



中国债券论坛
China Bond Market Forum
— CBMF —

DUAL CIRCULATION NEW LANDSCAPE NEW OPPORTUNITIES
双循环 新格局 新机遇

直播时间 2021年1月12日
09:00-12:30
扫描二维码 观看直播



主办 |  第一创业
FIRST CAPITAL  NIFD
NEW FINANCE DEVELOPMENT  sina 新浪财经

承办 | 第一创业债券研究院

第六届中国债券论坛

双循环：新格局 新机遇

国家金融与发展实验室

2020年1月12日

刘劲松

工银理财有限责任公司

副总裁

刘劲松：《2021 年债券市场展望与银行理财发展新势》

尊敬的李老师、周所长、朱院长，线上线下的各位市场同仁大家上午好，很高兴来到这个平台，以这种特殊的形式跟大家分享一下 2021 年债券市场的展望以及银行理财发展新趋势。

首先回顾一下 2020 年债券市场整体走势，从利率债市场来看，2020 年受疫情冲击，十年期国债收益率曲线从“牛陡”过渡到“熊平”，大体可以分为三个主要的阶段：第一个阶段是 1~4 月长端利率快速下行，4 月 8 日达到全年最低点 2.48%。第二个阶段是 5~9 月经济加速修复，长端利率反转上行。第三个阶段是 10~12 月受经济修复斜率的放缓、信用事件的扰动，以及供给放缓，长短利率上行趋缓，震荡中枢回归至 2019 年年末的 3.3%附近。从信用债市场来看，2020 年信用债市场体现出两方面的主要特点：一是净融资额大幅提高，但融资结构改善并不明显；二是受永煤事件影响，信用利差先收后阔，弱资质国有企业风险暴露，冲击了“国企信仰”，11 月信用债取消发行规模创新高。

对 2021 年债券市场的展望。事实上，去年年末整个市场的观点从是高度一致的，普遍预计今年的利率走

势应该是前高后低。近期中央经济工作会议召开之后，市场陆续出现了一些分歧。下面我从经济增长、通胀水平、政策趋势三个方面来分享一下我们对今年债券市场的基本判断。

第一，经济增长方面。2020 年全球经济恢复的顺序与疫情冲击的先后次序高度一致，大体符合“先进先出”。中国受疫情冲击最早、恢复也最快。中美对比来看，经济的恢复过程也体现了不同经济体经济结构之间的差异，美国总体消费先于生产恢复，而中国生产先于消费恢复。展望 2021 年，我们建议关注三个方面：

从投资端看，要关注“地产投资”向“制造业投资”的动力转换。去年整个地产投资应该说对经济的拉动作用还是比较明显的，固定资产投资的增长动力“房地产>基建>制造业”。房地产投资的走强受益于疫后稳增长背景下货币与金融环境的宽松；2021 年稳增长迫切性降低，同时防风险必要性上升，房地产投资增速或有所放缓；从先行指标来看，百城土地成交面积增速（大致领先 4-6 个月）、3 个月 Shibor（大致领先 1-2 个季度）也指向后续房地产投资和销售增速将有所放缓。但目前整体房地产库存水平仍处于历史平均低位，房价预期仍较平稳，对地产销售形成支撑，因而房地产投资不会出现大幅下滑。

与此同时，受疫情冲击，全球先后经历了生产停滞，一个直接的结果是全球制造业库存水平普遍处于低位。从海外看，“全球经济共振修复”叠加“低库存共振”将导致大范围的库存需求，而经济结构的差异将导致补库需求体现在进口需求的增加。从国内看，出口需求的上升叠加低库存水平，国内制造业

有望延续补库，利润修复背景下，制造业的投资可能会成为 2021 年一个重要亮点。所以我们判断 2021 年，投资端或转向“制造业>房地产>基建”的结构特征。

从贸易端看，要关注“地产投资”向“制造业投资”的动力转换。2020 年二季度起，出口表现持续超预期。中国出口占全球的份额一度达到 19.3%，较去年底上升超过 4 个百分点，5-9 月随着海外复工有所回落，但仍高于疫情前，10-11 月欧美疫情扩散导致份额再度上升。经济结构的差异是造成出口替代的核心原因。海外疫情扩散叠加发达国家对居民部门的财政补贴共同推动外需激增；国内政策主要补贴企业部门，国内生产能力率先恢复，形成有效供给。结构上，医疗物资及消费电子增速最高，家具、橡胶制品、服装、玩具、汽车等行业的边际变化最明显，部分行业或出现长期“替代”。后期随疫苗落地，2021 年全球需求与贸易将加速恢复，出口整体仍将受益于外需驱动。2021 年美国国内需求的外溢恢复尤其值得关注。历史数据看，中国出口增速与美国库存同比增速变化高度相关。2021 年美国进入补库存周期对国内出口形成支撑。我们预计，2021 年上半年出口预计将继续维持高增，下半年随海外产能恢复，叠加人民币升值影响逐渐体现，出口或出现回落。

从消费端看，要关注“地产投资”向“制造业投资”的动力转换。疫后消费端的恢复整体较为缓慢，且限额以上消费恢复速度持续快于整体社零增速。结构上，二季度以后，必选消费增长放缓，可选消费加速修复。疫情之后，服务业恢复仍存在“场景消失”等方面的约束，餐饮收入当月增速仅回到零增长附近。如果疫苗按预期普及，服务业和消费领域的场景重启将进一步释放补偿性消费潜力。值得注意的是，2020 年下半年开始，汽车消费快速恢复，带动相

关产业链回升。从近期密集出台的推动汽车消费的政策来看，2021 年汽车消费将成为拉动国内消费恢复的重要抓手。

除此之外整个经济增长还需要关注以下因素：

一是疫苗的普及效果。从目前公开数据来看，美国的疫苗进度相对领先。按照美国 CDC 的疫苗研发和接种计划，从 2021Q1 开始针对危险人群和医疗工作者进行接种，最早要到 2021 年 3 月之后才会大规模量产和全范围接种，预计到 2021 年 Q2 末近一半美国人接种完毕。欧洲整体来看相对晚于美国接种，预计会在 Q3 末开始大规模应用。新兴市场国家相对更晚。以美国的疫苗进展为基准情形，预计疫苗大规模应用的时点为 2021 年二季度。在疫苗大规模应用的前提下，2021 年 Q2 全球经济将由不均衡复苏走向全面复苏。二是需关注疫情的中长期影响。疫情带来的“伤痕效应”或将冲击后续的经济增长，疫情后全球可能会形成新的均衡水平，这个水平可能会略低于疫情前。国际货币基金组织（IMF）预计 2025 年全球经济实际产出水平将永久性的低于原有趋势水平 5 个百分点。此外，截止 2020 年三季度，全球主要国家的宏观杠杆率上升超过 20 个百分点，其中发达国家上升的幅度更大，美、欧、日较年初分别上升 33、23、27 个百分点。据国际货币基金组织（IMF）估算，截至 2020 年 9 月，全球各国为应对疫情采取的财政措施，规模占全球 GDP 之比约为 12%，全球公共债务率水平将在 2020 年达到 100%，公共债务未来仍可能继续攀升。虽然疫情以来，海外债券收益率普遍回落，但大部分国家的还本付息压力明显上升，未来主权违约风险大幅上升。

第二，通胀水平方面，我们预计全球会是分化再通胀的格局。首先，国内通胀环境相对较为温和。从CPI来看，今年猪价的下行可能会继续拖累CPI食品价格，预计CPI均值在1.1%-1.5%左右。虽然居民收入和就业压力改善，非食品价格后续将有所上涨，核心CPI也会出现回升，但考虑到中低收入群体恢复较慢，居民部门通胀预期仍相对稳定。从PPI来看，考虑到国内工业部门供给退出情况并不明显，上行风险主要在于海外的输入型通胀压力。从历史数据看，PPI滞后于M1-M2增速的变化大约3个季度；叠加基数因素，预计明年PPI同比在一季度末转正，整体先升后降，高点在4-5月，全年中枢1.5%-2%。其次，海外通胀压力或超预期。一方面，主要国家货币供应大幅扩张，且短期难以退出；另一方面，疫情对主要国家供给端产生的冲击或强于预期，产能修复可能需要更长时间；还需关注财政补助导致的居民购买力上升，美国居民部门的储蓄率和收入增速均明显高于疫情前。

第三，政策趋势方面。围绕本次中央经济工作会议的主要内容，我们对2021年的政策趋势做如下判断。货币政策方面，总体我们认为本轮信用扩张的高点已过，政策重心再平衡。我们认为，明年货币政策重心将在“稳定宏观杠杆率，化解债务风险”和“避免整体信用快速收缩”之间动态平衡：短端：重点关注流动性适度（不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”）；中端：重点关注强化LPR带动实体部门融资成本下降，背后体现加速推动货币政策框架转型的努力；长端：重点关注稳定宏观杠杆率，化解因疫情导致的系统性风险上升隐患。社融的上升周期一般可以按照先后次序分为三个阶段：贷款、债券融资和非标融资，对应流动性传导的顺序。由此推断，本轮信用扩张周期的阶段

性高点已过。预计 2021 年社融增速的合理水平可能降至 11%左右，对应社融增量规模 31 万亿左右，虽然较 2020 年 33 万亿(含 1 万亿特别国债)左右的增量规模有所下降，但仍高于往年平均。财政政策方面，我们认为总体将回归均值同时保持适当的支出节奏。按照 2020 年全年预算赤字 3.76 万亿、专项债 3.75 万亿以及特别国债 1 万亿估算，2020 年显性债务率将达到 GDP 的 8.3%，为近年来最高水平。我们预计 2021 年非常规财政政策（特别国债、税收递延等）将陆续退出，2021 年整体财政支出规模将逐步向 2015-2019 年的均值水平回归。如果按照 2021 年显性债务率回归到 5.5%-6%左右的假设，预计预算内赤字率回归到 3%左右（对应赤字规模为 3.4 万亿），则地方政府专项债加其他债务的总额度约为 3-3.3 万亿。

基于上述分析，下面对 2021 年债券市场做一个基本判断——我们认为“振荡筑顶”。

我们看到，最近三轮信用收缩基本都伴随着货币市场利率的大幅上扬，对应货币政策的收紧。之后随货币政策的放松，货币市场利率见顶，而后债券收益率见顶；次序上，社融增速最先见顶，而后货币市场利率见顶，最后国债利率见顶；过去三轮信用收缩周期中，3Mshibor 平均领先十年期国债利率 7-12 个月见顶。PPI 是短期货币政策锚定实体经济基本面变化的主要指标之一，货币市场利率与 PPI 走势较为一致；对应货币市场利率或于二季度早期见顶，这意味着可能至少要到 3 季度才能看到国债利率顶部。在货币政策不具备进一步收紧条件的基础上，特别是“永煤”事件后，货币政策货币市场利率上行斜率最高的阶段已经过去，进一步上行幅度有限，十年期国债 3.3%左右的收益率水平已

经接近顶部。从周期角度看，“信用周期下行+库存周期上行”的组合状态也指向国债利率仍有上行压力。此外，目前市场对于基本面的判断受基数扰动较大，以几何平均方法剔除基数干扰之后，按照目前市场一致预期值测算，2021 一季度至四季度 GDP 同比增速虽然低于 2020 年四季度 6%左右的增速水平，但整体增速基本稳定在 5.5%左右的潜在增速。这意味着，国债收益率下行的空间十分有限。按照这一逻辑，2021 年国债利率预计在 3.0%-3.5%之间高位震荡，中枢水平在 3.3%左右，较 2020 年的 3%有所上行。震荡筑顶过程中，收益率的上行动力逐渐钝化，需高度关注各方面可能出现的预期差。

从中期角度看，整个利率水平还是具有一定的配置价值。从绝对估值水平看，考虑利率中枢长期下移的情况下，以近几年的分位数水平衡量，部分期限的收益率水平已经达到中性水平以上，或已经初步具备一定的配置价值。从相对估值水平看，股债相对回报率持续回落，债券的配置价值也逐步开始体现。

此外，由于受利差及汇率因素的影响，境外机构投资者对境内债权投资需求也在大幅上升，2020 年境外机构对我国债券的增配力度为历史之最。2020 年境外机构累计增持 10078 亿元境内债券，增持规模大幅高于 2019 年同期。同时，作为我国金融业对外开放的窗口，我国债券市场在制度层面不断完善，基础设施日益健全，国际竞争力大幅提高。2021 年 10 月开始，中国国债将纳入富时罗素世界国债指数，预计将带来更多增量资金。

从信用债角度来讲，还需要进一步警惕信用风险的加速暴露。截至 2020 年 12 月 31 日，2020 年共有违约债券 143 支，违约金额 1639.94 亿元。违约债券行业分布以制造业、综合类、批发和零售贸易、建筑业为主。2021 年，随着经

济稳步复苏，消费加速恢复，企业盈利回升；宽货币、宽信用政策逐步退出，信用债融资环境边际或有所收紧。城投方面，经济修复下通过基建投资刺激经济的诉求下降，需警惕 2021 年及以后逆周期政策退潮时行业监管政策收紧的风险，关注后续财政收支压力和城投债务压力的抬升和分化，尾部平台积累的风险或有爆发。产业债方面，2018-2019 年是民企违约的高峰期，而进入到 2020 年后尾部国企开始暴露风险。2020 年以来由于企业盈利的恶化，以及低利率宽信用政策带来的信用债融资环境好转，新一轮加杠杆周期启动，整体来看发行人债务率走高，同时金融机构风险偏好在短期内难大幅提升，预计 2021 年信用风险或边际抬头，信用市场持续分化，高等级和低等级主体利差将持续拉大，信用利差中枢或将上移。

以上是一个基本的判断，但这种判断可能还会根据市场预期做出一些新的调整，需要高度关注以下五方面可能出现的预期差：一是疫苗效果不及预期或疫苗普及力度低于预期；二是货币政策超预期收紧；三是房地产等领域监管政策超预期收紧；四是中美关系面临新的不确定性；五是 2021 年债券偿债压力加大，部分基本面恢复较慢的企业的债务违约风险可能超预期。

最后，讲一下 2020 年银行理财发展的新趋势。一是银行理财净值化转型效果明显，债券仍是最重要的配置资产。“资管新规”“理财新规”发布后，银行理财净值化转型力度明显，净值型产品存续余额及占比持续快速增长，预期收益型产品明显减少；从产品数量角度看，截至 2020 年末，净值型理财产品占全部银行理财存续产品的比重已超 36%；从产品规模角度看，根据银行业协会公布的最新数据，截至 2019 年末，净值型产品占全部理财产品存续余额的

43.27%，同比上升16.1%。预计2020年净值型产品占全部理财产品存续余额比重将进一步上升；从产品类型角度看，固收类产品仍是银行理财最重要的产品形态。截至2019年年末，固定收益类理财产品存续余额为占全部理财产品存续余额的78.06%；混合类理财产品存续余额为占比为21.59%；权益类理财产品占比为0.34%。从配置资产比重看，截至2019年末，非保本银行理财持有债券余额约15.7万亿，占全部资产的59.72%，占我国债券市场存量规模的15%以上。银行理财一直是我国债券市场最重要的机构投资者之一。二是“固收+”和混合类产品占比快速提升，理财子公司产品布局日趋均衡。2020年理财子公司“固收+”和混合类产品占比快速上升，成为目前理财子公司稳定净值、推动转型的重要手段。以工银理财为例，截止2020年末，工银理财现金管理类产品规模占比较公募基金的行业平均仅高4个百分点，发行混合类产品规模超1200亿元。但也要看到，权益类理财产品目前与头部的公募基金还是有比较大的差距，未来我们也将进一步加大在这一领域的投研投入。最后，“后疫情时代”，我们认为中国资产管理行业发展的新趋势主要将呈现出五个特点：融资结构的直接化、竞争格局的头部化、业务边界的全球化、业务形态的科技化、客户结构的均衡化。

以上是我分享的一些观点，希望线下有机会可以继续交流，谢谢大家。