

# 收益率曲线形态与债市拐点

## ——掘金固收系列报告之九

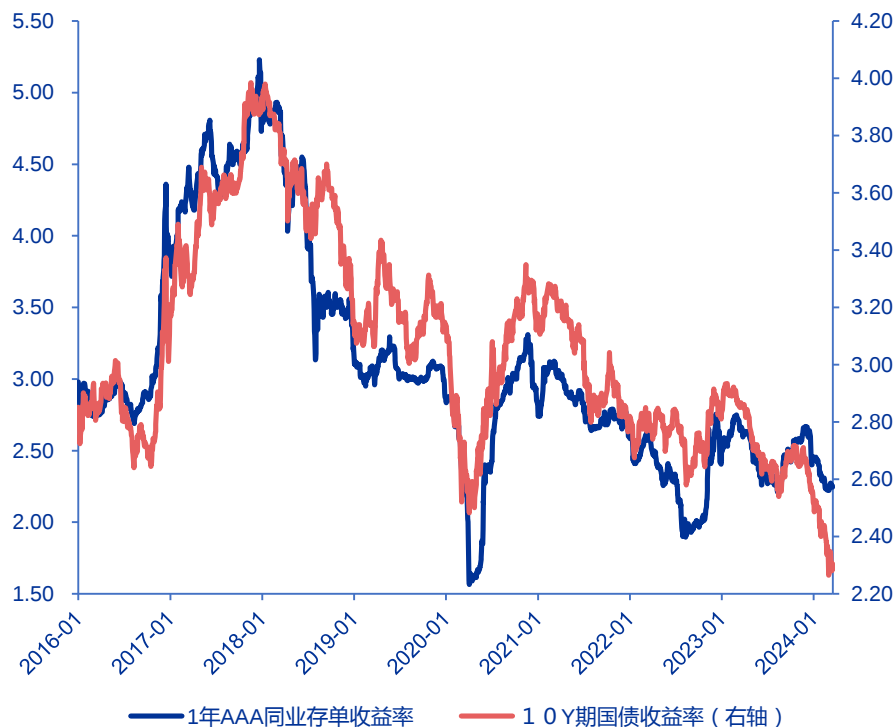
证券分析师：金倩婧 A0230513070004 王胜 A0230511060001

研究支持：徐 亚 A0230122060003

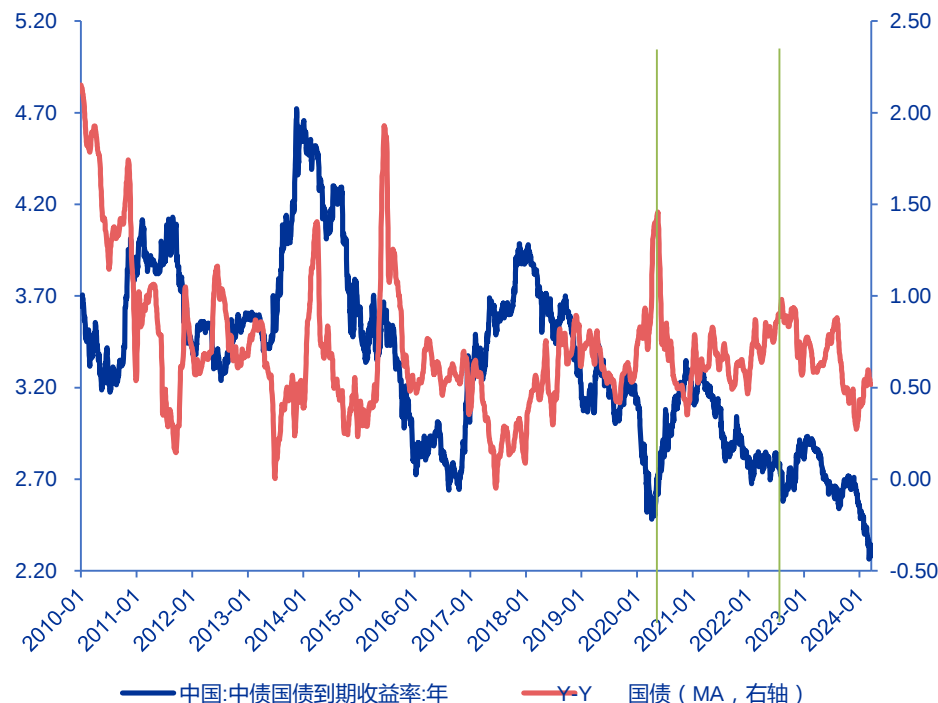
2024.03.26

- 在经济基本面缺乏弹性的背景下，货币政策对于债市的影响权重提升，短端利率和收益率曲线对债市指引性较强，关注度明显提升：
- （一）1年同业存单和10年国债收益率同步性较强，用同业存单判断债市方向的经验开始流行；
- （二）20年以来的两轮债市牛熊拐点中伴有曲线明显走陡现象；

## 1年同业存单和10年国债收益率同步性较强（%）

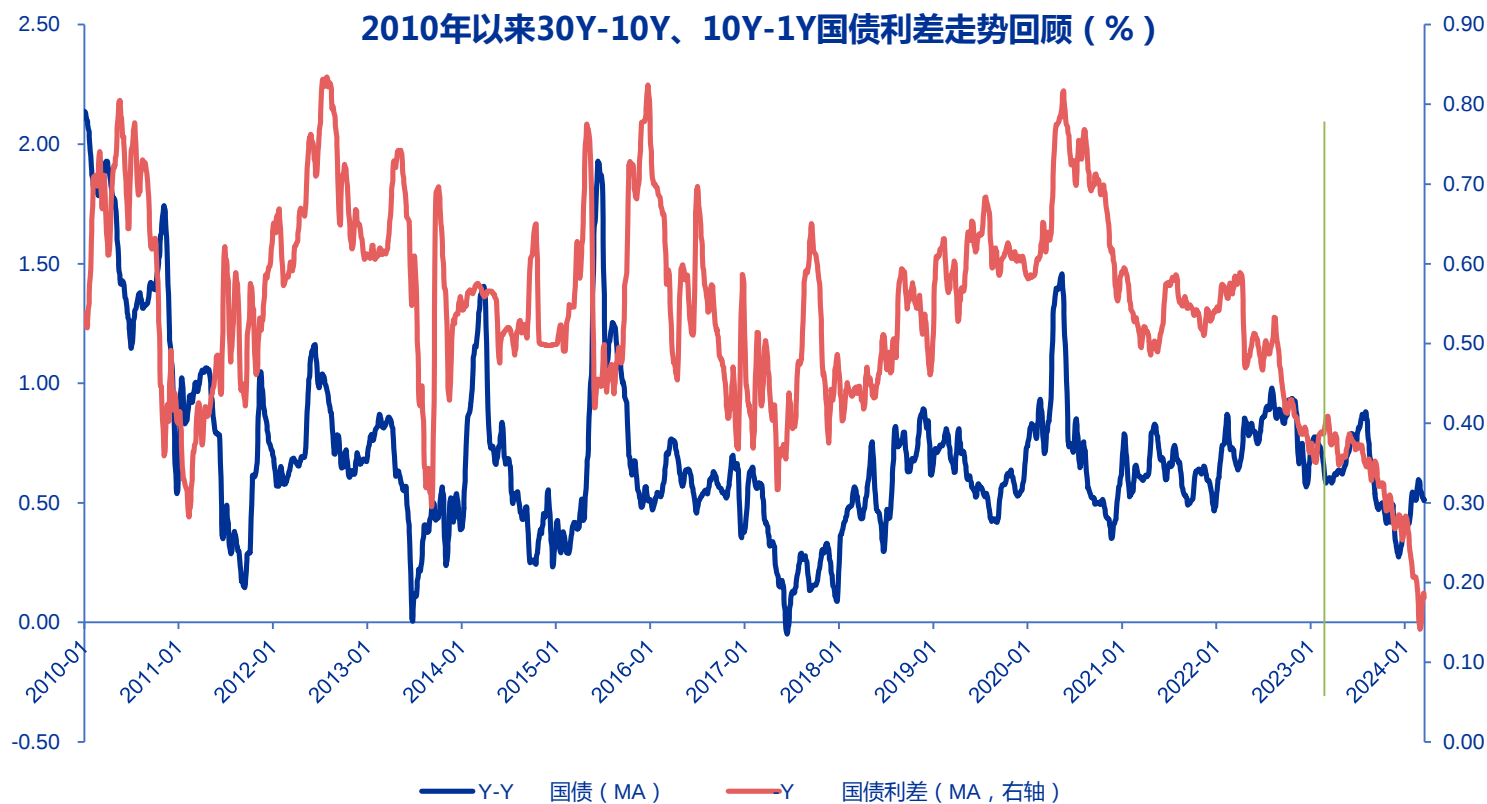


## 2020年后国债曲线明显走陡时往往对应债市牛熊拐点（%）



# 前言：2023年以来曲线明显平坦化，10Y-1Y和30Y-10Y国债利差下降明显

- 国债收益率曲线由各个期限国债的收益率组成，收益率曲线形态本质是各类期限利差，常见的两个利差有：
- **(1) 10Y-1Y利差**：2010年以来利差中枢先降后升，易出现“尖顶”形态；
- **(2) 30Y-10Y利差**：2020年之前呈宽幅震荡走势、中枢持稳，2020年下半年单边下行；



# 主要内容

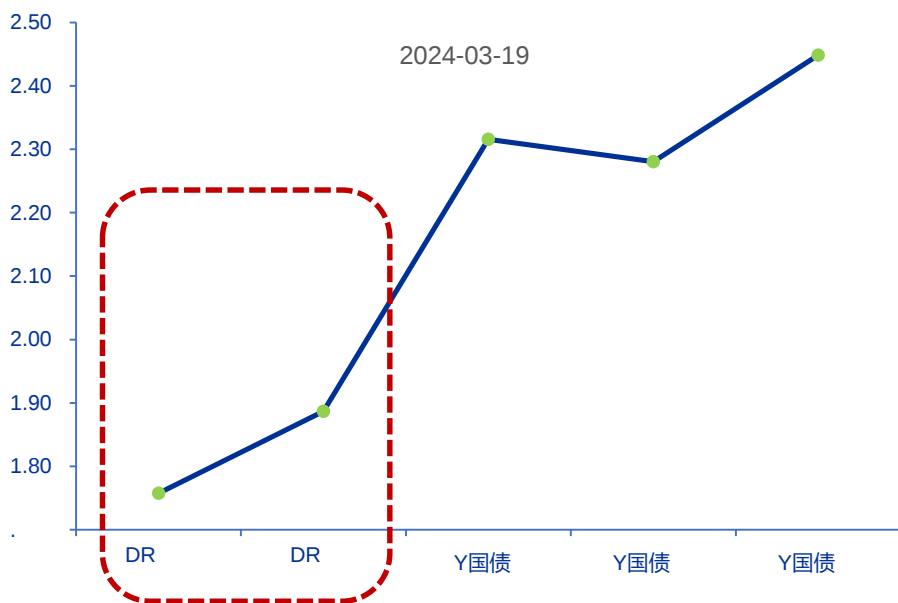
---

1. 曲线决定：货币政策
2. 曲线规律：平陡之争
3. 曲线信号：债市拐点

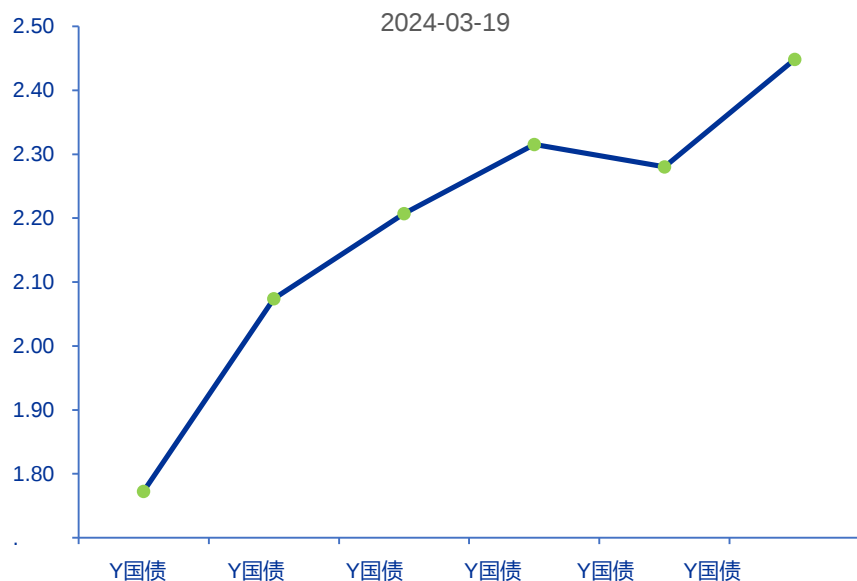
# 国内货币政策框架中的收益率曲线：资金利率构成短端、国债利率构成长端

- 收益率曲线反映利率由短及长的期限结构，是由各期限金融产品的主要参考基准利率共同组成的一个体系，收益率曲线的短端为隔夜和7天回购利率DR，长端为国债收益率（易纲，2021）。当然央行发挥的作用也有所不同：
- （1）对于收益率曲线的短端：央行控制着基础货币的供给，通过公开市场操作和中期借贷便利等投放短期和中期基础货币，直接影响短期和中期的市场基准利率；
- （2）对于收益率曲线的中长端：则主要基于市场对未来宏观经济走势、货币政策取向等的预期，由市场交易形成，投资者和政策制定者可以从中观察重要的市场信息；

央行货币政策框架中的“收益率”曲线形态（%）



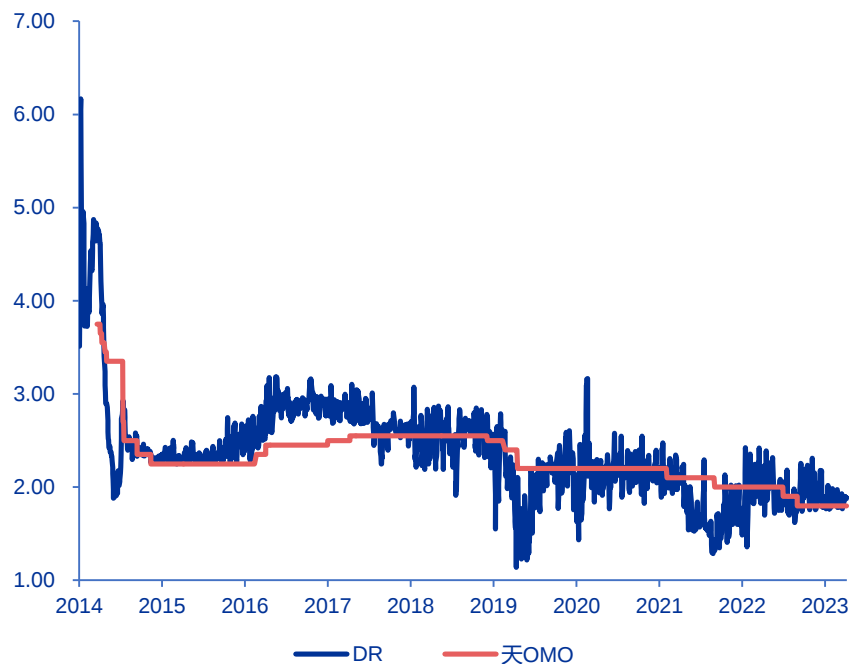
国债收益率曲线形态（%）



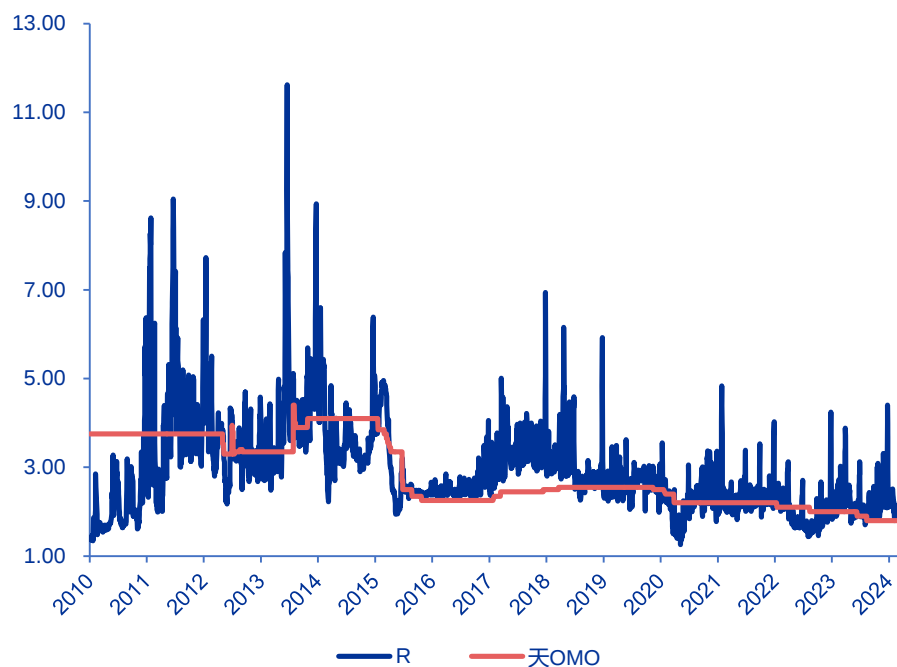
# 资金利率：央行通过货币供给调节短期基准利率，但并不直接控制短端利率

- 央行通过货币供给使资金利率围绕政策利率波动，但资金利率易正偏离政策利率，明显负偏离政策利率的情形多不能维持：
- **（1）调控目标：**DR007围绕7天OMO（逆回购）利率波动，即市场利率围绕政策利率波动，政策利率只起到引导作用，并不直接决定市场的短端利率，市场利率偏离政策利率的情形较多；
- **（2）调控手段：**央行控制着基础货币的供给，通过降准、公开市场操作等投放短期和中期基础货币，直接影响短期和中期的市场基准利率，进而实现调控目标；

DR007的调节效果相对较好，但也存在明显偏离政策利率的情形（%）



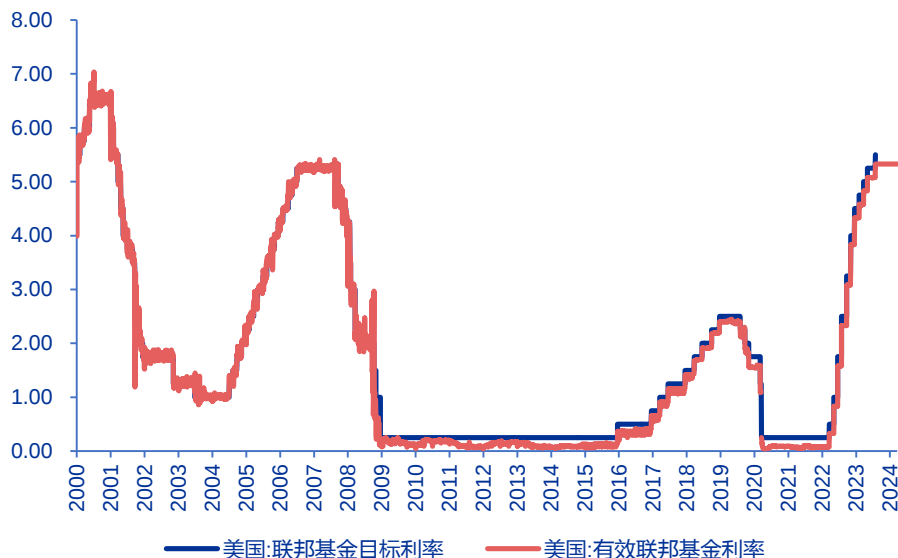
R007大多明显高于政策利率运行（%）



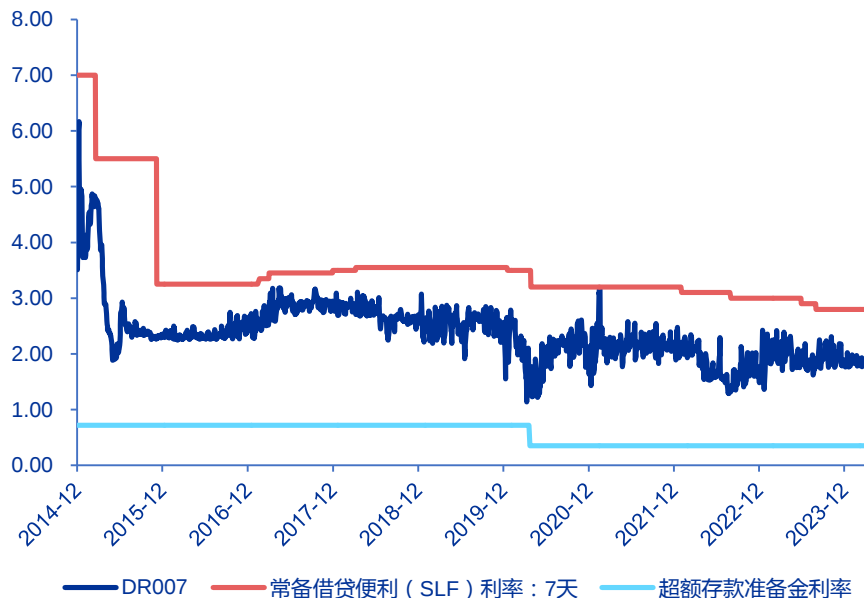
# 资金利率：现行框架下央行并不严格控制短端利率，偏宽的利率走廊仅控制上下限

- **市场利率严格锚定政策利率（官定利率）附近，往往需要货币政策操作调节供需关系：**
- **（1）准备金稀缺框架下：**银行体系天然缺流动性，核心是控制上限，通过无限量的公开市场操作充分满足资金需求，才能严格控制市场利率，所以国内央行只能调节、而不能控制短端利率；
- **（2）准备金盈余框架下：**银行体系流动性天然过剩，核心是控制下限，通过超额存款准备金利率变化使市场利率调整至政策利率附近，典型的例子就是美国，2008年后美国通过利率走廊机制使市场利率调整至政策利率附近，当然日本实行负利率也是类似原理；

美国货币政策框架下短端利率紧贴政策利率运行（%）



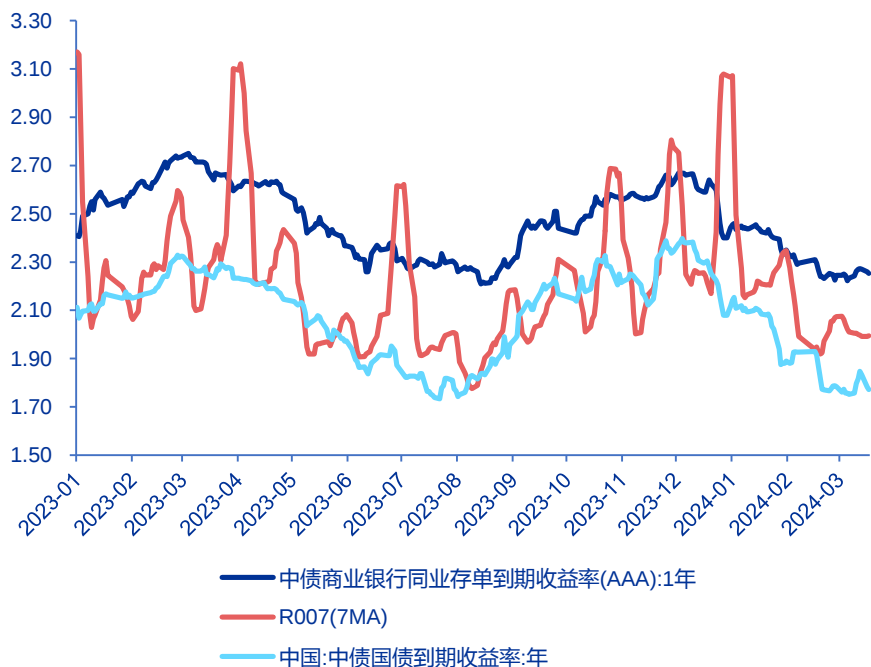
国内现行利率走廊仅控制上下限，并不影响中枢（%）



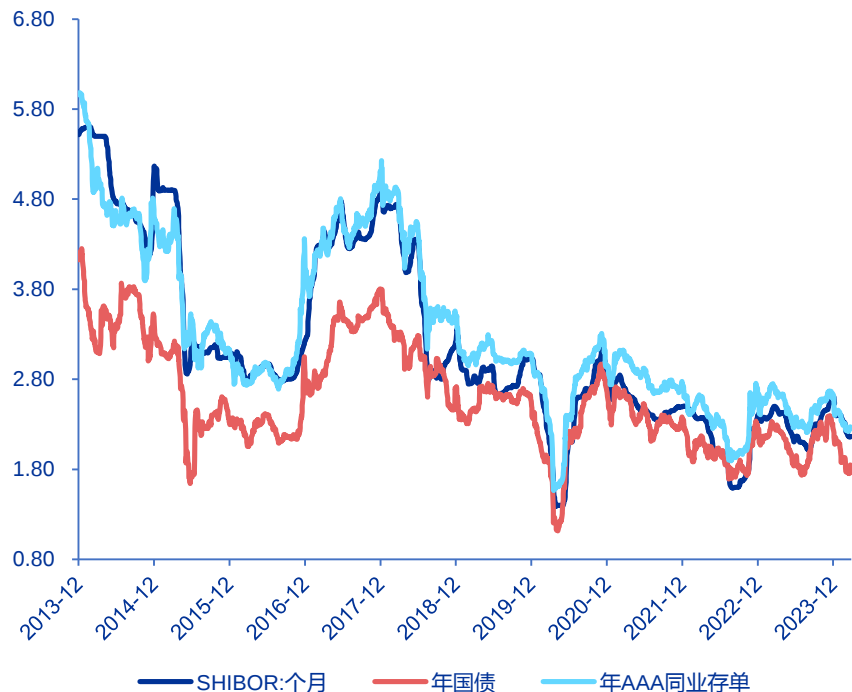
## (一) 短端传导效果较好：资金利率能够高效传导至短端债券利率

- (1) 货币市场是高度市场化的市场，资金利率向短端收益率的传导效率较高，债券短端收益率的走势基本和资金利率同步；
- (2) 由于短端债券收益率同时受到长端债券收益率的反向扰动，所以资金利率对同业存单的传导要好于同期限国债和国开债；

资金利率的变动能够有效传导至债券短端收益率 (%)



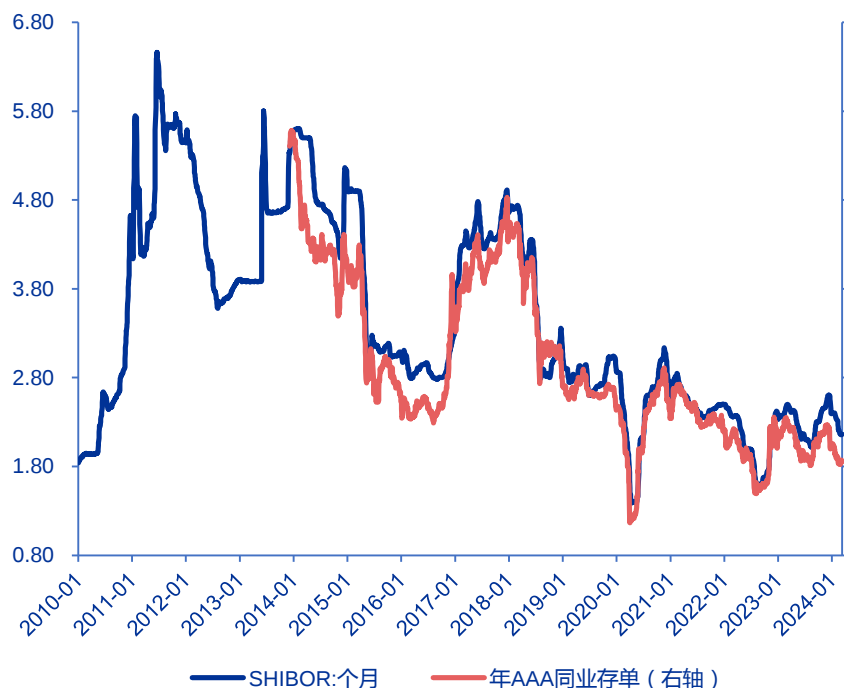
资金利率对同业存单的传导效果要好于同期限利率债 (%)



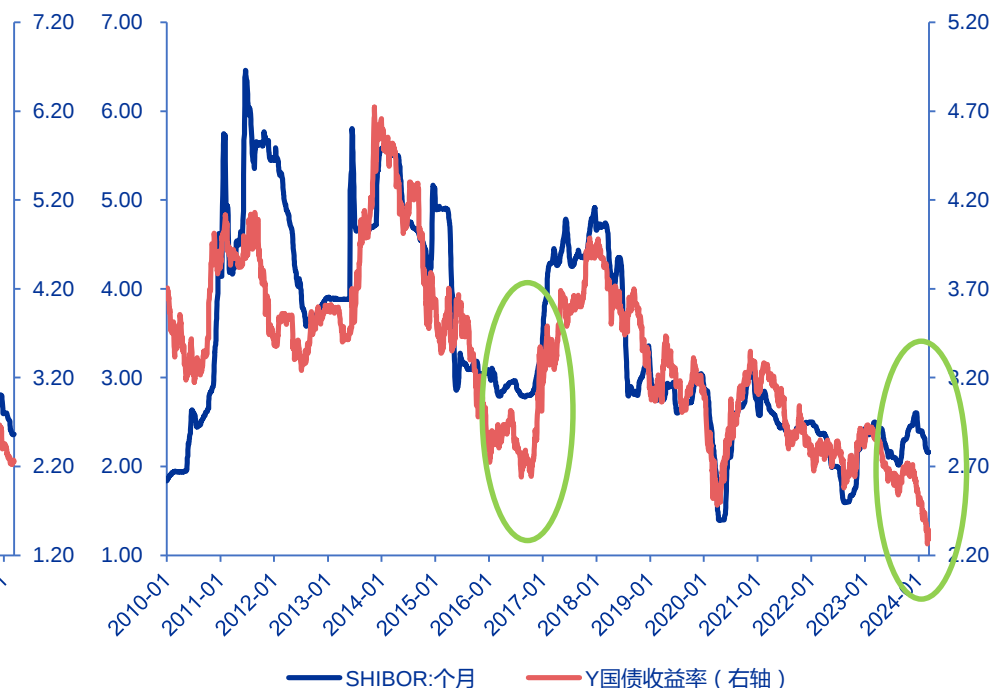
## (二) 短端通过向上的收益率曲线引导长端，但经济和预期等对长端的扰动较大

- **(1) 短端利率能够通过向上的收益率曲线影响长端：**债券市场中短端利率对长端利率的传导效果较好，所以长端债券收益率和资金利率同样保持较好的相关性；
- **(2) 与短端利率相比，长端受经济基本面和货币政策预期的扰动较大：**经济预期和货币政策预期的大幅变化，会带动长端利率变动幅度明显大于资金利率，2016年和2024年即为此类情况；
- **(3) 实践中央行通过债券买卖控制长端收益率：**美联储的“扭曲”操作、日央行的YCC操作等；

资金利率和同业存单收益率走势相关性较高（%）



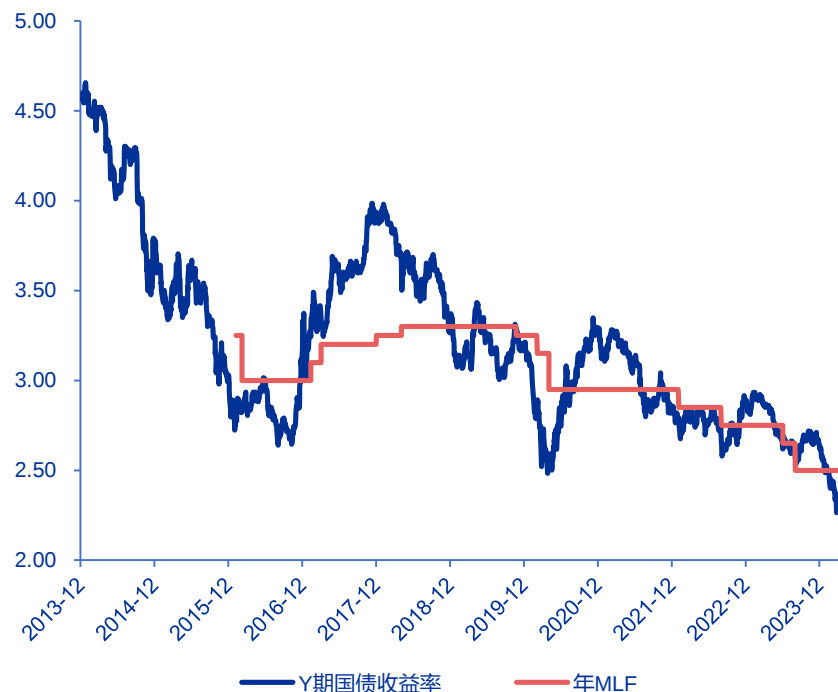
经济预期占优的阶段10Y国债变动会明显超过资金利率（%）



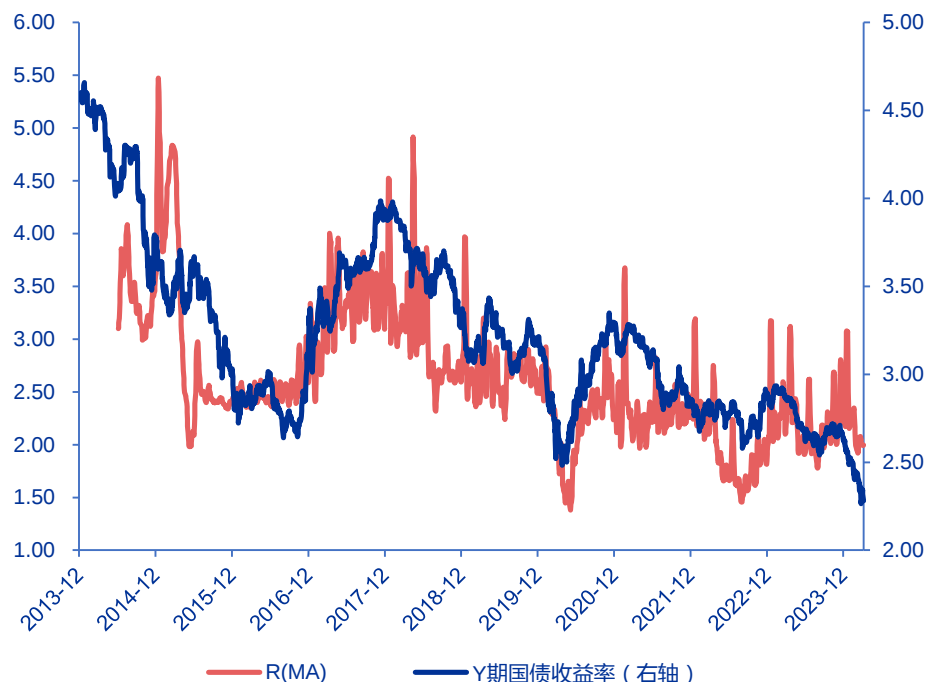
# MLF作为国内长端利率中枢：央行通过政策利率引导长端，同样不能严格控制

- **MLF利率作为中期政策利率，对中长期市场利率起到引导作用，但同样不能控制：**
- （1）目前MLF作为10Y期国债收益率“政策锚”的特征非常突出，10Y期国债收益率整体围绕MLF利率波动；
- （2）与央行对短端利率的调控有所不同，央行对于长端利率的调控只有政策目标的引导，缺乏相应的调控手段，实际操作中依旧只能通过资金和曲线去影响长端；

10Y期国债收益率围绕MLF波动的特征较为明显（%）



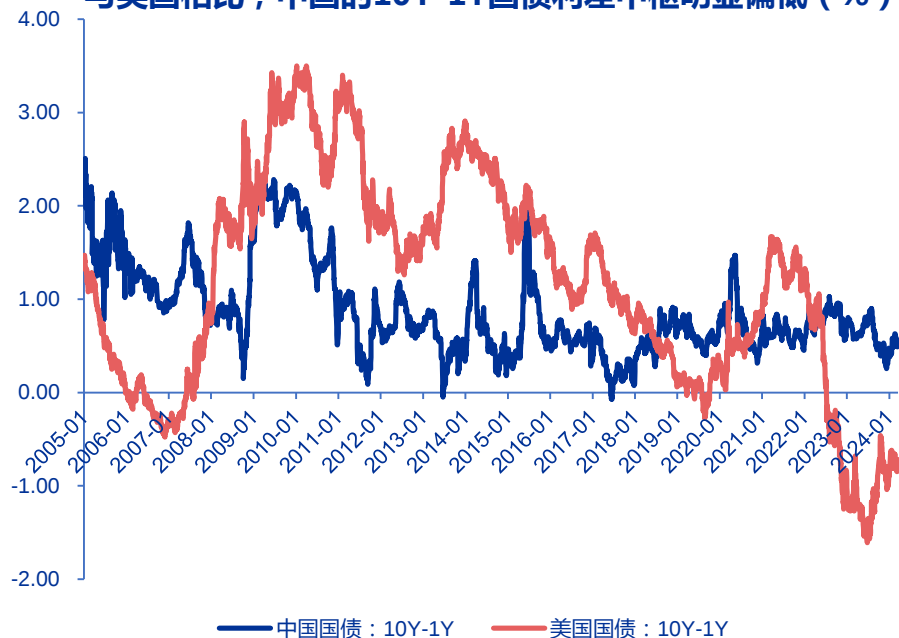
虽然变动幅度不一，但是资金利率和10Y国债趋势仍基本一致（%）



# 央行对资金利率和10Y国债利率以政策利率引导为主，资金易紧难松、曲线表现偏平

- 国内货币政策取向稳健、国债期限利差波动范围整体较窄，加之央行对短端的调节力度大于长端，因此曲线整体表现偏平：
- **(1) 10Y-1Y (整体以50bp为中枢)**：资金面存在较多扰动因素，资金利率易上难下，极陡的曲线只能短暂存在，加之长端易受经济预期催化下行，因此国内的收益率曲线表现偏平；
- **(2) 30-10Y (24Q1压降至15bp-20bp低位)**：2020年前央行对10Y国债的引导力度较弱，因此30Y-10Y国债利差中枢持稳，曲线形态变化也较为规律，2021年后MLF利率对10Y国债的引导作用增强，利率下行期30Y国债弹性凸显，30Y-10Y利差同10Y国债同步下行；

与美国相比，中国的10Y-1Y国债利差中枢明显偏低(%)



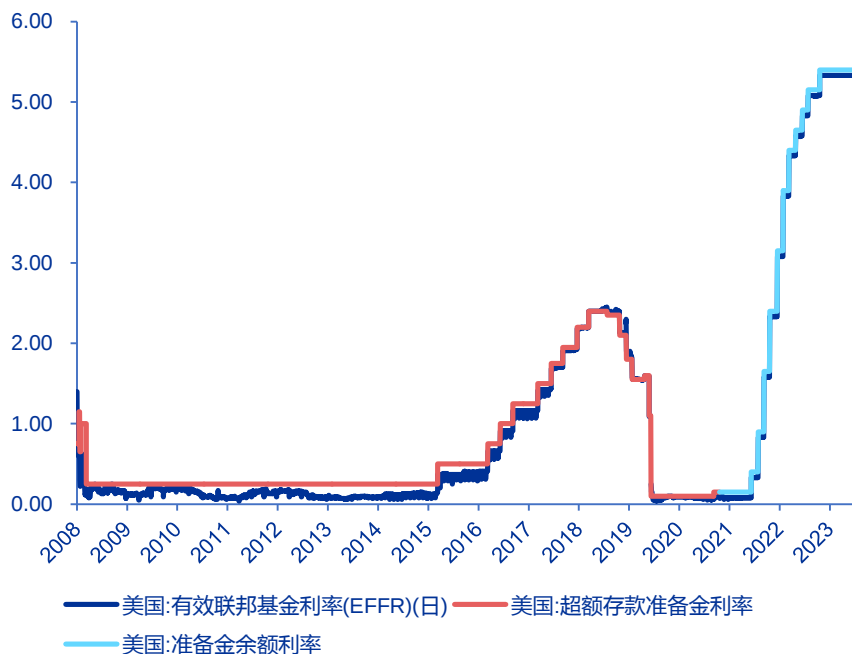
中国的30Y-10Y国债利差中枢与美国接近、但波动范围较窄(%)



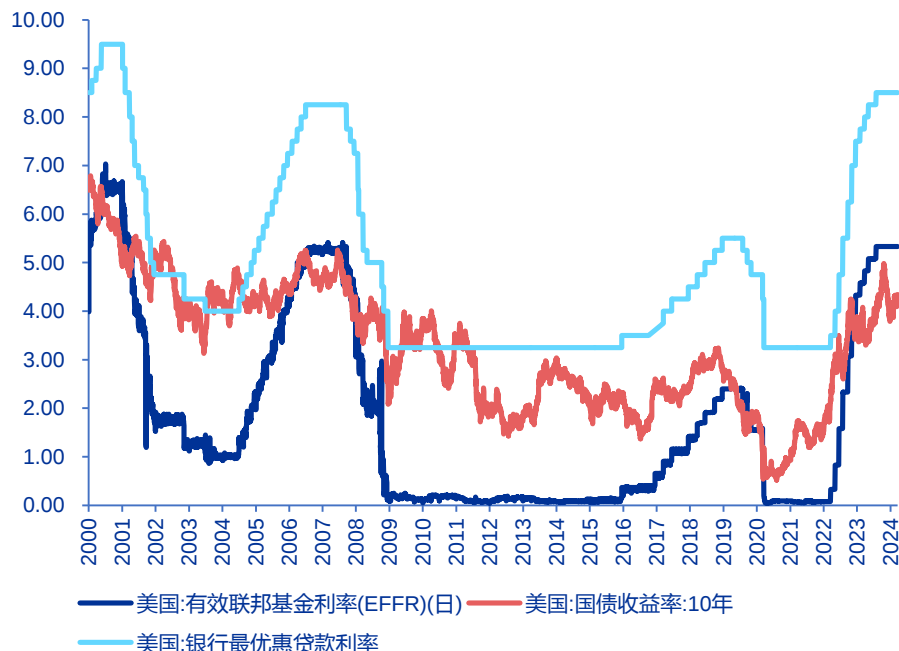
## (一) 美国货币政策：盯住隔夜拆借利率，仅在零利率下管理长端利率

- (1) 美联储货币政策核心是控制联邦基金利率 (FFR)，即隔夜拆借利率，使其处于美联储设定的目标利率上下限范围中，2008年后美联储主要通过利率走廊的方式盯住隔夜拆借利率；
- (2) 在美联储政策利率在传导至美国货币市场利率后，将通过影响资金成本的方式，由债券市场和信贷市场两个渠道进一步传导至美国实体利率；

2008年后超额存款准备金利率是美联储控制联邦基金利率的核心手段 (%)



联邦基金利率能够有效传导至债券市场和信贷市场 (%)



- **(1) 2008年降息至0后，美联储通过扭曲操作管理长端利率：**2011年上半年10Y美债收益率高位震荡，2011年9月美联储议息会议宣布采用“扭曲操作”，即在不扩大资产负债表总规模的前提下，对所持有的国债资产进行“卖短买长”，美联储将在2011年10月到2012年6月前减持3年期以下国债4000亿美元，同时换购期限为6~30年的等量长期国债。
- **(2) 扭曲操作压低长端利率：**通过“卖短买长”延长所持国债期限，拉高长期债价格的同时压低收益率水平，进而降低长期融资成本以刺激经济复苏。

扭曲操作带动10Y美债收益率大幅下行，10Y-2Y利差压缩



扭曲操作对30Y美债影响更大，30Y-10Y利差由走阔转为压降



## (二) 日本YCC曲线控制：直接控制收益率曲线，长短端收益率均有目标区间

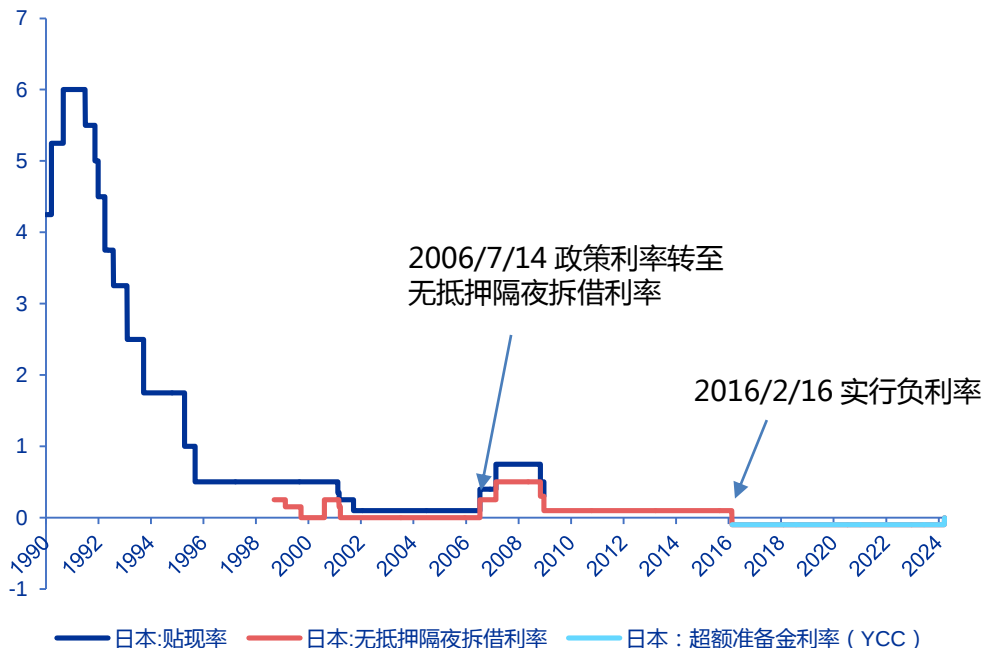
- **2016年2月日央行正式实行负利率政策，后续演变为YCC短端利率控制：**
- **(1) 短端负利率：**2016年2月将短期利率（对应商业银行存放在央行的超额准备金存款利率）维持在-0.1%水平。在操作中日本通过三级准备金体系实现负利率政策，将商业银行在央行的准备金设为基础余额（0.1%）、宏观加算余额（0.0%）、政策利率余额（-0.1%）三级；
- **(2) 日央行短端政策利率：**在日本YCC期间，短端政策利率由无抵押隔夜拆借利率和超额准备金利率组成，两者均为负利率（-0.1%）；

实行负利率后：短端政策利率由无抵押隔夜拆借利率和超额准备金利率组成（%）

日本通过三级准备金体系实现负利率

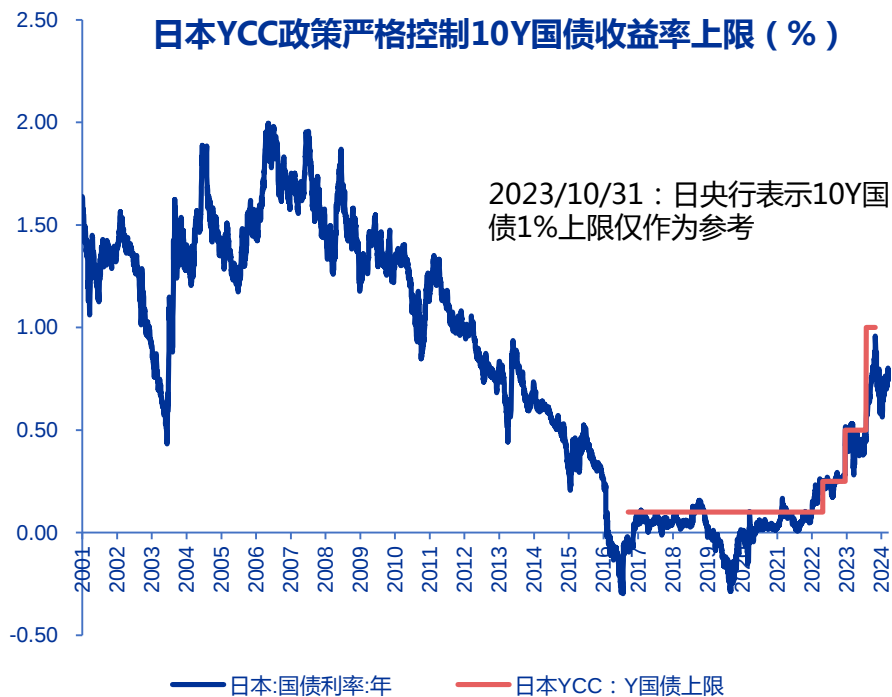
| 简称                  | 准备金    | 构成                               | 利率     |
|---------------------|--------|----------------------------------|--------|
| Basic Balance       | 基础余额   | 现有超额准备金                          | 0.10%  |
| Macro Add-on        | 宏观加算余额 | 法定准备金+受到央行支持的政策贷款、救助贷款产生带来的准备金增加 | 0.00%  |
| Policy-Rate Balance | 政策利率余额 | 不包含在以上两点范围内的存款准备金                | -0.10% |

资料来源:日央行，申万宏源研究

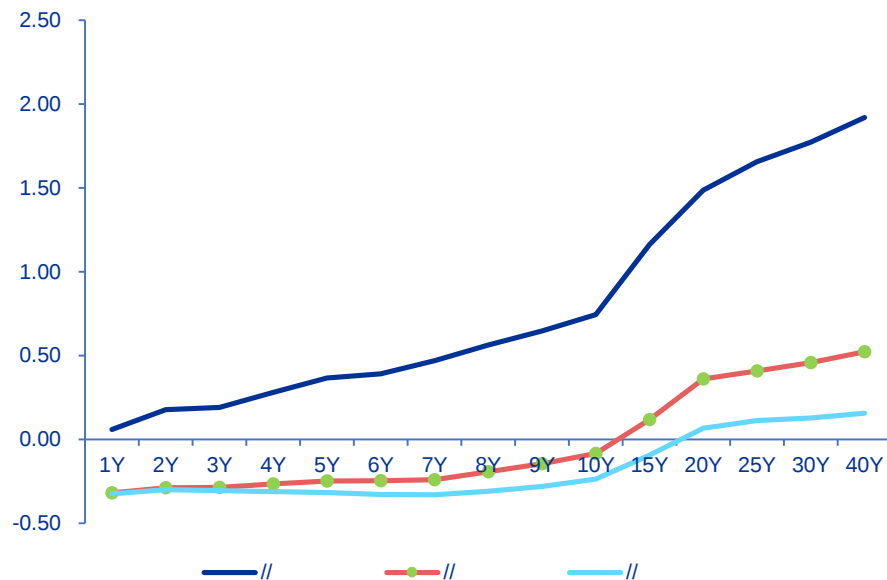


# YCC控制10Y日债收益率：初期为维持向上倾斜的曲线+后续演变为强行压低长端日债收益率

- **2016年9月央行宣布实行YCC政策，对10Y国债收益率实现区间控制：**
- **（1）通过无限量国债购买控制长端利率：**日本央行承诺将10年国债收益率保持在0%附近，上下范围为-0.1%到0.1%，一旦超出偏离区间，日央行承诺其将无限量购买国债；
- **（2）YCC初期为维持向上倾斜的曲线：**长期的负利率体系伤害了日本的银行体系，平坦的收益率曲线减少了银行期限利差，YCC曲线控制可以维持一个略向上倾斜的收益率曲线，但后续又演变为对长端日债利率的人为压低；



**2016年9月日央行实行YCC后：国债收益率曲线明显走陡（%）**  
日本各期限国债收益率



# 主要内容

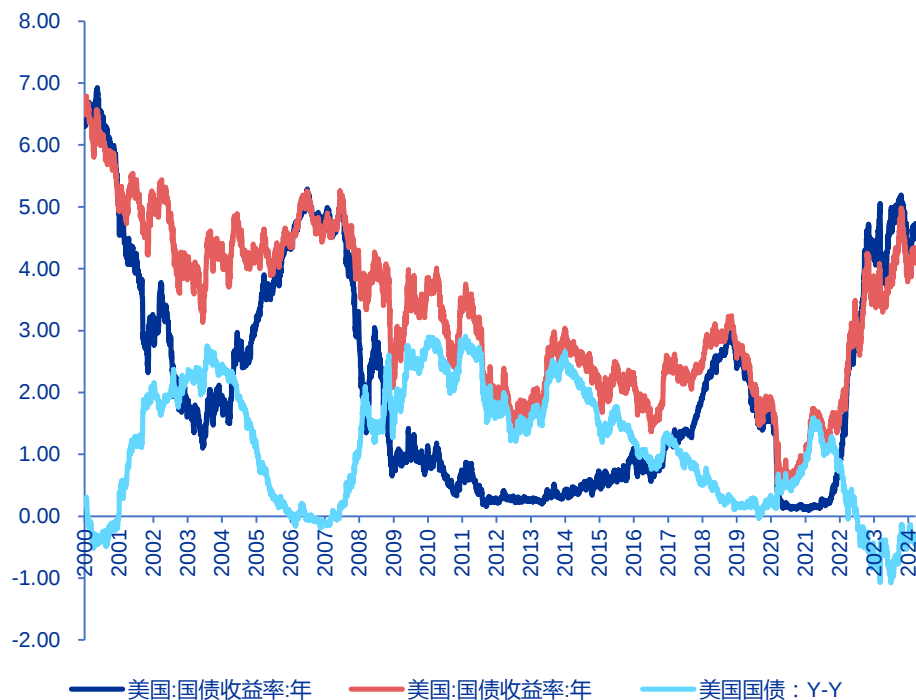
---

1. 曲线决定：货币政策
2. 曲线规律：平陡之争
3. 曲线信号：债市拐点

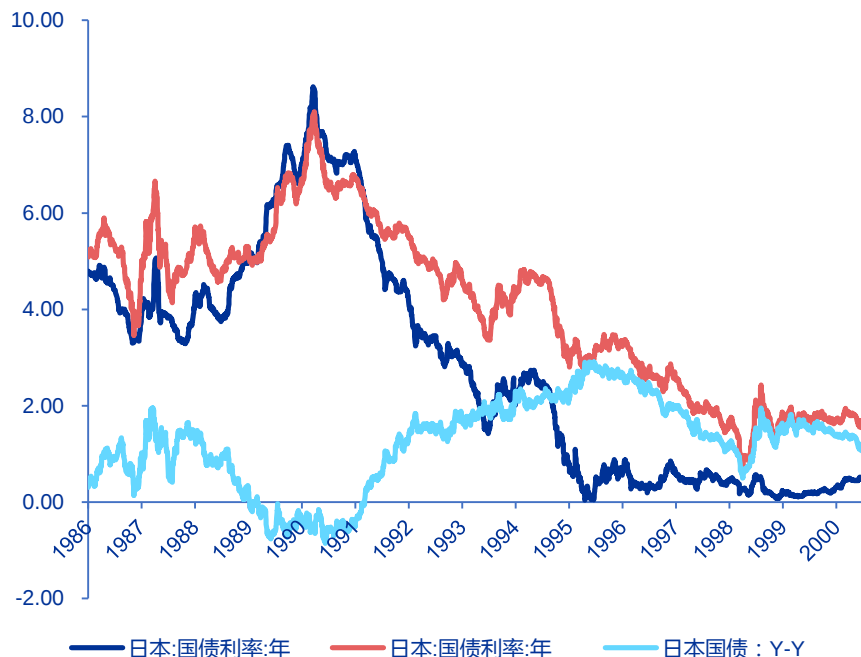
# 正常的货币政策框架下：短端决定曲线形态，“牛陡”和“熊平”更为常见

- 海外主要国家央行控制短端（隔夜）基准利率，再通过向上的收益率曲线影响长端，短端弹性一般大于长端：
- （1）在货币政策转为宽松阶段，短端利率下行幅度往往会超过长端，曲线易走陡，即“牛陡”；
- （2）在货币政策转为紧缩阶段，短端利率上行幅度往往会超过长端，曲线易走平，即“熊平”；

美联储货币政策弹性较大，“牛陡熊平”特征突出（%）



在日本仍实行正利率期间，同样存在“牛陡熊平”特征（%）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/66803601600006054>