

2015 年 12 月 21 日

宏觀經濟

美國加息了，債市怎麼看？——美聯儲加息的回顧與展望

美加息落地，16 年節奏如何？

16 年美國可能再加息 2-4 次，幅度或在 50-100bp。根據 16 年美國實際 GDP 和核心 PCE 的不同假設，通過“修正泰勒公式”估算，如果 16 年四個季度美國實際 GDP 增速分別為 2.6%、2.3%、2.4%和 2.4%，核心 PCE 在 1.5%-1.7%之間，那麼 16 年四個季度的聯邦基金目標利率或為 0.4%、0.65%、0.9%和 1.2%，對應 16 年再加息 2-4 次。

但這一輪仍可能是史上最弱的美國加息週期：1) 實際均衡利率 r^* 的走低，或使得泰勒規則擬合的目標利率較高，實際加息幅度可能更低。2) 雖然新增非農就業人數重新回到 20 萬人以上，但 2014 年以來，美國勞動力參與率從 63%下滑至 62.4%，意味著整個經濟體尚未充分就業、仍有改善空間。3) 美國經濟並沒有想像中那麼穩固，或受到包括輸入性通縮、外需不足和強美元引起的出口下滑等因素衝擊，加息之路並非一帆風順，重回零利率也存在可能。

加息後，美債表現如何？

1983 年至今美國共經歷了六輪加息週期，分別為 1983-1984 年、1987 年、1988-1989 年、1994-1995 年、1999-2000 年，和 2004-2006 年。美聯儲在過去的加息週期中不斷摸索改善，形成了一定特點和共性：1) 加息一旦確定，往往是連續加息。2) 加息幅度一般在 100bp 以上。3) 預期管理模式成型。4) 預先防範“通貨膨脹”。

加息期間的美國國債走勢也形成一定規律：首先，加息前市場會“Price In”加息幅度，正式加息後債市的調整幅度明顯小於加息幅度。其次，短端利率走勢與加息幅度密切相關，過去 6 次加息平均加息 280bp，1 年期美債平均上行 230bp，2 年期美債平均上行 215bp。

但是 10 年美債卻取決於基本面和國際資本流動的影響，過去 6 次加息中，10 年美債平均上行 126bp，遠小於平均加息幅度 280bp。特別是 2004 年，面臨 425bp 的加息幅度，10 年美債收益率僅上行 60bp，彼時恰好是我國等新興國家積累外匯儲備、開始大量購買美債的時候，海外投資者的資金湧入，從需求上抑制了 10 年美債利率的上升。

16 年 10 年期美債利率波動區間或在 2.4%-3.2%之間。資料顯示，12 月初 1 年期美債利率或包含了 1-2 次加息預期，10 年期美債利率或包含了 2 次加息預期。根據此前的類比，美國在 2016 年可能再加息 50-100bp，則明年 1 年期美債利率區間為 0.75%-1.5%，而 10 年美債利率區間為 2.4%-3.2%。

我國債市表現是否受到制約？

從貨幣政策角度看，美國加息後我國降息空間受限。15 年以來，我國 1 年期存款利率不斷下降，當前僅為 1.5%，而 16 年美國加息後，1 年期美債利率或達到 0.75%-1.5%。考慮到人民幣匯率與 1 年期中美利差反向相關，16 年我國降息可能至多 2-3 次，寬鬆邊際減弱對 16 年我國債券利率下行造成波折。

從國際資產比價和匯率的角度看，16 年美債利率可能成為我國長債利率的“底部”。由於海外投資者在我國債市的占比只有 2%，過去幾年裡我國國債與美債利率同步下行的原因主要有：經濟聯動、債務週期聯動、貨幣政策聯動，而來自中美債券利率直接比價的聯動較小。

但隨著人民幣加入 SDR，我國債市逐漸對外開放，中美債券利率的高低將成為國際投資者購買我國債券資產的重要衡量。我們仍看好我國債市長牛，但如果 10 年美債利率達到 2.4%-3.2%，無論是從穩定匯率，還是從提高我國債市的國際吸引力來看，16 年我國 10 年國債利率的底部可能都難以低於 2.5%。

風險提示：系統性風險等。

大市導航

有色金屬：供應鏈金融，傳統行業的新寵

供應鏈金融：新模式、新機遇。伴隨著資訊科技技術的深入發展，大資料、雲計算、引動互聯等新型概念異軍突起，改變著舊有的生產關係，孕育著各種新生金融勢力與行業運行規則，產業跨界融合與管道合作所催生的供應鏈金融服務模式由線下走向線上。

供應鏈金融的資金提供方。供應鏈金融最開始的定義是商業銀行信貸業務的一個專業領域，也是企業尤其是中小企業的一種融資管道。因此，供應鏈金融最基本的資金提供方是銀行，是銀行將核心企業和上下游企業聯繫在一起提供靈活運用的金融產品和服務的一種融資模式。

供應鏈金融的典型模式。預付帳款模式主要適用於供應鏈下游處於劣勢地位的買方企業；應收賬款模式解決了賣方企業因其資產規模、盈利、財務狀況等達不到銀行貸款標準而無法獲得銀行貸款的問題；動產質押模式指有融資需求的企業將其動產質押給出資企業。

珠寶供應鏈金融需求巨大。珠寶上市公司的資金和產業鏈優勢在拓展供應鏈金融時將轉化為三大具體優勢：低成本資金、較大的資本規模以及依託產業鏈資源的風控能力，構成了相比其他參與者的競爭壁壘。

珠寶供應鏈金融模式詳解：各具特點，快速增長。珠寶供應鏈金融主要以珠寶品牌商等產業鏈核心企業為核心，通過 P2P 網貸、小額貸款、融資租賃、黃金租賃、委託貸款等方式為產業鏈上游採礦冶煉、中游加工、下游零售提供資金支持。其中核心企業掌握了上下游大量資源，包括合作關係、經營情況以及融資需求，在整個模式中起到了需求匹配和風險管理的關鍵作用，通過利差或交易手續費獲取盈利。

風險提示。宏觀經濟和消費景氣繼續下降，黃金珠寶行業銷售收入增速放緩。金價繼續下跌對黃金珠寶企業毛利率造成負面影響。供應鏈金融業務推進速度低於預期。供應鏈金融業務風險控制體系不夠成熟帶來壞賬風險。

新潮實業（600777）：低油價下，大舉進軍油氣領域

核心邏輯：新潮實業將地產等傳統業務逐步剝離，通過發行股份購買資產方式收購美國油氣資產，從而進入油氣開採領域。

公司未來將以油氣開採業務為主，同時有可能通過進一步收購油氣資產實現油氣儲量和產量的快速增加。隨著國際油價的企穩及緩慢上漲，公司業績有望大幅增加。

油價緩慢上升，行業逐步回暖。我們認為目前國際油價處於較低位路，未來將緩慢上行。同時行業景氣高點有望出現在 2016~2018 年，石化行業景氣度的提高也有助於原油需求的增加以及油價的逐步上漲。

我國是原油消費和進口大國。BP 能源統計資料顯示，2014 年我國原油消費量排名第二，僅次於美國；2014 年我國原油進口量排名前三，我國既是原油消費大國，也是原油進口大國。為保障國家能源安全，我國提出走出去戰略，我國企業參與國際油氣資產並購案例逐年增加。

北美是油氣並購重點區域。由於北美地區葉岩氣革命帶來的油氣儲量、產量快速增加，同時北美地區油氣資產並購交易活躍、相關市場成熟，北美地區將是我國企業走出去、實施海外油氣資產收購的重點區域之一。

新潮實業剝離房地產資產，進軍油氣領域。自 2014 年起，新潮實業先後處置了煙臺新潮酒業有限公司等多家子公司，將原有地產業務逐步剝離。新潮實業通過發行股份購買資產的方式，將擁有位於美國德克薩斯州 Crosby 郡的 Permian 盆地的油田資產，公司將通過本次發行股份購買資產，進入油氣開採領域。隨著石化行業景氣度的提升，公司盈利能力將得以大幅提高。

油氣資產進一步擴張。2015 年 10 月新潮實業與鼎亮匯通簽署了《意向書》，公司擬收購鼎亮匯通持有的油田資產。該交易是公司在並購浙江犇寶後對海外油田資產的再一次並購，將有利於加快公司業務結構調整，快速提升公司油氣田管理和作業的經驗，有利於公司掌握先進的石油開採技術，擴大公司資源儲量，最終推動公司實現快速轉型。

盈利預測與投資建議。我們預計公司 2015~2017 年 EPS 分別為-0.07、0.24、0.63 元（其中 2015 年 EPS 按照現有股本 8.60 億股計算，2016、2017 年按照全部發行完成後 19.39 億股計算）。目前公司發行股份購買浙江犇寶資產以及完成，預計該次發行相應的配套募集資金完成後，公司 BPS 為 5.0 元，按照該 BPS 以及 4 倍 PB，給予 20.00 元的目標價，給予“增持”投資評級。

風險提示：海外收購存在政治風險；石油價格恢復不及預期等。