

2021年08月30日

债市牛熊之辨

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，债市跌宕起伏，市场信号混乱。市场逻辑是否发生变化，未来又将如何演绎？本文多维度论证认为，债牛基础牢固，不要轻易“下车”。

● **近期，债市跌宕起伏，主要缘于利率低、交易拥堵下，机构行为过于敏感**

近期，债市跌宕起伏，资金面、理财净值化、“宽”信用预期等多空因素交织。8月上旬以来，长端利率一改前期单边下行态势、波动加大，10年国债收益率4个交易日上行近9个BP、随后在2.86%附近来回上下，与诸多多空因素交织直接相关；利多催化包括资金面转松、降准预期、经济数据全面走弱、信贷社融低预期等，利空干扰包括资金面紧张、地方债供给放量、理财净值化、“宽”信用等。市场信号的“混乱”，也与收益率低位、交易拥堵下，机构行为对多空因素过于敏感有关。当前，利率债长端收益率、高评级信用利差均处于历史的10%分位数以内，机构通过“滚隔夜”套息差、拉久期等方式加杠杆来增厚收益，使得交易行为非常拥堵；隔夜质押回购日均成交规模超3.5万亿元、占全部成交的比重接近90%，收益率曲线平坦化、30年与10年国债收益率利差一度压缩至50BP以内。

● **事件冲击并不影响债牛的底层逻辑，短期扰动，不改中期看多逻辑**

理财净值化转型推进加快，短期可能产生流动性冲击，中长期或推动资金流向利率债和高评级信用债。按照证券时报的报道，理财摊余成本法转净值法的整改时间非常短，9月1日之后不得新增、10月底前完成存量整改，同时要求间接投资资产穿透，或意味着通过专户、信托等“伪净值”理财也面临调整。考虑到理财主要投向政金债、二级资本债、私募债等，流动性好的品种或容易受到阶段性干扰。传统引擎受限下，信用环境从收缩转向扩张，需要的时间可能比市场预期要长。从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在继续；经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。不同以往，本轮债务监管、地产调控政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续；靠地方债放量和基数支持的社融企稳，到真正“宽”信用尚有距离。

● **往后来看，“资产荒”下，债牛基础牢固、不要轻易“下车”**

经济下行趋势延续，在出口和地产两大动能走弱下，可能面临阶段性加速的风险。年初前后我们反复提示，经济见顶后已趋势性回落；年中以来，经济出现加速回落的迹象。发达经济体生产恢复下，中国出口“份额”持续回落，或使得出口链对经济支撑作用加快下降；调控影响下，地产链条全面降温，销售回落或导致投资加速下滑；此外，制造业投资和居民消费修复结构分化、总体弹性低于预期。伴随经济压力加速显现等，流动性环境维持中性偏松，叠加“资产荒”下的机构欠配，继续对债牛形成有力支持。应对经济、债务等压力，货币政策以稳为主，灵活操作应对地方债供给等带来的短期流动性冲击，保持货币市场利率在政策利率附近窄幅波动。流动性宽松的同时，地产和城投平台融资约束，使得“资产荒”仍将延续。经济基本面、流动性和机构行为，皆指向债牛基础牢固、趋势不变。

● **风险提示：**监管政策收紧，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-信用债融资放量，透露的“信号”》-2021.8.29

《宏观经济专题-美联储 Taper 初定》-2021.8.29

《宏观经济点评-盈利增速延续回落，结构分化凸显》-2021.8.27

目 录

1、 近期，债市表现跌宕起伏，主因机构行为过于敏感.....	3
2、 事件冲击短期或有扰动，但不影响债牛的底层逻辑.....	4
3、 “资产荒”下，债牛基础牢固，不要轻易“下车”.....	6
4、 风险提示.....	8

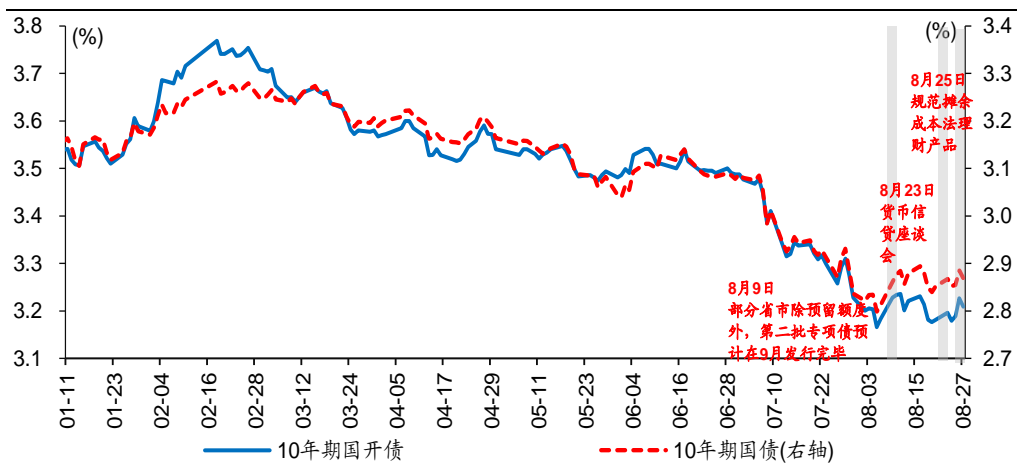
图表目录

图 1: 近期，债券市场跌宕起伏.....	3
图 2: 8 月中下旬，资金面压力有所上升.....	3
图 3: 地方债发行开始加快.....	3
图 4: 理财净值化担忧下，二级资本债收益率明显上行.....	4
图 5: 7 月，核心 CPI 同比大幅抬升.....	4
图 6: “滚隔夜”规模和占比已接近历史高位.....	4
图 7: 国债期限利差收窄.....	4
图 8: 净值化理财占比达 79.03%.....	5
图 9: 理财持有资管产品规模 9.49 万亿、占比 36.8%.....	5
图 10: 理财主要投向政金债、二级资本债等.....	5
图 11: 资管新规实施后，理财净值化并未改变债市趋势.....	5
图 12: 地产相关贷款缩量、增速创新低.....	6
图 13: 有效社融或持续回落.....	6
图 14: 经济下行趋势延续.....	6
图 15: 地产链条全面降温.....	6
图 16: 货币市场利率围绕利率走廊下限波动.....	7
图 17: 货币市场利率稳定为套息差提供便利.....	7
图 18: 地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口.....	7
图 19: 伴随信用债大规模到期，再配置压力凸显.....	7

1、近期，债市表现跌宕起伏，主因机构行为过于敏感

近期，债市跌宕起伏，市场信号混乱。8月上旬以来，债市一改前期单边下行态势、收益率上下波动加大，10年期国债收益率在8月9日单日上行近5个BP、4个交易日内合计上行近9个BP，随后在2.86%附近来回上下、多次出现单日上行或下行3BP的情况。跌宕起伏的市场，背后逻辑是否发生变化，未来又如何演绎，是市场较为关心的问题，本文尝试从多个维度加以论证。

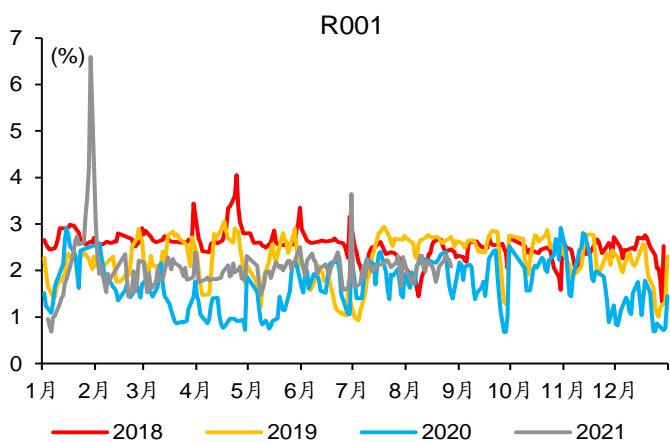
图1：近期，债券市场跌宕起伏



数据来源：Wind、证券时报、中国人民银行、开源证券研究所

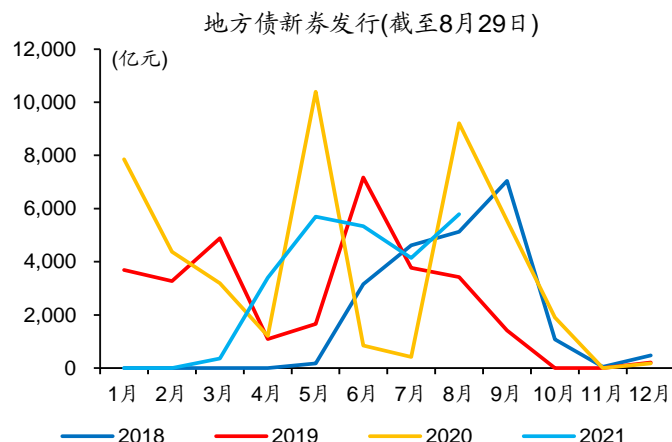
市场信号的“混乱”，与资金面、理财净值化、“宽”信用预期等多空因素交织直接相关。8月9日的大幅上行，缘于当天资金面转紧、地方债供给放量担忧、7月核心CPI快速回升等多个利空因素扰动；随后资金面转松、经济数据全面走弱、信贷社融低预期等利多因素，使得市场情绪明显缓和；而近期理财净值化转型加快的消息、政策托底和“宽”信用预期的升温，又加大了市场担忧。

图2：8月中下旬，资金面压力有所上升



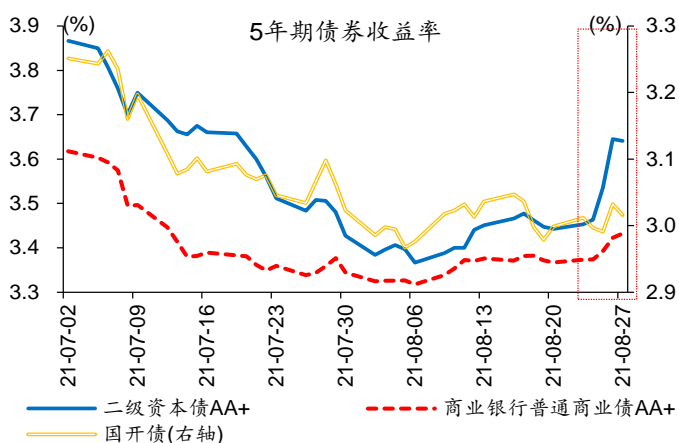
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：地方债发行开始加快



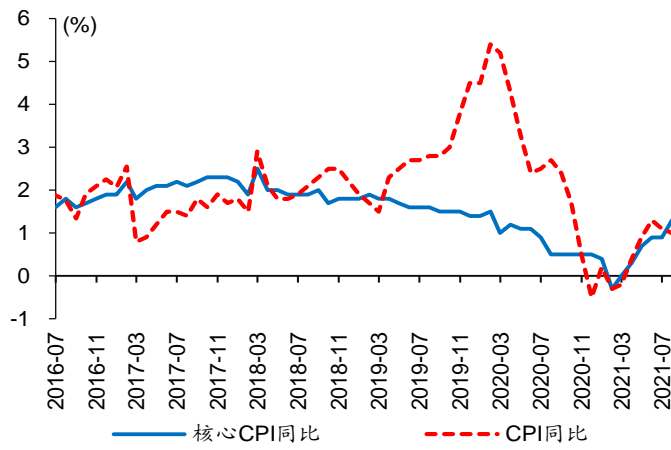
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4: 理财净值化担忧下, 二级资本债收益率明显上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

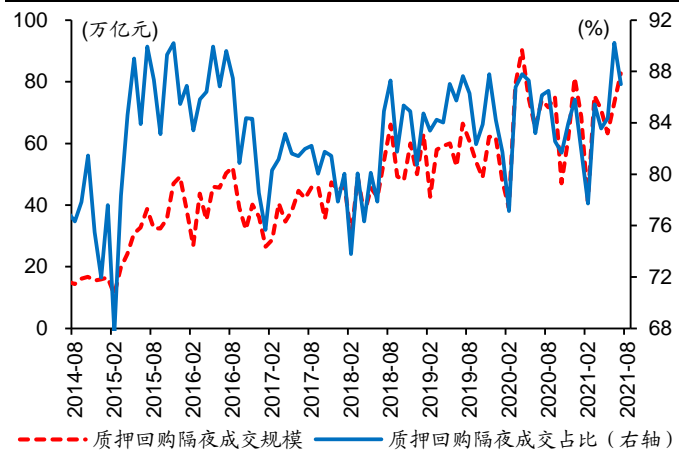
图5: 7月, 核心CPI同比大幅抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

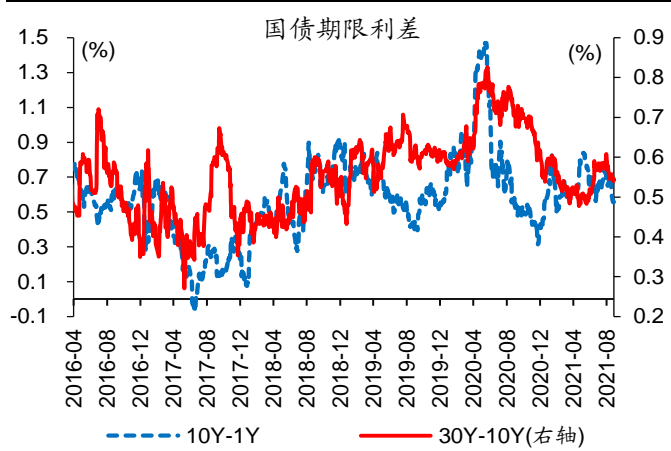
市场波动加大, 也与收益率低位、交易拥堵下, 机构行为对多空因素过于敏感有关。当前, 利率债长端收益率、高评级信用利差均处于历史的 10%分位数以内, 机构通过“滚隔夜”套息差、拉久期等方式加杠杆来增厚收益, 使得交易行为非常拥堵; 隔夜质押回购日均成交规模超 3.5 万亿元、占全部成交的比重接近 90%, 收益率曲线平坦化、30 年与 10 年国债收益率利差一度压缩至 50BP 以内。

图6: “滚隔夜”规模和占比已接近历史高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 国债期限利差收窄

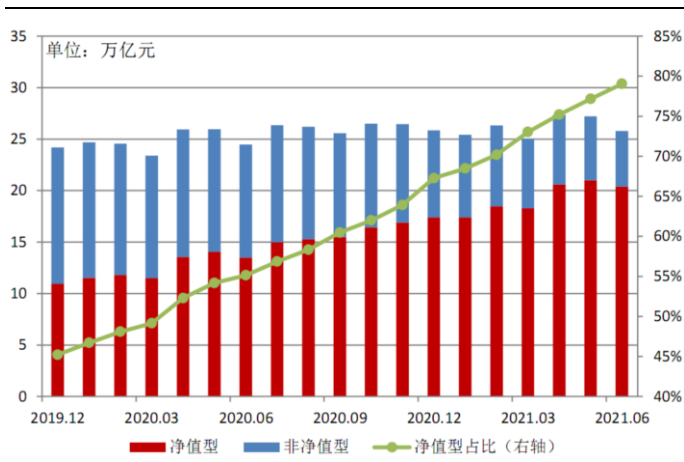


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、事件冲击短期或有扰动, 但不影响债牛的底层逻辑

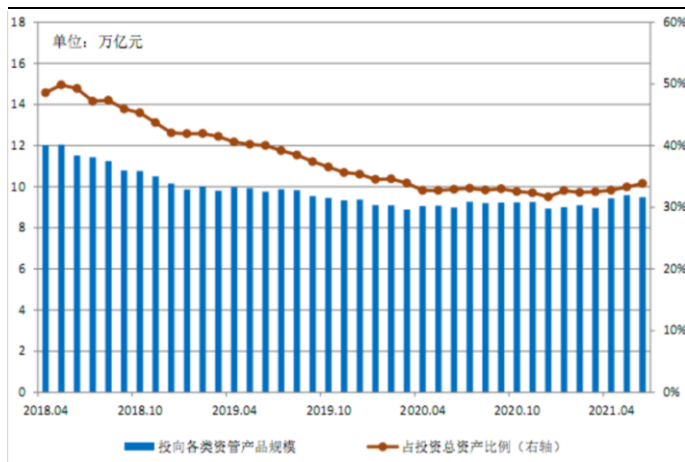
理财净值化转型推进加快, 可能带来阶段性的流动性冲击。按照证券时报的报道, 理财摊余成本法转净值法的整改时间非常短, 9 月 1 日之后不得新增、10 月底前完成存量整改, 同时要求间接投资资产穿透, 直接指向的是借助信托等通道的“伪净值”理财。如果按此要求推行, 部分非现金类摊余成本法理财, 及委外给基金公司专户、信托等“伪净值”理财, 面临的短期调整压力可能不小。

图8: 净值化理财占比达 79.03%



资料来源: 银行业理财登记托管中心

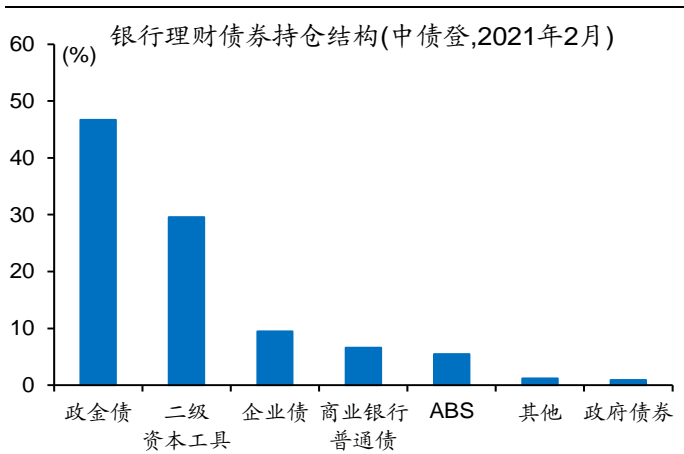
图9: 理财持有资管产品规模 9.49 万亿、占比 36.8%



资料来源: 银行业理财登记托管中心

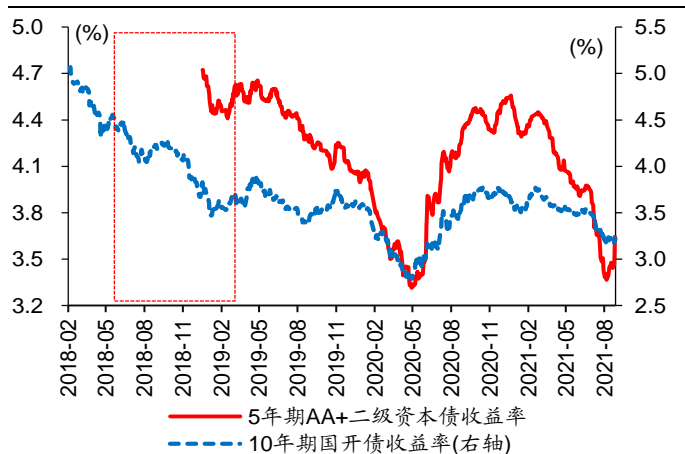
理财净值化大势所趋，中长期或推动资金流向利率债和高评级信用债。除政金债外，理财投向以银行二级资本债、永续债、私募债、ABS 等高收益品种为主，成交不活跃或者久期较长，使得资产组合流动性偏低。如果相关措施落地，理财调整首先对流动性较高的长久期政金债及部分二级债、永续债等产生冲击，然后逐步转向低流动性、高收益的私募债、ABS 等。中期来看，理财净值化大势所趋，净值波动和流动性等要求，会推动利率债和高评级信用债等配置需求增加。

图10: 理财主要投向政金债、二级资本债等



数据来源: 中国债券信息网、开源证券研究所

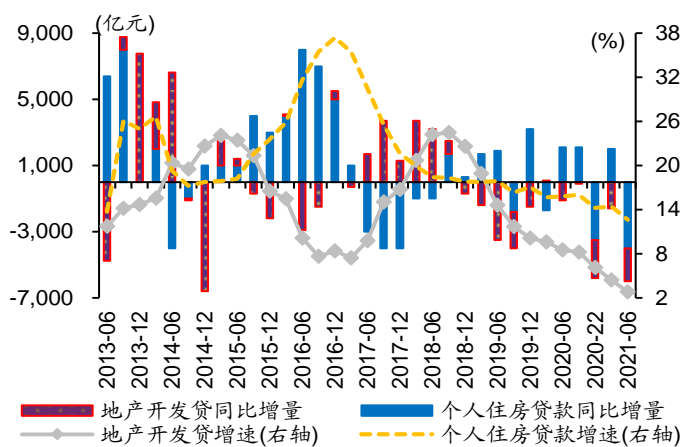
图11: 资管新规实施后，理财净值化并未改变债市趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

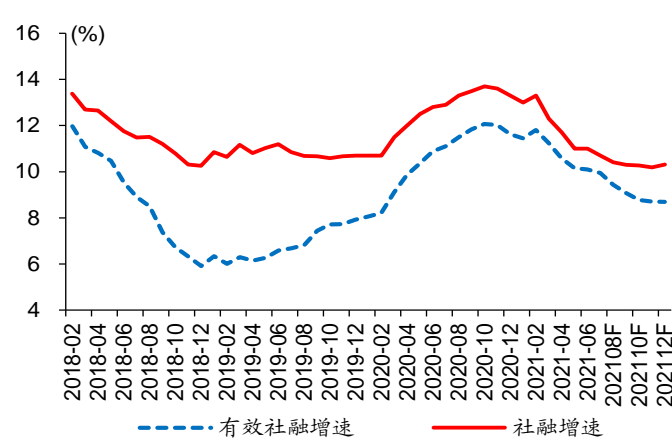
传统引擎受限下，信用环境从收缩转向扩张，需要的时间可能比市场预期的要长；“宽”信用预期的干扰，也并非当前核心矛盾。从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在继续；经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。不同以往，本轮地方债务监管、地产调控政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续；靠地方债放量 and 基数支持的社融企稳，到真正“宽”信用尚有距离（详情参见《“宽”信用言之尚早》）。

图12: 地产相关贷款缩量、增速创新低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 有效社融或持续回落

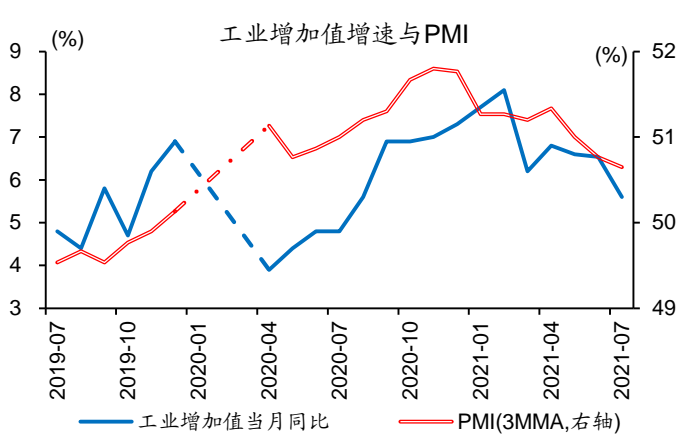


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、“资产荒”下，债牛基础牢固，不要轻易“下车”

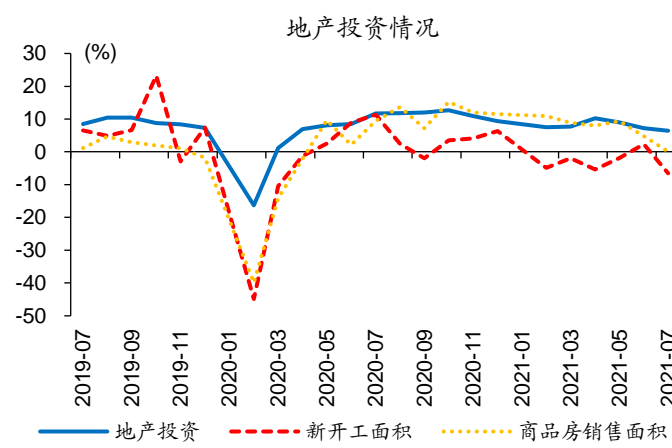
经济下行趋势延续，在出口和地产两大动能走弱下，可能面临阶段性加速的风险。年初经济见顶后已趋势性回落；年中以来，经济出现加速回落的迹象。发达经济体生产恢复下，中国出口“份额”持续回落，或使得出口链对经济支撑作用加快下降；调控影响下，地产链条全面降温，销售回落或导致投资加速下滑；此外，制造业投资和居民消费修复结构分化、总体弹性低于预期。跨周期调节下，财政托底注重结构引导，可一定程度对冲经济下行压力、较难改变年内趋势（详情参见《财政“后置”，对经济的影响》）。

图14: 经济下行趋势延续



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 地产链条全面降温

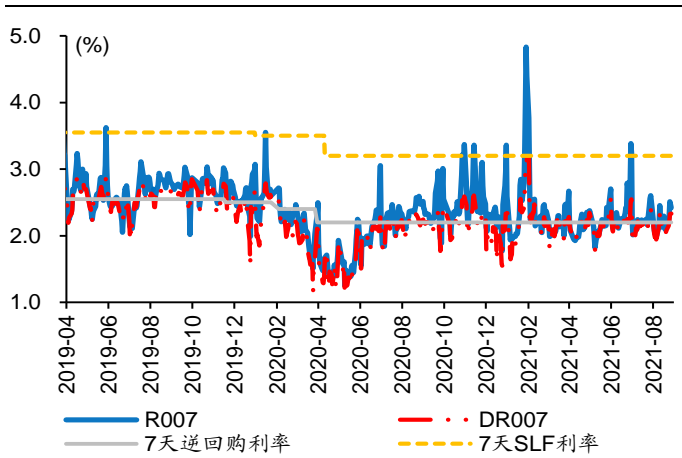


数据来源: Wind、开源证券研究所

经济、债务等压力加速显性化下，货币流动性环境维持中性偏松，有利于债市。最新的货币政策执行报告，明确了政策以稳为主的基调；应对经济、债务等压力的显性化，货币政策仍需要维持货币流动性环境的中性偏松，灵活操作应对地方债供给等带来的短期流动性冲击（详情参见《战略看多债市》），保持货币市场利率在政策利

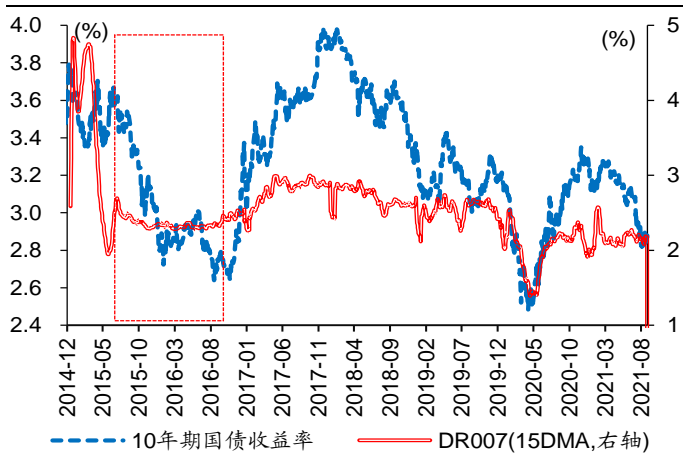
率附近窄幅波动，有利于债市和机构交易行为。

图16: 货币市场利率围绕利率走廊下限波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 货币市场利率稳定为套息差提供便利



数据来源: Wind、开源证券研究所

“资产荒”延续下，机构欠配和再配置需求，继续对债牛形成有力支持。流动性持续宽松的同时，地产和城投平台融资的持续收缩，使得“资产荒”加快凸显；债务风险、理财净值化转型等，进一步推动资金向利率债和高评级信用债等“安全”资产集中。经验显示，“资产荒”终结于资金收紧，或地产、财政等扩张；本轮地产调控、债务监管的持续性，决定了“资产荒”仍将延续（详情参见《“资产荒 3.0 时代”》）。综合来看，经济基本面、流动性和机构行为，皆指向债牛基础牢固、趋势不变。

图18: 地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口

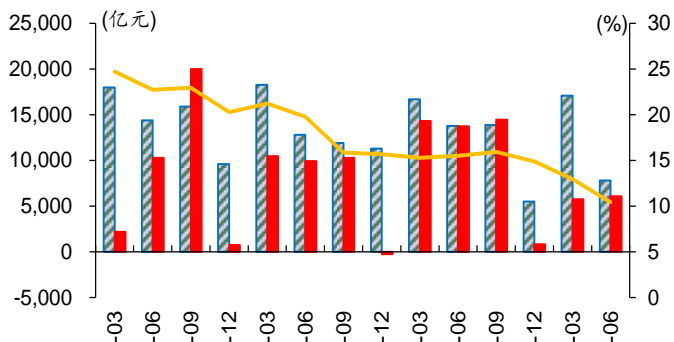
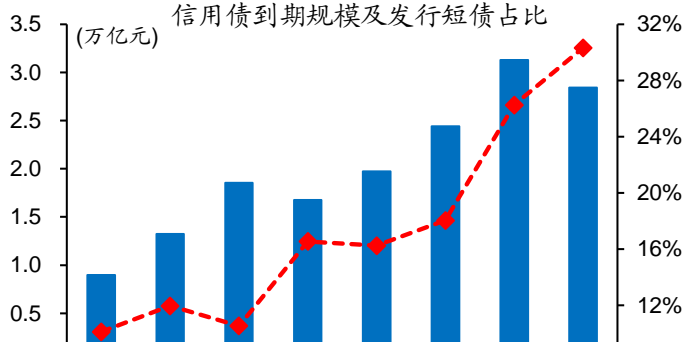


图19: 伴随信用债大规模到期，再配置压力凸显



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_25637



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn