

固定收益专题报告：低利率下的“牛陡”将怎样演化？

报告要点

??? 当前债市，对货币宽松预期消化较为充分、对基本面变化不敏感，使得传统分析框架对未来走势的指引意义下降。以史为鉴的分析，或可提供一定逻辑参考。

??? 低收益率多出现在牛市后期、曲线多平坦化，对应物价水平和政策利率多较低。低收益率阶段多出现在牛市后期，曲线多先“牛平”后“熊陡”，也曾出现“牛陡”转向“熊陡”等情况。以10年期国债收益率低于3%来划分低收益率阶段，2008年前出现过3个低收益率阶段、曲线“牛平”转向“熊陡”，2008年至2009年低收益率阶段曲线“牛陡”转向“熊陡”，2016年“牛平”转向“熊平”。

???

低收益率阶段的物价水平和政策利率多较低，但经济表现和政策思路不尽相同。

??? 历史上低收益率阶段，CPI

在2%附近甚至更低水平，政策利率均处低位，R007多在2%左右。2008年之前的阶段，经济增速保持高位，货币操作跟随物价变化；2008年之后的阶段，货币宽松应对经济下行，但是整体政策思路有所不同。

???

低收益率的开启和终结，缘于基本面或货币预期变化，曲线最终多转向“熊陡”

??? 低收益率，缘于基本面或货币宽松预期变化，前者也离不开货币的支持。2002年至2003年低收益率主要缘于物价变化，2008年低收益率由经济预期恶化引发，后续宽松的货币支持低收益率的延续。2005年至2006年、2016年及当前低收益率阶段，缘于货币的持续宽松，后2个阶段杠杆行为进一步压低收益率。

??? 低收益率，也终结于基本面和货币预期反转，曲线多转向“熊陡”。2002年、2003年低收益率的终结，缘于物价回升，及随后的央票利率上行；2008年底经济预期快速反转推动长端收益率上行；2005年至2006年、2016年低收益率终结于央行引导资金成本上行，但后一阶段短端上行更快导致曲线转向“熊平”。

??? 以史为鉴，当前低收益率阶段与2016

年中较为类似，中期调整风险或在累积当前债市环境，与2016年中存在诸多相似之处，曲线形态与2008年底较为类似。当前与2016

年中，货币环境非常宽松、对基本面变化不敏感、杠杆行为凸显；曲线形态与2008年底较为类似，陡峭曲线或已部分反映经济修复预期。随着未来经济“修复式”反弹、宽松货币回归常态等，债市中期调整压力或上升。

??? 短期债市情绪仍可能加强，但是中期风险或在累积，长端上行推动曲线继续陡峭的概率上升。短期来看，宽松货币的延续、海外疫情对国内经济影响的显现等，仍可能强化市场情绪。中期来看，经济最差的阶段已经过去，货币进一步宽松空间也可能有限，或使得杠杆行为的风险累积，可能导致长端超预期上行。

??? 风险提示：1. 海内外经济形势、地缘政治变化；2. 回溯过程中可能的偏误和遗漏。