

2021 年 09 月 22 日

坚定债牛不动摇

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）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，债市震荡调整、多空分歧加大。市场“堵点”在哪，未来将如何演绎？跳出传统思维框架，有助于厘清大势。继续强调，债牛基础牢固、不要轻易“下车”。

● 近期，债券市场交易拥堵、多空交织，市场窄幅震荡

交易拥堵下，近期债市震荡调整、多空分歧较大，市场心态较为“纠结”。伴随长端收益率降至低位，机构通过“滚隔夜”加杠杆等来增厚收益，使得近 3 个月隔夜质押回购日均成交规模超 3.5 万亿元、占全部成交比重接近 90%。8 月中下旬以来，债券市场一改单边下行趋势、进入震荡调整区间，10 年期国债收益率在 2.85% 附近窄幅变化；9 月初以来，收益率一度震荡上行、从 2.82% 上行至 2.90%。偏空的观点担忧，信用扩张、债券供给等冲击；偏多的观点认为，信用转宽尚需时日、资产欠配等仍有利于债市。伴随社融、工业增加值加速回落至低位，市场对“宽”信用、经济边际改善等预期明显升温，对通胀、债券供给等的担忧也增多，部分同仁担心类似 2019 年三四季度之交的快速调整再现。偏多的观点认为，信用转宽尚需时日、经济走弱延续、资产欠配显著等，仍对市场形成有力支撑。

● 与过往的三大不同点，决定当前债市分析“基准”已变

2020 年中以来，“防风险”相关政策的推进，对传统引擎形成硬约束，调结构的决心与定力非常坚定；转型“攻坚”阶段的“资产荒”现象或持续存在。2020 年 7 月底以来，三条红线、贷款集中度考核等政策，以及限制涉及隐性债务主体新融资、要求落实“地方党政同责”等政策，对传统经济“引擎”的杠杆行为形成硬约束。资金、资产再匹配过程中带来的结构错配，使得“资产荒”或持续存在。多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现。回溯历史，过去两轮债牛均终结于流动性转向，2016 年底缘于货币政策“收短放长”服务金融防风险，2020 年中伴随经济修复货币政策回归常态。眼下，政策要服务于多重目标，利率走廊调控日趋成熟的背景下，短端利率或持续低位水平保持低波动，类似 2015-2016 年的部分时段。与 2019 年相比，亦有诸多不同，无需过度担忧。

● 新时代开启下的“新”基准，利率中枢已然下移

经济增长的合意区间已然下了台阶，经济金融形势分析需要在“新”基准下展开，无论对利率、信用或其他宏观变量的理解，皆是如此。疫情期间，潜在增速水平进一步下台阶，经济增速已告别 6% 时代，与之相匹配的合意社融增速或就在 10-11% 附近，传统引擎受限下，信用环境转向平衡的时间可能会比较长。与“新基准”相匹配，“合理”的利率中枢也已经下台阶，不宜简单套用疫情前的基准。

“资产荒”持续下，利率中枢下移、波动区间收窄，未来仍将延续。过去两轮“资产荒”，终结于资金收紧，或地产、财政等扩张；不同以往，本轮地产调控、地方债务监管的持续性，意味着传统两大引擎的收缩远未结束，叠加短端利率保持低位稳定，决定了“资产荒”未来仍将延续。综合经济、政策、流动性环境和机构行为等来看，本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，调整或提供加仓机会。

● 风险提示：债务风险暴露，通胀显著超预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-当“水泥旺季”遇上“产能受限”》-2021.9.21

《宏观经济专题-海外电价飙升，“添火”全球大通胀》-2021.9.21

《宏观经济点评-财政支出加快，土地拖累显现》-2021.9.18

目 录

1、 交易拥堵、多空交织下，近期债市窄幅震荡	3
2、 与过往三大不同点，决定债市分析“基准”已变	5
3、 新时代开启下的“新”基准，利率中枢已然下移	7
4、 风险提示	10

图表目录

图 1: 隔夜质押回购规模及占比均处于历史高位	3
图 2: 近期，债市窄幅震荡调整	3
图 3: 社融增速和工业增加值增速均回落至低位	3
图 4: 年内地方债和国债还本较大额度没有发行	3
图 5: 2019 年三季度末开始，收益率上行、信用利差走阔	4
图 6: 对应阶段，“滚隔夜”杠杆高位回落	4
图 7: 房地产相关融资持续收缩	4
图 8: 6 月以来，票据冲量愈加凸显	4
图 9: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落	5
图 10: 部分银行个人住房贷款集中度超过上限	5
图 11: “资产荒”阶段，资产和负债明显背离	6
图 12: 基金新增规模明显上量	6
图 13: 短端利率在利率走廊下沿波动	6
图 14: 短端利率保持低位稳定，有利于长端表现	6
图 15: 当前经济下行，2019 年三季度见底回升	7
图 16: 当前 PPI 上行、CPI 低迷，2019 年 CPI 创新高	7
图 17: 不同于 2019 年，当前地产销售拖累投资逐步下降	7
图 18: 当前债务杠杆压制要明显高于以往	7
图 19: 疫情后，经济增速已然下台阶	8
图 20: 伴随经济增速下台阶，利率中枢也随之下移	8
图 21: 经济增速已下台阶，与之匹配的社融增速也随之下降	8
图 22: 信用环境转向“扩张”，多伴随稳增长加码	9
图 23: 信用环境转向“扩张”，伴随地产从调控转向放松	9
图 24: 专项债项目几乎没有外部融资	9
图 25: 信用债募资用于“借新还旧”比例进一步上升	9
图 26: 地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口	10
图 27: 利率中枢下移、波动区间收窄	10

1、交易拥堵、多空交织下，近期债市窄幅震荡

交易拥堵下，近期债市震荡调整、多空分歧较大，市场心态较为“纠结”。伴随长端收益率降至低位，机构通过“滚隔夜”加杠杆等来增厚收益，使得近3个月隔夜质押回购日均成交规模超3.5万亿元、占全部成交比重接近90%。8月中下旬以来，债券市场一改单边下行趋势、进入震荡调整区间，10年期国债收益率在2.85%附近窄幅变化；9月初以来，收益率一度震荡上行、从2.82%上行至2.90%。

图1：隔夜质押回购规模及占比均处于历史高位

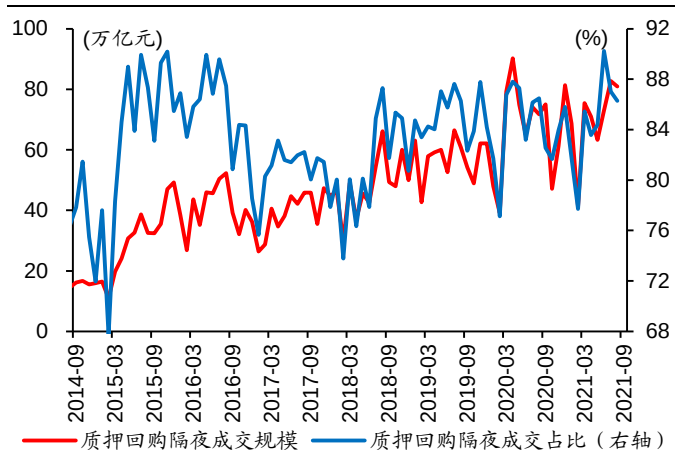
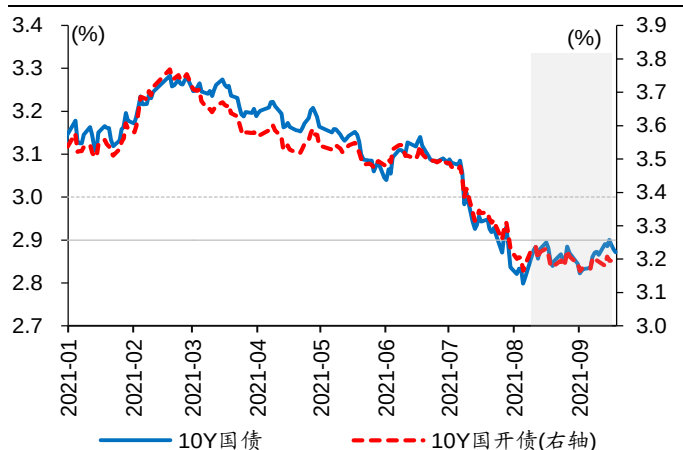


图2：近期，债市窄幅震荡调整



市场偏空的观点有所增多，对信用扩张、经济改善、通胀上升及供给冲击等担忧上升。交易拥堵下，机构行为对各种因素变化较为敏感，尤其在社融和经济增速加速回落过程中，对政策托底带来的“宽”信用、经济边际改善等预期明显升温；而原材料价格持续上涨下，核心CPI的修复加大市场对通胀的担忧。此外，前期地方债和国债发行偏慢，或导致年底债券供给压力大于以往同期。

图3：社融增速和工业增加值增速均回落至低位

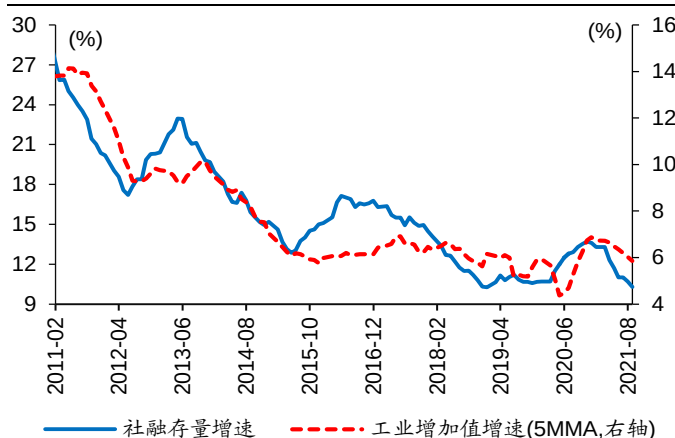
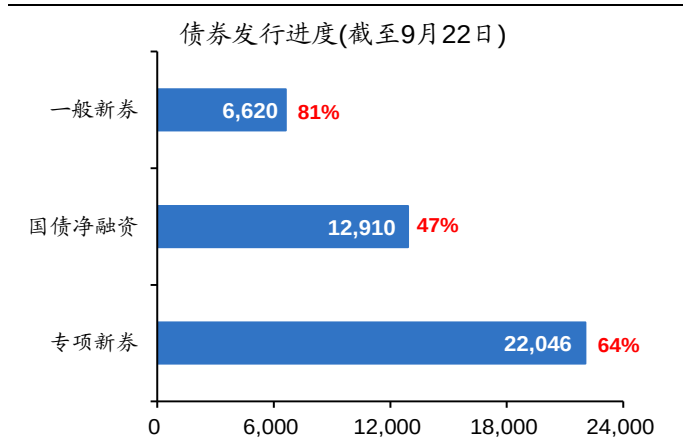
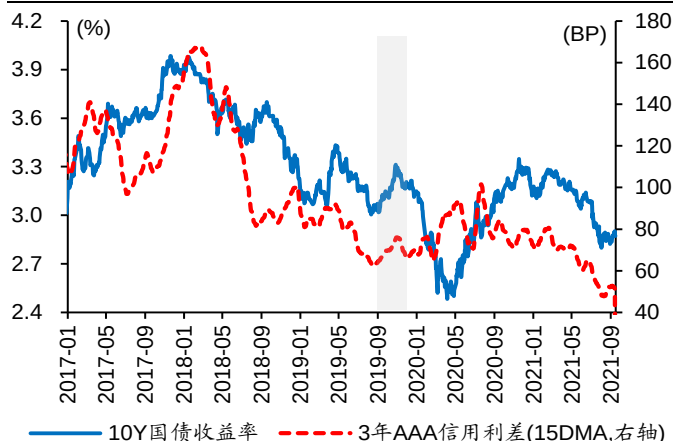


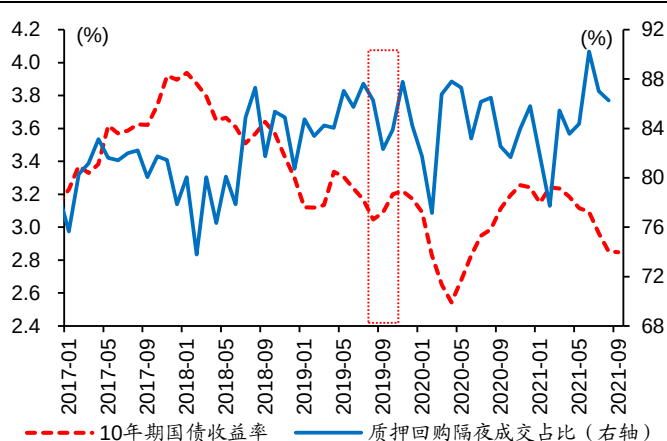
图4：年内地方债和国债还剩较大额度没有发行



部分同仁担心，类似2019年三四季度之交的债市快速调整再现。2019年三季度市场环境与前次情况较为类似，长端收益率经历大幅下行、信用利差收窄至历史低位，机构通过“滚隔夜”等加杠杆。当时，工业增加值和工业产成品库存均回落至近年来低位，市场对新一轮库存周期开启、经济改善的预期升温；而猪价上涨下，CPI持续抬升、创近年来新高。交易拥堵，叠加经济、通胀等干扰，导致债市在2019年8月至10月出现调整，10年期国债收益率从8月中旬的3%上行至10月底的3.31%。

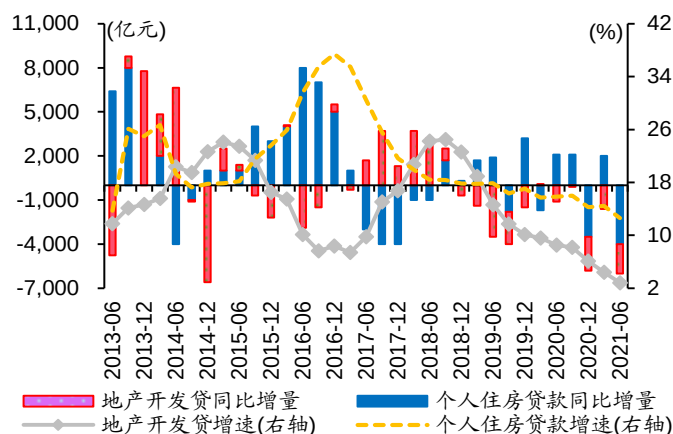
图5：2019年三季度末开始，收益率上行、信用利差走阔


数据来源：Wind、开源证券研究所

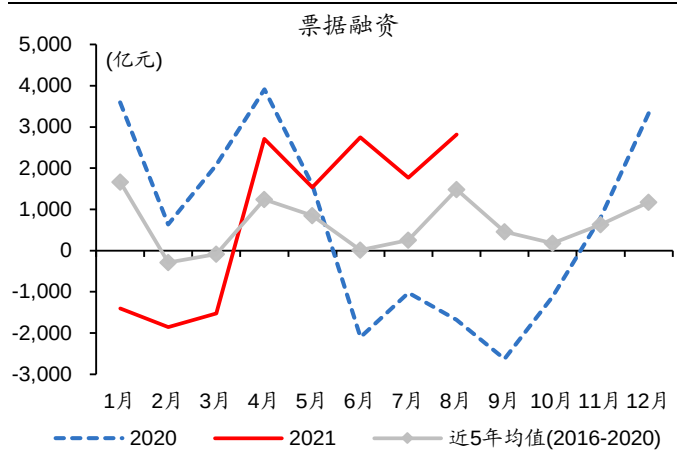
图6：对应阶段，“滚隔夜”杠杆高位回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

偏多的观点认为，信用转宽尚需时日、经济走弱延续、资产欠配显著等，仍对市场形成有力支撑。地产调控下，相关融资持续收缩，开发贷二季度净融资转负、余额增速创新低的2.8%，以按揭贷为主的居民中长贷连续4个月同比下降，对经济的拖累已逐步显现；同时，实体需求持续走弱，票据融资连续3个大幅“冲量”，意味着信用环境转向扩张需要的时间可能比较长。融资收缩下，地方债的供给，较难改变“资产荒”的格局，机构欠配现象或仍将延续。

图7：房地产相关融资持续收缩


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：6月以来，票据冲量愈加凸显


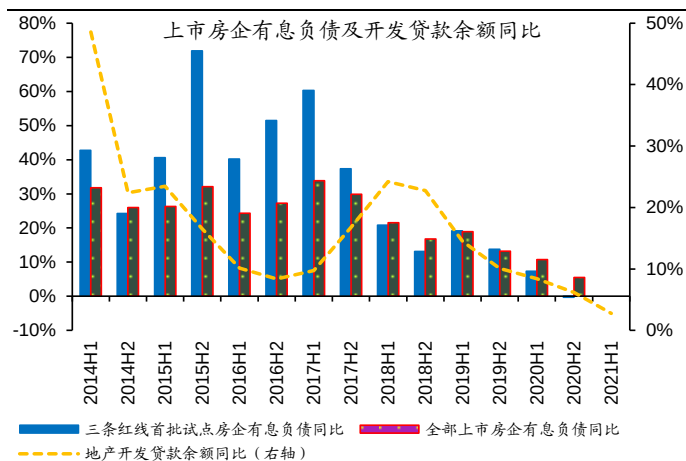
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、与过往三大不同点，决定债市分析“基准”已变

与过往的三个不同点，决定了债市分析“基准”已变：（1）政策“调结构”的决心和定力非常坚定；（2）转型“攻坚”阶段的“资产荒”现象或持续存在；（3）多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利于长端表现。

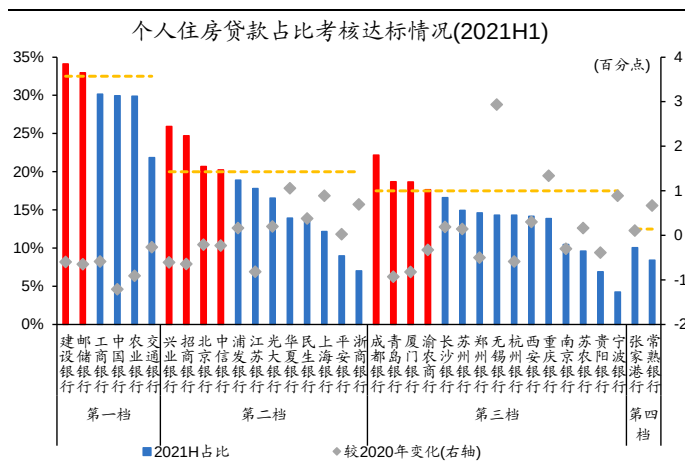
2020年中以来，“防风险”相关政策的推进，对传统引擎形成了硬约束，调结构的决心与定力非常坚定。不同以往，本轮地产调控手段更加侧重房企融资监管（详情参见《地产调控，这次不一样？》），三条红线、贷款集中度考核等，对房企融资的影响仍在持续显现中。同时，地方债务监管进一步加强，限制存量债务过高、涉及隐性债务主体新增贷款和债券等融资，加强地方债使用绩效管理，要求落实“地方党政同责”（详情参见《城投债，收紧号角响起？》）。

图9：“三条红线”约束下，房企有息债务增速回落



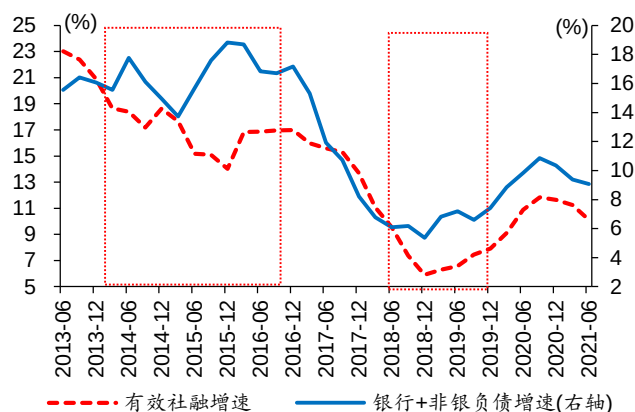
数据来源：Wind、上市房企定期报告、开源证券研究所

图10：部分银行个人住房贷款集中度超过上限

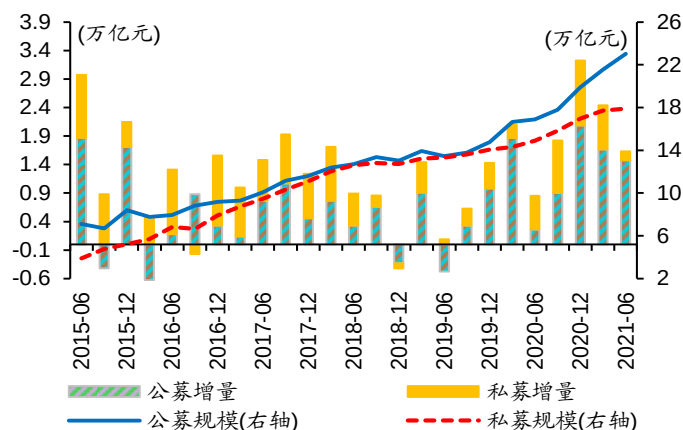


数据来源：银行定期报告、开源证券研究所

“防风险”、“调结构”过程中，转型“攻坚”阶段的“资产荒”现象或持续存在。“资产荒”本质上是资金与资产的不匹配，类似现象此前出现过两轮，第一轮核心矛盾在资金端，第二轮在资产端。本轮“资产荒”受资产端和资金端双重驱动，地产和城投平台等相关融资收缩，同时资金也加速流向金融机构；背后反映的是调结构下，资金与资产端再匹配的过程中带来的结构错配。转型“攻坚”阶段，传统板块持续出清，决定了本轮“资产荒”或仍将延续（详情参见《“资产荒3.0时代”》）。

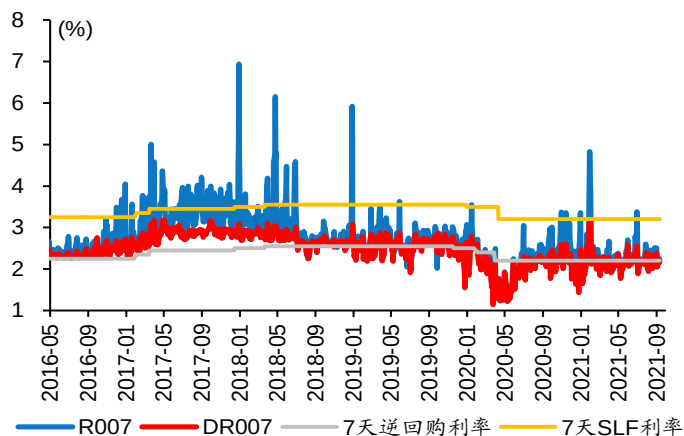
图11：“资产荒”阶段，资产和负债明显背离


数据来源：Wind、开源证券研究所

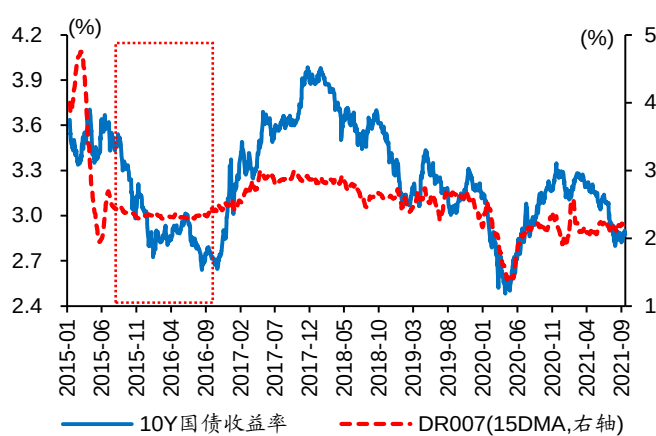
图12：基金新增规模明显上量


数据来源：Wind、开源证券研究所

多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现。回溯历史，过去两轮债牛均终结于流动性转向，2016年底缘于货币政策“收短放长”服务金融防风险，2020年中伴随经济修复货币政策回归常态。眼下，政策要服务于经济、防风险等多重目标，利率走廊调控日趋成熟的背景下，货币市场利率或持续低位水平保持低波动，类似2015-2016年的部分时段。

图13：短端利率在利率走廊下沿波动


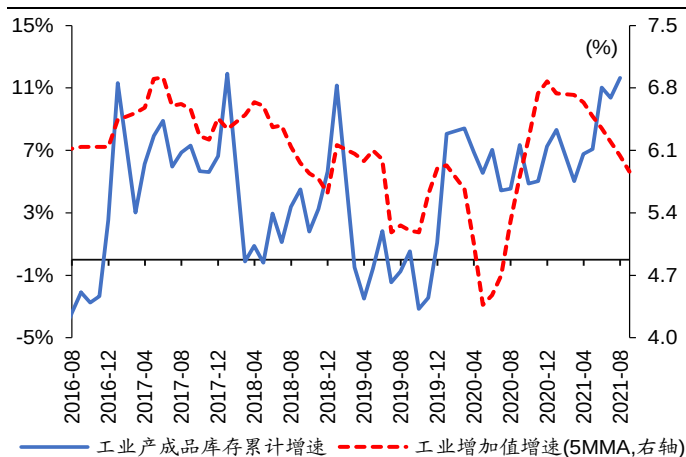
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：短端利率保持低位稳定，有利于长端表现


数据来源：Wind、开源证券研究所

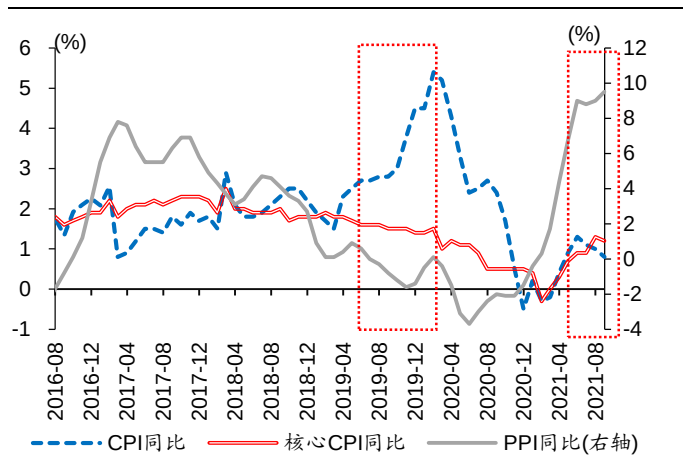
当下与2019年的经济与政策环境存在三大不同，无需过度担忧。首先，经济基本面差异明显，当前经济处于下行通道，地产链条全面降温、实体需求低迷；而2019年三季度经济景气见底后逐步回升，市场担忧库存周期启动带来需求进一步改善。其次，通胀形势显著不同，原材料供给导致当前PPI的持续上行、而CPI相对较低；与之相反，2019年PPI持续低迷，而猪肉供给收缩导致CPI大幅抬升。最后，政策环境不尽相同，当前政策对传统动能“出清”的推进加快，受到的债务等压制也明显增强；而2019年政策重心在于加快“新经济”培育，对传统动能约束也弱于当下。

图15: 当前经济下行, 2019年三季度见底回升



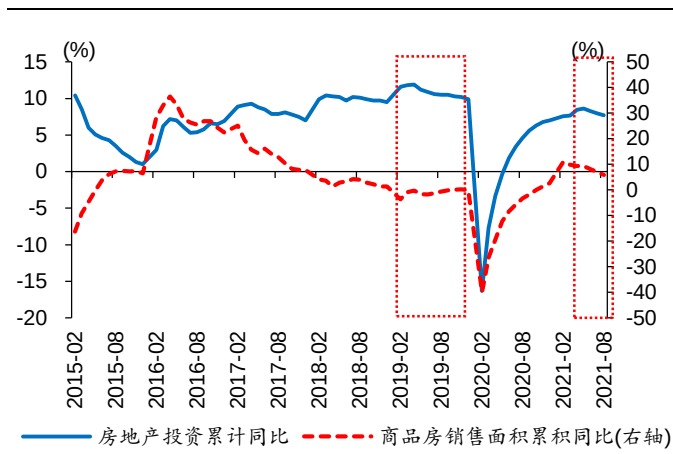
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 当前PPI上行, CPI低迷, 2019年CPI创新高



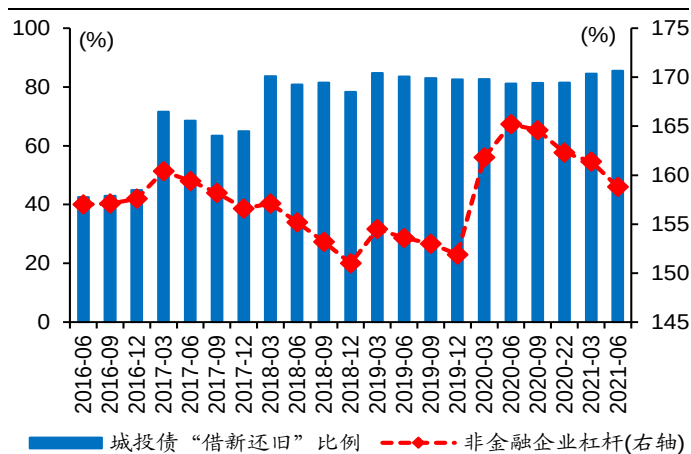
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 不同于2019年, 当前地产销售拖累投资逐步下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 当前债务杠杆压制要明显高于以往

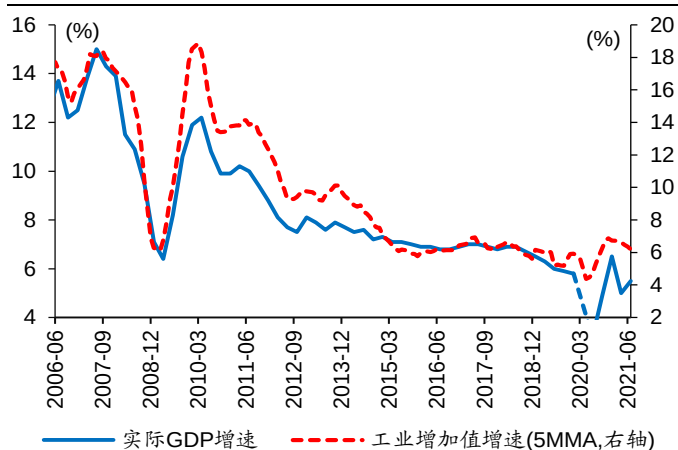


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、新时代开启下的“新”基准，利率中枢已然下移

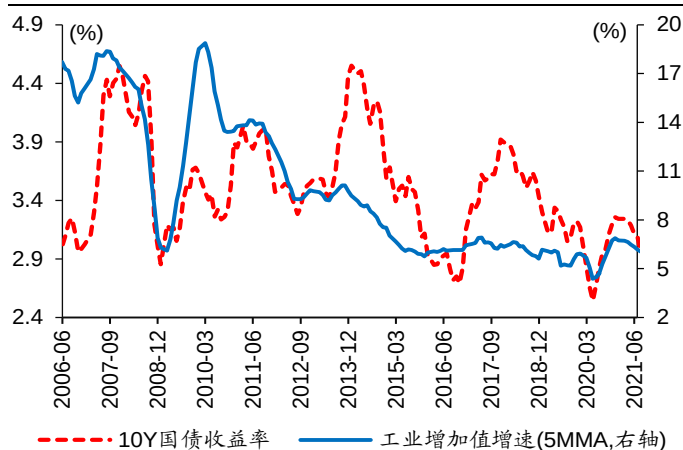
疫情期间，潜在增速水平已然下台阶，无论市场利率理应与之匹配，寻找“新”的定价基准。转型过程中，经济增速自2010年以来逐步下移，2015年之后一度进入平台期，2018年底又开始缓步下移；疫情期间，潜在增速水平进一步下台阶，已低于疫情前，经济增速已告别6%时代。与之相匹配的利率中枢，也相应随之下移，不宜再简单套用疫情前的利率基准，来锚定当前债券收益率中枢和变化区间。

图19: 疫情后, 经济增速已然下台阶



数据来源: Wind、开源证券研究所

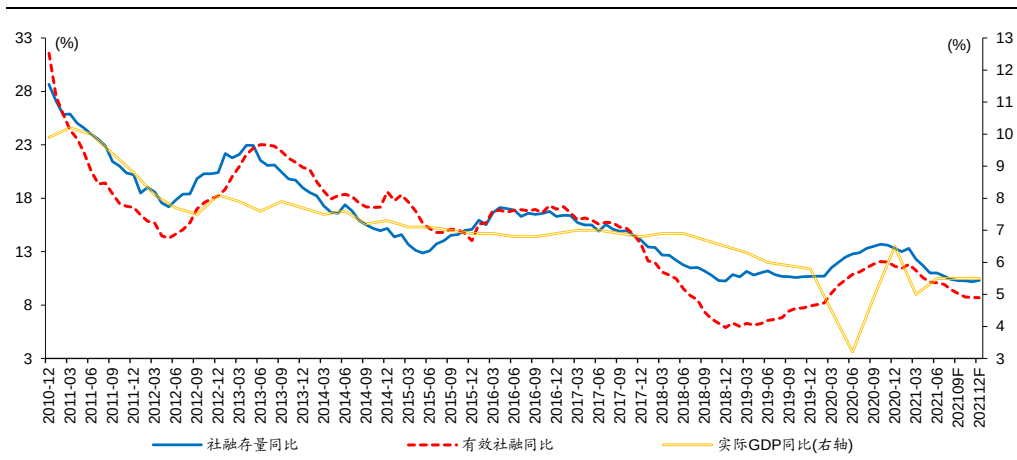
图20: 伴随经济增速下台阶, 利率中枢也随之下移



数据来源: Wind、开源证券研究所

部分同仁对信用修复寄予的期望过高, 社融增速需要与新的增长中枢相匹配, 合意的水平或就在 10-11% 区间。伴随社融增速回落至历史低点的 10.3%, 政策推动信用环境转向扩张的预期明显升温; 然而当前政策重心在“调结构”、明显淡化总量目标, 信贷政策“有保有压”、加强结构引导。更重要的是, 经济增速已然下台阶, 与之相匹配的社融增速也应随之下降、变动区间相应下移。

图21: 经济增速已下台阶, 与之匹配的社融增速也随之下降



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_26755

