2021 年 09 月 22 日

坚定债牛不动摇

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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

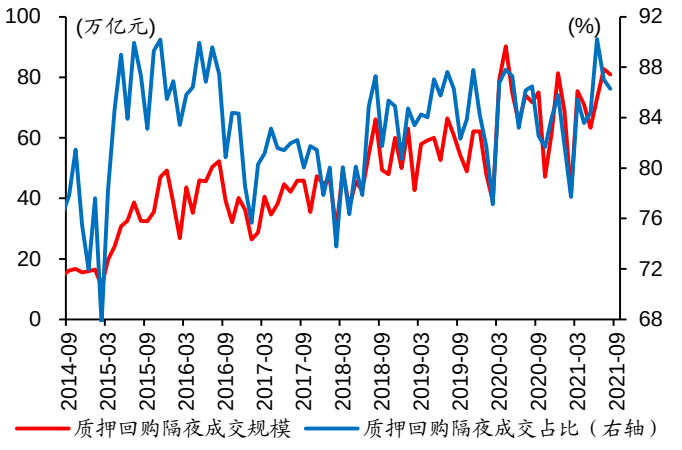
图表目录

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剩较大额度没有发行 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

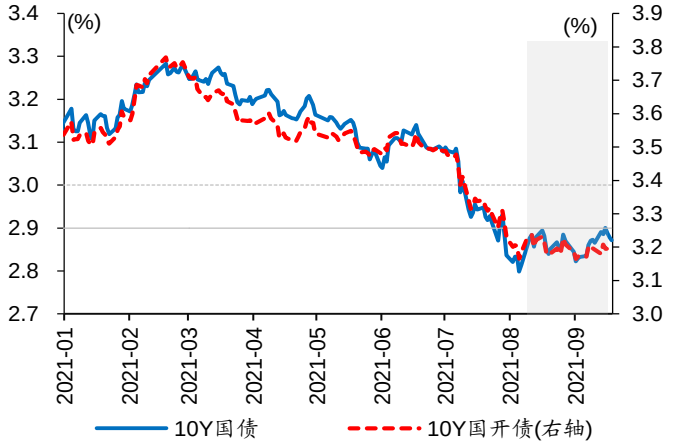
交易拥堵下，近期债市震荡调整、多空分歧较大，市场心态较为“纠结”。伴随长端收益率降至低位，机构通过“滚隔夜”加杠杆等来增厚收益，使得近 3 个月隔夜质押回购日均成交规模超 3.5 万亿元、占全部成交比重接近 90%。8 月中下旬以来，债券市场一改单边下行趋势、进入震荡调整区间，10 年期国债收益率在 2.85%附近窄幅变化；9 月初以来，收益率一度震荡上行、从 2.82%上行至 2.90%。

图1：隔夜质押回购规模及占比均处于历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

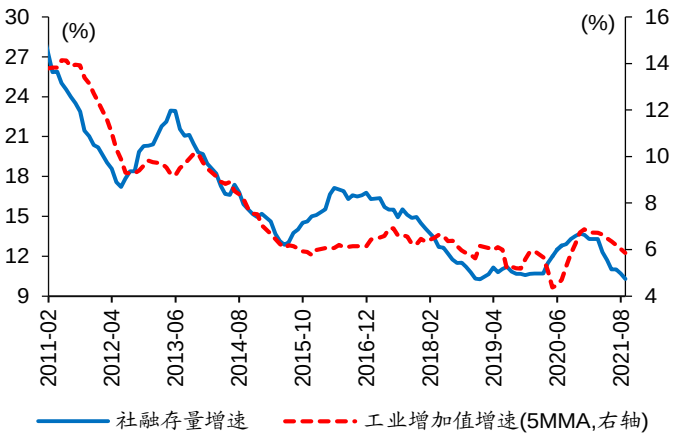
图2：近期，债市窄幅震荡调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

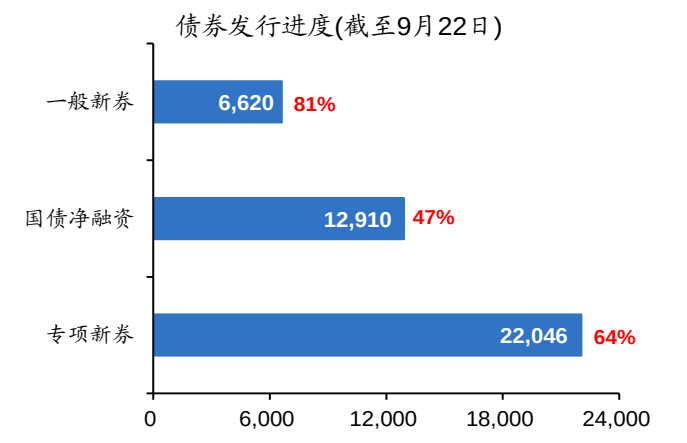
市场偏空的观点有所增多，对信用扩张、经济改善、通胀上升及供给冲击等担忧上升。交易拥堵下，机构行为对各种因素变化较为敏感，尤其在社融和经济增速加速回落过程中，对政策托底带来的“宽”信用、经济边际改善等预期明显升温；而原材料价格持续上涨下，核心 CPI 的修复加大市场对通胀的担忧。此外，前期地方债和国债发行偏慢，或导致年底债券供给压力大于以往同期。

图3：社融增速和工业增加值增速均回落至低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

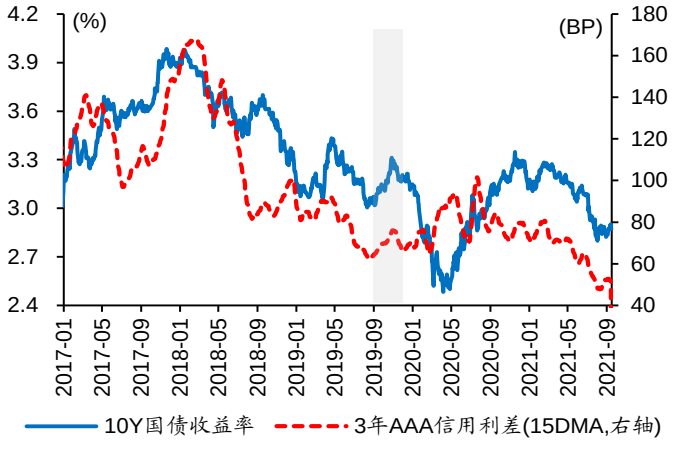
图4：年内地方债和国债还剩较大额度没有发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

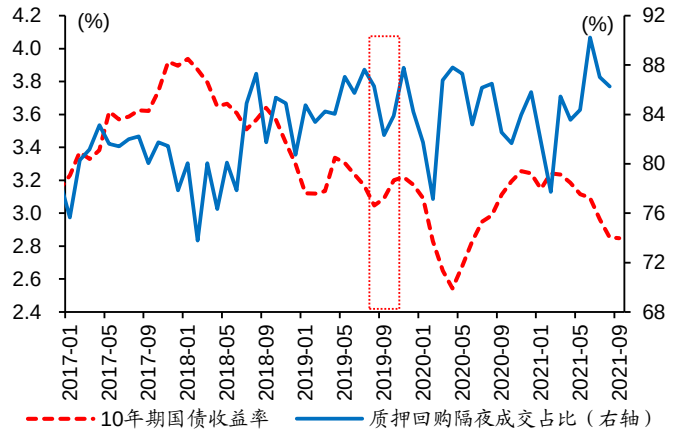
部分同仁担心，类似 2019 年三四季度之交的债市快速调整再现。2019 年三季度市场环境与当前情况较为类似，长端收益率经历大幅下行、信用利差收窄至历史低位，机构通过“滚隔夜”等加杠杆。当时，工业增加值和工业产成品库存均回落至近年来低位，市场对新一轮库存周期开启、经济改善的预期升温；而猪价上涨下，CPI 持续抬升、创近年来新高。交易拥堵，叠加经济、通胀等干扰，导致债市在 2019 年 8 月至 10 月出现调整，10 年期国债收益率从 8 月中旬的 3%上行至 10 月底的 3.31%。

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

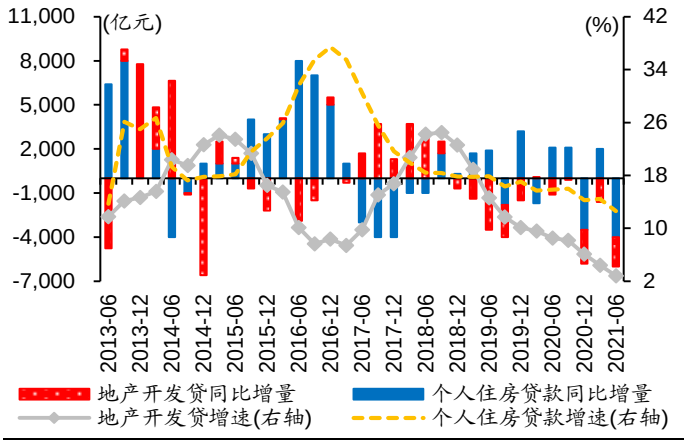
图6：对应阶段，“滚隔夜”杠杆高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

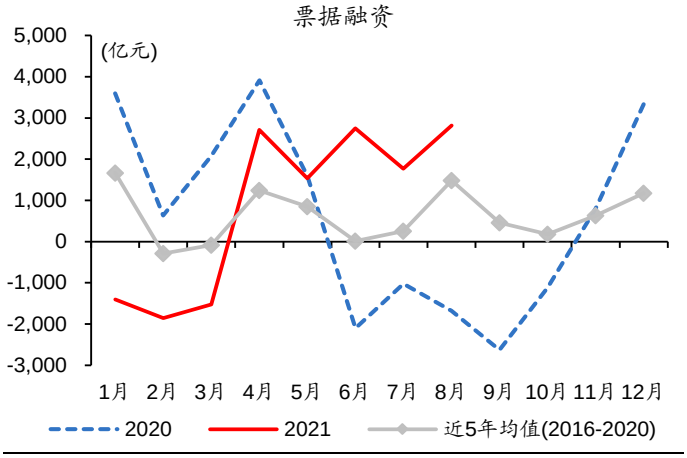
偏多的观点认为，信用转宽尚需时日、经济走弱延续、资产欠配显著等，仍对市场形成有力支撑。地产调控下，相关融资持续收缩，开发贷二季度净融资转负、余额增速创新低的 2.8%，以按揭贷为主的居民中长贷连续 4 个月同比下降，对经济的拖累已逐步显现；同时，实体需求持续走弱，票据融资连续 3 个大幅“冲量”，意味着信用环境转向扩张需要的时间可能比较长。融资收缩下，地方债的供给，较难改变“资产荒”的格局，机构欠配现象或仍将延续。

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



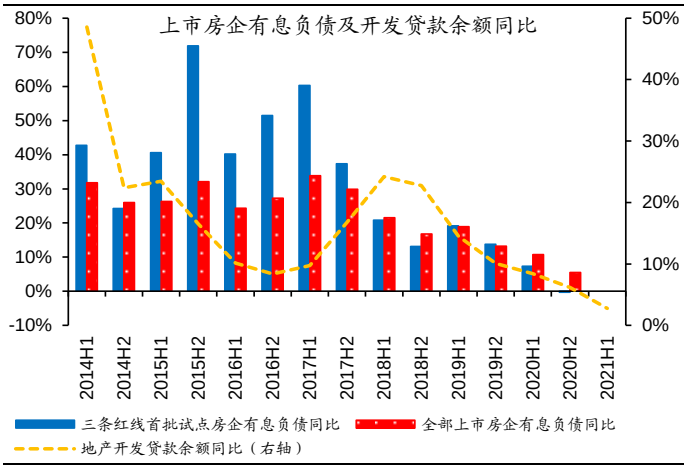
数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

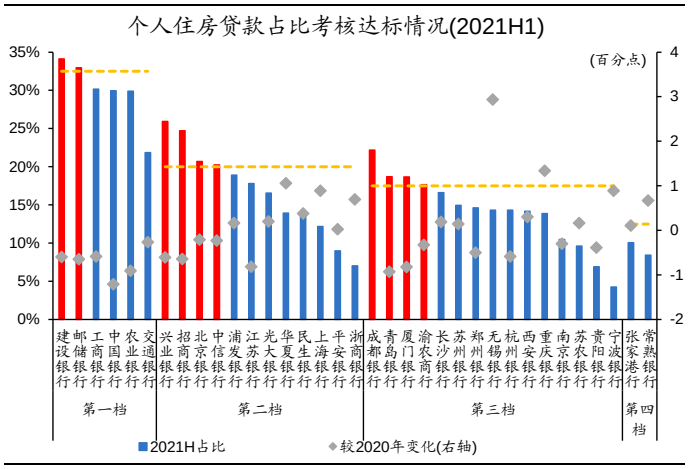
2020 年中以来，“防风险”相关政策的推进，对传统引擎形成了硬约束，调结构的决心与定力非常坚定。不同以往，本轮地产调控手段更加侧重房企融资监管（详情参见《地产调控，这次不一样？》），三条红线、贷款集中度考核等，对房企融资的影响仍在持续显现中。同时，地方债务监管进一步加强，限制存量债务过高、涉及隐性债务主体新增贷款和债券等融资，加强地方债使用绩效管理，要求落实“地方党政同责”（详情参见《城投债，收紧号角响起？》）。

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

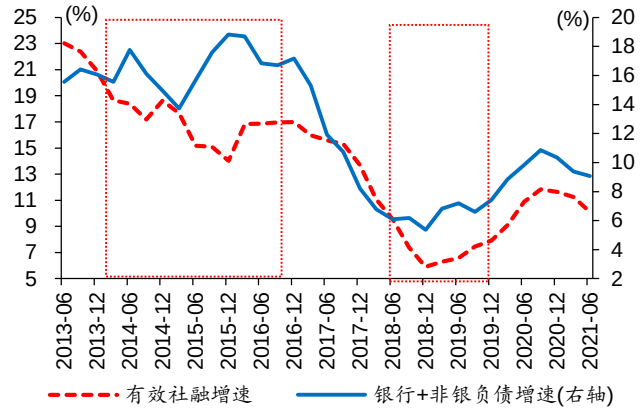
图10： 部分银行个人住房贷款集中度超过上限



数据来源：银行定期报告、开源证券研究所

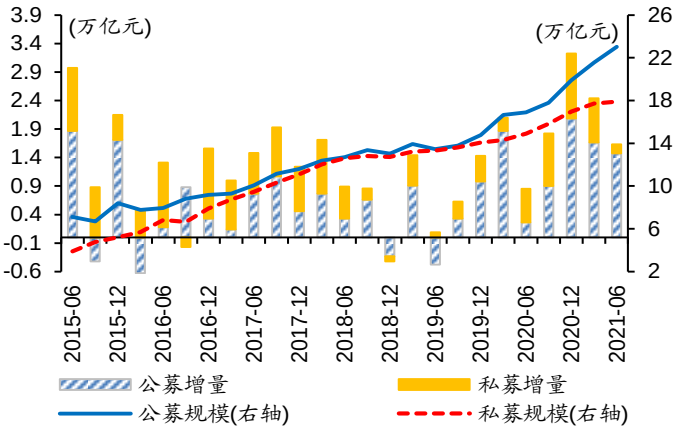
“防风险”、“调结构”过程中，转型“攻坚”阶段的“资产荒”现象或持续存在。“资产荒”本质上是资金与资产的不匹配，类似现象此前出现过两轮，第一轮核心矛盾在资金端，第二轮在资产端。本轮“资产荒”受资产端和资金端双重驱动，地产和城投平台等相关融资收缩，同时资金也加速流向金融机构；背后反映的是调结构下，资金与资产端再匹配的过程中带来的结构错配。转型“攻坚”阶段，传统板块持续出清，决定了本轮“资产荒”或仍将延续（详情参见《“资产荒 3.0 时代”》）。

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

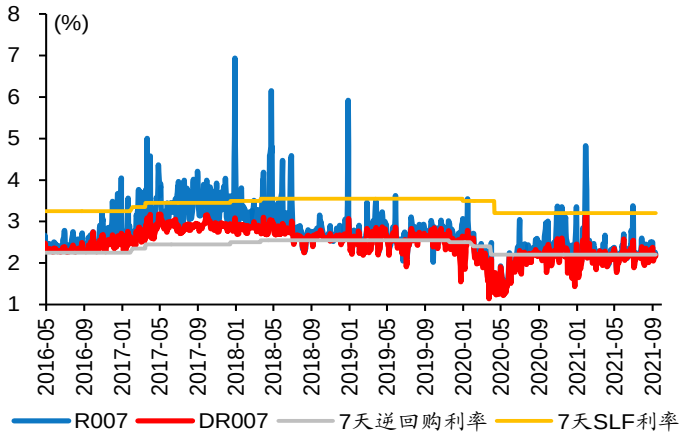
图12：基金新增规模明显上量



数据来源：Wind、开源证券研究所

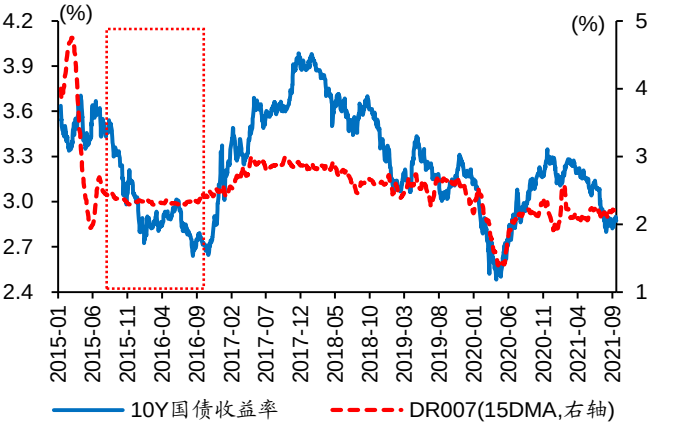
多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现。回溯历史，过去两轮债牛均终结于流动性转向，2016 年底缘于货币政策“收短放长”服务金融防风险，2020 年中伴随经济修复货币政策回归常态。眼下，政策要服务于经济、防风险等多重目标，利率走廊调控日趋成熟的背景下，货币市场利率或持续低位水平保持低波动，类似 2015-2016 年的部分时段。

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

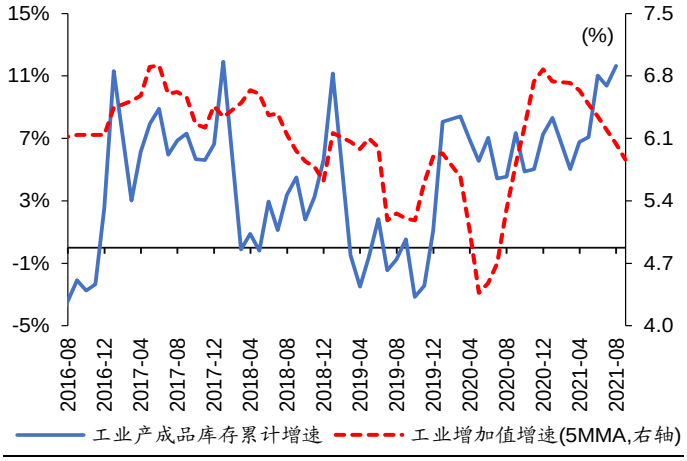
图14：短端利率保持低位稳定，有利于长端表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

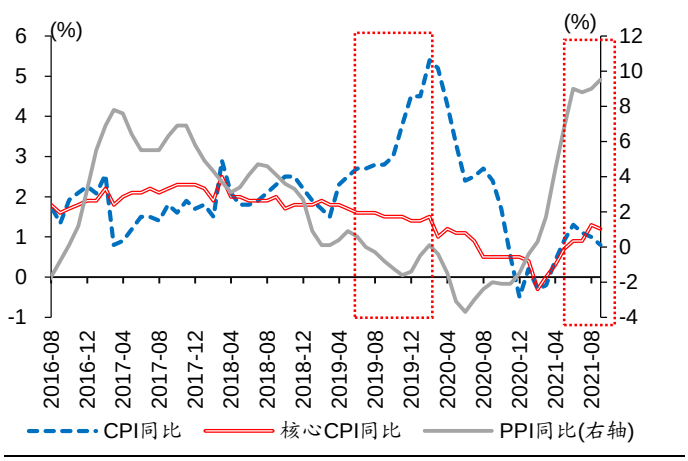
当下与 2019 年的经济与政策环境存在三大不同，无需过度担忧。首先，经济基本面差异明显，当前经济处于下行通道，地产链条全面降温、实体需求低迷；而 2019 年三季度经济景气见底后逐步回升，市场担忧库存周期启动带来需求进一步改善。其次，通胀形势显著不同，原材料供给导致当前 PPI 的持续上行、而 CPI 相对较低；与之相反，2019 年 PPI 持续低迷，而猪肉供给收缩导致 CPI 大幅抬升。最后，政策环境不尽相同，当前政策对传统动能“出清”的推进加快，受到的债务等压制也明显增强；而 2019 年政策重心在于加快“新经济”培育，对传统动能约束也弱于当下。

图15：当前经济下行，2019 年三季度见底回升



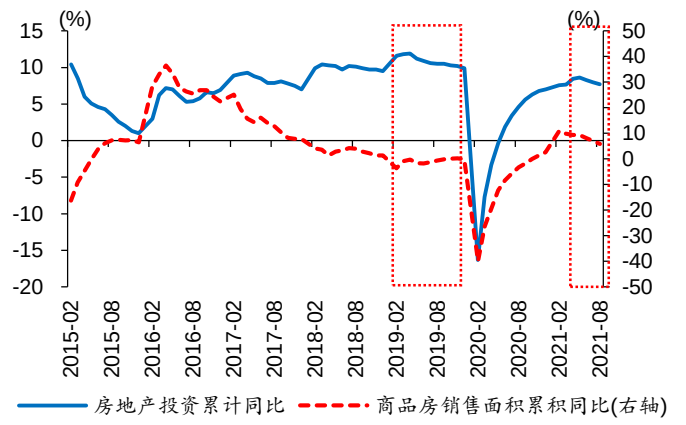
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：当前 PPI 上行、CPI 低迷，2019 年 CPI 创新高



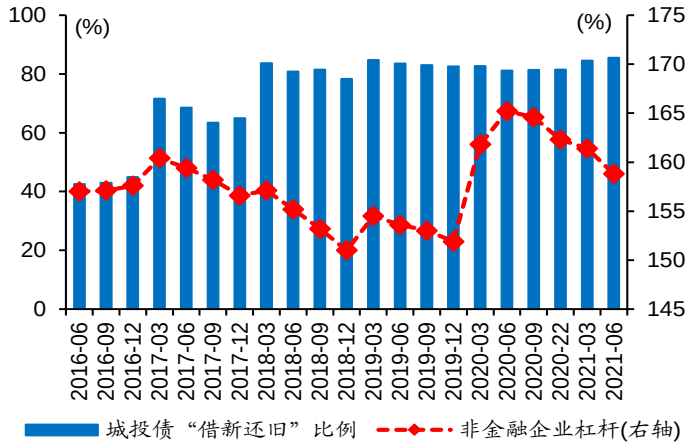
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

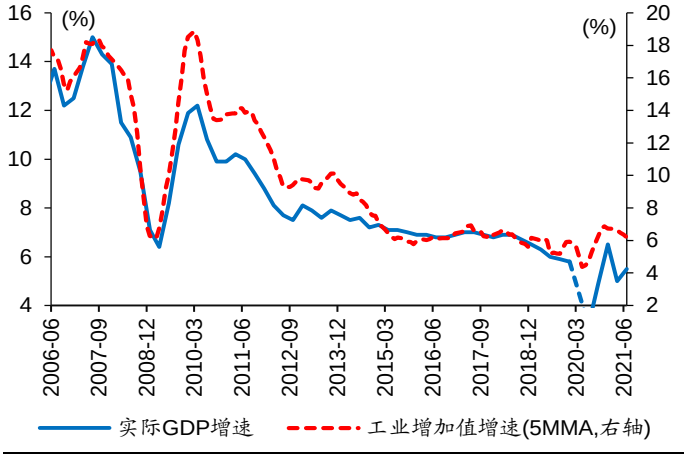


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、新时代开启下的“新”基准，利率中枢已然下移

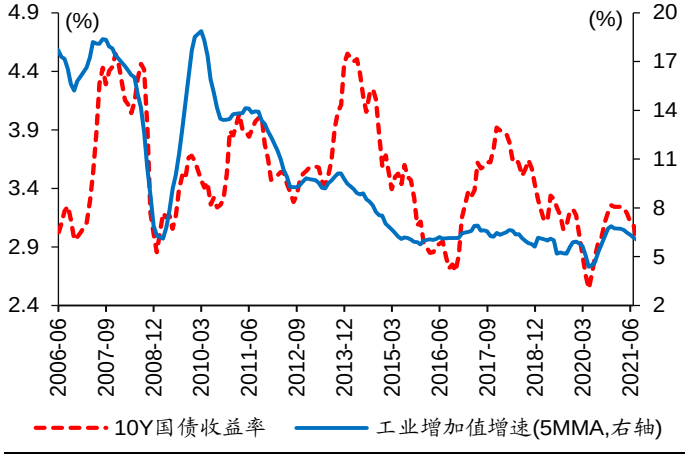
疫情期间，潜在增速水平已然下台阶，无论市场利率理应与之匹配，寻找“新”的定价基准。转型过程中，经济增速自 2010 年以来逐步下移，2015 年之后一度进入平台期，2018 年底又开始缓步下移；疫情期间，潜在增速水平进一步下台阶、已低于疫情前，经济增速已告别 6%时代。与之相匹配的利率中枢，也相应随之下移，不宜再简单套用疫情前的利率基准，来锚定当前债券收益率中枢和变化区间。

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

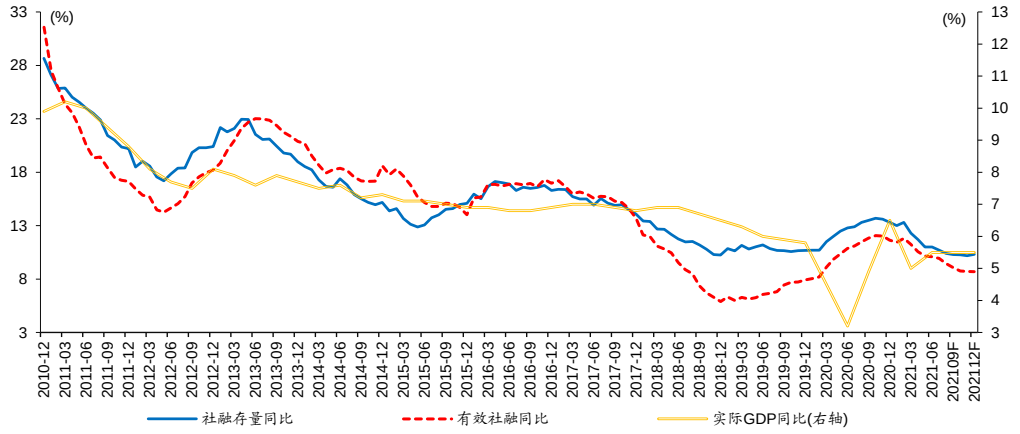
图20：伴随经济增速下台阶，利率中枢也随之下移



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。

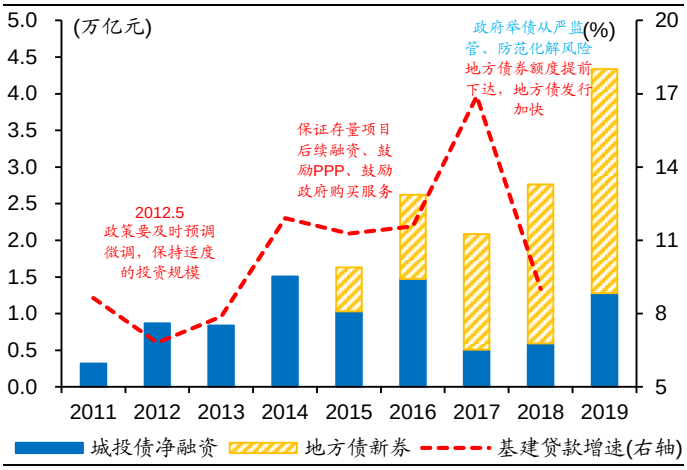
图21：经济增速已下台阶，与之匹配的社融增速也随之下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

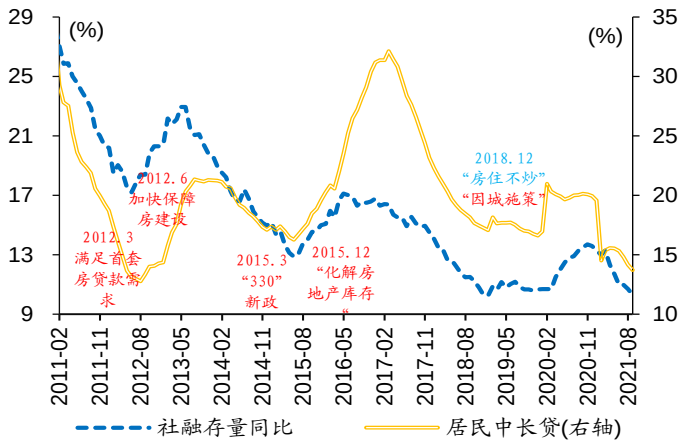
传统引擎受限的背景下，信用环境由收紧转向平衡的时间，会比传统周期更长。经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。不同于传统周期，当局坚持推进信贷结构调整，运用3000亿元支小再贷款等工具，加大对中小微企业、科技创新、绿色发展等支持；同时，财政也在蓄力，专项债发行有所加快、但项目对外部融资的拉动有限。在实体需求偏弱、传统引擎受限下，靠地方债放量和基数支持的社融企稳，到真正“宽”信用尚有距离。

图22：信用环境转向“扩张”，多伴随稳增长加码



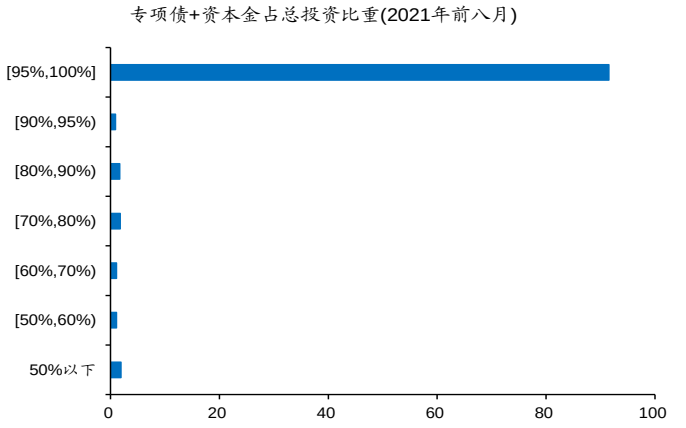
数据来源：Wind、政府网站、开源证券研究所

图23：信用环境转向“扩张”，伴随地产从调控转向放松



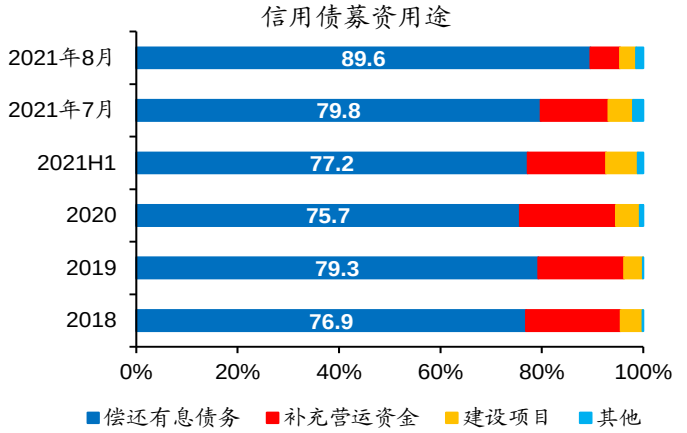
数据来源：Wind、政府网站、开源证券研究所

图24：专项债项目几乎没有外部融资



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

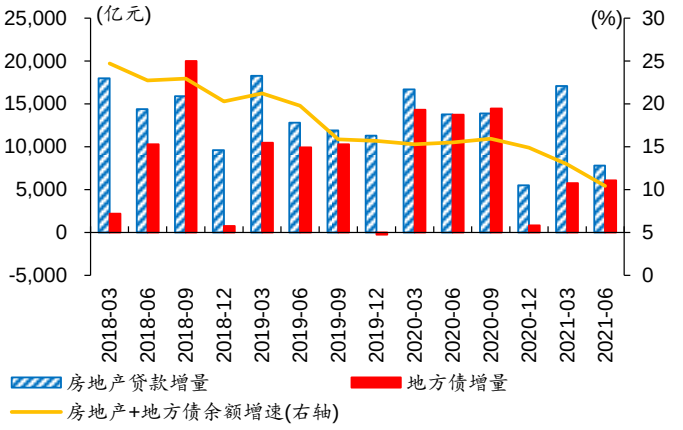
图25：信用债募资用于“借新还旧”比例进一步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

“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（详情参见《债市牛熊之辨》）。

图26：地方债供给较难对冲房地产收缩带来的资产缺口



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：利率中枢下移、波动区间收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）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”。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。

（2）与过往的三大不同点，决定了债市分析“基准”已变：“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；多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳。

（3）潜在增速下台阶、“资产荒”延续下，利率中枢下移、波动区间收窄，未来仍将延续。继续强调，本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，调整或提供加仓机会。

4、 风险提示

债务风险暴露，通胀显著超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn