



粤开证券专题研究

为什么我们不看好债券

2019 年 12 月 17 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

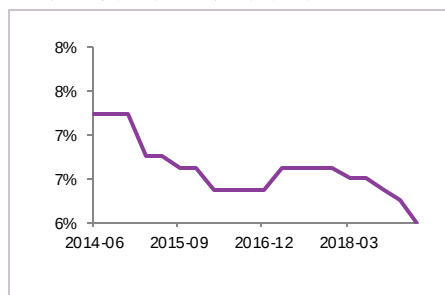
分析师：钟林楠

执业编号：S0300519110001

电话：010-66235779

邮箱：zhonglinnan@y kzq.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《稳增长之年——评 1206 政治局会议》

2019-12-06

《贸易顺差可能继续收窄——评 11 月进出口数据》 2019-12-08

《警惕低存栏下猪价反弹压力——评 11 月物价数据》 2019-12-10

《一文看懂中央经济工作会议》

2019-12-12

《经济底部已经出现——评 11 月经济数据》 2019-12-16

为什么我们不看好债券

在周一超预期好转的经济数据公布后，国债期货走出了一波先下后上 V 型反转，从利空到利空出尽，市场的走势与预期迅速发生了转变。

这不是第一次了，整个 12 月，债市利空频出，但每一次的利空，债市的走势都像是利空出尽一般，总有机构在收益率出现小幅调整后入场 TKN。金融数据如此，通胀数据如此，中美贸易谈判好转也是如此。

是什么导致了多头顶着利空买买买，债券收益率逢利空不跌？这种现象能持续多久，我们该如何看待后市？

我们认为债市的坚挺有三大因素支撑，后续除非有更强的触发剂改变了投资者的预期，否则短期内债市的震荡格局还将持续，长期随着时间的推移，利率向上调整的风险会持续加大。

风险提示：经济基本面不及预期，货币政策超预期宽松



图表目录

图表 1: 1 年期以上定开债基规模在 2019 年三季度开始放量	3
图表 2: 三年期国开表现较好, 期限利差在三年期部分扩张	3



在周一超预期好转的经济数据公布后，国债期货走出了一波先下后上 V 型反转，从利空到利空出尽，市场的走势与预期迅速发生了转变。

这不是第一次了，整个 12 月，债市利空频出，但每一次的利空，债市的走势都像是利空出尽一般，总有机机构在收益率出现小幅调整后入场 TKN。金融数据如此，通胀数据如此，中美贸易谈判好转也是如此。

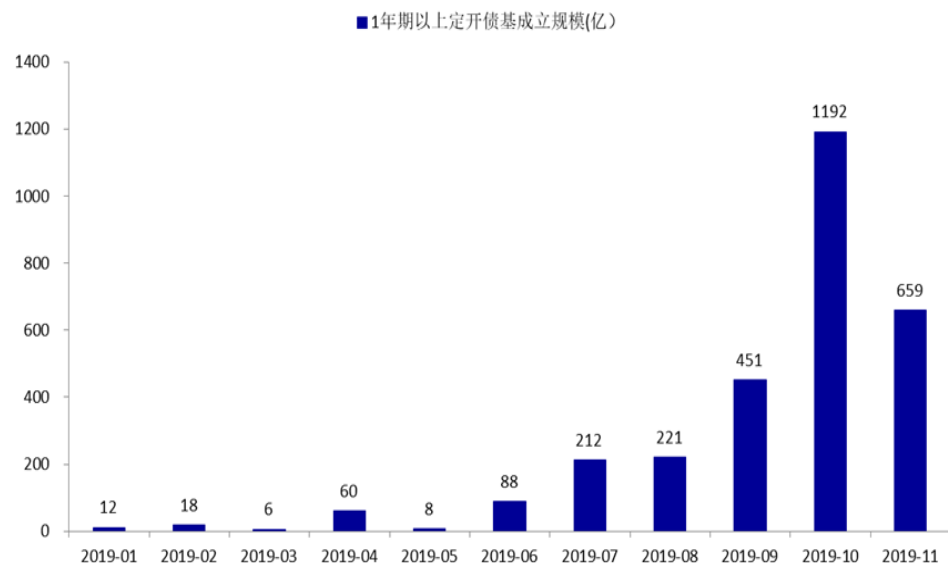
是什么导致了过去一段时间多头顶着利空买买买，债券收益率逢利空不跌？这种现象能持续多久，我们又该如何看待后市？

我们认为债市的坚挺有三大因素支撑，后续除非有更强的触发剂改变了投资者的预期，否则短期内债市的震荡格局还将持续，但长期随着时间的推移，利率向上调整的风险会加大。

1、钱多是硬道理。最近一个月以来，银行间市场的流动性非常充裕，资金面非常宽松，R007 中枢有进一步下行的迹象，这给多头买买买与加杠杆提供了最重要的支持。

在钱多的环境下，由于免税+资产荒+监管限制代替货基+稳定性净值不回撤等优势，摊余成本法债基成为了最大的吸金池，规模明显放量（图表 1 以 1 年期以上定开债基规模作为替代），是近期债市最主要的买盘。

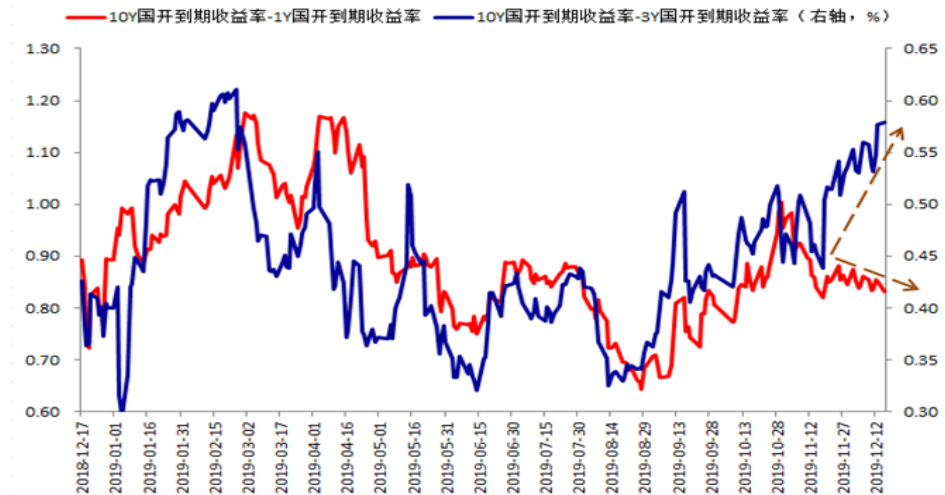
图表1： 1 年期以上定开债基规模在 2019 年三季度开始放量



资料来源：粤开证券，wind

不同于普通的公募债基，摊余成本法债基是买入持有到期+杠杆策略。成立后，资金划转过来，公募会马上面临较强的配置做收益压力，空仓等待收益率调整再买入的代价与成本太高，市场上与锁定期限相匹配且具有相对高收益的个券规模有限。若机构一旦晚配置，那么很有可能合适期限的个券收益率已经被其他机构买下，因此他们会不顾时点，在市场上踩踏式的买入收益率具有相对优势的老券，比如 3-5 年的国开等品种，以获得更高的收益率水平。这也是为什么最近中短期限的利率品种表现相对 10 年期更佳的主要原因。

图表2： 三年期国开表现较好，期限利差在三年期部分扩张



资料来源：粤开证券，wind

同时，在钱多的环境下，今年与过去不同的一点是，今年风险事件频发，对投资者的冲击更强，使投资者可投资的资产选项更少。

校企首次违约、银行被托管（存单投资要求更高）、城投技术性违约等事件让债市的传统信仰接连被打破，各家金融机构的风控与内控门槛更为严格，能够配置的资产减少且趋同，部分风险偏好较低的银行甚至只能投资利率债，这导致资产端带给投资者的回报率下滑的很快。

但负债端由于规模竞争，成本偏刚性，下行速度缓慢，金融机构除了传统的配置外，可能还要更多要去做交易博收益。

在流动性宽松的环境下，债市调整的风险有限，且多头持仓能获得更具确定性与更高的票息收益保护，比借券做空（获取资本利得）或单纯的空仓收益更厚，因此造成了具有刚性负债成本的金融机构有动力在宽松的资金面环境下 TKN 收券。

2、货币宽松预期给了机构做多的支撑。11 月中下旬央行超预期的降息，让不少投资者认定货币政策开启了宽松的降息周期，收益率未来将随着政策利率的牵引而趋于下行，这给了交易盘提前入场买买的底气。

从历史上看，货币政策在中短期内一般具有稳定性，只要开始降息，开启降息周期，就没有哪一次是只降息一次就结束的，所以未来降息仍有可能。中央经济工作会议提出“降低社会融资成本”，则进一步加强了市场对央行继续降息的预期。

如果央行没有释放明显的降息周期暂停（结束）或货币收紧的信号，那么未来每次 MLF 操作，市场总会有机构对调整利率抱有期待。

而且通常来说，货币政策的变化要晚于经济基本面的变化，在现在货币政策主要着重于稳增长的情况下，除非看到经济基本面持续的企稳回升，否则货币政策宽松便难以退出。

甚至有部分机构认为，央行降息正是基于对经济基本面未来仍然严峻的认知，如果央行都认定经济增长动能尚显不足，那么继续入场做多便没有实质性的调整风险。

3、怀疑经济基本面改善的持续性会让机构提前下手。当前，大多数投资者对经济都是“短多长空”的看法，认为经济内生的增长动力不足，在稳增长的政策红利过去后，



经济基本面又会重新趋于回落。这使得大部分投资者都预期利率会有一波调整，在等待调整后，利率将处于更高的位置，安全边际会更高，做多的风险也会更低。

但如果大部分投资者都抱有这种预期，那么大的调整可能根本就不会出现。

就像如果大家都在等待 10 年国债到期收益率升至 3.4%，再入场做多，那么总会有聪明的资金提前在 3.2%或者 3.3%的点位抢跑。这导致收益率在调整后就会马上被机构买下，3.4%的位置会一直达不到。而当收益率真正达到 3.4%时，投资者等待调整到位再进场的预期可能就已经发生了根本性的变化。

4、从本质上讲，债市收益率坚挺的状态是资金面和基本面的对立，在短期内由于稳增长降成本的诉求，宽货币和基本面弱企稳会并存，收益率或继续呈现震荡的状态。但拉长时期来看，对立终究要走向统一。

在形势更为明朗前，我们不建议交易型的投资者押重注入场拉长久期，做多的风险收益比在当前的环境下仍然偏低。

一方面在明年全面建设小康社会的政策目标导向下，稳增长的效率与力度会比今年更强，基本面改善的持续性可能会超出市场预期，使钱多缺资产的状态得到改善，进而对投资者“短多长空”的基本面预期造成冲击。

另一方面，货币政策的定力要比 2016 年更强，即使宽松，其力度也会比当时更小，加之资管扩张的基础不再，钱多的力量不如 2016 年来的疯狂，如今已经偏低的收益率短期即使选择继续向下，其空间也不会太大。

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_8291

