

辉煌的三十年：利率债长牛未尽

核心观点：

1、相对于2016年的行情，这次债券市场的基本面因素占比略高：

(1) 最近一个季度内，资金系统发生了明显的流动性梗阻的现象，大量资金滞留在银行系统之内，因此，银行产生了大量的现券配置需求。

(2) 当然，这此中也伴随着杠杆和久期的增加，比如，银行对非银的债权增长速度达到了双位数11%，委外及类委外重新加速。

2、这种流动性梗阻是非周期性的，因此，我们可能不能用周期或经验思维去判断未来的债市行情，但相对确定的是，在流动性梗阻化解之前，债券市场的牛市可能不会终结。

3、两个可能化解流动性梗阻的政策及其对债市影响：

(1) 非常规的货币宽松，这会导致债券收益率在进一步急跌之后开始急涨；

(2) 用积极的信用政策推进银行信用下潜，这个有效性的前提一定是终止债券市场如此凌厉的牛市进程，通过去杠杆政策降低银行的机会成本。

4、如今来看，这两类政策尚没有风声及实质性推进，因此，当前即使在行情的左侧，这个时间节点也不会离拐点太近，高杠杆长久期的进攻策略还是有效的。

5、至于市场近期的降久期行为和期限利差的上升，也不完全是基于过平的收益率曲线而出现的**主流策略的变化**：

(1) 从R007看，货币政策最近两个月略有宽松，因此，最近市场的久期可能是跟着银行自营增量的配置盘降下来的；

(2) 这一次货币政策宽松的背景是去年四季度过紧的资金面，因此，这个宽松是修复性宽松，还是新一轮宽松趋势的启动，目前还尚待观察。

6、但这个悬念不重要，如果货币政策还在常规状态，无论宽松与否，宽信用的可能性都很低，这时，对债市行情的差异就是“牛平”还是“牛陡”而已。

7、但即使是“牛陡”，单纯从收益的角度来说，我们降久期也不合适：

(1) 短久期的下行幅度大概率弥补不了长久期的收益加成；

(2) 经验上看，长短品种走势的实质性分化从未发生过，即使在如此平的曲线形态下，这个形态也不会对长端品种产生行情上的压力。

8、如果对行情反转非常警惕的话，可以适度注重一下持仓的流动性问题，若行情的反转来临，流动性下的最快的应该是30Y附近的超长期品种，因此，适当把部分30Y超长期券换仓到10Y附近的长期券就好，过度收缩久期并无必要。

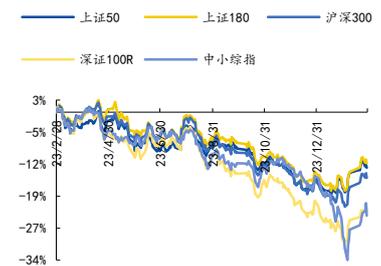
风险提示：

货币政策宽松不及预期，宏观经济不及预期

主要数据：

上证综指：	2957.85
深圳成指：	9047.10
沪深300：	3450.26
中小盘指：	3362.10
创业板指：	1748.97

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

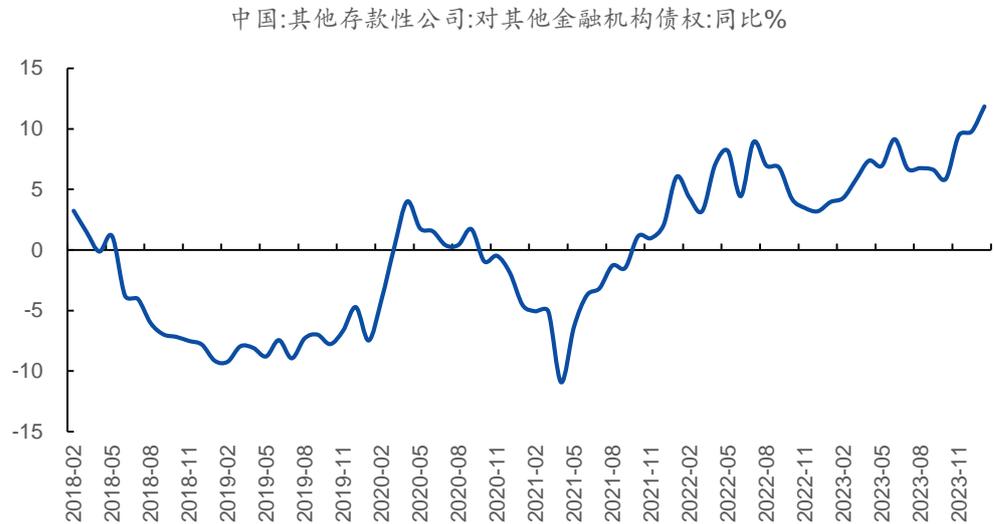
- 《孔雀东南飞：关于企业出海的一切(下)》
2024.02.21
- 《企业出海的他山之石：关于企业出海的一切(上)》
2024.02.19

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
联系人	黄海
邮箱	huanghai@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

实际上，由于流动性梗阻的存在，大量资金滞留在银行系统之内，因此，银行产生了大量的现券配置需求。除此外银行对非银的债权增长速度达到了双位数 11%，委外及类委外重新加速。

图 1：银行对非银的债权增长速度达到了双位数 11%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：委外及类委外增速增加



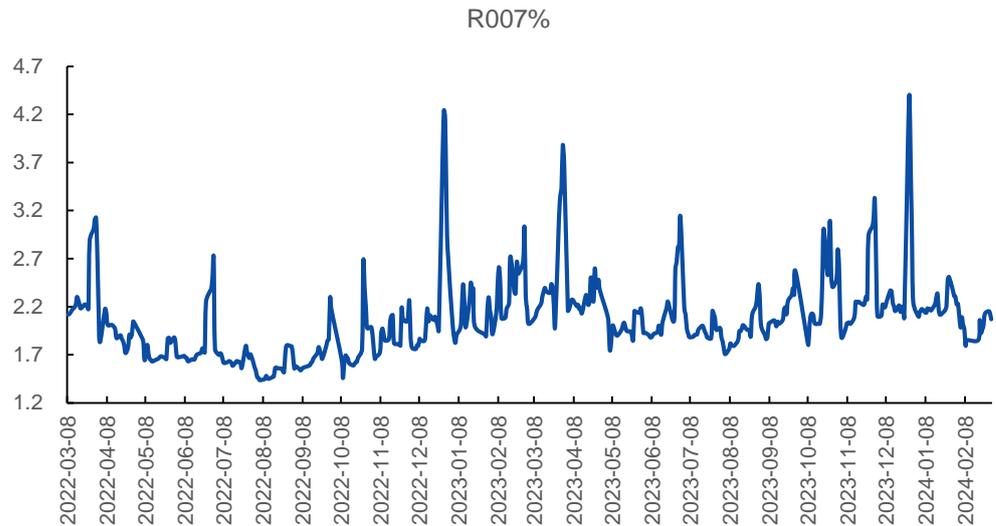
资料来源：Wind，国元证券研究所

两个可能化解流动性梗阻的政策及其对债市影响：

- (1) 非常规的货币宽松，这会导致债券收益率在进一步急跌之后开始急涨；
- (2) 用积极的信用政策推进银行信用下潜，这个有效性的前提一定是终止债券市场如此凌厉的牛市进程，通过去杠杆政策降低银行的机会成本。

从 R007 看，货币政策最近两个月略有宽松，因此，最近市场的久期可能是跟着银行自营增量的配置盘降下来的；这一次货币政策宽松的背景是去年四季度过紧的资金面，因此，这个宽松是修复性宽松，还是新一轮宽松趋势的启动，目前还尚待观察。

图 3：R007 显示货币政策略有宽松



资料来源：Wind, 国元证券研究所

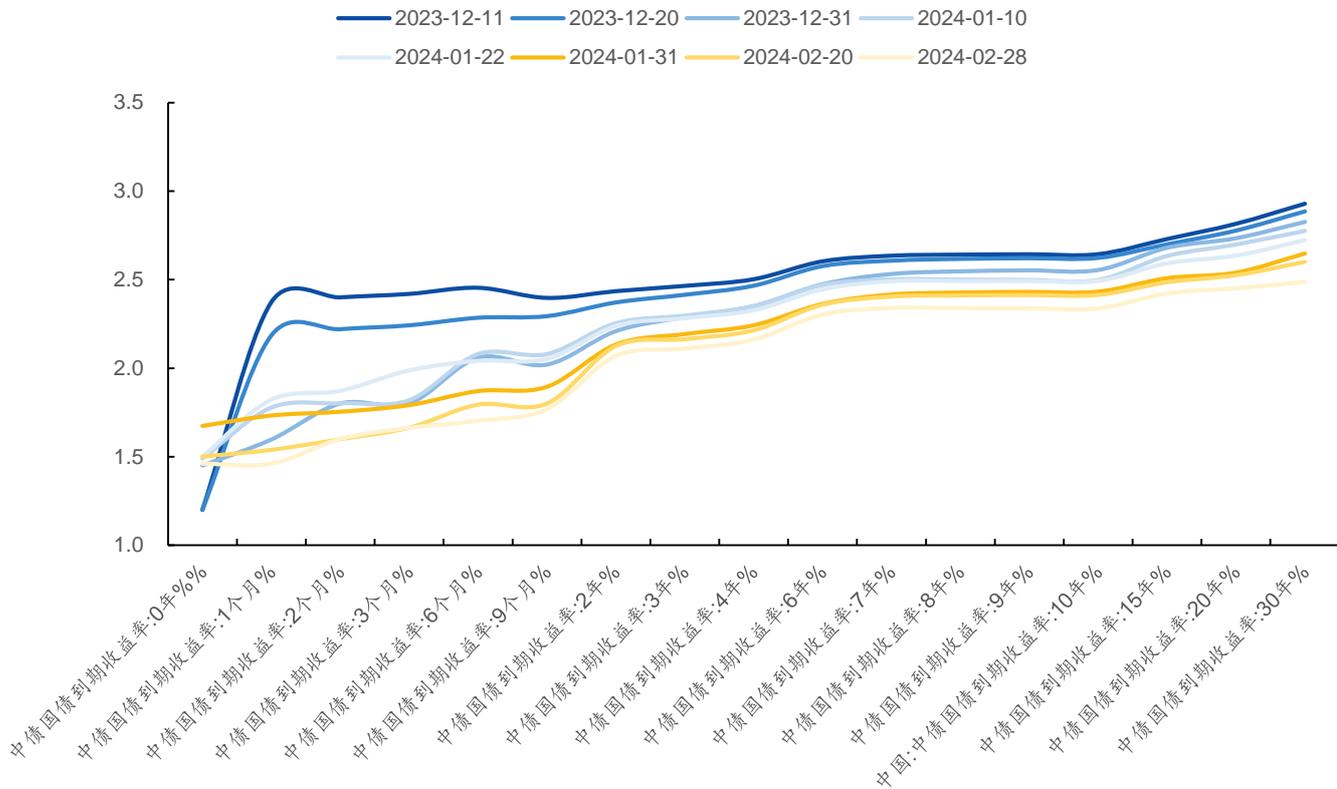
截止 2024 年 2 月 28 日，国债 10 年期与 30 年期利差已经收窄至 0.1492%

图 4：10 年和 30 年国债利差急剧收窄



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：国债利率期限结构变动图



资料来源：Wind，国元证券研究所

利率债长牛未尽！

后续我们判断

1. 货币政策是否宽松其实只是事关“牛陡”还是“牛平”，即使是“牛陡”，单纯从收益的角度来说，我们降久期也不合适：

(1) 短久期的下行幅度大概率弥补不了长久期的收益加成；

(2) 经验上看，长短品种走势的实质性分化从未发生过，即使在如此平的曲线形态下，这个形态也不会对长端品种产生行情上的压力。

2. 如果对行情反转非常警惕的话，可以适度注重一下持仓的流动性问题，若行情的反转来临，流动性下的最快的应该是 30Y 附近的超长期品种，因此，适当把部分 30Y 超长期券换仓到 10Y 附近的长期券就好，过度收缩久期并无必要。

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”)在中华人民共和国境内(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。

免责声明

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