

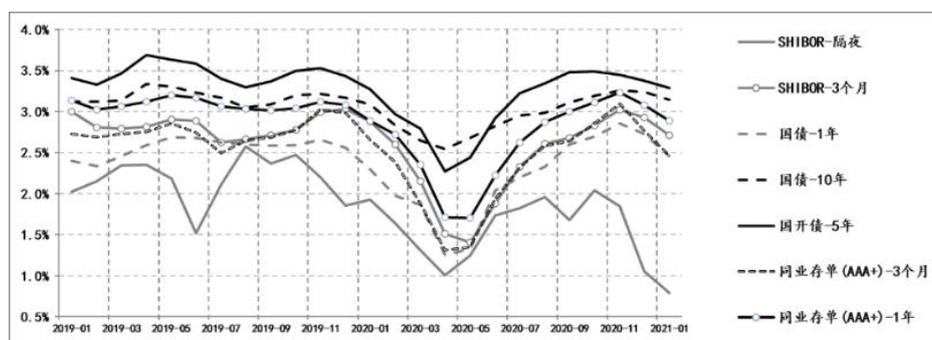
2021年中国经济展望之四：利率曲线适度陡峭化

张涛 路思远¹

凡是过往，皆为序章。与疫情涨消同步，2020年中国金融市场利率呈现出“V”形走势，而且波动幅度是史无前例的。目前除了隔夜资金利率之外，在经济复工进程顺利推进的带动下，很多类市场利率均已回升至疫情前以上的水平。

2021年，中国的利率环境又将何去何从呢？

图 1：各类市场利率走势



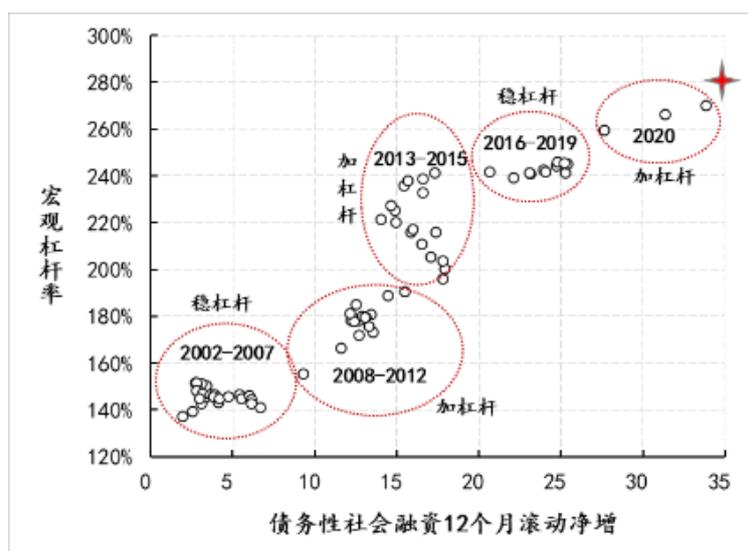
首先，稳杠杆更依赖于经济基本面的改善，过度收紧融资环境可能会适得其反。

之前我们已分别对中国宏观经济运行和对应的金融条件进行了展望，目前整体看，在疫后反弹效应推动下，2021年中国经济将阶段性重返高速阶段，预计全年GDP实际增速可能会接近10%，由此，与经济运行相应的金融条件也就无需进一步放松，而是要按照中央经济工作会议提出的“不急转弯”的要求，稳步地由对冲疫情的特殊状态中淡出。

¹ 作者单位中国建设银行金融市场部，谨代表作者个人观点。

但政策淡出并不意味着融资环境会大幅收紧。从历史数据而言，前两次稳杠杆更多取决于经济增长的改善，例如在 2016 年至 2019 年期间，虽然非金融部门的债务平均增幅超过 10%，但由于同期中国 GDP 名义平均增速也高达 9.4%，进而实现了宏观杠杆率稳定在 240%-245%。而 2013 年至 2015 年的经验则显示，由于融资环境的收紧，债务性社会融资扩张速度由 18 万亿/年大幅降至 14 万亿/年，经济增长受到更大程度的制约，GDP 名义增速也由 10.1% 大幅降至 7%，最终导致宏观杠杆率不降反升，由 200% 升至 227%。

图 2：融资环境和宏观杠杆率



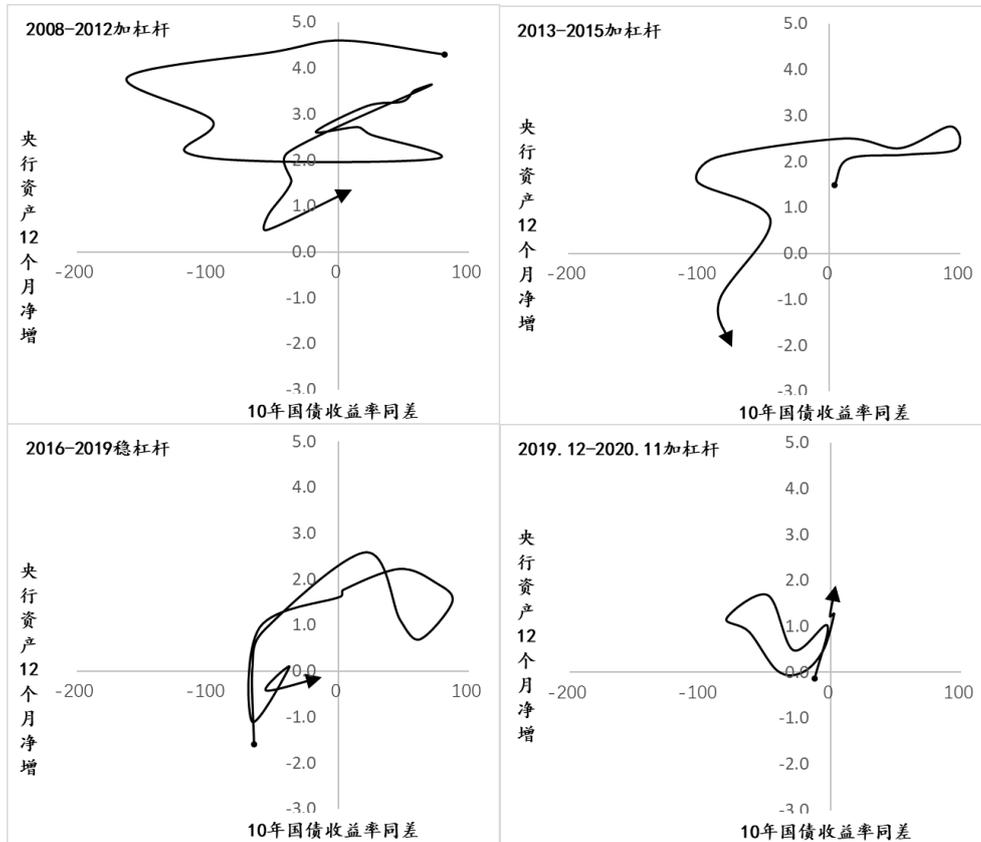
$$\text{宏观杠杆率} = \text{非金融部门债务余额} \div \text{GDP 名义值}$$

从两次经验来看，过度收紧融资环境反而会适得其反，稳杠杆更取决于经济基本面的状况。而 2013 年至 2015 年的经验表明，过度收紧融资环境反而令宏观杠杆率被动上升的风险大幅增加。因此，预计在后期稳杠杆的宏调过程中，融资环境不会大幅收紧，而 2021 年利率的波动也应以此为边界。

其次，央行资产负债表将保持稳定，利率波动区间不会发散

除了融资环境因素之外，影响利率环境更为重要的因素就是央行的动向。在2008年至2012年和2013年至2015年期间的两轮加杠杆过程中，央行资产负债表的波动很明显，分别为大幅扩表，主动加杠杆；大幅缩表，令杠杆率被动提高，而共同之处就是利率多数时间下降，例如10年期国债收益率同差多数时间处于负值区间，且波动剧烈，波幅在-150BPs至100BPs之间。而在2016年至2019年稳杠杆期间，央行资产负债表稳定性明显提高，相应利率的波动也较前有所收敛，加之本次抗疫对冲期间，央行始终保持了资产负债表的稳定，使得利率基本是围绕疫情前的水平附近波动。

图3：央行资产变化和利率的升降



$$\text{利率同差} = \text{当期利率} - \text{上年同期利率}$$

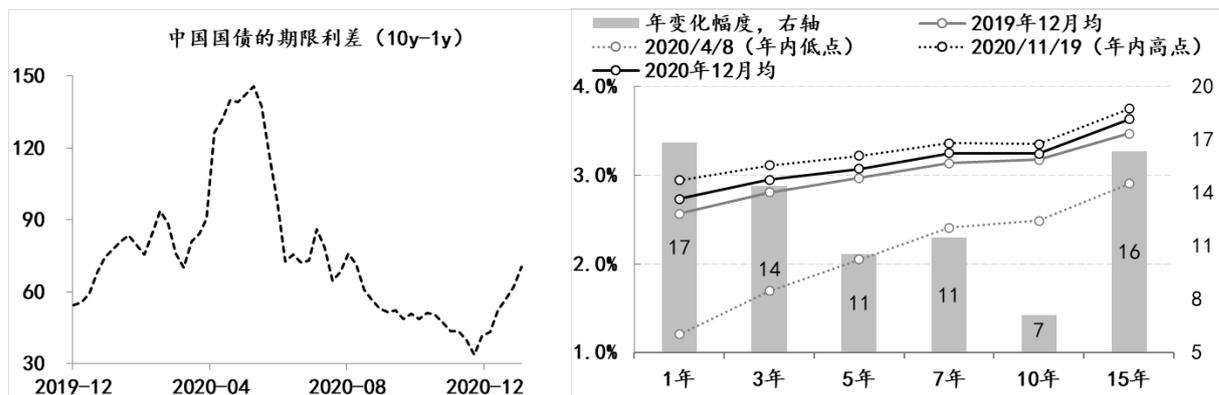
因此，预计在后期稳杠杆的宏调过程中，央行还将保持资产负债表的稳定，既不会进行缩表操作，同时继续坚持不搞“大水漫灌”。在央行这样的政策操作下，后期利率的波动幅度不应呈发散态势，很可能就是在目前的水平附近继续窄幅波动，波动范围控制在-50BPs至50BPs之内，即对应着10年期国债收益率波动区间在2.8%—3.6%。

第三，收益率曲线只会适度陡峭化

伴随2020年疫情冲击、对冲疫情和疫后恢复的环境变化，利率的期限利差也呈现出上升——下降——反弹的演变，截止2020年年底，利率曲线形态基本恢复成疫情前的样子（10年期与1年期国债的期限利差在2019年年末和2020年年末均未67BPs）。

2021年，利率曲线进一步大幅陡峭化的概率并不高。以国债为例，10年期和1年期国债的期限利差不会持续处于100BPs以上的水平，反而从金融支持实体经济的角度，利率更需平坦化。因为，利率曲线陡峭化，即期限利差扩大虽然有利于商业银行赚取期限错配的利润（负债期限低于资产期限），但不利于实体经济综合融资成本的降低（金融资产期限低于负债期限）。按照商业可持续原则，金融支持实体的宏观诉求，反应到利率曲线形态的变化上，就是要在金融行业的利润率与实体经济的利润率之间求得平衡，从此逻辑出发，宏观层更乐于见到利率曲线适度陡峭化，例如，将10年期国债和1年期国债的利差保持在60BPs至80BPs。

图 4：国债收益率曲线形态的变化



以上三个方面就是我们对于 2021 年中国利率环境的展望，但需要格外警惕的是，信用违约等黑天鹅事件以及政策部门应对，阶段性对利率环境形成的预期外冲击。