

## 当温水慢慢沸腾： 利率可能存在意外上升的风险

### 报告要点：

● 与典型的牛市状态不同的是：机构交易在这一轮利率下行过程中的贡献莫大，长期国债的交易量占比已达历史次高。

● 长端品种被大幅交易的原因可能有二：

- 1) 天生偏好交易长债的非银机构的负债端大幅扩张，资金在不断向广义基金集中；
- 2) 广义基金也在积极加久期，公募基金的久期已经升到了历史最高的位置（4.5Y）。

● 资金被挤向长债资产的缘由是资产荒，这与2016年的环境非常相似：

- 1) 在地产及基建的产业政策层层约束下，有很多资金进不到实体层面之中，只能进入阻力更小的金融市场；
- 2) 权益资产这类中高风险资产的确在今年面临着比以往更高的风险，大量资金只能在长端债券上寻找一些相对合适的风险收益比。

● 这种交易结构本身就意味着利率债的风险：

- 1) 市场过多交易长端债券本身就意味着行情的不稳定，拥挤的交易通道重新出现；
- 2) 如果将公募基金久期看作公募基金对未来行情的乐观程度的话，那当前的久期显示：公募基金的情绪已经出现了不可思议的高涨。

● 我们要警惕利率这个资产之锚出现意外飙升，大类资产的 risk-off 趋势尚未坐实：

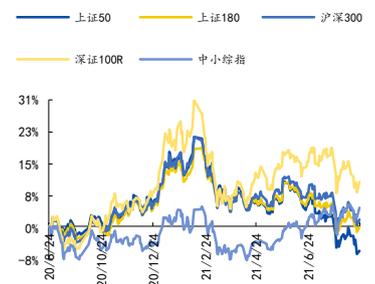
- 1) 我们需要认清的是：全球的基本面并未出现非常明显的下降，加之利率被明显低估的事实，利率其实是易上难下的；
- 2) 当温水沸腾之时，不但意味着利率债的风险还将延续，也意味着中高风险资产在明年的表现可能要比预期情形更弱一些。

风险提示：经济及货币政策超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3477.13
深圳成指：	14535.88
沪深300：	4835.88
中小盘指：	4832.03
创业板指：	3293.77

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《关于疫情这个不大不小的借口：经济衰退的本源》2021.08.17

《当前的资金面已经亮起了黄灯——预测流动性的红绿灯》2021.08.13

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

## 图表目录

图 1: 长期国债交易量比重已达 2016 年后的新高.....	3
图 2: 当前期限利差非常稳定 .....	3
图 3: M2 回落后, 公募基金份额保持着逾 20% 的增长.....	3
图 4: 公募基金久期已升到历史最高位置 .....	4
图 5: 中国 VIX 指数中枢上移, 权益类资产面临比以往更高的风险.....	5
图 6: 闪崩分别在 2016 年 10 月与 2020 年 4 月发生过两次.....	6
图 7: 当前公募基金的久期明显偏高 .....	6

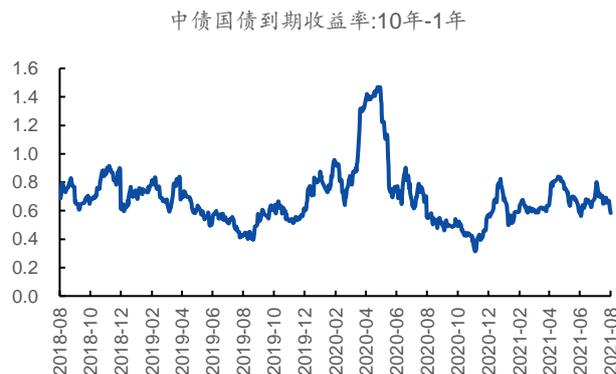
当前交易层面所显示的信号是：当前的收益率下行只是资金持续交易长端的结果，并非典型的牛市结构。截至目前，长期国债的交易量的占比已经高达 12%，这是 2016 年债券市场疯狂加杠杆后的新高水平。这意味着：这一轮收益率的下行很可能是被长端收益率而非短端收益率压下来的，一个迹象是：当前的期限利差非常稳定，这也同样说明机构交易在这一轮利率下行过程中的贡献莫大。

图 1：长期国债交易量比重已达 2016 年后的高

图 2：当前期限利差非常稳定



资料来源：Wind，国元证券研究所

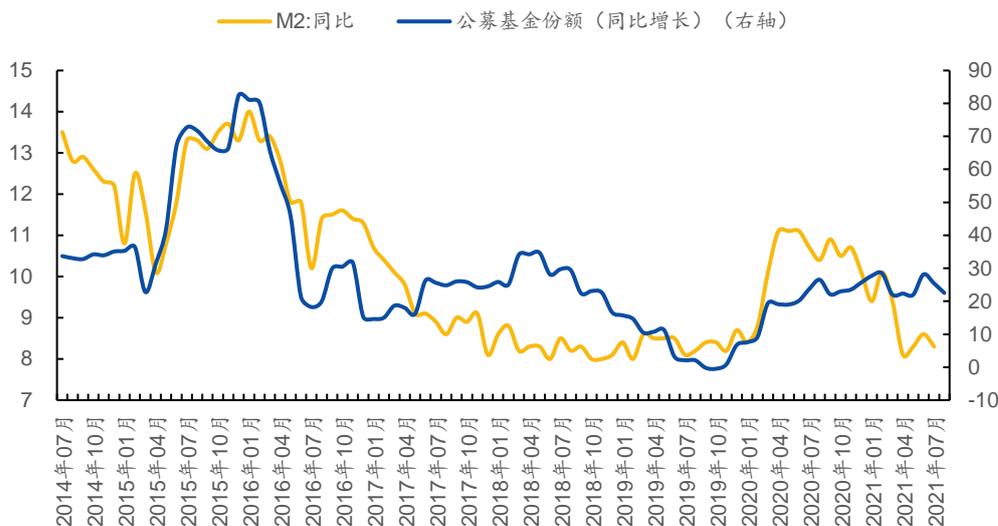


资料来源：Wind，国元证券研究所

长端品种被大幅交易的原因可能有二：

1) 天生偏好交易长债的非银机构的负债端出现了大幅扩张。银行与非银机构之间存在不同的期限品种偏好，银行债券配置偏好短债，非银机构则偏好持有长债。当前非常明显的是：资金正在进一步向广义基金集中，毕竟我们看到在 M2 这一轮回落之后，公募基金份额还保持着逾 20% 的增长。

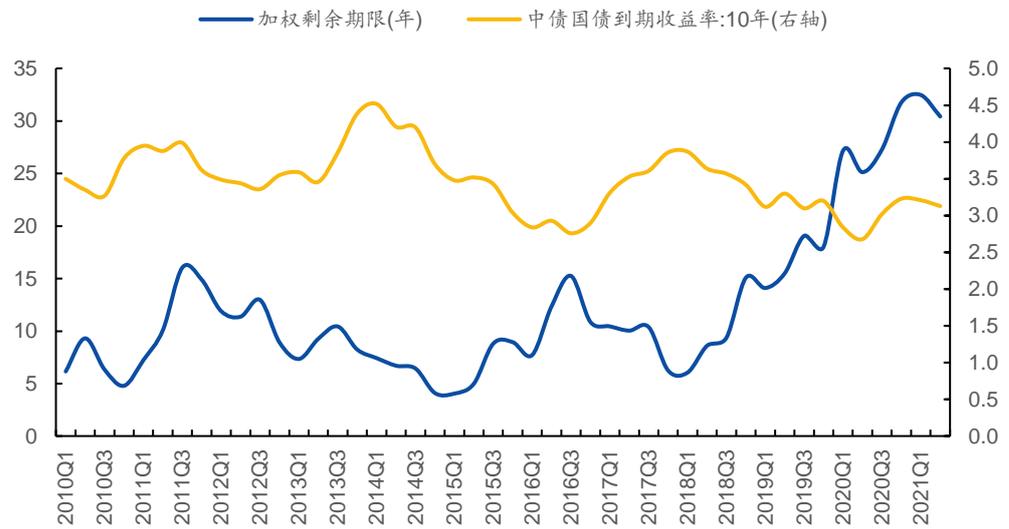
图 3：M2 回落，公募基金份额保持着逾 20% 的增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 当然，广义基金可能也在积极加久期。历史上，在每一轮利率的下行阶段，公募基金的久期都会相应增加，而当前公募基金的久期不但还在持续上升，而且已经升到了历史最高的位置（4.5Y），比 2016 年因委外而大幅加杠杆时的久期状态还要高。

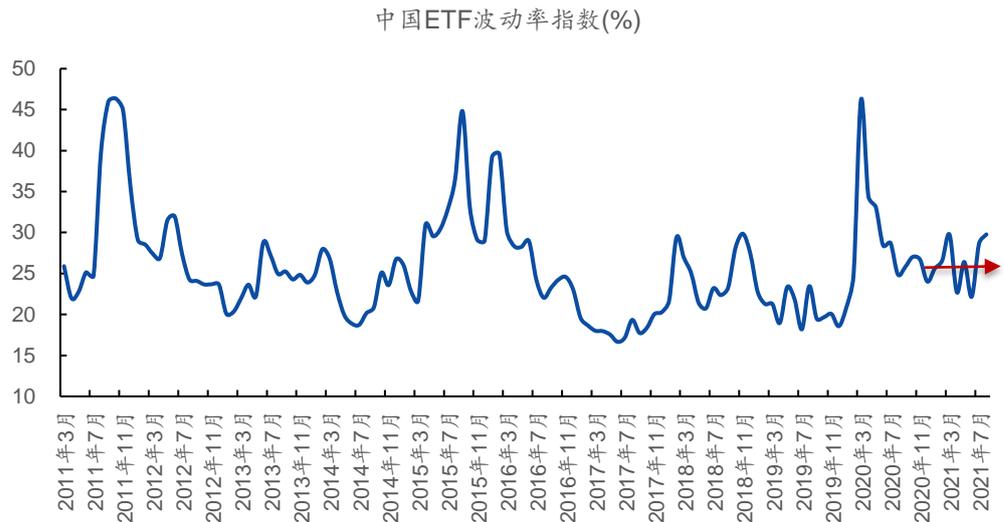
图 4：公募基金久期已升到历史最高位置



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们猜测，无论在哪个层面，资金被挤向长债资产的缘由是资产荒，这与 2016 年的环境非常相似。首先，在地产及基建的产业政策层层约束下，有很多资金进不到实体层面之中，只能进入阻力更小的金融市场；其二，权益资产这类中高风险资产的确在今年面临着比以往更高的风险，中国 VIX 指数的中枢其实是抬升的，因此，广义基金中更大比例的资金只能在长端债券上寻找一些相对合适的风险收益比。

图 5：中国 VIX 指数中枢上移，权益类资产面临比以往更高的风险



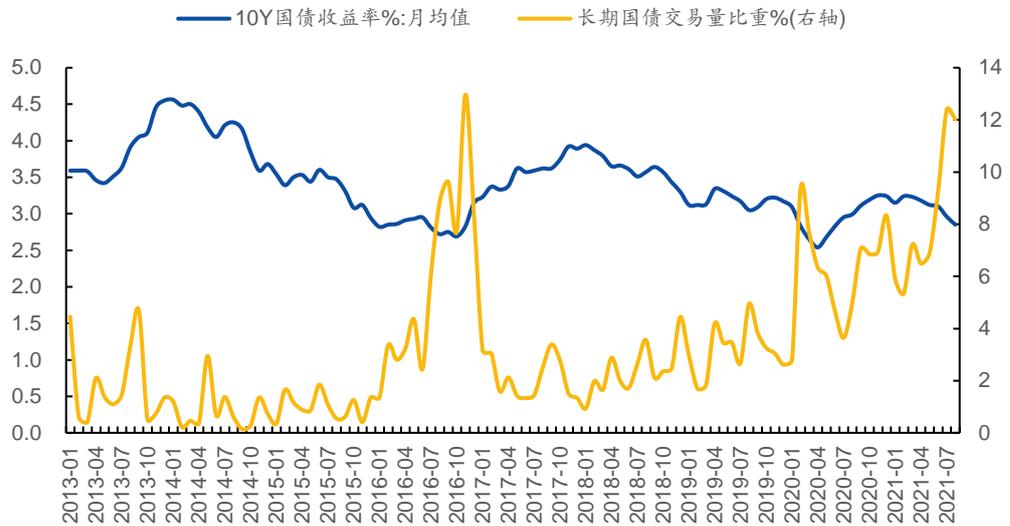
资料来源：Wind，国元证券研究所

但无论是何种原因，这种交易结构本身就意味着利率债的风险。

1) 市场过多交易长端债券本身就意味着行情的不稳定。真正可持续的债券牛市必须在货币宽松的环境下，由短端带着整个收益率曲线往下走，而如果在存量资金的环境之下，单单从长端把整个曲线往下压的话，则非常容易形成一个拥挤的交易通道，一旦这个弹簧被压到接近极致的状态，闪崩随时可能发生。

这种闪崩在历史上曾经发生过两次，在闪崩之前都出现了长端债券交易过度的现象。一次是 2016 年 10 月，当时在长端收益率的交易高增的状态下，利率出现了急转；另一次则是在 2020 年 4 月，在新冠肺炎蔓延的恐慌之下，市场资金极大程度地做多长端债券，而后行情反转。

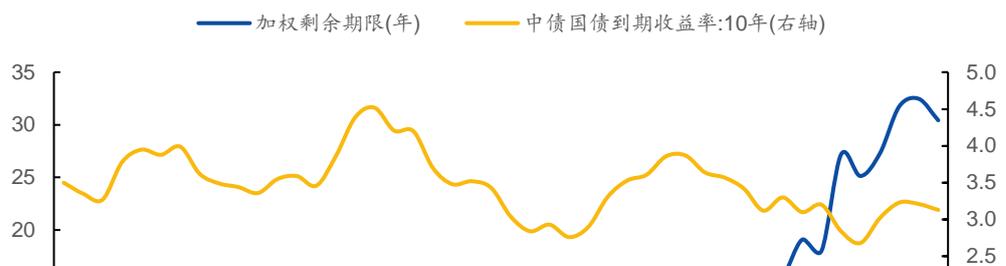
图 6：闪崩分别在 2016 年 10 月与 2020 年 4 月发生过两次



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 公募基金的超长期期也意味着行情的空间已经非常有限。历史上，公募基金的久期是跟着行情走的，而当前，比起具体的收益率位置来说，公募基金的久期要明显偏高，这意味着：公募基金对收益率的预期比现实的行情要乐观很多。那么，一旦后续的预期出现一些风吹草动，公募基金可能会出现一轮相对剧烈的去久期。

图 7：当前公募基金的久期明显偏高



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\\_25943](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25943)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn