

2021 年 08 月 01 日

战略看多债市

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期债市走强、10 年利率接近 2.8%，后续如何演绎，以史为鉴的分析可供参考。

● 当前债市收益率处历史低位，但离前期低点尚有距离

近期，债市显著走强，10 年国债收益率大幅下行、接连突破 3% 和 2.9%，中短久期、高评级信用债表现更为强势。2 月下旬以来，债市震荡走强，10 年国债收益率从 3.27% 逐步下行至 3.10% 以内；7 月 7 日国常会提及降准后，债券收益率加速下行，10 年国债收益率较 6 月底下行 24BP 至 2.84%，创近一年来新低；信用债收益率下行幅度更大，3 年和 5 年 AAA 中票收益率分别下降 33BP 和 32BP。经历一波走强后，当前收益率水平、信用利差等均处于历史低位，但离前期低点尚有一定距离。截至 7 月底，10 年国债收益率处于历史 6% 分位数，5 年以内国债收益率相对较高、处于历史 25%-30% 分位数；信用债收益率和信用利差相对更低，3 年 AAA 中票收益率和信用利差分别 3.09% 和 56BP、处于历史 7% 和 2% 分位数；10 年国债与 3 年 AAA 中票收益率水平，距前期低点分别有 36BP 和 76BP。

● 以史为鉴，收益率突破 3% 后的延续取决于流动性维持宽松的时间

回溯历史，过去出现过四轮债牛长端收益率下行突破 3%，多由基本面走弱和流动性宽松等驱动。此前四轮债牛分别始于 2005 年初、2008 年 8 月、2014 年初和 2018 年初，前两轮牛市时长相对较短，后两轮均持续超过两年。第一轮债牛受通胀影响较大，后三轮债牛均出现在经济基本面明显恶化阶段；四轮债牛期间，货币流动性均持续宽松，货币宽松加码进一步带动 10 年国债收益率下行突破 3%。收益率突破 3% 后，债券走势不一，强势延续取决于货币流动性维持宽松时长，机构行为强化债市表现。前两轮债牛，10 年国债收益率下行 3% 以后不久，均开始拐头上行，前者与流动性转向收紧有关、以央票发行利率上行为信号，后者缘于经济见底回升预期驱动。最近两轮债牛，10 年国债收益率下行分别达到 2.64% 和 2.48%，受益于货币流动性的持续宽松，机构杠杆行为进一步强化收益率下行。

● 鉴往知今，债牛延续，但需留意利率过快下行后的扰动

经济下行趋势已经非常明确，在地产和出口两大动能走弱下，经济加速回落的风险上升。PMI、社融等领先指标，在 2020 年底见顶后趋势性回落；前期修复较快的投资、出口等需求指标，也已先后见顶回落。调控加强下，销售回款开始加速回落，进一步加大房企资金压力，进而拖累地产投资；而主要生产型经济体生产能力的修复，或导致中国出口“份额”的下降，使得出口链对经济支撑作用下降。经济、债务压力加速显性化下，货币流动性环境维持中性略偏松，继续对债市形成支持。经济下行等周期性风险的显现，决定了货币流动性较难出现明显收紧；政策重心回归“防风险”、“调结构”，也需要适宜的货币流动性环境相配合，债务化解过程中的信用风险暴露，甚至可能引发流动性边际宽松。继续强调，战略看多债市，战术上需要留意利率过快下行后，机构行为变化等带来的短期扰动。

● 风险提示：经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-美国酝酿新一轮财政刺激》-2021.7.31

《宏观经济点评-7 月政治局会议解析：方向不改，强调提效》-2021.7.30

《宏观经济点评-工业企业利润增速延续下滑，结构分化凸显》-2021.7.27

目 录

1、当前债市收益率水平处于低位，但较前期低点尚有距离	3
2、以史为鉴，收益率突破 3% 后的延续取决于流动性宽松时长	5
3、鉴往知今，债牛延续，但需留意利率过快下行后的扰动	8
4、流动性与政策跟踪	11
5、风险提示	13

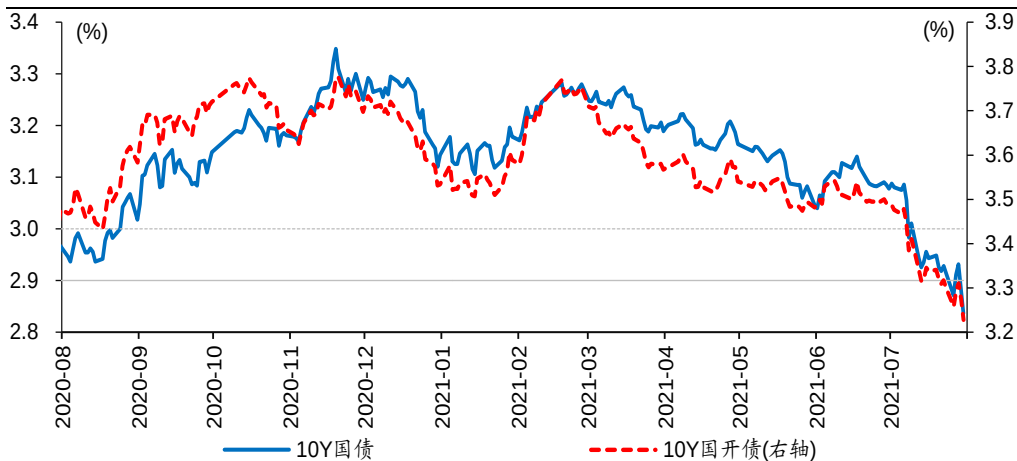
图表目录

图 1：近期，国债收益率连续突破 3%、2.9%	3
图 2：债市收益率下行先慢后快、尤其是中短期信用债	3
图 3：高评级信用债利差快速收窄、处于历史较低水平	3
图 4：此前，2002 年以来债券市场出现过四轮牛市，10Y 国债收益率均下行突破 3%	5
图 5：2008 年前，债市表现与 CPI 走势密切相关	5
图 6：2008 年以后，债牛阶段均对应较低的经济增速	5
图 7：2012 年前，央票也是影响债市的重要因素	6
图 8：债牛阶段，均有较为宽松的货币环境配合	6
图 9：2016 年前三季度，PMI 持续回升、收益率下行	6
图 10：2016 年前三季度，流动性持续宽松	6
图 11：第三、四轮债牛期间，流动性维持相对宽松	7
图 12：“滚隔夜”加杠杆，强化债市收益率的下行趋势	7
图 13：PMI 指数已见顶回落	8
图 14：地产投资与销售增速进入下行通道	8
图 15：美国、欧盟从中国进口占比下降	8
图 16：中国出口增速或逐季回落	8
图 17：地方债务到期、再融资压力明显加大	9
图 18：信用债负债短期化突出，半年内债券占比近 3 成	9
图 19：地产相关贷款增速、制造业贷款需求指数均回落	9
图 20：贷款回落同时，银行对其他金融机构债权抬升	9
图 21：流动性平稳宽松下，收益率下行较为确定	10
图 22：隔夜质押回购杠杆处于高位	10
图 23：本周(7 月 26 日-7 月 30 日)资金净投放 1100 亿元	11
图 24：下周(8 月 2 日-8 月 6 日)有 900 亿元资金到期	11
图 25：本周(7 月 26 日-7 月 30 日)货币市场利率整体上涨	11
图 26：本周(7 月 26 日-7 月 30 日)SHIBOR 多数上涨	11
表 1：当前债市收益、及期限利差概览（7 月 30 日）	4
表 2：债牛阶段对应经济表现、政策操作，及市场走势	7
表 3：本周重点政策概览（7 月 26 日-8 月 1 日）	12

1、当前债市收益率水平处于低位，但较前期低点尚有距离

近期，债券收益率快速下行、接连突破 3% 和 2.9%，后续走势引发关注。2 月中旬以来，债市震荡走强，10 年国债收益率从 3.27% 逐步下行至 3.10% 以内；7 月 7 日国常会提及降准后，债券收益率加速下行，10 年国债收益率较 6 月底下行 24BP 至 2.84%，创近一年以来新低。债市收益率快速下行后，市场对后续走势分歧相对较大。

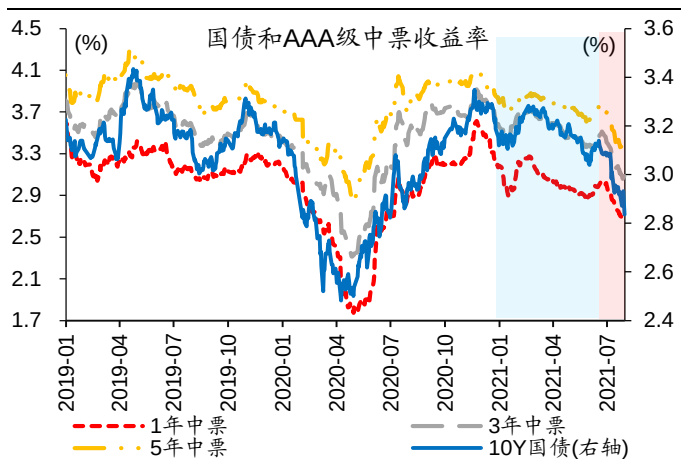
图1：近期，国债收益率连续突破 3%、2.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

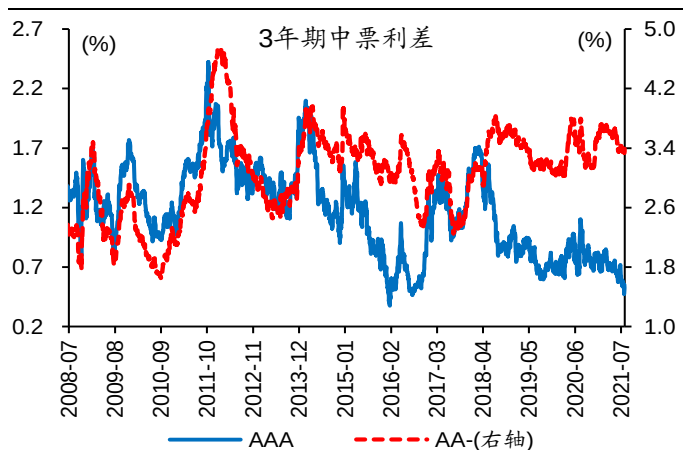
相较于利率债，信用债表现更为强势，尤其是中短久期、高评级的信用债。截至 7 月底，3 年和 5 年国债收益率分别较 6 月底下行 24BP 和 26BP，同期限 AAA 中票收益率下行幅度更大、分别为 33BP 和 32BP，推动相应信用利差进一步收窄 7BP 和 9BP 至 55BP 和 69BP、处于历史较低水平。

图2：债市收益率下行先慢后快、尤其是中短期信用债



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：高评级信用债利差快速收窄、处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

经历一波走强后，当前收益率水平、信用利差等均处于历史较低水平，但离前期低点尚有一定距离。截至7月底，1年国债收益率处于历史6%分位数，5年以内国债收益率相对较高、处于历史25%-30%分位数；信用债收益率和信用利差相对更低，3年AAA中票收益率和信用利差分别为3.09%和56BP、处于历史7%和2%分位数；10年国债与3年AAA中票收益率水平，距前期低点分别有36BP和76BP。

表1：当前债市收益、及期限利差概览（7月30日）

分类		期限/评级	当前水平	所处位置	1/4 分位数	中位数	3/4 分位数
收 益 率	国债	1Y	2.13	28%	2.1	2.6	3.0
		5Y	2.69	25%	2.7	3.1	3.6
		10Y	2.84	6%	3.1	3.4	3.8
	AAA 级 中票	1Y	2.69	5%	3.1	3.8	4.5
		3Y	3.09	7%	3.5	4.2	4.7
		5Y	3.37	7%	3.9	4.4	5.0
	3 年 中票	AAA	3.09	7%	3.5	4.2	4.7
		AA	3.68	8%	4.1	4.9	5.5
		AA-	5.93	24%	5.9	6.3	6.7
利 差	国债期 限利差	5Y-1Y	70.2	39%	57.3	81.4	132.2
		10Y-1Y	55.3	53%	35.2	52.9	73.2
	3 年期 中票信 用利差	AAA	55.8	2%	82.0	117.1	142.5
		AA	114.9	10%	139.1	170.6	209.8
		AA-	339.6	61%	304.7	327.1	352.6
	AAA 级 中票信 用利差	1 年	55.8	8%	70.2	104.4	137.8
		3 年	55.1	2%	81.9	113.1	143.3
		5 年	68.7	4%	94.1	121.0	152.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、以史为鉴，收益率突破3%后的延续取决于流动性宽松时长

回溯历史，过去出现过四轮债牛，长端收益率均下行突破3%。2002年以来，10年国债收益率下行突破3%的债牛主要有四轮，分别始于2005年初、2008年8月、2014年初和2018年初，前两轮持续时间相对较短，分别为15个月和5个月，后两轮持续时长分别长达35个月和30个月；历次债牛的收益率高点回落幅度分别为243BP、189BP、202BP和150BP。

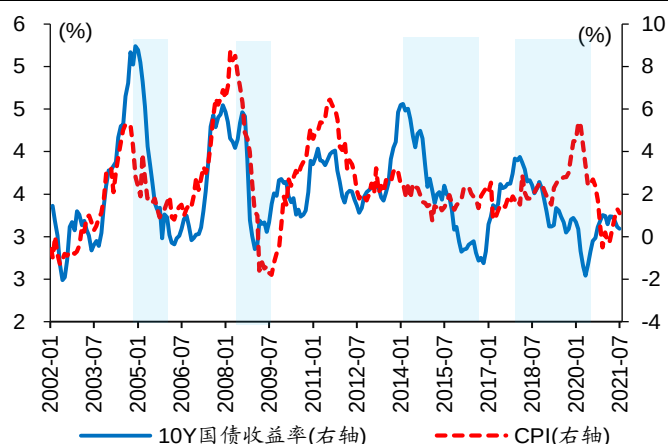
图4：此前，2002年以来债券市场出现过四轮牛市，10Y国债收益率均下行突破3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

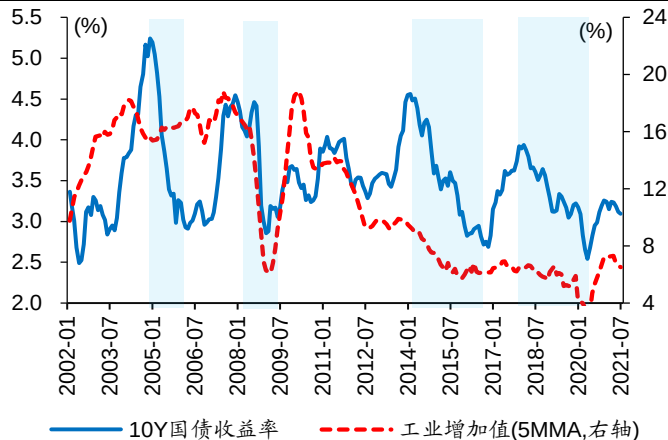
过去债牛，均由基本面走弱、流动性宽松驱动；收益率下行突破3%，直接缘于宽松加码。早期债券市场表现受通胀影响较大，较为典型的如2005年第一轮债牛，始于通胀的见顶回落；后三轮债牛均出现在经济基本面明显恶化阶段。同时，四轮牛市期间的流动性环境均持续宽松，例如，2005年以央票利率下调为表征，2008年后更多体现为央行降准、降息等；而10年国债收益率突破3%直接缘于货币宽松加码。

图5：2008年前，债市表现与CPI走势密切相关



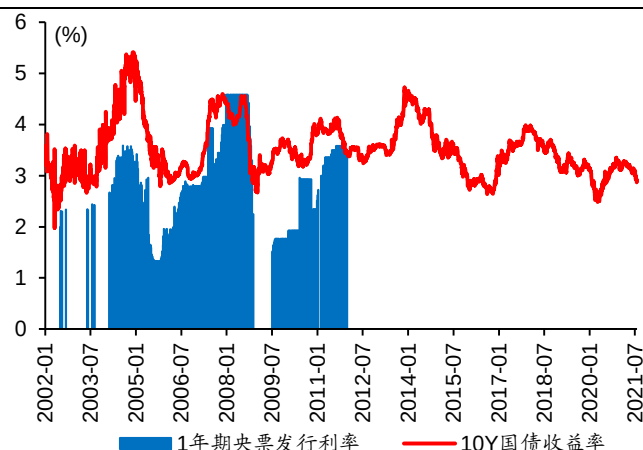
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2008年以后，债牛阶段均对应较低的经济增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2012年前，央票也是影响债市的重要因素



数据来源：Wind、开源证券研究所

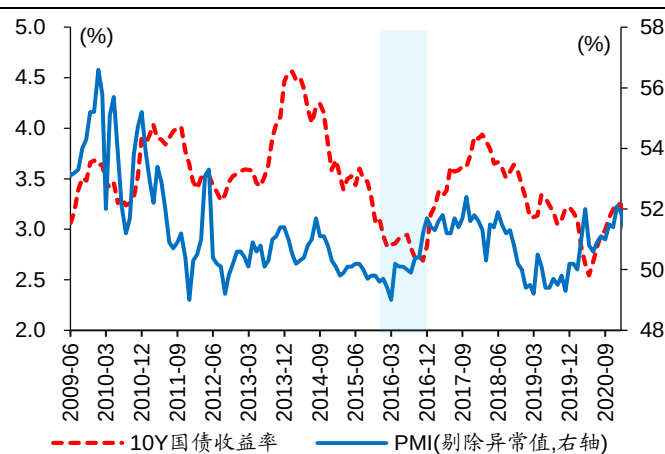
图8：债牛阶段，均有较为宽松的货币环境配合



数据来源：Wind、开源证券研究所

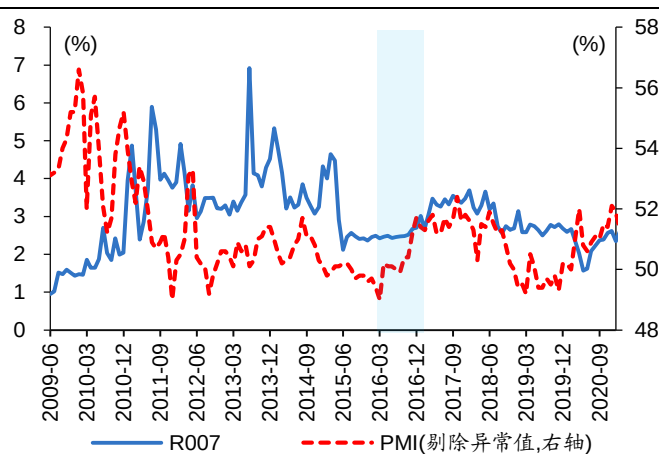
收益率突破3%后，债券走势不一，债牛的延续取决于货币流动性维持宽松的时长。前两轮债牛，10年国债收益率下行突破3%后不久，均开始拐头向上，前者与流动性转向收紧有关、以央票发行利率上行为信号，后者缘于经济见底回升预期驱动。最近两轮债牛，10年国债收益率分别下行至2.64%和2.48%，收益率在3%以下维持时间较长、分别在8个月和12个月左右，与货币流动性持续宽松等有关。

图9：2016年前三季度，PMI持续回升、收益率下行



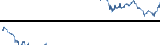
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2016年前三季度，流动性持续宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

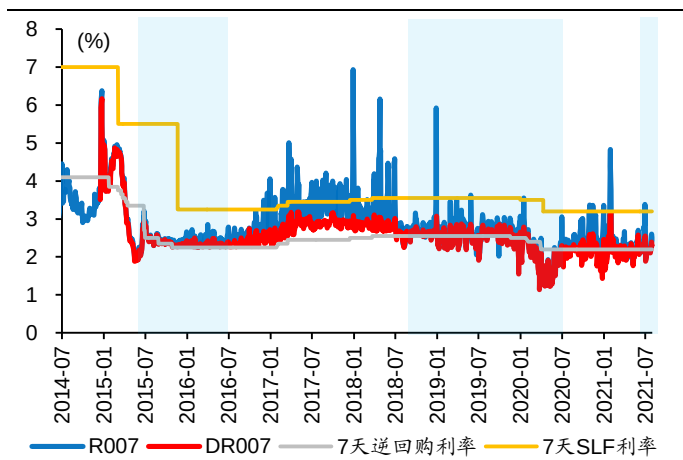
表2: 债牛阶段对应经济表现、政策操作, 及市场走势

主要阶段	经济表现	利率调整	准备金	3%以下收益率维持时间	10Y国债收益率
2005年1月-2006年4月	经济增速维持高位、物价高位回落	央票发行利率下调	维持不变	4个月	
2008年8月-2009年1月	经济“断崖式”下滑、物价高位回落	多次下调存贷款利率、超额准备金利率	多次下调准备金率	2个月	
2014年1月-2016年12月	经济增速换挡回落、2016年底经济企稳, 物价略有抬升	多次下调逆回购利率	多次下调准备金率	12个月	
2018年1月-2020年7月	经济增速下台阶、疫情期间“断崖式”下滑, 物价先走高后回落	多次下调逆回购利率、LPR利率	多次下调准备金率	8个月	
2021年7月来	经济高点已现, CPI低位、PPI维持高位	7天逆回购利率维持2.2%	下调准备金率	/	

资料来源: 中国人民银行、Wind、开源证券研究所

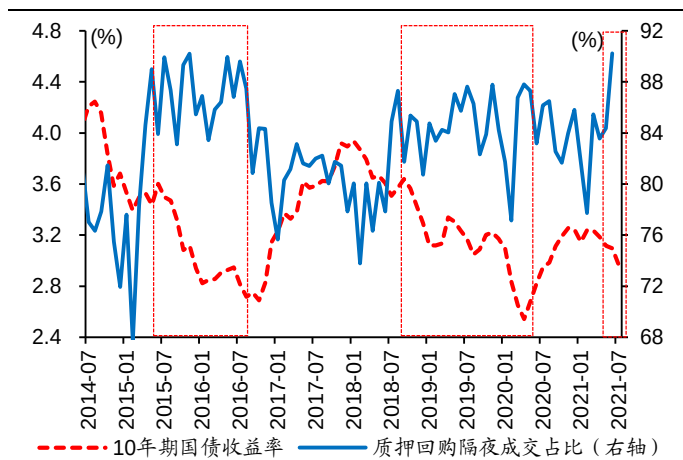
流动性平稳宽松下, 机构的杠杆行为等进一步强化收益率的下行趋势。2015年下半年至2016年上半年、2018年下半年至2020年6月, 短端资金成本低位稳定, 在利率走廊的下沿窄幅波动。流动性平稳宽松下, 机构“滚隔夜”的杠杆行为明显增多, 隔夜质押回购的成交规模占比触及88%的高位、一度高达90%以上, 使得债市表现一度对基本面不敏感, 推动10年国债收益率进一步下探。

图11: 第三、四轮债牛期间, 流动性维持相对宽松



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: “滚隔夜”加杠杆, 强化债市收益率的下行趋势

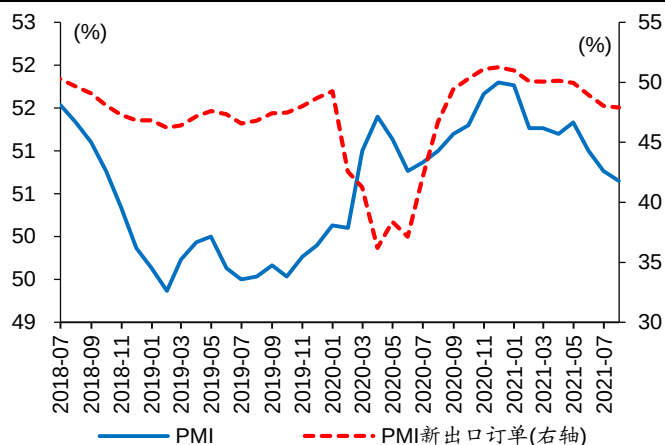


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、鉴往知今，债牛延续，但需留意利率过快下行后的扰动

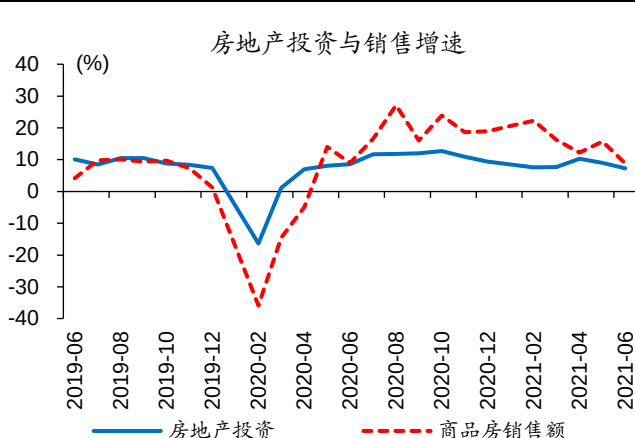
经济下行趋势明确，在地产和出口两大动能走弱下，经济加速回落的风险上升。PMI、社融等领先指标，在2020年底见顶后趋势性回落；前期修复较快的投资、出口等需求指标，也已先后见顶回落。调控加强下，销售回款开始加速回落，进一步加大房企资金压力，进而拖累地产投资；而主要生产型经济体生产能力的修复，或导致中国出口“份额”的下降，使得出口链对经济支撑作用下降（详情参见《“周期性风险”，理解与应对》、《出口形势，全景展望》）。

图13: PMI指数已见顶回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 地产投资与销售增速进入下行通道



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国、欧盟从中国进口占比下降

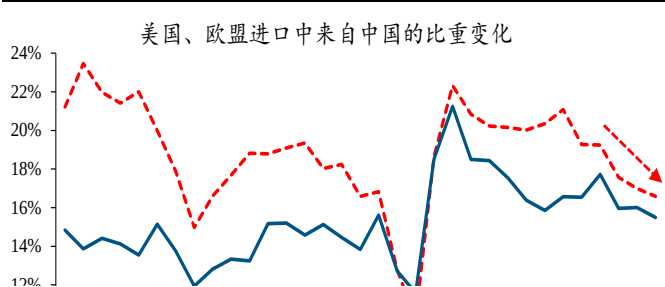
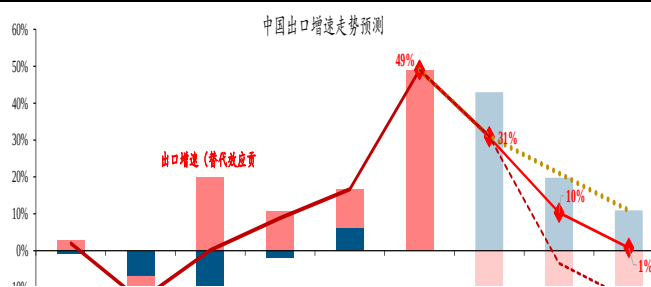


图16: 中国出口增速或逐季回落



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_24709

