

对今年以来债券市场的探讨

——对于利率中枢框架的思考

专题报告 · 宏观经济
国信宏观固收

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

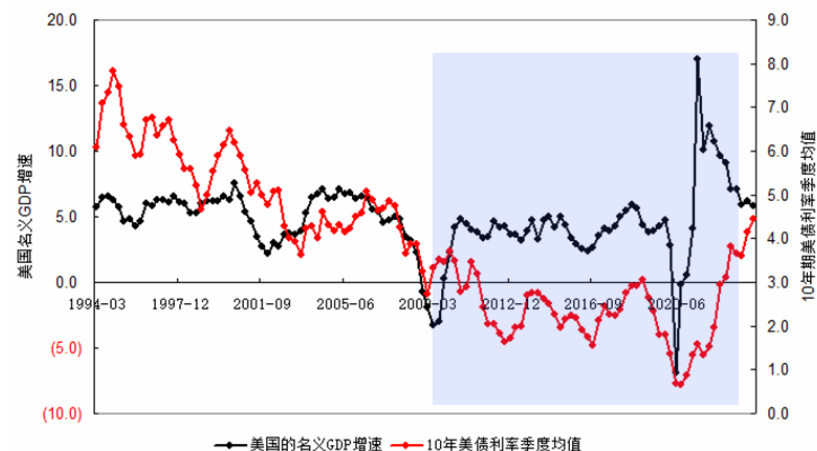
- [01] 对于利率中枢变化的思考
- [02] 对当前债券市场的价值评估
- [03] 2024年经济跟踪逻辑与配置策略

- 对于美国利率中枢的观察
- （资金）供给曲线与（融资）需求曲线
- 对于中国利率供需曲线的检验与猜测

美国利率趋势的变化（与需求曲线的差异）

- 利率与基本面的关系中一直存在的一个问题：
 - 基本面可以解释方向，但是解释不了幅度变化；
- 美国同样存在这个问题，特别是2009年后，整体利率中枢出现了下移（无论是从下图中的ECRI衡量还是从名义GDP衡量）：每个阶段的方向变化与名义经济增速正相关，但是中枢系统下移；
- 无独有偶，次贷危机后美国的银行体系超额准备金率也发生了显著的变化，从稀缺准备金体系走向了极度充裕准备金体系，从而也造成了美国货币政策利率的调控方式发生变化；
- 现象：融资需求指标（名义GDP）并没有发生趋势性移动，准备金体系发生趋势性变化；结果：利率中枢产生了趋势移动。

图1：美国利率中枢在2009年后出现下移



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

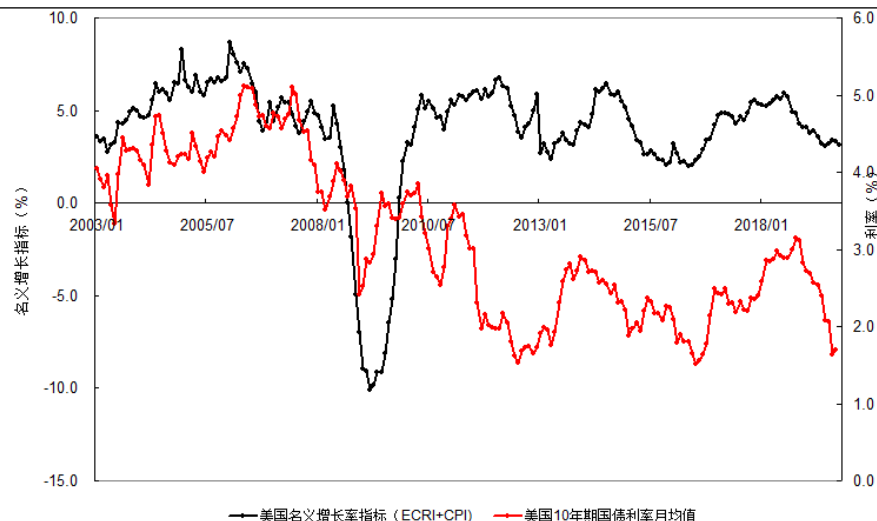
图3：次贷危机后美国准备金体系由稀缺转向充裕

美联储超额准备金规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：美国利率变化方向和名义经济增速正相关

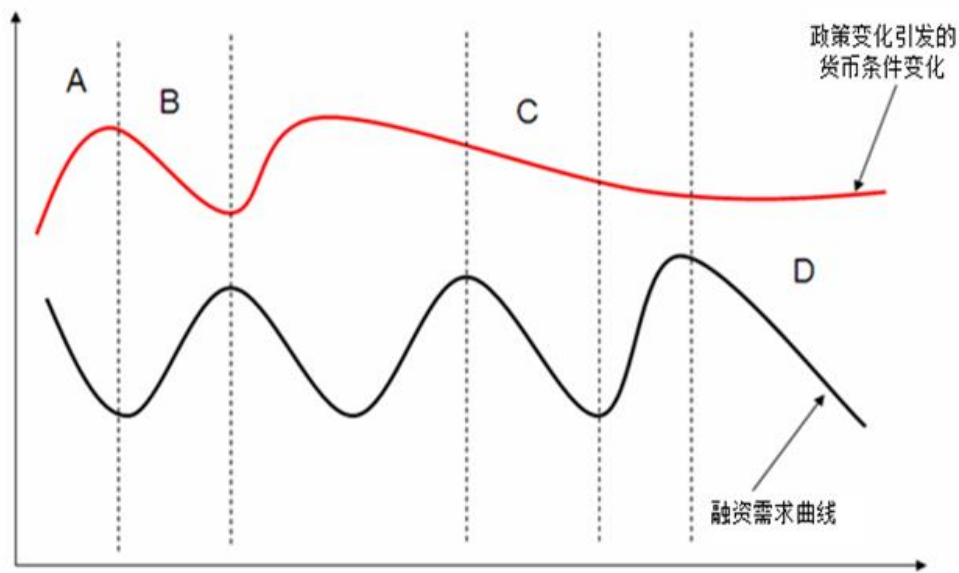


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一个合理的猜测：利率（中枢）与供、需曲线的关系

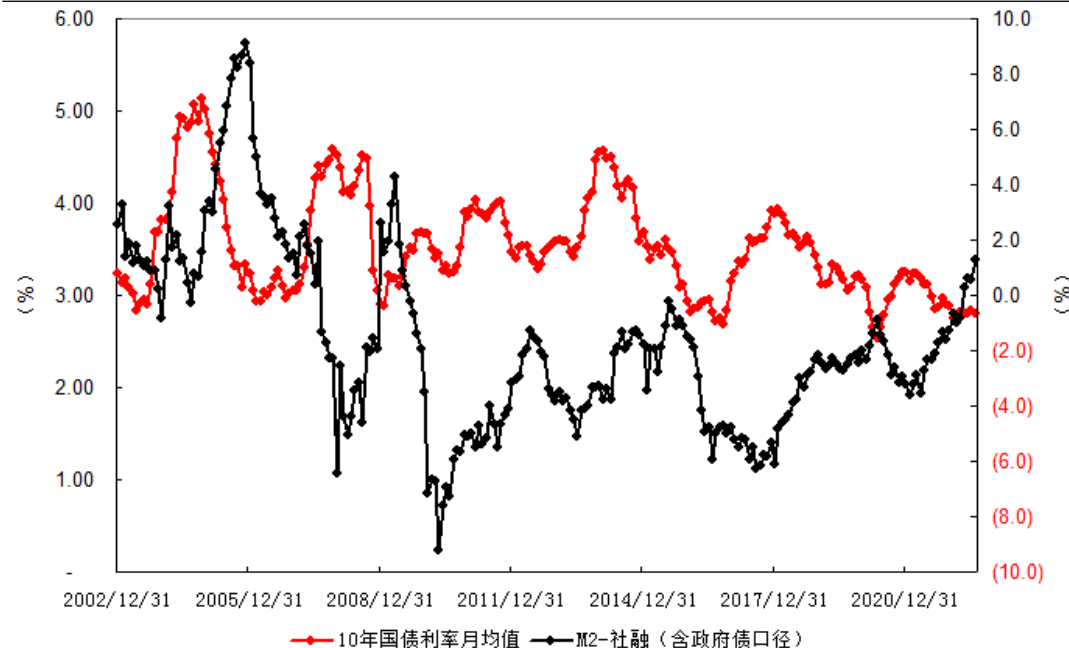
- 思维实验中的定价模式：利率的方向与中枢（幅度）由供需曲线的相对变化来决定；
- 问题在于，现实中用什么样的具体指标来衡量供给曲线和需求曲线；
 - （融资）需求曲线的衡量相对明朗：实体经济的名义增长速度；
 - （资金）供给曲线的衡量相对分歧：？？
- 从美国的情况来看，似乎应该是超额准备金规模；
- 对于供需理解的两个普遍性看法：1、供需指债券发行量；2、供需指M2与社融之差；

图4：利率市场供需曲线



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：M2-社融和10年期国债利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

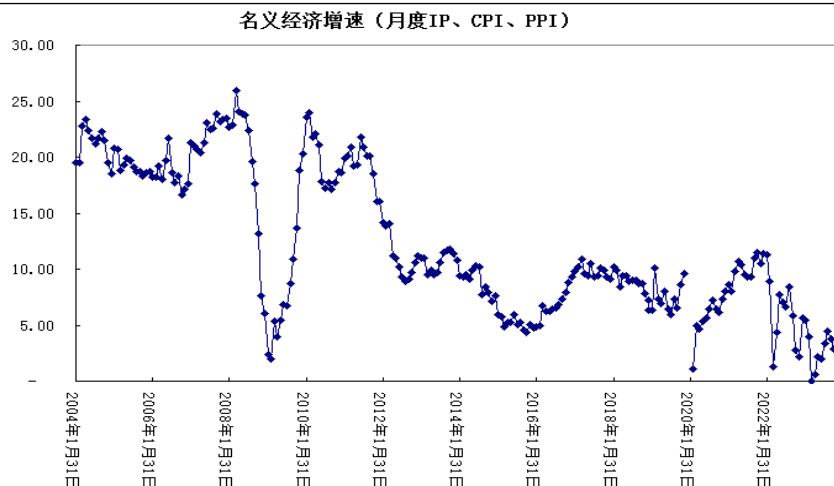
中国利率供需曲线的猜测与检验

图6：供给曲线-中国超额准备金规模走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

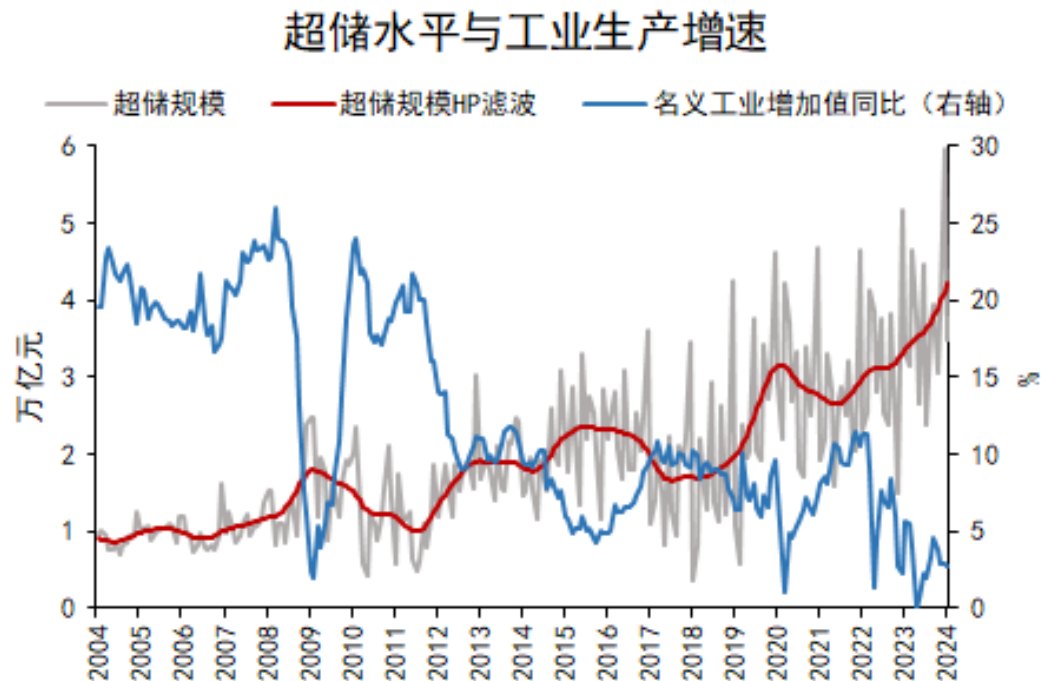
图7：需求曲线-实体经济的名义经济增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- （融资）需求曲线：实体经济的名义经济增速（名义GDP）；
- （资金）供给曲线：超额准备金规模；

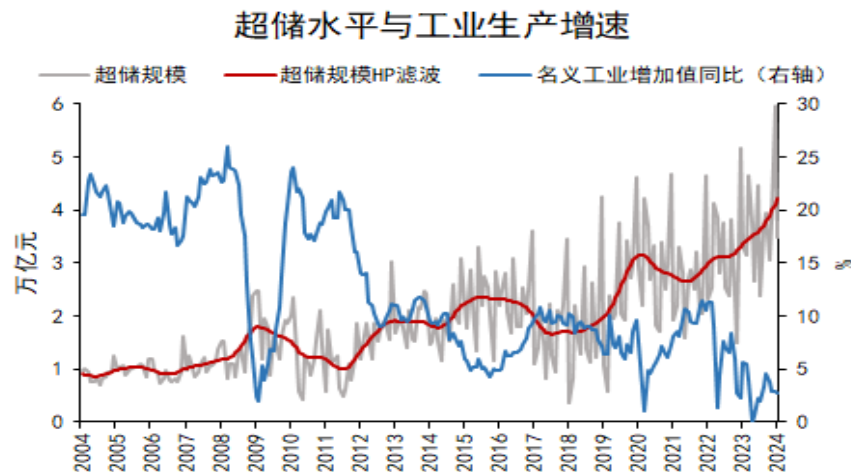
图8：超储水平与工业生产增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

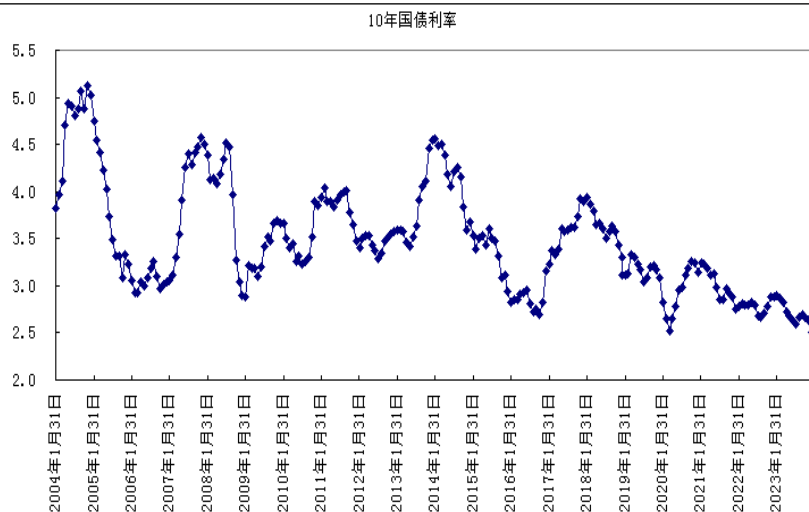
中枢下行的三个阶段（供需指标标准化后计算缺口）

图8：超储水平与工业生产增速



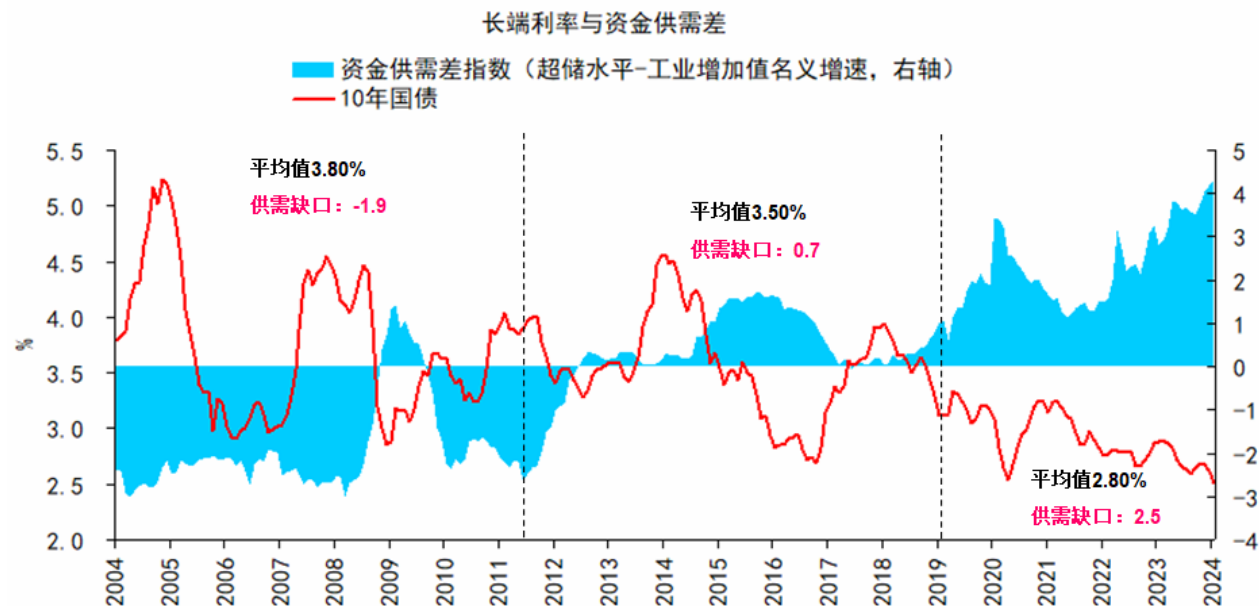
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：10年期国债利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：长端利率与资金供需差



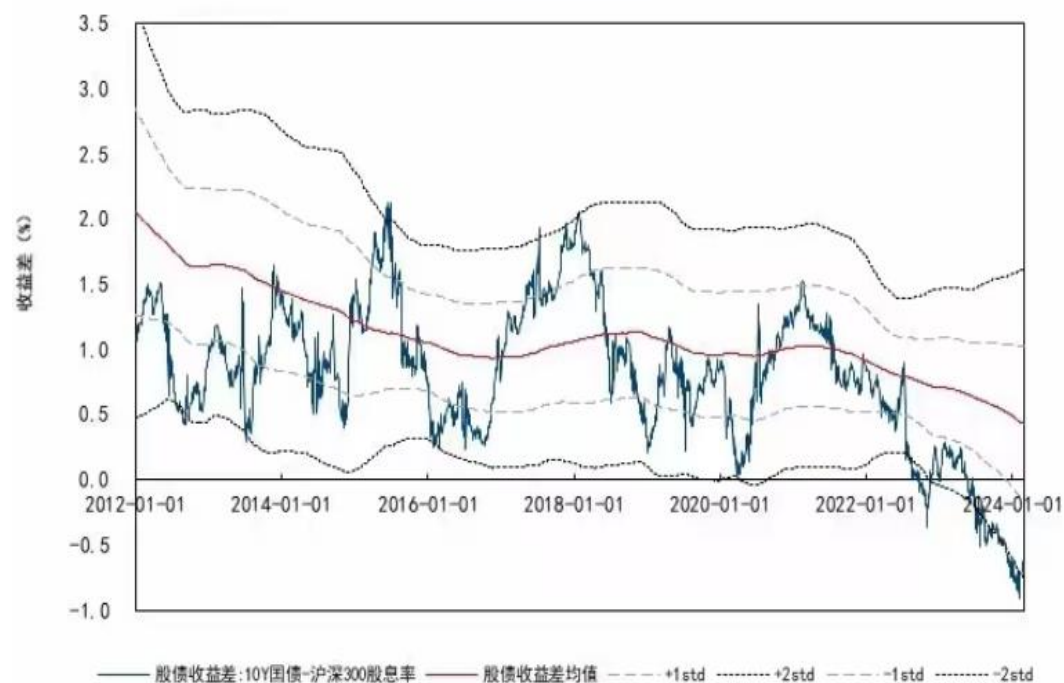
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2004-2011（2）为第一个阶段：均值为3.80%，主要推动因素是（融资）需求曲线，（资金）供给曲线相对稳定；
- 2012-2019为第二个阶段：均值为3.50%，供求曲线均较为稳定；
- 2020年后是第三阶段：均值为2.90%，供给曲线出现了显著扩张，特别是2022年以来，需求曲线也重心回落，但是没有呈现出趋势性特征。
- 需要考虑的问题是：供给曲线的扩张是否是主动性的还是被动应对性的，个人更倾向于后者，因为一直在避免非传统型政策；

第二部分：当前债市价值评估的几个视角

- 股债收益差角度
- 期限利差角度
- 银行负债成本角度
- 实体经济资本回报率角度

图11：股息率法股债收益差——基于沪深300和10年期国债



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

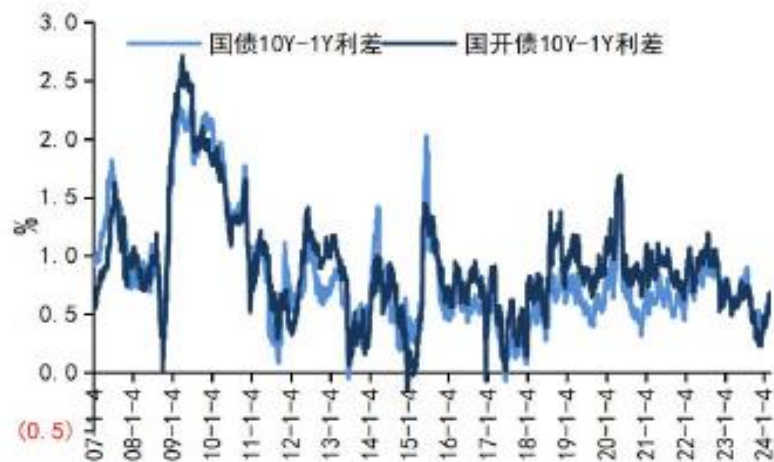
图12：市盈率法股债收益差——基于沪深300和10年期国债



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

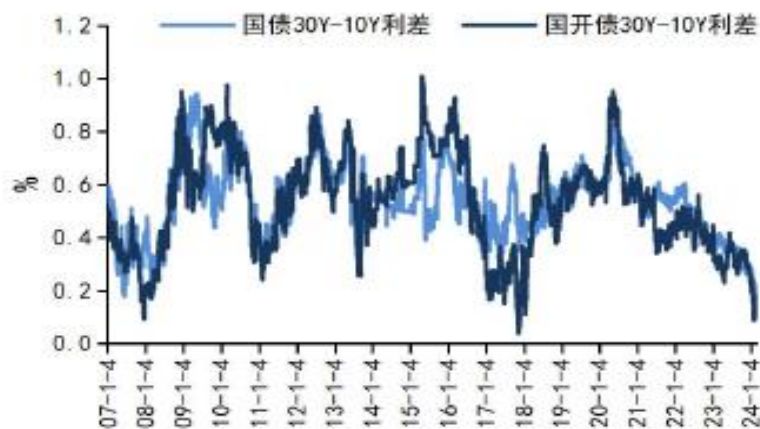
期限利差角度

图13：10Y-1Y国债/国开债利差



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

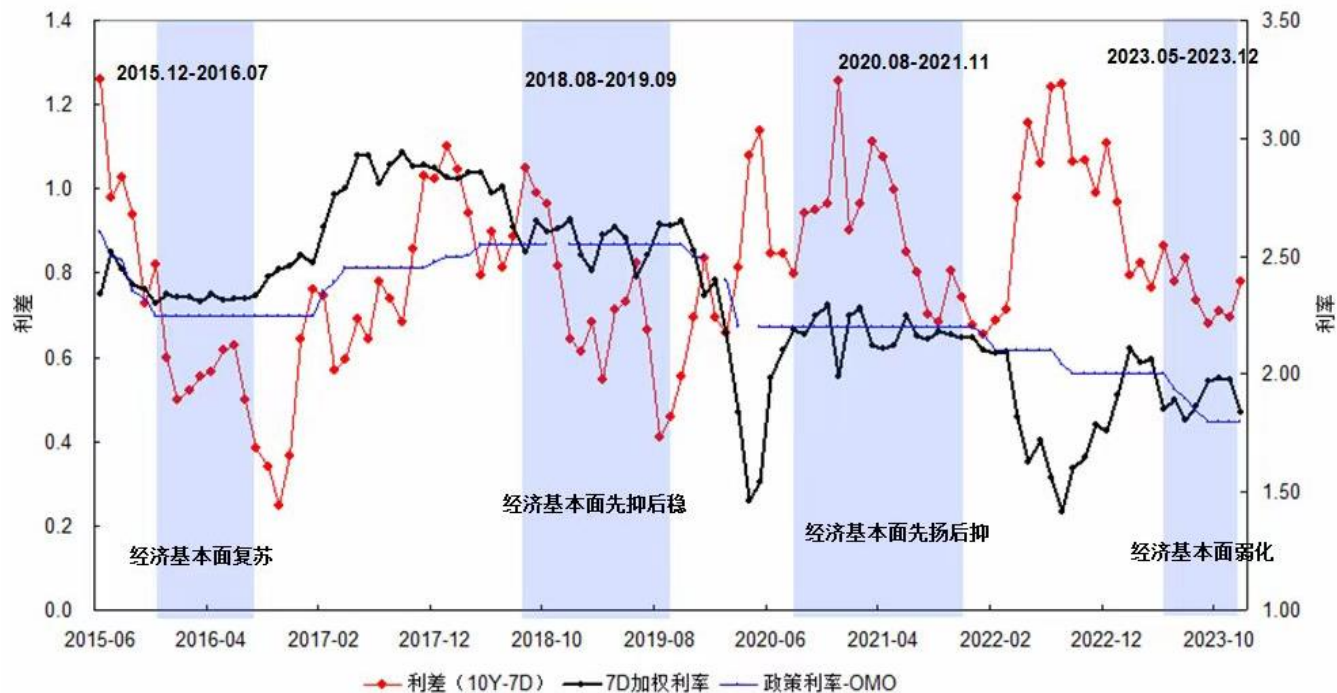
图14：30Y-10Y国债/国开债利差



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图15：不同周期利差走势



- 1、所谓加降息周期，必须要市场基准利率（7D）来进行确认，市场基准利率（7D）不变的OMO变化周期没有意义。
- 2、上述四个时期可以视为短期利率稳定周期，即没有明显的（实质性）降息或加息；
- 3、在上述四个周期中统计，10Y国债和DR007利差分布为：高（100-110）、低（40-50）；平均利差为75；
- 4、短期利率稳定时期，具体的高、低利差视经济基本面预期来决定；短期利率趋势性强时期，遵循加息增陡、减息变平。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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/737012065124006051>