



利率走势何时反转



2020年11月19日,10年期国债收益率触顶后趋势性下行持续至今。市场一致预期的铁底 2.8%也在 2021 年年末的倒数第三个交易日被击穿,虽然 2022 年初有所反弹回到 2.8% (含) 以上,但短暂的 6 个交易日后 10 年期国债收益率重回到 2.8%以下,尤其在 2022 年 1 月 17 日央行宣布一年期 MLF 降息 10BP 后,下行不止,2022 年 1 月 24 日击穿 2.7%跌至 2.68%的新低。

10 年期国债收益率是中国国债收益率曲线中最受市场关注的利率,这个期限附近市场价格点丰富,日均成交近 500 笔、成交量超过 200 亿,它的走势已成为中国利率体系走势的重要风向标。

2022 年,10 年期国债收益率全年还会继续趋势性下行吗? 如果不会,反转拐点可能在什么时候? 判断依据是什么?

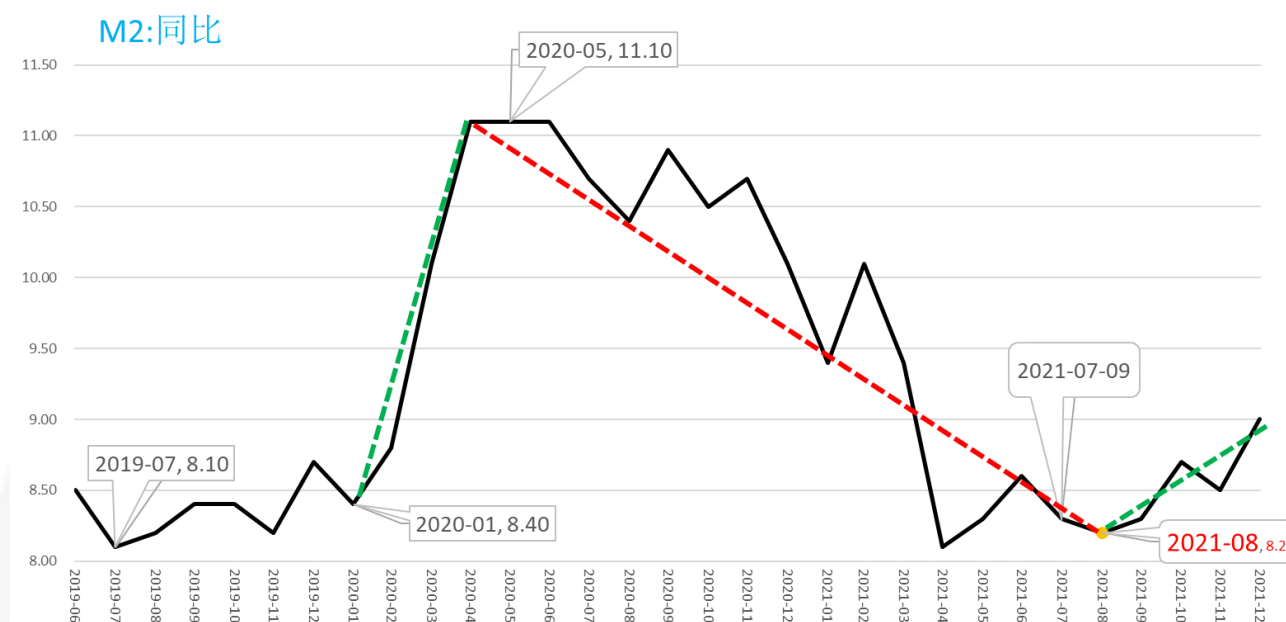
(一) 疫情发生以来,流动性走势呈 N 形

疫情发生后,保持社交距离等约束让经济受到供给与需求双重冲击,原本已从 2019 年 7 月触底反弹的 M2 增速在 2021 年 1 月再度下探。在采取一系列“六稳六保”措施后,M2 增速在 2020 年 4 月末快速提升至 11.1%。

自 2020 年 5 月起,伴随经济逐步恢复,中国开始实施货币政策正常化,也就是收紧流动性,直至 2021 年 7 月份。在此过程中,部分经济学家提出没有理由收紧货币,2021 年 1 月 15 日央行在新闻发布会上也表示

2021 年稳健货币政策会更加合理适度，会坚持稳字当头，不急转弯。然而，在 2021 年 7 月 9 日，央行宣布于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。市场哗然，不能理解货币政策风向为什么突然发生了大转变。在这次宣布降准之前，市场上讨论的都还是“不要急于转弯”，也就是不要急于收紧货币，突然一下子懵了，“弯”竟然是早已经转过来了，新的货币宽松通道已打开：2021 年 12 月 15 日央行再次实施降准，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；2022 年 1 月 17 日一年期 MLF 下降 10bp 至 2.85%；2021 年 12 月 20 日 1 年期贷款市场报价利率（LPR）下调了 5BP 至 3.8%，5 年期 LPR 报价稳定在 4.65%。可以看到，自 2021 年 8 月起，M2 增速出现了趋势性回升。

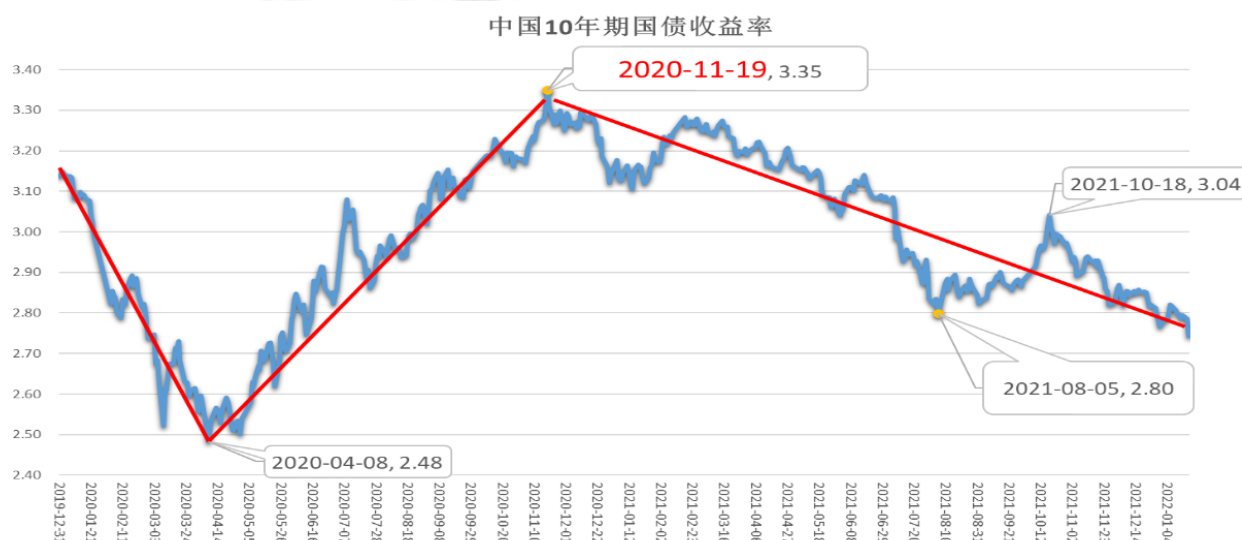
因此，从疫情发生至今，流动性的走势呈现了 N 形态。



(二) 疫情发生以来，10 年期国债收益率走势呈倒 N 形

疫情发生后，10 年期国债收益率先是急剧下降，然后在当年 4 月份开始回升，2020 年 11 月 19 日到达峰值，之后反转下行。虽然在 2021 年 8 月 5 日至 2021 年 10 月 18 日有所回升，让市场一度认为 10 年期收益率中枢已抬升至 3% 以上，但终究没有抵挡下行趋势。疫情发生后，10 年期国债收益率呈现倒 N 形态。

至于 2021 年 7 月 15 日超预期降准后，2021 年 8 月 5 日至 10 月 18 日利率为何向上逆行，在后续第 4 部分将详细阐述。



传统上，国债收益率走势的研判依据主要是市场流动性以及经济基本面，尤其是前者，市场参与者对利率走势几乎全看市场流动性的松紧，普遍着眼于流动性视角。

市场流动性✓

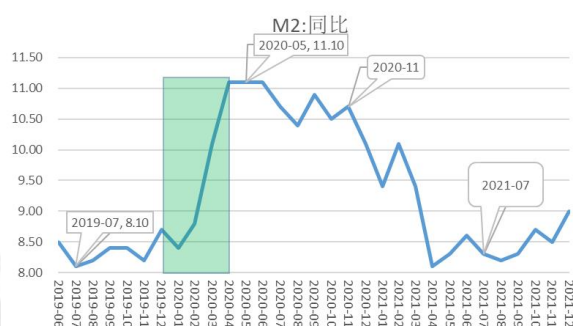
中短期利率水平

经济基本面

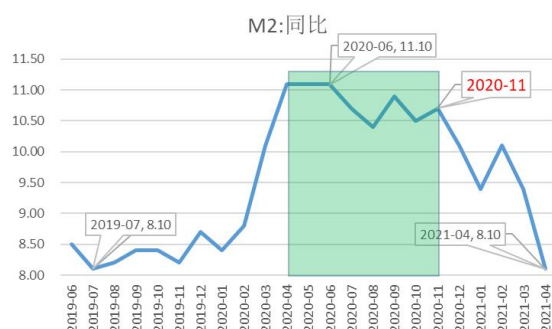
理论上，流动性与利率变动方向相反：流动性宽裕，利率下降；流动性收紧，利率上升。

流动性	利率变动
宽裕	下降
紧张	上升

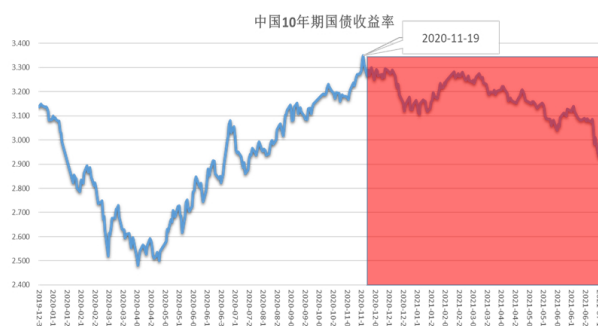
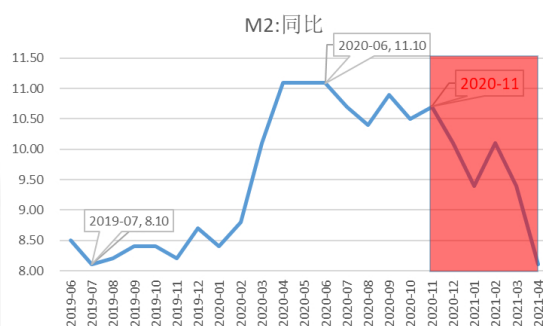
现实中，也确实可以发现这样的案例。比如，2020 年 1 月至 4 月，流动性宽裕，10 年期国债收益率下行。



同样的还有，自2020年5月中国开始货币政策正常化以来，伴随流动性的收紧，至2020年11月19日10年期国债收益率持续上升。



但是，我们也发现与流动性-利率理论关系相悖的事实。随着流动性的收紧，10年期国债收益率并未如理论所预示那样的上升，而是出现了趋势性下行。



疫情发生以来，流动性与利率走势背离传统理论仅仅是偶然吗？

答案是否定的！

比较中国国债收益率与流动性指标 M2 增速关系可以发现，二者变动方向之间并非单一的反向相关关系，而是存在多种可能的关系。



略举几个例子来说明（见表 1）：

第一种：符合前述流动性逻辑的反向关系，比较典型的像是图中的 B、C、E 阶段。在 B 阶段，流动性扩张，M2 增速上行，国债收益率下行；在 C 和 E 阶段，流动性收紧，M2 增速下行，国债收益率上行。

第二种：同向关系，如图中的 A、D 和 G 阶段。在 A 阶段，流动性扩

张，M2 增速上行，但国债收益率却没有像前述流动性逻辑判断的那样向下变动，而是向上攀升；在 D 和 G 阶段，流动性趋紧，M2 增速下行，国债收益率同样与流动性逻辑判断相悖，并未呈现向上趋势，而是与 M2 增速同向下行。

第三种：流动性稳定但国债收益率变化较大。比如，在 F 阶段，M2 增速仅微小幅度波动，但此期间国债收益率却显著下降。

表 1：10 年期国债收益率与流动性指标 M2 增速变动方向

阶段	起止时间	M2 增速变动	国债收益率变动	变动方向是否一致	流动性能否解释国债收益率变化
A	2002.5-2002.11	↗	↗	一致	否
B	2004.10-2006.2	↗	↘	不一致	能
C	2013.4-2013.11	↘	↗	不一致	能
D	2013.12-2015.4	↘	↘	一致	否
E	2016.9-2017.11	↘	↗	不一致	能
F	2017.12-2019.3	→	↘	不一致	否
G	2021.2-2021.10	↘	↘	一致	否

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_36630

