

2021年10月11日

四季度，债市不存在变盘“魔咒”

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，债市震荡调整，市场变盘的担忧增多。以史为鉴，债市是否存在四季度变盘的“魔咒”，市场的核心驱动力是什么，未来如何演绎？本文梳理，可供参考。

● 四季度债市并不存在调整“魔咒”，债市表现不尽相同

回溯历史，债市在四季度走强和调整的次数大体相当，并不存在明显的变盘“魔咒”。2002年以来，债市四季度走强和调整的次数分别为8次和7次，最近10年走强和调整的次数均为4次；其中，2011年、2014年、2015年和2018年四季度债市明显走强、10年国债收益率平均下行约40BP，2012年、2013年、2016年和2017年出现调整、收益率平均上行30BP左右，其余年份四季度以震荡为主。即使债市在四季度出现调整，也并不一定意味着大熊市的开启，有时反而是在孕育新一轮机会。2011年以来的4次四季度调整，只有2016年四季度调整开启了大熊市；2012年四季度调整后，债市直到下一年年中才开始大幅调整；而2013年和2017年四季度调整后，债市随后进入“长牛”。债市在四季度4次走强，有3次随后仍延续相对强势；2019年和2020年四季度震荡市之后，债市重新走牛。

● 回溯历史，基本面明确下，流动性是债市核心驱动

债市在四季度走强，多伴随经济走弱；调整多出现在经济企稳阶段，但经济企稳并不必然带来债市的明显调整。四季度市场交易影响因素较多，不仅要判断下一阶段宏观形势，还面临流动性、年底调仓等扰动，使机构行为容易“纠结”。2010年以来债市四季度走强，多对应经济明显走弱，2011年、2014年和2018年较为典型；2019年和2020年四季度经济企稳，收益率先上后下、最终变化幅度有限。债市表现不同的核心在于流动性，流动性平稳宽松下，债市均会保持相对强势。四季度债市表现与经济基本面并非完全一一匹配，关键差异在于流动性，例如，2013年四季度经济已出现走弱迹象，但表外业务收缩带来的流动性紧张，使得机构仍需要承受“黎明前的黑暗”；2015年四季度经济已出现企稳迹象，流动性持续低位稳定，为机构加杠杆套息差提供便利，从而推动长端收益率持续下行。

● 综合考虑宏观形势，债牛基础牢固、不要轻易下车

当前宏观形势，与2018年四季度存在诸多相似之处；但收益率水平偏低，使得市场行为更加谨慎。两个阶段，均经历了信用环境持续收缩、信用风险加速暴露，地产和出口动能走弱下，经济加速回落的风险上升，供给收缩带来的部分商品价格大涨、推升通胀预期，同时货币流动性环境持续宽松、“资产荒”凸显等。然而，当前10年期国债收益率只有2.92%，远低于2018年10月初的3.62%左右水平。多重目标下，货币流动性环境仍有进一步宽松的的必要，继续强调，债牛基础牢固、不要轻易下车。《坚定债牛不动摇》指出，当前与过往三大不同，决定债市分析“基准”已变；尤其是眼下货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露、原材料涨价对中小企业“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境“呵护”；叠加经济增速下台阶、利率中枢下移、“资产荒”延续，皆指向债牛基础牢固。

● 风险提示：债务风险暴露，调控政策变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-全球能源危机，这次不一样》-2021.10.10

《宏观经济专题-从离岸债，看地产债务压力》-2021.10.7

《宏观经济专题-3分钟看清国庆全球要闻》-2021.10.6

目 录

1、 四季度债市不存在调整“魔咒”，表现不尽相同	3
2、 回溯历史，基本面明确下，流动性是债市核心驱动	4
3、 综合考虑宏观形势，债牛基础牢固、不要轻易下车	6
4、 风险提示	8

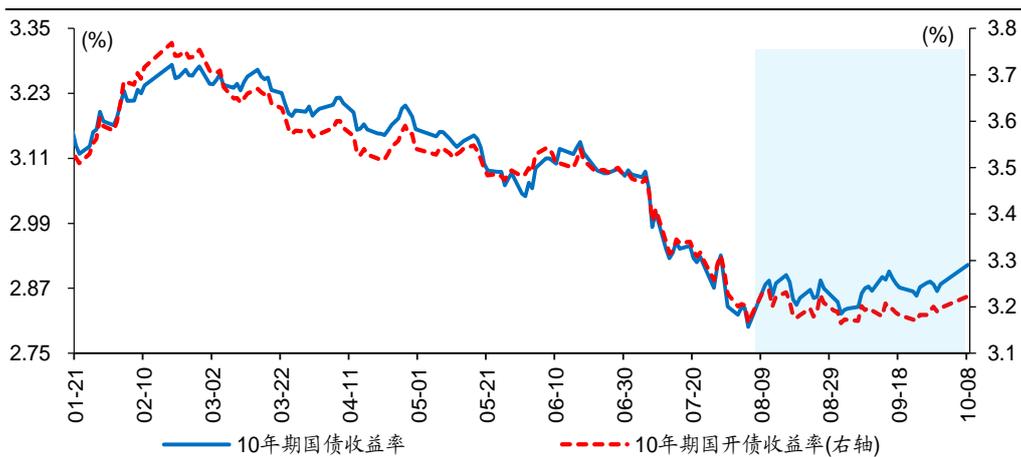
图表目录

图 1: 四季度来临之际，债市震荡调整	3
图 2: 2002 年以来，债市四季度走强和调整次数大体相当	3
图 3: 2018 年四季度收益率下行、2019 年和 2020 年震荡	3
图 4: 债市在四季度出现调整，并不一定对应大熊市的开始	4
图 5: 四季度债市调整多出现在经济基本面回暖阶段	4
图 6: 对应阶段，地产销售或出口表现较为突出	4
图 7: 债市调整阶段，资金利率明显抬升	5
图 8: 2015 年下半年短端利率保持低位稳定，有利于债市	5
图 9: 流动性平稳宽松下，“滚隔夜”加杠杆增厚收益	5
图 10: 杠杆行为往往强化“债牛”，反之调整较为明显	5
图 11: 2018 年和当前，经济均处于持续下行通道	6
图 12: 两个阶段地产投资和出口均见顶回落	6
图 13: 地方债务压制加速显性化	6
图 14: 上游企业利润高增长，中下游企业持续亏损	6
图 15: 疫情后，经济增速已然下台阶	7
图 16: 伴随经济增速下台阶，利率中枢也随之下移	7
图 17: 地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口	7
图 18: 伴随信用债大规模到期，再配置压力凸显	7

1、四季度债市不存在调整“魔咒”，表现不尽相同

四季度来临之际，债市震荡调整，市场对债市出现“变盘”的担忧加剧。8月中旬以来，债市一改单边下行态势、波动明显加大，10年期国债收益率在2.87%附近震荡调整近2个月，多次出现单日上行或下行超过3BP的情况，10月8日更是单日上行3.6BP、重回2.9%以上。近期，美债利率的大幅上行、国内通胀预期升温等，进一步加大市场对四季度债市调整甚至转熊的担忧。

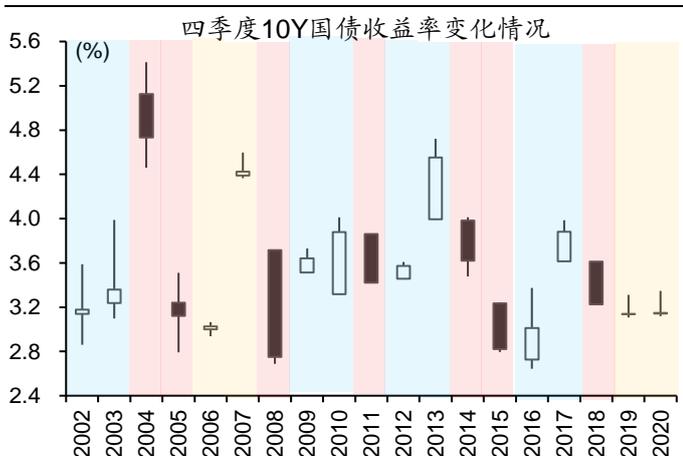
图1：四季度来临之际，债市震荡调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

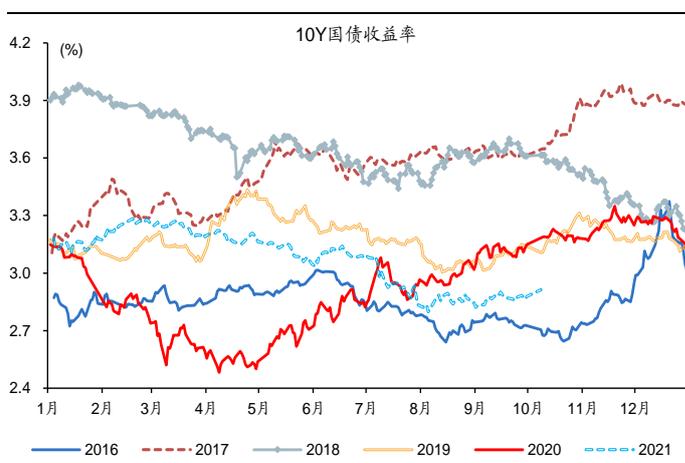
回溯历史，债市在四季度走强和调整的次数大体相当，并不存在明显的变盘“魔咒”。2002年以来，债市四季度走强和调整¹的次数分别为8次和7次，还有4次震荡。最近10年四季度走强和调整的次数均为4次，其中2011年、2014年、2015年和2018年四季度债市明显走强、10年期国债收益率平均下行约40BP，2012年、2013年、2016年和2017年出现调整、收益率平均上行30BP左右，其余年份以震荡为主。

图2：2002年以来，债市四季度走强和调整次数大体相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2018年四季度收益率下行、2019年和2020年震荡

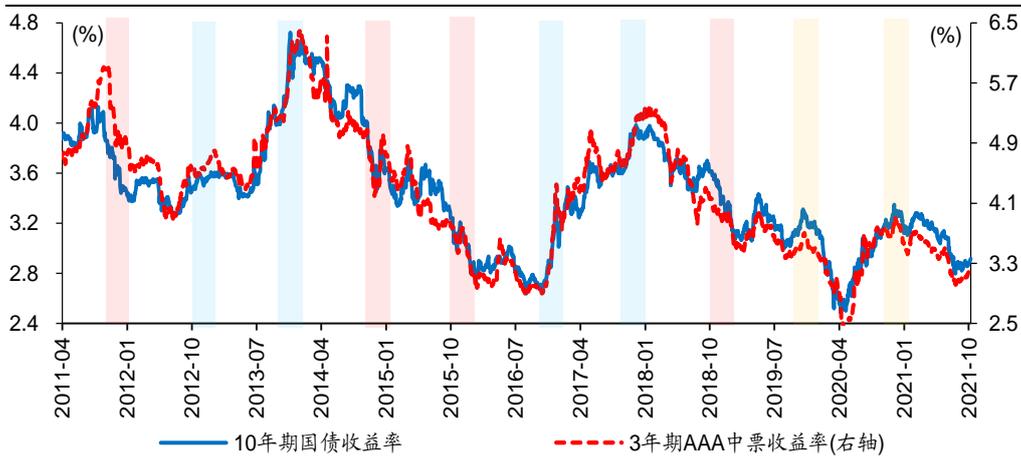


数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 本文将四季度10年期国债收益率整体上行10BP以上、收益率变化最大区间在15BP以上定义为调整；整体下行10BP以上、收益率最大变化区间在15BP以上定义为走强；其他情况归为震荡，收益率整体变化不超过5BP、震荡区间基本在20BP左右或以内。

即使债市在四季度出现调整，也并不一定意味着大熊市的开启，有时反而是在孕育新一轮机会。2011年以来的4次四季度调整，只有2016年四季度调整开启了大熊市；2012年四季度调整后，债市直到下一年年中才开始大幅调整；而2013年和2017年四季度调整后，债市随后进入“长牛”。债市在四季度4次走强，有3次随后仍延续相对强势；2019年和2020年四季度震荡市之后，债市重新走牛。

图4：债市在四季度出现调整，并不一定对应大熊市的开始

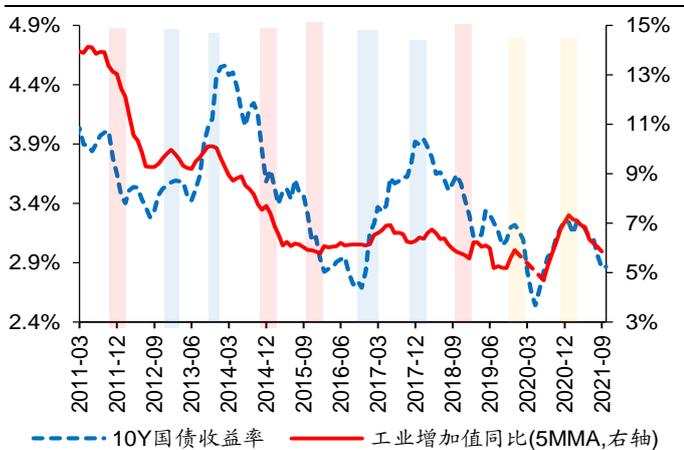


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、回溯历史，基本面明确下，流动性是债市核心驱动

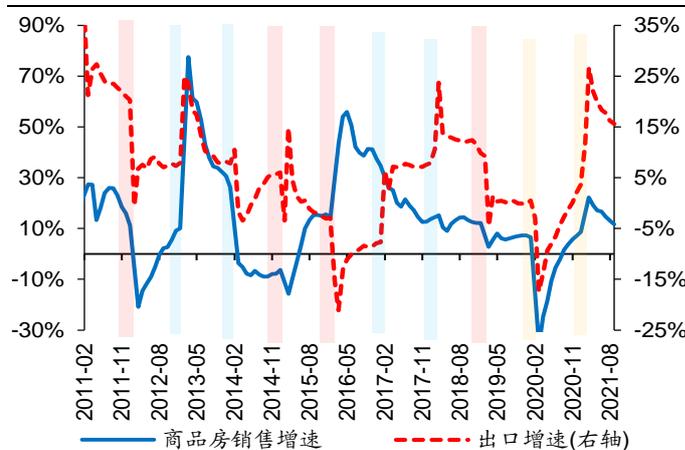
债市在四季度走强，多伴随经济基本面走弱；调整多出现在经济企稳阶段，但经济企稳并不必然带来债市的明显调整。四季度市场交易影响因素较多，不仅要判断下一阶段宏观形势，还往往面临流动性、年底调仓等扰动，使得机构容易“纠结”。2010年以来债市四季度走强，多对应经济明显走弱，2011年、2014年和2018年较为典型；债市明显调整多出现在经济企稳阶段，但2019年和2020年四季度经济企稳，长端收益率先上后下、最终的变化幅度有限（详情参见《债市牛熊之辩》）。

图5：四季度债市调整多出现在经济基本面回暖阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

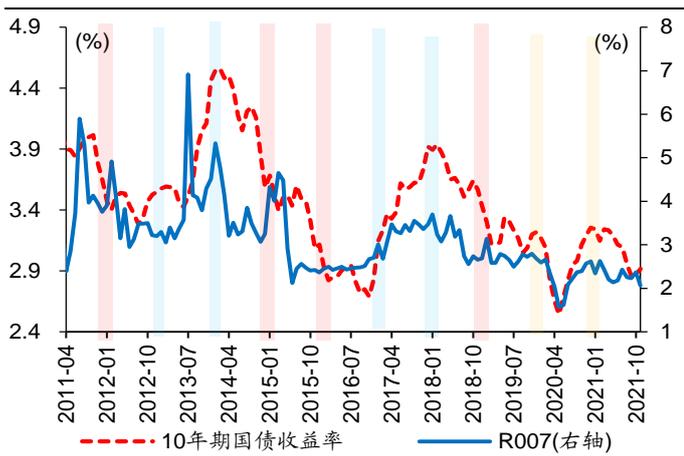
图6：对应阶段，地产销售或出口表现较为突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

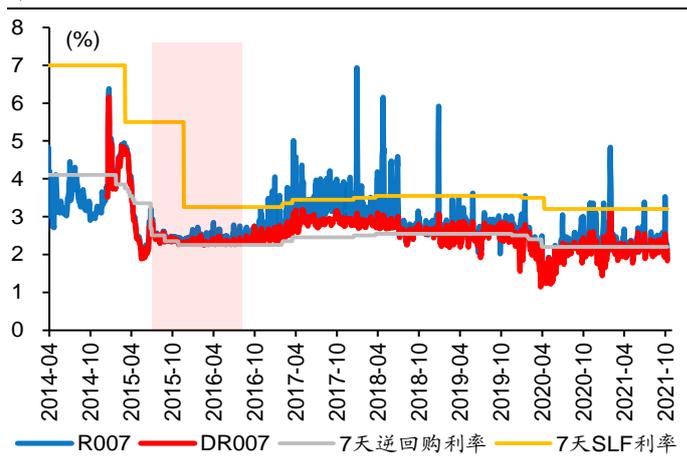
债市表现不同的核心在于流动性，流动性平稳宽松下，债市均会保持相对强势。四季度债市表现与经济基本面并非完全一一匹配，关键差异在于流动性，例如，2013年四季度经济已出现走弱迹象，但表外业务收缩带来的流动性紧张，使得机构仍需承受“黎明前的黑暗”；2015年四季度经济已出现企稳迹象，流动性持续低位稳定，长端收益率持续下行。

图7：债市调整阶段，资金利率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

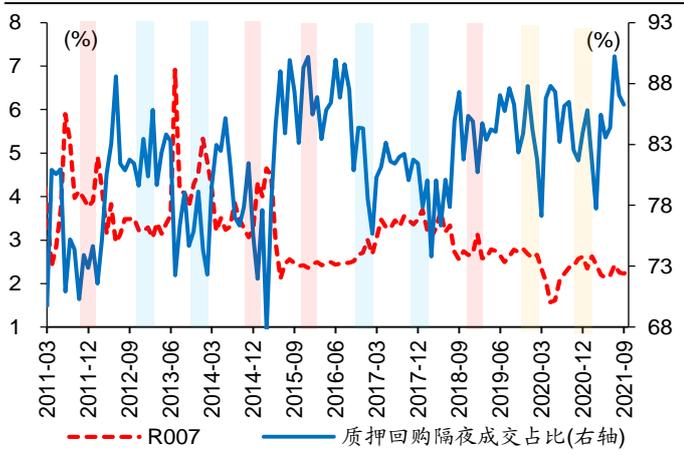
图8：2015年下半年短端利率保持低位稳定，有利于债市



数据来源：Wind、开源证券研究所

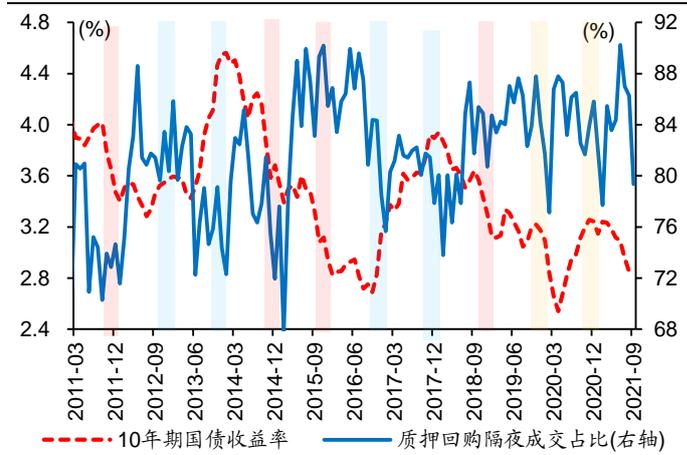
机构行为方面也有变化，杠杆行为强化债牛，杠杆高位回落往往对应债市调整。2015年和2018年四季度，流动性平稳宽松下，机构“滚隔夜”杠杆行为明显增多，隔夜质押回购成交占比触及88%的高位、一度高达90%以上，使得债市表现一度对基本面不敏感，推动收益率进一步下行。相反，2016年、2017年、2019年和2020年四季度，资金成本抬升、杠杆回落，债市明显调整（详情参见《战略看多债市》）。

图9：流动性平稳宽松下，“滚隔夜”加杠杆增厚收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：杠杆行为往往强化“债牛”，反之调整较为明显

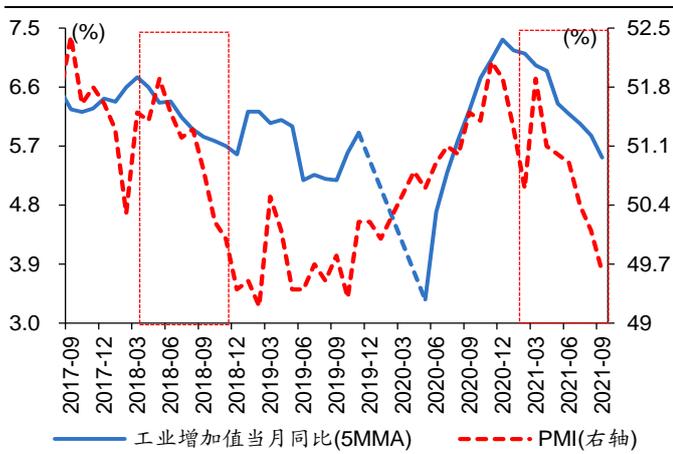


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、综合考虑宏观形势，债牛基础牢固、不要轻易下车

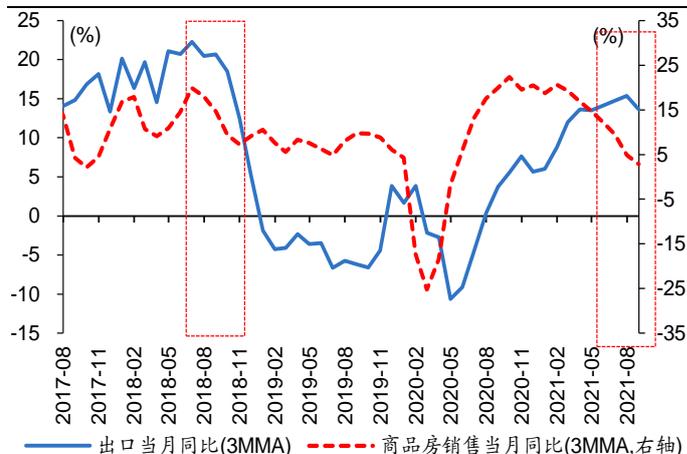
当前宏观形势，与2018年四季度存在诸多相似之处；但收益率水平偏低，使得市场行为更加谨慎。两个阶段，均经历了信用环境持续收缩、信用风险加速暴露，地产和出口两大动能走弱下，经济加速回落的风险上升，供给收缩（2018年非洲猪瘟致猪肉供给收缩，当前原材料供应短缺）带来的部分商品价格大涨、推升通胀预期，同时货币流动性环境持续宽松、“资产荒”凸显等。然而，当前10年期国债收益率只有2.92%，远低于2018年10月初的3.62%左右水平。

图11: 2018年和当前，经济均处于持续下行通道



数据来源: Wind、开源证券研究所

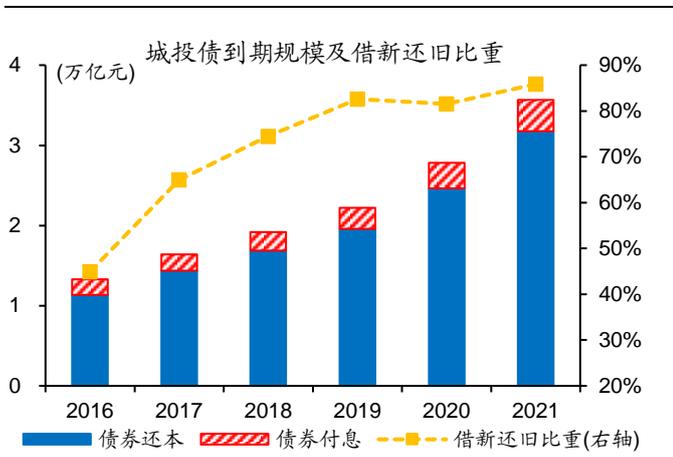
图12: 两个阶段地产投资和出口均见顶回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

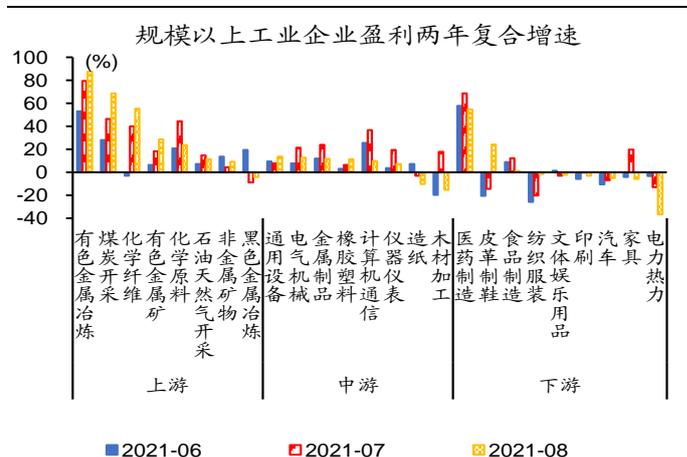
多重目标下，货币流动性环境仍有进一步宽松的的必要，继续对债牛形成有力支撑。2013年、2016年和2017年四季度债市调整，均缘于防范金融风险下，货币流动性的收紧。眼下，政策要服务于经济、防风险等多重目标，传统动能的加速走弱，叠加限电限产等影响，经济加速回落的风险上升；原材料大幅涨价，使得原本尚未完全从疫情影响走出的中小企业生存更加困难；地方债务和地产债务风险的加速暴露，加大金融风险等，均需要宽松的货币流动性环境“呵护”。

图13: 地方债务压制加速显性化



数据来源: Wind、开源证券研究所

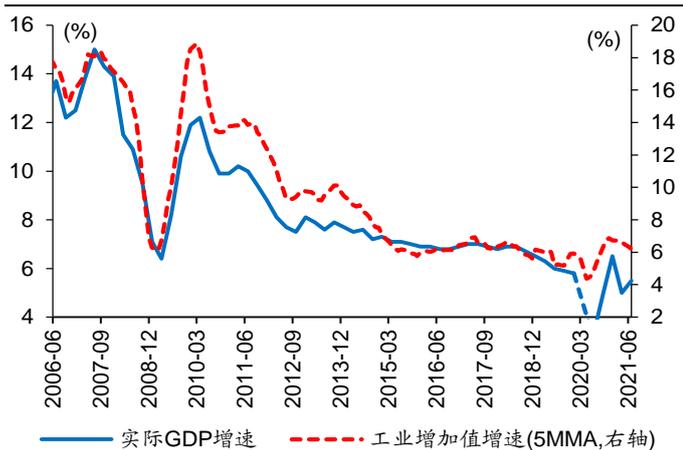
图14: 上游企业利润高增长，中下游企业持续亏损



数据来源: Wind、开源证券研究所

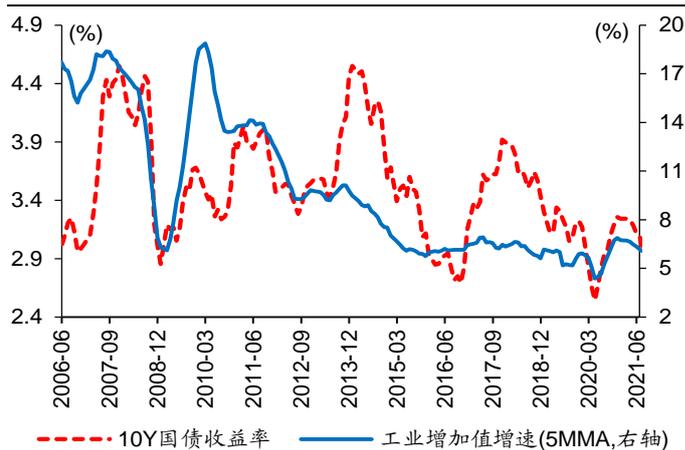
重申观点，债牛基础牢固、不要轻易下车，调整或提供加仓机会。我们在《坚定债牛不动摇》中指出，当前与过往存在三大不同，调结构、防风险政策持续推进对传统引擎的硬约束、“资产荒”现象持续时间或比较久、多目标下的货币流动性中性偏松，均对债市形成有力支撑。经济潜在增速已然下台阶、彻底告别6%时代，与之相匹配的合意社融增速或在10-11%附近；与“新基准”相匹配，“合理”的利率中枢也已下台阶，长端收益率波动区间也随之下移，不宜简单套用疫情前的分析基准。

图15: 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16: 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

图17: 地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口

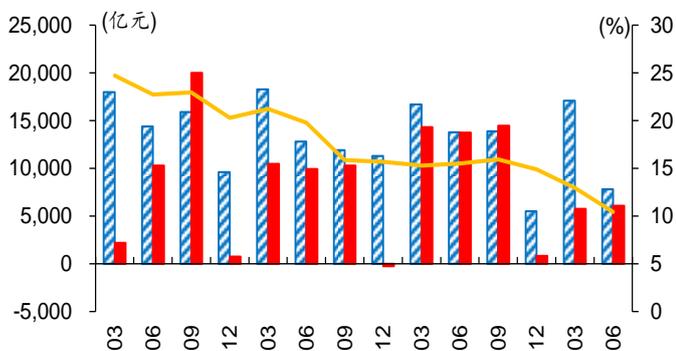
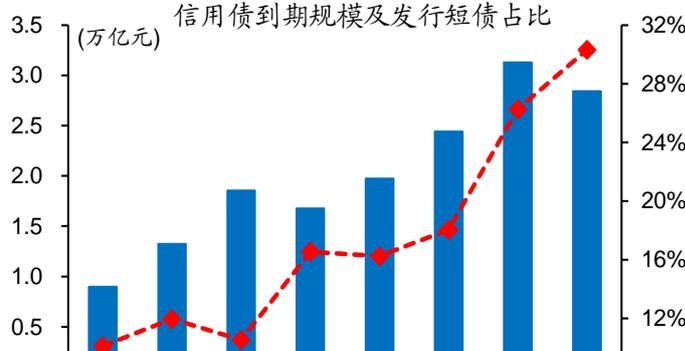


图18: 伴随信用债大规模到期，再配置压力凸显



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_27470



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn