

被爆炒的30年：亢奋情绪的背后还是流动性

报告要点：

除了基本面、资金面这种传统因素之外，30年这种超长期限的收益率会额外受到情绪的影响：

- 1) 本身来说，当基本面或资金面变化时，10年期国债收益率所受的影响应大于30年期品种，这与10Y国债期限更短及期限更具标杆性有关；
- 2) 但亢奋的情绪有时候会让30年期国债收益率表现得更加激进，甚至与10Y收益率背道而驰，尤其在最近两年，30Y收益率被爆炒的现象尤为猛烈。

无风不起浪，这种亢奋的情绪总是有起源的。

- 1) 资产荒应该是这种情绪出现的必然条件，高昂的广义基金负债是这种情绪的物理表达；
- 2) 资金结构永远是先行的，广义基金在偌大的规模和收益压力之下，被挤向更高的利差和更长的期限之上；
- 3) 收益率有了异动，也就有了故事，经济长期受压这个故事本就是经久不衰的，在这个时刻拿出来，进一步加强了30年国债的情绪价值。

历史上，超长期期限利率债的爆炒很难自然结束，必须要靠基础利率去选择方向才能化解。这种看多情绪的化解有两个结束方式：

- 1) 银根紧缩利率上行，这个环境本就是压低超长期期限利差（10Y-30Y）的过程（譬如2016年），这时基础利率的上升就给予了过低的超长期期限利差一定的合理性；
- 2) 货币突然再次宽松，基础利率转头向下，这时，随着更短期限收益率的空间被打出来，拥挤且久期过长的交易通道也随着就此化解（如2019年）。

资产荒是30年期国债的一个良好的安全边际，拉长期限在短期来看问题不大，交易型账户建议随利差波动而低买高卖：

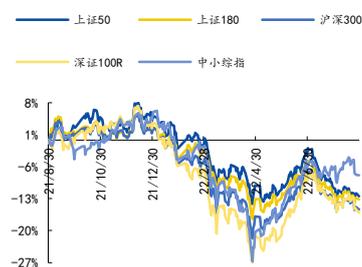
- 1) 当前10Y-30Y的利差处于50bp-60bp这个波动区间之内，进一步上升的概率很低；
- 2) 只是我们在交易时，稍稍兼顾利差在该区间的表现就好，譬如当前这个利差降到了区间的中低位，在此位置，我们需要对买入30Y国债的策略稍稍谨慎一些。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3240.73
深圳成指：	12018.16
沪深300：	4089.52
中小盘指：	4276.25
创业板指：	2630.51

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《MLF利率下调背后的故事》2022.08.15
- 《灰霾中的万亿国债：7月金融数据印象》2022.08.12

报告作者

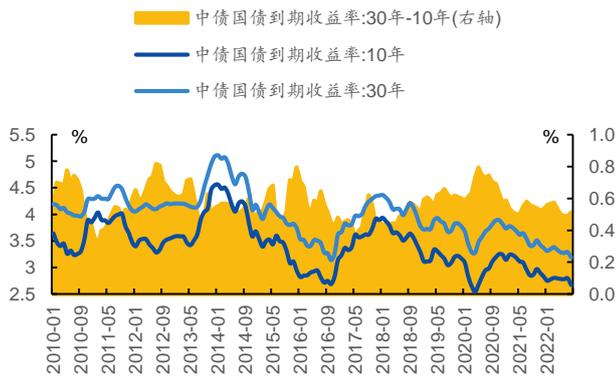
分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

与基本面、资金面对 10 年期国债收益率的影响不同，30 年这种超长期限的收益率会额外受到情绪的影响。

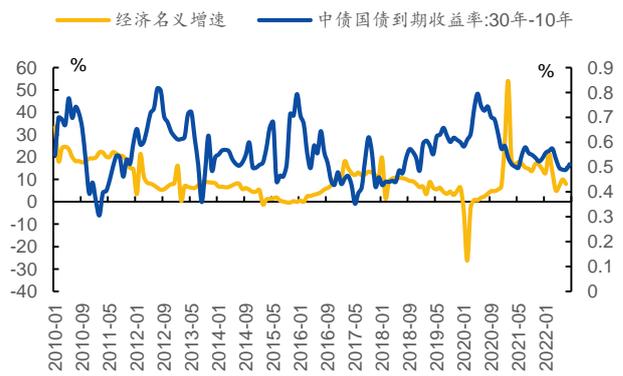
1) 当基本面或资金面变化时，10 年期国债收益率所受的影响应大于 30 年期品种。经验上，10 年期与 30 年期国债收益率的走势非常相关，无论二者是共升还是共降，其趋势大多是由传统的基本面或资金面决定的。当然，从超长期利差（10Y-30Y）与经济名义增长之间的反向经验看，10 年收益率的波动要相对更大，这与 10Y 国债期限更短及期限更具标杆性有关。

图 1：10 年期与 30 年期国债收益率的走势非常相关

图 2：超长期利差与经济名义增长存在反向关系

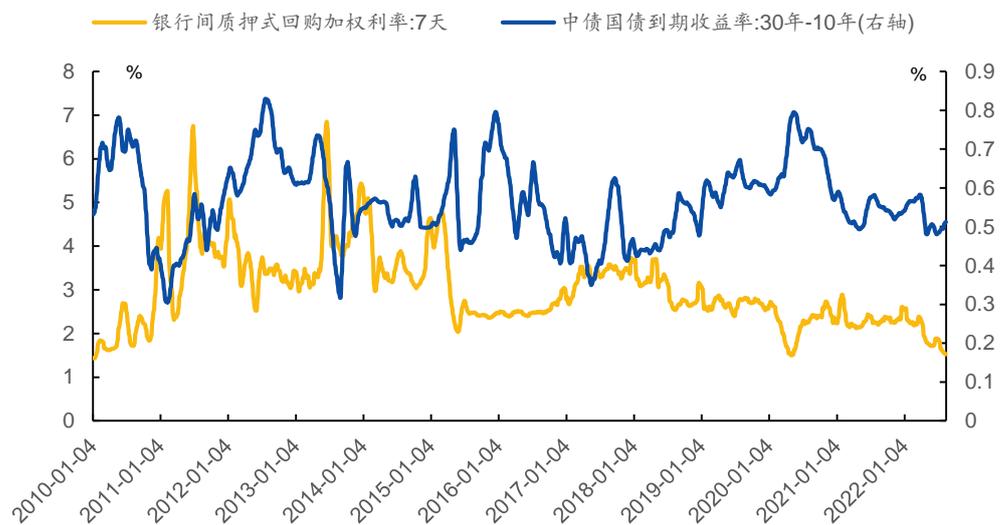


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：资金面变化时，10 年期国债收益率影响更大

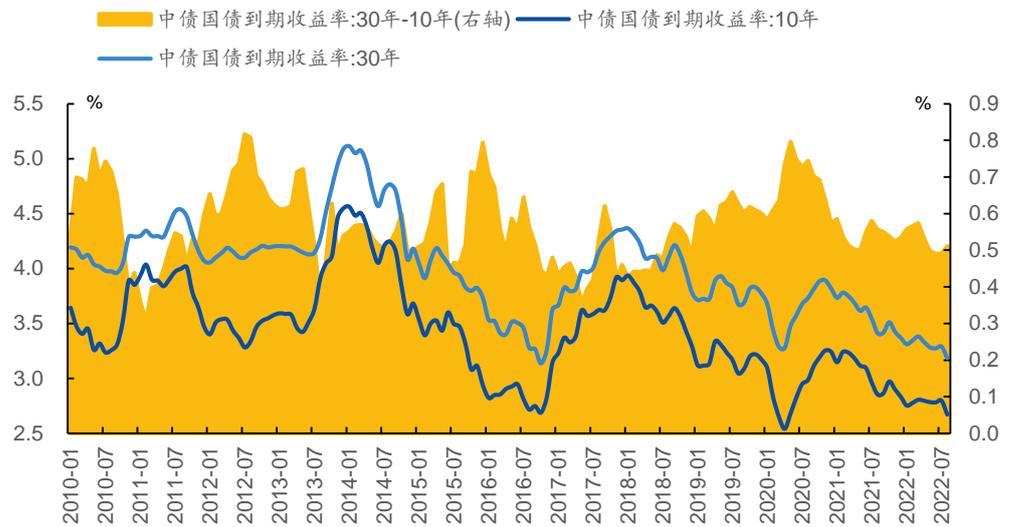


资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 但亢奋的情绪有时候会让 30 年期国债收益率表现得更加激进，甚至与 10Y 收益率背道而驰。若在某个阶段，投资者对债市的情绪极为乐观，这时投资者会大幅

拉长久期，这导致 10Y-30Y 收益率利差明显下降，2016 年上半年便是一个典型的例子（10Y 稳定，30Y 下行），而且，30Y 收益率被爆炒的现象在最近两年尤为猛烈，因为我们看到，当前的收益率水平远低于 2020 年年末，但 10Y-30Y 利差水平却与当时相仿。

图 4：2016 年上半年，亢奋的情绪让 30 年期国债收益率表现得更加激进

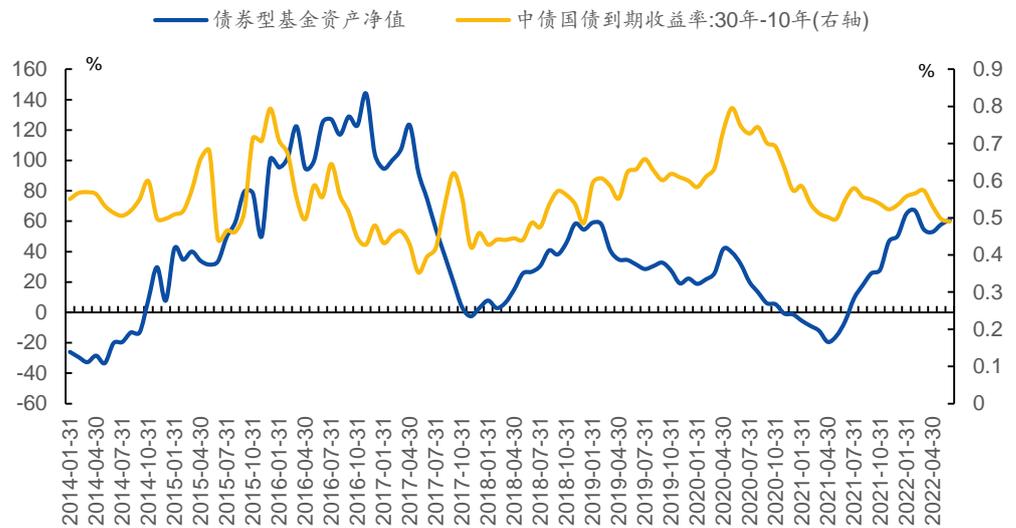


资料来源：Wind，国元证券研究所

无风不起浪，这种亢奋的情绪总是有起源的。

1) 资产荒应该是这种情绪出现的必然条件，高昂的广义基金负债是这种情绪的物理解达。历史上，数次超长期利率债被爆炒的时期，都出现在资产荒的情境之下，即宽信用但经济收缩的状态之下（2016 年、2019 年、2021 年及 2022 年），一个进一步的共性是，这些无处可去的资金进一步通过广义基金回流金融体系，因此，我们会看到：历次 30 年国债被爆炒之时，至少债券型基金的规模增速不低。

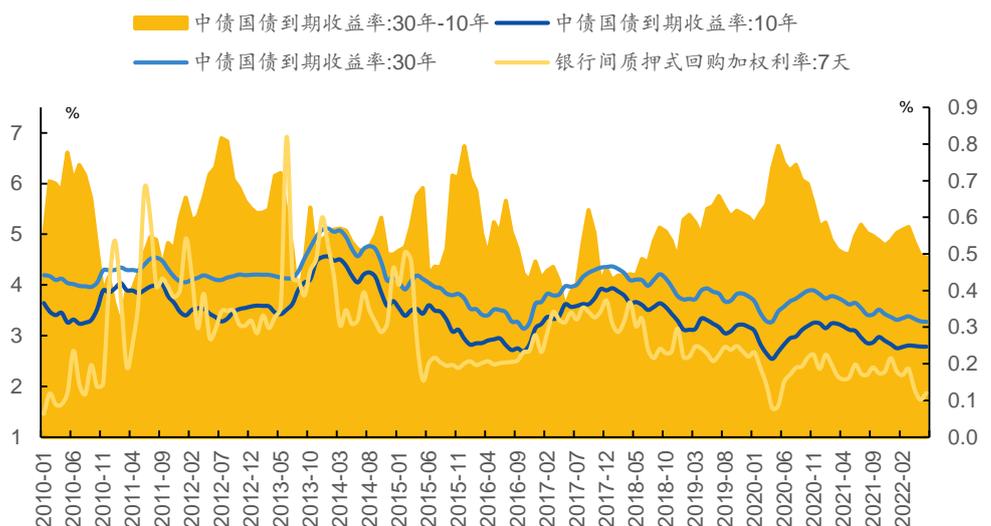
图 5：历次 30 年国债被爆炒之时，至少债券型基金的规模增速不低



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 其机理也相对简单。一方面，资金结构永远是先行的，广义基金在偌大的规模和收益压力之下，被挤向更高的利差和更长的期限之上；另一方面，收益率有了异动，也就有了故事，经济长期受压这个故事本就是经久不衰的，在这个时刻拿出来，进一步加强了 30 年国债的情绪价值。

图 6：资金结构永远是先行的



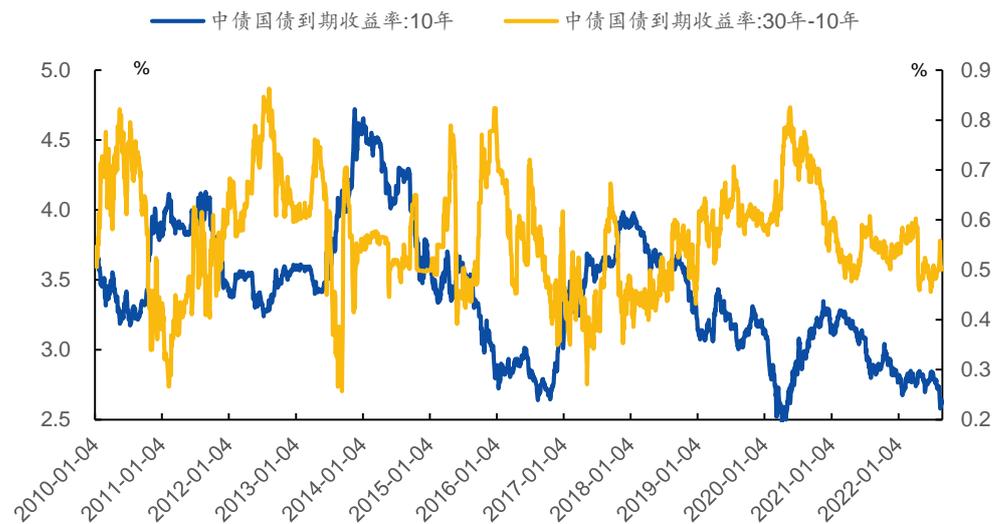
资料来源：Wind，国元证券研究所

历史上，超长期期限利率债的爆炒很难自然结束，必须要靠基础利率去选择方向才

能化解。

1) 经验上，这种看多情绪的化解有两个结束方式。其一是银根紧缩利率上行，这个环境本就是压低超长期期限利差（10Y-30Y）的过程（譬如 2016 年），这时基础利率的上升就给予了过低的超长期期限利差一定的合理性；其二是货币突然再次宽松，基础利率转头向下，这时，随着更短期限收益率的空间被打出来，拥挤且久期过长的交易通道也随着就此化解（如 2019 年）。

图 7：随着更短期限收益率的空间被打出来，拥挤且久期过长的交易通道就此化解



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 资产荒是 30 年期国债的一个良好的安全边际，拉长期限在短期来看问题不大，交易型账户建议随利差波动而低买高卖。在当前的基本面背景下，货币宽松和资产荒应该呈愈演愈烈之势，这导致 10Y-30Y 的利差至少不会就当前 50bp-60bp 这个波动区间进一步上升，因此，在未来一年左右的时间内，30 年这种长期品种的安全边际都在，只是我们在交易时，稍稍兼顾利差在该区间的表现就好，譬如当前这个利差降到了区间的中低位，在此位置，我们需要对买入 30Y 国债的策略稍稍谨慎一些。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188