

2010 年债市给出了什么启示？

证券研究报告

2021 年 07 月 21 日

宏观经济专题

摘要

整体而言，无论是站在 2009 年初看 2010 年上半年，还是站在 2010 年年中看 2010 年下半年，最后宏观经济与债市的实际发展均与预期有不小的出入，这给我们留下了什么启示？

第一，基数影响下，走出危机的经济复苏过程往往存在高度不确定性，宏观预期难以保证有效性，相对而言，边走边看或是更有效的策略。

第二，跨周期设计下需要合理把握政策调整的灵活性及其对基本面和债市的影响。

政策和经济之间本身是作用力和反作用力的组合。经济基础决定了政策的选择，而政策的选择又会影响到下一阶段经济的表现，这一点在 2010 年四个季度的政策和经济组合中得到了充分体现。

我们在对市场作出判断时也要时刻注意政策端的态度。如果经济下半年确定持续走低，政策端大概率会继续有所回应。在多数情况下，基本面数据（包括经济、通胀相关数据）达到某个阈值仅仅是政策当局收紧政策的触发器。即使此前表明过相反态度，当局也可能进行快速调整。

简单而言，在复苏过程中，经济表现好则政策收，经济表现差则政策松。经济复苏的过程本就有复杂性，宏观意义上的拐点可能不明显。

以史为鉴，虽然今年与 2010 年还是有很多差别，但是当时的经验与教训在当下仍有意义。

风险提示：经济超预期下行，宏观政策超预期，海外经济复苏超预期，疫情发展超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：如何看待可能的 LPR 报价下调？-宏观利率周报（2021-07-18）》 2021-07-18
- 2 《固定收益：转债指数上行，估值安全边界内景气板块仍有机会-可转债市场周报（2021.7.18）》 2021-07-18
- 3 《固定收益：利率下行，信用债市场表现如何？-信用周报（2021-07-17）》 2021-07-18

内容目录

1. 2010 年上半年债市预期与复盘	3
1.1. 市场如何看待上半年?	3
1.2. 上半年市场看错了啥?	3
2. 2010 年下半年债市预期与复盘	6
2.1. 市场如何看待下半年?	6
2.2. 下半年市场看对了么?	6
3. 2010 年债市给出了什么启示?	9

图表目录

图 1: 10 年期国债与商务部食用农产品价格指数环比 (%)	3
图 2: 3M、1 年期票据利率, 准备金率与基准利率 (%)	3
图 3: 2010 年春节前后食品价格指数环比与 CPI 出现背离 (%)	4
图 4: 工业增加值当月同比 (%)	4
图 5: 出口金额当月同比 (%)	4
图 6: GDP 当季同比与支出法累计同比的拉动率分解 (%)	5
图 7: GDP 当季同比与支出法累计同比的贡献率分解 (%)	5
图 8: 10 年期国债收益率与 7 天回购利率 (%)	5
图 9: 外汇占款 (亿元)	5
图 10: 2009.11-2011.3 10 年期国债收益率 (%)	7
图 11: 工业增加值同比增速的季节性 (%)	7
图 12: 公共财政支出当月同比 (%)	7
图 13: CPI、PPI (%)	8
图 14: 10 年期国债收益率与基准利率 (%)	8
图 15: 10 年期国债收益率与 PMI (%)	8
图 16: 10 年期国债收益率与 PPI (%)	8
表 1: 上半年度市场与现实的预期偏差	6
表 2: 下半年度市场与现实的预期偏差	9

2010 年走出了不同于市场预期的宏观图景，为什么？有哪些值得关注的思考点？通过对 2010 年的宏观图景进行复盘，希望能够对今年的市场有所借鉴。

1. 2010 年上半年债市预期与复盘

1.1. 市场如何看待上半年？

在 2009 年年末，市场对 2010 年的债市整体并不乐观。

宏观经济方面，市场主流观点认为，投资鉴于高基数与财政政策可能有所回落，但出口与消费预计将持续良好表现，整体而言，2010 年我国经济将录得 10% 左右的较高增长，且在节奏上可能呈现“前高后低”的走势。同时，存在温和通胀甚至较高水平通胀的可能。

货币政策方面，货币政策收紧、回归正常化是主流观点，市场普遍预期央行年内可能要进行 2-3 次加息，以此来抗衡通胀。且有观点认为，央行可能会从一季度开始收紧政策。

利率展望方面，除了个别券商以外，面对宏观经济可能的“前高后低”走势与货币政策的紧缩预期，市场对于上半年债市的评价较为消极，普遍认为 2010 年上半年长债收益率仍然蕴含较大的上行风险，债市的获利空间较小。

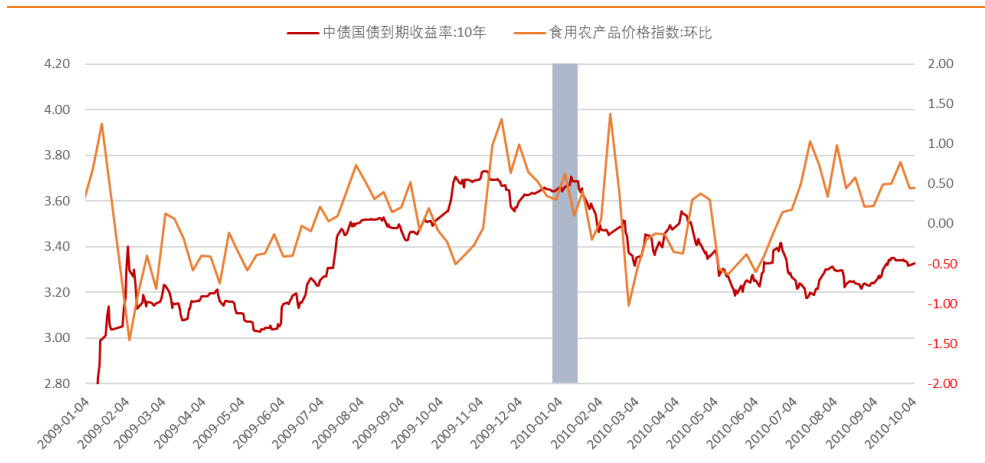
1.2. 上半年市场看错了啥？

市场是以一种弱势心态进入 2010 年。1 月中上旬，市场就已经经历了多重考验。

首先，商务部定期发布的食用农产品价格指数在 1 月初表现出了超预期上行的态势，加重了市场对通胀问题的担忧情绪。

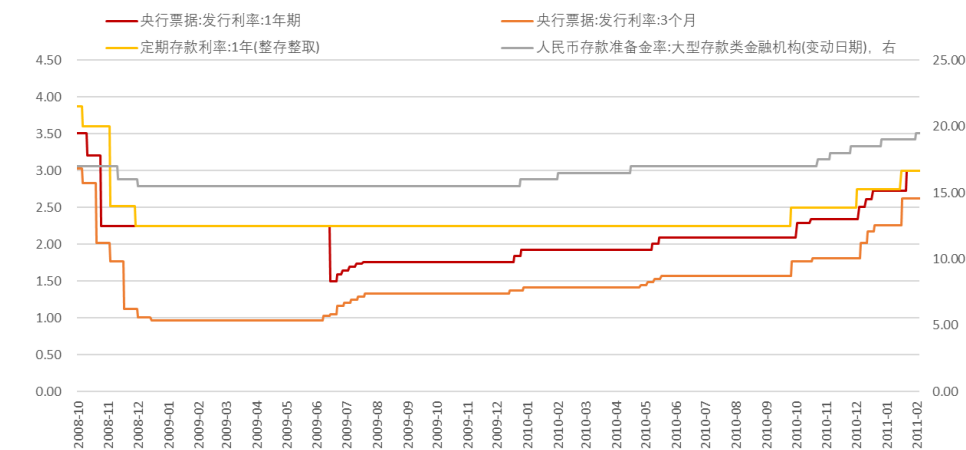
其次，央行在年初开始实质性收紧货币政策。3M、1 年期票据的发行利率在 1 月 7 日、1 月 12 日相继上涨，引发了市场对于政策面趋紧的担忧。在随后的 1 月 18 日，央行宣布上调法定存款准备金率 0.5 个百分点。这是自 2008 年下半年以来存款准备金率的首度上调。

图 1：10 年期国债与商务部食用农产品价格指数环比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：3M、1 年期票据利率，准备金率与基准利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

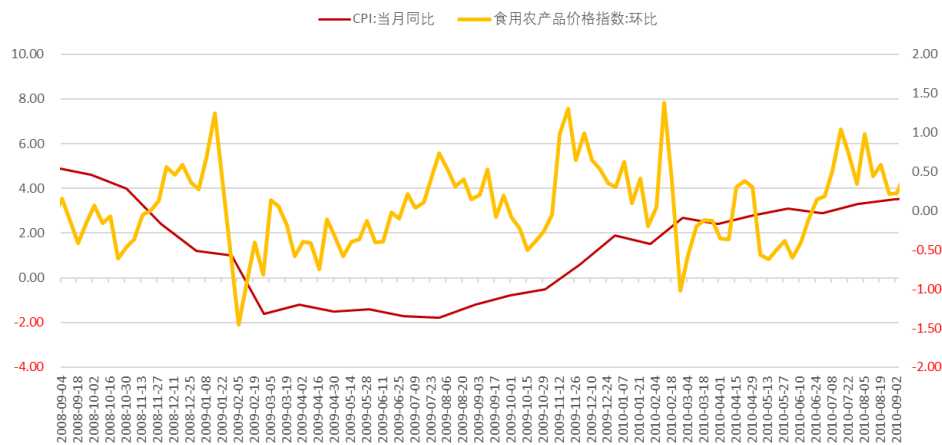
但1月末以后，央行没有进一步收紧货币政策，市场开始发生一些微妙变化。

首先是1月下旬商务部食品价格指数环比意外回落（1月29日环比录得-0.2%），这与春节前物价上涨的惯例不符，尽管事后证明，春节期间的CPI并未低于预期，但在当时，市场前期对于食品价格过度上涨的担忧还是有所消退。

在1月20日附近，市场确认了监管部门对于2010年信贷投放将实施严格管理，紧信贷提振债市信心。

所以在政策收紧的过程中，债券收益率从1月18日开始出现了明显回落。当然，这个过程中，通胀和基本面数据有所反复相应带来了市场的波动。

图3：2010年春节前后食品价格指数环比与CPI出现背离（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

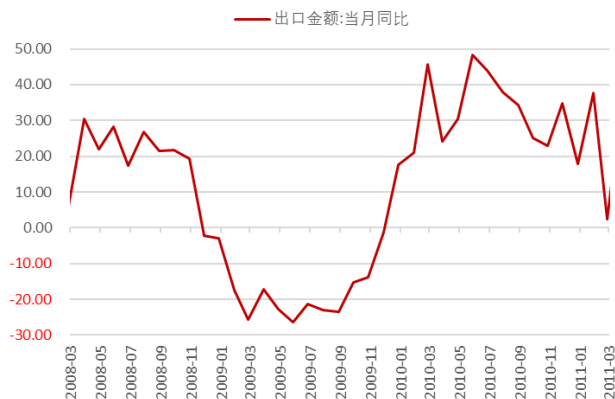
从4月下旬开始，宏观经济形势有所转变，国内逐步收紧房地产政策，紧接着欧债危机愈演愈烈，内外因素叠加，市场开始担心经济二次触底。所以至5月上旬，长债收益率已经回落至3.20%附近。

图4：工业增加值当月同比（%）

图5：出口金额当月同比（%）

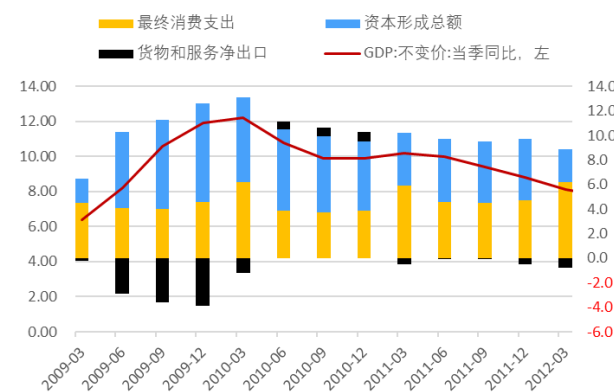


资料来源：WIND、天风证券研究所



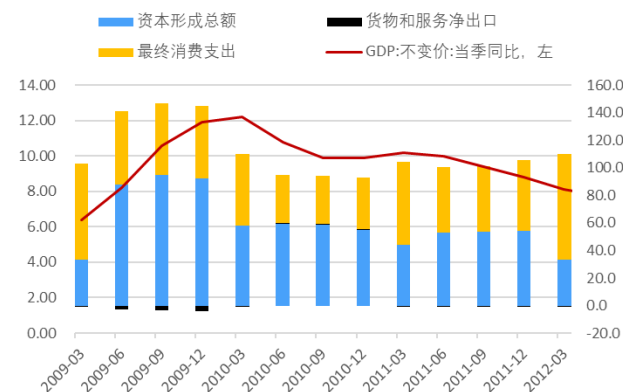
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：GDP 当季同比与支出法累计同比的拉动率分解（%）



资料来源：WIND、统计局、天风证券研究所

图 7：GDP 当季同比与支出法累计同比的贡献率分解（%）

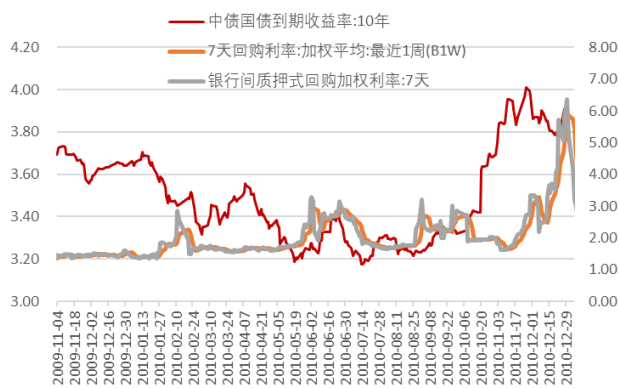


资料来源：WIND、统计局、天风证券研究所

然而，虽然当时宏观环境比较复杂，央行还是在5月9日年内第三度提高了准备金率，此后为应对热钱流入，央行还进行了一系列的对冲操作。结果就是，此前一直保持平稳的资金面快速趋于紧张。当然，当时资金面的紧张也有年中缴税的原因。至6月24日，长期收益率已经上行20BP左右至3.41%。

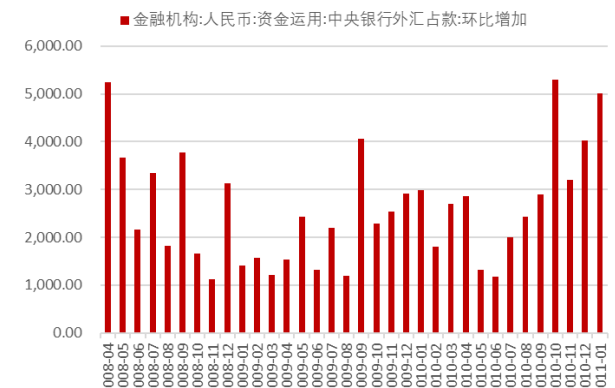
此后，随着年中税期影响结束和央行不断向市场投放资金，6月25日起长债收益率随着资金面重归宽松而回落。

图 8：10 年期国债收益率与 7 天回购利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 9：外汇占款（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

整体而言，对于2010年上半年，市场的失误在于高估了通胀压力而低估了经济二次探底的风险，可能政策端也有类似的考量。

表 1：上半年度市场与现实的预期偏差

	市场预期	上半年实际情况	是否相符
宏观经济展望	支持经济增长的力量（投资、消费和出口）将更加均衡，预计经济将逐渐复苏，但后两季度 GDP 可能出现回落。	GDP 高位趋缓，一季度有所回落，二季度重新回到上行区间，但距年初仍有所差距。	二季度不相符，宏观经济面临下行风险
投资	预计 2010 年仍保持上升趋势，但受政策调控影响对比上年会有一定程度的回落。	2010 年上半年出现下降趋势。	二季度不相符，原因是地产调控收紧
出口	预计我国的进、出口将有非常明显的上升趋势。	进出口数据出现较大幅度的波动。	二季度不相符，原因是欧债危机的爆发
消费	2010 年消费预计仍有增长，但出现超预期上升的可能性不大。	2010 上半年消费保持平稳增长。	基本相符
通胀	预计明年我国将呈现出温和通胀的局面，CPI 同比在二季度快速上升，全年的高点出现在年中或三季度，四季度有所回落。	上半年以来通胀相对温和，CPI 一季度波动幅度较大，二季度趋于平稳上升。	基本相符，略微高估了二季度通胀
货币政策	预计 2010 年政策有所收缩。	紧缩政策密集出台，超出市场预期，央行三次上调准备金率，伴有房地产调控政策的密集出台。	基本相符，但在二季度低估了当局决心
利率走势	2010 年上半年债券收益率蕴含的上行风险依然巨大，下半年债券市场收益率将有所下行。	虽然长债收益率出现阶段性波动，但总体而言呈现较为明显的下行趋势。	一、二季度均不相符

资料来源：WIND、天风证券研究所

2. 2010 年下半年债市预期与复盘

2.1. 市场如何看待下半年？

经过上半年的洗礼，市场修正了此前的预期，对下半年宏观经济与债市的展望普遍谨慎。

宏观经济方面，市场主流观点认为，宏观经济高位趋缓的可能性较高。同时通胀压力仍存，且普遍较上半年略微提高了通胀预测。

货币政策方面，经过超预期的紧缩后，市场普遍对宏观调控持有更为谨慎的预期，认为收紧的大方向不会改变，但节奏和力度可能更灵活。

利率展望方面，基于宏观经济高位趋缓与政策方向不变的预期，市场对债市展望更偏谨慎；虽然也有观点认为长债收益率可能重回上行渠道，但预期上行的幅度相对有限。

2.2. 下半年市场看对了么？

尽管市场以更为谨慎的心态进入下半年，但政策解读还是一度给了市场以乐观预期。

7 月中旬开始，市场开始预期前期紧缩的宏观政策将会有所松动。触发点是 7 月 16 日-22 日间中长期债券的集中供应，以及时任温家宝总理在 7 月 22 日中央政治局会议上的论调¹，“无论是解决长期存在的体制性、结构性问题，还是解决经济运行中突出的紧迫性问题，都要在保持经济平稳较快发展的前提下进行”。当时市场认为，在经济存在二次探底风险的情况下，当局可能再度推出刺激计划，使得前期走低的经济数据抬头。在上述预期下，长债收益率一度小幅上行，至 7 月底上行至 3.3% 附近。

但事实上，宏观调控并没有马上表现出松动迹象。下半年央行信贷政策持续收缩、银监会停止部分城市三套房贷款、工信部严令在两个月内清理高耗能企业等一系列政府出台，市场关于政策将会有所松动的预期逐步缓解²。债市再度受到追捧，8 月末长债收益率再度回落至 3.2% 附近。

¹ <http://news.10jqka.com.cn/20130731/c62929285.shtml>.

² http://www.gov.cn/zwqk/2010-04/17/content_1584927.htm

³ http://www.gov.cn/zwqk/2010-05/17/content_1607555.htm

图 10：2009.11-2011.3 10 年期国债收益率 (%)

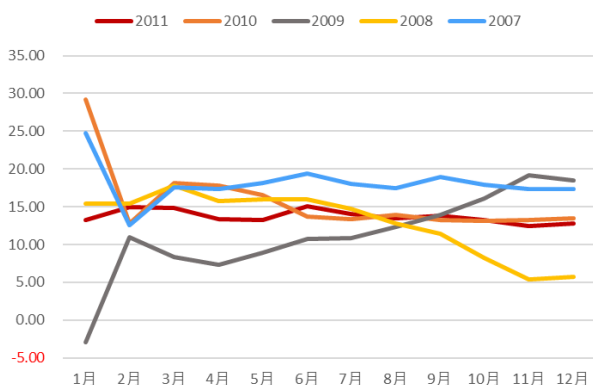


资料来源：WIND、天风证券研究所

回头来看，可以说，2010 年下半年的宏观经济与债市开场还是基本符合市场预期的。而从年初至 8 月末，债市整体已经走出了接近 8 个月的小牛市。不过，很少有人准确预料到了 9 月起债市的逐步调整。

首先是 9 月初宏观经济指标的明显抬头，宏观经济逐步企稳。当时最关键的指标是工业增加值的增速，8 月工业增加值明显抬头。并且市场还注意到，8 月份的财政支出明显增大。在当时的市场看来，上述一系列迹象进一步说明政府已经在一定程度上出手支持经济增长了。至 9 月中旬，长债收益率上行至 3.3%。

图 11：工业增加值同比增速的季节性 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：公共财政支出当月同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

在宏观经济逐步企稳的情况下，市场重新将关注点转向通胀。原因一是因为 2010 年下半年

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_22308

