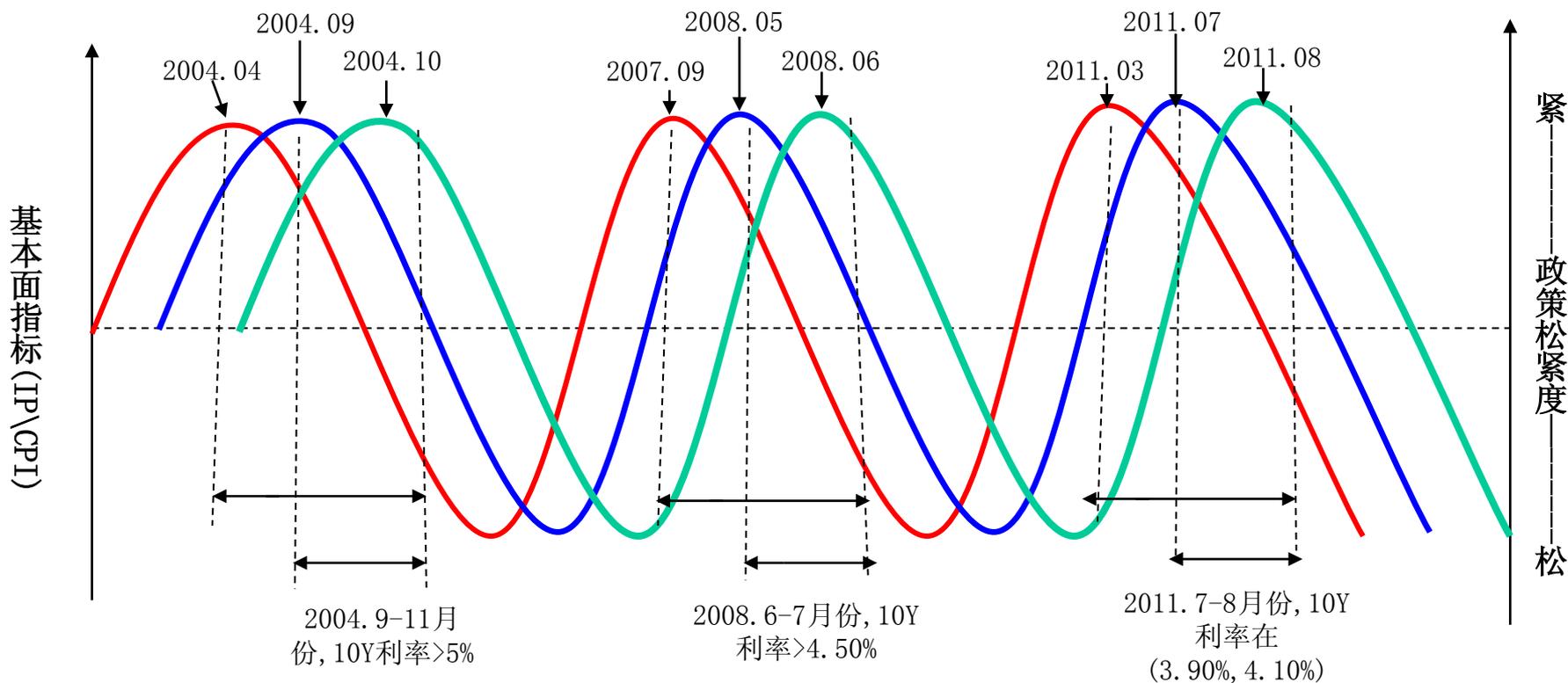
- 在决定长期利率方向中，有三个因素是值得密切关注、也是最为根本的，分别为通货膨胀因素（以CPI为代表指标）、经济增长因素（以工业增加值为代表指标）以及美元因素（考虑国际影响因素，以美元指数作为综合代表指标，其可以涵盖大宗商品因素、国际经济以及政治因素）
- 政策面因素为什么不是主导？
- 资金面因素有“锦上添花”之功，无“雪中送炭”之效
- “利率方向”变化具有延续性，其幅度变化和**历史前期比较不具可操作性**

长期利率方向受到“双轮”因素驱动



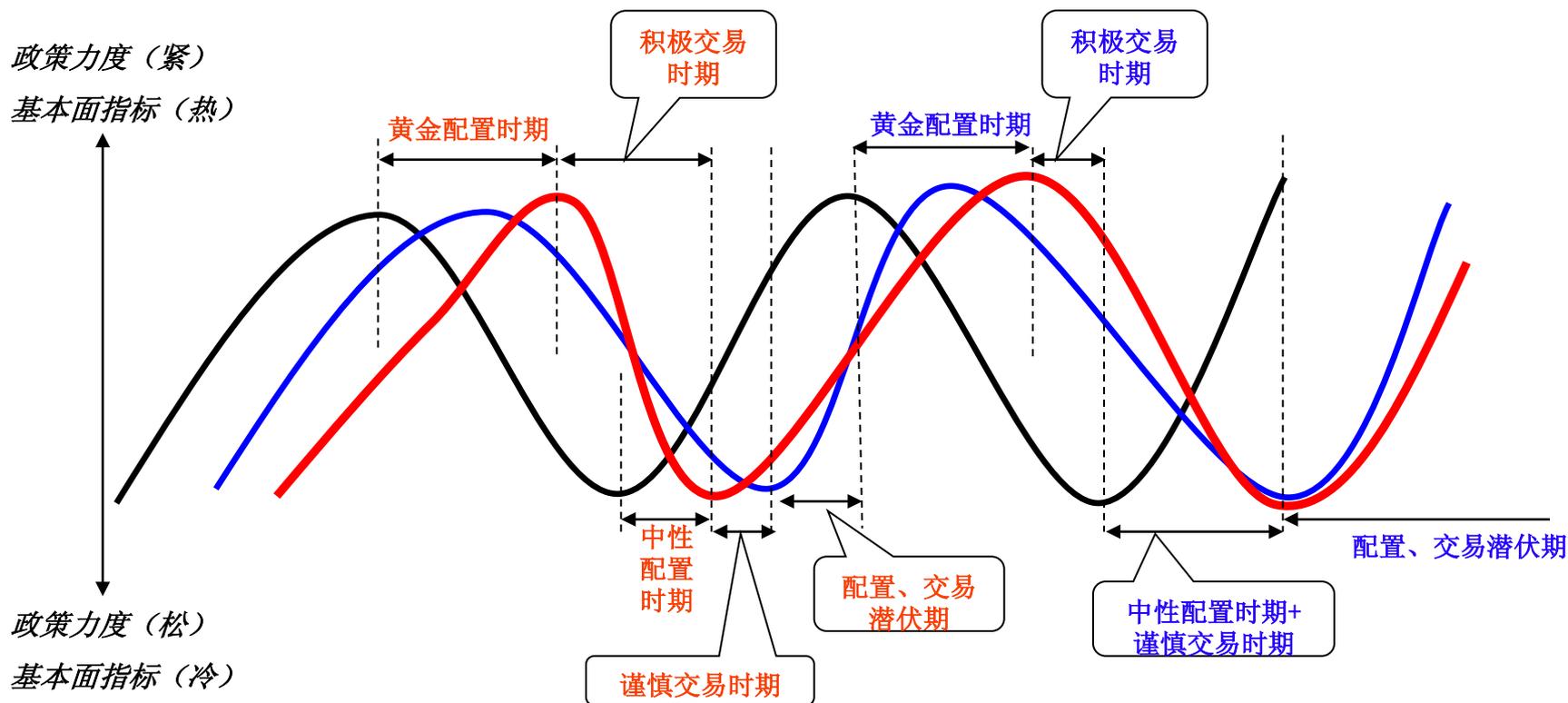
基本面型利率分析逻辑2—利率寻顶中的周期叠动效应

- 从三因素（基本面指标看同比）关系来看, 遵循了“经济回落（红色）—通胀回落（蓝色）—政策滞后（绿色）”的规律。历史上三轮调控的政策周期都滞后于基本面周期；
- 配置起始时期与基本面顶点时期吻合（广义配置时期与狭义配置时期），交易介入时点与政策面顶点时期吻合（交易介入时点）；



基本面型利率分析逻辑3—利率寻底中的周期叠动效应

- 政策放松的原因不同, 必然导致后期政策收紧的节奏不同:
 - 2005年: 基于通货膨胀所形成的政策放松, “提前” 终结于CPI见底, 之所以形成“提前” 效应是源于经济增长无忧; (标志: 2005. 10. 18—1年期中央银行票据利率回升)
 - 2009年: 基于经济增长放缓所形成的政策放松, 几乎“同步” 终结于CPI见底, 之所以形成“滞后同步” 效应是要确保经济增长动能确已恢复; (标志: 2009. 7. 9—1年期中央银行票据重启发行);
- 利率寻顶过程中, 配置与交易的节奏逻辑相似; 但是在利率寻底过程中, 配置与交易的节奏有差异; (黑色—经济增长; 蓝色—通货膨胀; 红色—政策力度) 见下示意图:



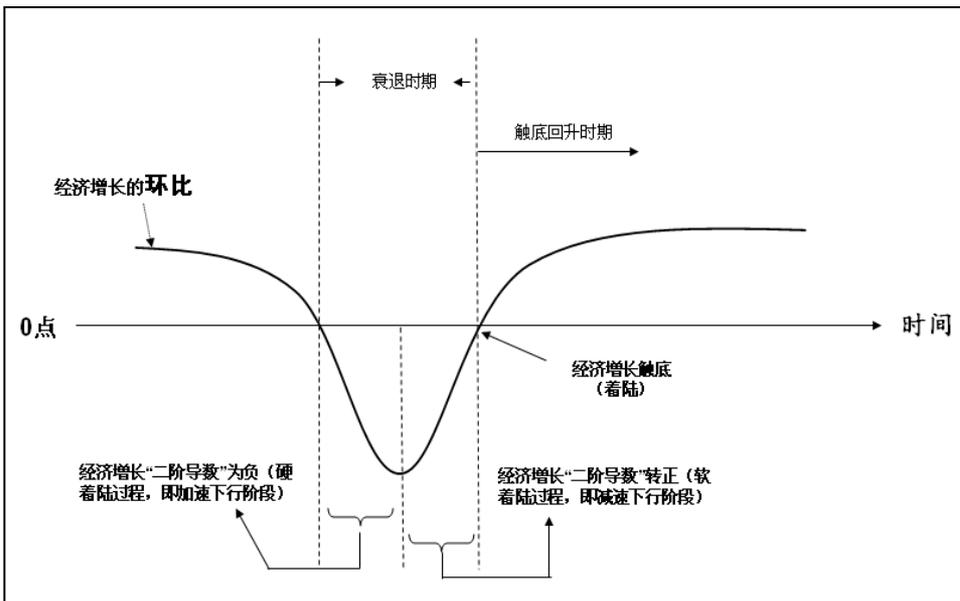
- 两类债券牛市(通货膨胀为驱动-2005年；经济增长为驱动-2008年)
- 基本面：经济下行————>经济触底————> 经济增长改善回升；
- 政策面： —————>政策放松（松货币—>松信贷）
- 市场面： —————>利率触底—>利率回升
- 基于经济增长下行而产生的债券牛市在上述三者因素依次变化中主要呈现如下特征：
 - 在经济下行过程—政策放松阶段（松货币阶段），市场利率将持续趋势性下行态势。表现相对更为良好的品种依次为：高等级信用债券（信用利差收窄）、利率品种（利率绝对水平下行）；
 - 从政策放松（松信贷阶段）—经济增长触底改善阶段，利率产品结束“牛市”，相对而言，表现更为良好的应该是中低等级信用债券（利率绝对水平回升，但是信用利差收窄）；
- 跟随经济增长变化所衍生的固定收益品种投资配置传输链条：
 - 利率品—高等级信用债券—————中、低等级信用债券

中长期利率跟踪经济增长的逻辑5：经济二阶导数转正

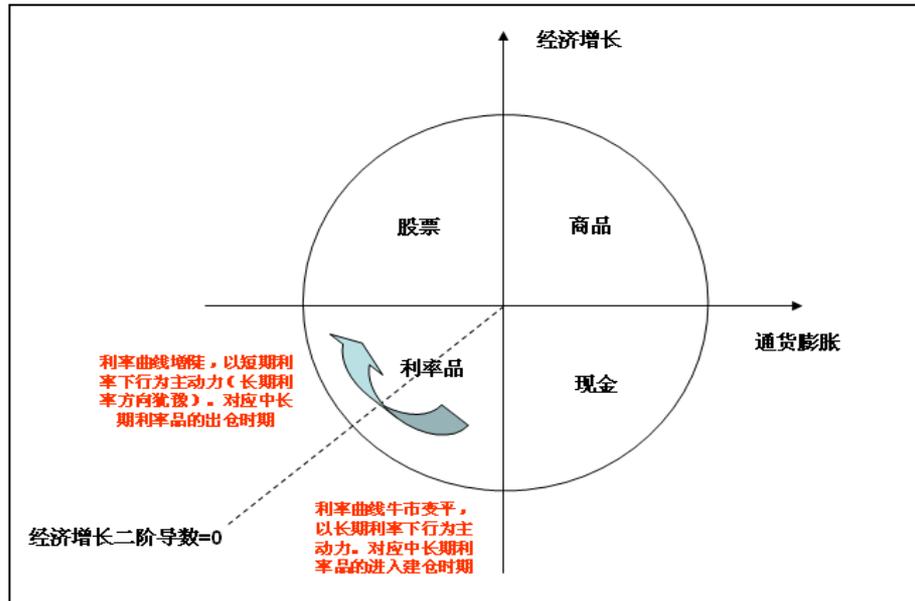
- 经济二阶导数的由负转正（加速下行→减速下行）支撑了大类资产的切换；
- 中国债券市场的流动性状况更加支撑美林时钟在策略选择上的细分；

经济增长的一阶与二阶导数远比同比数据意义更强

策略选择需细分美林时钟



资料来源：申万债券研究



资料来源：申万债券研究

谢谢大家！

信息披露

分析师承诺

董德志：固定收益

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究 • 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司

董德志 联系方式：021-23297490