

从再库存到再产能，利率曲线陡峭化

——下阶段宏观经济和国债期货展望

宏观经济

我们当前可能正处于这样一个产能改善的初期。供给侧受到新冠疫情的冲击后，全球未来一段时间内仍然是缺乏增长亮点的状态。而需求侧受到人口周期下行影响长期展望仍偏向负面，但这并不妨碍金融周期驱动经济阶段性的改善。即：

短期“流动性宽松”到“信用扩张”的循环预计延续至2021年年中，逆风增加但经济增长叠加通胀温和。中期内杠杆的潘多拉魔盒将再次被打开，驱动新一轮产能周期的复苏。长期来看，全球宏观仍处在百年来最差的象限（将限制中短期扩张的强度）。

国债期货

2020年回顾：宽松轮回。2019年年尾，国债利率在周期逐渐复苏的过程逐渐企稳；1月新冠疫情以及抗击疫情带来的经济停滞，国债利率再次下行；3月外部市场流动性风险的释放和国内从有序复产复工到全面复工，利率进入到熊平。二季度国内经济活动从生产端开始逐渐恢复，至11月国债利率再次回到2019年年尾。

2021年展望：金融周期和经济周期碰撞。预计2021年利率债的供需趋于缓和，伴随着金融服务实体过程中信用风险的继续释放（金融周期紧信用），利率将在中国库存周期逐渐见顶过程中寻顶，后期利率、汇率和资产价格“三高”局面将发生转变。经济周期预计从一轮再库存末端走向新一轮增产能，预计曲线随着产能周期的改善将再次陡峭化。同时在美国再库存推动的拜登对外关系再平衡过程中，下半年“紧信用+宽财政+紧货币”的政策组合预计向“紧信用+紧财政+宽货币”甚至“紧信用+宽财政+宽货币”转变。

投资策略

长期（10年以上）：全球生产力无法提升，维持利率品的中性配置；并随着信用结构转换完成增加绿色权益资产降低利率品配置；中期（5-10年）：产能周期复苏过程中配置基于新基建的数字资产和高端制造，利率品中性配置；短期（1-3年）：库存周期复苏过程中利率品降低配置，并随着复苏周期的见顶增加风险资产对冲。

风险点：通胀超预期、流动性收紧超预期。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

美元测试9月初低点

——宏观利率图表 017

2020-11-30

比特币接近新高

——宏观利率图表 016

2020-11-23

信用风险增加

——宏观利率图表 015

2020-11-16

展望边际上的宽松

——宏观利率图表 014

2020-11-09

五中落地，关注风险

——宏观利率图表 013

2020-11-02

货币政策的暂时不变

——宏观利率图表 012

2020-10-26

目录

从再库存到再产能，利率曲线陡峭化	1
宏观经济	1
国债期货	1
投资策略	1
风险点：通胀超预期、流动性收紧超预期。	1
宏观利率综述	4
气候和文明	7
· 2020·太阳黑子周期回升：气候冷冬结束	7
· 2021·厄尔尼诺周期重启：从庚子到辛丑	8
信用和经济	10
· 2020·美联储货币政策框架发生转变	10
· 2020·全球资产负债表开始一轮扩张	12
· 2021·展望一轮特别的产能周期复苏	14
· 2021·迎接一轮库存周期的调整过程	17
国债市场回顾和展望	21
· 2020·国债现券市场：金融服务实体下的失衡	22
· 2021·国债期货市场：信用风险和市场再通胀	24
图 1：主要经济体 2020 年宏观数字将呈现出经济的显著恶化	4
图 2：G4 央行资产负债表规模占 GDP 比重（左轴）在 2020 年显著上移	5
图 3：本文主要逻辑和思路	6
图 4：新的太阳黑子周期于 2020 年末启动	7
图 5：第 24/25 太阳黑子周期已经完成更替	7
图 6：1700 年以来的太阳黑子、SST 洋流指数和通胀、利率对比，黑子年度上升阶段增加利率压力	9
图 7：1950 年以来的太阳黑子周期循环、Nino 指数和负值处理的玉米价格变化	9
图 8：未来耶伦就业指标将再次受到关注	11
图 9：成长/价值板块、债券/商品的分化将回归	11
图 10：主要经济体私人非金融部分杠杆率（%）	12
图 11：主要经济体私人非金融部门杠杆率变化（%）	12
图 12：1982 年以来的利率牛市周期背后是全球的加杠杆周期（左轴：Credit-to-GDP ratio，右轴：%）	12
图 13：美国投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期	13
图 14：日本投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期	13
图 15：德国投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期	13
图 16：中国投资/储蓄结构和杠杆周期（右轴）	13
图 17：产能和信用短期背离，关注信用风险释放	15
图 18：欧洲政府杠杆周期转变（%）	15
图 19：三季度中国资本形成大幅提高（%）	15

图 20: 中国金融杠杆增速在三季度出现改善 (%)	15
图 21: 企业投资和 GDP 中实际资本形成 (%)	17
图 22: 伴随着产能周期启动, 期限利差预计走阔 (%)	17
图 23: 破而后立, 关注信用风险 (续图 17)	17
图 24: 利率持续反弹后关注信用风险增加的可能	17
图 25: 央行货币政策周期 (上蓝) 驱动经济周期 (上黑) 和资产价格周期 (中下) 波动	18
图 26: 美国库存周期的回升将驱动通胀回升	18
图 27: 美国 M2 高增但货币流通速度进一步恶化	18
图 28: 中国净投资结构的改善将驱动核心通胀	19
图 29: 中国库存周期未来存在调整风险	19
图 30: 猪周期见顶之后将趋于回落	20
图 31: 中国 CPI 回落为货币创造空间	20
图 32: 年末债市利率涨破去年底水平, 实现“V”型复苏 (十年期国债收益率, %)	21
图 33: 每日确认新冠病例数 (万人)	21
图 34: 国内经济活动逐渐回到正常状态 (万)	21
图 35: 资产负债的错配增加了利率反弹压力 (%)	23
图 36: 流动性的逐渐收紧强化了利率压力 (%)	23
图 37: 金融指标预示经济周期的改善	23
图 38: 周期的改善在年末工业品价格得到反馈 (%)	23
图 39: PSL 等政策驱动下地产持续强势运行	24
图 40: 金融周期和超 10 个点的流动性宽松“退潮”	24
图 41: 美债 MOVE 波动率预计将上升	25
图 42: 国内利率的波动率和信用的波动率相关	25
图 43: 2019 年以来国内商品市场持仓快速上升 (万手)	26
图 44: 2019 年以来国债期货持仓 (手) 和利率对比	26
图 45: 国债期货和商品期货持仓比正在接近 2018 年初	26
图 46: 国债期货 T 主力合约和前 20 会员净持仓率	26
图 47: 国债 T 和 TS 主力合约价差回落至年初	27
图 48: 国债 T 和 TF 主力合约价差 7 月以来窄幅运行	27
图 49: 国债 T 跨期价差和 T/TF 价差对比	27
图 50: 国债 T 跨期价差和资金成本对比	27
图 51: T 合约高流动性可交割券基差和资金成本对比	28
图 52: 2018 年以来上证指数、十年期国债收益率、人民币和期指期债基差走势对比	28

宏观利率综述

当下我们不得不面对的宏观现实：供需的长期停滞和周期的阶段性重启之间产生碰撞。在人类的工业文明阶段，科学技术依然是供给侧的第一生产力。而这一生产力现在依然伴随着互联网溢价 2000 年以来的回落而继续放缓。2020 年经济受到了新冠疫情的冲击，虽然激发了保守主义回归过程中的研发投入预期，但是全球未来一段时间内仍然是缺乏增长亮点的状态¹。而需求侧受到人口周期下行（老龄化）的影响，长期展望仍偏向负面，但这并不妨碍债务周期驱动经济阶段性的改善——我们当前可能正处于这样一个产能改善的初期。

图 1：主要经济体 2020 年宏观数字将呈现出经济的显著恶化

	GDP (十亿美元)	GDP (同比)	财政赤字 (%GDP)	CPI (同比)	失业率
美洲					
美国	21374.42	-2.9	-15.51	1.2	6.9
巴西	1839.76	-11.4	-13.74	3.92	14.4
加拿大	1736.43	-8.8	-4.87	0.5	8.9
墨西哥	1258.29	-8.58	-1.35	4.09	5.1
委内瑞拉	482.36	-26.79	2.26	9585.5	7.3
欧洲/非洲/中东					
欧元区	13335.84	-4.3	-0.36	-0.3	8.3
德国	3845.63	-4.3	1.25	-0.2	6.2
英国	2827.11	-9.6	-2.3	0.5	4.8
法国	2715.52	-4.3	4.3	0	9
意大利	2001.24	-4.72	-1.6	-0.3	8.29
亚太					
中国	14342.9	4.9	-4.89	0.5	3.84
日本	5081.77	-9.9	-7.39	0	3
印度	2875.14	-23.92	-4.39	7.61	8.5
韩国	1642.38	-1.3	-3.26	0.1	4.2
澳大利亚	1392.68	-6.3	-6.8	0.7	6.9
印度尼西亚	1119.19	-3.49	-1.76	1.44	4.99

数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

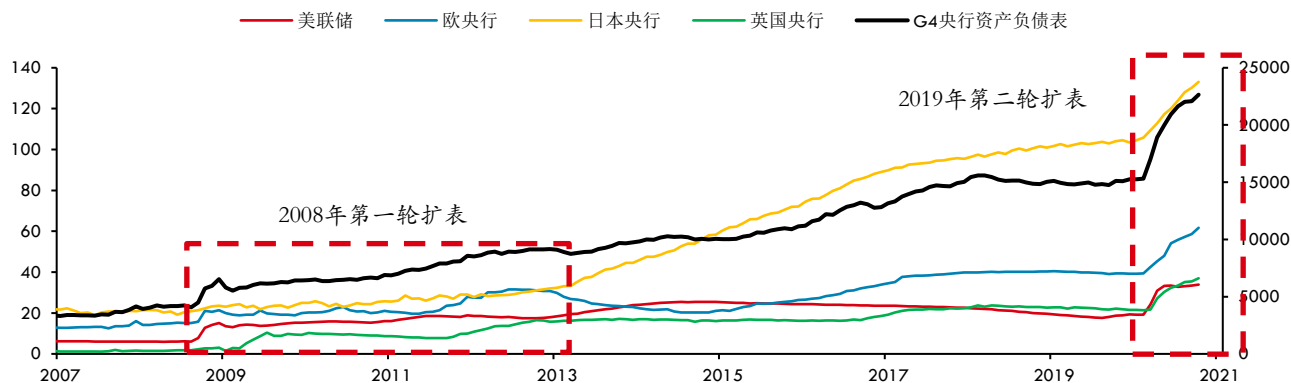
凛冬已至，当前我们也不得不面对逆周期工具陆续进入无效区间的现实²。美元-黄金窗口在上世纪 70 年代的关闭正式开启了全球债务经济的序幕，尽管生产力持续回落，但同时宏观

¹ 我们在 2019 年 11 月 25 日的宏观年报《夕阳无限好》中便已指出，2000 年以来的全球宏观仍然是生产力延续回落的过程。

² 人民银行 2020 年三季度货币政策执行报告中也不乐观的指出，尽可能长时间实施正常货币政策，言下之意在当前宏观背景下长期货币政策也将落入到非常规状态。

政策部门获得了“逆周期”这一强大的调节工具。伴随着生产力在本世纪继续回落至“停滞”，这一宏观现实在债务经济上的投射便是逆周期工具的无效化——欧元区自 2014 年 6 月 5 日、日本在 2016 年 1 月 29 日³依次进入到负利率空间；对于美国而言，2019 年以来的货币市场震荡⁴和 2020 年新冠疫情触发的权益市场震荡⁵，坐实了美联储无法摆脱零利率下非常规货币政策空间的现实。常规货币政策工具已经失效，目前大国中唯有中国还暂时保持着正常的利率水平。但即使这样，长周期来看，全球经济的下行仍将最终让人民银行进入到非常规政策区间，仅仅是时间问题⁶。

图 2：G4 央行资产负债表规模占 GDP 比重（左轴）在 2020 年显著上移



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

长期来看，全球宏观仍处在最差的象限。生产力停滞背景下的存量博弈和新自由主义带动全球化积累的分配矛盾，仍将显著影响着未来的世界经济——从合作走向竞争——继而驱动长期利率维持在低位。对于地球上的主权国家，如果长期政策依然是“备战备荒”，那么在经济凛冬理性的决策是趁着阶段性的改善积蓄能量，而非消耗政策空间。

中期来看，随着资本的博弈，我们已经看到杠杆的潘多拉魔盒再次打开，将驱动一轮产能周期的弱复苏（即上述阶段性的改善空间）。回顾产能周期自 80 年代金融自由化以来的运行，存在约 10 年左右的周期性规律：在 80 年代表现出的是里根大循环过程中的全球繁荣

³ 早在 2001 年 3 月 19 日日本央行便宣布进入到货币政策的量化宽松状态

⁴ 参见 2019 年 10 月 31 日华泰期货报告《[美联储结束“周期中调整”，关注尾端风险的继续释放](#)》指出，美联储在 7 月议息会议上“25BP 降息”和“结束缩表”的组合并没有消除市场对于未来金融条件稳定的信心，相反在美联储结束缩表但美国财政部暂停债务上限后增加短期债务发行的影响下，市场的流动性仍将受到挑战。

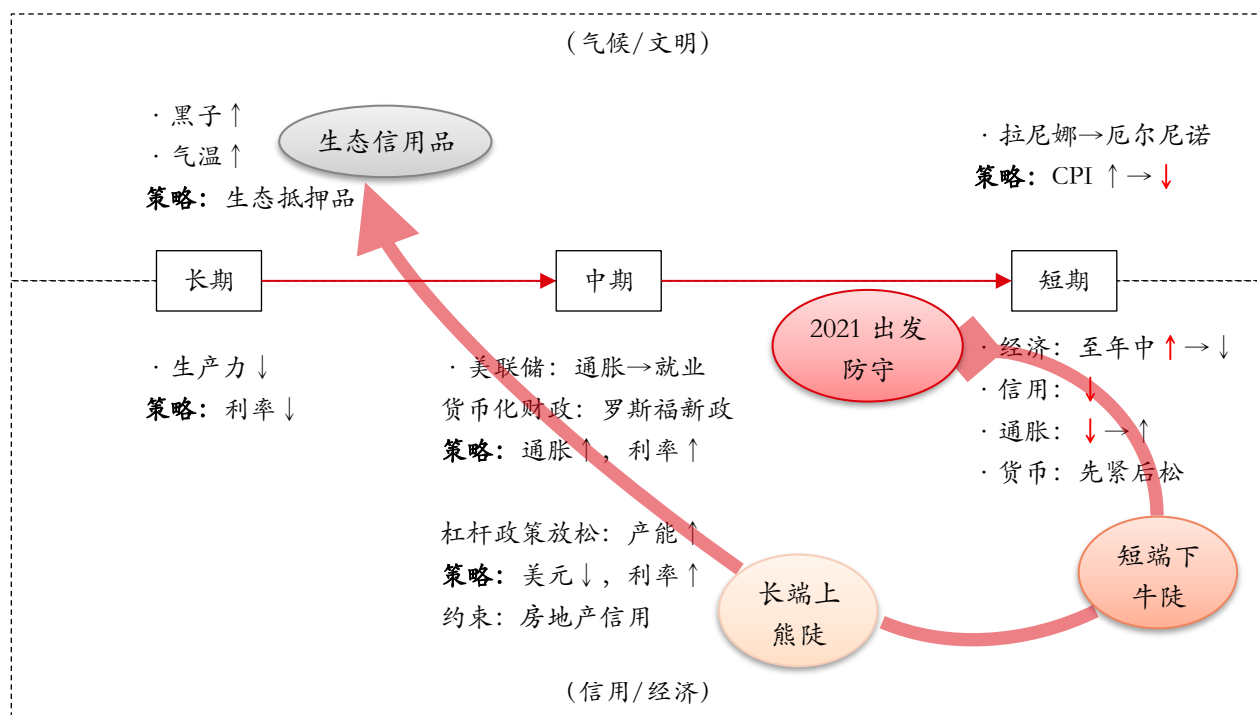
⁵ 参见华泰期货 2020 年 3 月 4 日报告《[市场将进入到自证的调整](#)》和 3 月 16 日报告《[市场将进入到自证的调整（续）](#)》对于美股熔断后美联储货币政策的描述。

⁶ 人民银行 2020 年三季度货币政策执行报告中继续表达“尽可能长时间实施正常货币政策”，另可参见华泰期货点评报告《[适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢](#)》相关评述。

(弱美元)，在 90 年代表现出的是里根改革后的伟大繁荣和新兴市场危机（强美元），在二十一世纪第一个 10 年再次回到监管放松下的格林斯潘繁荣（弱美元）以及最近 10 年收紧监管去杠杆带动的从美国到欧洲和新兴市场的债务危机（强美元）。均值回归的角度，未来 10 年可能再次回到“弱监管”下的资本繁荣，只是此刻的弱美元已经生变⁷，并带给市场的可能是更多的不确定性，我们称它为一轮特别的产能周期⁸。

短期来看，始于 2018 年的全球货币宽松，终于在 2019 年四季度稳定住了下滑的经济，构筑起了“流动性宽松”到“信用扩张”的循环开端。虽然全球经历了 2020 年上半年实体经济停滞和金融市场的冲击，但是很快通过周期启动之初的“逆周期”再次稳定了市场的流动性，实现了“V”型反弹，并回到原有轨道。我们预计该回升周期将在 2021 年年中运行到阶段性的顶部，尽管疫苗上市将驱动生产消费活动的回到正常，但市场终将迎来回落。

图 3：本文主要逻辑和思路



数据来源：华泰期货研究院

⁷ 参见华泰期货 2020 年 1 月 13 日报告《弱美元形成的条件、影响和应对》，2020 年的弱美元来源于美国经济周期的见顶回落以及信用周期的见顶，驱动了美元端的走弱；而非美经济周期经历了 2018 年以来的调整逐渐回升，虽然信用周期仍没有大幅改善。

⁸ 参见正文“展望一轮特别的产能周期复苏”。

气候和文明

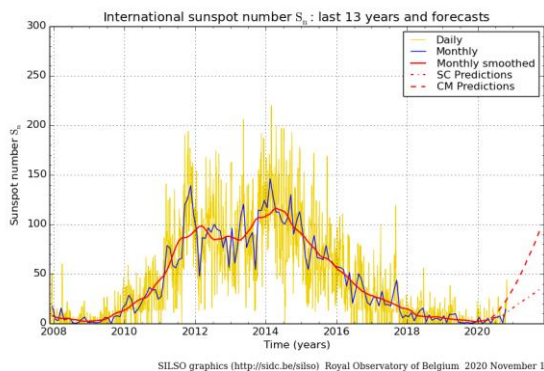
对于 2020 年的新冠，回顾年初报告《定位·重塑·周期⁹》，我们在报告中指出气候条件的大型转变对于主要经济的地缘格局将带来范式性质的转变。长期来看，人类当前面对的是气候冷暖相位的切换，而这种转换历史上曾深刻地影响了人类文明——当气候突变或趋势性气候变化的幅度超出人类社会系统已有的可适应范围时，推动了人类为适应气候变化做出相应的改变。

2020 年的新冠疫情便是这种气候变化带来的一个挑战，由于全球主要经济体继续通过无底线的“时间换空间”的方式稳定信用周期，我们在 2020 年见证了一次“V”型复苏，同时也巧合的在复苏之前也见证了一季度“滞胀”形成的冲击风险。

· 2020 · 太阳黑子周期回升：气候冷冬结束

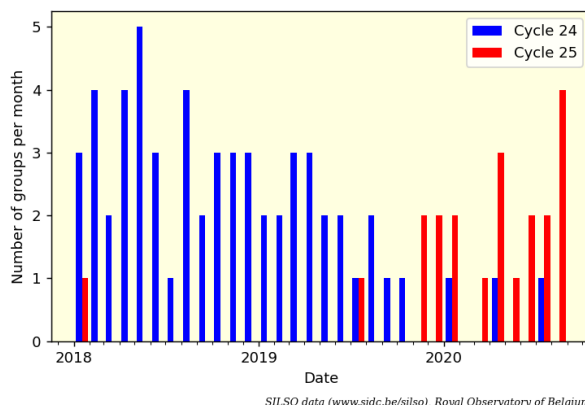
太阳黑子周期由降转升。根据天体的观测数据显示，太阳黑子数在 2020 年 10 月结束了“0”值状态并开始回升，周期模型预测将开启新一轮太阳黑子周期 (Cycle-25)。随着黑子周期的回升，我们预计地球很有可能将结束本轮生产力下行周期中的“最后一个”冷冬，并重新开启暖化过程。

图 4：新的太阳黑子周期于 2020 年末启动



数据来源：SILSO data 华泰期货研究院

图 5：第 24/25 太阳黑子周期已经完成更替



数据来源：SILSO data 华泰期货研究院

⁹ 参见华泰期货 2020 年 1 月 10 日报告《开年首季问大势（总论）——定位·重塑·周期》

随着全球暖周期的可能回归，生态经济相对重要性再次上升。对气候的关注将重新进入到大国博弈的议题：拜登政府或重回巴黎协定¹⁰。而这或将成为“生态文明”建设的重要事件——2018 年的宪法修正案已经将生态文明纳入到宪法中来，到 2020 年“十四五”规划和 2035 年远景目标建议中再次提出“生态文明建设实现新进步”¹¹。

建议投资者关注信用抵押品转换带来的投资机会。长期来看，伴随着工业文明时代的房地产信用收紧（2020 年即使在新冠疫情影响下，也保持了“房住不炒”的定力）和生态文明时代的生态信用扩张，整体信用将经历先紧后松的转变，从而带动国内金融周期进入到新的回升路径。也因为私人信用的这种收缩，我们认为对于“勒紧裤腰带”的财政部门而言，长期很难见到有效的收缩过程，这一转换从目前来看以 2023 年为节点，为一级市场投资者创造了入场时间¹²。

· 2021 · 厄尔尼诺周期重启：从庚子到辛丑

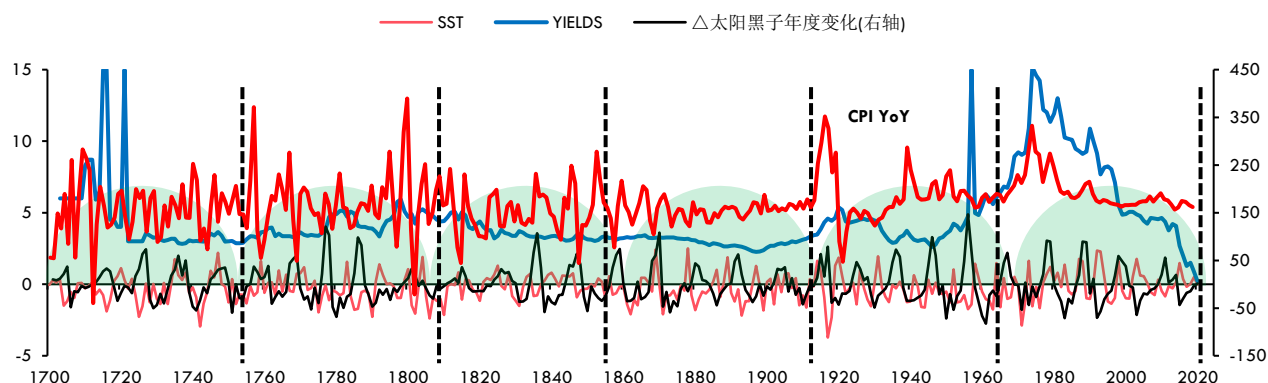
气候的切换短期的标尺是厄尔尼诺事件。我们在《[美国新增病例拐点后的风险探讨](#)》一文中指出，后疫情阶段的非经济风险尤其是需要关注气候周期的转变生成的除病毒外的虫灾和蝗灾，以及厄尔尼诺现象发生背景下的洪水、大火等自然灾害对于宏观定价中的通胀因子影响增强——2020 年新冠疫情下全球农产品禁运加剧，国内主粮的供应担忧虽较轻，但对于其他农产品的供给扰动将推动 CPI 果蔬分项的阶段性波动放大。

¹⁰ 《巴黎协定》于 2015 年 12 月 12 日通过、2016 年 4 月 22 日签署，2019 年 11 月 4 日，美国开启退出《巴黎协定》正式流程，并于 2020 年 11 月 4 日正式退出。2020 年 11 月 30 日报道，拜登已与政府官员商讨重返《巴黎协定》。

¹¹ 参见《[中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议](#)》，其中“十、推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”部分提出深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系。

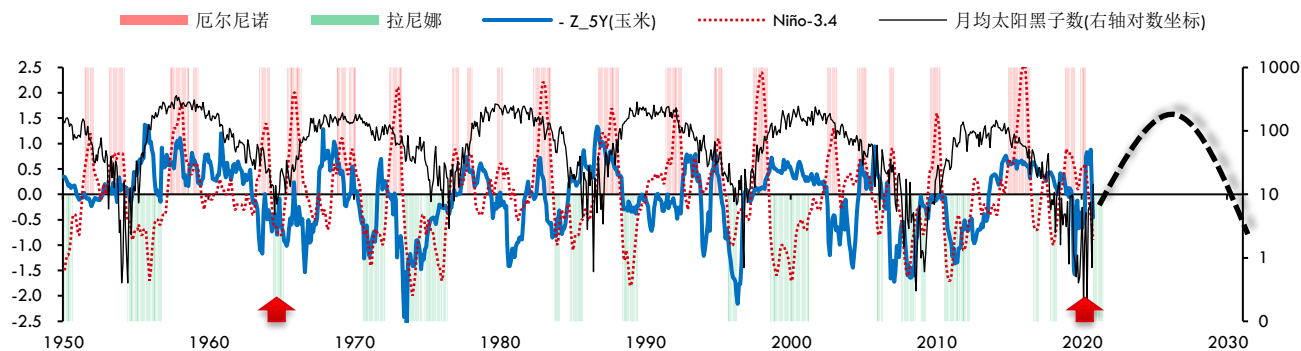
¹² 温铁军指出可以通过创新区块链等技术手段，对分布式生态和文化资源的可回溯信用进行再包装定价。生态产品价值实现，是在政策工具的干预下，实现外部性内部化，改善生态产品的供给，因而可以成为主权资本进入的选择，完成央行资产负债表结构的再次转换。华泰期货 2020 年 4 月 2 日报告《[到农村去](#)》认为在房住不炒之后，依靠于新土地法提供基于农地的抵押品创设（不动产/青山绿水），依靠于新冠危机提供基于供应链/知识产权的抵押品创设（动产）以及相应的依附于 5G 等的不动产，将逐步增厚人民币资产池。华泰期货 2020 年 9 月 24 日报告《[到农村去（续）](#)》再次指出，《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》推动地方资金运用的重大转变，一方面通过直接税的方式增加财政收入来源，另一方面“土地出让金”从“取之于农，主要用之于城”转向“取自于农，主要用之于农”，对于土地资金用途做了政策性切换。而在《[中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议](#)》中也明确提出从“以农补工”到“以工补农”的转变。

图 6：1700 年以来的太阳黑子、SST 洋流指数和通胀、利率对比，黑子年度上升阶段增加利率压力



数据来源：SILSO data SODA BOE Wind 华泰期货研究院

图 7：1950 年以来的太阳黑子周期循环、Nino 指数和负值处理的玉米价格变化



数据来源：SILSO data NOAA/CPC Wind 华泰期货研究院

短期来看，气候周期的变迁仍将在“洋流”的变化中得到体现，关注 2021 年的价格转弱风险。伴随着太阳黑子 60 年大周期的切换，短期也将完成从“拉尼娜”到“厄尔尼诺”周期的切换（图 7 中的红柱）。参考 60 年一轮的太阳黑子大周期循环，我们通过以玉米价格指数（图 7 中“-Z_5Y(玉米)”对玉米价格做 5 年周期的标准化处理并取负值）作为农产品价格代理变量，显示出 1960 年期间太阳黑子周期转换、洋流从“厄尔尼诺”向“拉尼娜”再回到“厄尔尼诺”的过程中，玉米价格在偏离正态分布的高价区间反复波动，并转向低价。而从基础原材料价格如果继续映射到通胀和利率（图 6），1960 年代全球经济也处在二战后从繁荣进入到“滞胀”的区间。继续往前回溯太阳黑子的大周期拐点 1900 年代、1840 年代、1790 年代、1750 年代等利率和通胀均出现了不同程度的高波动。

信用和经济

回到传统经济的视角，长期经济的回落区间关注政策的继续扩张。我们依然认为当前以及未来仍将处在长期生产力下行至低位的宏观区间¹³，从经济现实到宏观政策上的映射，最值得关注的便是美联储货币政策框架在 2020 年发生了历史性的转变。货币政策的这种转变为推动美国低端就业的逐渐回归做了政策准备，而叠加平均通胀率目标下的实际利率下沉，未来一届总统任期值得期待的是 1930 年代“罗斯福新政”的再现。而中国长期也已经进入了本轮金融周期的下半场——为应对下行而做政策对冲，对应着国内宏观现象仍处在“跨周期”的私人部门去杠杆进程中，作为对冲的是主权部门信用的对冲性扩张，以完成从“房地产信用”向“生态信用”的切换。2020 年的疫情使得中美在这两种力量上的碰撞表现更为激烈，中美利差上升到了 250 个基点的历史新高。

中期来看弱美元的可能性在上升。以美元周期为参照体系，正如我们在[综述](#)部分表达的，通过强弱美元周期切换带动美国和全球经济的周期性运行。而当前我们经历了 2011 年以来强美元的“紧缩”周期之后，未来尽管依然坎坷¹⁴，但是一轮特别的弱美元周期将推动长期经济下行过程的中级反弹，这一过程的序幕可能已经展开，只是前奏可能还不够充分¹⁵。

· 2020 · 美联储货币政策框架发生转变¹⁶

经济停滞，框架转变。因为缺乏新一轮技术革命，潜在生产率持续下移，当前宏观政策部门通过所谓逆周期的手段平抑周期矛盾。但是截止到今天，主要发达经济体逆周期工具的使用已经接近极限——全球在名义利率为零的水位线上挣扎。经济发展的两大天平——增长和分配、市场和政府——正在发生倾斜，冷战后新自由主义追求的市场受到“零利率”制约而面临终结，强势政府再次登上历史的舞台。而作为宏观政策核心之一的货币政策，2020 年也发生了重大的转变，美联储货币政策框架做了重大修改，表现在：

短期，美联储暂时剔除了“负利率”这一政策选项，坚守零利率下限。

中期，美联储修改了通胀目标制的实现方式，从以“2%”为目标转向了“2%”的平均通胀目标，以增加对政策改善就业过程中通胀上行的容忍度。

¹³ 参见 2019 年 11 月 25 日华泰期货宏观年报《[夕阳无限好](#)》图 1：主要经济体 TFP 增长停滞。

¹⁴ 参见华泰期货 2020 年 1 月 13 日报告《[弱美元形成的条件、影响和应对](#)》，市场看空弱美元的基础在于 1992 年至 2016 年期间，美国财政赤字和美元之间的负相关性，但是 2016 年以来的，美国赤字扩张却迟迟没有带来美元的大幅走弱，这点和 1992 年之前的情形很像。

¹⁵ 截止 2020 年 12 月初，美元指数的空头持仓继续保持在相对较高的水平。

¹⁶ 参见 2020 年 8 月 28 日华泰期货报告《[历史的拐点，美联储调整政策框架](#)》

长期，美联储前置了货币政策“通胀+就业”双目标中的“就业”目标。

美联储的这种转变影响是深远的。在美联储的双目标框架中，本次修订将“就业目标”置于“通胀目标”之前，意味着货币政策从单一的降低负债成本转向了追求资产扩张：

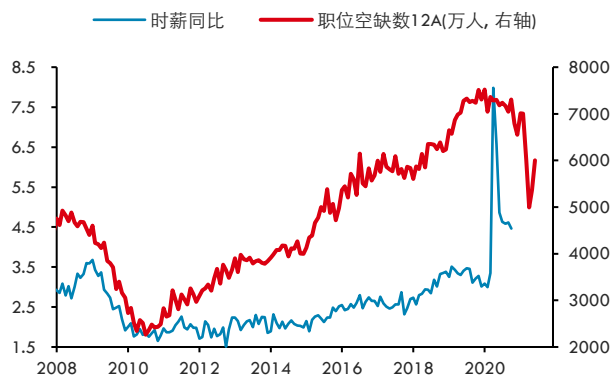
一方面，政策目标从降负债向扩资产的转变，未来名义利率的下限被锁定，过去财富向富人分配的天平将转向均衡；

另一方面，从总量意义上，就业目标的前置意味着总需求的扩张路径（就业的对称目标“deviation”转向单向扩张目标“shortfall”），货币政策将配合着财政政策提振经济增长。

2021 年宏观政策信号将从等待转向实施。今年下半年以来美联储便一直在持续等待着财政端的可能动作选项——新刺激计划带动经济从稳定就业走向扩张需求。而这一点随着明年拜登政府的逐渐到位、以及明年新任财长的可能人选（提名了以研究就业而闻名的耶伦）就位，这种货币化财政的扩张进程将逐渐加速（尽管政治博弈上还存在着国会的一定制约，但民主党正在逐步扩大着两院的选票）。

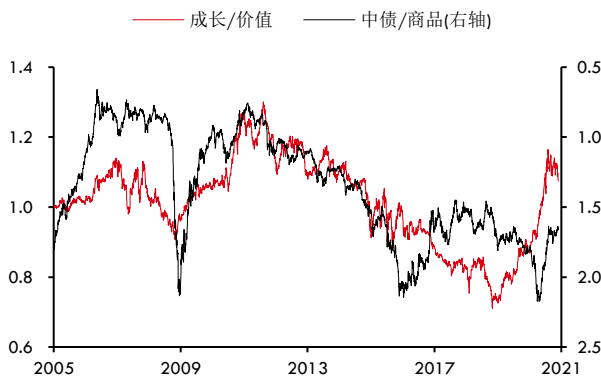
在宏观政策“就业目标前置”转向扩张总需求的过程中，长期看财政对于总需求的扩张势必转变当前的低通胀预期，因而平均通胀目标制给予了美联储更长的低利率政策时间（some time）来降低财政名义债务负担。“零利率”的底线不突破意味着市场预期转变，短期资产波动率上升，而长期财富从 Wall Street 向 Main Street 进行再分配的序幕正在拉开（成长/价值的分化进入到政策收敛拐点），这给利率在长期下行过程提供了下限。

图 8：未来耶伦就业指标将再次受到关注



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：成长/价值板块、债券/商品的分化将回归



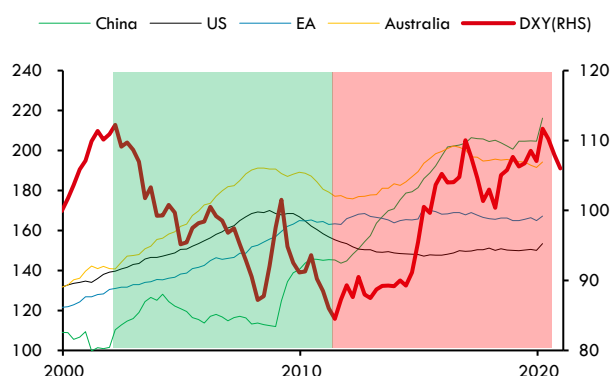
数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 2020 · 全球资产负债表开始一轮扩张

作为标志，弱美元周期预计将驱动全球进入新一轮杠杆周期。而观察经济体的杠杆率（Credit to GDP）变化，我们得以窥探在债务经济模式下发展留下的印记。总量意义上并不存在“去杠杆”一说，仅仅是杠杆转移到经济的哪个结构（图 10 中新兴市场和发达市场的轮动）。以 2000 年以来的全球经济为参照系，2004 年之前主要经济体均表现为加杠杆；2004-2008 年中国和发达经济体之间的杠杆分化（新兴市场去杠杆、发达经济体加杠杆）；2008 年开始这种分化逆转，新兴经济体加杠杆而发达经济体去杠杆¹⁷。

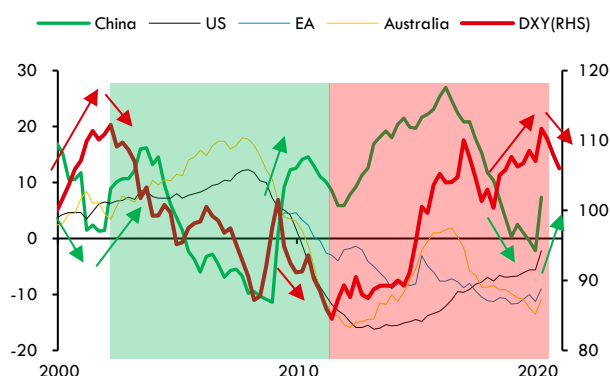
此外，从杠杆率变化角度（图 11）来看，美元指数的强弱周期和新兴市场的杠杆率变化之间存在较强的关系，即美元指数强弱反馈了全球流动性变化，全球美元流动性的强弱背后是资金在全球的再配置过程，从而引发全球经济的冷热周期。

图 10：主要经济体私人非金融部分杠杆率（%）



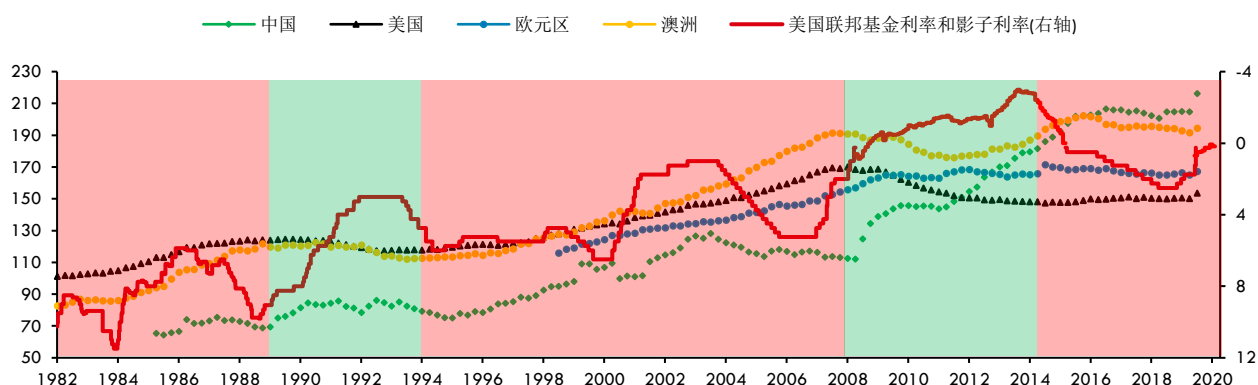
数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 11：主要经济体私人非金融部门杠杆率变化（%）



数据来源：BIS 华泰期货研究院

图 12：1982 年以来的利率牛市周期背后是全球的加杠杆周期（左轴：Credit-to-GDP ratio，右轴：%）



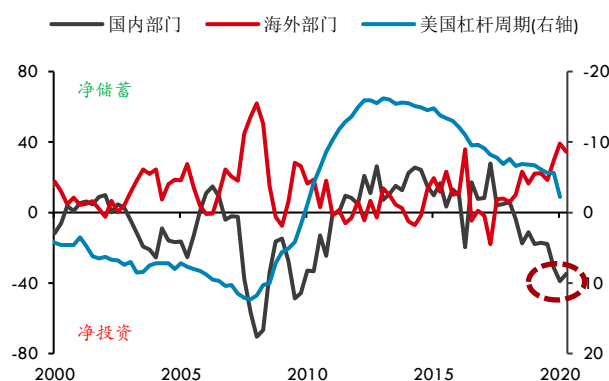
数据来源：Bloomberg Wind FRED 华泰期货研究院

¹⁷ 参见 2019 年 11 月 22 日华泰期货报告《2020 年宏观经济展望（一）——宏观资产负债表》，认为 2020 年全球杠杆周期经历了 2018 年以来惊鸿的去杠杆过程之后，随着“稳增长”需求的上升，国内从去杠杆进入到了稳杠杆的转变，美国在 2019 年创造了货币不再紧的转变，欧洲在德国“衰退”风险中转变基调。

引起我们注意的是，美元和新兴市场周期在最近的三个时间点上出现了背离。我们以图 11 中国的信贷缺口指标（绿线）为例来说明，中国信贷缺口同美元指数至少在 2000 年、2009 年和 2018 年三个时间段出现了明显的背离：这三个时间段全球总需求都因为“危机”的冲击而出现萎缩。但是由于中国应对政策有所不同，在 2000 年和 2018 年进入到供给侧改革降低总供给，而在 2009 年释放 4 万亿投资刺激总需求、推动中国信贷缺口运行方向转向扩张，因而我们看到不同的宏观政策背景提供的是全球分化的需求逻辑。

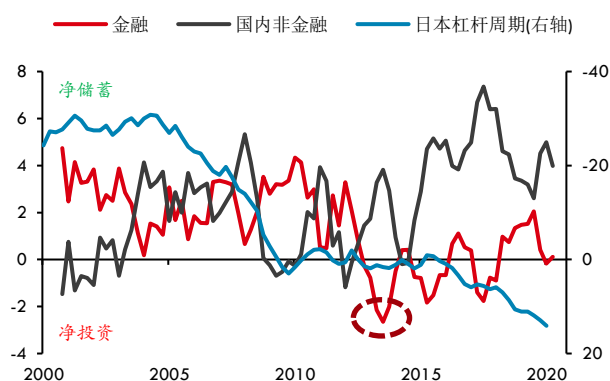
作为本轮杠杆周期开始的序幕，2020 年新冠疫情冲击，加速了全球杠杆率再次趋势转向扩张。预计未来在产能周期逐渐回升（资产负债表扩张）带动下，杠杆率的上行速度（斜率）将得到一定程度控制。

图 13：美国投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期



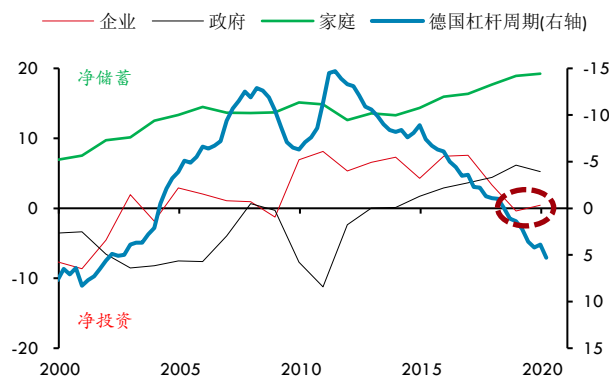
数据来源：BIS FRED 华泰期货研究院

图 14：日本投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期



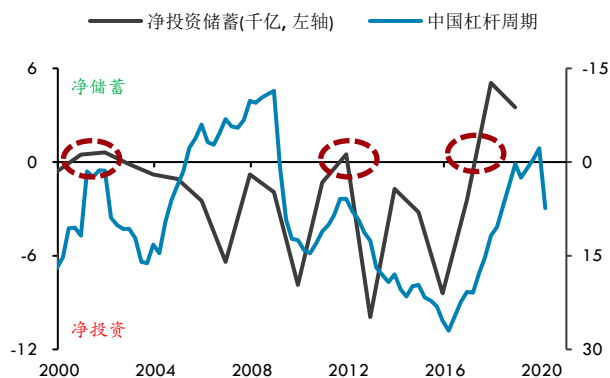
数据来源：BIS BOJ 华泰期货研究院

图 15：德国投资/储蓄结构（左轴）和杠杆周期



数据来源：BIS Eurostat 华泰期货研究院

图 16：中国投资/储蓄结构和杠杆周期（右轴）



数据来源：BIS 国家统计局 华泰期货研究院

杠杆驱动资产扩张，也带来实体扩张，或将边际上转变实体净储蓄的防御状态。从资产负债表的扩张到经济增长，中间从资金流量表——投资储蓄结构得到体现。在过去强美元的去杠杆结构中，美国自 2018 年进入净投资结构并在 2020 年上半年达到相对高点；除此之外，全球主要经济体均不同程度上处在防御状态——日本自 2013 年进入到净投资结构后，近期再次回到净储蓄状态；德国企业部门在 2018 年曾转入净投资结构，但是很快再次回到净储蓄状态；中国三十年的发展过程中现金流向表均处在净投资状态，除了 2000 年、2011 年和 2017 年以来的三个阶段。

从房地产为代表的金融周期出发，中国经济依然处在宏观收缩或调整阶段，但随着中期产能周期的复苏以及长期信用结构的逐渐改善，收缩在边际上有望得到一定程度的缓和。我们注意到当前国内的宏观结构处在收缩阶段（资金流量表转向“净储蓄”），大周期仍维持对于中国经济处在“非典型去杠杆”状态的判断，但是随着：1）去杠杆节奏的阶段性缓和（时间拉长至 2023 年）；2）去全球化边际缓和带来产能周期的逐渐复苏（见下文“展望一轮特别的产能周期复苏”）；以及 3）在财政扩张带动下，信用结构的改善部分在短期的增量超过房地产收紧的结构，为杠杆周期转入到扩张提供基础，推动在走向 2023 年的过程中杠杆边际上将逐渐转向扩张，即尽管杠杆斜率放缓（图 10），但杠杆缺口继续改善（图 11）。

· 2021 · 展望一轮特别的产能周期复苏

杠杆政策将驱动产能周期的扩张和收缩运动。经历了 2010 年多德弗拉克法案对于美国杠杆的紧约束、巴塞尔协议Ⅲ对于全球银行业的资本监管加强，当前政策之轮再次到了放松的时刻：

美国：2019 年 10 月 8 日美联储签署了沃克尔规则修订案¹⁸，将于 2021 年初生效；

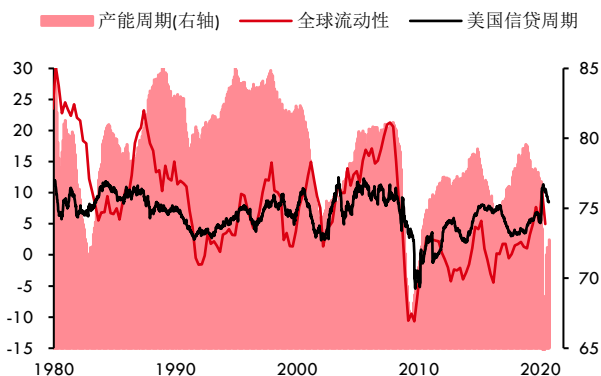
欧洲：2020 年 7 月 21 日欧盟峰会就 7500 亿欧元规模的“复苏基金”¹⁹达成一致；

中国：2020 年 4 月 27 日通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》、在“十四五规划和 2035 远景目标建议”中全面实行股票发行注册制；金融控股公司监督管理试行办法、商业银行法修订案、人民银行法修订案发布。

¹⁸ 新的沃克尔规则修订案将继续禁止银行的自营交易，不过也扩大了银行的投资活动范围，提供了更明确、更清晰的规则。银行在交易活动方面将获得更大的灵活性，同时，简化了银行如何判断相关交易是否合法的规定。银行在对冲基金或私募股权投资上的限制也有所放松。

¹⁹ “复苏基金”是欧盟有史以来规模最大的财政支出计划，总额为 7500 亿欧元，其中 3900 亿欧元为无偿赠款，3600 亿欧元为低息贷款。根据协议，“复苏基金”由欧盟作为一个整体从金融市场借贷，并与额度达 1.074 万亿欧元的 2021-2027 欧盟多年度财政预算框架挂钩。这意味着未来 7 年欧盟的财政支出总额将超过 1.82 万亿欧元。

图 17: 产能和信用短期背离, 关注信用风险释放



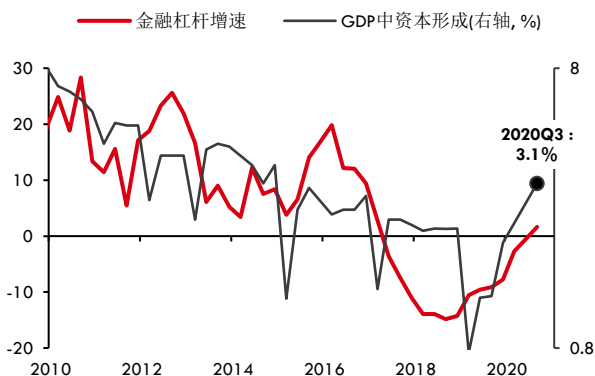
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 欧洲政府杠杆周期转变 (%)



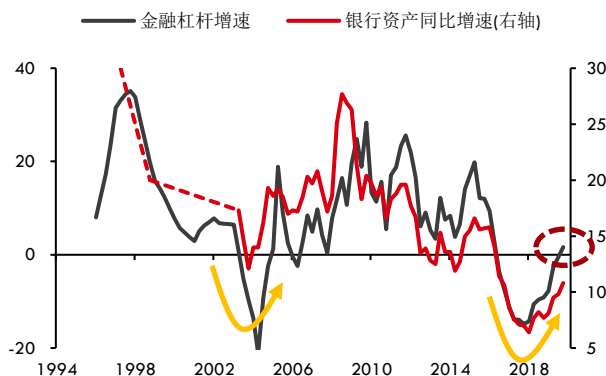
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 三季度中国资本形成大幅提高 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 中国金融杠杆增速在三季度出现改善 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

对于中国而言, 政策已经做了信用放松前的准备, 而数据也在逐渐印证产能周期的改善。随着 2017 年中国资金流量表进入到净储蓄状态, 财政加大了“逆周期”的投资力度, 加速了设备更新的节奏。一方面供给侧结构性改革真实地去化了金融业的杠杆, 另一方面在“不发生系统性风险”要求下, 资管新规过渡期延后至 2021 年²⁰, 2018 年下半年以来金融杠杆回落节奏已出现显著改善。如果说融资的供给端收缩随着政策的延后有所缓和, 那么融资的需求端当前仍受限于“房住不炒”的约束, 随着房企融资新规“三道红线”²¹自 2021 年开

²⁰ 央行 7 月 31 日在“[资管新规过渡期调整答记者问](#)”中指出, 延长过渡期 1 年, 更多期限较长的存量资产可自然到期, 有助于避免存量资产集中处置对金融机构带来的压力。

²¹ 央行 8 月 23 日在“[房地产企业座谈会](#)”中指出, 人民银行、住房城乡建设部会同相关部门在前期广泛征求意见的基础上, 形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则; 央行副行长潘功胜 9 月 14 日在[国新办政策吹风会](#)上指出, 从去年以来部分房地产企业已经开始对自身的运营策略和财务结构进行优化, 下一步将稳步扩大适用范围。

始实施，并要求于 2023 年 6 月 30 日前完成降负债目标，我们认为信用杠杆的扩张缺乏需求端的有效配合，并将在房企加速现金流回流带动的经济热度过去后影响到经济。

这是一轮不一样的产能周期复苏，地产杠杆的新规制约着周期改善的强度。虽然银行降杠杆压力有所缓和，但是当前在资产端仍面临两个约束：1) 上述房企融资新规的实施，使得虽然在 2021 年之前有加快整个地产链条活动，加速现金流的回收带来短期内地产产业链无论从上游的拿地还是下游的销售呈现出超预期的热度（10 月经济数据的超预期）；但是随着政策进入到执行阶段，2021 年融资需求端大概率将受到抑制²²。2) 银行不良贷款风险上升将至少阶段性降低信用资产的增速。金融服务实体的驱动下，金融业发展将继续“脱虚向实”，尤其在新冠疫情加剧实体债务压力的情况下，年末我们已经看到了“AAA”级债券信仰的打破，而央行等监管部门已经不止一次强调了未来银行的坏账风险²³。破而后立，和 GDP 名义增速相匹配的信用供给条件下，**预计 2021 年信贷和 M2 增速将回落至 10%，但财政在疫情政策退出扩周期政策加强过程中使得社融表现好于信贷。**

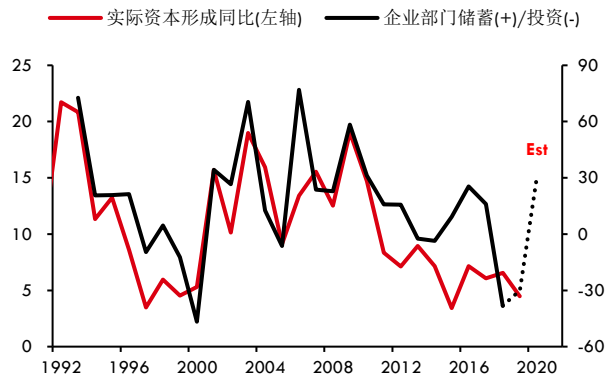
这是一轮不一样的产能周期复苏，积极层面建议关注生态信用锚的切换节奏。我们曾在报告《**特别国债手册**》中指出，1) 对内特别国债可以作为疫情之下的托底防守——通过注资银行降低银行体系金融风险，通过设立中小企业贷款担保基金为实体经济降成本等；2) 对外特别国债可以作为疫情之下的进攻选择——通过注资中投公司，为疫情下海外资产的扩张提供资金支持，从而构建扩大的人民币资产池。2020 年和我们判断不同的是，虽然“通过外汇占款增量创造基础货币将逐渐减少，而通过操作货币政策工具增加对银行债权资产作为投放货币将成为主要方式²⁴”，货币锚的转换还未开始，人民币背后资产的寻锚依然有不同的选项。因债务经济具有指数特征，在地产信用收紧的进程启动过程中，新的信用抵押品必须更快到来。在未来内循环为主体的大循环结构中，在土地确权完成之后，我们认为**基于生态资产货币化依然是可能的选项——太阳黑子大周期的转换或将助力“生态”成为未来的必需品。**

²² 参见 2020 年 11 月 27 日华泰期货报告《**适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢**》，在更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益的推动下，展望 2021 年货币政策，我们认为总量信用的收紧和结构信用的放松并存的格局。

²³ 央行 11 月 26 日再次在“**第三季度中国货币政策执行报告**”中指出，对于银行而言疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力；对于非银金融机构而言，非银行金融机构脆弱性突出，流动性错配明显，一旦金融市场剧烈波动，可能面临较大抛售压力，并向银行体系传导。

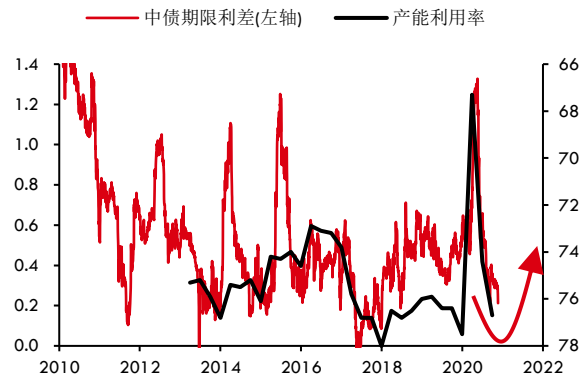
²⁴ 参见 2020 年 5 月 19 日华泰期货报告《**中国货币发行机制分析与展望**》。

图 21: 企业投资和 GDP 中实际资本形成 (%)



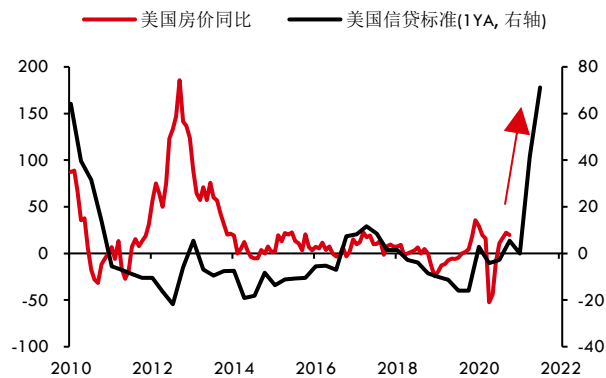
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 伴随着产能周期启动, 期限利差预计走阔 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 破而后立, 关注信用风险 (续图 17)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 利率持续反弹后关注信用风险增加的可能

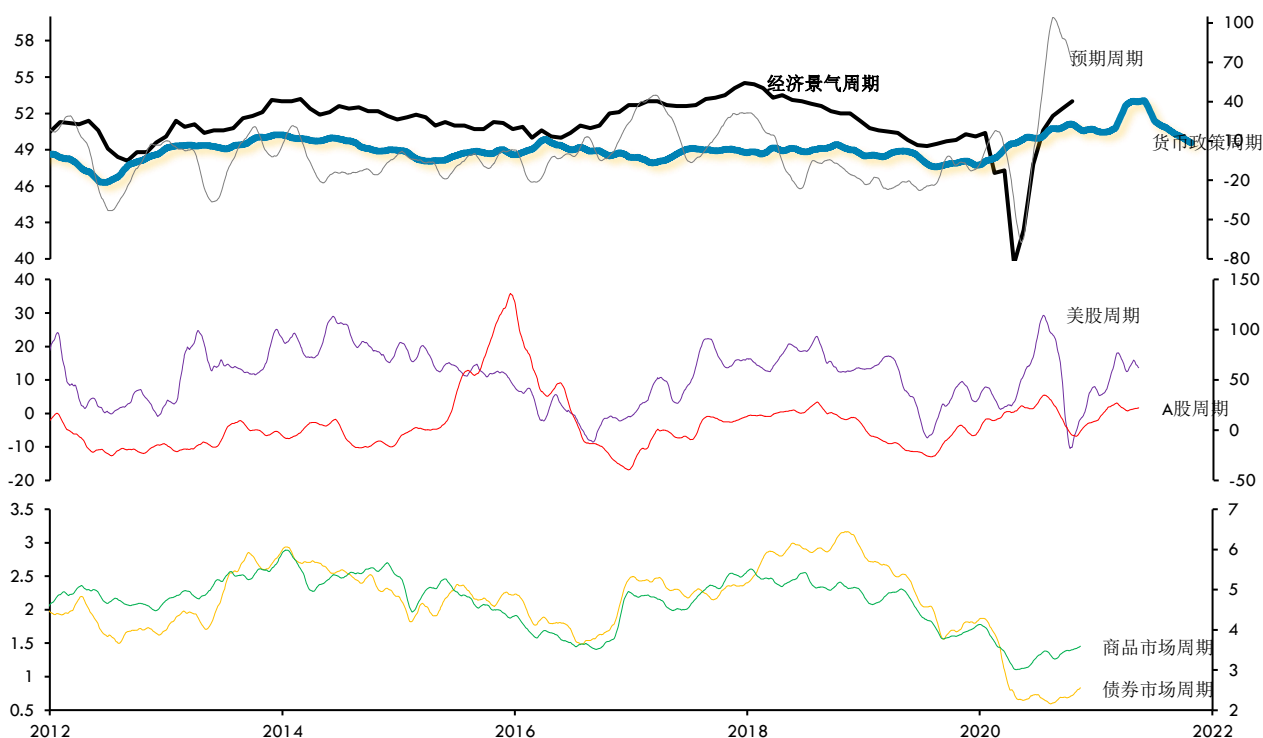


数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 2021 · 迎接一轮库存周期的调整过程

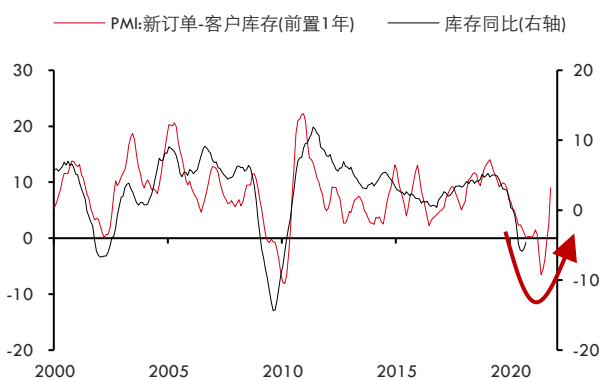
2020 年四季度市场交易的顺周期面临结束的风险。从经典美林时钟的角度出发, 货币等宏观政策的逆周期使用在试图熨平经济下行波动的同时, 创造了经济周期性的交替运行——库存周期的波动。从这一视角来看, 由于全球央行货币政策宽松对于经济的滞后性影响, 正面影响的尾部效应大概将延续至 2021 年年中 (图 25), 随后当前信用收紧对于经济形成的负面影响、经济面临的下行压力将增大。在这一过程中, 对于利率品而言需要关注的是流动性逐渐趋紧环境中, 经济增长预期的变化和通胀滞后效应两者之间产生的共振。

图 25：央行货币政策周期（上蓝）驱动经济周期（上黑）和资产价格周期（中下）波动



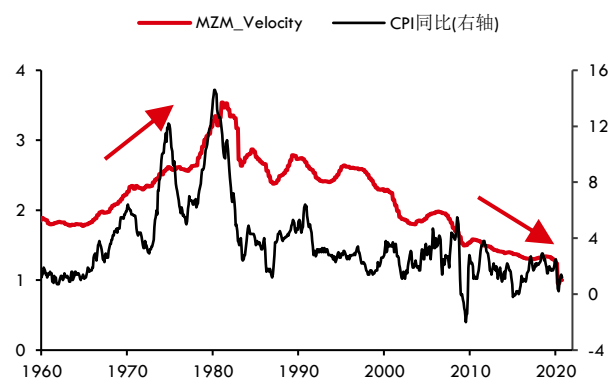
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 26：美国库存周期的回升将驱动通胀回升



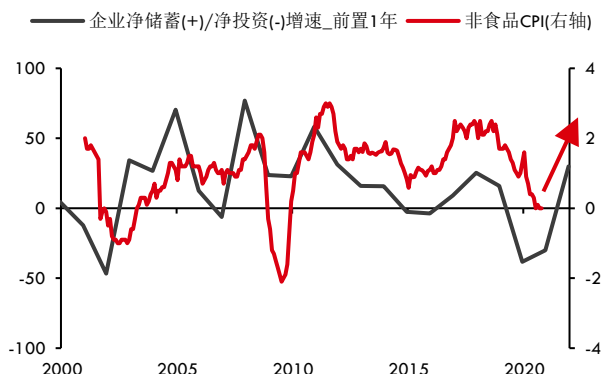
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27：美国 M2 高增但货币流通速度进一步恶化



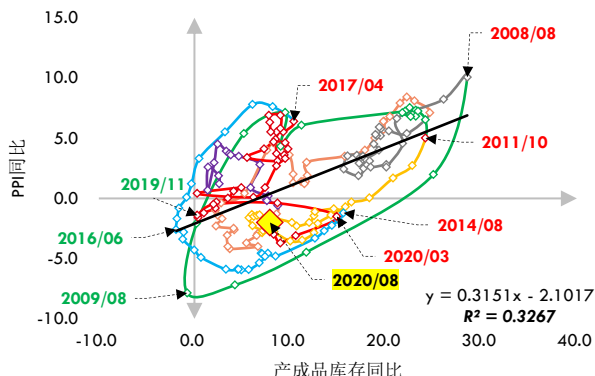
数据来源：FRED Wind 华泰期货研究院

图 28：中国净投资结构的改善将驱动核心通胀



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29：中国库存周期未来存在调整风险



数据来源：Wind 华泰期货研究院

➤ 经济周期：疫苗！疫苗！

美国：当前面临供需的不平衡矛盾，矛盾的解决带来需求的继续放缓风险。从货币宽松的传导路径来看，3月市场大幅震荡之下的货币宽松，缓和了经济复苏初期滞胀和疫情叠加带来的流动性压力。我们当前面临的现实问题是，美联储以增加道德风险的方式对实体进行的兜底虽然强行拉动了美国信用周期维持在高水平——即私人部门在财政的转移支付过程中维系着需求，甚至由于低利率扩大着房地产市场的信用——但是这和美国库存周期和产能周期的低位形成背离。仅仅单一的通过进口弥补产能的缺口，已经从当前“翻倍”的海运费上得到矛盾的体现，我们认为不可持续的。

展望周期改善的路径，节奏影响着市场的波动情绪。改善的路径或者是供给侧的，通过疫苗的快速落实形成产能的快速有效恢复²⁵，或者是需求侧的，通过冬季增加“戴口罩”的社交距离增加，真实的降低圣诞节期间的消费，更或者是供需平衡的，在需求侧一定时间一定程度的有限抑制之后，疫苗推动供给侧的产能得到改善，从而形成再平衡。

中国：生产恢复后出口的高增和房住不炒下信用的收紧共存，“勒紧裤腰带”和“新基建”的结构转换。一方面是逆周期调节下的顺周期开始出现了年末的躁动，伴随着10月盈利增速的继续改善，市场对于房地产加速现金流回笼带来的制造业环境改善加注了更多的周期改善希望；另一方面是疫情封锁下的出口改善从防护用品转向耐用品出口的改善，订单的转移和进出口的不对等阶段性改善了对外账户。当市场看到宏观之手会对于实体进行兜底的预期之后，“无限量”的货币宽松似乎对冲了债务的周期，11年以来的繁荣周期会否在实

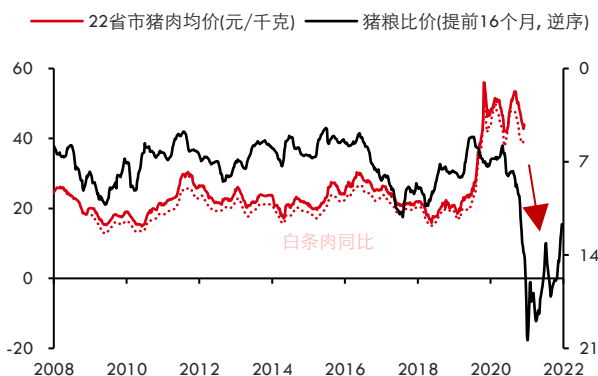
²⁵ 参见2020年11月10日华泰期货报告《辉瑞带来对“美联储假设”的改善》，认为美联储半年度金融稳定报告继续强调“疫情是最大基本面”的假设，但是辉瑞新冠疫苗的90%有效性等市场对疫苗的乐观预期对冲了市场的悲观，美国三大指数在12月接连创出新高。

体无风险的情况下进入到了“新周期”？如果财政托底下的外围需求减少了“周期下行”这一阶段，那么 2021 年出口延续改善的假设将得到印证，从而真正开启弱美元周期。

➤ 通胀周期：

通胀在长期内表现为供给现象，在短期内则体现在需求现象，这其中货币因素改变的是价格弹性。供给的持续结构性短缺，在市场经济环境中表现为价格的持续上涨，刺激生产，供需得到再平衡；而在管制经济中表现为价格信号的失灵，供需得不到及时的改善，价格继续上涨。2020 年的疫情之中，防疫物资的紧缺、运输条件的限制都带来了价格的不同程度上行；而随着疫情对于需求压力的减轻（口罩），或运输条件的改善（海运），价格上涨的压力将趋于缓解。展望 2021 年的疫情定价，短期内仍将处在疫苗未有效到位前疫情阶段性高增（抑制需求、造成供给结构性矛盾），而防控措施展望逐渐改善的过程中。这一阶段叠加 2020 年上半年创造的低基数效应，预计继续增强市场“胀”的预期；但是随着时间的推移，乐观预期后者的力量将逐渐增强，那么价格压力也将逐渐趋于缓解。

图 30：猪周期见顶之后将趋于回落



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31：中国 CPI 回落为货币创造空间



数据来源：Wind 华泰期货研究院

我们预计库存周期将在 2021 年经历先扬后抑的节奏轮换，即产能周期的复苏初期面临一次库存周期的调整，从而为配置产能复苏的资金创造结构转换的空间。当前市场对于库存周期的焦点在于国内始于信用环境的收紧对于未来库存周期的下行压力，与美国库存周期回升形成出口需求对于库存周期的上行拉力之间的博弈过程。而货币政策正常化背景下形成的实际利率高位对于盈利周期的开启也并不是一帆风顺，因而我们预计产能周期的开启初期仍是不平稳的，仍缺少实际利率回落的驱动因子²⁶，在“跨周期”的政策韧性中，关注点在于信用风险释放为实际利率的继续下行提供的空间可能有限，从而压抑产能向上弹性。

²⁶ 参见 2020 年 2 月 11 日华泰期货报告《新冠肺炎或将解决“融资贵”难题》，现在来看受到“跨周期”政策的影响，实体面临的融资环境并没有发生显著的改善。

国债市场回顾和展望

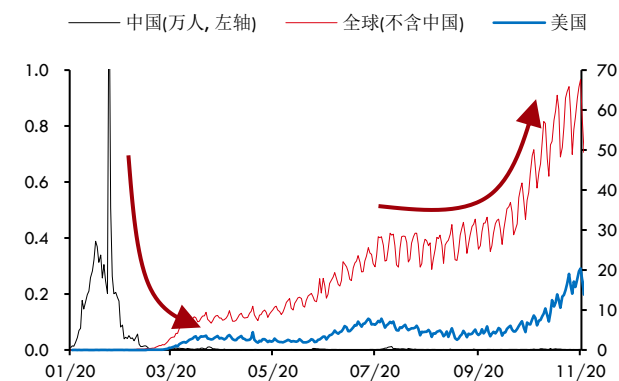
故事起于 2019 年的年尾，虽有流动性紧张带来的央行降准²⁷动作，但是国债利率在周期复苏逐渐明朗的过程中逐渐企稳。然而 1 月新冠疫情以及抗击疫情带来的经济停滞，让十债收益率再次下行突破了前期收敛的震荡区间。此后随着 3 月外部市场流动性风险的释放和国内从有序复产复工到全面复工，风险资产经历了“V”型复苏的定价，自宏观调控从“逆周期”确认朝“跨周期”的转向，利率也进入到了慢熊的状态。二季度国内经济活动从生产端开始逐渐恢复，而截至 11 月国内国债收益率水平也已经再次回到了 2019 年的年尾。

图 32：年末债市利率涨破去年底水平，实现“V”型复苏（十年期国债收益率，%）



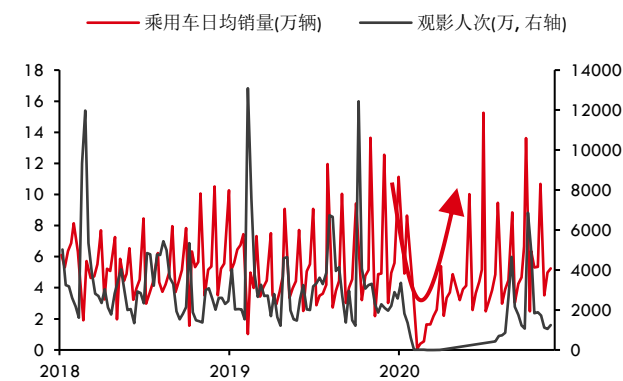
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 33：每日确认新冠病例数（万人）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34：国内经济活动逐渐回到正常状态（万）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

²⁷ 参见 2019 年 12 月 31 日华泰期货报告《预计降准将在 1 月初落地，缓解流动性风险》。

· 2020 · 国债现券市场：金融服务实体下的失衡

➤ 供给端显著扩张

发行特别国债 1 万亿：2020 年为应对新冠疫情对于经济的影响，尤其是受疫情影响下的中小企业现金流影响，除了货币政策通过降准和提供定向融资便利为实体企业进行纾困之外，在 3 月 27 日的中央政治局会议上正式出台了抗疫特别国债，于政府工作报告中给出了 1 万亿的额度²⁸，截止 7 月底发行完毕。

新增地方政府专项债 3.75 万亿：截至 10 月 31 日，全国地方新增专项债券发行 3 万 5466 亿元，除用于支持化解地方中小银行风险部分外，发行进度 99.9%²⁹。2020 年全年，全国人大批准安排新增专项债券额度为 3.75 万亿元。11 月 18 日财政部表示，除用于支持化解地方中小银行风险部分外，新增专项债券已基本发行完毕。

提高财政赤字率至 3.6%：为对冲新冠疫情对经济社会的影响，财政政策明显发力。2020 年财政赤字率提高到 3.6% 以上，超过 2019 年 2.8% 的水平。尽管如此，相比较国外陡增至 20% 的赤字率水平而言，我们认为由于中国和海外处在不同的金融周期阶段（中国下行、美国上行），因而国内相比较而言依然是谨慎的宏观政策安排，即“紧日子”³⁰。

综合来看，2020 年利率债净增加 10.5 万亿，较去年上升 4.4 万亿。截止 11 月，今年一般国债和特别国债共累计发行 6.29 万亿，净增长 3.34 万亿；地方债累计发行 6.26 万亿，净增长 4.25 万亿；证金债累计发行 5.04 万亿，净增长 2.41 万亿。预计随着经济逐渐从疫情中走向正常化，财政逆周期政策也将逐渐退出应对疫情的非正常状态，“新基建”的占比将逐渐回升，2021 年的利率债净增加情况将较 2020 年的水平有所回落，考虑到避免政策过快退出对于市场形成的冲击，预计 2021 年利率债净增加在 7-9 万亿。若信用收缩的节奏加快，不排除财政边际上继续扩大的可能。

➤ 需求端面临压力

银行：金融服务实体要求上升。对于 2020 年的银行类金融机构而言，尽管理财新规的过渡期由于疫情的影响得到延长（至 2021 年），但是多重因素影响下银行对于利率债的配置需求存在压力。一方面为应对疫情形成的支出压力，利率债的供给显著增加；另一方面，在疫

²⁸ 2020 年 5 月 22 日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大三次会议作 2020 年国务院政府工作报告时提出：中央财政发行抗疫特别国债 1 万亿元，不计入财政赤字。李克强强调，这是特殊时期的特殊举措。新增资金全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，强化公共财政属性，决不允许截留挪用。

²⁹ 财政部表示，新增专项债券资金使用情况良好，使用进度快，投向重点领域和重大区域发展战略，发挥了资本金带动作用。同时合理扩大专项债券作为符合条件的重大项目资本金范围，并将各地专项债券用作项目资本金规模占比从 20% 提高至 25%。

³⁰ 新华社表示，在经济增速放缓的大背景下，过“紧日子”将成为常态。

情的持续影响下，实体信贷的坏账率将面临上升的压力；在疫情后经济活动逐渐上升的带动下，实体中长期信贷需求也出现了较大的改善。与此同时，负债端由于受到持续收紧的结构性存款压降的影响，使得利率债的供需矛盾进一步凸显，银行负债端的压力最显性的表现便是存单利率持续高企（近期有所回落）。

保险等非银：去影子银行阶段。从影响上来看，随着利率水平 4 月以后持续的上行，增加了实体企业债务压力。以华晨和永煤的违约为代表，市场信用风险终于在 11 月开始有了大的释放，而同时未来破刚兑延续的背景下，信用违约风险增加了非银机构短期内对于证金债等利率品的抛售。

图 35：资产负债的错配增加了利率反弹压力（%）



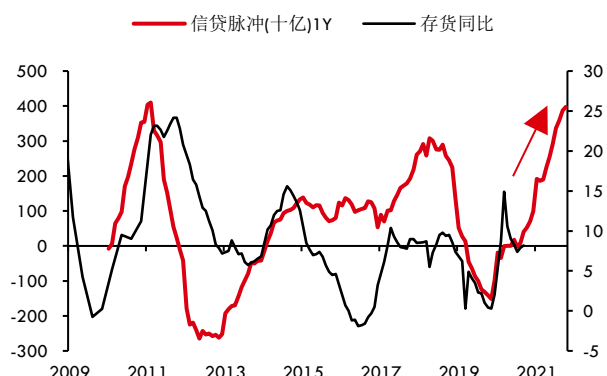
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 36：流动性的逐渐收紧强化了利率压力（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 37：金融指标预示经济周期的改善



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38：周期的改善在年末工业品价格得到反馈（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

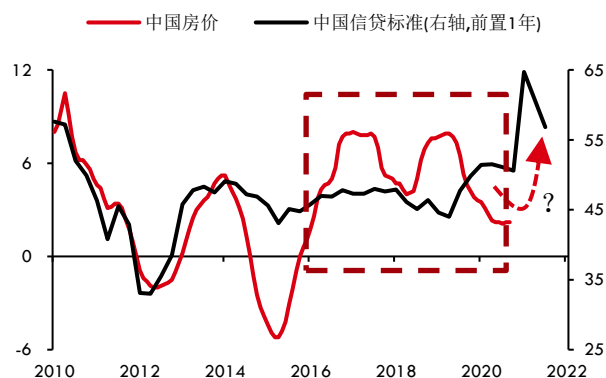
新需求者的加入：国债作为抵押品范围扩大。一方面金融市场对外开放的进一步加快，在2018年财政部和税务总局发布《关于境外机构投资者投资境内债券市场企业所得税 增值税政策的通知》对境外机构投资者投资境内债券市场取得的债券利息收入在2021年11月6日之前暂免征收企业所得税和增值税之后，富时罗素公司9月25日北京时间清晨宣布，中国国债将于2021年10月份被纳入富时罗素全球政府债券指数(WGBI)³¹，随着国际投资者增加对于中国国债的配置，预计国债供需矛盾将得到进一步改善。另一方面，随着国债作为抵押品范围的进一步扩大³²，预计也将推动更多市场参与主体在2021年的资产组合中持有国债。

· 2021 · 国债期货市场：信用风险和市场再通胀

➤ 背景：房住不炒下金融周期的下行

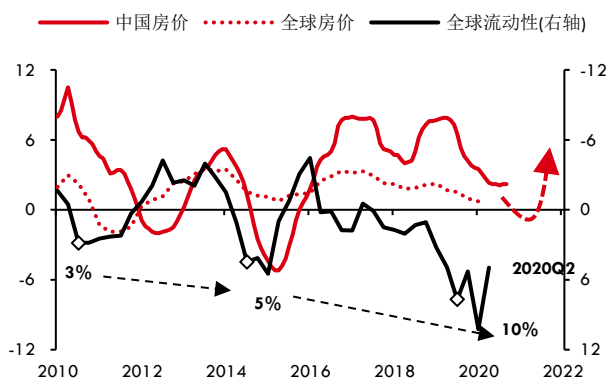
2020年经济的复苏预期推动了市场在“顺周期”和“逆周期”资产之间轮动，但其实另一个变量对于市场的影响也在加强：“跨周期”——从2016年供给侧结构性改革以来，我们注意到房地产周期被显著的拉长，在房地产行业从“黄金时代”向“白银时代”转变的过程中，政策不断强化“房住不炒”，2020年PSL逐渐淡出，驱动房地产企业现金流模式转变，更快的现金回笼创造了短期内房地产的繁荣。但是，房地产作为在经济结构调整过程中的稳定器作用将逐渐完成弱化的结构转变。

图 39：PSL 等政策驱动下地产持续强势运行



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40：金融周期和超 10 个点的流动性宽松“退潮”



数据来源：Wind 华泰期货研究院

³¹ 参见2020年9月25日华泰期货报告《债券市场对外开放进一步加强（三）》。

³² 2019年1月11日中金所扩大国债担保品适用范围至中金所所有品种。2020年7月29日大商所推出国债作为保证金业务。2020年9月7日郑商所开展国债作为保证金业务。2020年10月19日上期所开展国债作为保证金业务。

对比图 39，数据已经发出金融周期转变的明显信号。土地财政驱动下的经济“一放就乱、一收就死”的周期循环在地产上表现为“政策收紧 → 经济承压 → 货币宽松 → 地产繁荣”，这种循环在 2016 年之前表现突出。进入到 2016 年之后，我们注意到房地产周期和政策周期出现了分化，金融领域的供给侧改革尽管持续推进，但是房地产并没有体现出明显的放缓。一方面来源于宏观政策通过 PSL 等工具进行“去库存”，创造了房地产货币化的繁荣；另一方面则是房地产企业在行业整合过程中加速现金流带来的快速流转。那么未来这种模式能否延续是存在疑问的，2021 年作为房地产“三道红线”开始实施之年，房地产企业将进入到全面的降杠杆周期，年末的媒体也不断对改革先行示范区的房产税进行舆论上的铺垫。

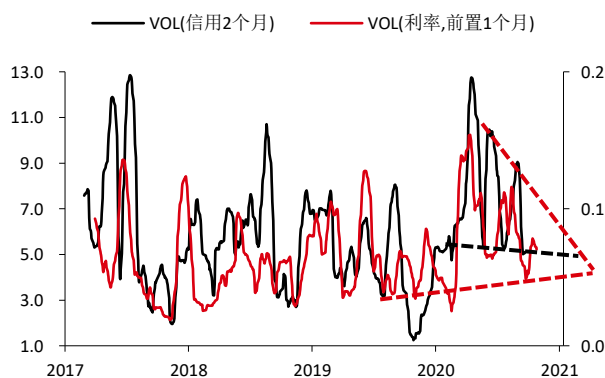
当前真实的经济数据和年末的市场继续反馈着经济复苏背景中的通胀预期。11 月 24 日道指突破 3 万点创下新高，12 月 1 日伦铜上冲至 7743 美元/吨创下 2013 年以来的新高，12 月 2 日上证综指涨至 3465.7 点、12 月 3 日美元指数跌至 90.9 均创下 2018 年以来的新高和新低。而这一过程中，经济复苏推动的工业品通胀预期压制国债期货维持在 5 月以来的弱势格局，利率已经升破 2019 年末的高点。这一过程中，对于通胀预期形成牵制的力量我们预计来源于信用周期的转变。一方面正如上文所述，在产能周期复苏的初期，信用风险仍需要释放的窗口，尽管当前流动性相对宽松背景下信用利差仍保持在低位，但是利率的波动性已经出现上升的担忧——10 年期美债期货的波动率、国内信用利差均存在上行的可能。另一方面，从政策角度 12 月初人民银行已经超预期释放了 MLF 等流动性资金，释放了政策对市场的反馈可能开始的信号。

图 41：美债 MOVE 波动率预计将上升



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 42：国内利率的波动率和信用的波动率相关



数据来源：Wind 华泰期货研究院

➤ 持仓：2020 年的新高

2020 年不仅见证了百年一遇的“经济停滞”，而且也迎来了商品和债券市场的“繁荣”——截止 2020 年 12 月初，国内商品期货市场总持仓再次创出新高，而国债期货市场也在年初市场开放新进入者之后快速攀升（图 41 和图 42）。

图 43：2019 年以来国内商品市场持仓快速上升（万手）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 44：2019 年以来国债期货持仓（手）和利率对比



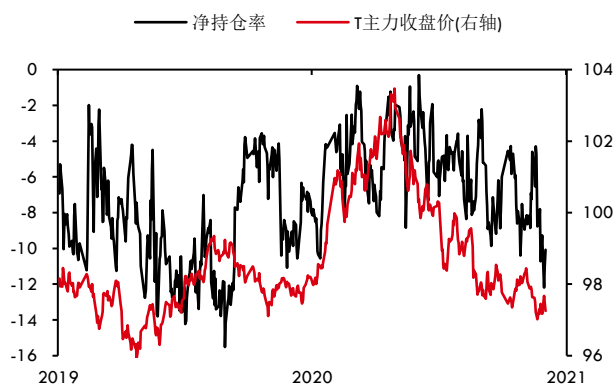
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 45：国债期货和商品期货持仓比正在接近 2018 年初



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 46：国债期货 T 主力合约和前 20 会员净持仓率

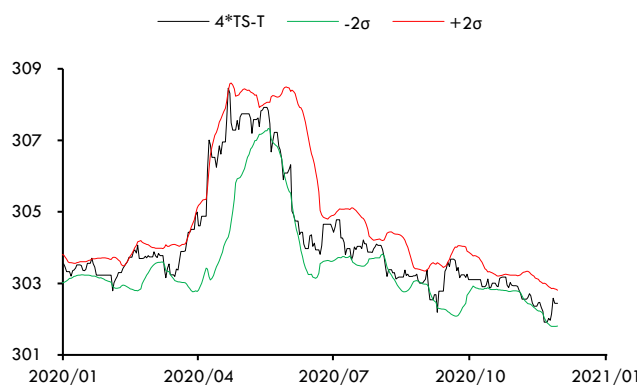


数据来源：Wind 华泰期货研究院

当前市场的情绪正在接近一轮经济复苏的高点。以传统的“经济增长-通胀上升”坐标来衡量当前的经济状态，当前尽管金融增速开始触顶回落，但是实体的经济活动依然保持动能继续向上的状态。而市场的通胀预期可以通过商品和利率两个维度得到反馈，我们以国内商品期货市场和国债期货市场两个市场的持仓量来拟合市场对于通胀的观点（图 45），当前来看国债商品持仓比值正在进一步上升，接近 2018 年初的高点，而国债期货市场的净持仓

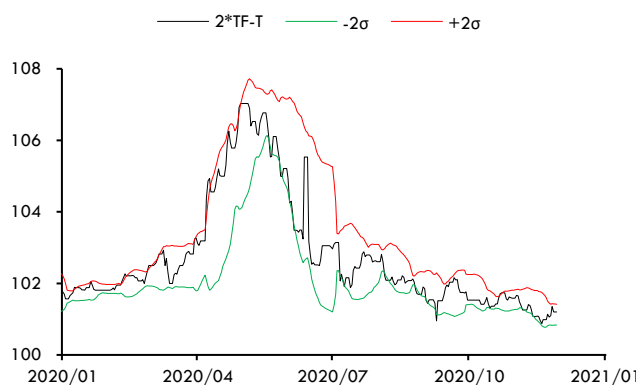
率(=前20席位净多头持仓/总持仓)也降至了去年四季度以来的低点。我们认为当前中国经济处在金融周期向下、经济周期向上的运行阶段,在这样一个分化的过程中,作为周期轮动的映射,风险资产3-7月反馈了货币宽松定价之后,7月至今定价了经济复苏和货币趋紧的状态,未来等待着的是金融收紧对于经济周期的降温过程——即经济复苏的高点。而这一过程中,观察国债/商品持仓比的拐点以及央行货币政策的态度成为未来周期转变的信号,关注2021年国债曲线的陡峭化策略。

图 47: 国债 T 和 TS 主力合约价差回落至年初



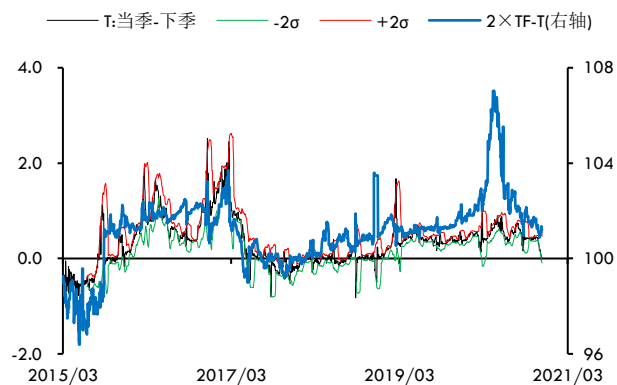
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48: 国债 T 和 TF 主力合约价差 7 月以来窄幅运行



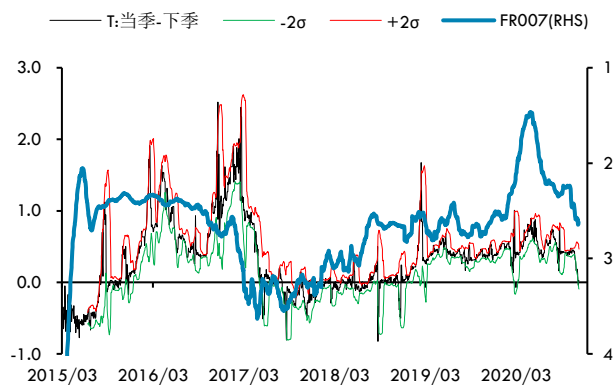
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 国债 T 跨期价差和 T/TF 价差对比



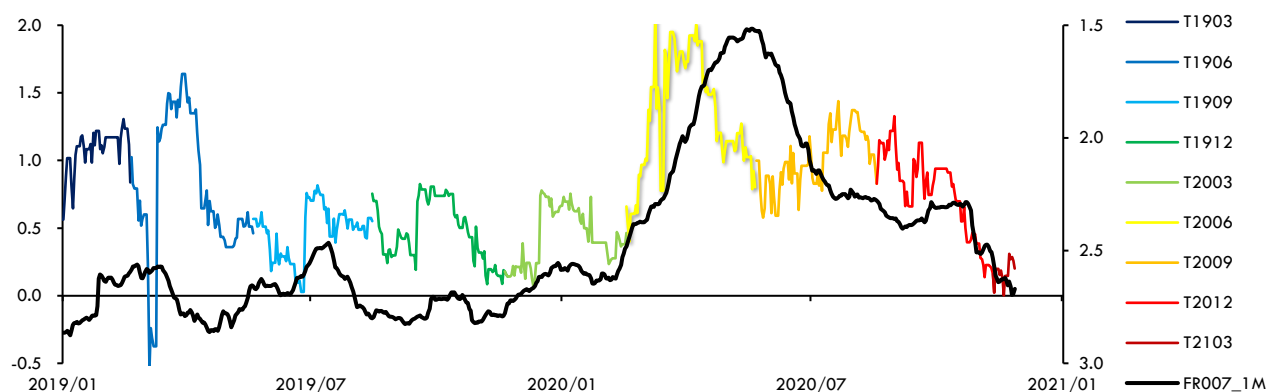
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 国债 T 跨期价差和资金成本对比



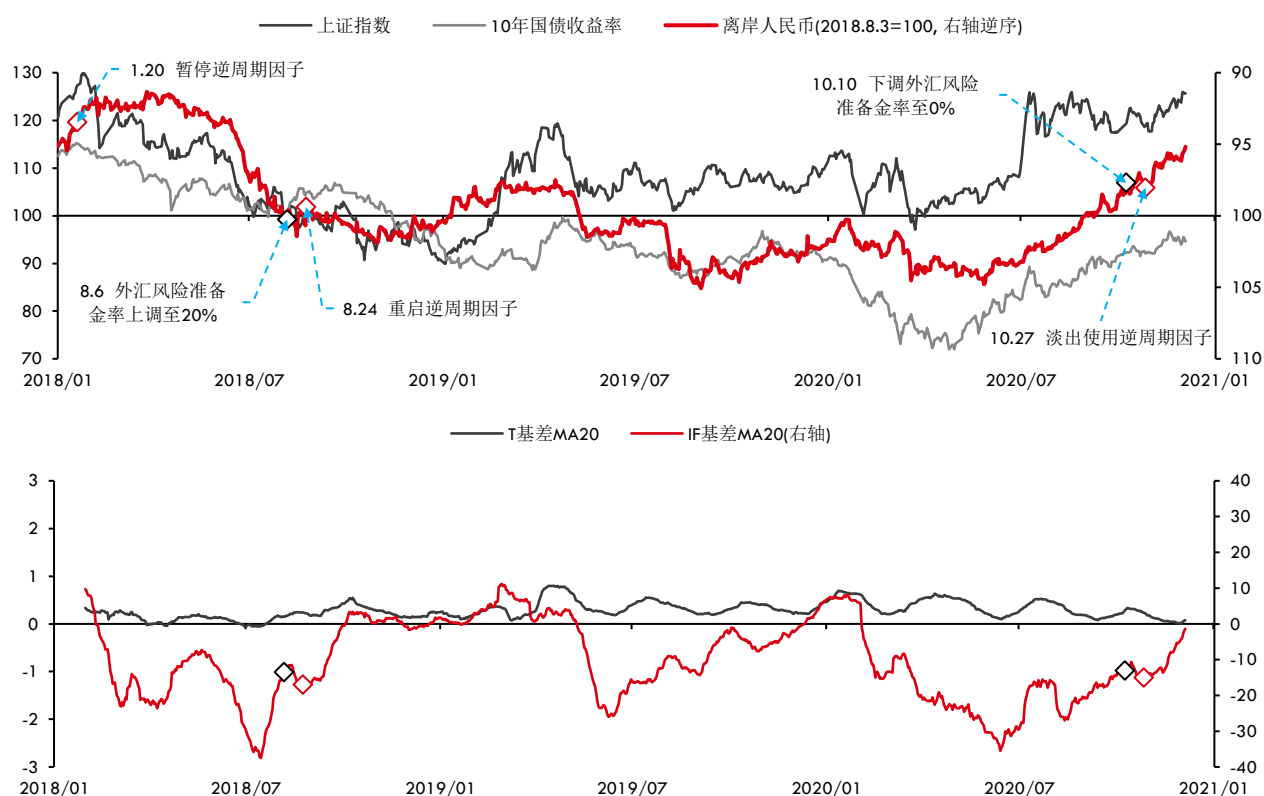
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: T 合约高流动性可交割券基差和资金成本对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 2018 年以来上证指数、十年期国债收益率、人民币和期指期债基差走势对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

展望 2021 年，经济周期从第一轮再库存走向新一轮增产能，在利率债供需失衡压力逐渐缓和之后，预计随着产能周期的改善，对于货币政策获得独立性过程中的国债期货而言，关注曲线再次陡峭化的状态。同时，利率债的供需缓和因素在未来也将伴随着金融服务实体经济过程之中的信用风险释放，利率将逐渐达到本轮库存周期的顶部。

展望 2021 年的宏观政策，预计 2021 年利率债的供需趋于缓和，伴随着金融服务实体过程中信用风险的继续释放（金融周期紧信用），利率将在中国库存周期逐渐见顶过程中寻顶，后期利率、汇率和资产价格“三高”局面将发生转变。经济周期预计从一轮再库存末端走向新一轮增产能，预计曲线随着产能周期的改善将再次陡峭化。同时在美国再库存推动的拜登对外关系再平衡过程中，下半年“紧信用+宽财政+紧货币”的政策组合预计向“紧信用+紧财政+宽货币”甚至“紧信用+宽财政+宽货币”转变。

投资策略：长期（10 年以上）：全球生产力无法提升，维持利率品的中性配置；并随着信用结构转换完成增加绿色权益资产降低利率品配置；中期（5-10 年）：产能周期复苏过程中配置基于新基建的数字资产和高端制造，利率品中性配置；短期（1-3 年）：库存周期复苏过程中利率品降低配置，并随着复苏周期的见顶增加风险资产对冲。

风险点：通胀超预期、流动性收紧超预期

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省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