



孙彬彬：2022 像什么？ 2012 年债市复盘



意见领袖|孙彬彬/许锐翔

【天风研究·固收】 孙彬彬/许锐翔

摘要：

当前宏观图景的复杂性在于通胀见顶、社融见底，虽然政策明确稳增长，明确三重压力，但同时也在推进宽信用和宽财政。特别是面对即将到来的一季度开门红，市场该如何筹划？

从 2011 到 2012 年，长端利率走势起伏波动，中间出现了几个关键拐点，梳理这几个关键观点，我们发现基本同关键宏观数据公布时点或者重大宏观事件发生时间一致。

2011 年利率下行始于通胀见顶(2011 年 9 月公布 8 月宏观数据之后)，于 2011 年 12 月信贷回升确认后阶段性见底（2012 年 1 月 8 日公布金融数据），其后在 2012 年 4 月 13 日一季度数据公布之后，特别是 5 月 8 日欧债危机重燃背景下再度迅速下行，7 月 12 日又快速见底（7 月 11 日公布 6 月金融数据确认 5 月是社融底）。

参考 2011-2012，利率走势关键在于能否宽货币，宽货币中，按照利率驱动作用分，降息大于降准大于其他基础货币投放。

在宽货币进程中，需要关注宽信用，信贷或者社融的开门红往往会导致利率阶段性见底回升。社融真正见底之后则要观察社融回升的斜率和实体数据结果，宽信用持续且实体传导明确，则利率压力进一步上升，否则，

债市仍然有机会。

在这个过程中，海外事件可能是重大诱因。

宏观图景频频切换，资金面的重要性在于，利率见底后，杠杆策略能否延续。

对比 2012，按照目前宏观状态，未来还有降息，则债市仍可保持多头思维，当然降息靴子落地，市场一定要注意宽信用及其效果，1 月信贷开门红需要合理估计，一季度内债市跌宕起伏在所难免。

引言

三重压力下，政策稳增长，市场关注宽货币、宽信用与宽财政组合在新年伊始会如何发力？债券市场又该如何应对？本文将通过对 2012 年宏观图景进行简单回顾，以期给市场以参考和借鉴。

2012 年宏观图景与利率走势回顾

在 2011 年 7 月政治局会议上，政策重心依然是着力稳定物价总水平和坚决遏制住房价格过快上涨。

2011 年 8 月 PPI 见顶，10 月 CPI 跌破 6%，GDP 增速连续回落，宏观经济从“滞胀”转向全面衰退。

2011 年 12 月，中央经济工作会议强调经济增长下行压力和物价上涨压力并存，要求着力扩大国内需求。

进入 2012 年, 一至三季度 GDP 增速持续下滑, 四季度小幅回升; PPI 加速下行, 于 9 月见底后震荡; 社融增速于 5 月见底后回升。

图 1: 2012 年 GDP 与社融增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 为剔除 2009 年基数影响, 2010 年 GDP 增速是两年平均值。

图 2: 2012 年通胀下行 9 月见底



资料来源: Wind, 天风证券研究所

再看长端利率走势, 2011 年 9 月开始持续下行, 随后长端利率在 2012 年 1 月 11 日阶段性见底, 之后走出 “①上-②下-③上” “N” 型走势, 分阶段来看:

图 3：2012 长端利率呈现“N”型走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 2012 年 1-4 月：多因素助推长端利率震荡上行

2012 年年初，债市多空因素持续交织。

债市利多因素：

(1) 多次降准落地，货币政策进入新一轮宽松周期。自 2011 年 12 月开始至 2012 年 4 月，针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、价格涨幅逐步回落等形势变化[1]，央行两次下调存款准备金率，累计下调 1 个百分点，我国货币政策进入新一轮的宽松周期；

(2) 经济基本面持续走弱，GDP、PPI 同比增速持续下滑。PPI 同比继续下行并出现近年来首次负增长，2012 年 3 月 PPI 同比下降 0.3%，涨幅继续创 28 个月以来新低；

图 4: 央行存款准备金率变动



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 2012 年 1-4 月 GDP、社融、PPI 同时走弱



资料来源: Wind, 天风证券研究所

债市利空因素:

(1) 春节因素带来年初银行间资金面紧张，2012 年春节在 1 月 23 日，而年初的资金面紧张一直持续到 3 月份。1 月 18 日，银行间 7 天质押式回购加权利率冲高至 7.72%；

(2) 12 月和 3 月信贷均高于预期，开门红导致经济回升预期强化。在总体走弱的宏观数据中，金融数据在 12 月和 3 月表现较好，金融机构新增人民币贷款规模持续增长，中间虽有 1-2 月相对一般的信贷情况，但是总体信贷开门红基本确立；

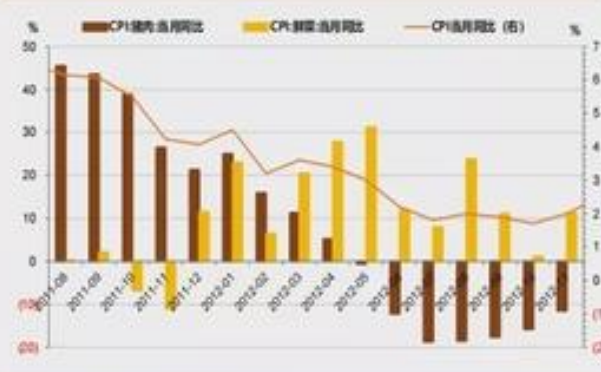
(3) 政策当局释放积极财政基建托底信号。政策当局在多次会议中强调要“保障在建续建项目建设，有序推进‘十二五’规划确定的重大项目”“加大对国家重大项目建设的支持”等，财政支出增加，发改委项目审批进程加快。

图 6: 2012 年开年资金面紧俏



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 2012 年 1 月、3 月 CPI 小幅回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 2012 年 1-3 月新增信贷显著回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2012 年全国公共财政支出情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 2012 年政策当局对于扩大基建投资相关表述

时间	会议名称	主要内容
2011/12/9	政治局会议	进一步优化投资结构, 保障在建续建项目建设, 有序推进“十二五”规划确定的重大项目, 加强对企业投资的引导和规范。
2011/12/14	中央经济工作会议	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 保持宏观经济政策的连续性和稳定性, 把扩大内需的重点更多放在保障和改善民生。加快发展服务业, 提高中等收入者比重上来, 加大财政投入力度, 切实办好涉及民生的大事要事, 注重提高发展的包容性。
2012/3/5	政府工作报告	保持投资稳定增长, 促进投资和消费良性互动。加强政府投资对结构调整的引领作用, 优先保证重点在建、续建项目, 有序推进国家重大项目开工建设。把好土地、信贷、节能、环保、安全、质量等准入和审核关, 加强对重大项目特别是政府和国有投资项目的监管、督查, 提高投资质量和效益。
2012/4/13	国常会	既要坚定不移地扩大消费需求, 也要保持适度的投资规模, 提高投资质量和效益。确保国家重大在建续建项目资金需求, 有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设。加强中西部承接产业转移示范区建设。切实打破垄断, 放宽准入, 激发民间投资活力。

资料来源: 中国政府网等, 天风证券研究所

总结而言, 2012 年 1-4 月债市多空因素持续交织, 从最终结果来看, 弱基本面和宽货币等利多因素不敌宽信贷与宽财政与资金面压力, 10 年期国债收益率震荡上行。

1.2 2012 年 5-7 月: 数据生变, 欧债冲击, 10 年期国债收益率快速下行

2012 年 4 月 13 日公布一季度数据后, 市场预期有所转弱, 这在十年国开上有所反应。2012 年 5 月 8 日希腊大选结果公布, 市场预期大幅转弱。2012 年 5 月 11 日, 国家统计局公布 4 月 PPI 同比为-0.7%, 低于预期值的-0.48%; 新增人民币贷款规模 6818 亿元, 远低于预期值 7848.85 亿元; 工业增加值同比增速为 9.3%, 较 3 月份的 11.9%大幅回落且远低于预期值 12%, 一系列低于预期的宏观数据导致市场预期有所改变。叠加 2012 年 5 月希腊组织联合政府失败导致希腊退出欧元区风险攀升, 全球风险偏好急转直下。长端利率顺势而下, 宽松预期大幅上升, 债券市场进入第二阶段。

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_35255

