

# 宏观经济影响债市的微观机制

——兼论疫情对债市的影响

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

**债券收益率的一般决定机制。**长期来看，利率是资金的价格，由最根本的企业资金需求、居民资金供给决定。经济上行，企业预期盈利改善、资本回报率上升，对融资的需求增加，居民为了平滑消费，会增加当期消费，减少储蓄，这些导致债券收益率上升。反之债券收益率下降。中期来看，货币政策也会影响债券收益率，长期内货币政策是内生的。短期来看，如果货币政策没有调整，金融机构自身行为也会影响债券收益率，但不可持续。这是比较理想的债券市场微观决定机制，期限利差、信用利差应该反映经济基本面。但现实是中国债券市场存在诸多摩擦。

**不能完全反映经济预期的期限利差。**长期债券收益率可以分解为短期债券收益率加上期限利率，短期债券收益率主要受货币政策影响，而期限利差则受经济预期等因素影响。由于预算软约束的存在，国有企业、地方融资平台的资金需求对经济预期不太敏感，而对经济预期敏感的民营企业却存在融资限制。同时，由于消费观念保守、金融工具欠缺、社会保障待完善等原因，中国居民资金供给也对经济预期不太敏感。这就导致中国期限利差无法完全反映经济预期，中国期限利差对经济基本面的反映不如美国期限利差那么敏感，中国长期债券收益率和短期债券收益率同趋势波动。

**逐渐分化的信用利差。**由于预算软约束的存在，中国高等级信用债信用利差不能完全反映经济基本面，更多地受流动性风险影响，和国债收益率正相关；低等级信用债信用利差逐渐反映经济基本面，主要受信用风险影响，和国债收益率负相关。当经济形势好转，货币政策收紧，国债收益率上升，信用债流动性风险增加，高等级信用债信用利差扩大。高等级信用债收益率上升，且上升幅度大于国债收益率。低等级信用债信用风险下降，超过流动性风险上升，信用利差收窄。低等级信用债收益率上升，但上升幅度小于国债收益率。低等级信用债收益率甚至还可能下降。经济增速下滑，国债收益率下井，高等级信用债收益率下降，且下降幅度大于国债收益率，低等级信用债收益率下降幅度小于国债收益率。低等级信用债收益率甚至还可能上升。

**债券配置策略。**国企存在预算软约束、民企存在融资限制时，由于期限利差不能完全地反映经济预期，我们不区分债券期限。经济下行时，从公允价值变动角度考虑，债券配置优先顺序依次是高等级信用债、国债、低等级信用债。经济上行时，债券配置优先顺序依次是低等级信用债、国债、高等级信用债。利率市场化完成后，各等级信用债利差都将反映经济基本面，不再区分信用债等级，但有必要区分债券期限。经济下行时，债券配置优先顺序依次是短期国债、长期国债、短期信用债、长期信用债。经济上行时，债券配置优先顺序依次是长期信用债、短期信用债、长期国债、短期国债。

● **风险提示：现实与理论存在差距**

## 相关报告

宏观专题：市场集中度如何影响资本回报率

2020-02-06

宏观专题：周期即趋势——宏观大势研判

2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格

2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善 LPR 形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论及经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验

2019-02-11

## 目 录

1、 债券收益率的一般决定机制.....	3
2、 不能完全反映经济预期的期限利差.....	4
3、 逐渐分化的信用利差.....	8
4、 债券配置策略.....	13
4.1、 存在预算软约束时的策略.....	14
4.2、 利率市场化完成后的策略.....	14

## 图表目录

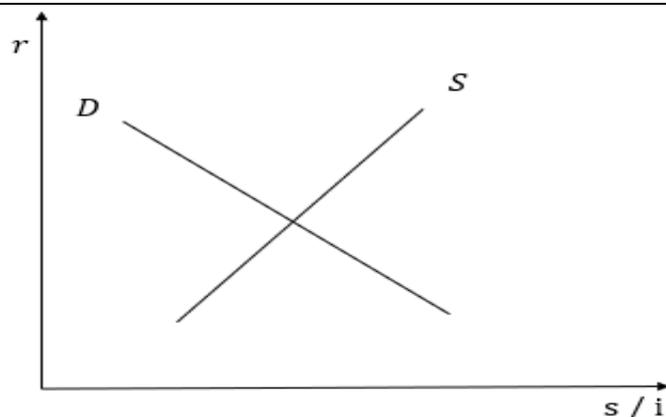
图 1: 利率由资金供给、需求决定.....	3
图 2: 美国期限利差领先经济增速.....	4
图 3: 中国债券期限利差对经济基本面不太敏感.....	5
图 4: 美国期限利差波动性大于中国债券期限利差.....	6
图 5: 中国名义债券收益率和名义经济增速正相关.....	6
图 6: 实际 GDP 增速和实际债券收益率整体上负相关.....	7
图 7: 中国长期国债收益率和短期国债收益率基本同趋势.....	8
图 8: 美国高等级信用利差和美国国债收益率负相关.....	8
图 9: 美国低等级信用利差也和美国国债收益率负相关.....	9
图 10: 中国高等级公司债信用利差基本上和国债收益率正相关.....	9
图 11: 中国高等级企业债信用利差基本上和国债收益率正相关.....	10
图 12: 中国低等级公司债信用利差和国债收益率逐渐负相关.....	11
图 13: 中国低等级企业债信用利差和国债收益率逐渐负相关.....	11
图 14: 中国信用债和国债收益率.....	12
图 15: 美国信用债和国债收益率.....	13
图 16: 理想情景下的信用债收益率变动.....	13
表 1: 当前存在预算软约束时的债券配置策略.....	14
表 2: 利率市场化完成后的债券配置策略.....	15

经常听人说“债券收益率由经济基本面驱动”、“通胀是债市的敌人”。这种说法正确吗？有没有仔细思考过其中的微观传导机制？还有些经验丰富的投资者总结出“中国债券市场是由货币政策、流动性驱动的，与宏观经济无关”。为什么会这么说？背后的微观机制又是什么？本文将回答这些疑问。

## 1、债券收益率的一般决定机制

长期来看，利率是资金的价格，由最根本的企业资金需求、居民资金供给决定。资金需求方面，不管是预期实际经济增速，还是物价增速上行，企业预期盈利改善、资本回报率上升，对融资的需求增加，资金需求曲线右移，进而拉升债券收益率。资金供给方面，预期经济增速上升时，居民为了平滑消费，会增加当期消费，减少储蓄，这会传导到债券市场，导致债券市场的资金供给曲线左移，债券收益率上升。如果居民预期到通货膨胀上升，储蓄带来的实际收入下降，居民倾向于增加当期消费，减少储蓄，资金供给曲线左移，债券收益率上升。

图1：利率由资金供给、需求决定



资料来源：新时代证券研究所；注：S是资金供给曲线，D是资金需求曲线，s是储蓄，i是投资，r是利率

中期来看，货币政策也会影响债券收益率。长期来看货币政策是内生的，由企业资金需求、居民资金供给决定，但是在一定时期内，也会影响债券收益率。将企业的资金需求、居民的资金供给理解成一种实物概念，有利于我们理解均衡的债券收益率是经济基本面决定的，货币政策没有长期影响。

当货币政策利率低于均衡的债券收益率时，银行、基金等金融机构利差扩大，增加债券配置，从而使债券市场的资金供给增加，拉低债券收益率。长期情况下，企业会增加融资，扩大实物投资需求，同时，居民会增加实物消费，减少实物储蓄，不考虑生产的情况下，企业增加的融资去追逐减少的居民实物储蓄，会带来通货膨胀，央行被迫加息，减少金融机构的资金供给，货币政策利率、债券收益率、居民储蓄、企业融资均回到初始均衡点。即使考虑生产，货币政策降息最终也会带来通货膨胀，迫使央行加息。

当货币政策利率高于均衡的债券利率时，银行、基金等金融机构利差缩小、甚至为负，减少债券配置，拉高债券收益率，此时企业减少债券融资，缩小投资，居民减少消费，增加储蓄，这会引发通货紧缩，央行被迫加息，最终货币政策利率、债券收益率、投资、储蓄又回到均衡点。

短期来看，如果货币政策没有调整，金融机构自身行为也会影响债券收益率，但不可持续。当金融机构预期经济基本面发生变化时，比如这次疫情冲击，不管是出于避险还是预期债券公允价值上升，会增加债券的持有，进而拉低债券收益率。但是，货币政策利率不调整，这种“交易出来的行情”是短期的。一方面，如果金融机构资金来自央行，金融机构面临不断缩小的息差、甚至息差倒挂，并不会长期持有债券。另一方面，如果金融机构资金来自居民，金融机构将面临着居民赎回理财产品转为银行存款的压力，同样无法长期持有债券。如果企业没有改变投资决定、居民没有改变储蓄决定，最终债券收益率回到初始点。如果货币政策利率调整，行情持续时间会相对长一些。

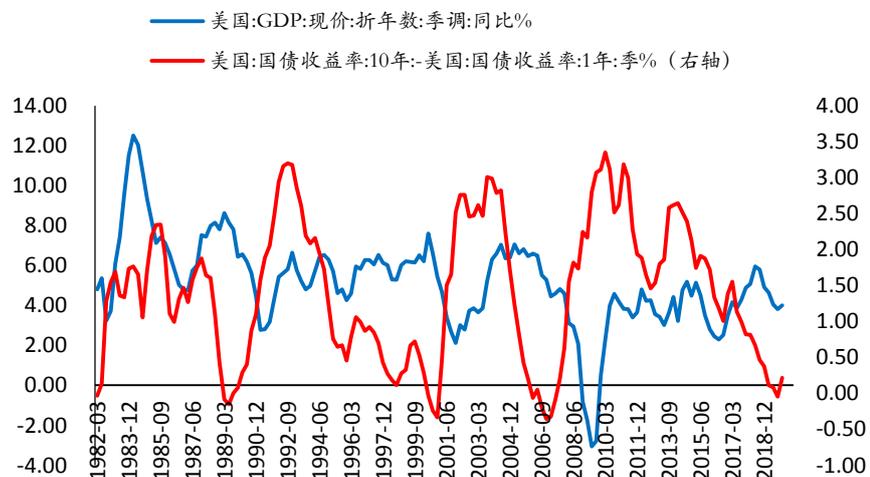
总之，债券收益率根本上由企业投资、居民储蓄决定，货币政策短期内会影响债券收益率，但最终货币政策利率会收敛到均衡债券收益率。金融机构的交易行为，也会短期影响债券收益率。如果货币政策利率不调整，这种交易出来的行情并不可持续。不管如何，长期情况下，货币政策利率最终会收敛到均衡债券收益率，而均衡债券收益率由企业投资、居民储蓄决定。

以上是比较理想的债券市场微观决定机制，按照这个机制，债券收益率和经济增速正相关，期限利差、信用利差也会反映经济基本面。但事实是，即使像美国这样的高度市场化的资本市场，也存在各种摩擦。比如次贷危机后，美国人消费更加谨慎，储蓄率上升，即使经济增速回升，但债券收益率仍趋势性下滑（详见我们的前期报告《美国经济的几个“谜”》）。中国债券市场存在更多的摩擦，本文侧重阐述预算软约束、利率管制如何影响中国债券收益率的决定机制。

## 2、不能完全反映经济预期的期限利差

长期债券收益率可以分解为短期债券收益率加上期限利率，短期债券收益率主要受货币政策影响，而期限利差则受经济预期等因素影响。一般情况下，当预期未来经济增速下滑时，企业预期盈利恶化，将收缩投资，减少融资需求，同时，居民预期到未来收入减少，则减少消费，增加储蓄，金融机构投资者也会增加债券投资，这些会拉低长期债券收益率，期限利差缩小。反之期限利差扩大。货币政策利率跟随市场利率被动调整。美国债券市场便是这样运行的，期限利差能够较好地预测宏观经济。

图2：美国期限利差领先经济增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国债券市场存在特殊性。由于预算软约束的存在，国有企业、地方融资平台的资金需求对经济预期不太敏感，而对经济预期敏感的民营企业却存在融资限制。同时，由于消费观念保守、金融工具欠缺、社会保障待完善等原因，中国居民资金供给也对经济预期不太敏感。

当预期经济增速下行、投资回报率下降时，国企、地方融资平台并不会减少融资；当预期经济增速上行、投资回报率上升时，它们也没有动机增加融资、扩大投资生产。而民营企业存在融资限制，当预期经济增速下行、投资回报率下降时，它们以前就没怎么融资，现在也谈不上缩小融资；当预期经济增速上行、投资回报率上升时，它们想融资也融不到。同时，即使居民预期到经济增速下滑，可以减少消费、增加储蓄，但是预期到经济增速上升时，并不一定会像发达国家那样通过信贷增加消费减少储蓄。这就导致中国期限利差无法完全反映经济预期，中国期限利差对经济基本面的反映不如美国期限利差那么敏感。美国期限利差波动大于中国也说明了这点。

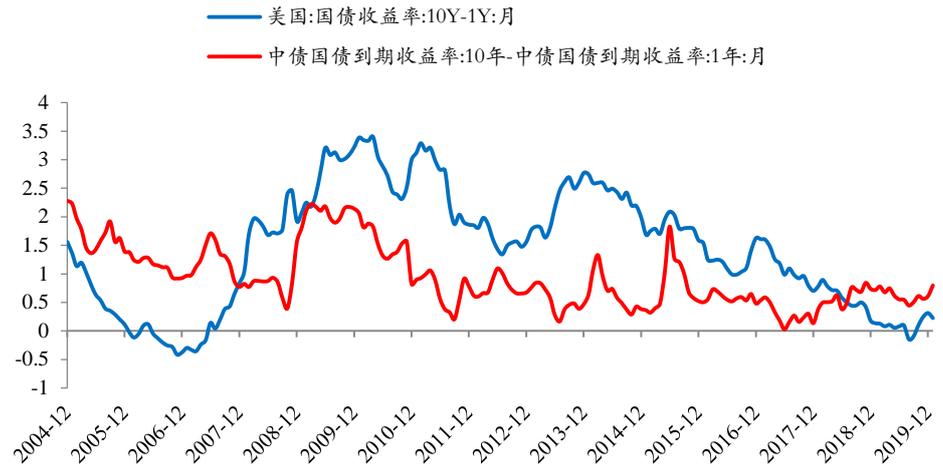
虽然企业资金需求、居民资金供给对经济预期不敏感，但是投资者要敏感一些。比如，此次疫情导致经济下行预期时，投资者增加长期国债持有，进而拉低债券收益率。但是如果后续货币政策利率不下调，长端债券收益率的下降并不会持久。

中国国债收益率更多地受资金供给端影响，也就是中国各期限国债收益率主要受货币政策、流动性影响，期限利差不能完全反映经济基本面。经济基本面只有影响到货币政策时，才能较好地传导到债券收益率。由于经济增速只是影响自然利率的一个因素，货币政策并不必然随经济增速调整。比如，经济增速下滑的同时，放开民企融资限制，这会导致自然利率上升，那样的话，货币政策就没必要随经济增速下滑而降息。

**图3： 中国债券期限利差对经济基本面不太敏感**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 美国期限利差波动性大于中国债券期限利差**

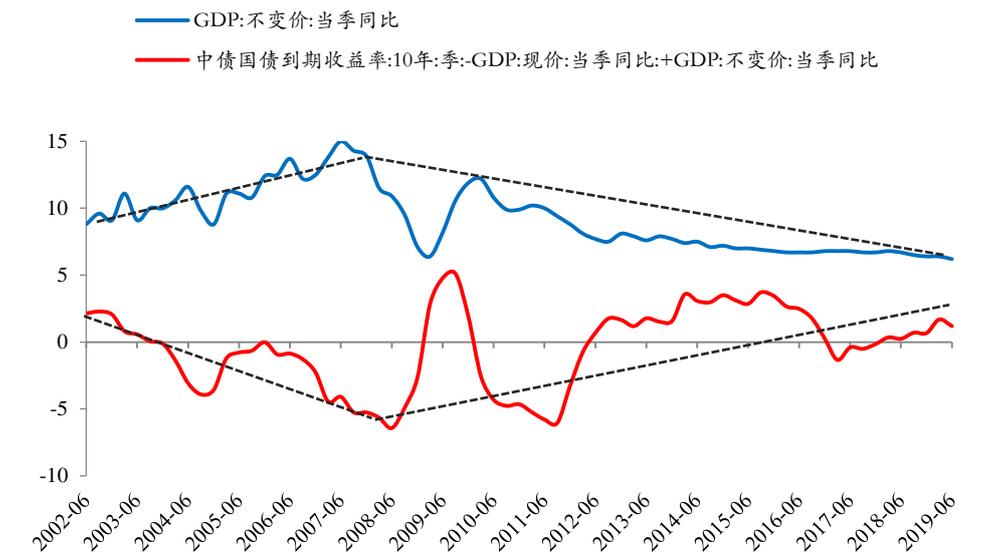
资料来源：Wind，新时代证券研究所

有人可能会有疑问，中国债券收益率和经济增速相关，这不正好说明债券收益率反映了经济基本面吗？中国名义债券收益率和名义经济增速确实正相关，但这是因为它们都受通货膨胀的影响。如果剔除通胀，实际债券收益率和实际经济增速是负相关的（详见我们的前期报告《利率市场化对债券收益率的影响》）。这是一个长期视角，影响利率的除了经济增速还有储蓄率、利率管制等因素，其他因素掩盖了经济增速对利率的影响。

中国加入WTO至次贷危机之前，实际经济增速不断上升，但由于金融抑制、转型经济体鼓励储蓄，实际债券收益率并没有随经济增速上升。次贷危机之后，虽然实际经济增速持续下滑，但是由于金融抑制缓解，利率市场化也在实质性推进，再加上中国社会保障体系的完善、消费观念变迁等原因导致储蓄率下降，实际债券收益率反而阶段性上升。

**图5： 中国名义债券收益率和名义经济增速正相关**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图6： 实际 GDP 增速和实际债券收益率整体上负相关**

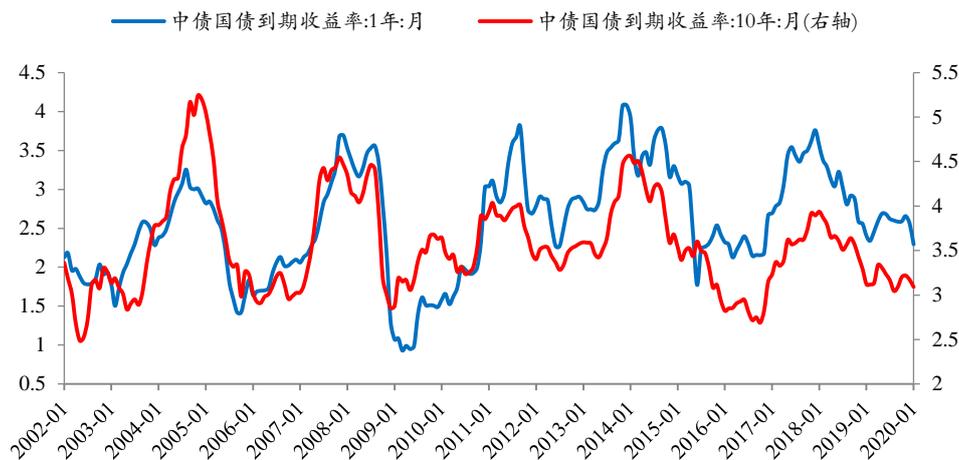
资料来源：Wind，新时代证券研究所

虽然这不能否认长期情况下，经济增速对债券收益率的间接影响。不过，由于预算软约束的存在，经济增速依然是通过货币政策调整，再影响债券收益率的。中国名义债券收益率受通货膨胀影响，也和美国不一样，我们在报告《影响债市的是哪一种物价增速》中进行了阐述，这实际上也是体现了经济基本面（通胀）如何通过货币政策影响债券收益率。由于国企存在预算软约束、民企存在融资限制，中国企业融资对通货膨胀并不敏感，同时，居民也不会完美地根据通胀预期平滑消费，只有当通货膨胀影响到货币政策时，债券收益率才跟随变动。美国资本市场自由化程度比较高，当物价增速上升时，企业会预期盈利改善，进而增加融资，同时，居民增加当期消费，减少储蓄，进而提升债券收益率，中国这个渠道相对较弱。

本轮猪瘟导致CPI增速大幅上升，没有影响非养殖企业的盈利预期，也无法影响企业的融资决策，只要货币政策没有收紧，就不会影响债券收益率。这甚至和预算软约束无关。PPI增速会影响企业盈利，但是国企预算软约束、民企融资限制会导致企业不改变融资决策，进而不会影响债券收益率，只有货币政策调整了，PPI增速才会影响债券收益率。这样的话，物价增速实际上会同时影响短期债券收益率和长期债券收益率，而期限利差可以消除物价增速，这也就解释了为什么期限利差和名义经济增速的关系要弱于名义债券收益率和名义经济增速。期限利差更能反映债券市场运行的微观机制。

简而言之，中国债券期限利差不能和美国期限利差一样能够敏感地反映经济预期，中国长期债券收益率对经济基本面也就不敏感，中国长期债券收益率和短期债券收益率同趋势波动，短期债券收益率则受货币政策、流动性的影响。但长期来看，并不能否认经济增速对债券收益率的间接影响，虽然有时候会被储蓄率、利率市场化等因素掩盖。

本节内容重点强调的是利率管制对债券收益率的影响，我们并不是说期限利差完全不反映经济基本面，只是说不敏感。毕竟，现实中还是存在民企融资的，而且预算约束、刚兑也在逐渐打破，这就是下文要讲的内容。

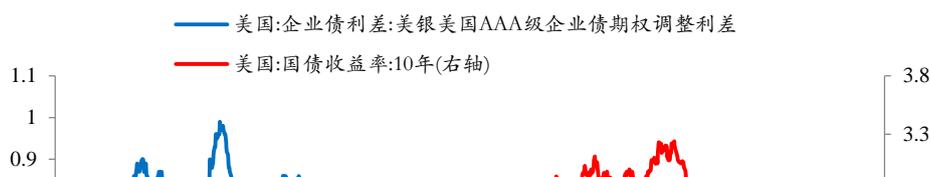
**图7： 中国长期国债收益率和短期国债收益率基本同趋势**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、 逐渐分化的信用利差

信用债收益率可以分解成国债收益率和信用利差。中国信用债信用利差有一个特点，高等级信用利差和国债收益率正相关，而低等级信用利差越来越和国债收益率负相关。

美国不管是高等级信用利差还是低等级信用利差，和国债收益率走势均相反。信用利差主要受信用风险、流动性风险等因素影响。美国信用利差是信用风险起主导作用。美国国债收益率受经济增速预期影响，国债收益率下降，意味着经济下行预期增强，此时信用风险增加，超过货币宽松带来的流动性风险下降，信用利差扩大。反之则信用利差缩小。

**图8： 美国高等级信用利差和美国国债收益率负相关**

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7174](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7174)

