

“债灾”？与 2016 年底有质的不同！

近期，债券市场剧烈调整，引发大家对 2016 年“债灾”重现的讨论。当前市场与 2016 年有哪些不同、未来又将如何演绎？本文系统梳理，可提供一定参考。

■ “债灾”？“利空”集中扰动下，交易拥堵和净值化“负”反馈放大市场波动

交易过于拥堵下，市场稳定性明显下降，机构行为对利空因素的反应更加敏感。2022 年 11 月 14 日-18 日，债市经历“惊心动魄”的一周，10 年国债收益率上行 9BP，短端上行更大、1 年国债和 1 年 AAA 短融收益率分别上行 21BP 和 42BP。事后来看，债券市场虽然难逃涨跌轮回，但交易过于拥堵的警示信号值得以后重视，机构杠杆用足、利差压到极致等，会导致债券市场稳定性明显下降。

“利空”集中扰动下，净值化机制下的资产负债“负”反馈，放大市场波动。前期压低收益率的三大变量在近期出现“反转”信号，民企“第二支箭”等推动房地产预期修复，防疫优化带来经济预期修复，及中美元首会晤透露的外部局势缓和信号，叠加资金面的偏紧，推动收益率在 11 月 7 日-11 日当周已开始上行，部分银行、理财资金赎回，导致公募基金等机构被动卖出，加速了收益率的上行。

■ “债灾”旧日重现？相较 2016 年底，基本面、资金面、杠杆均有质的不同

不同于 2016 年底，经济未来 1-2 个季度或延续下行，在此过程中“资产荒”的延续也有利于遏制“负”反馈机制。始于 2016 年 10 月债市牛熊大切换，是“政策底”和“经济底”夯实、资金成本抬升共振的结果。相较之下，出口加快回落、地产低迷和疫情反复等，使得当前经济仍面临阶段性“二次探底”风险，货币流动性也不具备持续收紧的基础；地产等低迷下，资金与资产不匹配的现象依然较为突出。

“资管新规”约束下，当前机构杠杆行为较为规范，没有抬升资金成本“去杠杆”必要。2018 年之前，监管归属不同的银行理财、券商资管等机构，通过层层嵌套等实现表外加杠杆；而“资管新规”的穿透式监管，将机构杠杆约束在 2 倍之内、甚至更低，显著降低了杠杆收缩效应和缩短了资产负债“负”反馈的链条。此外，2016 年机构对央行“收短放长”的后知后觉，也加剧了 2016 年底的“踩踏”。

■ 后市演绎？中短期“负”反馈或趋缓和，但中长期面临基本面回归带来的压力

央行果断行动下，机构预期有所平复，“负”反馈趋于缓和，后续还需跟踪理财等行为变化。债市大幅调整后，央行加大逆回购投放、平抑资金波动，11 月 15 日-18 日，逆回购合计净投放 3650 亿元，资金利率明显回落、R001 下降 50BP 至 1.4% 附近，机构“负”反馈行为也开始有所缓和。中期来看，理财全面净值化过程中，居民理财和机构投资行为的不断磨合、成熟，带来理财申赎变化仍需跟踪。

类似 2016 年“债灾”不会重现，债券市场中长期或回归基本面驱动。当前与 2016 年的基本面、资金面、杠杆等不同，使得债券市场短期大幅调整不会演变成 2016 年“债灾”。中长期来看，稳增长继续发力、疫后修复及地产超调后的企稳等，或推动经济回归“新稳态”，使得基本面对债券市场的压制逐步显现。稳增长续力带来的债券供给冲击、资金波动等，也可能阶段性干扰交易行为、放大市场波动。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复的干扰，全球经济衰退超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、“债灾”？交易过于拥挤下的“踩踏”现象.....	4
（一）交易过于拥挤下，债券市场稳定性明显下降.....	4
（二）“利空”集中扰动下，净值化“负”反馈放大波动.....	5
二、“债灾”旧日重现？核心驱动变量有质的不同.....	7
（一）相较 2016 年，“资产荒”是最大的基本面差异.....	7
（二）资管新规之后，高杠杆的问题已经大为缓解.....	9
三、后市演绎？短期“负”反馈缓和，中长期回归基本面.....	10
（一）随着央行果断行动，机构预期修复、“负”反馈缓和.....	10
（二）“债灾”不会重现，债市中长期回归基本面驱动.....	12
风险提示：.....	14

图表目录

图表 1: 11 月中旬，债市经历明显调整.....	4
图表 2: 部分短端收益率一度上行近 70BP.....	4
图表 3: 同业派生强化流动性宽松.....	4
图表 4: 信用利差已被压到历史低位.....	4
图表 5: 11 月以来，资金成本进一步抬升.....	5
图表 6: 近期，质押回购成交规模明显回落.....	5
图表 7: 11 月，疫情防控、地产领域等相继释放积极信号.....	5
图表 8: 11 月以来，理财破净占比大幅抬升.....	6
图表 9: 部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%.....	6
图表 10: 理财产品配置公募基金比例明显增加.....	6
图表 11: 近年来，净值化比例大幅抬升.....	6
图表 12: 不同于 2016 年底，当前经济仍有下行压力.....	7
图表 13: 相较 2016 年底，当前出口处于趋势下行.....	7
图表 14: 疫情反复下，线下活动减少.....	7
图表 15: 当前，棚改对地产支持明显弱于 2016 年.....	7
图表 16: 地产相关贷款缩量、增速创新低.....	8
图表 17: 票据转贴利率大幅低于以往同期水平.....	8
图表 18: 债基份额持续抬升.....	8
图表 19: “资产荒”现象突出.....	8
图表 20: 短端利率已有所回落.....	9
图表 21: 质押回购成交规模向上修复.....	9
图表 22: 资管新规对机构杠杆有明确要求.....	9
图表 23: 不同于 2016 年，当前资金成本稳定.....	9

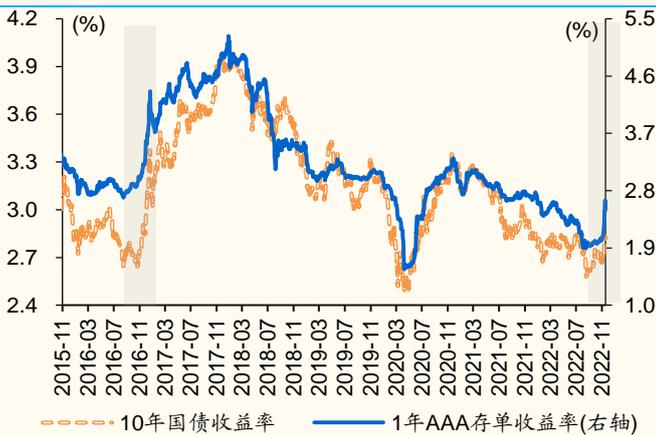
图表 24: 资管业务加强, 公募基金明显扩张.....	10
图表 25: 信用债发行期限明显短期化.....	10
图表 26: 资管新规之后, “滚隔夜” 成为常态.....	10
图表 27: 短融利率与 shibor 利差进一步走阔.....	10
图表 28: 市场波动下, 央行加码逆回购平抑.....	11
图表 29: 11 月中, 央行逆回购明显加码.....	11
图表 30: 短端利率明显回落.....	11
图表 31: 资金波动缓和下, 短债收益率也明显下行.....	11
图表 32: 理财“赎回”带来的“负”反馈或逐步平息, 后续变化仍需跟踪...12	12
图表 33: 经济基本面或逐步回归“新稳态”.....	12
图表 34: 前期大量资金淤积在企业账面上.....	12
图表 35: 贷款利率降至历史低位, M2 同比持续高增.....	13
图表 36: 预防性储蓄意愿增强使得居民存款明显高增.....	13
图表 37: 2023 年预算内加码或需依赖中央赤字扩张.....	13
图表 38: 稳增长阶段, 政金债融资放量.....	13
图表 39: PSL 结束两年半的收缩、近月明显放量.....	14
图表 40: 货币市场利率逐步向政策利率回归.....	14

一、“债灾”？交易过于拥挤下的“踩踏”现象

(一) 交易过于拥挤下，债券市场稳定性明显下降

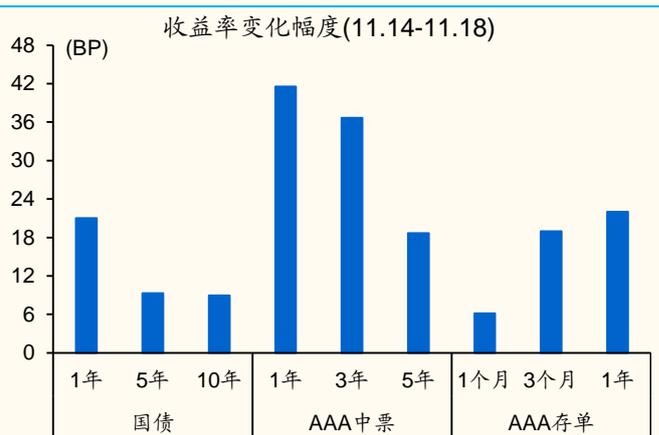
11月中旬，债券市场经历明显调整、短端调整幅度大于长端。2022年11月14日-18日，债市经历“惊心动魄”的一周，10年期国债收益率上行9BP至2.83%、活跃券盘中一度上行突破2.9%，短端上行幅度更大、1年期国债同期上行21BP；信用债收益率调整幅度更深，其中，1年期AAA中票收益率上行近42BP，3-5年的中期限上行幅度也在18BP-37BP之间。如此快速、大幅的调整，引发市场对于2016年底“债灾”重现的担忧。

图表 1：11月中旬，债市经历明显调整



来源：Wind、国金证券研究所

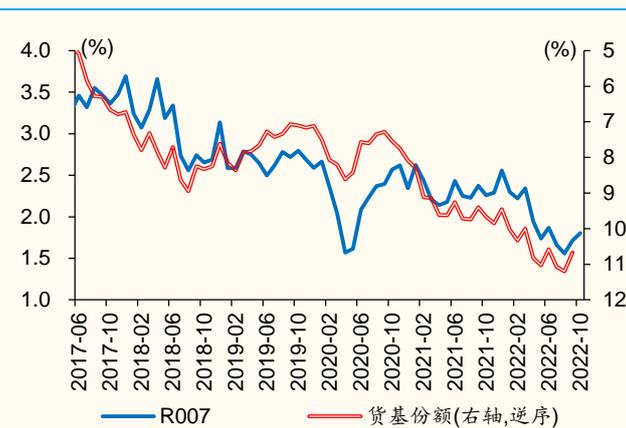
图表 2：部分短端收益率一度上行近70BP



来源：Wind、国金证券研究所

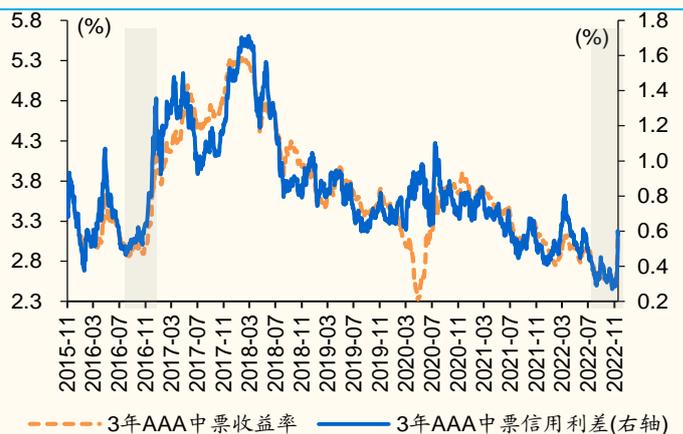
交易过于拥堵下，市场稳定性明显下降，机构行为对利空因素的反应更加敏感。4月中下旬以来，降准、大规模留抵退税，叠加实体修复“平缓”等，使得资金滞留金融体系的现象较为突出、DR007一度下探至1.3%以下。流动性极度宽松下，票息策略逐步成为主流，机构加杠杆套息行为，推动信用利差收窄至历史绝对低位。

图表 3：同业派生强化流动性宽松



来源：Wind、国金证券研究所

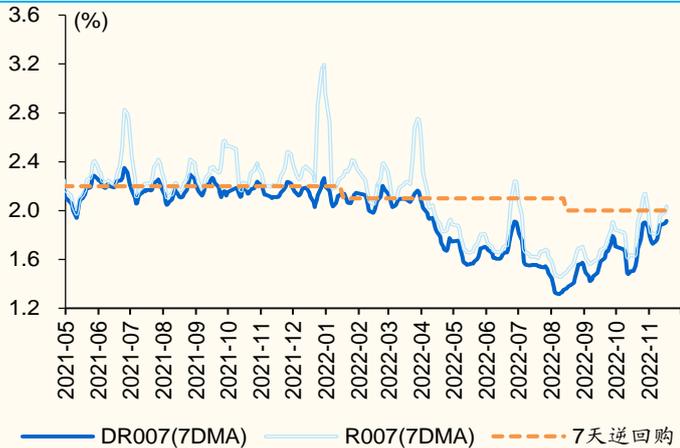
图表 4：信用利差已被压到历史低位



来源：Wind、国金证券研究所

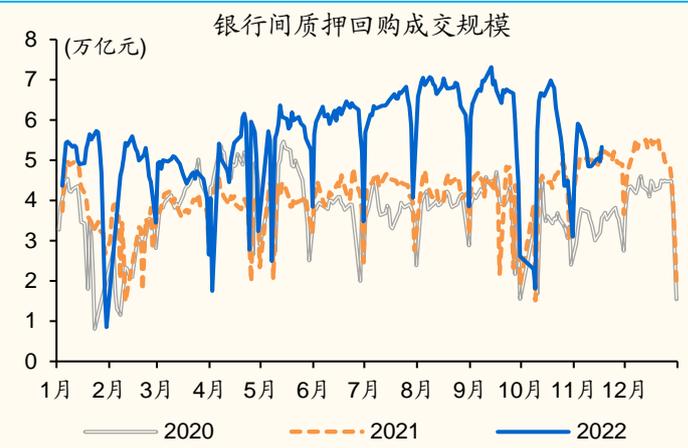
杠杆加足下，机构对资金波动更为敏感，资金利率逐步收敛的过程中，交易行为已经开始出现变化。11月初，资金利率并未出现类似此前9月、10月初的季节性回落，反而有所上涨，以DR007为代表的货币市场利率中枢明显抬升、由9月的1.6%上涨1.8%附近、盘中一度突破2%，市场对资金面的担忧情绪由此发酵，银行间质押回购成交规模由此前日均6万亿元左右，降至11月前三周的不足5.2万亿元（详情参见《资金紧张，还会持续吗？》）。

图表 5：11 月以来，资金成本进一步抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：近期，质押回购成交规模明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

（二）“利空”集中扰动下，净值化“负”反馈放大波动

地产、疫情、外部局势等前期压低收益率的三大变量，在近期均出现“反转”信号。除了资金面收紧干扰债市情绪外，经济基本面也集中释放“利空信号”，共同推动收益率加快上行，具体包括，民企“第二支箭”等带来房地产预期修复、防疫优化带来的经济预期修复，及中美元首会晤带来的外部局势缓和等（详情参见《疫情防控“新”变化！》、《防控优化，影响几何？》）。

图表 7：11 月，疫情防控、地产领域等相继释放积极信号

时间	会议/公告	主要内容
疫情防控	11月5日 联防联控机制新闻发布会	要严格执行第九版防控方案和“九不准”要求，提高科学精准防控水平，切实保障群众正常生产生活秩序，防止简单化、一刀切，坚决整治层层加码。对于典型案例，国务院联防联控机制将加大通报和曝光力度。
	11月10日 政治局会议	1. 坚定不移贯彻“动态清零”总方针...高统筹推进疫情防控和经济社会发展，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。 2. 要坚持科学精准防控，提高防疫工作的有效性，准确分析疫情风险，进一步优化调整防控措施，采取更为精准的举措。 3. ...在落实各项防疫举措的同时加强分析研判...，既要反对不负责任的态度，又要反对和克服形式主义、官僚主义，纠正“层层加码”、“一刀切”等做法。 4. 深入基层、深入一线，抓实抓细疫情防控各项工作，做好思想引导和心理疏导，坚决打赢常态化疫情防控攻坚战。
稳地产	11月8日 交易商协会	会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
	11月16日 三季度货币政策执行报告	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展...

来源：政府网站、中国人民银行、交易商协会、国金证券研究所

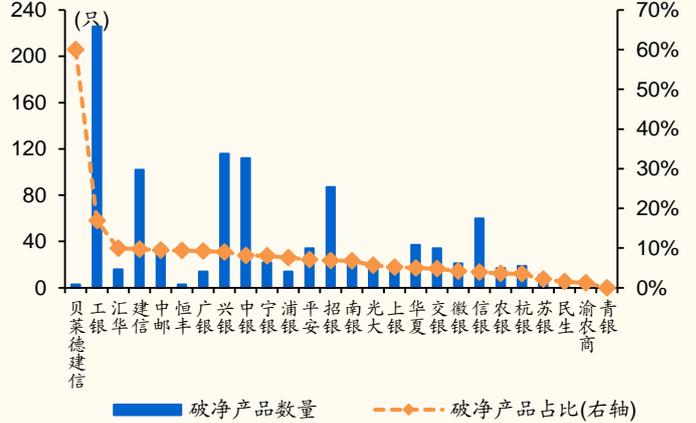
债市快速调整后，理财“赎回潮”进一步加剧市场波动。部分银行、理财资金赎回，导致公募基金等机构被动卖出，进一步加速收益率上行。截至11月前17日，银行理财破净产品就已达2522只、占全部银行理财产品的7.3%，较上个月大幅抬升3个百分点；破净比例高于8%的理财公司占比近4成、部分理财公司破净比例甚至高达15%以上。

图表 8：11 月以来，理财破净占比大幅抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：部分理财公司破净产品占比甚至超过 10%



来源：Wind、国金证券研究所

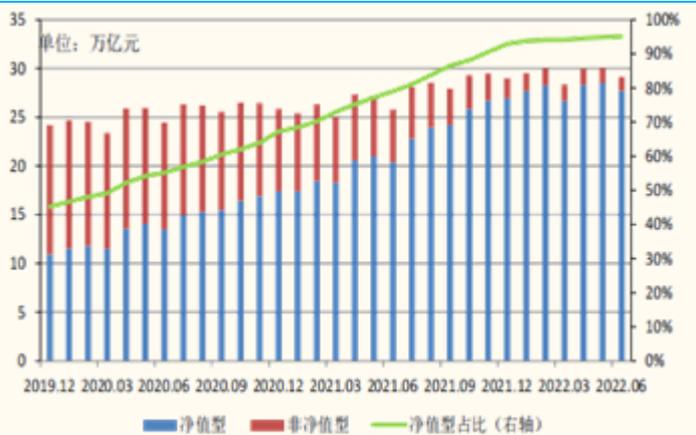
理财“赎回潮”的背后，是资管业务监管加强、净值化转型加快的缩影。伴随穿透式监管的加强，理财产品持有债券类资产占比已超68%、同比抬升4个百分点以上，投向公募基金也明显增多、由原先不足3%抬升至4%左右。净值化转型进程也在加快，截至2022年6月底，理财产品产品存续规模19.1万亿元、全部为净值型产品。

图表 10：理财产品配置公募基金比例明显增加



来源：中国理财网、国金证券研究所

图表 11：近年来，净值化比例大幅抬升



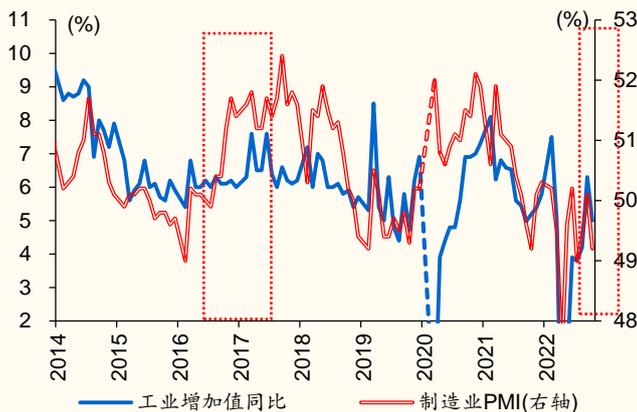
来源：中国理财网、国金证券研究所

二、“债灾”旧日重现？核心驱动变量有质的不同

(一) 相较 2016 年，“资产荒”是最大的基本面差异

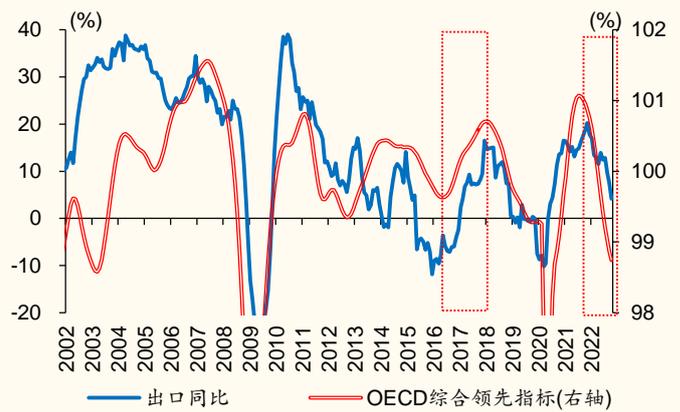
不同于 2016 年底，经济未来 1-2 个季度或延续下行。始于 2016 年 10 月债市牛熊大切换，是“政策底”和“经济底”夯实、资金成本抬升共振的结果。相较之下，当前经济动能增长明显偏弱、面临阶段性“二次探底”的风险，一方面，前期重要支撑项之一的出口，已进入趋势性下滑通道；另一方面，尽管政策信号强化，地产和消费尚未看到边际改善的信号，阶段性仍会受到疫情反复、居民收入以及房企债务等的压制。（详情参见《黎明前的“黑暗”》）。

图表 12：不同于 2016 年底，当前经济仍有下行压力



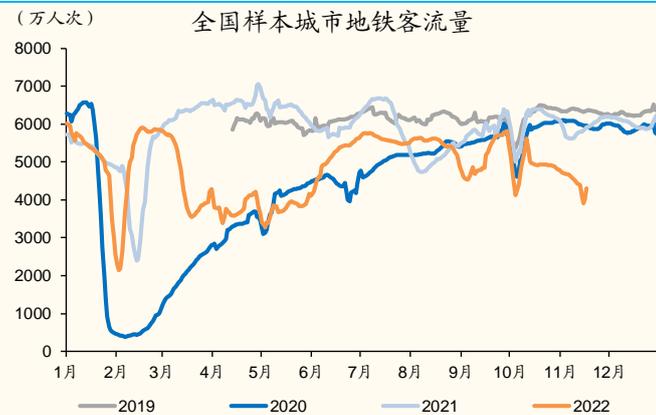
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：相较 2016 年底，当前出口处于趋势下行



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：疫情反复下，线下活动减少



来源：Wind、国金证券研究所

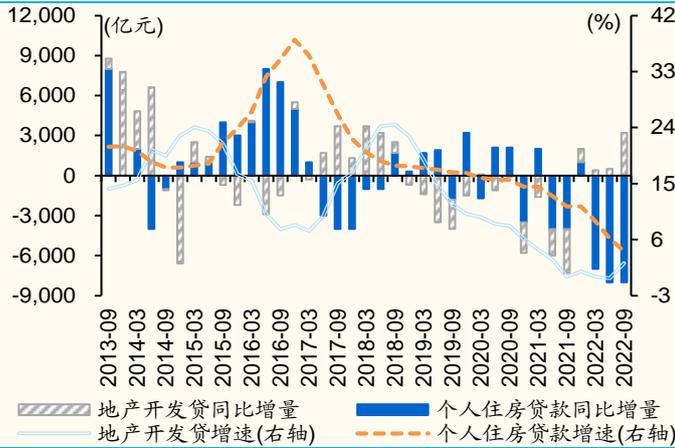
图表 15：当前，棚改对地产支持明显弱于 2016 年



来源：住建部、各地住建厅、国金证券研究所

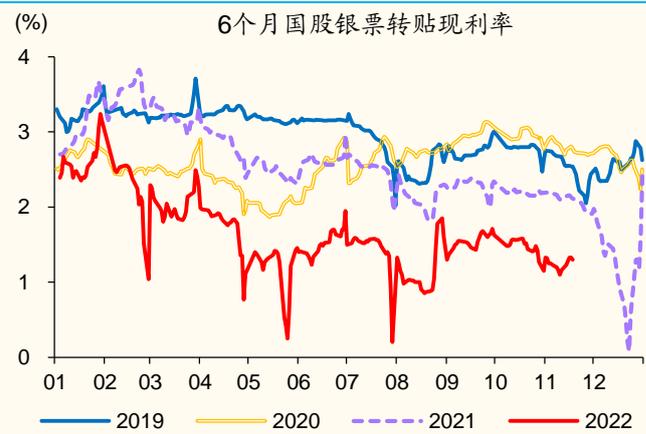
经济下行过程中，“资产荒”现象或仍将延续，与 2016 年形成鲜明对比。经济承压下，流动性不具备持续收紧的基础，类似 2016 年“收短放长”抬升资金成本的情况或较难出现；与此同时，实体需求偏弱，使得资金大量滞留在金融体系，推动机构资产配置需求增长。尽管广谱利率已降至历史低位，居民购房需求、企业贷款需求等依然低迷，叠加地产债务等信用风险担忧仍在，使得机构资产短缺的问题依然突出、对利率债和高评级信用债配置需求较强。

图表 16: 地产相关贷款缩量、增速创新低



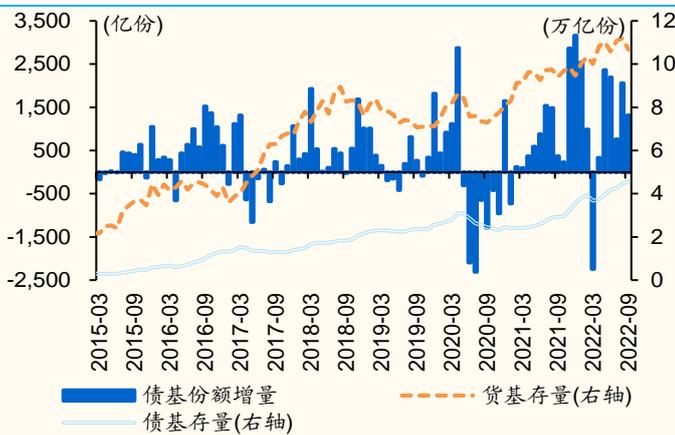
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 票据转贴利率大幅低于以往同期水平



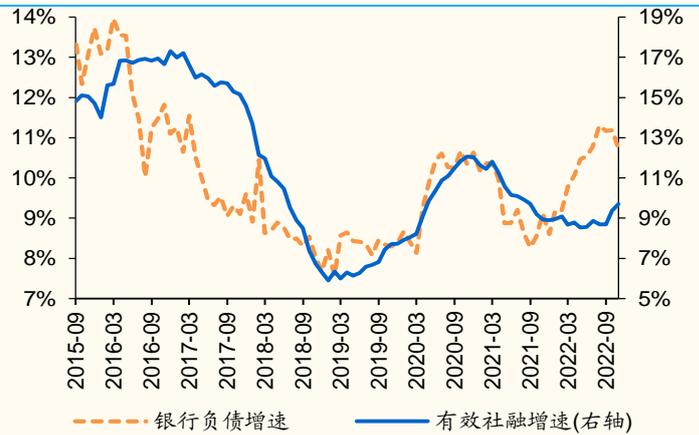
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 债基份额持续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

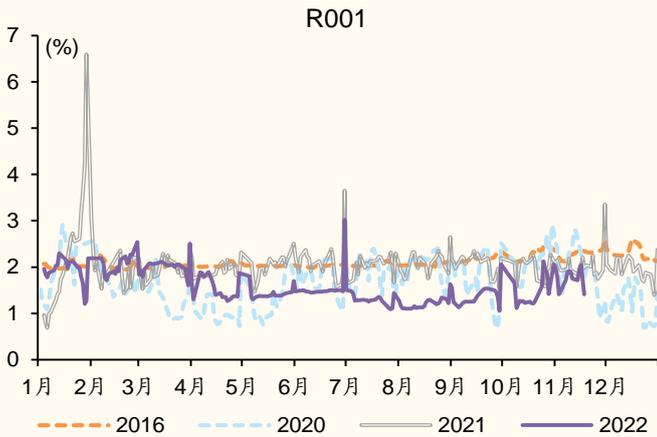
图表 19: “资产荒”现象突出



来源: Wind、国金证券研究所

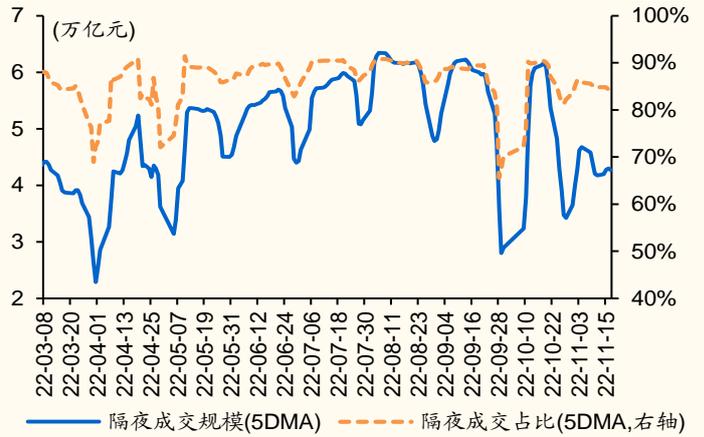
“资产荒”背景下，资金面压力的缓解，有助于遏制机构资产负债的“螺旋式”“负”反馈。相对宽裕的资金面与相对短缺的优质资产之间的不匹配，并不会因为短期机构遭受资金赎回而改变；赎回资金找不到匹配资产，或仍会滞留在金融体系、尤其是货币市场，一旦资金面趋于稳定，资产短缺矛盾会继续凸显。11月16日之后，资金面压力明显缓解，机构行为有所恢复，银行质押回购日均成交规模由此前不足5万亿元恢复至5.6万亿元。

图表 20: 短端利率已有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 质押回购成交规模向上修复

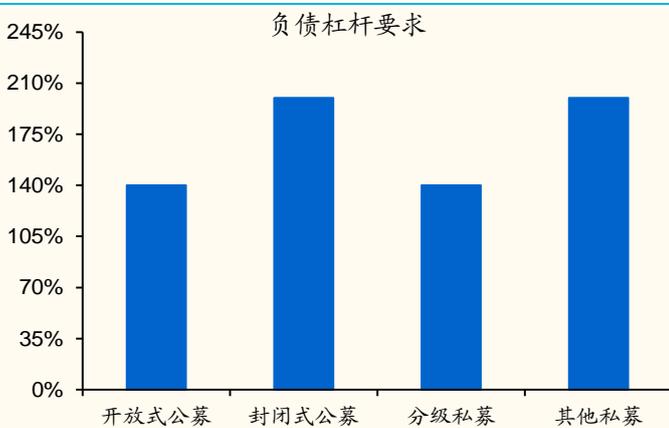


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 资管新规之后, 高杠杆的问题已经大为缓解

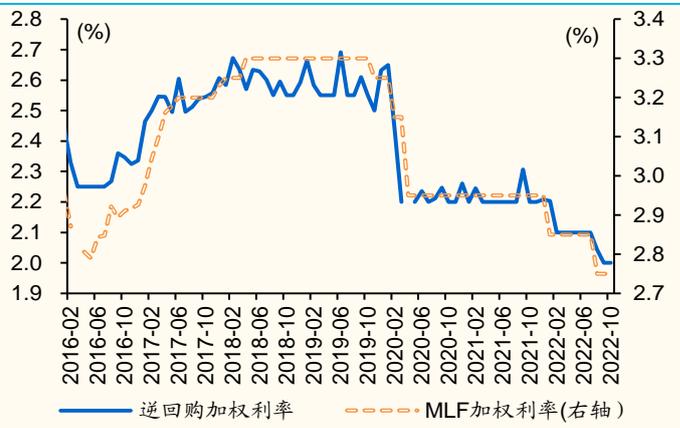
“资管新规”约束下, 机构杠杆问题已经大为缓解, 也不需要抬升资金成本引导“去杠杆”。2018年之前, 监管归属不同的银行理财、券商资管等机构, 通过层层嵌套等实现表外加杠杆; 而“资管新规”的穿透式监管, 将机构杠杆约束在2倍之内、甚至更低, 显著降低了杠杆收缩效应和缩短了资产负债“螺旋式”“负”反馈的链条。此外, 2016年机构对央行“收短放长”的后知后觉, 也加剧了2016年底的“踩踏”。

图表 22: 资管新规对机构杠杆有明确要求



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

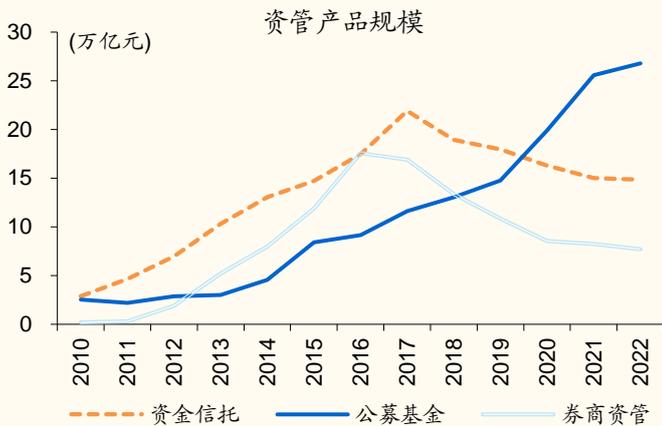
图表 23: 不同于2016年, 当前资金成本稳定



来源: Wind、国金证券研究所

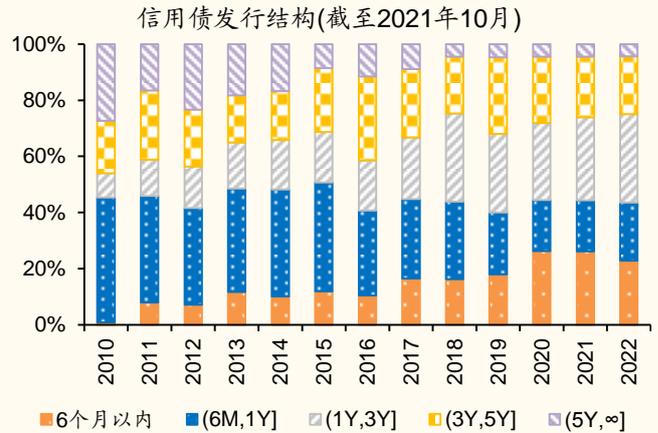
微观结构嬗变下, 机构行为更加理性和市场化。资管新规之后, 资金池、刚兑、多层嵌套等现象明显减少, 券商资管、信托等通道业务也持续收缩, 推动资金逐步向管理规范的公募基金等集中, 规模体量居首的银行理财也逐步向更加市场化运行的理财子发展。随着市场格局变化等, 债券市场参与机构, 更加注重负债管理、平衡资产收益和负债久期, 灵活利用杠杆变化和波动交易, 根据宏观形势变化切换久期、票息等投资策略。

图表 24: 资管业务加强, 公募基金明显扩张



来源: Wind、国金证券研究所

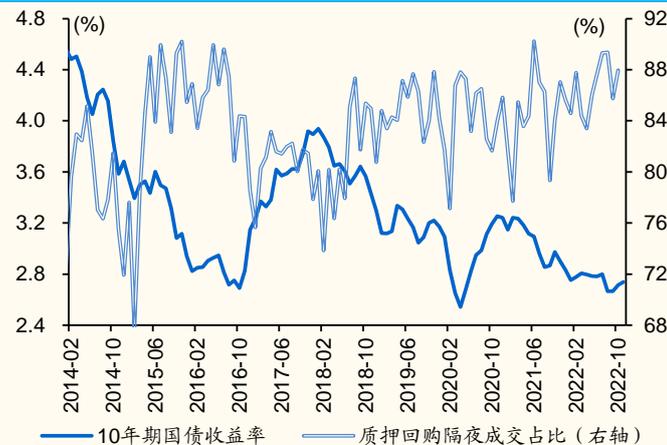
图表 25: 信用债发行期限明显短期化



来源: Wind、国金证券研究所

当前债市杠杆更多体现在场内, 只要票息“丰厚”、资金稳定, 不会形成负向自我加强。资管新规之后, 机构杠杆行为更多集中在场内, “滚隔夜”加杠杆已成为常态、质押回购隔夜成交占比长期在 86%附近。机构利用场内杠杆套息差的行为成为市场交易主要策略之一, 资金出现波动时, 场内杠杆有所回落; 一旦资金波动平复, 杠杆很快恢复来套息差。

图表 26: 资管新规之后, “滚隔夜”成为常态



来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 短融利率与 shibor 利差进一步走阔



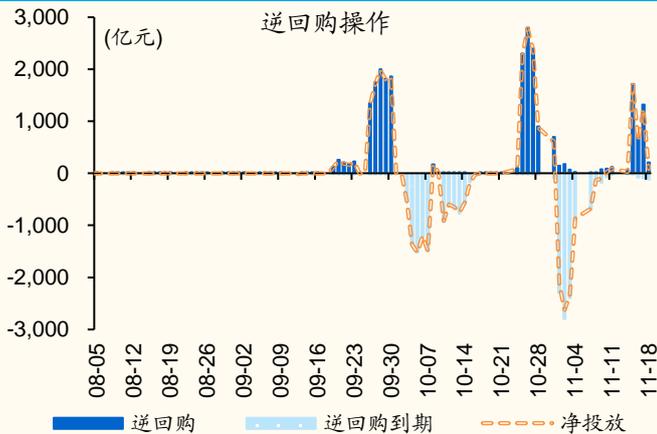
来源: Wind、国金证券研究所

三、后市演绎? 短期“负”反馈缓和, 中长期回归基本面

(一) 随着央行果断行动, 机构预期修复、“负”反馈缓和

央行果断行动, 加大公开市场操作、助力机构预期平复。债市大幅调整后, 央行 11 月 15 日开始加大逆回购投放, 在 MLF 和 PSL 等工具已实现 1700 亿元净投放的基础上, 当天逆回购投放 1720 亿元、实现净投放 1700 亿元, 随后两个交易日内继续保持平均每天 1000 亿元左右的投放规模, 11 月 15-18 日, 逆回购合计净投放 3650 亿元、帮助平抑资金波动。

图表 28: 市场波动下, 央行加码逆回购平抑



来源: Wind、国金证券研究所

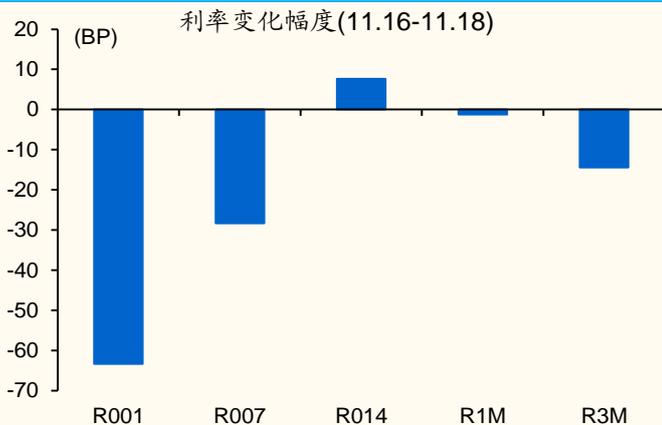
图表 29: 11月中, 央行逆回购明显加码

时间	操作	期限	中标量(亿元)	中标率(%)	原因
11月18日	逆回购	7天	210	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月17日	逆回购	7天	1320	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月16日	逆回购	7天	710	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月15日	逆回购	7天	1720	2.00	对冲税期高峰等因素的影响...充分满足 了金融机构需求。
	MLF	1年	8500	2.75	
11月14日	逆回购	7天	50	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月11日	逆回购	7天	120	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月10日	逆回购	7天	90	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月9日	逆回购	7天	80	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月8日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月7日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月4日	逆回购	7天	30	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月3日	逆回购	7天	70	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月2日	逆回购	7天	180	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月1日	逆回购	7天	150	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月31日	逆回购	7天	700	2.00	维护月末流动性平稳
10月28日	逆回购	7天	900	2.00	维护月末流动性平稳
10月27日	逆回购	7天	2400	2.00	对冲税期高峰, 政府债券发行缴款等因素的影响, 维护月末流动性平稳
10月26日	逆回购	7天	2800	2.00	对冲税期高峰, 政府债券发行缴款等因素的影响, 维护月末流动性平稳
10月25日	逆回购	7天	2300	2.00	对冲税期高峰, 政府债券发行缴款等因素的影响, 维护月末流动性平稳

来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

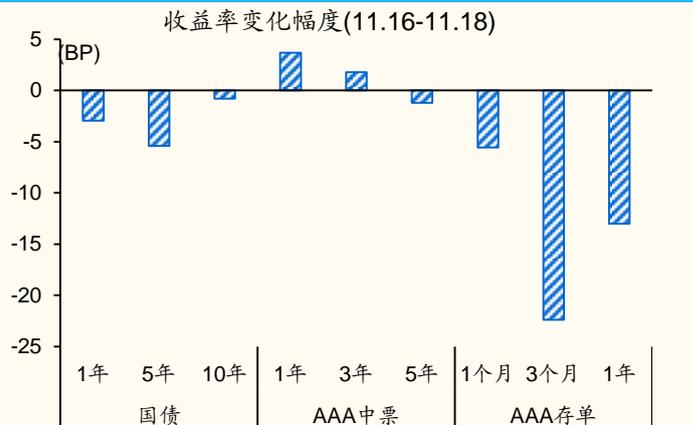
伴随央行投放加码、财政缴税影响消退等, 资金面压力缓解, 机构“负”反馈现象有所缓和。逆回购资金投放增多, 稳定机构预期的同时, 也一定程度缓解财政缴税带来的扰动, 而 11 月 17 日之后资金上缴国库的扰动已明显减弱, 资金利率明显回落; 在 11 月 17 日-18 日两个交易日, R001 和 R007 分别回落 63BP 和 28BP 至 1.41% 和 1.82%, 存单和利率债收益率也出现不同幅度下行。

图表 30: 短端利率明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

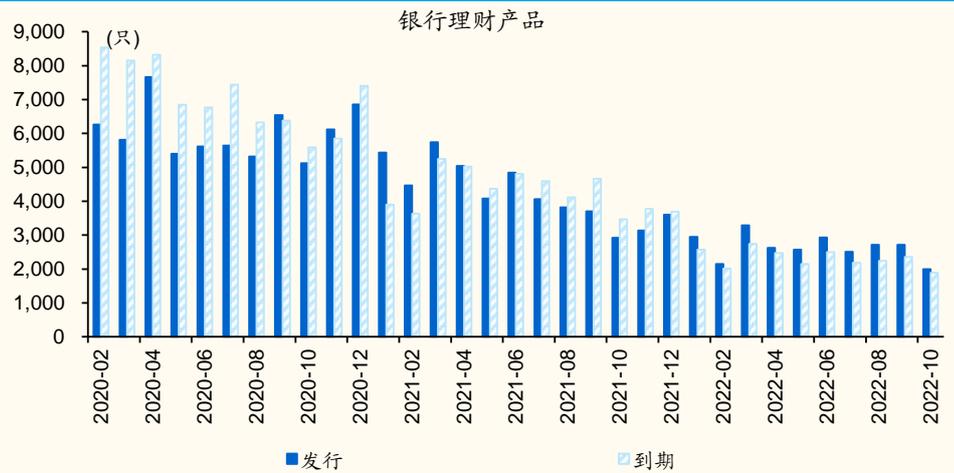
图表 31: 资金波动缓和下, 短债收益率也明显下行



来源: Wind、国金证券研究所

中期来看, 居民理财和机构投资行为在不断磨合、成熟, 或有助于降低净值化“负”反馈的影响, 后续变化仍需跟踪。2022 年是理财全面净值化的元年, 恰好赶上资本市场跌宕起伏, 居民从习惯理财刚兑到理性认知理财也可能跌破净值需要一个过程, 居民与销售渠道、投资机构之间也需要时间磨合。展望未来, 理财“赎回”带来的“负”反馈或逐步平息, 后续可紧密跟踪理财变化。

图表 32: 理财“赎回”带来的“负”反馈或逐步平息, 后续变化仍需跟踪

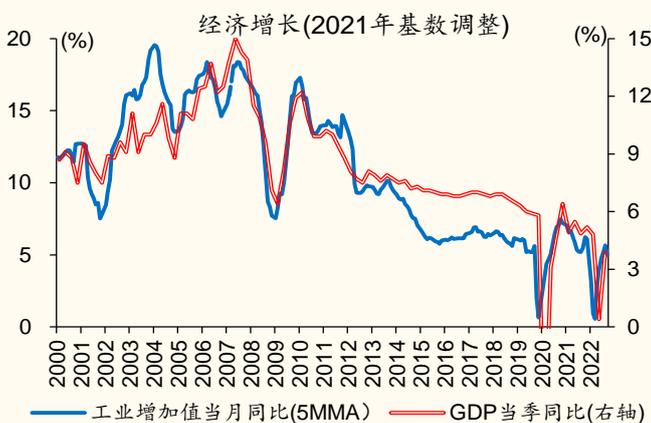


来源: Wind、国金证券研究所

(二) “债灾”不会重现, 债市中长期回归基本面驱动

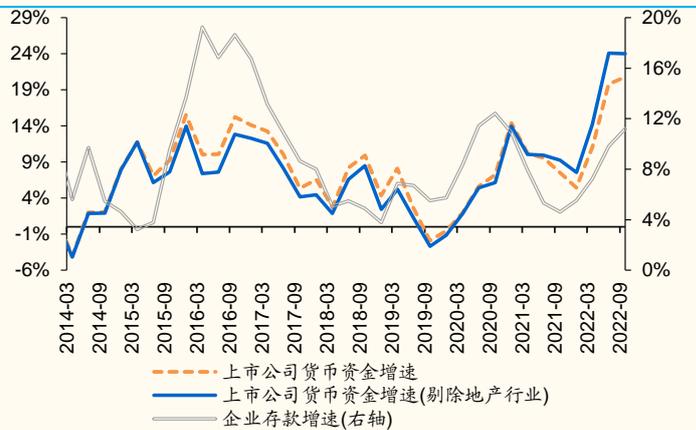
尽管类似 2016 年“债灾”不会重现, 债市中长期面临基本面回归带来的调整压力。当前与 2016 年的基本面、资金面、杠杆等不同, 使得债市短期大幅调整不会演变成 2016 年“债灾”; 中长期来看, 债券市场驱动逻辑或回归基本面。2022 年稳增长效果的滞后显现、2023 年政策继续发力, 疫情干扰逐步消退带来的疫后修复, 及地产超调后的企稳等, 或共同推动经济回归“新稳态”, 使得基本面对债市的压制逐步显现(详情参见《重估中国: 站在历史轮回的新起点》)。

图表 33: 经济基本面或逐步回归“新稳态”



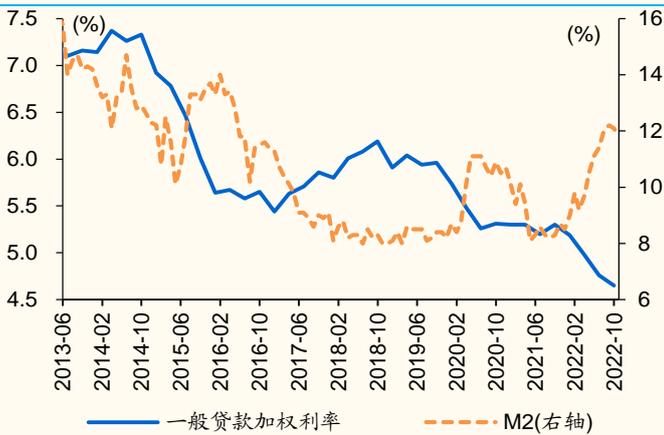
来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 前期大量资金淤积在企业账面上



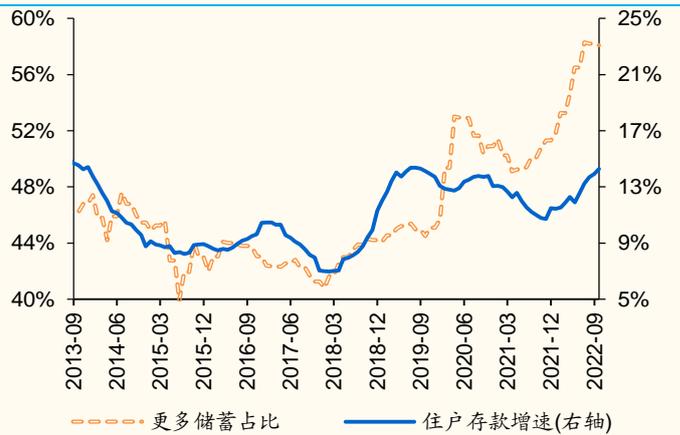
来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 贷款利率降至历史低位, M2 同比持续高增



来源: Wind、国金证券研究所

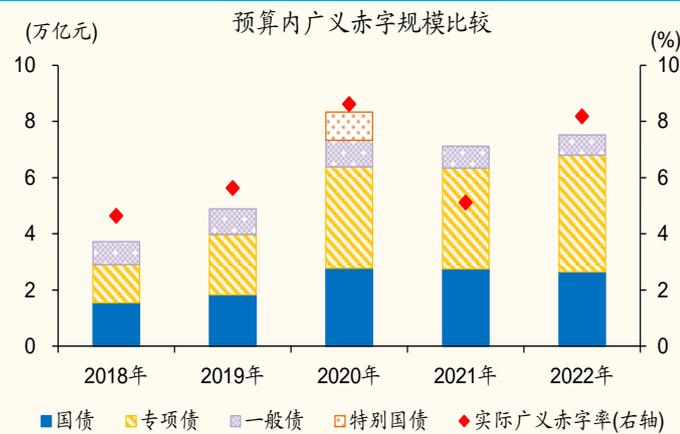
图表 36: 预防性储蓄意愿增强使得居民存款明显高增



来源: Wind、国金证券研究所

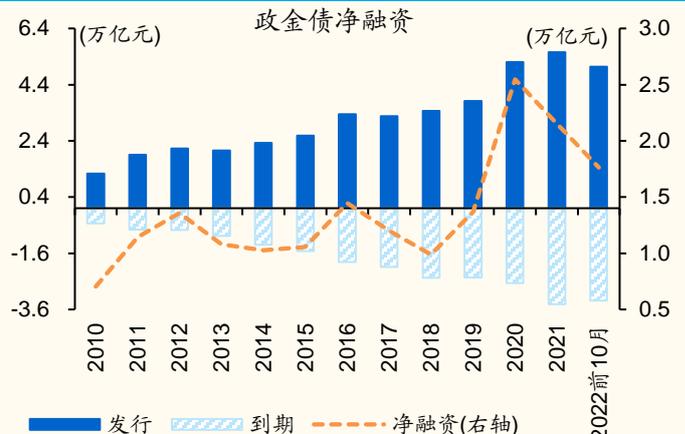
稳增长续力带来的债券供给、资金波动等,可能阶段性干扰交易行为、放大市场波动。外需走弱下,稳增长仍需继续发力,部分对冲出口下滑、助力经济回归;财政继续担当稳增长重任,但收支压力下,中央赤字可能扩张、“准财政”继续加码,或带动国债、政金债规模扩大(详情参见《财政稳增长,还有多少“弹药”》)。债券集中供给增多,可能阶段性加大资金波动、干扰交易行为。

图表 37: 2023 年预算内加码或需依赖中央赤字扩张



来源: Wind、国金证券研究所

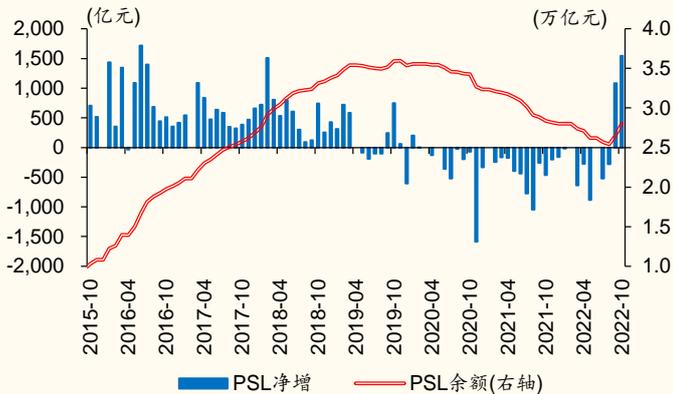
图表 38: 稳增长阶段, 政金债融资放量



来源: Wind、国金证券研究所

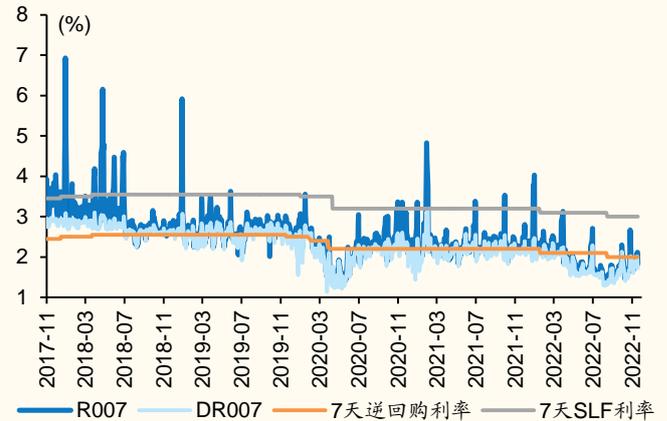
与财政配合,央行或继续维持流动性合理适度,降低资金面波动对债市的扰动。2023 年稳增长政策组合或延续当前搭配,财政担当重任、货币与之配合,一方面,央行运用 PSL、专项再贷款工具等,加大对政策性银行的资金支持;另一方面,灵活开展公开市场操作、平抑资金波动,维持货币市场利率在利率走廊内窄幅波动,为政府债券、政金债发行提供合理适度的货币流动性环境。

图表 39: PSL 结束两年半的收缩、近月明显放量



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 货币市场利率逐步向政策利率回归



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- “利空”集中扰动下, 交易拥堵和净值化“负”反馈放大债券市场波动。前期压制收益率的房地产、疫情和外部形势三大变量的积极变化, 叠加资金面的紧张, 是近期债市调整的重要原因; 而交易拥堵下, 部分银行、理财资金赎回, 导致机构资产负债“螺旋式”“负”反馈, 加速债券收益率的上行。
- 与 2016 年底“债灾”相比, 当前基本面、资金面、杠杆等均有质的不同。不同于 2016 年底, 经济未来 1-2 个季度或延续下行, 在此过程中“资产荒”的延续也有利于遏制“负”反馈机制; “资管新规”约束下, 当前机构杠杆行为较为规范, 也没有抬升资金成本“去杠杆”必要。
- 类似 2016 年“债灾”不会重现, 债市中短期“负”反馈或趋于缓和, 中长期或回归基本面驱动。中短期, 央行果断行动助力机构预期平复, “负”反馈趋于缓和, 后续关注理财等行为变化; 中长期来看, 稳增长继续发力、疫后修复及地产企稳等, 或推动经济回归“新稳态”, 进而对债市形成压制。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放; 房企债务、居民购房意愿等, 继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。
- 3、海外经济衰退超预期。欧美经济“硬着陆”、债务危机集中爆发等潜在风险, 或加剧全球衰退程度和持续时间。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402