

2013國際金融市場展望研討會

2013利率展望

2013年1月8日

目錄

第1章	總論
第2章	歐洲利率展望
第3章	美國利率展望
第4章	日本利率展望

第1章

總論

2013全球利率展望

政府決策將起到決定性作用

- 歐洲、美國及日本的政治領袖的決策將對利率走向起到關鍵作用
- 與之相對應的是由於各央行承諾將服從許多額外條件，而這些附加條件的決定權並不掌握在央行手中－今日的央行們已交出一些傳統權力，如歐央行需要聽取歐元區成員國的聲音等，美聯儲的決策受制于經濟復甦的步伐

預計2013年的市場表現

- 我們預測主要市場會有輕微的負收益
- 而歐洲周邊國家會有輕微的正收益
- 美國利率市場會跑輸大市

預計2013年主權債發行量將大大減少

- 我們預測2013年包括美國、歐元區、日本和英國的主權債務發行將大大低於之前四年的發行額度。我們預測四個市場的發行總合會比2012年降低13%
- 由於財政緊縮政策，歐元主權債務發行將率先減少
- 而美國是有非常大的不確定性，因為財政懸崖和美聯儲的政策充滿變數

全球GDP位于白晝與黑夜的十字路口

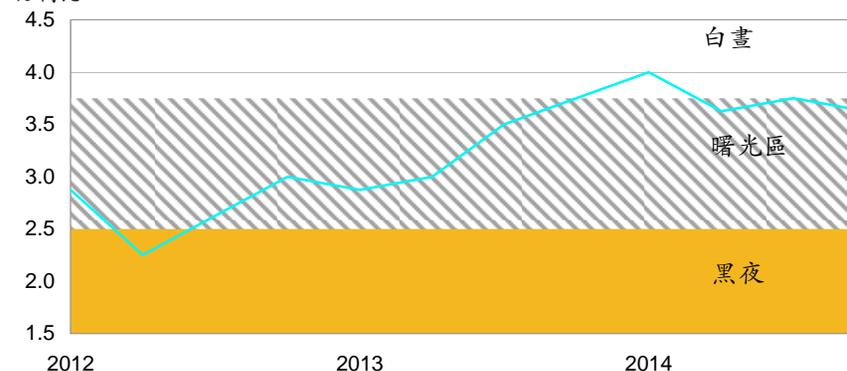
摩根士丹利預測2013年全球GDP增長將僅超過3%

- 假設美國財政緊縮適度，歐洲央行的利率行動和直接貨幣交易取得成功
- 經濟增長的“白晝”與“黑夜”取決於政策

身处“曙光区”

全球GDP

% 同比



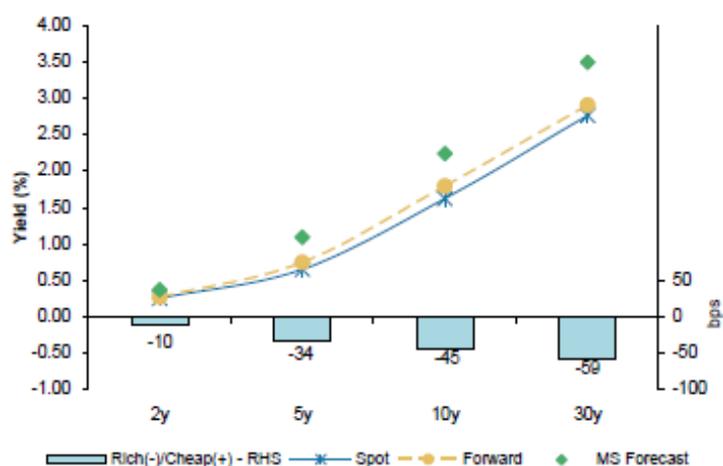
全球GDP預測

Real GDP (%Q, SAAR)	Quarterly												Annual		
	2012				2013				2014				2012E	2013E	2014E
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14			
Global	2.9	2.3	2.9	2.8	2.9	3.1	3.7	4.1	3.9	3.7	3.8	3.7	3.1	3.1	4.0
G10	1.7	0.5	1.1	(0.2)	0.4	0.9	1.7	2.1	2.1	1.6	1.9	2.0	1.2	0.7	1.9
U.S.	2.0	1.3	2.8	0.6	0.8	1.2	2.2	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.2	1.4	2.7
Euro Area	0.0	(0.7)	(0.5)	(1.6)	(0.8)	0.0	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	(0.5)	(0.5)	0.9
Japan	5.2	0.3	(3.5)	(0.2)	0.6	1.7	1.9	2.3	2.0	(2.4)	(0.2)	0.9	1.7	0.4	0.8
U.K.	(1.2)	(1.5)	(3.9)	(1.2)	1.2	0.0	1.6	1.6	1.9	2.0	1.2	1.2	(0.2)	0.8	1.6
EM (%Y)	5.2	4.9	4.6	5.0	5.1	5.3	5.6	5.5	5.8	5.9	5.9	5.9	4.9	5.4	5.9
China (%Y)	8.1	7.6	7.4	7.7	8.0	8.2	8.4	8.2	8.1	8.1	7.9	7.7	7.7	8.2	8.0
India (%Y)	5.3	5.5	4.7	4.7	5.7	6.0	6.2	6.3	6.4	6.9	7.1	7.1	5.0	6.1	6.9
Brazil (%Y)	0.8	0.5	2.1	2.9	2.7	3.1	2.6	2.7	3.4	3.1	3.4	3.8	1.6	2.8	3.4
Russia (%Y)	4.9	4.1	2.9	2.6	2.5	3.0	3.4	3.3	3.9	4.3	4.3	4.1	3.6	3.1	3.7

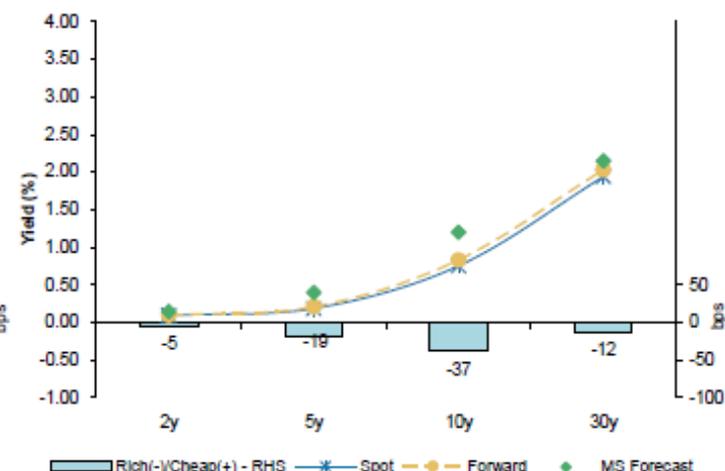
2013年摩根士丹利全球利率預測

- 我們預測利率在2013年底的水平會高於遠期遠期利率所暗示的水平。理論上，整體做空利率市場將是合理的選擇。但是，由於預測的水平並非遠高於遠期市場，實際操作中，賣空並非是一個輕鬆的選擇
- 我們的經濟學家指出在2013年初，經濟預測可能更接近我們預測的“黑夜”水平而不是“黎明”水平，2013年晚些時候情況可能會發生較大變化
- 因此對債券市場而言，我們與其收益率將會在牛市假設、基礎假設和熊市假設間變化

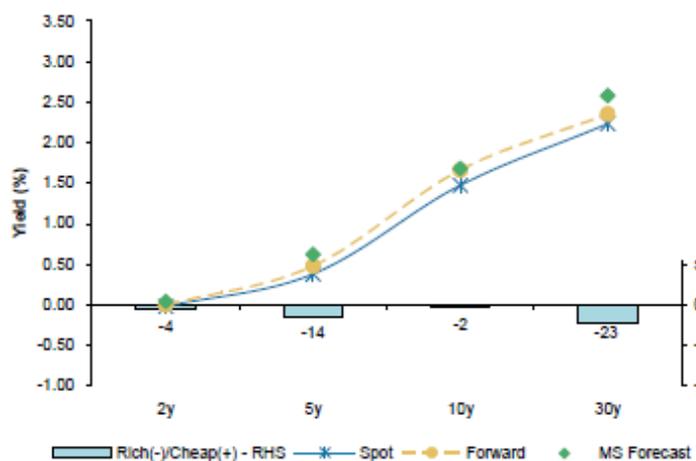
美國



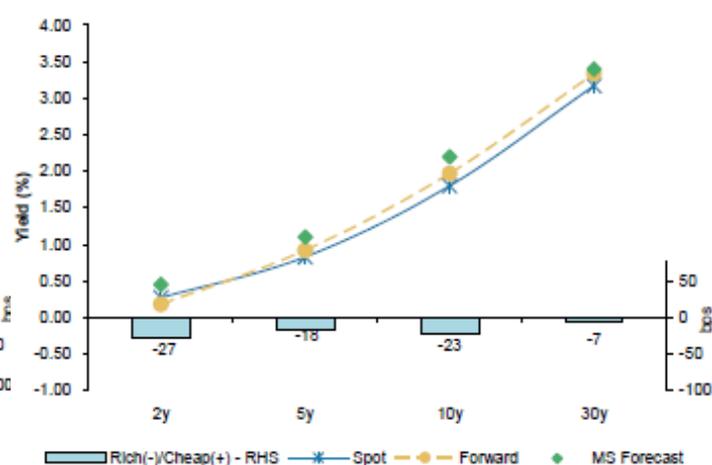
日本



德國



英國



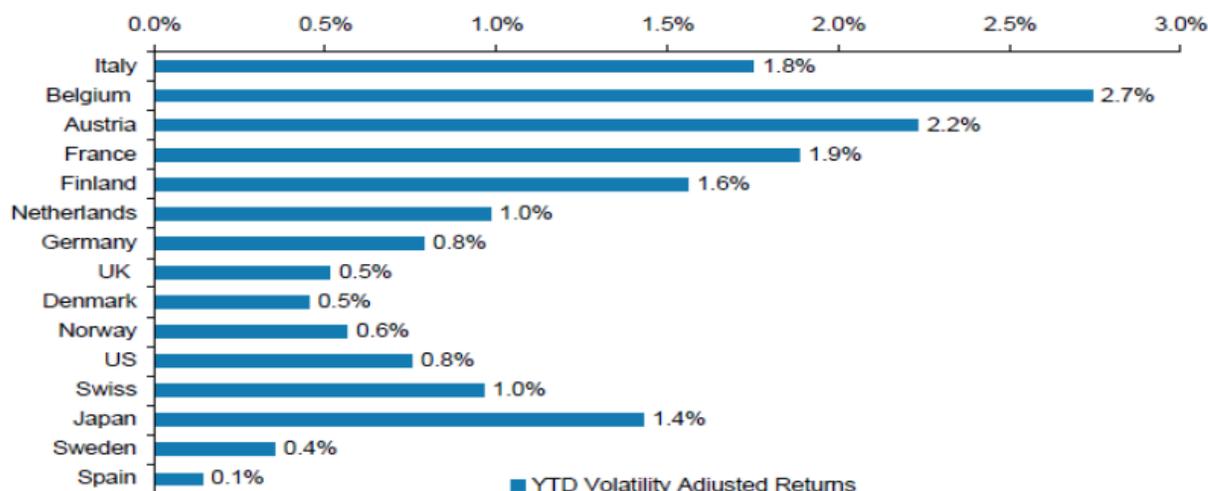
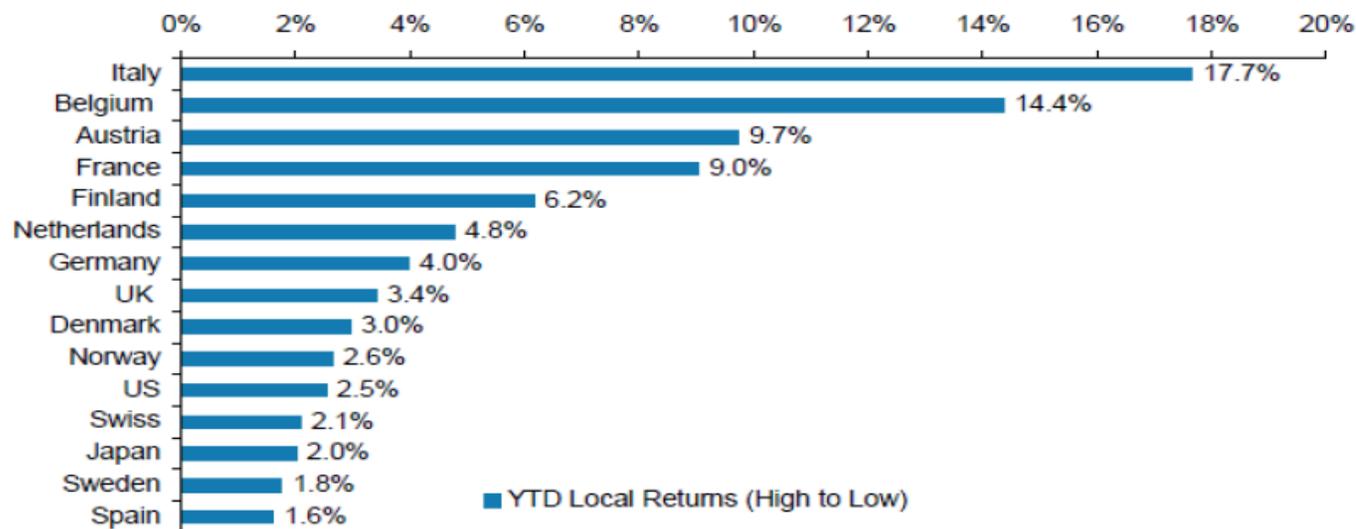
註

1. 資料來源摩根士丹利研究部

2012年債券市場回報回顧

絕對值與風險調整后值

- 通過主要政府本地貨幣債券至今的表現我們發現
 - 由於信貸利差收緊，“無風險”利率不斷下降，核心歐元主權債券表現最佳
- 長年期資產持續產生正收益
 - 儘管年初價格高企及風險資產有正面回報，美國國債、英國國債、德國國債、瑞士政府債券與日本國債等持續產生正面回報
 - 在風險調整的基礎上，日元表現尤其出色，但是瑞典、丹麥和英國表現欠佳
- 西班牙在絕對和風險調整后的標準下都表現最差



註

1. 資料來源摩根士丹利研究部

第2章

歐洲利率展望

2013德國國債利率預測

基礎假設：較弱的經濟增長說明短期利率將保持低位，收益率曲綫將變陡

- 牛市假設：全面信貸緊縮，激進地減少利率，10年期利率回復到以前的較低水平
- 熊市假設：受到關於增長的正面好消息驅動，主權危機得到解決

基準

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.08	-0.04	0.36	1.34	2.19
Q1 13	-0.10	-0.09	0.37	1.42	2.34
Q2 13	-0.10	-0.06	0.45	1.52	2.44
Q3 13	-0.10	0.01	0.58	1.66	2.58
Q4 13	-0.10	0.04	0.62	1.68	2.58

牛市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.08	-0.04	0.36	1.34	2.19
Q1 13	-0.10	-0.23	0.14	1.14	2.03
Q2 13	-0.10	-0.28	0.12	1.13	2.01
Q3 13	-0.20	-0.25	0.22	1.23	2.11
Q4 13	-0.20	-0.22	0.30	1.31	2.18

熊市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.08	-0.04	0.36	1.34	2.19
Q1 13	0.08	0.08	0.63	1.72	2.65
Q2 13	0.15	0.22	0.88	2.01	2.97
Q3 13	0.15	0.36	1.11	2.26	3.22
Q4 13	0.15	0.56	1.41	2.58	3.54

德國10年期國債在基準、牛市和熊市下的預測



2013英國國債利率預測

基礎假設：預計經濟在2013年逐漸復蘇，但是存在一定波折，10年期國債利率基本保持在1.5-2%範圍

- 牛市假設：英國經濟蕭條，10年期收益率接近1.5-2%範圍的低端，可能將有25基點的銀行利率下調
- 熊市假設：假設增長為1.4%，整體經濟環境良好，銀行利率上升

基準

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.40	0.24	0.73	1.75	3.08
Q1 13	0.45	0.21	0.67	1.74	3.10
Q2 13	0.45	0.24	0.80	1.88	3.20
Q3 13	0.45	0.37	0.94	2.08	3.30
Q4 13	0.45	0.45	1.10	2.20	3.40

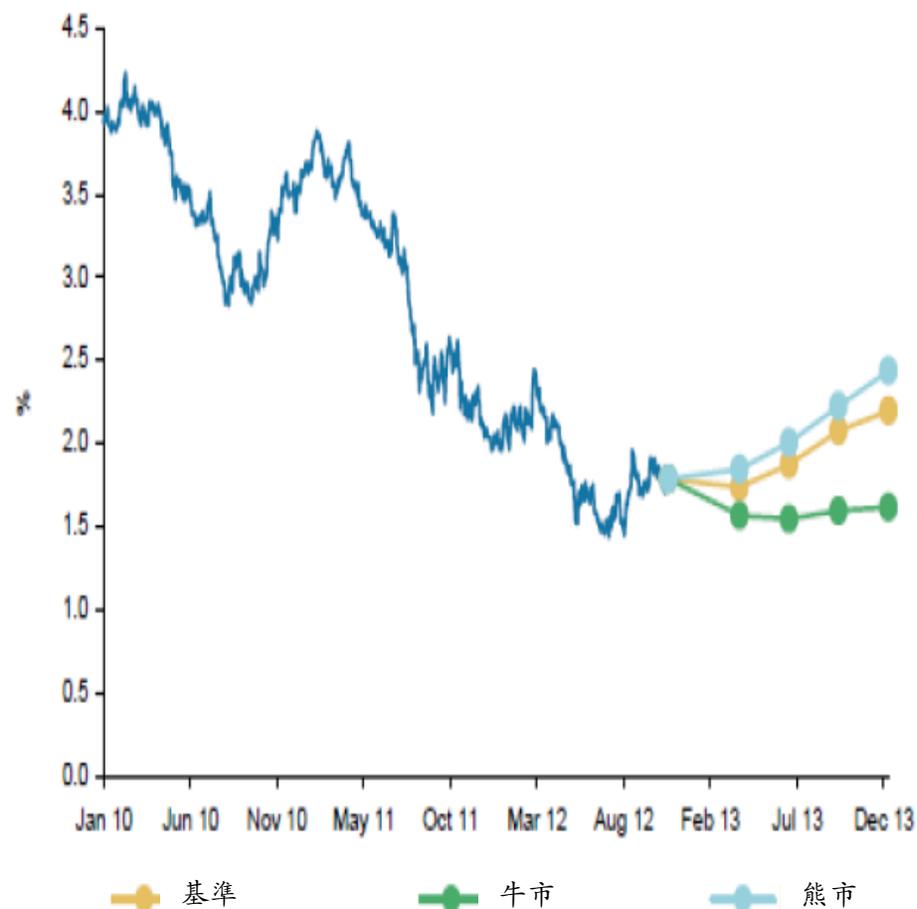
牛市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.40	0.24	0.73	1.75	3.08
Q1 13	0.45	0.08	0.52	1.57	2.83
Q2 13	0.45	0.06	0.51	1.55	2.81
Q3 13	0.45	0.08	0.55	1.60	2.85
Q4 13	0.45	0.10	0.59	1.62	2.87

熊市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.40	0.24	0.73	1.75	3.08
Q1 13	0.45	0.23	0.78	1.85	3.12
Q2 13	0.45	0.32	0.92	2.01	3.29
Q3 13	0.45	0.47	1.14	2.23	3.50
Q4 13	0.45	0.62	1.36	2.44	3.69

英國10年期國債在基準、牛市和熊市下的預測



2013歐洲其他主權利差預測

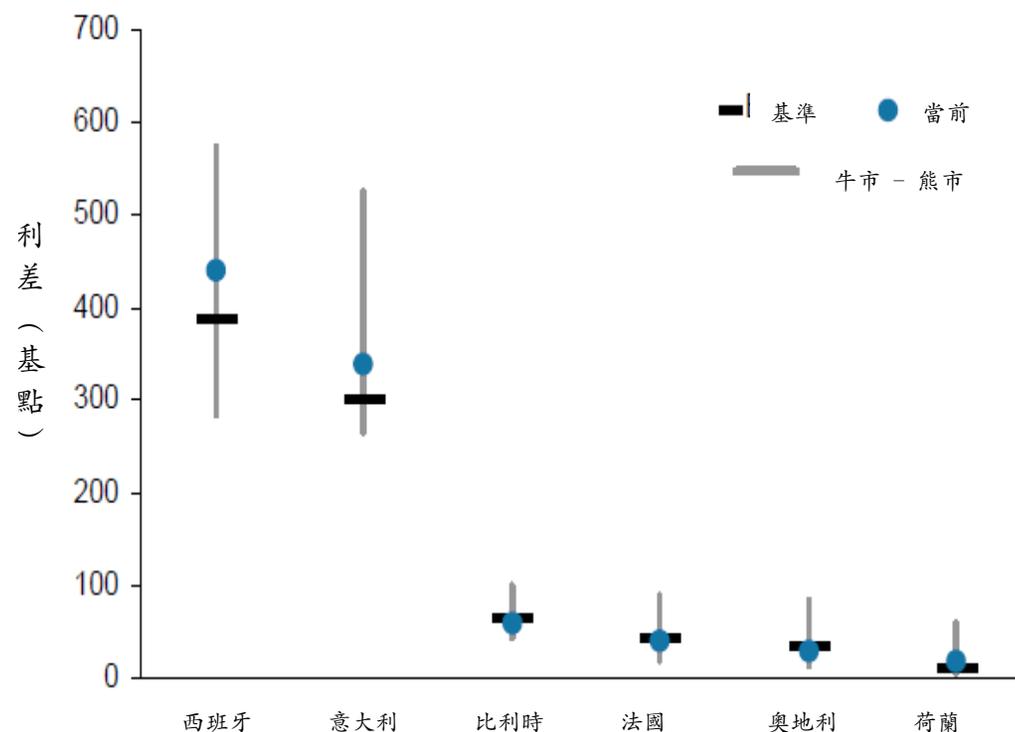
主權利差情況取決於直接貨幣交易是否啓動，摩根經濟學家認為這將會在2013年第一季度發生。我們的三個假設代表了直接貨幣交易的三種不同情況

- 牛市假設：直接貨幣交易啓動，西班牙和意大利兩年期國債降至2%左右，利差普遍收緊
- 基本假設：西班牙持續在市場融資
- 熊市假設：西班牙融資困難，直接貨幣交易執行並不積極有效，利差普遍升高至之前高位

2013年歐洲主權利差/收益率預測

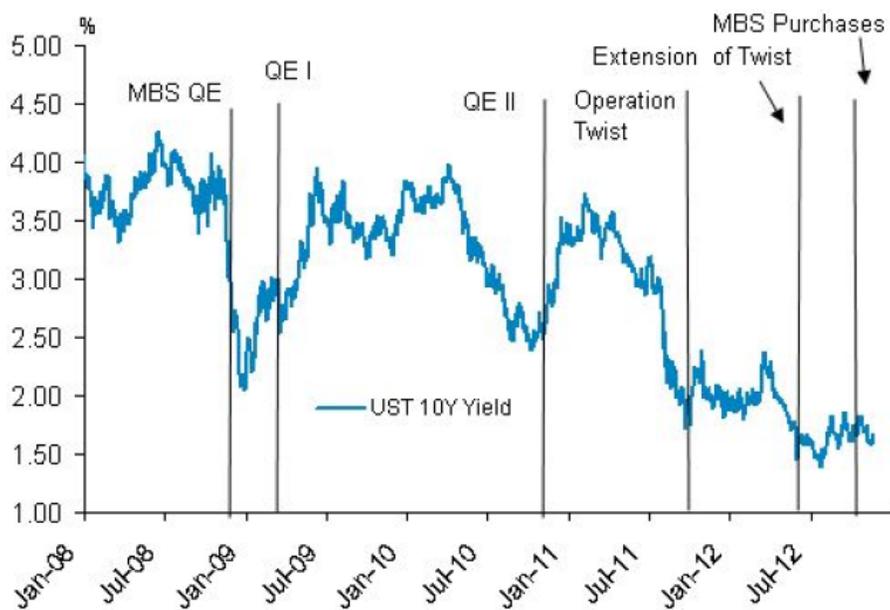
Spread	Spain	Italy	Belgium	France	Austria	Netherlands
YE 2013	5y	5y	5y	5y	5y	5y
Spot	440	340	60	40	30	20
Base	390	300	65	45	35	10
Bull	285	265	45	20	15	5
Bear	575	525	100	90	85	60
Change vs. Spot	Spain	Italy	Belgium	France	Austria	Netherlands
YE 2013	5y	5y	5y	5y	5y	5y
Base	-50	-40	5	5	5	-10
Bull	-155	-75	-15	-20	-15	-15
Bear	135	185	40	50	55	40
Yield %	Spain	Italy	Belgium	France	Austria	Netherlands
YE 2013	5y	5y	5y	5y	5y	5y
Spot	4.76	3.76	0.96	0.76	0.66	0.56
Base	4.52	3.62	1.27	1.07	0.97	0.72
Bull	3.15	2.95	0.75	0.5	0.45	0.35
Bear	6.37	5.87	1.62	1.52	1.47	1.22

當前5年利差與預測值－基礎、牛市、熊市

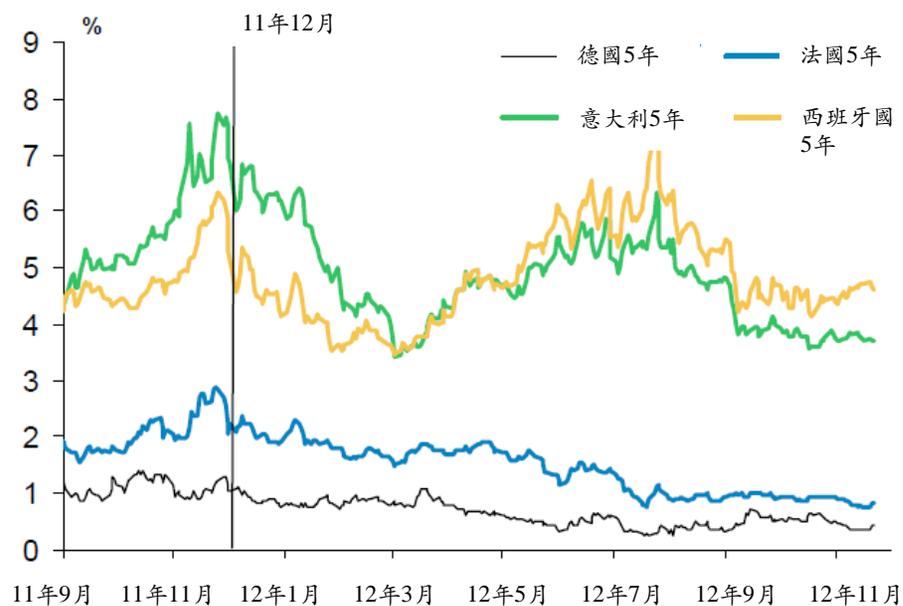


收益率時間變化情況

10年期美國國債在量化寬鬆政策時期收益率變化



2011年第四季度以來歐洲主權債務表現

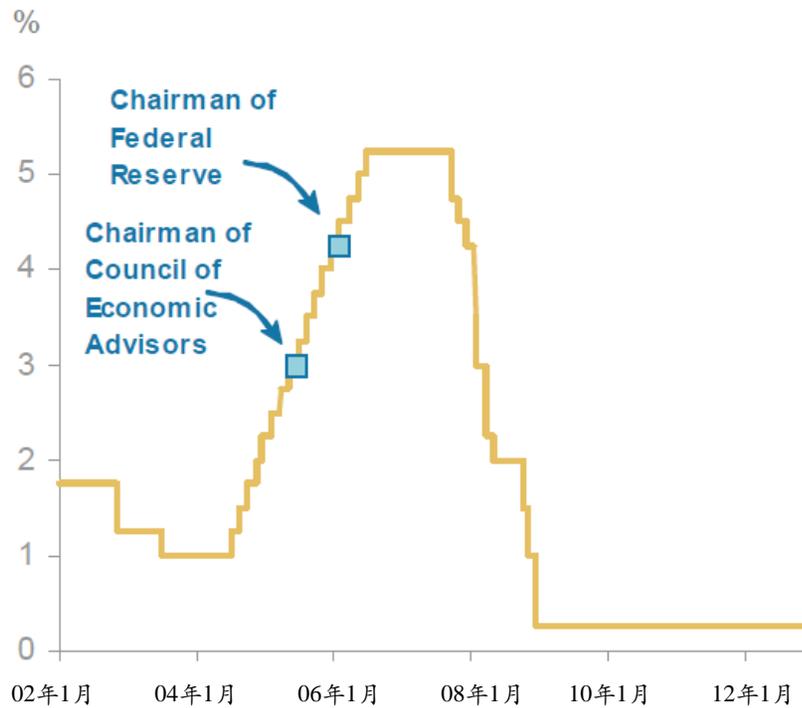


第3章

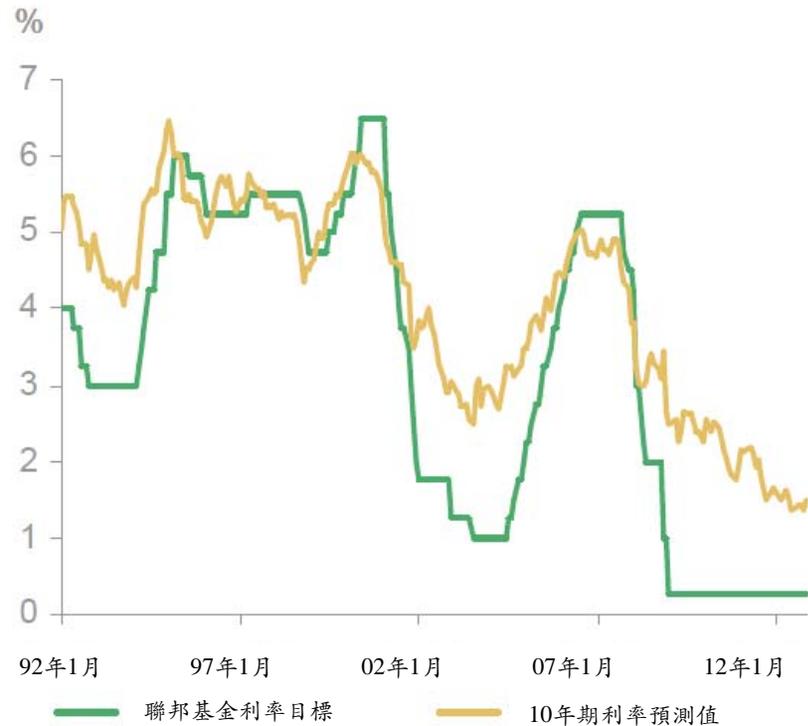
美國利率展望

誰將成爲2014年美聯儲主席

格林斯潘到伯南科－聯邦基金利率目標變化

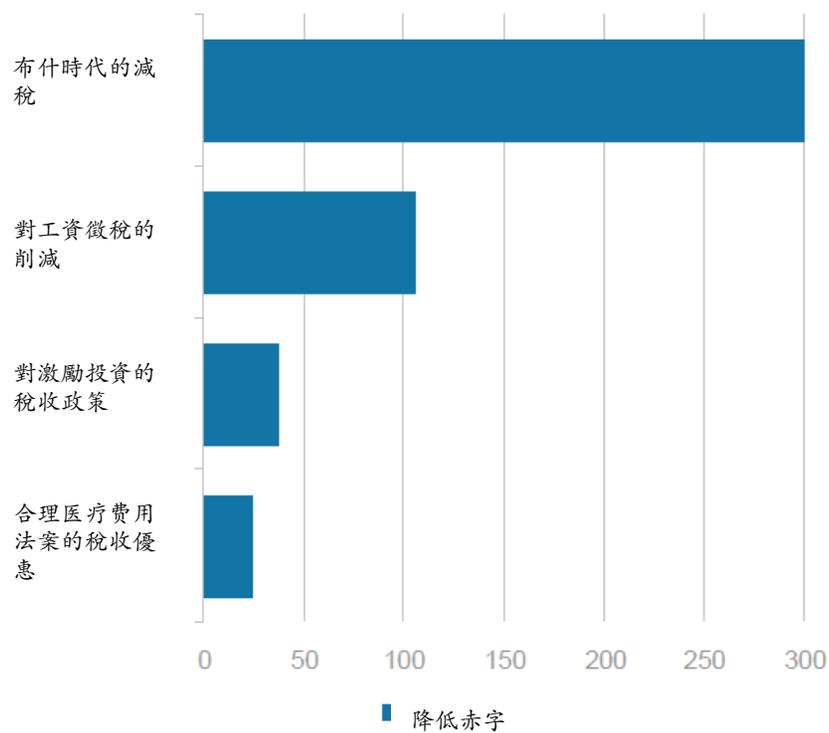


聯邦基金利率目標與10年期利率預測值

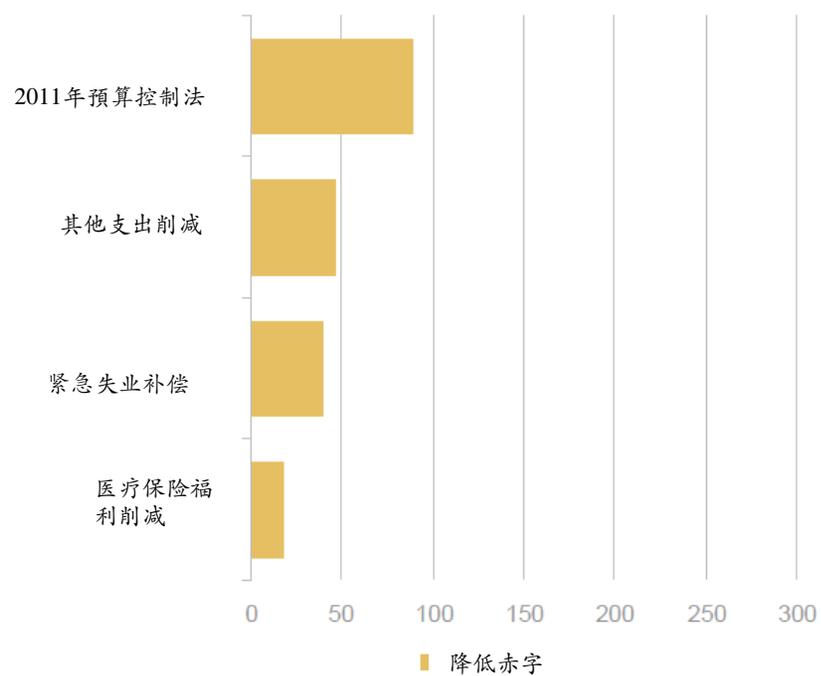


2013年財政懸崖的主要變量

收入相關的變量 (美元十億)

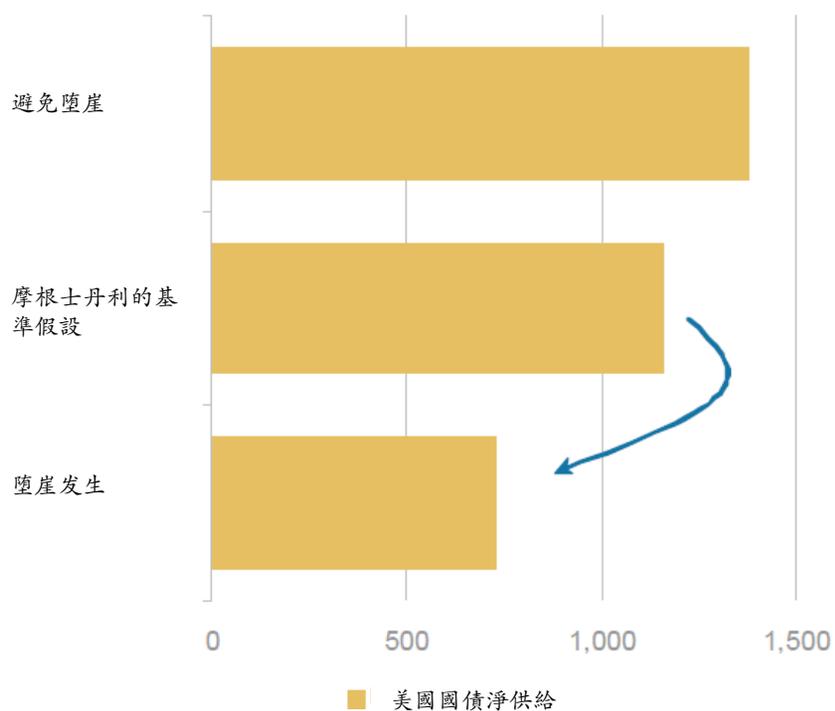


支出相關的變量 (美元十億)

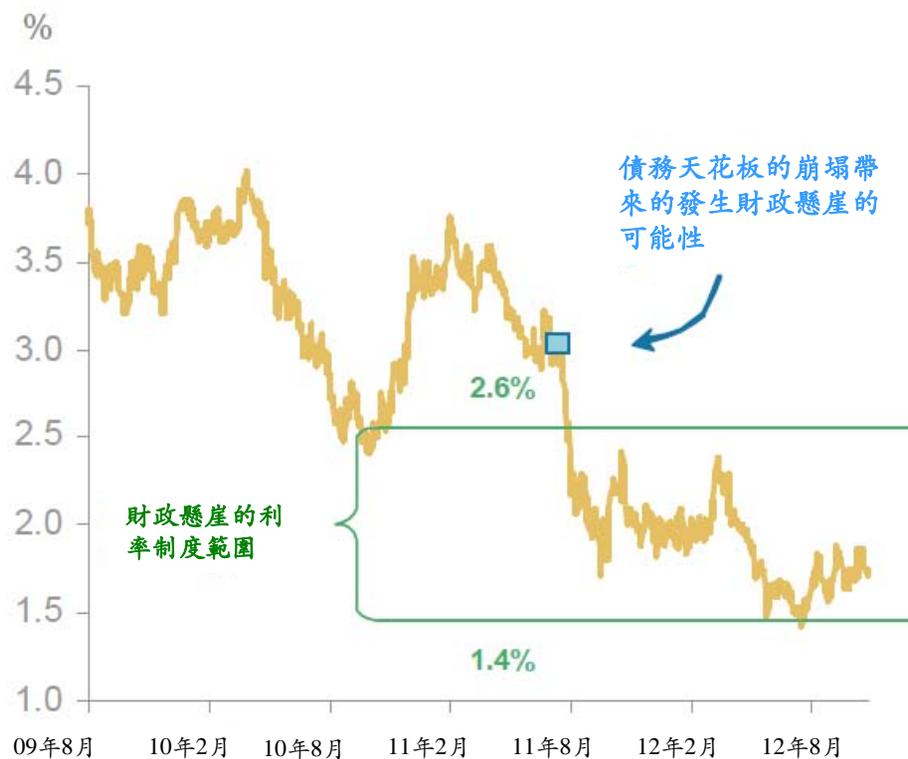


財政懸崖對淨國債供給的影響

2013年美國國債淨供給在三種情況下的比較 (美元十億)

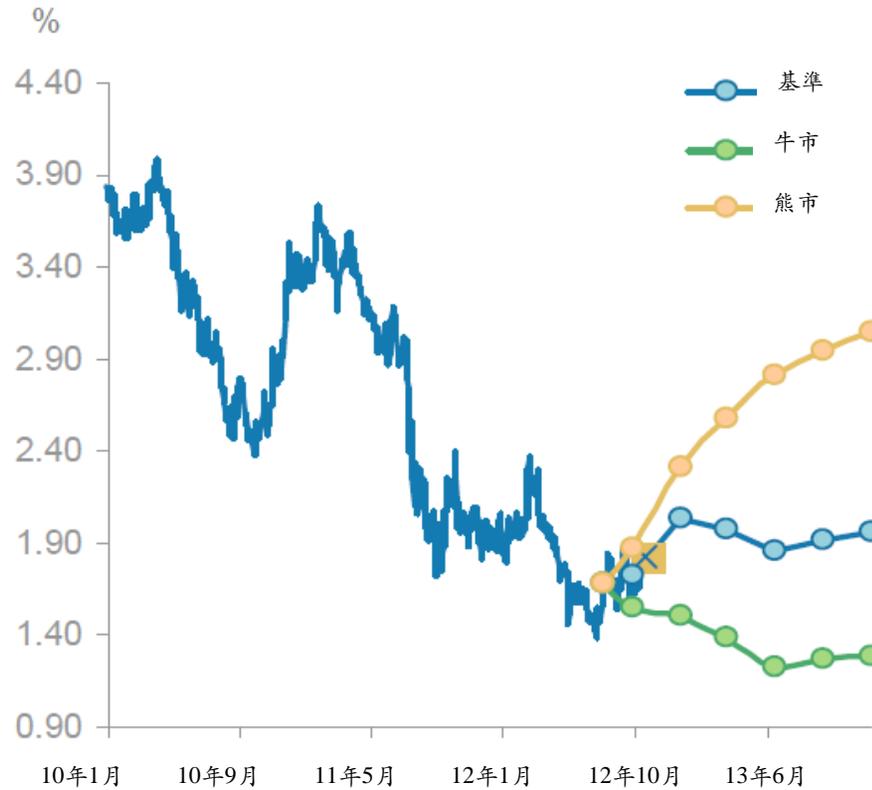


美國國債10年期收益率與財政懸崖利率制度

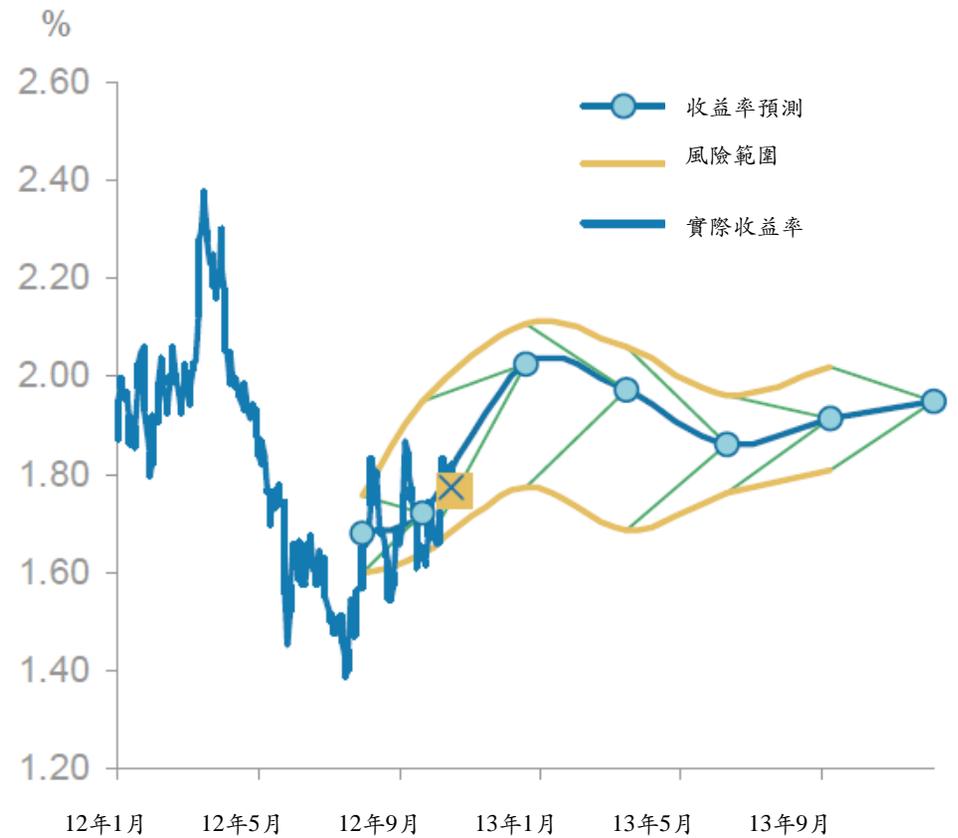


摩根士丹利美國國債利率展望

美國國債10年期收益率情況－基準、牛市、熊市



美國國債10年期收益率情況－摩根預測



美國利率最新情況

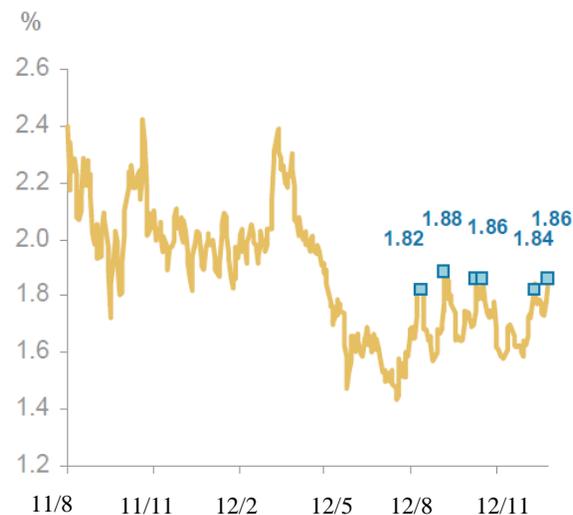
- 財政懸崖股為選取的一籃子股票，共同點是這些公司的盈利中都有一部分源自聯邦政府支出。財政懸崖股與標普500指數及10年期國債收益率的比較如下圖所示
- 自2011年7月的債務上限消除后，財政懸崖股票的收益趨勢領先10年期國債收益率水平約20天或大約1個月
- 目前的經濟狀況下，聯邦政府支出是整體信貸需求的重要驅動因素，並影響了整體的需求

我們認為過去一周中的兩個事件使投資者更可能讓10年期美國國債利率升至2.0%或更高

第一是財政懸崖的解決消除了關於聯邦政府財政預算的不確定性。然而關於政府支出和債務上限的仍未徹底解決

第二是12月美国联邦公开市场委员会上關於量化寬鬆政策持續時間的不確定性

10年期美國國債收益率表現



美國10年期國債固定年期歷史收益率與財政懸崖股票²表現



註

1. 資料來源 摩根士丹利研究報告
2. 財政懸崖股為選取的一籃子股票，共同點是這些公司的盈利中都有一部分源自聯邦政府支出

第4章

日本利率展望

2013日本國債利率預測

基礎假設：我們預測日本自民黨贏得選舉后將推出結構性改革方案以振興經濟。儘管我們並沒有過分樂觀，一些結構性改革仍可能促成更強的經濟增長與其，稍高的通脹預期，稍高的收益率與更平坦的收益曲線

- 牛市假設：如果新政府不能推行結構性改革方案，收益率曲線可能變陡
- 熊市假設：如果新政府推出了超出市場預期的激進改革方案，收益率曲線可能變得更加平坦

基準

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.10	0.10	0.19	0.73	1.93
Q1 13	0.10	0.10	0.30	0.95	2.00
Q2 13	0.10	0.10	0.30	1.00	2.05
Q3 13	0.10	0.15	0.35	1.10	2.10
Q4 13	0.10	0.15	0.40	1.20	2.15

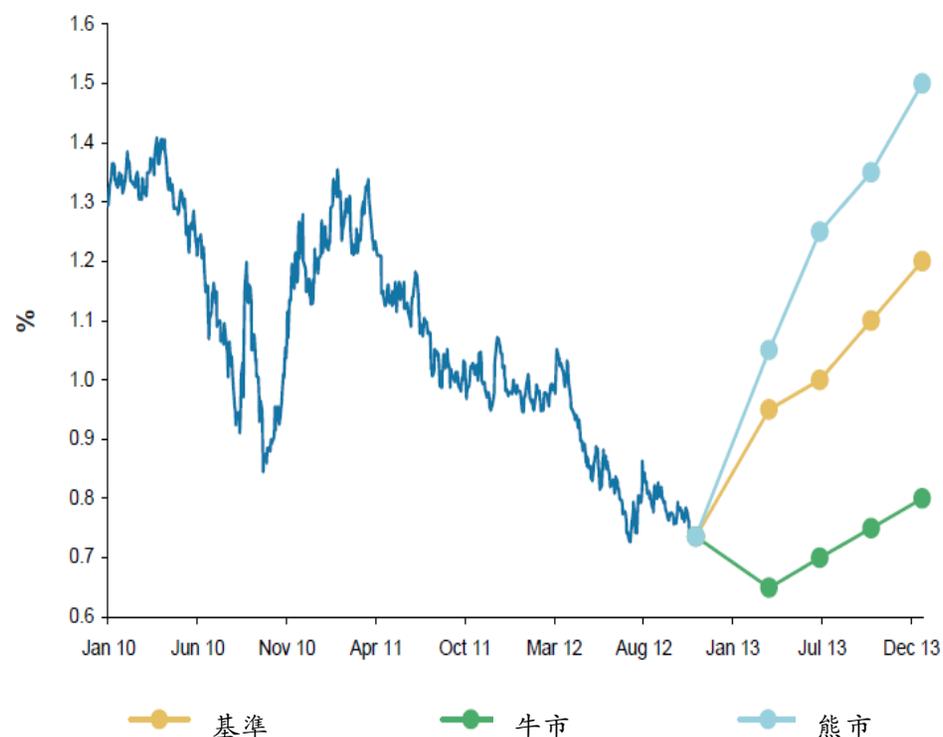
牛市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.10	0.10	0.19	0.73	1.93
Q1 13	0.00	0.05	0.15	0.65	1.90
Q2 13	0.00	0.05	0.15	0.70	1.90
Q3 13	0.00	0.05	0.15	0.75	1.93
Q4 13	0.00	0.05	0.20	0.80	1.95

熊市

	O/N	2y	5y	10y	30y
Spot	0.10	0.10	0.19	0.73	1.93
Q1 13	0.10	0.15	0.35	1.05	2.05
Q2 13	0.10	0.20	0.50	1.25	2.10
Q3 13	0.10	0.25	0.55	1.35	2.20
Q4 13	0.10	0.25	0.70	1.50	2.25

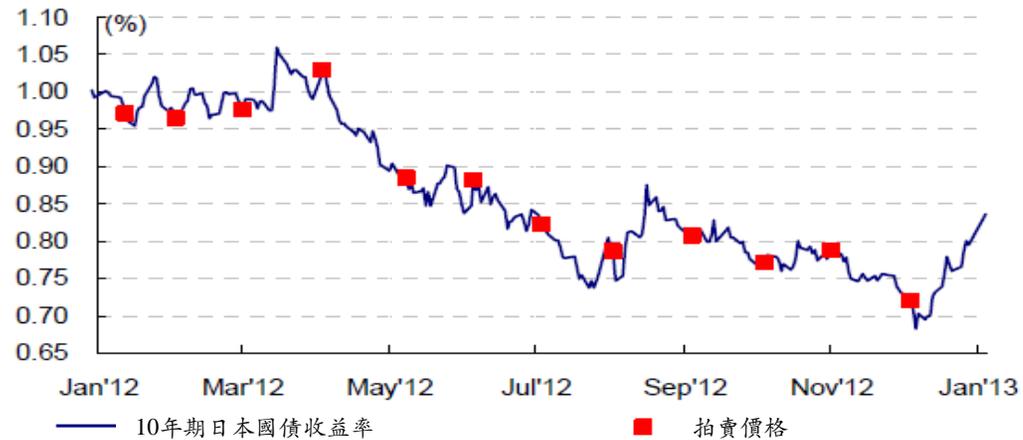
日本10年期國債在基準、牛市和熊市下的預測



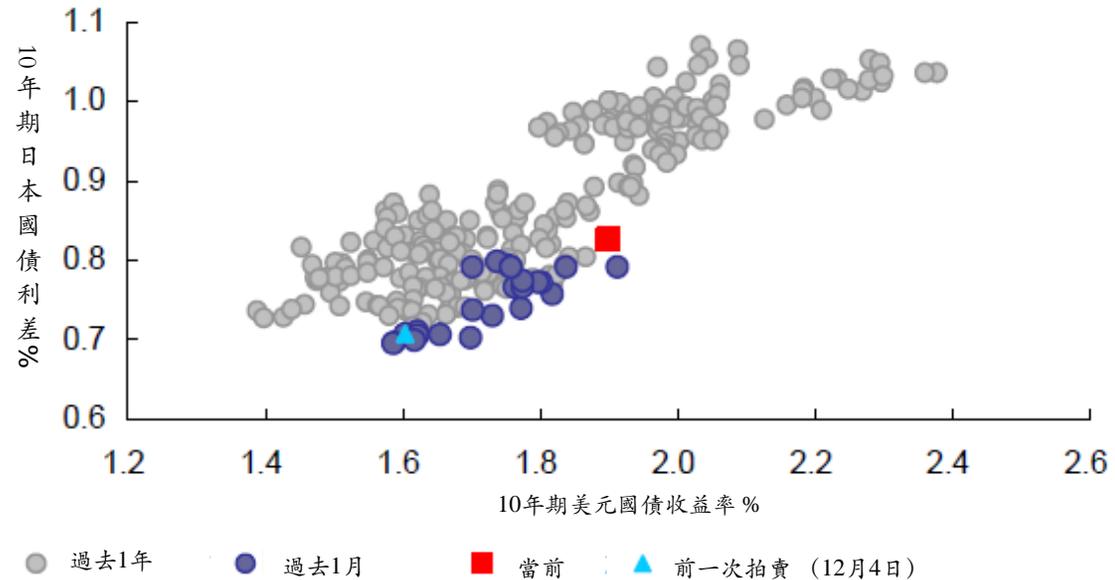
日本利率展望

- 10年期日本國債與美國國債收益率在過去數周中呈現緊密相關關係，我們認為利率在近期仍有可能上升

自2012年1月以來的10年期日本國債收益率



10年日本國債與美國國債收益率表現在過去數月高度相關



註

1. 資料來源 摩根士丹利研究報告

声明

我们编制本文件仅供资料用途。您不应明确地依仗于本文件或使用本文件以构成任何建议交易或其他之任何决定、合同、承担或行动的最终基础。您以及您的董事、高级人员、雇员、代理和关联公司必须对本文件以及对本文件相关提供的任何口述的信息严格保密，以及在未获得我们的事先书面同意之前，不得将之复制、分发或透露予其他任何人士、或于任何时候公开全部或部分地提及本文件和上述的口述信息。如果您并非本文件的预期收件人，请立即将所有文本删除及销毁。

我们编制本文件，以及本文件包含的分析是来自收件人、其董事、高级人员、雇员、代理、关联公司和/或其他来源的某些假设和我们获取的信息部分地为基础。我们采用上述假设和信息，并不暗示我们曾独立地核实或有必要地同意上述任何假设或信息，也不暗示我们就本文件而言已假设并倚仗于上述假设和信息的准确性和完整性。不论是我们还是我们的任何关联公司、或我们或他们各自的任何高级人员、雇员或代理也没有就有关本文件所载信息的准确性或完整性或有关本文件提供的任何口述信息、或本文件创造的任何数据作出任何明示或暗示的保证，以及并不接纳就任何上述信息负上任何责任、义务或法律责任（不论是直接或间接的、以合同、以侵权或其他方式）。我们和我们的关联公司以及我们和他们各自的高级人员、雇员和代理明示地否认可能以本文件及本文件包含的任何错误或因此引致的疏忽为基础的任何和所有法律责任。不论是我们，还是我们的任何关联公司、或我们或他们各自的高级人员、雇员或代理，没有作出任何陈述或明示或暗示的保证：按照本文件的条款或按照本文件刊载的方式，任何交易已经或可能被生效，或就有关未来预测、管理目标、预算、前景或回报（如有的话）是否达到或是否合理的前提下。在本文件内所载的任何看法或条款仅为初步的，并以截至本文件日期有效的财务状况、经济状况、市场状况以及其他状况为基础，因此在受到变更的前提下。我们并不就有关更新本文件内刊载的任何信息承担任何义务或责任。过去的表现并不保证或预计到未来的表现。

本文件和本文件内包含的信息并不构成要约出售或邀请要约购买任何证券、商品或工具或相关的衍生产品，也不构成要约或承担以贷款、组成银团、或安排一项融资、承销或购买或担任就任何交易的代理或顾问或其他任何职位、或承担资本、或参与任何交易策略，以及并不构成对收件人作出的法律意见、监管意见、会计意见或税务意见。我们建议收件人就本文件的内容寻求独立第三方的法律意见、监管意见、会计意见和税务意见。本文件并不构成以及不应被视为由我们或我们任何的关联公司提出的任何形式的财务以及或建议。本文件并非一份研究报告，以及并非由摩根士丹利或其任何关联公司的研究部编制的。

本文件是由摩根士丹利亚洲有限公司和/或其某些关联公司提供的。除非管辖法律以其他方式允许，否则，您必须就本文件或本文件内刊载的任何信息与您管辖区内获授权的摩根士丹利实体联系。

© 摩根士丹利和/或其某些关联公司保留所有有关权利。