

分析师：

刘东亮

021-20625870

liudongliang@cmbchina.com

## 牛仍在，但牛排不再

### ——2015年宏观经济及债市、汇市展望

观点摘要：

#### 1) 中国经济会继续放缓吗？

是的，大概率是这样，尽管出台了微刺激和稳增长的措施，且2015年政府托底的力度会进一步加大，但内外交困的局面不会出现根本性的变化；外需环境仍是阴多晴少，内需投资中基建占比上升，但资金来源受限，房地产只会出现温和企稳，唯一令人安慰的是，就业市场强劲仍会助力消费保持稳定。

#### 2) 新常态代表经济很差？

2015年中国经济仍会保持7%以上的增速，有硬着陆风险但不会发生，新常态下也需要新视角，过去在习惯了高速增长后，看到7%的增速似乎觉得很差，但实际上以新常态而言，7%是很强劲的增长，在未来10-20年的周期中，7%或许就是增长区间的上限，未来会逐步降速至6时代甚至5时代。

#### 3) 会继续降息吗？

我们的答案是会的，宽松周期已经开启，通胀在明年仍然不会构成问题，多数时间位于2%以下，预计2015年全年至少有两次降息和一次降准，较佳的降息窗口是2015年上半年，同时，我们认为降息的迫切性大过降准；资金面将维持中性，有利因素依然较多。

#### 4) 债券牛市已经结束了吗？

不，我们不这么认为，但最好赚钱的部分可能已经结束，如果说2014年是一份优质牛排的话，2015年可能就变成牛筋牛腱了，市场将在震荡中维持慢牛；投向债市的资金增量依然可期，收益率曲线将向牛陡演化；为了满足收益要求，评级下沉或成为趋势，而信用风险将进一步发展，这将成为利率债和高等级出现趋势性行情的潜在机会。

#### 5) 人民币会出现贬值？

在中美货币政策分化的背景下，确实存在贬值压力，但更有可能进入双向波动而非明显贬值，波动区间可能在6.0-6.35，以LIBOR为代表的海外融资价格将趋势性上升，而随着资金面的改善，境内远掉价格将冲高回落；人民币汇率弹性的加大意味着企业面对的汇率风险大过以往，但也有利于避险、交易类市场的发展。

## 目录

### 一、中国宏观经济

- 1、海外环境：阴多晴少，美元走强
- 2、出口：弱势增长，难对 GDP 做出贡献
- 3、投资：基建托底老调重弹，但不可不弹
- 4、消费：就业市场的好消息仍在继续
- 5、通胀：前低后高，低位运行
- 6、新常态需要新视角

### 二、货币政策与资金面

- 1、货币政策：宽松周期继续，2015 上半年是较佳的降息窗口
- 2、资金面中性向好
- 3、降息与定向宽松有望降低融资成本

### 三、市场与策略

- 1、人民币汇率：双向波动时代来临
- 2、美联储加息：影响主要集中在海外融资价格
- 3、远掉冲高回落，离、在岸仍会频繁波动
- 4、债券牛市仍在，然牛排变牛筋
- 5、资金需求看好，评级下沉或成趋势
- 6、信用风险加速分化，或是利率债趋势性机会的潜在来源

## 2014年精彩报告回顾:

1月23日 《依托外交的人民币国际化时间窗口已经打开——历史经验对人民币国际化的借鉴意义》

3月3日 《汇改实际进度可能提前》

6月19日 《地方债试点十省市孰优孰劣——未来地方债价值与风险三维度评估》

8月21日 《汇丰 PMI 稳中有忧, 未来政策中降息几率上升》

9月11日 《通胀稳中有降, 宽松政策空间日趋成熟》

11月11日 《降息与定向宽松组合是降低贷款利率的有效路径》

## 一、中国宏观经济

中国经济在 2014 年腹背受敌, 经济持续下行, “新常态” 已经逐渐被市场所接受和认可, 对于 2015, 内外交困的局面不会出现根本性变化, 经济增速将继续下滑, 好在各方的预期也在逐渐降低。我们并不认为中国经济会出现硬着陆, 政府托底与改革的力度正不断加大, 虽然效果不会立竿见影, 但至少可以在新常态中保持一份平常心。

### 1、海外环境: 阴多晴少, 美元走强

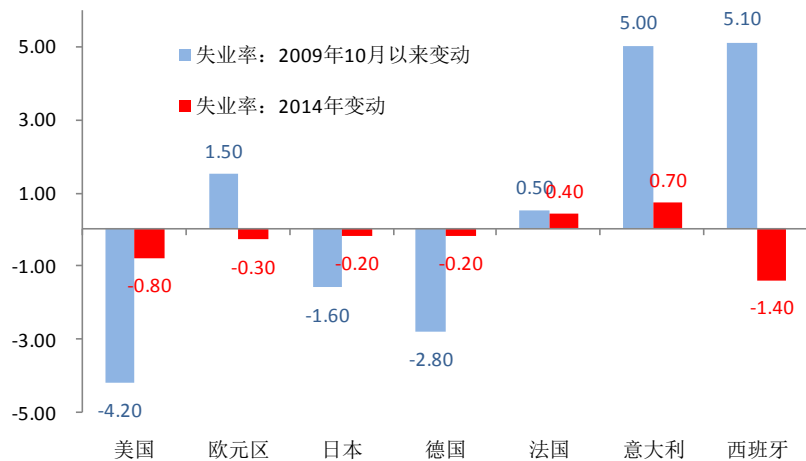
自金融危机以来, 中国经济面临的海外环境阴多晴少, 在一定程度上加剧了国内经济下滑的压力。

2014 年, 全球经济分化进一步加剧, 美国经济一枝独秀, 笑傲全球, 4 季度 GDP 增速创下了十一年新高, 美联储也于 10 月结束了持续 6 年的 QE 进程; 而欧洲经济继续在底部徘徊, 日本尽管推出了规模空前的刺激计划, 但经济回暖昙花一现; 下半年后, 部分新兴市场经济下行压力加大, 货币出现较大幅度贬值。

展望 2015 年, 我们预计美国风景独好的局面仍将继续, 欧日等其他经济体将会继续缓慢复苏。美国之所以能摆脱其他经济体的负面影响, 一个重要原因是其外贸依存度较低, 出口依存度仅有 13%, 低于多数发达经济体, 这使得美国能够更专注于国内市场而不必受海外市场的影响, 同时, 美国不断好转的就业市场, 也令消费部门获得回暖的驱动力。

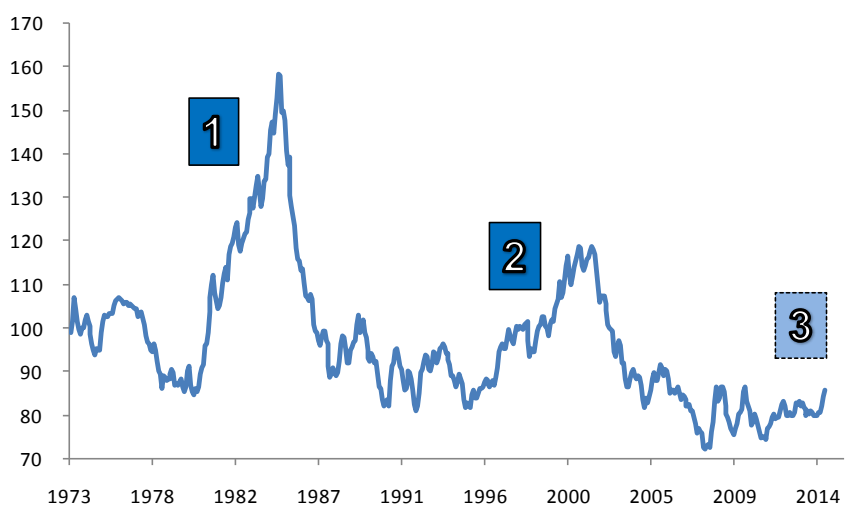
在经济分化的局面下，主要央行的货币政策也分道扬镳，美国已经结束了QE，并有较大可能于2015年年中启动加息周期，而欧洲和日本仍行进在宽松政策的大路上，且货币政策有可能进一步宽松，包括中国在内的多数新兴市场，也面临着放松货币政策的压力。

图1：部分经济体失业率变动情况 来源：Wind、招商银行



货币政策的差异，直接导致美元与其他货币之间实际利差的持续拉宽，美元愈来愈享有利差优势，在经济周期和货币政策周期均领先的条件下，美元有望迎来布雷顿森立体系解体以来的第三轮大牛市。

图2：美元指数 来源：Wind、招商银行



我们预计未来2-3年，美元有望升值20-30%，这将带来多重影响：1) 非美货币将出现普遍且持续的贬值压力；2) 新兴市场国家面临资金外流风险，加剧爆发局部金融危机的可能；3) 美元走强将

加剧商品价格弱势，拉低全球通胀水平，中国通胀环境也将因此受到影响，有利于宽松货币政策的实施和债券市场利率下行。

## 2、出口：弱势增长，难对 GDP 做出贡献

2014 年下半年以来，中国出口数据出现明显反弹，月度贸易顺差屡创新高，净出口对经济的拉动作用有所上升。

但是，我们发现目前的外贸数据，特别是出口数据与实际环境有所背离，一是海外市场除美国外，其他经济体复苏缓慢，需求难见强劲增长，新兴市场仍面临下行压力，出口数据高增显得不太合理；二是与具有外贸晴雨表作用的广交会数据背离，自 2011 年以来，广交会无论到会客商还是成交金额，都呈下滑势头，广交会数据不支持外贸的加速增长。

图 3：外贸数据与广交会背离 来源：Wind、招商银行

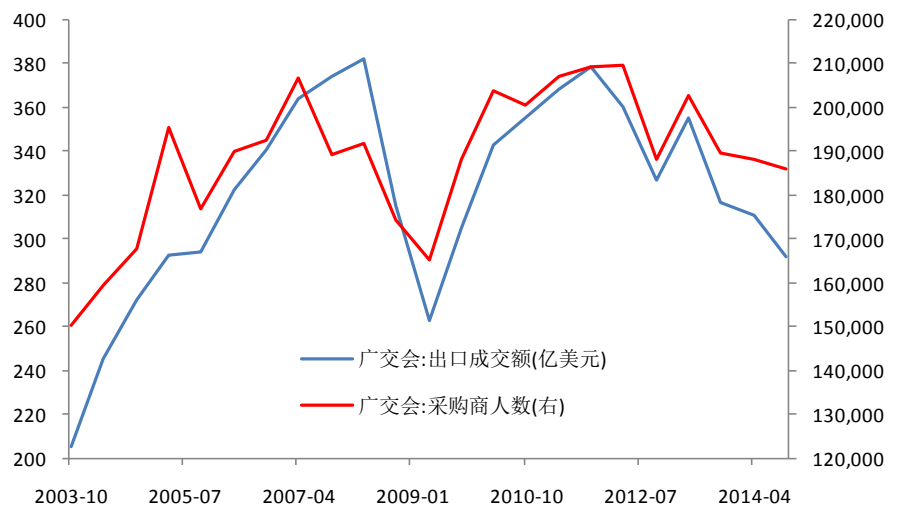
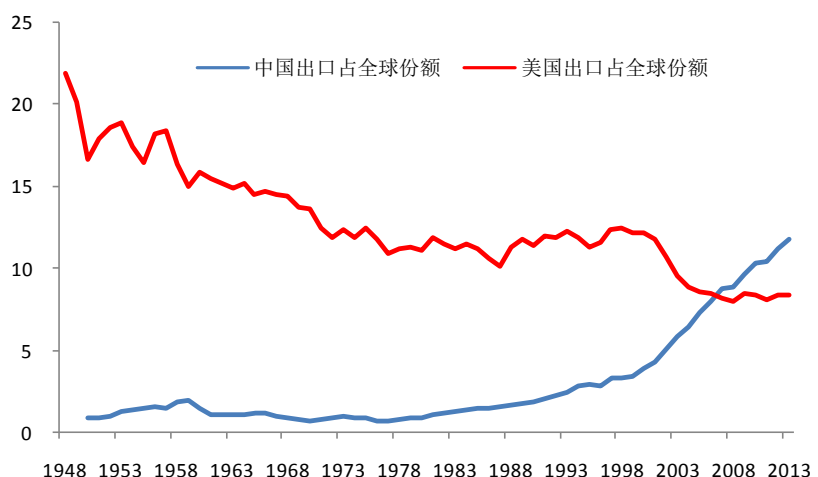


图 4：中国出口占全球份额已经超过美国 来源：Wind、招商银行



或许，在一定程度上，企业基于跨境套利的虚假贸易推高了外贸数据，这使得进出口数据以及净出口对 GDP 的贡献率都被夸大。当然，虚假贸易究竟在多大程度上推高了外贸数据，很难衡量。

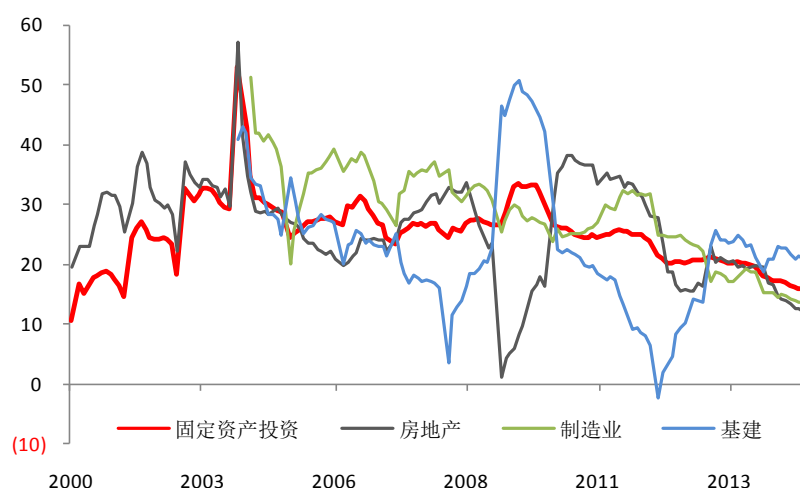
对于 2015 年的进出口形势，我们认为仍会延续弱增长的态势，高增局面恐难出现，原因包括：1) 外需市场增长力度有限，拉动不足；2) 人民币实际有效汇率大幅攀升，压制出口表现；3) 人民币波动幅度加大后，套利业务风险上升，抑制企业续做套利业务的动力，其对外贸数据的夸大将有所减少；4) 大宗商品价格下滑拉低进口金额。

总体而言，2015 年净出口对 GDP 的拉动作用仍偏于负面，且这种变化将是趋势性的，在中国制造业占全球份额已经超过美国的情况下，中国份额继续上升的空间有限，依靠出口拉动经济增长的难度日益加大。

### 3、投资：基建托底老调重弹，但不可不弹

2014 年中国经济持续放缓的最主要原因，在于投资增速的不断回落，总体投资增速已经降至 14 年的新低，制造业投资已经降至有统计数据以来的最低点，地产投资持续下滑，就连以往逆周期托底的基建投资，也节节下滑。

图 5：投资增速持续放缓 来源：Wind、招商银行



“调结构、促改革”是未来中国经济的必然方向，但如果投资不稳，那么中央经济工作会议提出的“努力保持经济稳定增长”的目标便无从落实，经济的过快回落也不利于为改革营造适宜的空间，因此，加大投资力度稳增长，将会是 2015 年政府施政的重点，这从



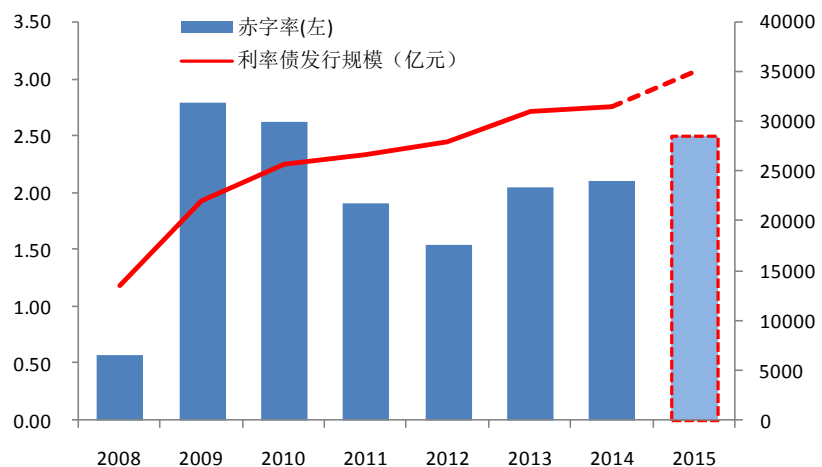
发改委年末密集批复项目中已见端倪。

由于产能过剩与地产低迷仍在持续，预计制造业投资在 2015 年难见明显起色，且大宗商品价格下跌将加剧上游工业部门的困境。

基建投资将是 2015 年稳投资的关键所在，中央经济工作会议提出“实施积极的财政政策”、“财政政策要有力度”，我们理解“**有力**度”的财政政策就是要加大政府对基建的托底力度，因此，基建投资有望触底反弹，铁路、公路等基础设施、市政基建、保障房等投资开工都有望上升。

但确保基建投资托底，仍面临资金来源的问题，考虑到中央已经大幅收紧了地方政府的融资权限，未来地方政府通过负债扩张加大基建力度的空间有限，融资职能必然向中央政府集中，因此 2015 年中央政府赤字率将会上升，或会调整至 2.5%，国债与政策性金融债的发行力度预计也将显著加大，全年有望超过 35000 亿元。

图 6：赤字率与利率债发行规模（国债+国开） 来源：Wind、招商银行



对于自发自还地方政府债，虽然理论上可以加大融资规模以支持地方经济建设，但在新一轮中央与地方利益关系调整中，事权上收中央的目标很明确，且地方发债额度由中央控制，因此至少在事实证明这种方式弊大于利之前，中央不会允许地方政府债务继续大规模膨胀，地方发债规模更多是对贷款的替代，可能不会对供给端带来特别大的压力。

当然，地方政府依然可以通过 PPP 模式来吸引社会资金介入，但目前对于公益性项目的认定尚不清晰，对城投债的分割仍存在争议，PPP 模式的推广力度能否达到预期仍有待观察。

房地产是未来一年投资中最有可能进一步带来下行风险的版块，近期中央政策中并未过多提及刺激地产，似乎有意让市场规律主导地产行业，这符合十八大以来让市场在资源配置中起决定性作用的提法。

自9月末限贷政策放松后，地产销售端出现回暖，但销售回暖尚未传导至投资端，投资与购地数据继续下滑。

图7：销售端回暖尚未传导至投资端（累计同比） 来源：Wind、招商银行

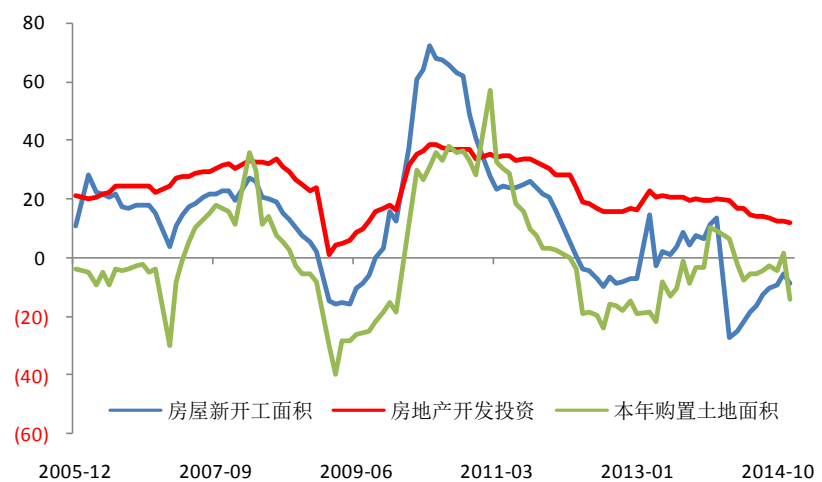
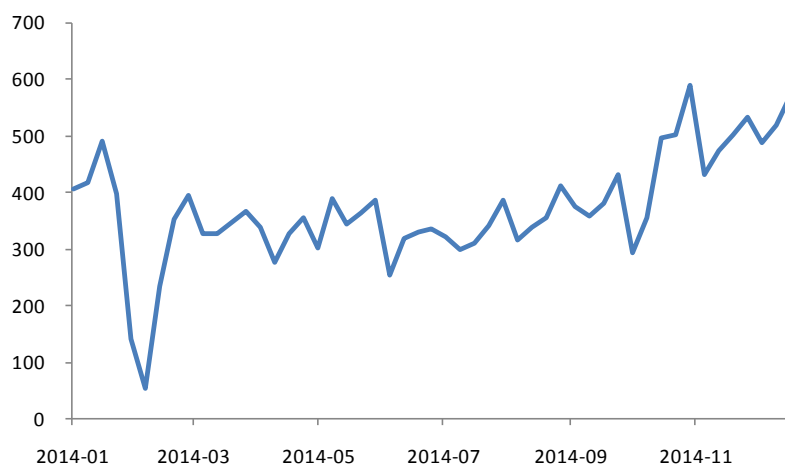


图8：三十大中城市楼市成交面积（万平米/周） 来源：Wind、招商银行



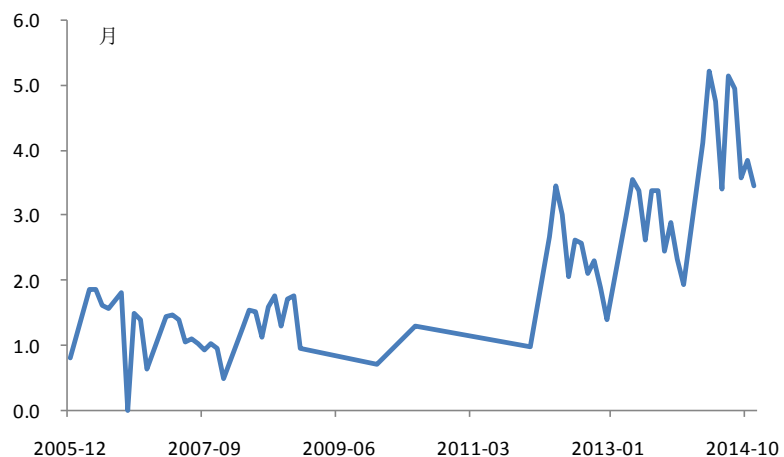
库存压力是造成房地产投资继续下滑的重要原因，目前地产库存处于10年来高位（一线外城市库存压力较为突出），以及资金风险偏好，融资难度加大，也限制了地产商开工意愿，若楼市销售回暖势头能够持续，预计到明年2、3季度，库存压力将有所减轻，地产投资或重新启动。



不过，考虑到中国城镇化进程，以及人口结构的变化，即使地产进入新一轮景气周期，也很难复制前两轮的景气程度，地产回暖及投资重启可能将是温和的，这种弱回暖能否有效对冲总体投资的下滑，犹未可知。

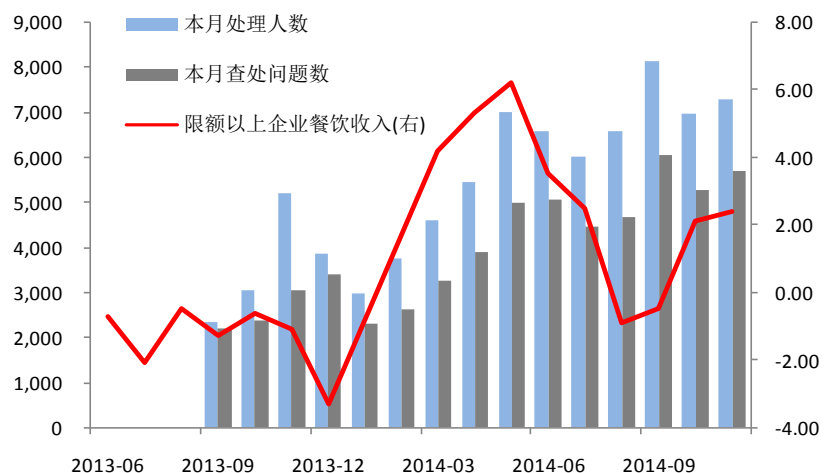
因此，偏乐观的预期是，若地产投资强劲重启，2015年年中宏观经济有望企稳；偏悲观的预期是，地产投资弱势重启，无法对冲总体经济下行压力，但可以避免硬着陆风险。我们更偏向后者的预期。

图9：住宅库存消化周期处于高位（现房+期房销售） 来源：Wind、招商银行



## 4、消费：就业市场的好消息仍在继续

图10：查处违反八项规定与餐饮业收入 来源：中纪委、Wind、招商银行



尽管消费增速也在放缓，但在三架马车中，消费表现出最强的

韧性，预计 2015 年消费将会继续发挥稳定器的作用，而在投资下滑的过程中，消费对 GDP 的贡献率可能进一步上升。

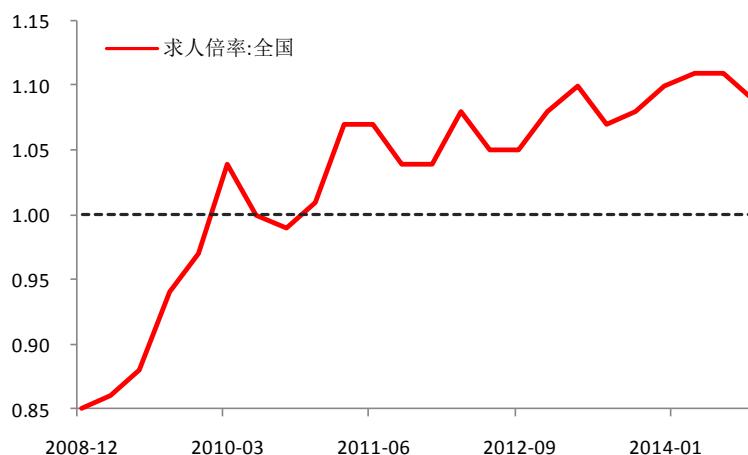
可从三个因素判断消费的表现：

1) 地产销售端的回暖程度，将决定与地产有关的消费板块表现，如装潢装修、家具家电等，这一因素的不确定性较大；

2) 反腐高压将继续施压餐饮、奢侈品消费等领域，拉低总体消费的表现，但由于基数效应，数字最难看的阶段可能已近尾声；

3) 密切关注经济下行是否会对就业市场带来负面影响，进而影响居民收入，拉低消费意愿。

图 11：求人倍率仍处于历史高位 来源：Wind、招商银行



值得庆幸的好消息是，由于劳动力结构的变化，以及服务业对劳动力的需求量增大，迄今为止就业市场和劳动力价格尚未受到经济下滑的明显冲击，我们估计，只要经济不出现硬着陆，劳动力市场的景气局面就会继续，这有望推动劳动力价格继续保持较快增长，从而有利于总体消费的稳定。

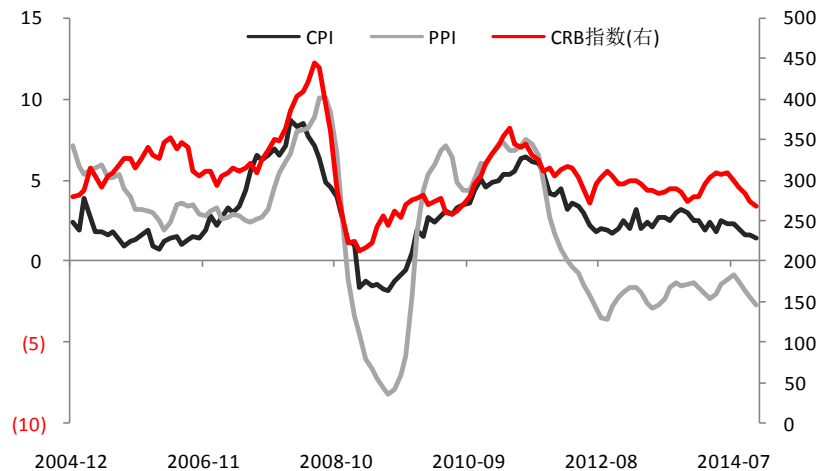
## 5、通胀：前低后高，低位运行

2014 年下半年通胀水平持续偏低，这给宽松的货币政策营造了空间，展望 2015 年，在产能过剩与大宗商品价格下跌的双重压力下，预计通胀仍然处于较低水平，不会对宽松政策造成掣肘，而货币供给难见抬头，将会从根本上对通胀构成压制。

以原油为代表的大宗商品价格出现大幅下跌，这其实更多反映

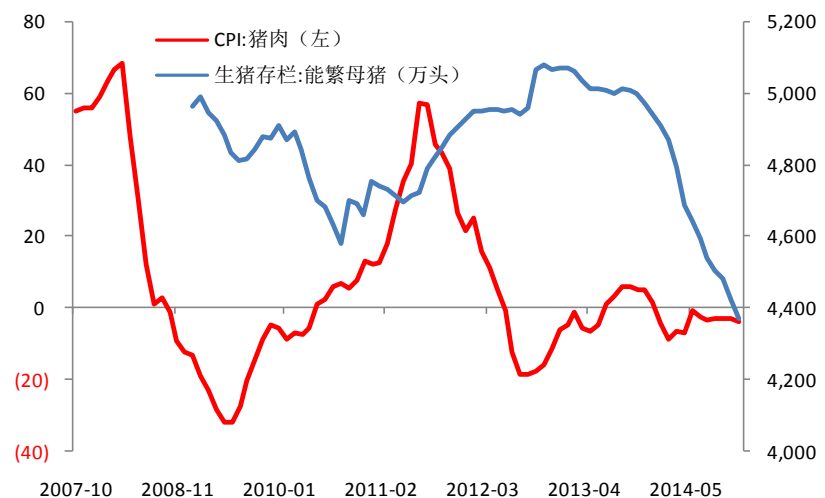
了全球需求偏弱的现状，大宗商品弱势格局料至少持续至 2015 年上半年，对中国而言，这会减轻输入性通胀的压力，拉低总通胀水平，但可能会对 PPI 造成进一步下行压力，恶化上游工业部门盈利。不过，若大宗商品价格触底反弹，则所带来的价格上行效应也会显现。

图 12：大宗商品价格与通胀有较强相关性 来源：Wind、招商银行



猪肉价格在 2014 年持续偏低，尽管能繁母猪存栏数持续下滑，但猪肉价格不升反跌，目前亦未表现出明显的上涨迹象。在猪肉价格继续偏低的局面下，能繁母猪存栏数预计会继续下降，但价格归根结底仍受制于供给与需求，在供给不断减少后，猪肉价格在 2015 年面临上行压力，预计猪价将结束低位徘徊，步入上行通道，但具体涨幅仍存在较大不确定性，但总体将对食品价格带来推高作用。

图 13：猪肉价格持续偏低 来源：Wind、招商银行



货币仍然是国内通胀的决定性因素，而从货币供给来看，预计

2015 年全年 M2 目标仍会控制在 12-13%，货币投放的力度仍将较为温和，货币流通速度难见显著抬高，因此货币供给对通胀的影响将较为中性。

图 14：货币供给与通胀 来源：Wind、招商银行

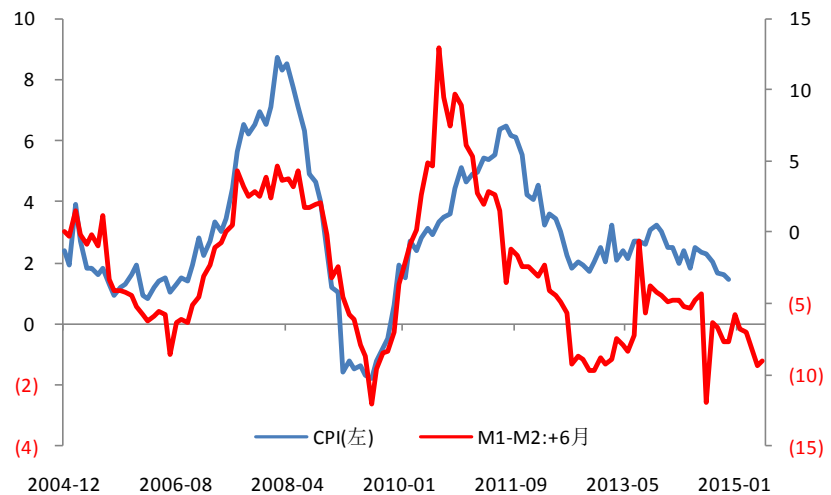
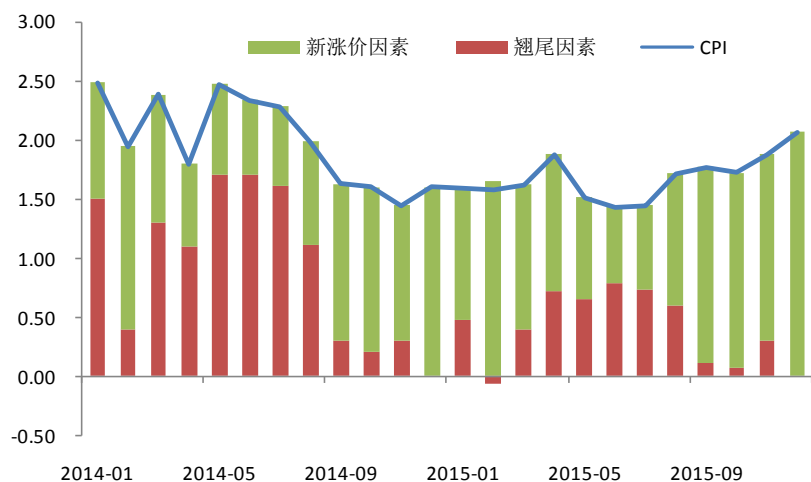


图 15：2015 年 CPI 预测 来源：Wind、招商银行



综合来看，2015 年 CPI 的翘尾因素显著降低，新涨价因素受到猪肉价格和大宗商品触底影响，有一定上行空间，但存在不确定性，总体 CPI 可能呈现前低后高的特征，低点出现于 2 季末 3 季初，之后逐月走高，多数时间位于 2% 以下，全年 CPI 或落在 1.7%，弱于 2014 年的表现。

## 6、新常态需要新视角

总体而言，我们认为 2015 年中国经济仍会保持 7% 以上的增速，有硬着陆风险但不会发生，政府将在稳增长的托底政策与改革的赛

跑心态间寻找平衡，这种平衡木游戏需要极高的技巧。

而对市场来说，新常态下也需要新视角，过去在习惯了 8、9% 甚至双位数的增长后，看到 7% 的增速似乎觉得经济很差，但实际上以新常态而言，7% 是很强劲的增长，在未来 10-20 年的周期中回头来看的话，7% 或许就是增长区间的上限，未来会逐步降速至 6 时代甚至 5 时代。以中国居全球第二的经济规模而言，5-7% 的经济增速已经着实不低，美国在克林顿“新经济”繁荣期中，年均增速也不过 4%。决策层目前所要做的，并不是要把经济再拉回 8、9% 的时代，而是通过政策的调整，尽量熨平经济换挡期中的阵痛，以尽量小的代价力保平稳进入中速增长阶段。

因此，以历史的框架而言，经济增速在未来判断经济好坏中的权重必然会下降，我们需要新的替代指标来判断形势，或许是企业盈利，或许是信用风险，或许是就业市场与收入增长。无论如何，市场会逐渐找到新视角来观察新常态下的中国经济，这只是时间问题。

## 二、货币政策与资金面

### 1、货币政策：宽松周期继续，2015 上半年是较佳的降息窗口

预计在前述宏观经济下行压力不减，但通胀环境还有所降低的环境下，宽松的货币政策将得以进一步推进。

中央经济工作会议提出货币政策要“松紧适度”，这是一个全新的提法，究竟什么是松紧适度？我们认为从 2014 年央行逐渐从数量型宽松转向价格型宽松的变化来看，或许意味着此前的货币政策偏紧，未来需要偏松。

11 月 21 日央行的降息，标志着政策已经转向全面宽松，货币政策正在开始回归其本质，即根据经济周期的变化来执行相匹配的政策，货币政策将更加与经济形势相贴合。

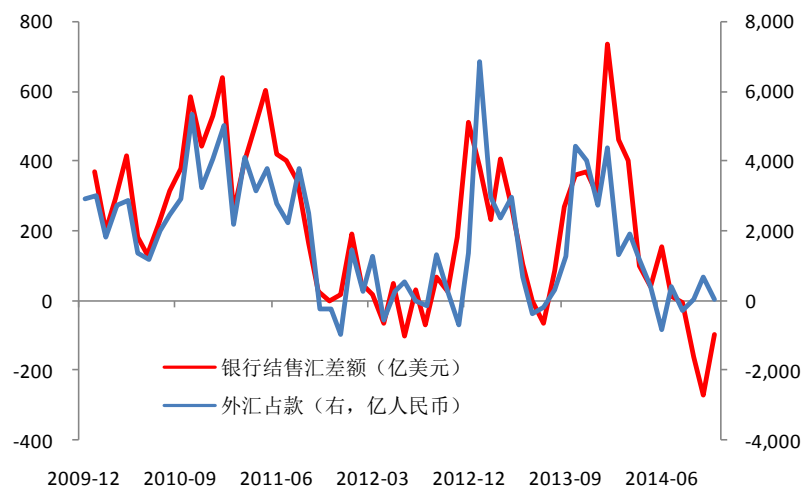
预计 2015 年全年至少有两次降息和一次降准，考虑到美联储收紧货币政策的潜在影响，较佳的降息窗口是 2015 年上半年，如果经济形势差于预期且融资成本下降不明显，那么降息次数可能会更多，同时，我们认为降息的迫切性大过降准，特别是非银同业存款有可能不缴准的话，中短期降准的压力其实不是特别大。

## 2、资金面中性向好

外汇占款超预期大幅下滑已是事实,截至11月仅有8970亿元,较2013年同期减少1.6万亿元之多,成为2014年流动性由松转紧的重要原因之一。

外汇占款的剧烈收缩来自于多方面的因素,主要因素可能包括:1)人民币汇率预期强烈逆转,企业客盘结汇量显著下降,同时央行逐步退出常态化干预后,被动投放的基础货币大幅减少;2)对外投资大幅增加,购汇规模较大。

图 16: 外汇占款与银行间结售汇差值 来源: Wind、招商银行



我们认为,这两项因素的变化将会是趋势性的,即使人民币在2015年出现反弹,带来结汇量的回升,但要想使得外汇占款回到2013年的规模也是极不现实的。因此,由外汇占款减少所带来的流动性压力,仍会贯穿2015年全年,外部流动性的补充不可期待。

暂时而言,我们还毋须特别担忧美联储收紧货币政策带来的冲击,也许联储加息会导致部分资金流出,但资本管制以及人民币利率依然有比较优势,使得资金出逃的冲击可能仅是局部的,而非全局性的。

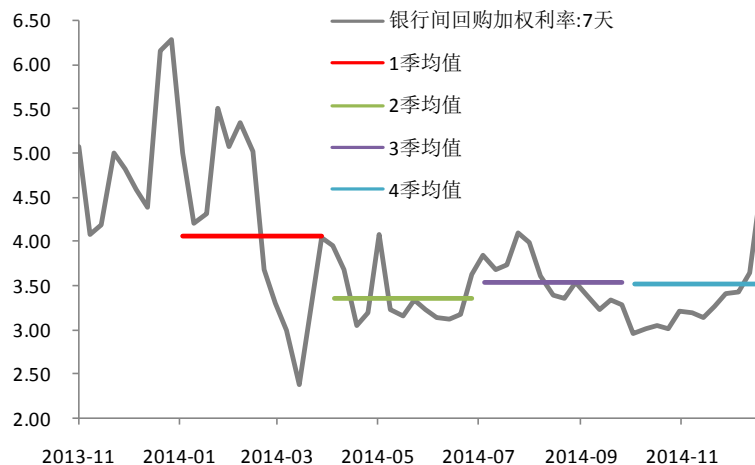
为了应对基础货币投放缺口造成的紧张,央行创设了多个新型工具,如SLO、SLF、MLF等,这些工具在一定程度上缓解了资金紧张。在运用上述工具的同时,央行在公开市场操作层面则相当谨慎,即使在年末资金紧张时,亦未重启逆回购投放流动性。

另一个对应外汇占款下滑的办法是降低存款准备金率,但从实



践来看，央行的态度亦是极谨慎的，至少短期而言，央行倾向于认为阶段性的流动性压力是可以克服的。对于降准，担忧可能来自两方面，一是降准并不能促使银行放贷，二是降准可能会助长股市疯涨势头。

图 17: 银行间 7 天回购利率均值 来源: Wind、招商银行



不过，在外汇占款趋势性减少的背景下，假如货币流通速度无法得到提高，仅仅通过频繁的货币工具操作，恐怕无法从根本上缓解流动性压力问题，那么通过降准来释放流动性可能也只是时间问题。特别是如果非银同业存款在某一时刻启动缴准，可视为对资金面的重大冲击，届时必须降准进行对冲。

股市在 4 季度的疯狂表现以及天量 IPO 冻结，亦吸引了大量资金流向股票市场，在某种程度上，股市的涨跌已经成为流动性的短期驱动因素之一。因此我们倾向于认为，当股市出现大幅回调，或者本轮涨势告一段落时，流动性将会回到银行间市场，反之会起到抽水作用。

总体而言，在央行谨慎降准但继续动用新型货币工具的环境下，2015 年的资金面可能会延续 2014 年下半年的中性格局，回购利率中枢不会太低也不会太高，汇率与股市的变化可能对资金面带来频繁扰动，但在政策总体宽松格局下，对流动性有利的因素仍然较多。

### 3、降息与定向宽松有望降低融资成本

我们认为贷款利率居高不下的原因包括：

对融资的刚性需求。进入前期刺激政策消化期后，既有债务的

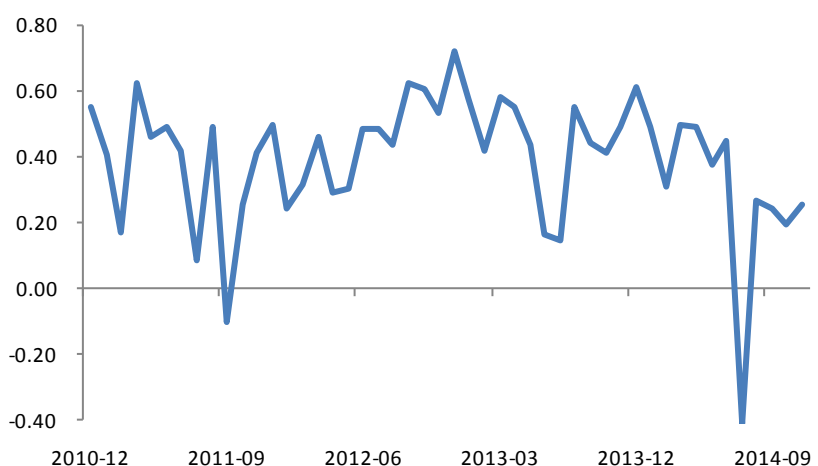
滚动需求巨大，另一方面，包括政府平台、房地产等对利率敏感度低的融资主体，贷款需求大且能承受较高利率；同时，对影子银行的严厉监管政策，加剧了表内资源的稀缺性，在此情景下，贷款利率易上难下；

客户资质下降，风险溢价上升。在宏观经济下行周期中，企业经营情况恶化，债务压力趋紧，使得企业信用状况在不断下滑，银行必然会要求较高的风险溢价以进行补偿，同时，近期部分地区信用事件呈现集中爆发的苗头，如钢贸、塑料等行业，以往能够对企业评级加分的联保互保等手段，反而呈现出多米诺骨牌效应，加大了局部地区银行抽贷冲动，造成区域性的贷款定价上升；

银行不良上升。从已公布的银行季报来看，银行体系不良率呈现趋势性上升，未来不良暴露有进一步加剧的可能，将导致银行进行更大规模的计提，而处于白热化竞争中的银行，为了保持利润增长，必然会要求新投放贷款进行较高的定价，以弥补计提损失，也即只有提高贷款定价才能保证利润；

货币、票据、债券市场利率传导到贷款利率较为缓慢。虽然货币、票据和债券市场利率已经出现了较为明显的下行，但其传导到贷款利率的机制并不顺畅，因此对贷款的影响较为缓慢。

图 18：表外融资占比不断下降 来源：Wind、招商银行



对于如何降低贷款利率，以下几条解决路径或可供选择：

路径一：缓慢的去杠杆以缓解对融资的刚性需求

这是一个直接有效的思路，当对融资的需求不再强烈时，贷款

利率自然会下降。但任何激烈的去杠杆都意味着休克疗法，过于粗暴的手段将会使经济出现剧烈波动，类似于2008年发生在美国的情景，这显然是决策层不希望看到的。

因此，缓慢的去杠杆才是值得考虑的。对于地方政府举债规模与形式的严格限定，正是这一思路的体现，未来地方政府只能依靠发债融资，这意味着政府平台将撤出贷款需求端，会有效降低对贷款的刚性争夺。

因此，随着地方平台转型的推进，我们认为这将是2015年及以后贷款利率下行的重要推动力之一，但效果将是缓释的，最终传导到贷款利率上需要较长时间。

## 路径二：剥离银行不良，降低银行定价压力

可以考虑通过已有的资产管理公司，或者设立新的由国家注资的面向小微企业不良的基金，通过剥离不良来降低银行发放贷款时的定价压力。但很显然，这种做法存在道德风险，将鼓励不负责任的放贷行为，并会使得多年来银行体系市场化改革的成果付诸东流。我们认为，只有在不良大规模爆发，处于系统性风险边缘时的特殊时期，才能考虑这一手段。

## 路径三：定向宽松+降息

由于我国利率市场化尚未完成，基准利率的变动仍能发挥较大影响，对于存量 and 新增债务，能够有效降低成本，缓解企业的财务压力，且降息能够发出强烈的政策信号，影响面大，可以撬动全社会资金成本定价，速度快，效果佳，特别是降低存款利率，能够有效降低银行的负债成本，减轻贷款定价压力。

对于有人担心降息对落后产能形成保护，这种担心大可不必，无论是去杠杆还是淘汰落后产能，都要循序渐进，在经济运行的可接受范围内进行，要瘦身而不是要饿死，休克疗法要不得。

对于明年的信贷与融资形势，考虑到央行大概率将调高合意贷款规模，预计明年投放额度不会少于10万亿元，社会融资总量可能会达到14-15万亿元。

## 三、市场与策略

## 1、人民币汇率：双向波动时代来临

人民币汇率在年底的剧烈波动，让市场倒吸一口凉气，但正如我们在此前评论中指出的，我们坚持认为这并不代表汇率政策的重大变化，而是与1季度扩大浮动区间的政策一脉相承，即“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，扩大汇率双向浮动区间”。

短期而言，我们不认为决策层做好了让人民币大幅贬值的准备：1) 在屡创新高的贸易顺差压力下，人民币大幅贬值的条件不成熟；2) 中国的出口依存度正在下降，同时中国制造占全球的份额已经处于较高水平，此时选择依靠贬值来刺激出口的可能性不大；3) 随着“一路一带”战略的推出，对外输出过剩产能与跨国信贷是必然的选择，需要稳定的汇率环境。

当然，由于人民币兑美元弹性不足，导致在美元走强的背景下，人民币实际有效汇率出现大幅升值，这客观上对人民币形成贬值对冲压力，要求人民币加大兑美元的弹性。

因此，人民币汇率在2015年大体上将进入双向浮动，短期波动区间或在6.05-6.26，中期波动区间可能扩大至6.00-6.35，同时市场因素在定价中的比重将进一步上升，当美元走强时，人民币倾向于短期贬值，当美元回调时，人民币倾向于阶段性升值。

但这不代表央行会彻底退出干预，除了用中间价继续发出信号外，央行一定会在市况极端波动时入场干预，这保证了人民币汇率的稳定可控。

对企业而言，过去闭着眼睛操作的单边升值时代已经结束，企业所面临的汇率风险已经大幅上升，盯市、选择产品、选择时机成为企业必须面对的问题。

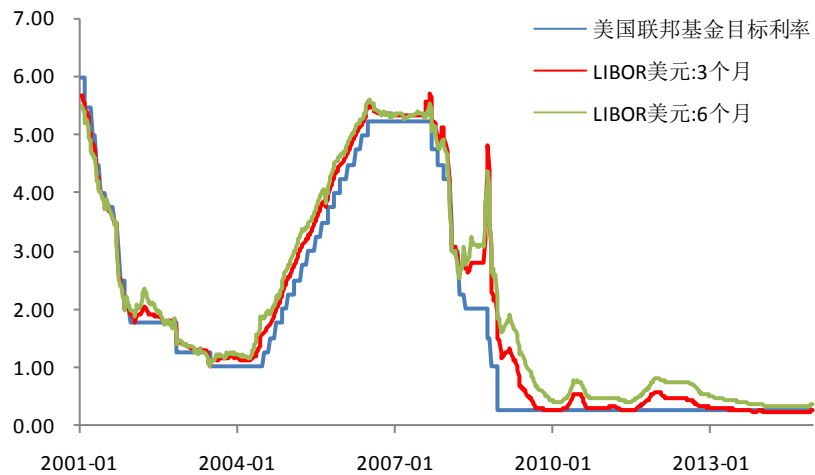
## 2、美联储：影响主要集中在海外融资价格

美联储启动加息周期对中国的影响将会是间接和有限的，做为国内的实体经济可能感受不会太明显，我们判断届时其影响主要集中在海外融资价格，即美元LIBOR与美债利率，对贸易类企业与海外融资企业影响较大。

美元LIBOR是企业进行海外融资的价格基准，通常LIBOR追随美联储的基准利率进行浮动，且会提前1-2个月对基准利率做出反应，因此，预计至明年2、3季度，LIBOR将会出现趋势性上行，至

明年年底，3个月LIBOR可能会上行25-50个BP，2016年可能再上行75个BP。

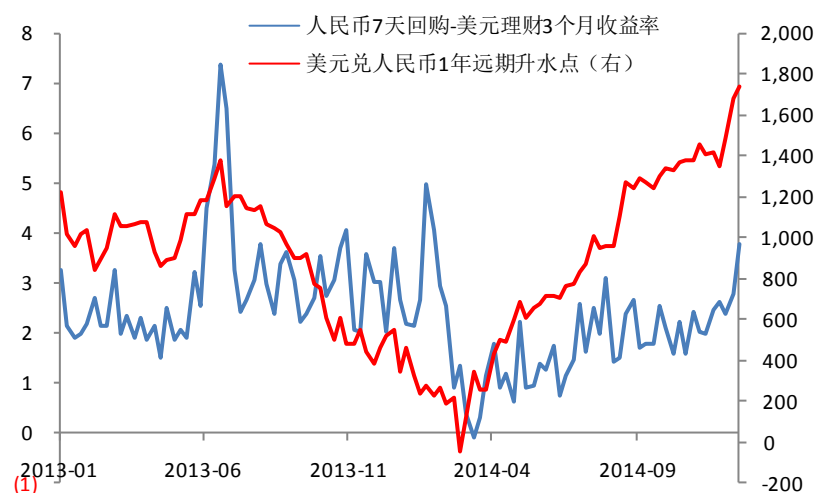
图 19: LIBOR 与美元基准利率 来源: Wind、招商银行



美国国债收益率未来也将出现趋势性上行，这将对在海外发行美元债的企业带来成本上升的影响，在境内融资成本下降的趋势下，或许有部分企业会转回境内进行融资，但受到额度限制和评级制约的公司，可能仍会选择在海外发行美元债券。

### 3、远掉将冲高回落，离、在岸仍会频繁波动

图 20: 1年美元升水与本外币利差 来源: Wind、招商银行



人民币远期价格在3月份后经历了持续大幅拉升，这并非完全由贬值预期推动，而是在很大程度上受到境内本外币利差变化的影响。

随着企业结汇量的减少，银行体系中的美元存款大幅增长，美元利率不断下滑，较低的美元利率需要通过远期价格升水进行补偿，直接驱动了远期升水的扩大，而在4季度后，随着人民币资金利率的上行，本外币利差进一步扩大，推动1年远期升至超过1700点。

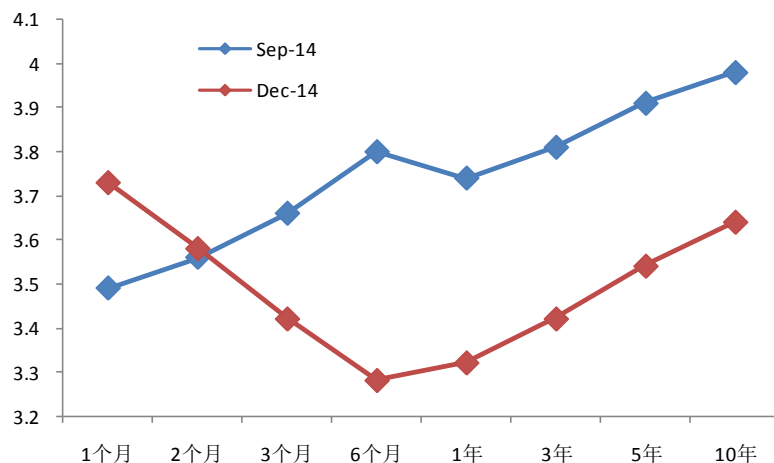
预计在宽松政策的主导下，资金利率必然从4季度较紧的状态中放松，这会使得美元远期升水逐步回落，掉期点未来大概率冲高回落。

离岸汇率呈现出围绕在岸汇率波动，但波动性更高且更有预测性的特点，预计随着2015年人民币在岸汇率波动性的加大，离岸汇率的波动性将会更高，这意味着对跨境交易类操作提供了更多机会。

#### 4、债券牛市仍在，然牛排变牛筋

结合前述我们对宏观经济继续下行和货币政策继续放松的判断，大的宏观形势决定了债券市场的牛市基调仍会继续，不能轻言牛转熊。不过，在经历了收益率大幅下行和对政策的热切预期后，牛市中最好赚钱的部分可能已经结束，如果说2014年端上来的是一份优质牛排的话，那么2015年可能就会变成牛筋牛腱，需要小火慢炖，不可操之过急。

图 21：10 年期国债收益率曲线出现倒挂 来源：Wind、招商银行



我们认为，除非出现经济超预期下滑、政策超预期宽松或者信用超预期恶化的情况，否则债市不大可能再复制趋势性的行情，更有可能进入震荡市，各券种的收益率会在反复拉锯中逐渐下行。

而收益率曲线也将从目前的牛平向牛陡演化，一是面对震荡行



情的不确定性，资金可能会更青睐短期品种；二是随着资金面从年末季节性紧张中好转，机构通过出售短券补充流动性的行为也将结束。

## 5、资金需求看好，评级下沉或成趋势

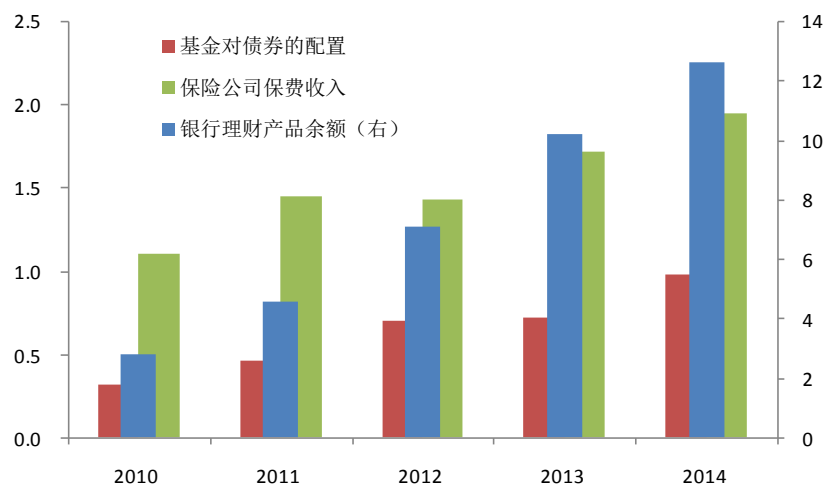
尽管年末股市大涨对债市资金起到了抽水作用，部分债基规模锐减，但总体而言，2015年债市资金或仍然较为充沛：

1) 利率市场化继续发展，银行理财规模料仍会以较快速度增长，配置债券的需求仍然强烈；

2) 基金对债券的配置、保险公司的保费收入仍会保持一定幅度的增长；

3) 面对信用风险持续高企，银行风险偏好持续下降，或倾向于将更多资金投向债券和货币市场

图 22：债券市场资金来源仍会保持较快增长（万亿） 来源：Wind、招商银行



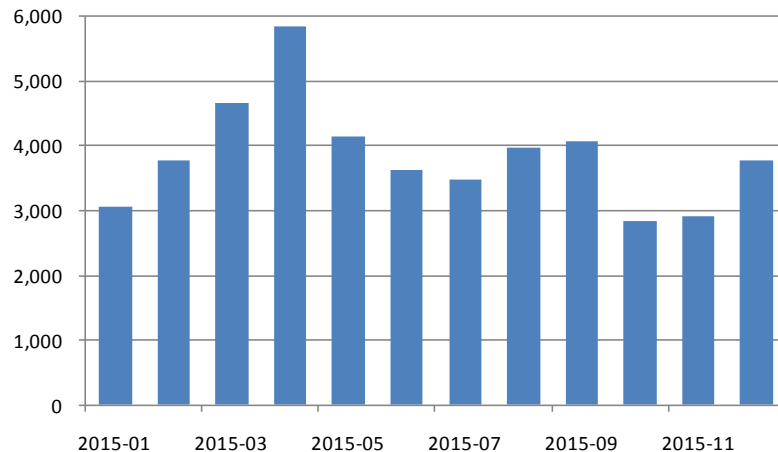
在利率债和高等级信用债继续保持高位的同时，低等级信用债可能会受到青睐，利率债、城投和高等级收益率已经大幅下行，票息吸引力已经显著下降，出于收益目的，资金、特别是理财资金可能会逐渐倾向从低等级中寻找相对安全的券种，评级下沉或成为趋势。

## 6、信用风险加速分化，或是利率债趋势性机会的潜在来源

市场原本预期2014年会成为债券违约元年，在公募市场上，违约风险一直不断，但似乎最后都能大事化小，小事化了。从2015年

低评级信用债到期量来观察，3、4月份到期量最大，再融资压力也最大，有可能会成为“踩雷”的风险窗口。

图 23: AA 以下信用债到期量 (亿元) 来源: Wind、招商银行



从我们对长三角、珠三角和沿海地区的草根调研来看，实体经济的信用风险呈大幅上升和向外蔓延的势头，这已经引起了决策层的关注，但中央经济工作会议对债务风险提出的指导意见是“按照严控增量、区别对待、分类施策、逐步化解的原则，有序加以化解”，即风险需要有序化解，而不追求一味暴露，似乎意味着刚性兑付的环境仍然存在，这可能会缓解低评级信用债的发行环境。

但同时，在经济趋势趋弱的背景下，实体信用风险上升的势头能否成功得到遏制，犹未可知，一旦发生实质性违约事件，避险心理将会促使机构抛售低评级债券，进一步推高利率债和高等级信用债，并可能形成一波趋势。

如果说已经处在高位的利率债和高等级能够在 2015 年再次出现一波趋势性行情的话，信用风险的超预期恶化或许将提供潜在机会。

# 招银专题分析报告

2014年12月29日

总第111期

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

**招商银行版权所有。保留一切权利。**