

流动性“新知”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
majieying@gjzq.com.cn

债市，又到十字路口？

3月以来，债市持续走强，10年期国债收益率一度下行突破2.7%、回到去年底调整前的低位，导致市场开始“纠结”。利率水平是继续创新低还是拐头向上，潜在触发因素是什么？以史为鉴的梳理，或可提供一定参考。

3月以来的“债牛”压低利率水平、压平收益率曲线，使得市场开始“纠结”

3月以来，债市持续走强、收益率曲线“平坦化”，与经济预期下修、流动性宽松等相关。年初以来，债市走强主要分为3月上中旬和4月上旬以来的两个阶段，前者始于经济目标下调带来的经济预期下修；尽管4月公布的3月经济指标多数超预期，但高频走弱带动经济预期继续下修、叠加流动性宽松，推动债市继续走强。截至5月25日，10年期国债收益率较2月底下降近19BP至2.71%、回到去年底调整前的低位，30年下降幅度更大，使得曲线“平坦化”。
收益率持续下行的背后是越来越“卷”的机构行为，低利率水平又反过来导致市场开始“纠结”。从机构持仓来看，3月以来部分投资者转向加久期和加杠杆策略；4月后，农村金融机构重新成为现券主力买盘，同时跨季后基金、理财等加大买债力度，合计占全部买盘近8成。同时，“欠配”压力下，机构通过各种方式增厚收益，滚杠杆增厚收益、质押回购成交规模屡创新高，压低超长端收益率、信用利差等，使得机构对未来利率走势的研判分歧加大。

以史为鉴，利率低位回升直接缘于流动性趋紧，后续演绎取决于宏观形势、微观驱动变化

近年来收益率低位上行直接缘于流动性趋紧，但背后的成因不尽相同。回溯历史，2015年底至2016年9月、2020年1-4月、2022年二三季度，10年期国债收益率均下行至2.7%、甚至更低水平，随后收益率上行均直接缘于流动性趋紧，背后的成因有所不同，前一阶段与2016年监管收严、“收短放长”引导去杠杆等有关；后两个阶段缘于疫后修复带来的流动性收敛，但随后驱动不同，2020年压结构性存款继续推升利率，2022年底理财赎回加大流动性压力。
所处阶段宏观形势、微观驱动等不同，使得债市演绎不同，收益率低位上行节奏缩短、幅度收窄。2016年底调整后出现时长近1年的“债熊”、10年期国债收益率上行近125BP，始于2020年4月的债市调整缩短至8个月、长端上行约80BP，最近一轮债市调整仅维持3个月、幅度不足20BP。后续演绎的差异，一是流动性趋紧的原因不同、监管收紧带来的影响更大，二是经济基本面强弱程度和趋势的不同，三是“资产荒”现象凸显，使得机构配置行为影响增强。

当前流动性不具备主动收紧的宏观基础，但仍需警惕高杠杆下的短期波动等

考虑到当前流动性尚不具备主动收紧的宏观基础、叠加“资产荒”等，债市或较难出现持续、大幅调整。当前经济仍处于复苏初期，内生动能偏弱，融资修复对经济支持尚在逐步显现；经验显示，在经济持续改善之前，政策不会主动收紧流动性，近期央行也表示“保持利率水平合理适度”。同时，“资产荒”大背景下，债市或不具备持续、大幅调整的基础；当收益率调整至一定配置价值时，机构“买债”热情或再度被点燃。

但仍需关注高杠杆下的短期波动、基本面预期反转带来机构“抢跑”等扰动。虽然流动性主动收紧的概率较低，但伴随经济、信用环境的逐步修复，资金利率中枢或逐步向政策利率回归。相较于配置型机构，基金等交易型机构负债稳定性较弱、更易受到流动性冲击；杠杆加足下，机构对资金波动或更加敏感，容易放大资金面波动对债市的影响。同时，市场越来越“卷”的格局下，也需提防基本面修复过程中累积的利空因素等。

风险提示

政策效果不及预期，疫情反复。

内容目录

一、3月来的一波“债牛”进一步压平收益率曲线，引发市场对债市调整的担忧	4
(一) 3月来的一波“债牛”、对基本面数据“脱敏”，进一步压平收益率曲线	4
(二) 低收益率的背后是越来越“卷”的机构行为，也一定程度引发市场担忧	5
二、回溯历史，近年低收益率的终结多缘于流动性变化，但后市表现不尽相同	7
(一) 近年低收益率终结直接缘于流动性变化，但所处阶段、机构行为等有所不同	7
(二) 所处阶段等差异下，债市调整后续表现也不一样，调整节奏缩短、幅度减小	9
三、当前流动性不具备收紧的宏微观基础，但仍需警惕高杠杆的“脆弱性”等	11
(一) 当前经济基本面仍处于修复初期，流动性环境尚不具备收紧的宏微观基础	11
(二) “资产荒”下，债市或较难出现持续、大幅调整，但需留意高杠杆下短期波动等	13

图表目录

图表 1: 债市在 3 月上中旬和 4 月上旬明显走强	4
图表 2: 3 月经济、货币金融数据等均表现超预期	4
图表 3: 3 月经济、货币金融数据等均表现超预期	4
图表 4: 4 月以来，部分高频数据高位回落、明显走弱	4
图表 5: 信用债收益率下行幅度更大	5
图表 6: 高评级、中长期信用利差明显收窄	5
图表 7: 当前收益率水平、信用利差均处历史较低水平	5
图表 8: 收益率曲线明显“平坦化”	5
图表 9: 3 月以来，广义基金等买债力度加大	6
图表 10: 债市杠杆率自 3 月以来明显抬升	6
图表 11: 质押回购成交规模处于历史高位	6
图表 12: 滚隔夜加杠杆行为突出	6
图表 13: 近年 10 年期国债收益率也出现过下破 2.7% 的阶段	7
图表 14: 近年债市收益率上行，直接缘于流动性趋紧	7
图表 15: 2016 年三季度“收短放长”抬升资金成本	8
图表 16: 2020 年压降结构性存款推升流动性压力	8
图表 17: 2022 年 11 月，防疫、地产等释放积极信号	8
图表 18: 对应阶段，理财赎回潮加大流动性压力	8
图表 19: 债市调整阶段对应的基本面表现也不同	9
图表 20: 资管新规后对机构杠杆有明确要求	9
图表 21: 债市调整后的表现各不相同	9
图表 22: 调整节奏缩短、幅度减小	9
图表 23: 资管新规前，多层嵌套现象严重	10
图表 24: 2018 年后，表内杠杆“加足”	10

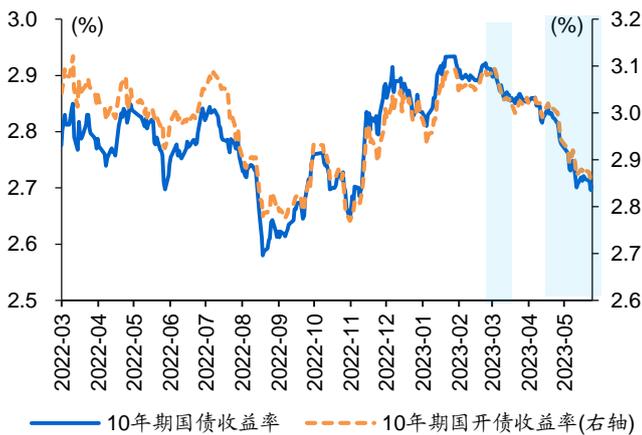
图表 25: 2022 年 11 月, 市场波动下, 央行加码平抑	10
图表 26: 资金平抑下, 机构行为逐步修复	10
图表 27: 公开市场操作加大后, 短端利率明显回落	11
图表 28: 资金波动缓和下, 短债收益率也明显下行	11
图表 29: 2013、2016 年基本面均表现较好	11
图表 30: 对应阶段, 监管收紧流动性、债市调整	11
图表 31: 经济环境处于复苏初期	12
图表 32: 融资修复对经济支持尚在逐步显现	12
图表 33: 经济未完全企稳前, 货币不会全面转向	12
图表 34: 利率较高, 可能对企业债券融资形成压制	12
图表 35: 2022 年 11 月, 银行等机构买债力量增强	13
图表 36: 收益率中枢下移、波动幅度减弱	13
图表 37: 信用修复领先经济 2 个季度左右	13
图表 38: 资金利率中枢逐步回归常态	13
图表 39: 质押回购成交规模再创新高	14
图表 40: 广义基金等持债占比明显上升	14
图表 41: 部分省市棚改计划目标明显增加	14
图表 42: 线下消费正在持续修复中	14

一、3月来的一波“债牛”进一步压平收益率曲线，引发市场对债市调整的担忧

(一) 3月来的一波“债牛”、对基本面数据“脱敏”，进一步压平收益率曲线

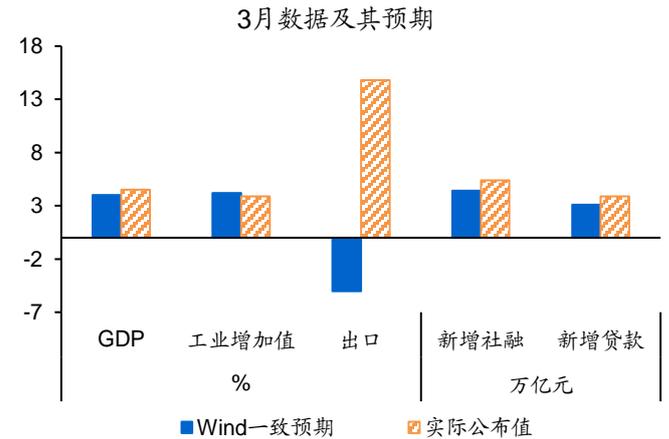
3月以来，债市持续走强，与经济预期下修、流动性宽松等相关。年初以来，债市走强主要分为3月上中旬和4月上旬以来的两个阶段，前者始于经济目标下调带来的经济预期下修；尽管4月公布的3月经济指标多数超预期，但高频走弱带动经济预期继续下修、叠加流动性宽松，推动债市继续走强，截至5月25日，10年期国债收益率较3月初下行超19BP，一度突破2.7%。

图表 1: 债市在3月上中旬和4月上旬明显走强



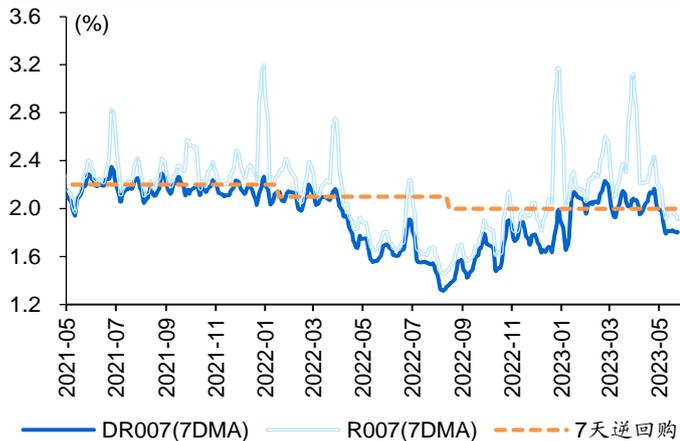
来源：政府网站、国金证券研究所

图表 2: 3月经济、货币金融数据等均表现超预期



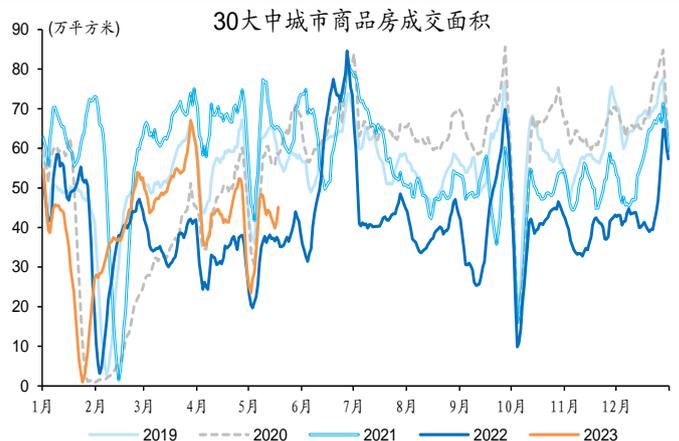
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3: 3月经济、货币金融数据等均表现超预期



来源：Wind、国金证券研究所

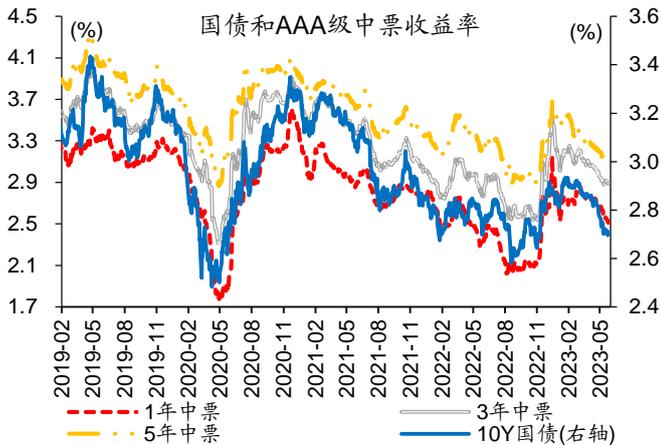
图表 4: 4月以来，部分高频数据高位回落、明显走弱



来源：Wind、国金证券研究所

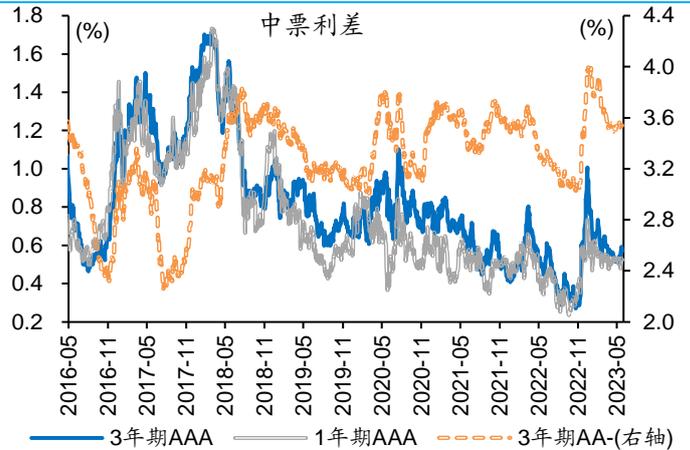
相较于利率债，信用债收益率表现更为明显，尤其是高评级、中长期信用债。截至5月25日，1年期、3年期和5年期的AAA级中票收益率分别较3月初下行超35BP、32BP和29BP，同期，10年期国债收益率下行近19BP。伴随着信用债收益率的快速下行，信用利差也明显收窄，尤其是中长期、高评级信用债，例如，1年期AAA、3年期AAA中票信用利差较3月初收窄1.7BP和6.5BP。

图表 5: 信用债收益率下行幅度更大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 高评级、中长期信用利差明显收窄



来源: Wind、国金证券研究所

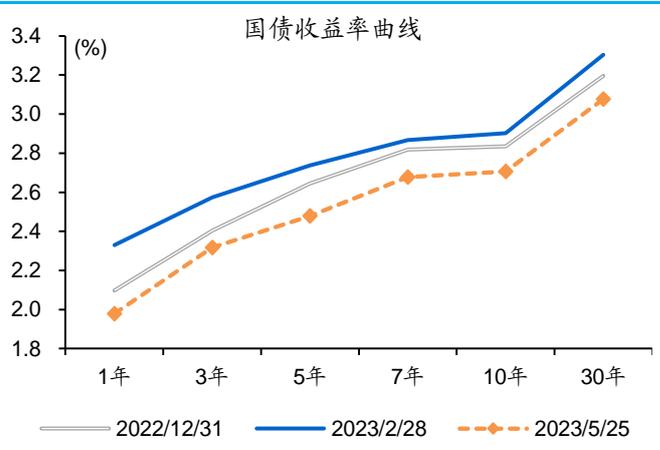
经历了一波“小牛市”后，当前收益率水平、信用利差均处于历史较低水平，尤其是中长期期限。截至 5 月 25 日，1 年期国债收益率处于 21%的分位数，5 年期和 10 年期国债收益率分别处于 10%和 3%的分位数；信用债整体估值水平更低、中长期限更为明显，例如，1 年期、3 年期和 5 年期 AAA 中票收益率所处分位数水平分别为 6%、5%和 3%。伴随着中长期收益率下行幅度更大，利率曲线也明显更加“平坦”。

图表 7: 当前收益率水平、信用利差均处历史较低水平

分类	单位BP	当前水平	所处位置	历史1/4分位数	历史中位数	历史3/4分位数	
收益率	国债	1Y	1.98	21%	2.0	2.5	3.0
	5Y	2.48	10%	2.6	3.0	3.5	
	10Y	2.71	3%	3.0	3.4	3.8	
	30Y	3.08	4%	3.4	3.8	5.4	
AAA级中票	1Y	2.51	6%	2.9	3.4	4.5	
	3Y	2.89	5%	3.4	3.9	4.7	
	5Y	3.11	3%	3.7	4.2	4.9	
3年中票	AAA	2.89	5%	3.4	3.9	4.7	
	AA	3.46	10%	3.9	4.5	5.3	
	AA-	5.86	23%	5.9	6.2	6.6	
国债期限利差	5Y-1Y	72.8	43%	58.0	79.2	127.4	
	10Y-1Y	50.1	46%	36.6	52.3	71.5	
3年期中票信用利差	AAA	57.3	12%	71.4	104.0	137.6	
	AA	114.2	16%	121.6	157.5	202.9	
	AA-	354.2	73%	308.2	331.8	355.2	
AAA级中票信用利差	1年	53.1	15%	60.0	95.1	133.6	
	3年	57.6	12%	70.9	102.8	137.9	
	5年	63.2	5%	81.2	109.8	148.1	

来源: Wind、国金证券研究所 (截至 5 月 25 日)

图表 8: 收益率曲线明显“平坦化”

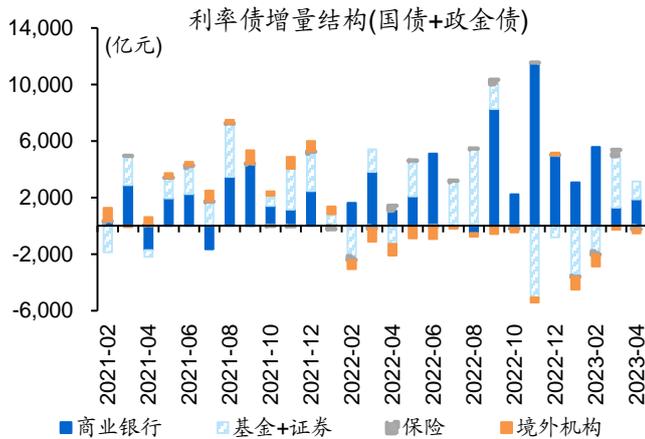


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 低收益率的背后是越来越“卷”的机构行为，也一定程度引发市场担忧

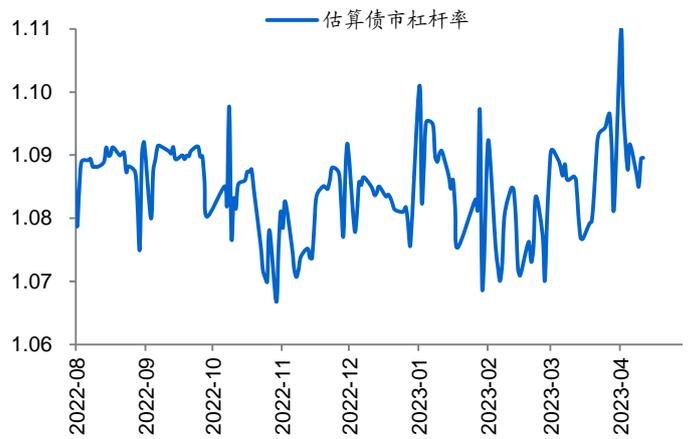
收益率持续下行的背后，是越来越“卷”的机构行为。从机构持仓来看，3 月以来部分投资者转向加久期和加杠杆策略，1-3 年现券占整体买盘的比例环比抬升 6.5 个百分点。4 月以来，农村金融机构重新成为现券主力买盘，同时跨季后基金、理财加大了买债力度，此三类机构在全部买盘中的占比合计近 8 成；短债的配置力量依然较强、同时机构加久期延续发力（详情参见《从机构行为，看资产定价换锚》）。

图表 9: 3 月以来。广义基金等买债力度加大



来源：中债登、国金证券研究所

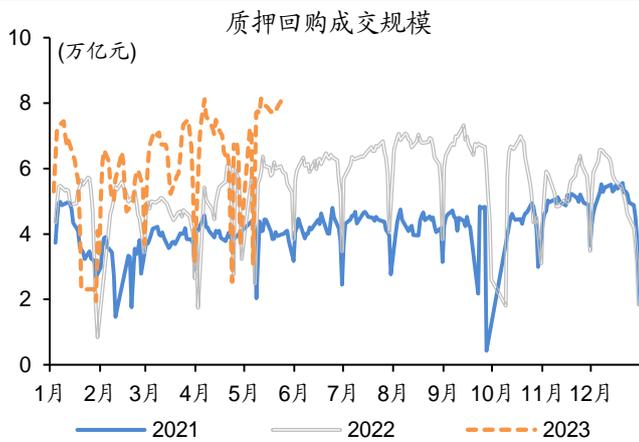
图表 10: 债市杠杆率自 3 月以来明显抬升



来源：Wind、国金证券研究所

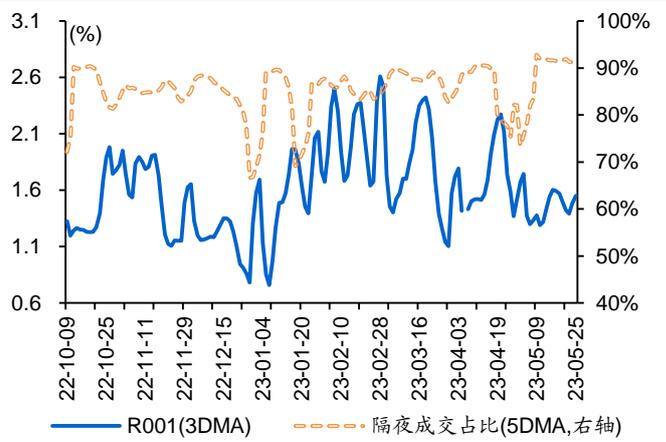
“欠配”压力下，滚杠杆增厚收益、质押回购成交规模屡创新高，压低超长端债市收益率、信用利差等，使得机构对未来利率走势研判分歧加大。3月以来，质押回购成交明显高于往年同期、5月中下旬初单日质押回购成交一度创新高至8.2万亿元以上；流动性平稳宽松下，“滚隔夜”现象突出、隔夜质押成交占比中枢维持在90%左右、单日一度达94%。机构“买债”热情高涨下，债市收益率表现多下行。

图表 11: 质押回购成交规模处于历史高位



来源：中国货币网、国金证券研究所

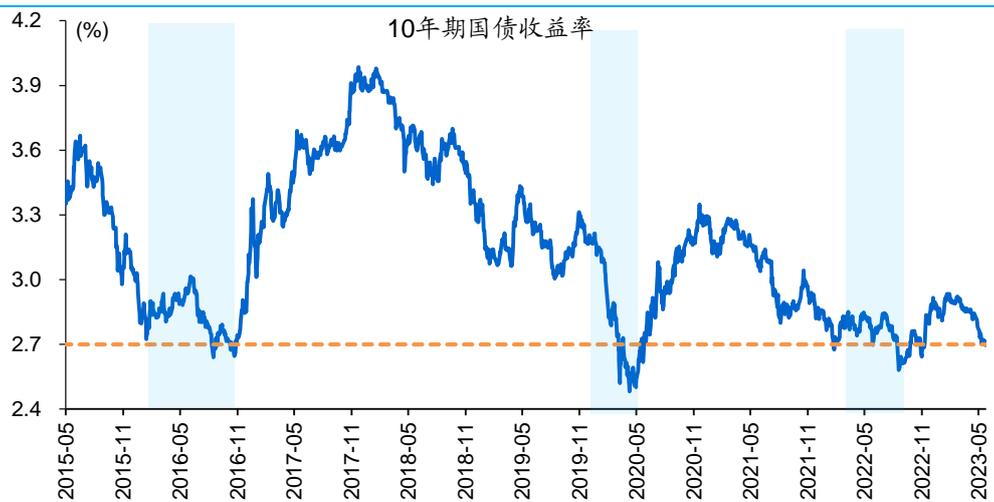
图表 12: 滚隔夜加杠杆行为突出



来源：Wind、中国货币网、国金证券研究所

此前也曾出现过，机构行为“极致”、收益率低位的阶段，回溯历史或可对未来债市演绎提供一定启示。2015年底至2016年9月、2020年1-4月、2022年二三季度，10年期国债收益率均下行至2.7%、甚至更低。对应阶段，机构行为均相对较为“极致”，债市杠杆率均处于阶段性高位、隔夜质押回购成交占比一度突破90%。回溯历史相似阶段、及其后市演绎或可为本轮提供一定参考。

图表 13: 近年 10 年期国债收益率也出现过下破 2.7% 的阶段



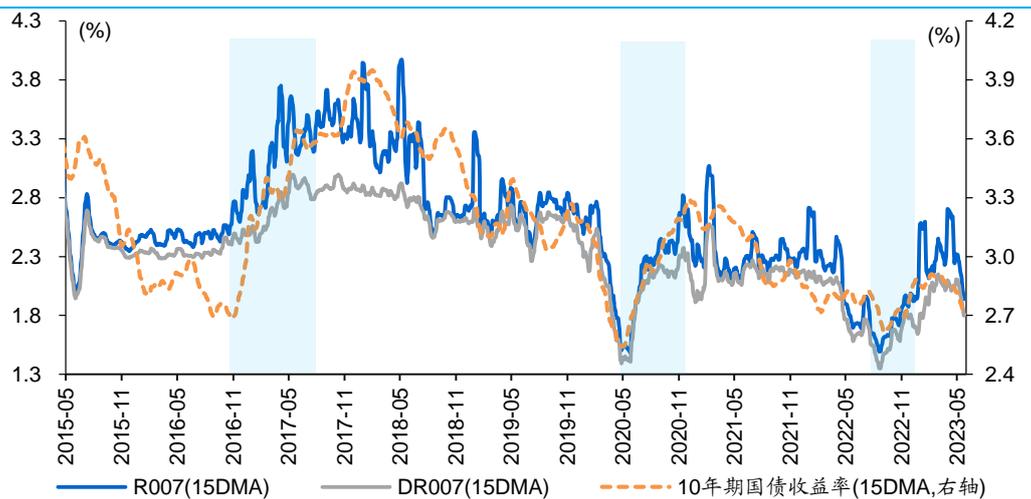
来源: Wind、国金证券研究所

二、回溯历史，近年低收益率的终结多缘于流动性变化，但后市表现不尽相同

(一) 近年低收益率终结直接缘于流动性变化，但所处阶段、机构行为等有所不同

近年来债市收益率低位上行，直接缘于流动性趋紧。回溯两个阶段的债市表现，触发调整的因素均是流动性的明显收紧，以 R007 为代表的货币市场利率在 2016 年 10 月、2020 年 6 月和 2022 年 11 月均出现明显上涨、月均值较上月环比分别上涨 16BP、47BP 和 13BP，同期，10 年期国债收益率放缓下行节奏、甚至略有上行。

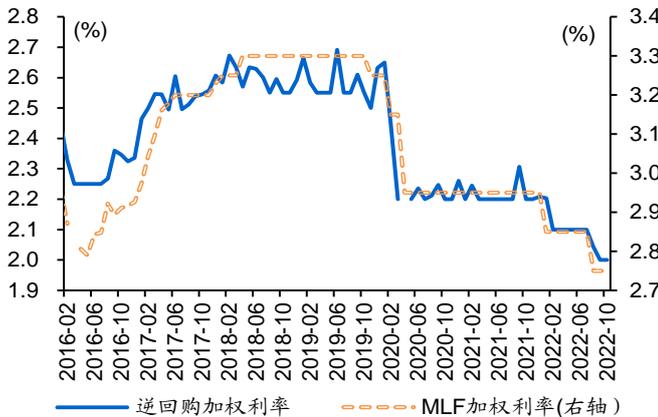
图表 14: 近年债市收益率上行，直接缘于流动性趋紧



来源: Wind、国金证券研究所

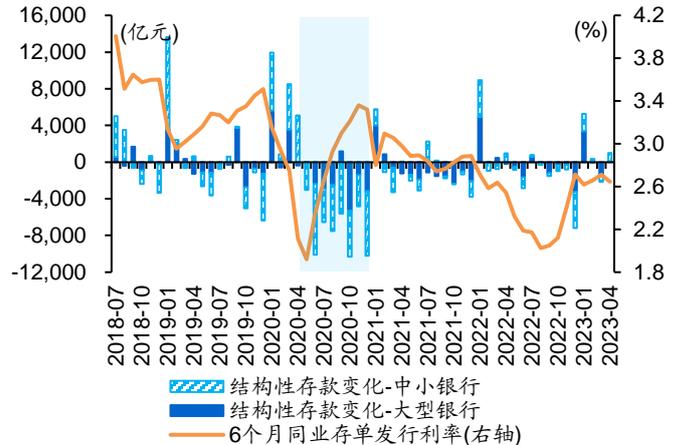
但背后成因有所不同，前者与监管收严有关、“收短放长”去杠杆，后者与疫后修复带来的流动性收敛有关，但驱动有所不同。虽然直接触发因素相同，背后的成因有所不同，前一阶段与 2016 年监管收严、“收短放长”引导去杠杆等有关；后两个阶段缘于疫后修复带来的流动性收敛，但随后驱动不同，2020 年压结构性存款继续推升利率，2022 年底理财赎回加大流动性压力《“债灾”？与 2016 年底有质的不同！》）。

图表 15: 2016 年三季度“收短放长”抬升资金成本



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 2020 年压降结构性存款推升流动性压力



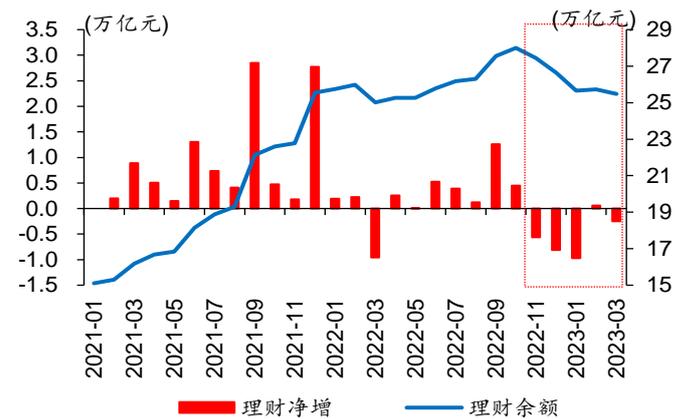
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 2022 年 11 月, 防疫、地产等释放积极信号

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... 高效统筹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. ...在落实各项防疫措施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: Wind、国金证券研究所

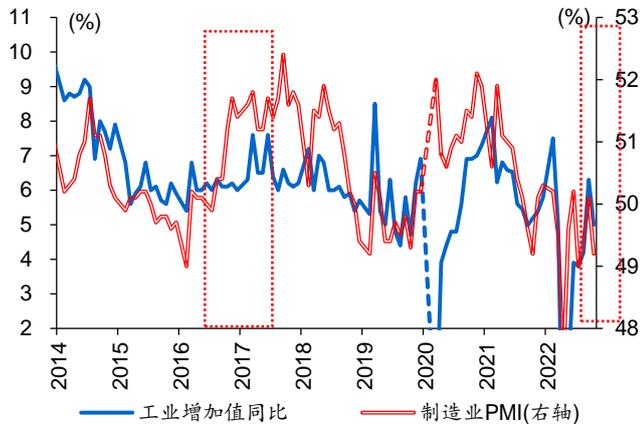
图表 18: 对应阶段, 理财赎回潮加大流动性压力



来源: Wind、国金证券研究所

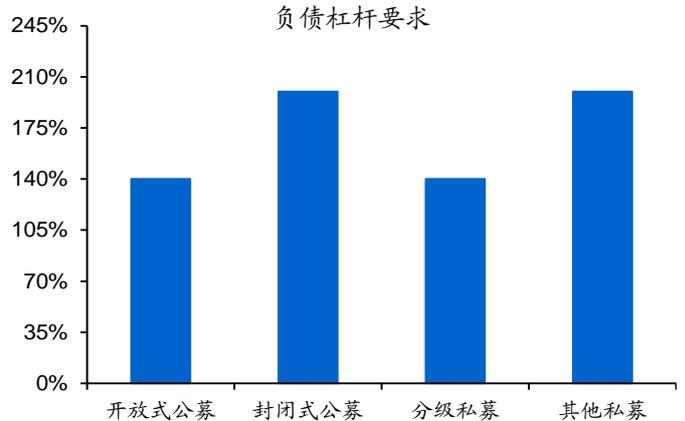
两者所处阶段、机构行为等也有差异, “资产荒”是最大的基本面差异, 机构杠杆由表外向表内转移。2016 年 10 月债市牛熊切换, 是“政策底”和“经济底”夯实, 资金成本抬升共振的结果; 相比之下, 当下经济动能增长明显放缓、处于经济修复的初步阶段。除了基本面差异外, 机构行为也发生明显变化, “资管新规”后, 表外加杠杆现象明显减少, 穿透式监管将机构杠杆约束在 2 倍以内、甚至更低。

图表 19: 债市调整阶段对应的基本面表现也不同



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 资管新规后对机构杠杆有明确要求

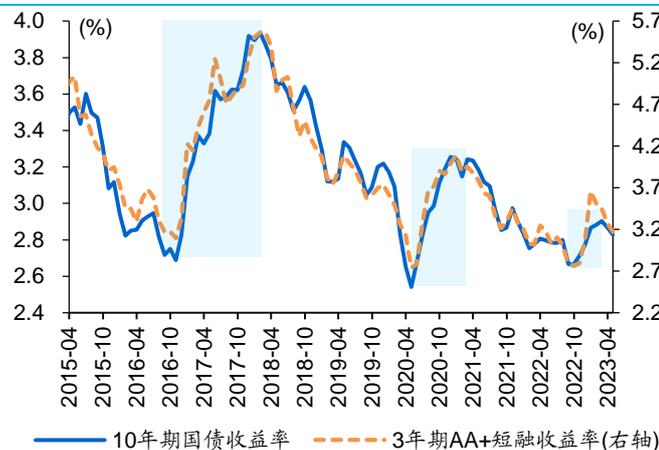


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 所处阶段等差异下, 债市调整后续表现也不一样, 调整节奏缩短、幅度减小

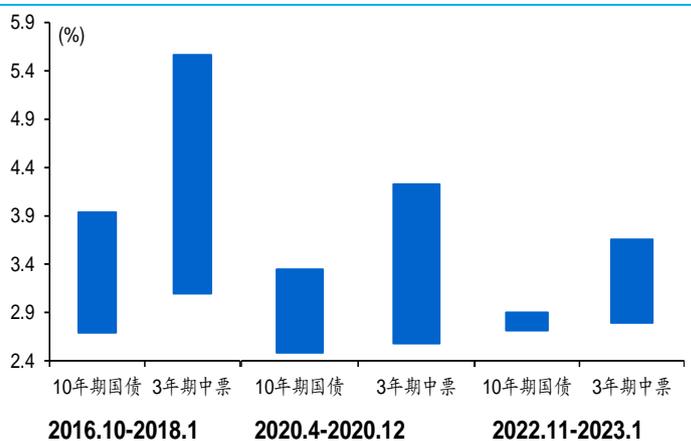
债市调整的后续表现也不尽相同, 收益率低位上行节奏缩、幅度收窄。由于背后成因、所处阶段和机构行为等差异, 债市调整的表现也大不相同。2016 年底调整后出现时长近 1 年的“债熊”、10 年期国债收益率上行近 125BP, 始于 2020 年 4 月的债市调整缩短至 8 个月、长端上行约 80BP, 最近一轮债市调整仅维持 3 个月、幅度不足 20BP。对应阶段, 信用债表现也是类似, 例如, 3 年期 AA+中票收益率分别调整 247BP、165BP 和 86BP。

图表 21: 债市调整后的表现各不相同



来源: Wind、国金证券研究所

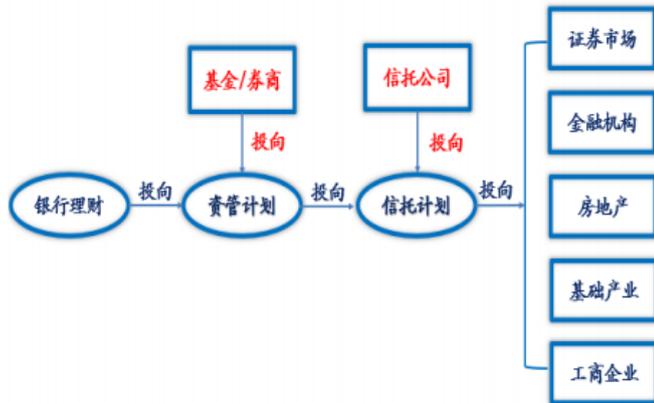
图表 22: 调整节奏缩短、幅度减小



来源: Wind、国金证券研究所

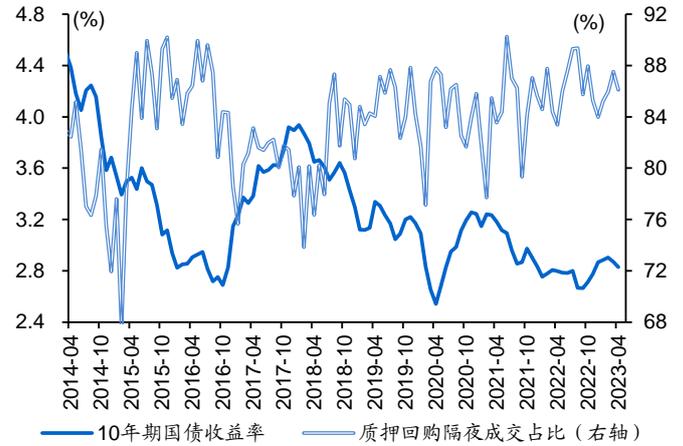
调整幅度减小主要缘于资管新规后, 多层嵌套问题减少、杠杆向表内转移等。2018 年前, 监管归属与不同的银行理财、券商资管等机构通过层层嵌套等实现表外加杠杆, 资金成本抬升一定程度上放大了杠杆收缩效应, 拉长资产负债的“螺旋式”“负”反馈链条, 加剧了债市的“踩踏”; “资管新规”后, 资金池、刚兑、多层嵌套等现象明显减少, 机构更加注重负债管理、平衡资产收益和负债久期等(详情参见《从机构行为, 看资产定价换锚》、《“债灾”? 与 2016 年底有质的不同!》)。

图表 23: 资管新规前, 多层嵌套现象严重



来源: Wind、国金证券研究所

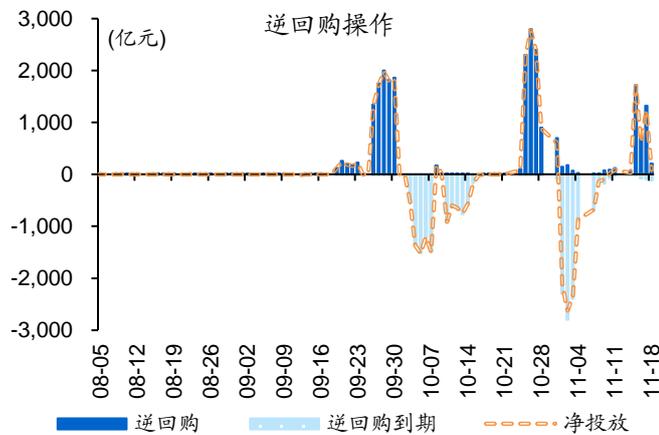
图表 24: 2018 年后, 表内杠杆“加足”



来源: Wind、国金证券研究所

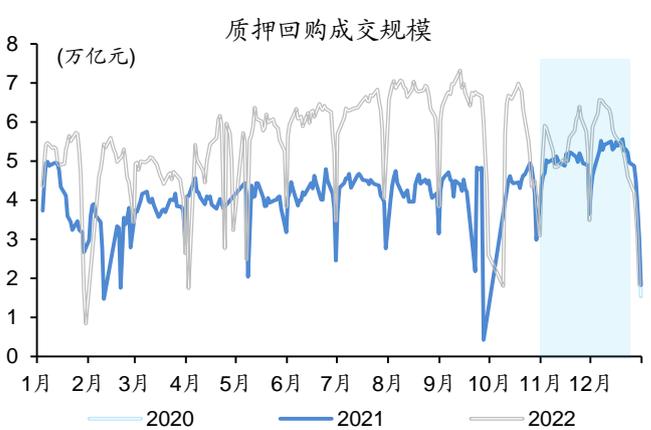
调整节奏缩短, 或与“资产荒”等有关, 当债市调整至一定配置价值、资金面相对平稳后, 机构行为或再度集中。2022 年 11 月即为典型, 债市调整后, 央行于月中加大逆回购投放, 在 MLF 和 PSL 等工具已实现 1700 亿元净投放的基础上, 当天逆回购扩大至 1720 亿元、实现公开市场操作净投放 1700 亿元, 随后两个交易日内保持日均 1000 亿元左右的投放规模。公开市场操作加大后, 资金波动明显缓和, 机构行为逐步恢复, 利率债、存单等收益率均出现不同程度下行。

图表 25: 2022 年 11 月, 市场波动下, 央行加码平抑



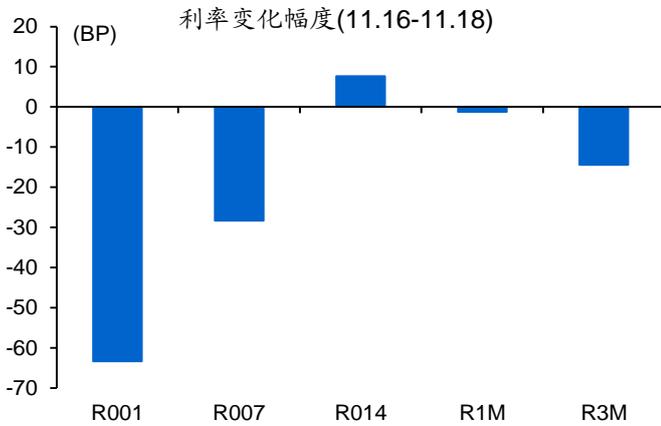
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 资金平抑下, 机构行为逐步修复



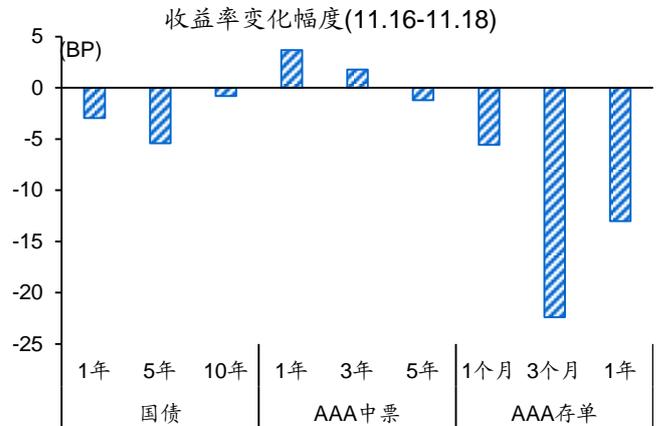
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 公开市场操作加大后, 短端利率明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 资金波动缓和下, 短债收益率也明显下行



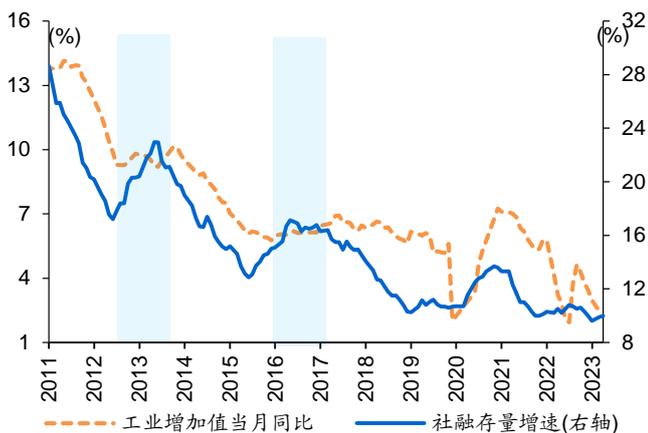
来源: Wind、国金证券研究所

三、当前流动性不具备收紧的宏观基础, 但仍需警惕高杠杆的“脆弱性”等

(一) 当前经济基本面仍处于修复初期, 流动性环境尚不具备收紧的宏观基础

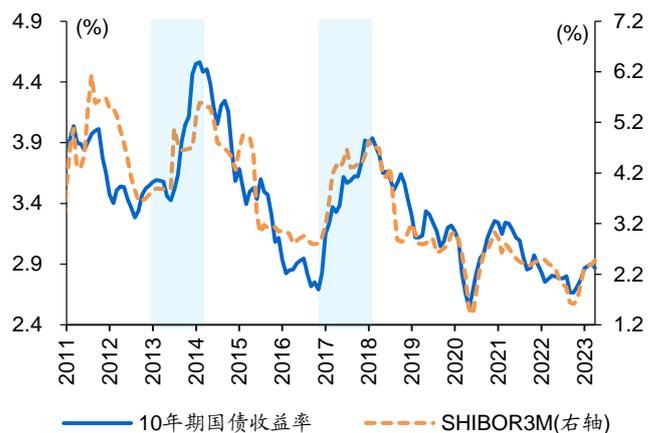
回溯过往, 监管收紧流动性、导致债市出现调整, 多发生在基本面较好的阶段。2013年、2016年四季度监管导致的流动性收紧均处于经济企稳、信用环境修复的阶段; 前者在积极财政政策、结构性减税进一步加力下, 经济企稳、社融增速延续修复通道, 后者在基建放项目、棚改货币化、供给侧改革等三大政策, 从需求端、供给端共同发力下, 经济筑底回升、货币政策宽松开始逐步退出。

图表 29: 2013、2016 年基本面均表现较好



来源: Wind、国金证券研究所

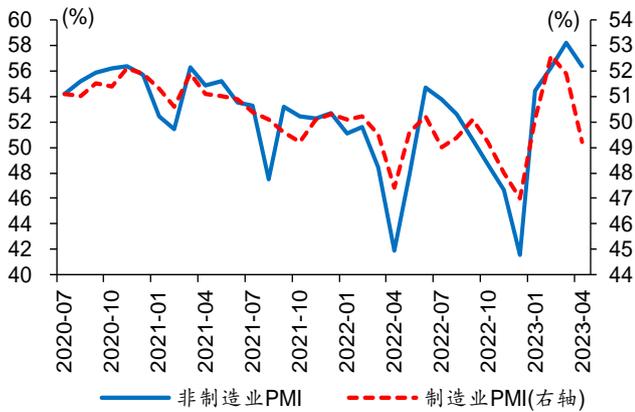
图表 30: 对应阶段, 监管收紧流动性、债市调整



来源: 中债登、国金证券研究所

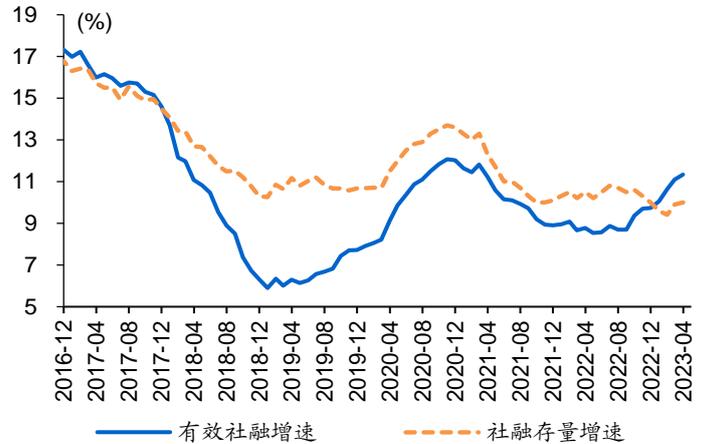
不同以往, 当前经济仍处于复苏初期, 内生动能偏弱, 融资修复对经济支持尚在逐步显现。当前经济还处于复苏早期, 地产等传统动能的减弱或使得本轮信用修复弹性减弱、持续时间拉长。除经济基本面外, 信用环境也仍处于修复通道, 实体需求逐步恢复、地产相关资金边际改善等或带动信用环境修复, 但地产等“托而不举”等或使得修复弹性弱于以往(详情参见《新时代“朱格拉周期”: 来自资金的线索》)。

图表 31: 经济环境处于复苏初期



来源: Wind、国金证券研究所

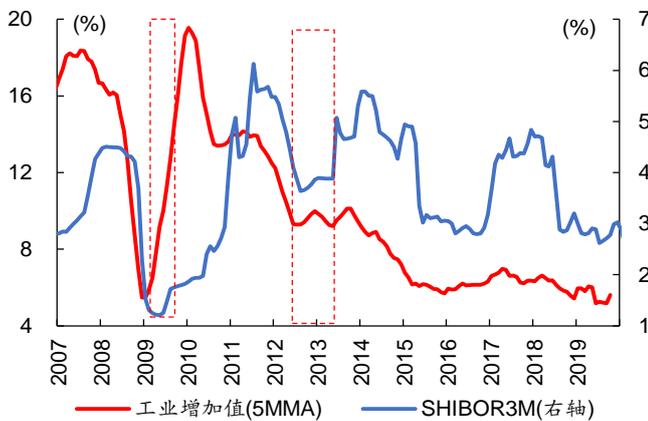
图表 32: 融资修复对经济支持尚在逐步显现



来源: Wind、国金证券研究所

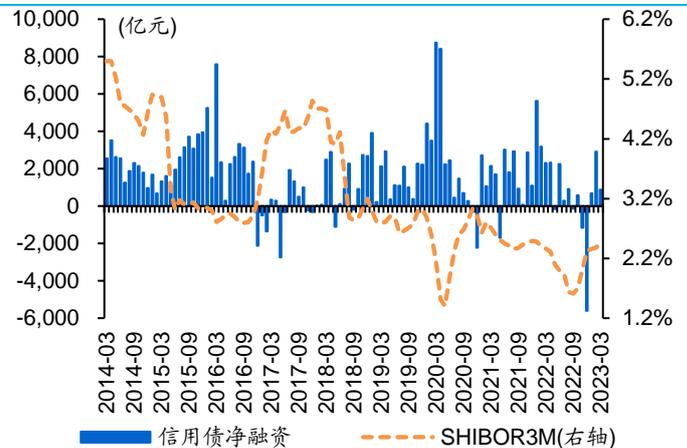
经验显示,当经济尚未企稳之前,政策全面转向的概率较低、流动性环境尚不具备收紧的宏观基础。疫后修复正在进行中,但需求整体相对较弱、就业等压力依然较大。经验显示,在应对内外部冲击时央行往往率先启动;随着冲击减弱、经济逐步修复,在没有完全确认经济企稳前,央行通畅不会转向全面收紧,近期央行也表示“保持利率水平合理适度”。微观层面,流动性收紧或导致融资成本抬升等,加大企业融资压力、不利于部分企业报表的进一步修复(详情参见《一季度报告,透露了什么?》)。

图表 33: 经济未完全企稳前,货币不会全面转向



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 利率较高,可能对企业债券融资形成压制

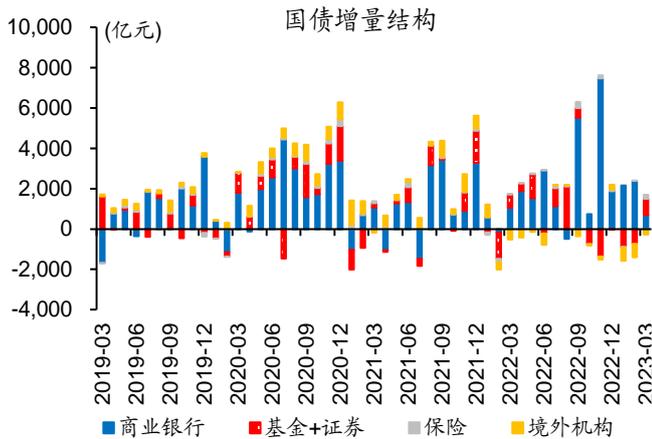


来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

(二) “资产荒”下，债市或较难出现持续、大幅调整，但需留意高杠杆下短期波动等

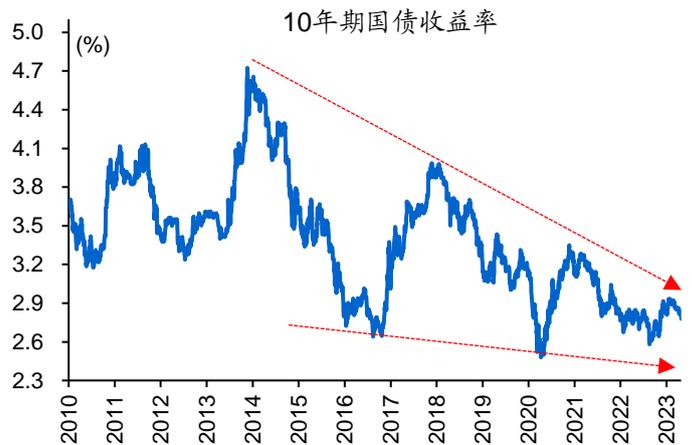
“资产荒”大背景下，债市或较难出现持续、大幅调整。“资管新规”后行业格局重塑，资金向短久期等“安全”资产集中，但合意资产却明显收缩，叠加部分重资产领域债务出清中的风险释放等，使得机构行为进一步趋同。此外，经济动能放缓、实体需求修复平缓下，资金容易滞留金融体系，加剧“资产荒”。“资产荒”大背景下，债市不具备持续、大幅调整的基础；当收益率调整至一定配置价值时，机构“买债”的热情或再度点燃，例如，2022年11月10年期国债收益率仅较低位上行20BP左右，机构配置再度加码。

图表 35: 2022 年 11 月，银行等机构买债力量增强



来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 收益率中枢下移、波动幅度减弱



来源: Wind、国金证券研究所

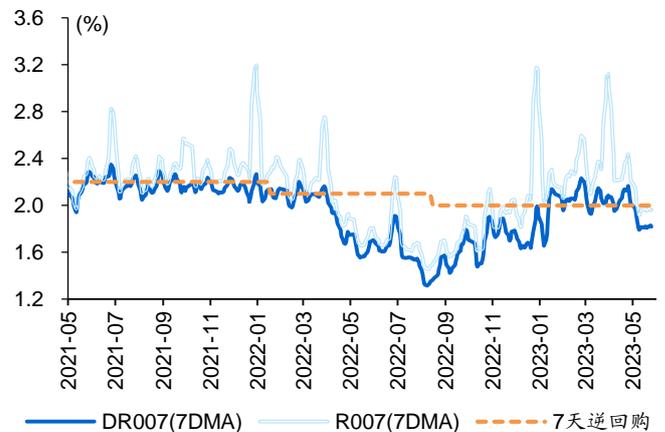
然而短期波动依然需要警惕，资金利率中枢已回升、高杠杆的“脆弱性”或放大资金波动影响。虽然流动性主动收紧的概率较低，但伴随经济、信用环境的逐步修复，资金利率中枢或逐步向政策利率回归。相较于配置型机构，基金等交易型机构负债稳定性较弱、更易受到流动性冲击；杠杆加足下，机构对资金波动或更加敏感，容易放大资金面波动对债市的影响。当前机构行为依然处于相对集中的状态，单日质押回购单日成交规模，在5月中下旬创新高至8.2万亿元以上。

图表 37: 信用修复领先经济 2 个季度左右



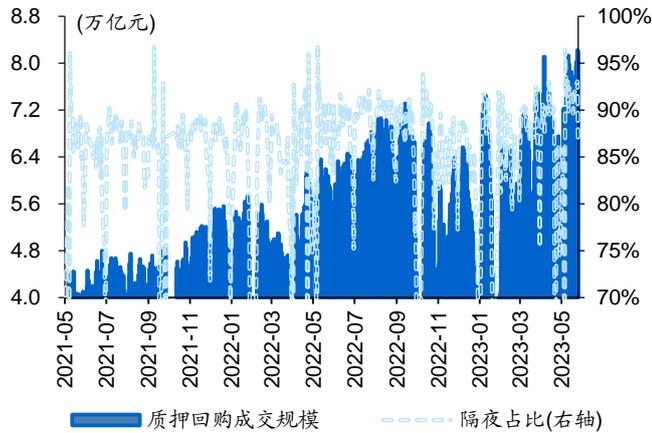
来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 资金利率中枢逐步回归常态



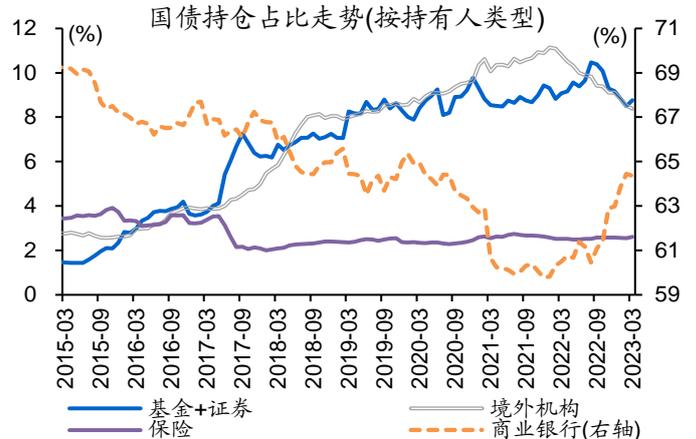
来源: Wind、国金证券研究所

图表 39: 质押回购成交规模再创新高



来源: Wind、国金证券研究所

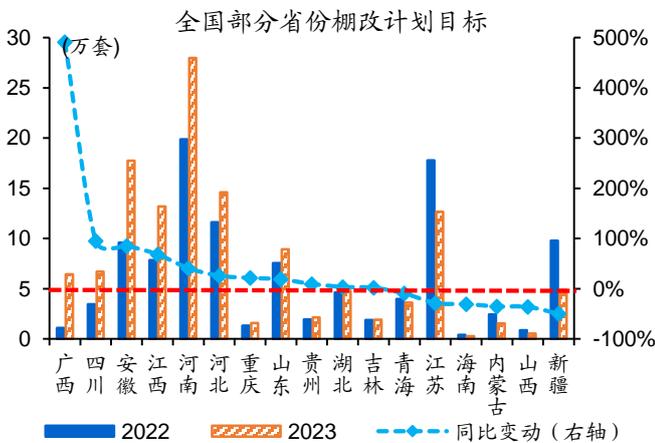
图表 40: 广义基金等持债占比明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

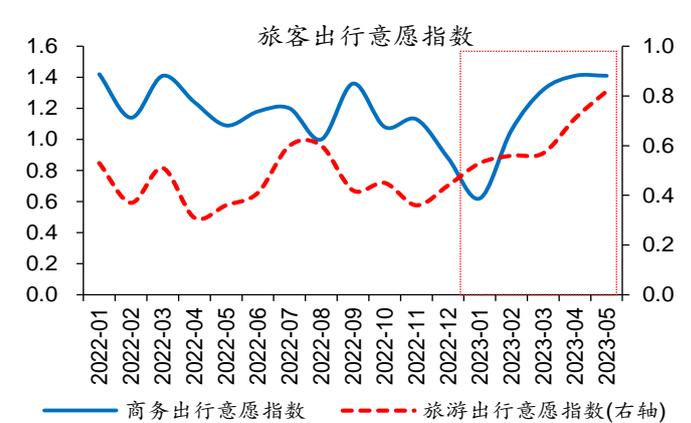
同时, 市场越来越“卷”的格局下, 也需提防基本面修复过程中累积的利空因素等。伴随稳增长政策落地效果的逐步释放, 经济增长内生动能逐步增强, 核心驱动包括, 稳增长“加力”带来的基建投资韧性, 场景修复带来的社会集团消费修复和居民收入之后改善等。尤其需要留意地产、消费部分基本面数据超预期带来的预期调整等(详情参见《内生动能增强, 经济可以更“乐观”些》)。

图表 41: 部分省市棚改计划目标明显增加



来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 线下消费正在持续修复中



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1. 3月以来，债市持续走强、收益率曲线“平坦化”，与经济预期下修、流动性宽松等相关；收益率持续下行的背后是越来越“卷”的机构行为，低利率水平又反过来导致市场开始“纠结”。
2. 近年来收益率低位上行直接缘于流动性趋紧，但背后的成因不尽相同；所处阶段宏观形势、微观驱动等不同，使得债市演绎不同，收益率低位上行节奏缩短、幅度收窄。
3. 考虑到当前流动性尚不具备主动收紧的宏观基础、叠加“资产荒”等，债市或较难出现持续、大幅调整；但仍需关注高杠杆下的短期波动、基本面预期反转带来机构“抢跑”等扰动。

风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402