



张明

平安证券首席经济学家

中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员

## 长期国债收益率或已临近拐点

国内经济增速、物价与企业利润走低，以及金融监管可能“挤出”而非“挤入”实体企业融资，使得今年下半年国债收益率有望温和回落。



从2016年年底开始，一行三会开始加强金融监管，以改变“金融空转”与“脱实入虚”的现象，防范金融系统性风险。一行三会在强监管方面集体行动的叠加，对货币市场与债券市场产生了巨大影响。货币市场上，7天回购利率已经由去年低点的不到2.3%上升至目前的3.4%左右，且在今年3月一度突破5.0%；债券市场上，10年期国债收益率已经由去年低点的不到2.7%上升至目前的3.6%—3.7%。

尽管整体上金融强监管的方向不会改变，但未来的金融监管将会加强前瞻性，一行三会之间也会加强协调。基于以下三方面的原因，笔者认为，3.7%可能已临近10年期国债收益率的拐点，今年下半年国债收益率有望温和回落。

第一，中美国债收益率的息差拉大，以及人民币对美元短期内贬值压力下降，会降低未来美联储加息对中国国债收益率的“溢入效应”。

事实上，2016年下半年至今年年初，美国10年期国债收益率的陡峭上行（由1.4%左右上升至2.6%），以及中国央行抑制人民币兑美元汇率下跌的努力，在一定程度上推高了美国10年期国债的收益率。去年11月，中美10年期国债息差最窄时不到50个基点；而今年以来，随着美国国债收益率的回落和中国国债收益率的持续上升，目前的息差已经重新扩大至150个基点左右。息差的拉大意味着未来即使美国国债收益率重新上升，对中国国债收益率的推动作用也非常有限。

此外，今年5月下旬，中国央行宣布在“收盘价+篮子汇率”的中间价定价公式中加入逆周期调节因子，也削弱了国内外汇市场上的贬值压力对汇率中间价的影响。这无疑有助于维持短期内人民币兑美元汇率的稳定。未来即使美联储加息造成新的人民币的贬值压力，人民币的实际贬值幅度也会较小。这自然会削弱美国利率上升对中国利率的“溢入效应”。

第二，鉴于2017年中国经济增速、PPI同比增速、工业企业利润增速均将呈现前高后低的走势，如果下半年国债收益率继续上升，必然会显著抑制经济增长，并会提高企业的真实融资成本。

2016年下半年以来中国经济的反弹，一方面受到房地产、汽车等周期性行业回暖的拉动；另一方面，也受到供给侧结构性改革诱致的企业补库存行为的推动。但进入2017年后，由于房地产宏观调控的显著加码和汽车购置税优惠政策的取消，房地产、汽车行业已呈现显著回落态势。而受到周期性行业回落、全球大宗

商品价格由上升转为盘整的影响，PPI同比增速今年下半年会显著回落，从而减缓工业企业的利润增速，加上需求下降以及实际融资成本上升，工业企业本轮补库存周期将进入尾声。笔者认为，2017年后三个季度的GDP同比增速可能分别为6.7%、6.5%与6.4%。全年PPI同比增速约为4.8%，显著低于上半年6%—7%的水平。因此，即使下半年国债收益率保持不变，企业真实融资成本也会显著上升；而如果国债收益率继续上升，则可能对经济增长与企业融资产生显著的负面影响。

第三，在实体经济投资回报率依然处于低位的前提下，国债收益率的进一步上升，可能会“挤出”而非“挤入”实体企业的融资规模，加剧“金融空转”与“脱实入虚”。

目前，除上中游部分大型国企的利润率相比过去有所改善之外，下游及民营企业的利润率依然处于低位。而对于金融机构，尤其是中小金融机构而言，一方面短端与长端的利率上升显著提高了其融资成本，另一方面金融监管的强化又降低了其风险偏好。这会使得金融机构进一步加强对低风险、收益率稳定的金融资产的投资而削减对企业（尤其是民营企业）的贷款。前段时间，10年期国债收益率已经接近1年期贷款基准利率，10年期国债收益率更是高于1年期贷款基准利率，就很可能导致商业银行更多地配置利率债，而削减企业贷款的比重。此外，5月份企业债融资规模显著下降，也表明强监管导致的利率上升或降低了企业的融资意愿。

综上所述，笔者认为，年内长期国债收益率易降难升，国债收益率已经临近拐点，下半年有望温和下行。目前已经到了增持利率债的时间窗口。■



更多关注扫这里