



债市在向一个时代告别



【财新网】（专栏作家 张继强）市场涨跌总是有分歧，但没有分歧的是债市越来越“卷”。杨绛曾说：你的问题在于，读书太少，而想得太多！这句话可以借用到债市身上，钱很多，策略少，负债端成本制约回报要求，但策略工具、资产越来越单一，导致机构行为越来越一致，只能在有限的策略选择中博弈，“卷”成了必然。

也有人将中国债市的“卷”归因于利率低。有一定的道理，但海外债市的利率比中国更低，为何没有如此“卷”？原因可能在于，海外债市的深度、广度要好很多，投资者有更多的品种和策略选择，每个人安于自己的一亩三分地，赚自己该赚且能赚的钱，承担自己能承担且愿意承担的风险，井水很少犯河水。

“卷”的背后，其实是盈利模式的困境。从盈利模式看，我国债券市场的演进，主要经历了四个阶段：

2008 年之前，银行间市场投资者构成还比较单一，主要以银行和保险等配置盘为主，尤其是银行占比高达 70% 以上。当时银行配债的诉求往往是流动性管理，某种程度上从属于信贷业务。其投资特点体现在：不常加杠杆；风险偏好低，以利率债为主；投资决策落地后惯性较强。

因此，对于当时的债券投资而言，“跟住配置盘”是成功的第一要义，而配置盘的需求力量释放往往需要一个过程，谋利并不是最主要诉求，这就给其他灵活资金“以快打慢”的机会。

2008 年金融危机之后，房地产市场被激活，城投平台模式猛虎出笼。房地产行业回报率高，且抵押物充足，而城投天然具有地方政府的隐性担保，这带来的结果就是，两个融资主体都对利率不敏感，且实际风险较低（信用债刚兑时期，几乎可视为无风险）。因此，可以看到，2013 年以前高等级城投债 6%-10% 的收益率也屡见不鲜，债券投资进入“城投地产红利时期”。虽然 2011 年也曾经出现城投信用风波，但最后不过是“前人栽树，后人乘凉”。

与此同时，由于中国债券市场仍处于发展初期，监管部门倾向于保护承销机构的利益，以激励其积极做大债市规模，因此对一级市场给予一定的价格保护。这意味着，只要在一级市场上拿到券，几乎就稳赚不赔。甚至还催生了“一级半”等诸多盈利模式，承销商等中介机构的地位很高。

值得注意的是，在 2011、2013、2017 年几轮紧缩周期中，房地产和城投也一度遭遇融资监管，然而表内渠道受限带来的结果是绕道非标等渠道，变相抬升成本，反倒进一步增加了高收益资产的供给。高收益+低风险的城投和地产为债券市场提供了大量优质资产，从 2009 年之后为债市提供了十余年的红利期，回头来看，盈亏同源，但需要感谢这一时代。

2013 年债市风暴宣告投行驱动模式结束，2014 年货币政策逐步放松之后，债市加杠杆“躺赢模式”兴起。债券市场的杠杆分为场内、场外两种。场内杠杆也就是投资组合的杠杆，一般采用债券回购的方式，是债券投资中应用最广泛的一种策略，杠杆模式本质上赚取的是央行和人脉的钱。

2016 年以前，由于债券违约还未常态化，因此只要有充足的利差空间，信用债加杠杆就可以稳定套息。

例如，债券市场对于城投债始终存在着刚兑信仰，城投债套息加杠杆成为债券投资者较为普遍的策略。在这一阶段，信用债刚兑是根本，而负债能力是业绩比拼的关键，谁能借到便宜的钱，谁的收益就更高。

此阶段另一个重要的变化是以银行理财为代表的资管类机构异军突起。2013 年初，理财规模仅不到 8 万亿元，2016 年底快速膨胀到 30 万亿元，理财之所以得以快速增长，主要源于负债端和资产端都有得天独厚的优势。具体来看：

- 理财产品可以采用资金池运作，产品期限多为短期，但可以滚动发行，负债端稳定意味着理财可以购买期限较长的资产，从而获得期限错配带来的收益，俨然脱胎于表内信贷模式。

- 理财资产中，相当大一部分是中低评级信用债，相当于在期限错配之外，又获取了信用风险溢价，加上杠杆操作，放大了理财的盈利空间。

- 除了标准化债权资产之外，理财还能投资非标资产，从而能获得流动性溢价和独特的竞争优势。

- 理财有渠道优势，且资金池运作决定了可以刚兑，对居民等吸引力较强，因此规模得以不断扩张。

可以看出，尽管理财不是传统意义上的配置盘，但由于收益刚兑、资

金池运作等特征，理财扩张成为债市“现象级”力量，具有和银行一样的“越高越买”特征，扩大了债市需求。

2016 年底开始，一系列严监管措施密集出台，货币政策也开始收紧，带来一波长达一年半的惨烈熊市。2018 年开始，宏观经济先后经历中美摩擦和新冠疫情考验，利率中枢节节走低。与此同时，债券市场从品种到业务模式都出现了诸多变化。例如，品种方面出现了地方债、银行资本债等新型品种，产品方面公募专户、定制化债基、货币基金和摊余成本等接连登场。但投资者的普遍感受却是债券越来越难做，也是从 2016 年开始，市场真正出现了“资产荒”的概念，近两年感受尤其明显。传统投资越来越难，越来越卷，倒逼投资者不断向其他市场布局，“固收+”大行其道，债市进入“固收+”或混合资产时代。

那么，为何传统的债券投资越来越难做，近两年机构“卷”的根源在哪里？我们认为背后至少有三大原因：

第一，工具方面，金融严监管之下，传统“几板斧”被抑制，最突出的就是杠杆交易被监管限制。2017 年，以银监会“三三四十”检查为代表的一系列举措是监管政策落地的第一波高峰。随后，一行三会发布 302 号文《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》及其配套文件，首次从机构全口径规范杠杆上限——银行自营债券回购资金余额不得超过净资产的 80%，保险公司不得超过总资产的 20%，其他金融机构不得超过净资产的 120%。公募产品的债券回购资金余额不得超过净资产的 40%，其

中，封闭运作基金不得超过净资产的 100%；私募产品不得超过净资产的 100%。另外，将正逆回购及代持全部纳入杠杆监控，表外代持面临压缩，对低资质信用债需求影响尤其大。传统的“信用下沉（选择投资信用风险较高的债券以获得更高的收益）+杠杆”操作不再躺赚。

除了杠杆之外，信用下沉在违约风险常态化、监管加强之下难以操作，利率波动减弱+机构同质化使得久期策略博弈特征加强。

第二，资产方面，城投、地产等红利时代式微，国企去杠杆，民企只退不进，可配优质资产供给不足。首先，违约常态化之后，传统信用债投资的风险和收益具有不对称性，部分主体出现了无序违约，机构也纷纷收紧债券入库条件；其次，民企发行人只退不进，城投、地产债券融资收到更严格的管控，国企、央企面临三年去杠杆等压力，消费金融 ABS 也度过了高峰期，甚至不少企业重回信贷融资方式，导致优质资产供给不足。

第三，利率中枢系统性下行，且进入低波动时代。2002 年-2018 年，中国债券市场呈现出较为明显的周期性变化规律，基本上遵循“一年牛、一年平、一年熊”的经验规律。之所以呈现出这种变化，主要原因在于中

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30736

