

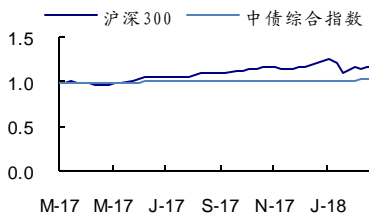
证券研究报告—深度报告

固定收益

利率衍生品“精品系列”专题报告之一

2018年03月23日

一年沪深300与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	114
中债长/中短期指数	109/116
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	32.90/61.44/1.45

相关研究报告:

《固定收益专题报告: 实质大于形式—如何研判“宽货币”?》——2018-03-19
《专题报告: 制糖行业信用风险几何?》——2018-03-20
《转债“大时代”系列专题之七: 煤炭、钢铁行业转债分析手册》——2018-03-21
《固定收益专题报告: 1803 合约交割行为分析: 投资者是如何择券交割的?》——2018-03-16
《利欧转债申购价值分析: 数字营销龙头, 延伸布局互娱》——2018-03-20

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
联系人: 徐亮
电话: 021-60933155
E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

专题报告

收益率曲线的“投资交易笔记”(上): 历史回眸

● 收益率曲线的“投资交易笔记”(上): 历史回眸

一般而言, 除了利率方向变化外, 收益率曲线形态的变化也是市场投资者关注的焦点之一。而相比利率方向变化的判断, 曲线形态平坦的判断则显得困难许多, 因为利率方向的判断是一维的; 而曲线形态的判断则是二维的, 它是两个价格相对变化的反映。

为了更准确地对曲线形态进行分析研判, 我们在本次系列专题中搭建收益率曲线形态的分析框架, 并将其运用到债券现货以及国债期货的曲线交易中。而本篇专题则是对收益率曲线的历史变化进行梳理, 期望从历史的变化中寻找规律。

● 收益率曲线历史变化情况一览

整体来看, 我们将收益率曲线在 2006 年以来的变化情况大致划分为 55 个小阶段。其中, 曲线变平发生了 25 次, 平均幅度约为 61BP, 平均持续交易日天数约为 54 天; 曲线变陡发生了 27 次, 平均幅度约为 53BP, 平均持续交易日天数约为 52 天; 曲线维持震荡发生了 3 次, 平均持续交易日天数约为 82 天。

另外, 从 1 年期和 10 年期国债的表现来看, 我们发现在曲线 25 次变平阶段中, 短期利率多体现为上行; 而长期利率的变化则比较复杂, 上行、下行和震荡均占据相当比重。在曲线 27 次变陡阶段中, 短期利率多体现为下行; 而长期利率上行的情况虽多, 但其下行和震荡的情况也占据较大比重。由此可见, 相对长期利率来说, 短期利率对收益率曲线平坦变动的影响更大。

● 政策、资金松紧对收益率曲线的影响总结

从加息和减息对收益率曲线影响的角度来看, 一般有如下规律: 在加息周期初期 (或加息预期时期), 利率曲线呈现熊市增陡态势; 在加息周期中 (被确认的加息周期), 利率曲线呈现熊市变平态势; 在减息周期初期 (或减息预期时期), 利率曲线呈现牛市变平态势; 在减息周期 (被确认的减息周期) 中, 利率曲线呈现牛市增陡态势。

从升准和降准对收益率曲线的影响来看, 央行对于准备金率的调整虽然与加、减息基本在同一时期发生, 但由于准备金率调整的频次更频繁, 所以其对收益率曲线的影响更为纯粹一些。整体来看, 当央行上调存款准备金率时, 收益率曲线将会变平; 而当央行下调存款准备金率时, 收益率曲线将会变陡。

另外, 从货币市场加权利率 (R) 与国债期限利差 (10-1Y) 的变动来看, 两者负相关性极其明显, 当资金利率上行时, 收益率曲线大概率变平; 而当资金利率下行时, 收益率曲线大概率变陡。

● 收益率曲线形态历史变化详解 (2006-2017)

本节对国债收益率曲线 (10-1Y) 在 2006-2017 年期间的变化情况进行了详细梳理, 以便投资者参考使用。

内容目录

收益率曲线历史变化情况一览	4
政策、资金松紧对收益率曲线的影响总结	6
收益率曲线形态历史变化详解（2006-2017）	9
2006 年：收益率曲线不断平坦化	9
2007 年：加息周期中，期限利差先上后下	10
2008 年：减息周期中，期限利差先下后上	11
2009 年：基本面改善结合资金面平稳造就曲线变陡	13
2010 年：加息周期上半场的三个阶段	14
2011 年：加息周期进入下半场	15
2012 年：预期不断被打破，期限利差在这一过程中先上后下	16
2013 年：钱荒导致收益率曲线（10-1Y）历史上第一次倒挂	18
2014 年：在市场对货币政策松紧的犹疑中，期限利差快速冲高	20
2015 年：资金利率降至极低水平再回升的尴尬	21
2016 年：期限利差纠结震荡的一年	22
2017 年：收益率曲线于紧货币周期中走平	23
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 收益率曲线历史变化情况一览 (2006-2017)	5
图 2: 加、减息周期中, 国债期限利差的变化情况统计 (2006-2017)	6
图 3: 升准、降准时, 国债期限利差的变化情况统计 (2006-2017)	7
图 4: 货币市场加权利率 (R, 10M) 与期限利差的走势图 (2016-2017)	8
图 5: 2006 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	9
图 6: 2007 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	11
图 7: 2008 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	12
图 8: 2009 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	13
图 9: 2010 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	14
图 10: 2011 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	15
图 11: 2012 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	17
图 12: 2013 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	18
图 13: 2014 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	20
图 14: 2015 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	21
图 15: 2016 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	22
图 16: 2017 年国债期限利差走势图 (10-1Y)	24
表 1: 收益率曲线形态变化情况统计 (2006-2017)	4

一般而言，除了利率方向变化外，收益率曲线形态的变化也是市场投资者关注的焦点之一。而相比利率方向变化的判断，曲线形态平陡的判断则显得困难许多，因为利率方向的判断是一维的；而曲线形态的判断则是二维的，它是两个价格相对变化的反映。

为了更准确地对曲线形态进行分析研判，我们在本次系列专题中搭建收益率曲线形态的分析框架，并将其运用至债券现货以及国债期货的曲线交易中。而本篇专题则是对收益率曲线的历史变化进行梳理，期望从历史的变化中找寻规律。

收益率曲线历史变化情况一览

在样本选取上，考虑到流动性问题，1年期选用金融债较为合适，但为了后续方便将收益率曲线的分析框架运用至国债期货领域，我们在此选取10年期国债收益率与1年期国债收益率之差作为期限利差。另外，考虑到2006年以前的国债收益率数据质量一般，因此，我们将2006年以来的国债收益率曲线做为分析主体。

整体来看，我们将收益率曲线在2006年以来的变化情况大致划分为55个小阶段。其中，曲线变平发生了25次，平均幅度约为61BP，平均持续交易日天数约为54天；曲线变陡发生了27次，平均幅度约为53BP，平均持续交易日天数约为52天；曲线维持震荡发生了3次，平均持续交易日天数约为82天。

另外，从1年期和10年期国债的表现来看，我们发现在曲线25次变平阶段中，短期利率多体现为上行；而长期利率的变化则比较复杂，上行、下行和震荡均占据相当比重。在曲线27次变陡阶段中，短期利率多体现为下行；而长期利率上行的情况虽多，但其下行和震荡的情况也占据较大比重。由此可见，相对长期利率来说，短期利率对收益率曲线平陡变动的的影响更大。

表 1：收益率曲线形态变化情况统计（2006-2017）

	1Y国债变化	10Y国债变化	次数	期限利差变化平均幅度	平均交易日数
变平（25次）	上行	上行	7	-56	54
	上行	震荡	7	-61	47
	上行	下行	7	-78	75
	震荡	下行	2	-23	31
	下行	下行	2	-53	36
变陡（27次）	震荡	上行	8	35	50
	下行	下行	7	73	44
	下行	震荡	6	55	64
	下行	上行	4	48	44
	上行	上行	2	61	65
震荡（3次）	震荡	震荡	2	1	68
	下行	下行	1	-6	109

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 1：收益率曲线历史变化情况一览（2006-2017）

期初时间	期末时间	持续交易日	1Y国债收益率	10Y国债收益率	曲线变化	期初利率(BP)	变化(BP)	期末利率(BP)	原因
2006-02-27	2006-04-24	41	下行(-15BP)	上行(33BP)	变陡	107	28	135	★票据发行利率不断抬升；回购利率后期快速上行
2006-04-24	2006-06-22	41	上行(33BP)	上行(7BP)	熊平	135	-26	109	★IPO重启；票据发行利率加速上行；上调准备金率
2006-06-22	2006-07-13	16	震荡(-4BP)	上行(11BP)	变陡	109	15	124	★票据发行利率上行幅度弱于预期。
2006-07-13	2006-07-26	10	上行(20BP)	震荡(2BP)	变平	124	-24	100	★再度上调准备金率
2006-07-26	2006-08-28	24	下行(-21BP)	震荡(1BP)	变陡	100	21	121	★公开市场发行成为数量指标；回购利率回落
2006-08-28	2006-10-13	32	震荡(8BP)	下行(-30BP)	变平	121	-30	91	★票据发行利率和回购利率回落；前期加息影响有限；8月底美联储停止加息
2006-10-13	2006-12-31	58	震荡(5BP)	震荡(7BP)	震荡	91	3	94	★前期IPO热潮，上调存款准备金率以及票据发行利率上行均显示资金紧张；后期再度恢复数量指标，暂停IPO缓解资金紧张的预期和现状
2007-01-04	2007-06-21	115	上行(57BP)	上行(45BP)	熊陡	94	88	182	★CPI不断上行；加息初期（加息预期、预期差时期），曲线形态更多体现为熊陡
2007-06-21	2007-12-29	135	上行(103BP)	高位震荡(-4BP)	变平	182	-107	75	★加息周期中（被市场所确认的加息周期）
2008-01-02	2008-06-10	109	下行(-17BP)	下行(-23BP)	震荡	75	-6	69	★利率不断上行，曲线大幅变平后，各因素影响依旧但力度下降明显
2008-06-10	2008-07-07	20	震荡(-2BP)	上行(33BP)	变陡	69	37	106	★上调准备金；上调油价、电价，市场恐慌性止损，长期利率上行幅度较大
2008-07-07	2008-10-08	64	下行(-30BP)	下行(-120BP)	牛平	106	-91	15	★加息预期浓重
2008-10-08	2008-12-31	61	下行(-210BP)	下行(-60BP)	牛陡	15	150	165	★加息周期（已被确认）中
2008-12-31	2009-03-06	44	下行(-16BP)	上行(48BP)	变陡	165	64	229	★经济基本面改善，基金公司去债恶化，长期利率上行，短期利率保持稳定
2009-03-06	2009-06-26	78	震荡(4BP)	震荡(3BP)	震荡	229	-1	228	★消化完一季度数据，确认经济反弹，长期利率窄幅波动；交易节奏短期化，利率紧盯经济数据
2009-06-26	2009-07-24	21	上行(69BP)	上行(20BP)	熊平	228	-49	179	★货币政策微调；IPO导致回购利率上行；1年票据重启且利率上行，短期利率快速上行且幅度大于长期利率
2009-07-24	2009-11-10	74	下行(-16BP)	上行(27BP)	变陡	179	43	222	★基本面走强；债务供应明显加大，长期利率上行，短期利率保持稳定
2009-11-10	2010-07-06	164	上行(61BP)	下行(-51BP)	变平	222	-112	110	★货币政策宏观调控，资金面宽松，短期利率不断抬升，经济增长不确定，加息预期得到修正，长期利率重心走低。
2010-07-06	2010-11-05	85	震荡(-3BP)	上行(63BP)	变陡	110	66	176	★紧缩预期初起（加息初期）
2010-11-05	2010-12-24	36	上行(122BP)	震荡(-3BP)	变平	176	-125	51	★加息周期中，紧缩政策接连出台；通胀价格回落，通胀预期缓解，短期利率上行而长期利率稳定
2010-12-24	2011-01-17	16	下行(-41BP)	上行(15BP)	变陡	51	57	108	★经济数据高于预期，市场加息传言蔓延，长期利率上行而短期利率却出现反复下行
2011-01-17	2011-01-26	8	上行(33BP)	震荡(3BP)	变平	108	-30	78	★春节前资金紧张+上调存款准备金率，短期利率重回上行
2011-01-26	2011-05-04	66	下行(-40BP)	下行(-12BP)	牛陡	78	27	106	★海外风险事件频出；通胀高企，加息，加派政策密集出台，但已有预期
2011-05-04	2011-09-14	94	上行(111BP)	上行(14BP)	熊平	106	-97	9	★资金面紧张；通胀高企，7月6日迎加息；保证金存款上缴法定存款准备金新政，短期利率上行幅度大于长期利率
2011-09-14	2011-11-15	42	下行(-130BP)	下行(-36BP)	牛陡	9	102	111	★资金面稳中趋松；货币政策停止紧缩得到确认；美联储宣布美国经济具有显著下行特征并进行扭转弯操作，短期利率因此下行且幅度大于长期利率
2011-11-15	2012-01-18	46	上行(32BP)	下行(-26BP)	变平	111	-58	53	★受经济数据下行，下调存款准备金率；货币政策迅速转向影响，长期利率出现下行，短期利率无宽松政策而继续上行
2012-01-18	2012-05-08	75	震荡(8BP)	上行(16BP)	小幅变陡	53	16	69	★经济改善预期占据主导，长期利率小幅上行，2.18降准政策不明显，但也压制了短期利率的上行
2012-05-08	2012-06-12	26	下行(-67BP)	下行(-18BP)	牛陡	69	49	118	★国内经济断崖式下降；货币政策放松（5.12降准，6.7降息），资金面宽松，长期利率均出现下行且短期利率下降幅度更大
2012-06-12	2012-10-29	95	上行(80BP)	上行(10BP)	熊平	118	-60	58	★6、7月两次降息后，降准预期一次失望；资金面时而紧张；长期利率缓慢走高而短期利率快速上行，8月底后，资金面始终处于紧平衡状态，稳增长预期抬头；美国QE3及反通胀债市；9月经济改善最终来临，长期利率延续前期上行状态
2012-10-29	2013-03-22	101	下行(-25BP)	震荡(1BP)	变陡	58	27	85	★政策预期以及资金面预期偏差，但资金面实际相对宽松，短期利率逐渐下行。在美国财政悬崖危机；2012年底基本面继续改善；资金预期偏差等因素的影响下，长期利率维持震荡
2013-03-22	2013-06-24	64	上行(92BP)	震荡(2BP)	变平	85	-90	-5	★非松受限，3月经济数据全部显著低于预期背景下，债市显著宽松对短期影响大些。资金面持续紧张，基本面低迷，短期利率上行而长期稳定。6月迎来第一波筑底，短期利率上行幅度大于长期，曲线历史上第一次倒挂
2013-06-24	2013-10-22	83	震荡(-10BP)	上行(33BP)	变陡	-5	63	58	★长期利率不断上行，主要因素：三年期央行票据持续续发冻结；政策面偏紧态度延续；资金面紧张局面不减；意外的经济增长回暖与通货膨胀率上行，而短期利率维持震荡
2013-10-22	2013-11-30	7	上行(46BP)	上行(9BP)	熊平	58	-38	20	★短期利率因为资金面紧张而先于长期利率上行
2013-11-30	2013-11-19	15	上行(12BP)	上行(45BP)	熊陡	20	33	53	★经济基本面向好，长期利率加速上行
2013-11-19	2013-11-28	8	下行(-9BP)	下行(-24BP)	牛平	53	-15	38	★资金面紧张；三年期票据续发冻结操作被终止，政策紧缩预期有所减缓
2013-11-28	2013-12-10	9	震荡(-2BP)	上行(7BP)	变陡	38	19	57	★IPO重启，央行停止逆回购，资金面紧张，长期利率上行而短期利率有所钝化
2013-12-10	2013-12-31	16	上行(19BP)	震荡(-5BP)	变平	57	-14	33	★第二波筑底来袭，央行年底开展正回购操作，资金面异常紧张，长期利率在前期上行后及而表现较为稳定，短期利率上行。
2013-12-31	2014-03-25	57	下行(-112BP)	下行(-3BP)	牛陡	33	108	142	★资金面不断改善，短期利率下行。1-2月通胀数据显著低于预期，但市场始终在货币政策收紧判断中摇摆，长期利率缓慢下行
2014-03-25	2014-05-12	33	上行(30BP)	下行(-40BP)	变平	142	-79	62	★稳增长叠加央行回购引发投资者“不松货币”预期，短期利率快速上行，经济数据低迷背景下，定向降准逆转货币政策紧缩预期；长期利率加速下行
2014-05-12	2014-06-10	21	下行(-35BP)	下行(-6BP)	牛陡	62	29	91	★资金面宽松叠加降准预期，短期利率下行，正回购利率稳定于4%关口阻碍长期利率下行
2014-06-10	2014-10-15	88	上行(49BP)	下行(-24BP)	变平	91	-73	18	★7月前后资金面逐渐紧张；6月金融、经济数据均超预期，短期利率上行幅度大于长期。7-8月经济基本面无预期；9-10月正回购利率均出现下调，长期利率下行幅度大于短期
2014-10-15	2014-12-05	38	下行(-49BP)	下行(-5BP)	牛陡	18	45	63	★在回购利率再度下行，政策预期宽松且11月21日降息；资金面宽松，短期利率终于加速下行且幅度大于长期利率
2014-12-05	2014-12-23	13	上行(34BP)	下行(-12BP)	变平	63	-45	18	★资金面紧张，货币市场加权利率上行，短期利率回升。而长期利率在期限129中证整事件后再度回归牛市格局
2014-12-23	2015-06-15	119	下行(-183BP)	震荡(1BP)	变陡	18	184	202	★降息，降准预期强烈且不断兑现，资金利率与短期利率均不断下行。在政策宽松与地方债供给冲击的影响下，长期利率维持宽幅震荡
2015-06-15	2016-01-08	143	上行(72BP)	下行(-83BP)	变平	202	-155	47	★受经济数据持续疲弱，基本预期低迷；降息，降准政策不断等因素影响，长期利率逐步下行，在极度宽松后，资金利率底部回升，短期利率随之走高并保持稳定
2016-01-08	2016-04-05	59	下行(-28BP)	震荡(3BP)	变陡	47	31	78	★资金面整体平稳且货币市场加权利率略有下行，短期利率下行，长期利率在利多和利空因素交替影响下维持震荡
2016-04-05	2016-06-27	58	上行(31BP)	震荡(-3BP)	变平	78	-35	43	★资金面维持平稳，但短期利率触底反弹；受经济数据好转，5月固定资产投资断崖式下跌，美国意外超预期影响，长期利率先升后降
2016-06-27	2016-09-07	53	下行(-27BP)	震荡(-5BP)	变陡	43	23	66	★资金面平稳，短期利率出现下行；长期利率在7月经济数据疲弱，地产销售大幅，传闻整顿资管行业等因素的影响下先降后升
2016-09-07	2016-10-21	29	震荡(2BP)	下行(-14BP)	变平	66	-16	50	★短期利率稳定；受房地产限购政策，人民币加入SDR影响，长期利率略有下行
2016-10-21	2016-11-14	17	震荡(-1BP)	上行(21BP)	变陡	50	23	73	★资金有所收敛，但短期利率依旧稳定，长期利率则因经济平稳等因素有所上行
2016-11-14	2016-12-19	26	上行(92BP)	上行(47BP)	熊平	73	-45	28	★资金紧张，货币政策相对紧缩，短期利率爆发上行；长期利率因国海事件、资金紧张等因素同样上行但幅度不及短期利率
2016-12-19	2017-01-25	29	下行(-39BP)	震荡(1BP)	变陡	28	41	69	★国海事件消退后，前期上行幅度过大叠加年后资金被暂时松，短期利率触底下行，长期利率也于年底下行，但春节交易热情高涨攀升其后上升
2017-01-25	2017-06-14	94	上行(95BP)	上行(19BP)	熊平	69	-76	-7	★12MLF利率再度上调，之后OMO利率再度上调，资金利率中枢不断上行，短期利率也随之上行。除了资金面的影响外，经济数据接近超预期，以银监会为代表的监管文件密集出台导致长期利率走高，但幅度仍不及短期利率，曲线出现第二次倒挂
2017-06-14	2017-11-13	105	震荡(-1BP)	上行(41BP)	变陡	-7	43	36	★长期利率前期震荡，10月逆回购利率跳升而大幅上行。在货币政策边际变化，资金利率中枢稳中有降的背景下，短期利率前期有所下行，9月底季末资金有所紧张而冲高，10月仅小幅上行
2017-11-13	2017-12-31	37	上行(20BP)	下行(-7BP)	变平	36	-27	9	★市场情绪快速脱离，长期利率已具备配置价值，因而缓慢下行。临近年末，资金利率中枢又有所回升，短期利率逐步上行

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

政策、资金松紧对收益率曲线的影响总结

上文，我们提到了短期利率对期限利差的影响较大，而政策面和资金面的松紧又对短期利率的变化有着重要的影响。因此，我们分别统计了加息减息和升准降准时国债期限利差的变化情况。

从加息和减息对收益率曲线影响的角度来看，一般有如下规律：在加息周期初期（或加息预期时期），利率曲线呈现熊市增陡态势；在加息周期中（被确认的加息周期），利率曲线呈现熊市变平态势；在减息周期初期（或减息预期时期），利率曲线呈现牛市变平态势；在减息周期（被确认的减息周期）中，利率曲线呈现牛市增陡态势。

而从实际情况来看，自 2006 年以来，市场一共经历了两轮完整的加、减息周期。尽管在这期间，收益率曲线的变化并不能与上述规律做到完美地吻合，但也大体一致。另外，单独从加息或者减息对收益率曲线的整体影响来看，减息的影响较为纯粹，其使得收益率曲线变陡；而加息的影响则较为复杂，虽然长时间看会使得收益率曲线变平，但收益率曲线短期变化的不确定性则较大。

图 2：加、减息周期中，国债期限利差的变化情况统计（2006-2017）

日期	存款	贷款	国债期限利差变化情况（10-1Y）					
			1D	5D	10D	20D	30D	40D
2006-4-27		上调0.27%	1.2	1.3	-3.7	0.7	-9.3	-11.7
2006-8-18	上调0.27%	上调0.27%	-1.5	2.4	3.2	0.5	-16.6	-22.1
2007-3-17	上调0.27%	上调0.27%	1.3	3.9	2.0	8.0	9.8	35.8
2007-5-18	上调0.27%	上调0.18%	10.4	8.3	7.3	19.7	25.3	10.4
2007-7-20	上调0.27%	上调0.27%	-1.7	-21.4	-27.1	-25.9	-17.2	-21.3
2007-8-21	上调0.27%	上调0.18%	-4.0	-0.6	11.2	13.3	-3.0	-12.1
2007-9-14	上调0.27%	上调0.27%	0.1	-19.7	-18.3	-23.9	-25.6	-56.7
2007-12-20	上调0.27%	上调0.18%	-0.6	-3.2	3.7	3.6	-4.5	-1.1
2008-9-15		下调0.27%	-9.4	-17.0	-28.0	-29.3	-16.4	10.4
2008-10-8	下调0.27%	下调0.27%	9.1	10.9	32.0	46.4	83.8	104.4
2008-10-29	下调0.27%	下调0.27%	-2.7	10.7	14.0	51.6	116.4	111.6
2008-11-26	下调1.08%	下调1.08%	5.3	17.1	64.8	60.0	59.4	94.2
2008-12-22	下调0.27%	下调0.27%	-3.5	0.9	-2.9	37.6	48.0	41.3
2010-10-19	上调0.25%	上调0.25%	7.1	17.7	22.4	20.9	-29.1	-51.5
2010-12-25	上调0.25%	上调0.25%	-0.2	6.6	40.2	34.5	39.3	38.2
2011-2-8	上调0.25%	上调0.25%	2.5	1.3	4.1	12.4	6.5	19.7
2011-4-5	上调0.25%	上调0.25%	-1.2	-5.1	-0.1	-1.6	-19.8	-28.2
2011-7-6	上调0.25%	上调0.25%	0.6	-13.8	-17.5	-8.1	-17.9	-30.9
2012-6-7	下调0.25%	下调0.25%	2.8	2.6	-8.9	-8.0	-11.3	-18.9
2012-7-5	下调0.25%	下调0.31%	3.7	1.5	2.0	-5.1	-12.2	-30.8
2014-11-22	下调0.25%	下调0.4%	-3.9	10.7	25.0	-19.7	1.1	-9.6
2015-3-1	下调0.25%	下调0.25%	1.9	9.7	7.3	6.4	18.8	20.8
2015-5-10	下调0.25%	下调0.25%	3.1	35.9	34.6	101.7	114.5	105.8
2015-6-27	下调0.25%	下调0.25%	0.5	-4.7	-71.2	-72.1	-56.5	-61.1
2015-8-25	下调0.25%	下调0.25%	-1.4	-14.0	-8.4	-15.1	-49.0	-57.3
2015-10-23	下调0.25%	下调0.25%	0.2	11.4	6.7	-4.6	-10.4	-1.9
加息后期限利差变化（均值）			1.1	-1.7	2.1	4.2	-4.8	-10.1
加息后期限利差变化（最小值）			-4.0	-21.4	-27.1	-25.9	-29.1	-56.7
加息后期限利差变化（最大值）			10.4	17.7	40.2	34.5	39.3	38.2
减息后期限利差变化（均值）			0.4	5.8	5.1	11.5	22.0	23.8
减息后期限利差变化（最小值）			-9.4	-17.0	-71.2	-72.1	-56.5	-61.1
减息后期限利差变化（最大值）			9.1	35.9	64.8	101.7	116.4	111.6

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从升准和降准对收益率曲线的影响来看，央行对于准备金率的调整虽然与加、减息基本在同一时期发生，但由于准备金率调整的次数更频繁，所以其对收益率曲线的影响更为纯粹一些。整体来看，当央行上调存款准备金率时，收益率曲线将会变平；而当央行下调存款准备金率时，收益率曲线将会变陡。

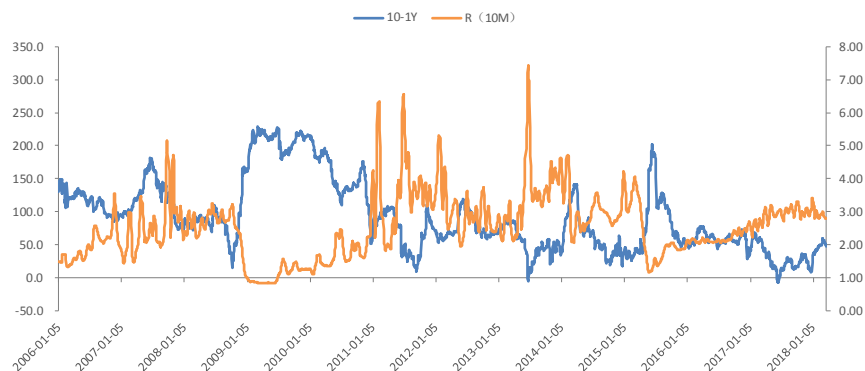
图 3：升准、降准时，国债期限利差的变化情况统计（2006-2017）

日期	准备金率变动	国债期限利差变化情况（10-1Y）					
		1D	5D	10D	20D	30D	40D
2006-6-16	上调0.5%	-3.0	-4.0	0.5	8.5	-10.0	-7.9
2006-7-21	上调0.5%	-15.1	-14.1	-14.8	-4.1	-0.9	-3.6
2006-11-3	上调0.5%	-0.9	-3.7	-2.6	0.0	-6.7	-1.0
2007-1-5	上调0.5%	1.2	-0.3	6.0	2.4	4.0	10.4
2007-2-16	上调0.5%	-2.6	3.6	6.4	21.4	19.4	31.3
2007-4-5	上调0.5%	1.9	4.8	10.9	12.8	46.8	46.8
2007-4-29	上调0.5%	-2.4	3.3	19.0	26.3	38.7	44.3
2007-5-18	上调0.5%	10.4	8.3	7.3	19.7	25.3	10.4
2007-7-30	上调0.5%	10.6	9.4	-1.3	-23.1	-1.7	-18.9
2007-9-6	上调0.5%	-7.3	1.8	-1.5	-10.0	-30.1	-31.7
2007-10-13	上调0.5%	-0.1	-15.9	-19.4	-36.5	-50.9	-53.0
2007-11-10	上调0.5%	-2.8	-8.7	-14.4	-16.5	-18.2	-10.0
2007-12-8	上调0.5%	-1.0	3.9	-1.7	6.6	11.0	3.1
2008-1-16	上调0.5%	-0.8	-8.6	-3.3	-5.5	-4.4	3.8
2008-3-18	上调0.5%	-4.0	-1.4	5.1	-5.9	-3.0	3.6
2008-4-16	上调0.5%	0.0	7.5	2.9	9.5	-1.3	-1.3
2008-5-12	上调0.5%	-0.3	0.2	-6.4	-21.3	13.8	14.0
2008-6-7	上调0.5%	-3.8	5.9	29.5	32.9	14.3	15.5
2008-9-15	下调1%	-9.4	-17.0	-28.0	-29.3	-16.4	10.4
2008-10-8	下调0.5%	9.1	10.9	32.0	46.4	83.8	104.4
2008-11-26	下调1%	5.3	17.1	64.8	60.0	59.4	94.2
2008-12-22	下调0.5%	-3.5	0.9	-2.9	37.6	48.0	41.3
2010-1-12	上调0.5%	-1.9	-5.1	-16.1	-28.1	-36.5	-19.6
2010-2-12	上调0.5%	1.3	-1.3	2.0	5.8	13.5	6.0
2010-5-2	上调0.5%	0.5	-12.6	-28.8	-34.1	-44.6	-59.8
2010-11-10	上调0.5%	-0.3	-8.6	-36.9	-62.8	-110.9	-88.8
2010-11-19	上调0.5%	-6.9	-33.8	-44.3	-76.3	-97.5	-47.6
2010-12-10	上调0.5%	-4.8	-21.6	-49.5	-9.3	-15.1	-10.3
2011-1-14	上调0.5%	1.4	-16.9	-22.2	-8.6	-11.2	-10.4
2011-2-18	上调0.5%	-6.9	-5.5	0.2	-3.4	10.0	8.0
2011-3-18	上调0.5%	-1.1	6.8	13.4	11.4	8.9	-8.0
2011-4-17	上调0.5%	0.9	0.0	0.4	-19.4	-26.4	-27.2
2011-5-12	上调0.5%	-5.3	-6.3	-13.8	-11.1	-60.9	-43.7
2011-6-14	上调0.5%	-13.3	-46.6	-40.6	-30.8	-49.4	-42.9
2011-11-30	下调0.5%	4.1	-1.4	-11.0	-14.6	-25.5	-23.2
2012-2-18	下调0.5%	3.9	3.9	8.5	12.9	11.9	9.8
2012-5-12	下调0.5%	16.0	20.4	33.0	41.4	26.4	33.5
2014-4-22	下调2（0.5）%	2.8	1.8	3.3	-4.8	13.6	-9.3
2014-6-9	下调0.5%	1.5	-16.3	-22.5	-22.0	-40.5	-35.8
2015-2-4	下调0.5%	-4.7	-6.6	-9.3	4.5	2.2	5.0
2015-4-19	下调1%	-3.2	11.8	25.1	63.7	124.6	162.0
2015-6-27	下调0.5%	0.5	-4.7	-71.2	-72.1	-56.5	-61.1
2015-8-25	下调0.5%	-1.4	-14.0	-8.4	-15.1	-49.0	-57.3
2015-10-23	下调0.5%	0.2	11.4	6.7	-4.6	-10.4	-1.9
2016-2-29	下调0.5%	5.1	14.8	11.1	18.2	12.8	2.7
升准后期限利差变化（均值）		-1.9	-5.3	-7.1	-8.3	-12.5	-9.6
升准后期限利差变化（最小值）		-15.1	-46.6	-49.5	-76.3	-110.9	-88.8
升准后期限利差变化（最大值）		10.6	9.4	29.5	32.9	46.8	46.8
降准后期限利差变化（均值）		1.8	2.2	2.1	8.1	12.3	18.3
降准后期限利差变化（最小值）		-9.4	-17.0	-71.2	-72.1	-56.5	-61.1
降准后期限利差变化（最大值）		16.0	20.4	64.8	63.7	124.6	162.0

数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

另外，从货币市场加权利率（R）与国债期限利差（10-1Y）的变动来看，两者负相关性极其明显，当资金利率上行时，收益率曲线大概率变平；而当资金利率下行时，收益率曲线大概率变陡。

图 4：货币市场加权利率（R，10M）与期限利差的走势图（2016-2017）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

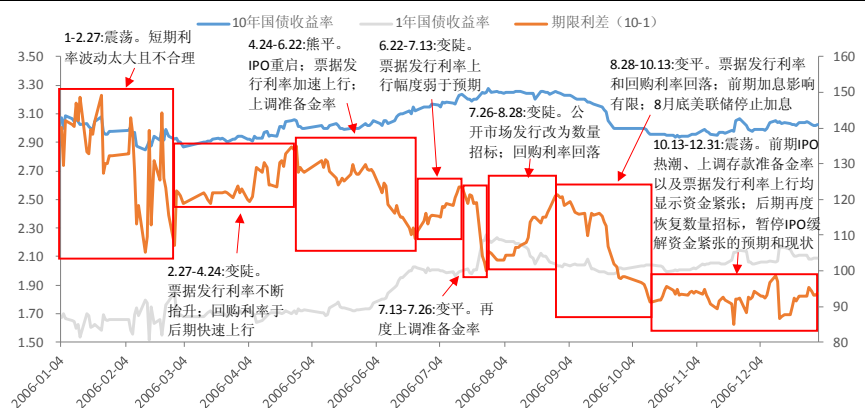
收益率曲线形态历史变化详解（2006-2017）

本节对国债收益率曲线（10-1Y）在 2006-2017 年期间的变化情况进行了详细梳理，以便投资者参考使用。

2006 年：收益率曲线不断平坦化

这一年，国债期限利差整体下行。纵观全年，影响收益率曲线变平的主要因素有三：（1）1 年期票据发行利率的不断上行；（2）紧货币周期中，多次上调存款准备金率；（3）IPO 等其它因素导致的回购利率上行。

图 5：2006 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2006.01.04-2006.02.27：国债期限利差表现并不平稳，主要在于 1 年期国债利率波动较大。这一期间，1 年期国债利率波动极大，单日最大涨跌接近 30BP。因此，对于期限利差在这一时期的变化，我们不做参考。

2006.02.27-2006.04.24：国债期限利差由 107BP 上行 28BP 至 135BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。这一期间，期限利差快速上行的时点在 4 月 4 日左右，主要原因则是公开市场发行利率连续上行。具体来看，从 3 月 28 日开始，1 年期票据发行利率突破 1.95% 上行至 1.99%；随后 4 月 4 日，1 年期票据发行利率再度走高 1 个基点，至此，长期利率才踏上了上行的通道。随之而来的是，1 年期票据发行利率在 4 月 4 日至 4 月底期间从 2.0% 上行到了 2.20%；7 天回购利率从月中约 1.50% 起步，在月末形成快速拉升态势，达到 2.11% 的高位。

但令人困惑的是，在 1 年期票据发行利率和 7 天回购利率不断上行的过程中，10 年期国债收益率出现了上行，而 1 年期国债收益率并未上行反而略有下行。我们觉得可能原因在于 1 年期国债收益率数据统计的误差，而以 1 年期票据或金融债利率作为短期利率来看，期限利差反而处于下行中，因此，也有投资者认为这一时期的收益率曲线形态应为“熊平”。

2006.04.24-2006.06.22：国债期限利差由 135BP 下行 26BP 至 109BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。这一时期，期限利差快速下行的时点在 2006 年 6 月初，主要原因在于短端利率的快速上行。

具体来看，6 月之前，4 月 28 日的贷款利率上调弱于预期使得长端利率小幅回落；而 1 年期票据发行利率上行叠加回购利率回落又使得短端利率小幅上行，

期限利差震荡下行。进入6月之后，长端利率出现上行而短端利率快速上行，主要原因有三点：（1）IPO于6月5日重启，回购利率出现上行；（2）1年期中央银行票据的发行利率在6月份中升势不止，并出现加速上行态势，从2.33%上行到2.63%，这种超乎预期的利率上行体现了中央银行对利率上行的有意引导；（3）6月19日，央行超预期上调法定存款准备金率0.5个百分点。

2006.06.22-2006.07.13：国债期限利差由109BP上行15BP至124BP左右，10年期利率上行而1年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。这一期间，回购利率缓步下行，公开市场也散发出较为积极的信号，在7月4日的1年期票据发行中，发行利率仅比上周上行3个基点，弱于市场预期，令市场产生了阶段性见顶的预期。因此，短端利率保持稳定，但长端利率继续上行，收益率曲线小幅变陡。

2006.07.13-2006.07.26：国债期限利差由124BP下行24BP至100BP左右，10年期利率维持震荡而1年期利率上行，收益率曲线变平。这一时期，期限利差的下行主要来自于短端利率的快速上行。具体来看，7月24日，央行再度上调存款准备金率0.5个百分点，1年期国债利率快速上行，收益率曲线快速变平。

2006.07.26-2006.08.28：国债期限利差由100BP上行21BP至121BP左右，10年期利率维持震荡而1年期利率下行，收益率曲线变陡。这一期间，期限利差的下行主要来自于短端利率的下行。主要原因有二：（1）8月1日，央行宣布将公开市场发行方式改为数量招标，这极大地稳定了市场预期；（2）回购利率也在同期出现回落。数量招标方式反映政策面维稳、回购利率回落反映资金面宽松，短期利率因此出现下行。

值得一提的是，在8月18日，央行宣布存贷款利率同步调升27个基点，市场反映较为理性，这一次加息仅仅对于债券市场产生了2天的影响（21日全天、22日半天），而对收益率曲线的影响亦有限。

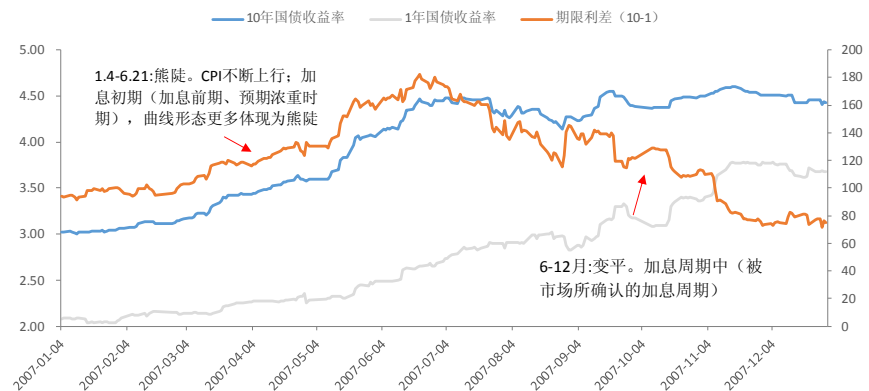
2006.08.28-2006.10.13：国债期限利差由121BP下行30BP至91BP左右，10年期利率下行而1年期利率维持震荡，收益率曲线变平。这一时期，期限利差的下行主要来自于长端利率的下行。主要原因有三：（1）8月18日加息影响有限；（2）票据发行利率和回购利率均出现下行；（3）8月底美联储停止加息。

2006.10.13-2006.12.31：国债期限利差在95BP附近波动。这一期间，期限利差波动较为反复。具体来看，在10月13日至11月23-34日期间，资金面紧张，主要原因有二：（1）回购利率突然走高，原因是当期工商银行IPO以及在其资金解冻后伴随的新一轮IPO热潮；（2）央行又于11月3日再度上调法定存款准备金率0.5个百分点。11月21日中央银行票据发行利率的意外走高也可能反映了资金紧张的现状。而从11月28日开始，资金面紧张的局面得到缓解，主要原因来自于IPO的暂停以及央行再度恢复票据发行数量招标。因此，我们可以看到期限利差先上后下，但整体维持窄幅震荡。

2007年：加息周期中，期限利差先上后下

这一年，市场经历了一轮完整的加息周期。整体来看，收益率曲线在加息初期和加息周期中先变陡后变平。

图 6: 2007 年国债期限利差走势图 (10-1Y)



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

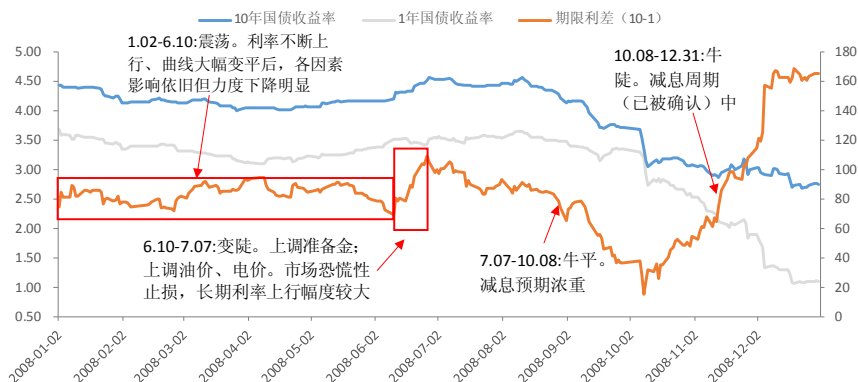
2007.01.04-2007.06.21：国债期限利差由 94BP 上行 88BP 至 182BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊陡”特征。该期间 CPI 不断上行，货币政策随之逐渐收紧，长短端利率均出现上行，但在经济基本面向好、加息初期阶段，长期利率上行幅度要大于短期利率上行幅度，因此，收益率曲线出现了熊市增陡的情况。具体来看，CPI 由年初的 2.2 不断上行至 6 月的 4.4，央行也于 3 月 18 日和 5 月 19 日均上调了存贷款基本利率。

2007.06.21-2007.12.29：国债期限利差由 182BP 下行 107BP 至 75BP 左右，10 年期利率先扬后抑，整体高位震荡且多数时期会出现钝化的现象，而 1 年期利率不断上行，收益率曲线变平。该期间是一个典型的加息周期（被市场所确认的加息周期），利差的缩窄主要是由短期利率的走高所致，而且在加息末期（11-12 月），长期利率反而下行而短期利率持平。具体来看，央行分别于 7 月 20 日、8 月 22 日和 9 月 15 日上调了存贷款基准利率。另外，期间的特别国债供应冲击虽负面于长期利率（理应导致收益率曲线变陡），但在加息周期中，这一影响较小。

2008 年：减息周期中，期限利差先下后上

这一年，市场经历了一轮完整的减息周期。整体来看，上半年，长短期利率变动均较小，期限利差也维持窄幅震荡；进入下半年，期限利差在减息初期和减息周期中先下行后上行。

图 7：2008 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2008.01.02-2008.06.10：国债期限利差在 85BP 附近波动。前期，经历了利率不断上行、曲线大幅变平后，长短期利率波动均有所降低。尽管这一期间，出现了许多影响利率变化进而影响期限利差的因素，但在货币政策和经济基本面未发生大幅变化或明显转向的情况下，期限利差选择了窄幅波动。

具体来看，在 1.21-2.20 期间，美联储紧急降息 75 个基点叠加中国南方雪灾，长期利率出现下行，期限利差小幅下降；在 2.20-6.10 期间，短期利率波动相对较大，期限利差的变化主要受到了 1 年期国债利率变化的影响，而资金面大体呈现前松后紧的局面，期限利差因此先上行后下行。

2008.06.10-2008.07.07：国债期限利差由 69BP 上行 37BP 至 106BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。在此期间，市场出现两次恐慌性止损，均导致 10 年期利率大幅上行进而使得曲线变陡。具体来看，央行于 6 月 7 日上调法定存款准备金率 1 个百分点，长期利率于 6 月 10 日开始加速上行并导致部分市场机构恐慌性止损减仓，形成了“空逼空”的局面；在 6 月 19 日晚间，国家发改委宣布上调油价、电价，在市场对于通货膨胀预期异常浓重的情况下，油价的调整无疑成为压垮市场的“最后一根稻草”，再度触发了市场的大幅度调整。

2008.07.07-2008.10.08：国债期限利差由 106BP 下行 91BP 至 15BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛平”特征。该时期的主要特点是市场对于减息预期浓重（尚没有减息。首度减息是在 2008 年 9 月 16 日，而且体现为单独下降贷款利率，2008 年 10 月 9 日才体现为存贷款利率同时下调），这个时期比较符合经典理论中的减息周期前期（或称预期时期），利率曲线会呈现牛市变平态势。

2008.10.08-2008.12.31：国债期限利差由 15BP 上行 150BP 至 165BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。从理论上讲，这个时期非常符合利率曲线在减息周期（已被确认）中的变化形态——牛市增陡。具体来看，10 月 8 日、10 月 29 日、11 月 26 日和 12 月 22 日均下调了存贷款利率。

通过 07-08 年曲线变化的情况，我们可以看出如下规律：在加息周期初期（或加息预期时期），利率曲线呈现熊市增陡态势；在加息周期中（被确认的加息周期），利率曲线呈现熊市变平态势；在减息周期初期（或减息预期时期），利率曲线呈现牛市变平态势；在减息周期（被确认的减息周期）中，利率曲线呈现牛市增陡态势。

2009年：基本面改善结合资金面平稳造就曲线变陡

基本面改善而资金面平稳是这一年收益率曲线变陡的主要影响因素。整体来看，曲线变陡发生在年初和下半年，主要原因均是在于基本面走强而资金面稳定；尽管在6-7月期间，收益率曲线因货币政策微调而发生了一次大幅变平。

图 8：2009 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2008.12.31-2009.03.06：国债期限利差由 165BP 上行 64BP 至 229BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。该期间，长期利率走高的主要原因在于宏观经济基本面出现了连续改善，经济增长最差的时期（2008.11-12）已经度过，基金公司于年初集中抛售债券大幅拉升了 10 年期国债收益率。但是货币政策基调在此时期没有发生变化，短期利率始终保持稳定，因此曲线形态明显增陡。

2009.03.06-2009.06.26：国债期限利差在 220BP 附近波动。在此期间，期限利差波动较小，基本面影响是主因。大体可以分为三个阶段：

（1）3.06-4.14，该期间，市场在消化完一季度数据后，确认经济反弹，但前期基金公司已经历一轮去债券化，手中缺乏足够的抛空筹码，长期利率与期限利差均维持窄幅波动；

（2）4.14-5.27，长期利率在这一时期出现回落，进而带动期限利差小幅下降。长期利率回落的主要原因在于市场充满了对于 4 月份宏观经济面数据的朦胧利多预期，其中最有力的依据就是 4 月上中旬发电量数据再度出现了同比跌幅扩大，而发电量数据又直接和关键的工业增加值数据密切相关；

（3）5.27-6.26，进入 6 月份后，长期利率再续升势，利率曲线表现为增陡上行。主要诱发因素是 5 月份的经济上行动能相比 4 月份增强，并以 5 年与 15 年国债的招标发行（6.03 和 6.10）为导火线。

总结 2009 年 4-6 月的利率变化，我们发现投资者交易节奏短期化，市场更加紧密地盯紧经济增长数据的变化。当时市场普遍共识经济见底已到来，但是彻底回暖尚未至，即对于后期经济增长稳定向上并没有形成共识。因此，市场情绪被逐周、逐旬乃至逐月的宏观经济基本面因素所左右。按照我国月度经济指标公布的时间特点，月度交易情绪可以划分为如下三个阶段：

（1）月上旬：市场的焦点将主要集中在对基本面数据预期（上月底形成的预期）与现实数据（当月上旬发布的实际数据）的修正上，这种市场修正贯穿上旬。

可称之为“基本面因素的修正行情”。

(2) 月中旬：修正行情基本结束，这期间是一个宏观经济基本面的真空期，市场利率的波动更多将受到当期市场资金供需、技术面因素的影响，但是由于其缺乏基本面因素的支撑，所以这一波动可能难以具有明确的趋势方向性。可称之为“技术面因素主导行情”。

(3) 月下旬：当月的两旬基本面数据将陆续出台，这是形成当月宏观经济基本面预期看法的关键时期，市场将对次月上旬即将公布的基本面经济数据形成朦胧预期，这一预期将决定始自中旬的技术面行情是否持续或逆转。称之为“基本面因素的预期行情”。

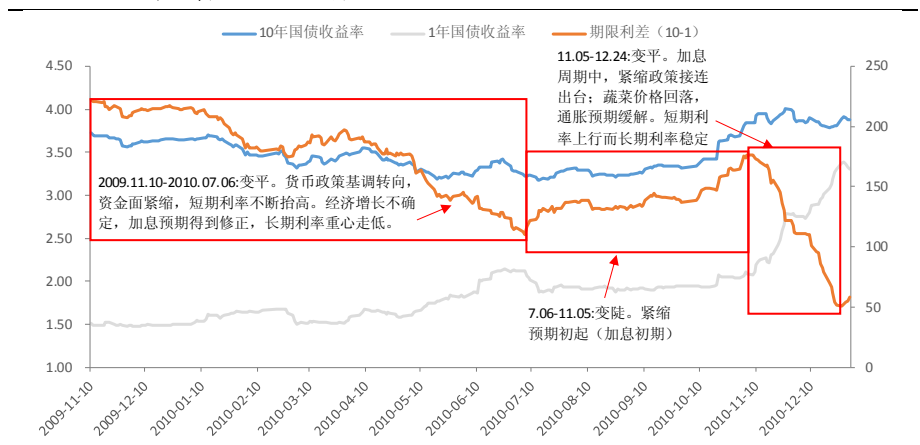
2009.06.26-2009.07.24：国债期限利差由 228BP 下行 49BP 至 179BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。该时期货币政策发生微调，从极度宽松转变为适度宽松，长短期利率均出现上行，但短期利率上行幅度更大，期限利差因此快速回落。具体来看，导致短期利率大幅上行的因素主要有两点，第一，IPO 导致回购利率上行；第二，时隔半年，央行重启 1 年期票据发行且利率上行。

2009.07.24-2009.11.10：国债期限利差由 179BP 上行 43BP 至 222BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。这一时期，由于前期上行幅度较大，在没有流动性偏空的影响下，短期利率缓慢回落；而长期利率在基本面和供应压力下继续上行，期限利差因此变陡。具体来看，长端利率上行、曲线变陡时期主要集中于 9 月-10 月中旬，主要原因有：(1) 8 月诸多经济增长数据强于市场预期（主要体现于信贷数据与投资增长数据）；(2) 9.21-9.25，债券供应加大，主要事件为国开行 400 亿次级债券发行；(3) 9 月贸易数据以及金融信贷数据均明显超越市场此前的预期。

2010 年：加息周期上半场的三个阶段

这一年，加息周期经历了三个阶段：预期得到修正；进入初期；处于被确认的周期中，收益率曲线也因此经历了变平—变陡—变平。

图 9：2010 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2009.11.10-2010.07.06：国债期限利差由 222BP 下行 112BP 至 110BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。该时期，长期利率的重心走低主要取决于宏观经济增长的不确定性以及对于年初浓重加息预期的修正，

而短期利率则在货币政策基调转向（向中性方向转变）过程中，重心不断抬高。资金面紧缩背景下，短期利率的走高是决定这一时期利差收窄的主导力量。

2010.07.06-2010.11.05：国债期限利差由 110BP 上行 66BP 至 176BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。在此期间，期限利差的上行大致可以分为两段：

（1）7 月中旬，出于对 6 月底资金紧张局面的修正，短期利率快速走低，期限利差出现回升；

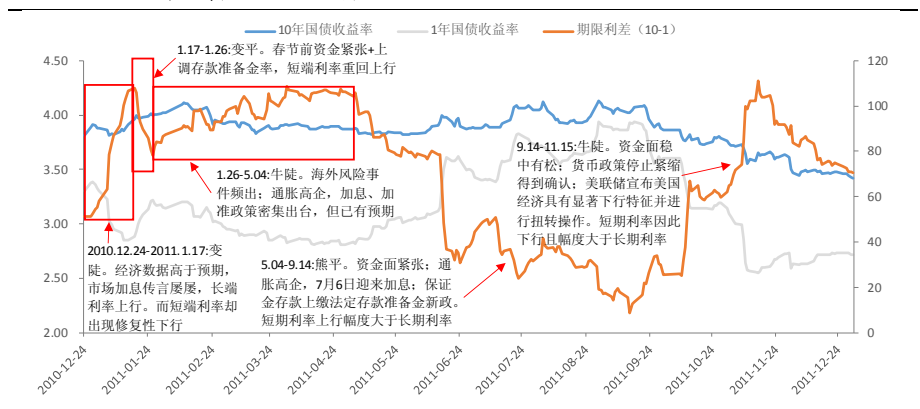
（2）8 月底及之后，紧缩预期初起（或加息初期，周期性看法尚未得到统一性看法）。具体来看，在 10 月中旬之前，受多重因素影响，长期利率开启升势：8 月经济增长强于预期（IP）；CPI 走高叠加宏观数据公布日提前；市场传言加息；季度末资金面紧张，回购利率居高。而在 10 月 19 日，加息突至，超预期的政策利空引发市场恐慌，长期利率和期限利差均加速上行。

2010.11.05-2010.12.24：国债期限利差由 176BP 下行 125BP 至 51BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变平。这一期间，短期利率的变化主导了期限利差的变动，短期利率上行的主要原因在于紧缩政策的接连出台。具体来看，除了 10 月 19 日加息外，央行分别于 11 月 10 日、11 月 19 日和 12 月 10 日三次上调存款准备金率，资金利率和短期利率快速上行。而长期利率在这一背景下依然保持相对稳定的原因则在于：11 月 17 日国务院发布价格管理制度以来，各地开始管理控制蔬菜价格，蔬菜价格因此出现明显回落，这极大地缓解了市场通货膨胀恶化的预期。

2011 年：加息周期进入下半场

这一年，加息周期逐渐接近尾声，我们可以发现，在加息周期中，收益率曲线平坦化。但在加息周期末期，紧缩力度大不如前甚至实际上并未紧缩，资金面出现松动，经济有下行压力，收益率曲线反而陡峭化。这一点与 2007 年的加息周期不太一致，主要原因在于：2007 年加息末期，货币政策依然偏紧，主要以升准的形式体现；而本次加息周期是以降准的形式来衔接。

图 10：2011 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2010.12.24-2011.01.17：国债期限利差由 51BP 上行 57BP 至 108BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。进入 2011 年，统计局公布的 12 月 CPI 及四季度的 GDP 数据均高于预期，在通货膨胀和经济增速双超预期的背景下，市场投资者的加息预期不断高涨，加息传言屡屡不断，长期

利率出现上行；而短端利率在前期大幅上行后，呈现修复性下行。期限利差因此快速走高。

2011.01.17-2011.01.26: 国债期限利差由 108BP 下行 30BP 至 78BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。上调存款准备金率遇上春节，资金面再度紧张，短端利率重回上行而期限利差重回下行。

2011.01.26-2011.05.04: 国债期限利差由 78BP 上行 27BP 至 106BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。这一期间，CPI 不断走高，通胀预期高企，尽管央行多次加息、加准，但由于市场预期充分，资金面并未大幅波动。反而，由于海外风险事件频发，长短期利率在风险偏好提升的背景下均出现回落，期限利差缓慢上升。具体来看，该期间的风险事件有：北非动乱、欧洲危机、日本大地震以及随后引发的核泄漏危机等。

2011.05.04-2011.09.14: 国债期限利差由 106BP 下行 97BP 至 9BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。在这一时期，长短期利率均出现上行且短端利率上行幅度更甚。具体来看，短期利率出现了三次较为明显的上行：

(1) 6 月中下旬，短端利率上行的主因是资金面出现明显收紧，而三个因素造成了资金面的起伏波动：第一，人民币汇率出现了贬值预期，外汇占款降低；第二，前期系列紧缩措施累计发酵；第三，半年末时点；

(2) 7 月中下旬，预期中的准备金退款没有发生，资金面紧张的局面没有被实际缓解，恰逢通胀高企，央行于 7 月 6 日加息，短期利率因此大幅上行；

(3) 8 月下旬，央行要求将商业银行保证金存款纳入到存款准备金的缴存范围，粗略估算，预计将冻结银行资金 9000 亿元，相当于 3 次上调存款准备金率。这使得短期利率迎来第三次冲高。

2011.09.14-2011.11.15: 国债期限利差由 9BP 上行 102BP 至 111BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。这一期间，长短期利率均出现下行且短端利率下行幅度更大。具体来看，在期初，保证金存款上缴法定准备金的举措并没有给资金市场以预期般强烈的冲击，资金面整体稳中有松；9 月 23 日美联储宣布美国经济具有显著下行特征并进行扭转操作；11 月 8 日，具有政策指标性的 1 年期中央银行票据发行利率终于出现了松动，当天发行利率降幅为 1 个基点，货币政策停止紧缩的预期得到了确认，随着 10 月 CPI 数据跌破 6% 关口，通胀预期也发生了转折。

2012 年：预期不断被打破，期限利差在这一过程中先上后下

这一年，市场预期总是处于被打破的状态，期限利差也在这一过程中上下。首先，在政策面与基本面的 PK 中，基本面改善预期占据主导，但经济断崖式下坠以及货币政策后续的不断放松打破了这一预期；其次，在经历多次政策放松后，市场又对政策的继续放松预期强烈，但稳增长预期抬头、经济数据迎来改善又打破了政策放松的预期。

图 11：2012 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2011.11.15-2012.01.18：国债期限利差由 110BP 下行 58BP 至 53BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。在 11 月 15 日，1 年期中央银行票据发行利率再度下降 10 个基点后，期限利差达到阶段顶点，随后便出现下行。具体来看，11 月 30 日的法定存款准备金率下调虽然令资金面较为宽松，但短期利率已无下行空间仅出现脉冲式回落后便继续缓慢上行；另外，资金面在年末及春节期间的紧张也加剧了短期利率的回升。与之相反，长期利率受 CPI、IP 数据不断下行；货币政策由紧转松；下调存款准备金率的影响而持续回落。

自 2011 年 9 月 14 日以来，在基本面和资金面利好的背景下，短期利率先于长期利率出现快速回落，由于短期利率下行幅度过快，其在 2011 年底出现了企稳反弹的现象；而长期利率在这一期间一直维持缓慢的下行路径。因此，我们可以看到期限利差出现先上后下的局面。

2012.01.18-2012.05.08：国债期限利差由 53BP 上行 16BP 至 69BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线小幅变陡。在此期间，市场多空变化的驱动因素在于政策面预期和基本面预期。从趋势延续来看，政策面依然存在浓重的放松预期，市场对于降准等措施依然强烈期待；在基本面方面，春节过后的一系列前瞻类基本面数据（信贷金融数据和 PMI 数据）都在显示经济基本面数据没有持续恶化下去，且 3 月的信贷、CPI 以及 IP 数据都强于预期，这导致市场投资者对于经济改善的预期得以不断延续和强化。

最终在政策面预期和基本面预期的 PK 中，基本面预期占据了主导，长期利率出现小幅上行。另外，虽然 2 月 18 日法定存款准备金率的再度下调并没有显著改善资金面紧张的局面，但也压制了短期利率的上行，1 年期利率因此维持震荡。

2012.05.08-2012.06.12：国债期限利差由 69BP 上行 49BP 至 118BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。这一期间，4 月份工业增加值增速断崖式下坠打破了前期经济预期改善的局面；5 月 13 日，央行再度降准，资金面迎来宽松。经济转折下行与货币政策放松迅速到来，长短期利率均出现下行且短期利率下行幅度更大。另外，5 月中旬，希腊危机的蔓延也成为了利率下行的另一推动力。

2012.06.12-2012.10.29：国债期限利差由 118BP 下行 60BP 至 58BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。在经历了 6、7 月两次降息后，面对时而发生的资金面紧张波动，市场投资者的降准预期空前高涨，在 7-8 月份期间，几

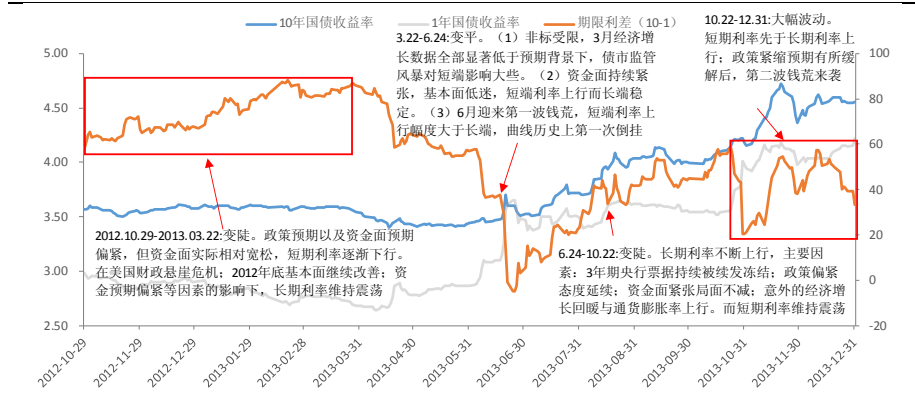
乎每个周末投资者都在等待央行发布降准政策，但是却一再落空，甚至较为意外的是央行在 7 月 19 日将逆回购利率上调了 5 个基点。在降准预期一次次落空，而货币市场资金面时而紧张背景下，长期利率持续缓慢地走高，而短期利率快速上行。

而在 8 月底之后，国内稳增长预期抬头，美联储 QE3 落地使得风险偏好上升，9 月份经济数据终于迎来改善。在资金紧平衡的背景下，这一系列的因素使得长短期利率延续上行且短期利率上行幅度更大，但短期利率相对长期利率的上行速度有所减缓。

2013 年：钱荒导致收益率曲线（10-1Y）历史上第一次倒挂

这一年的钱荒不仅造就了债券市场的熊市，也造就了收益率曲线（10-1Y）的第一次倒挂现象。从第二季度开始，资金紧张始终贯穿全年，但需要注意的是，资金面的紧张并不一定会引起收益率曲线的变平，在资金面“相对稳定时”，短期利率也趋于稳定，这时长长期利率的变动将会显著影响期限利差的变化。

图 12：2013 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2012.10.29-2013.03.22：国债期限利差由 58BP 上行 27BP 至 85BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。在 2012 年底，10 年期国债利率变动较为纠结，先是 11 月中上旬，美国财政悬崖危机引发避险情绪高涨；再是 2012 年底经济基本面继续改善，利率因此先下后上，整体变化不大。

而进入 2013 年后，市场投资者的政策预期以及资金面预期均是偏紧张的，主要原因是 2013 年 1-2 月份期间，我国外汇占款出现大量激增，市场基于对冲外汇占款的货币紧缩预期不断增强，这对于当时的债券市场传递的是负面压制作用。例如，春节前后，央行启动了正回购操作，虽然这是针对对冲外汇占款流入的，但是给债券投资者的感受则是紧缩进程在强化。

而相对奇怪的则是，预期中的货币紧缩和资金面紧缩迟迟没有落地兑现，现实中没有观察到货币政策不断紧缩的证据，而现实中的货币市场资金面也保持着合理宽松的局面。因此，长期利率维持窄幅震荡，而短期利率在资金面相对宽松的局面下缓步下行，期限利差因此缓慢上行。

2013.03.22-2013.06.24：国债期限利差由 85BP 下行 90BP 至 -5BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。这一期间，期限利差经历了三次明显下行，且历史性地第一次发生曲线倒挂现象。具体来看：

(1) 4.15-4.19: 在非标受限、3月经济增长数据全部显著低于预期的背景下，债市监管风暴于4月17-22日降临，由于监管风暴所造成的去杠杆压力主要集中在信用债券品种上，且基本面利好，所以长端利率上行幅度较小，而短端利率受影响的程度相对较大。因此，期限利差迎来第一波下行；

(2) 6月上旬：资金面从5月中旬以来一直处于紧张的状态，短期利率终于在6月上旬因此出现了快速上行。而面对这种紧张的局面，投资者更多是用税收上缴、银行购汇分红、外汇占款暂时性减少等季节性且非持续性因素来解释，因此并没有造成过多的忧虑担心。更何况6月9日所发布的CPI和IP数据都处于回落下滑过程中，基本面的低迷给投资者以更大的信心支撑，所以长端利率在这一时期并未显著上行，期限利差因此迎来第二波下行；

(3) 6月中下旬：6月17日，面对持续紧张的资金面，央行不仅没有如大家预期般的施加援手，甚至还继续“地量”发行了3个月期中央银行票据，这引发了投资者的一丝恐慌情绪，10年期国债利率也从当天开始向上突破。这一不安情绪在6月20日达到了顶峰，当天资金面还是未见好转，而央行继续维持20亿中央银行票据发行且并未释放货币，央行的强硬姿态击溃了投资者的所有心理防线，资金利率大幅上升。相比于长期利率的大幅上行，短期利率的上行幅度更是有过之而无不及，期限利差也因此迎来了第三波下行且在历史上第一次发生了曲线(10-1)倒挂现象。

2013.06.24-2013.10.22: 国债期限利差由-5BP上行63BP至58BP左右，10年期利率上行而1年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。对于短期利率来说，在经历过第一轮钱荒后，尽管短期利率上行幅度巨大，后续资金面有所改善，但投资者对于资金面的波动已更为敏感，且市场持续处于弱势中叠加基本面持续向好，短期利率并未见修复性下行而是维持震荡，整体仅略有下行。

而对于长期利率来说，其处于不断的上行过程中，主要影响因素在于：(1) 3年期中央银行票据持续被续发冻结，引发大家对于货币政策紧缩的担忧；(2) 公开市场中的操作利率没有如市场预期般迅速被调降下来，依然传递着中央银行偏紧的政策态度；(3) 现实中的资金面利率起伏波动，市场预期不稳定；(4) 7-9月份经济基本面持续改善。

2013.10.22-2013.12.31: 国债期限利差在这一时期的波动较为剧烈。具体来看，大致可以分为五小段：

(1) 10.22-10.30: 这一期间，期限利差由58BP下行38BP至20BP左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。这一期间，短期利率因为资金面紧张的缘故先于长期利率上行，期限利差因此快速下行。

(2) 10.30-11.19: 这一期间，期限利差由20BP上行33BP至53BP左右，收益率曲线变化呈现“熊陡”特征。在经济基本面依然向好的背景下，长期利率加速上行，但由于长期利率上行时间晚于短期利率，故期限利差在这一时期快速上行。长短期利率先后大幅上行的现象是比较有趣的，也是比较罕见的。

(3) 11.19-11.28: 这一期间，期限利差由53BP下行15BP至38BP左右，收益率曲线变化呈现“牛平”特征。这一时期，资金面依然较为紧张，但年内首度出现3年期票据续发冻结操作被终止，政策紧缩预期有所减缓。长短期利率均有所下行，且长期利率下行幅度更大。

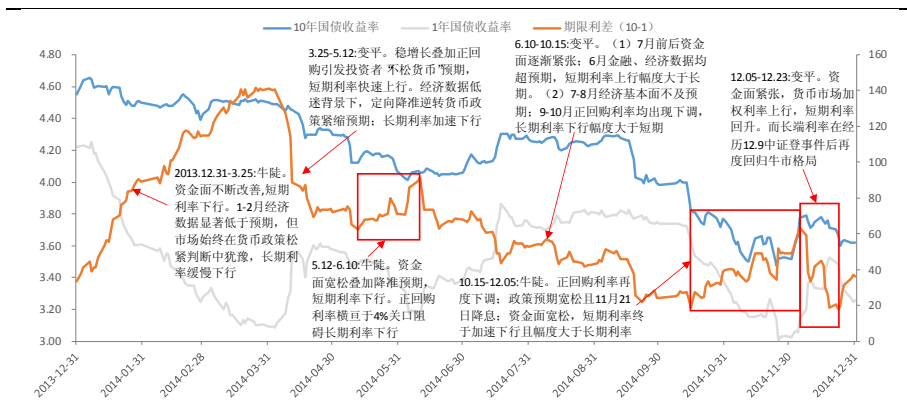
(4) 11.28-12.10: 这一期间，期限利差由38BP上行19BP至57BP左右，10年期利率上行而1年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。IPO重启，央行停止逆回购，资金面紧张格局再度出现，长期利率出现上行而短期利率有所钝化，期限利差出现回升。

(5) 12.10-12.31: 这一期间, 期限利差由 57BP 下行 14BP 至 33BP 左右, 10 年期利率维持震荡而 1 年期利率上行, 收益率曲线变平。该时期, 第二波钱荒来袭, 央行在年底还开展正回购操作, 资金面异常紧张。短端利率终见上行, 而长端利率在前期上行后反而表现较为稳定, 期限利差因此出现回落。

2014 年: 在市场对货币政策松紧的犹疑中, 期限利差快速冲高

这一年, 货币政策由紧向松转变, 但在经历 2013 年钱荒后, 市场对于货币政策松紧判断变得犹豫, 这导致在第一季度资金面实际相对宽松的背景下, 短期利率下行而长期利率走的较为艰难。期限利差也因此一举到达全年最高点, 随后在宽货币得到确认后反而逐渐下行。

图 13: 2014 年国债期限利差走势图 (10-1Y)



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看:

2013.12.31-2014.03.25: 国债期限利差由 33BP 上行 108BP 至 142BP 左右, 收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。2014 年第一季度, 影响投资者心态的事情基本就是三个事件的轮回: “正回购—逆回购—暂停逆回购—重启正回购”, 伴随这三个事件的依次循环出现, 市场的心态呈现出“悲观—喜悦—谨慎—悲观”的往复变化, 市场利率则在这三种心态中纠结运行。

对于短期利率来说, 其影响因素相对简单一些, 资金面从年初开始不断改善, 回购利率一路下行, 短期利率也因此大幅回落。而对于长期利率来说, 虽然重心有所下行, 但是走的非常艰难。主要原因在于: 在经济数据连续低于预期的情况下, 投资者对于货币政策松紧的犹疑情绪一直难以消散, 心态异常脆弱。

2014.03.25-2014.05.12: 国债期限利差由 142BP 下行 79BP 至 62BP 左右, 10 年期利率下行而 1 年期利率上行, 收益率曲线变平。对于短期利率来说, 年初以来, 实际资金面不断宽松, 短期利率下行幅度较大, 而在这一时期, “稳增长”受到市场广泛关注。在这一背景下, 国务院出台小规模刺激措施的同时, 央行又进行了 900 亿正回购操作, 这引发了投资者的恐慌, 一度认为稳增长的措施意味着“不松货币、松投资”, 这使得短期利率快速回升。

而对于长期利率来说, 在经济数据持续低迷的背景下, 影响短期利率大幅上行的因素并未使得长期利率显著向上, 而 4 月的定向降准对长短期利率的影响亦不相同。具体来看, 4 月的定向降准改变了投资者对于资金面的预期, 市场从谨慎悲观突然一下子变得积极乐观起来。长期以来, 投资者认为从经济增长、通货膨胀等基本角度都支持长期利率的回落, 但对于资金面的紧缩预期迟迟没有转变, 导致了长期利率始终横亘于高位, 当资金面预期突发转变后, “堰塞

湖”崩塌了。与之相反，短期利率则出现脉冲式下行后，再于后期缓缓下行。

2014.05.12-2014.06.10: 国债期限利差由 62BP 上行 29BP 至 91BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。这一期间，资金面整体延续宽松局面，在经历了 4 月定向降准后，市场对于再度降准预期强烈，短期利率因此逐渐下行；而正回购利率横亘于 4% 关口阻碍了长期利率的下行，长期利率在接近 4% 时，下行速度有所减缓。期限利差因此上行。

2014.06.10-2014.10.15: 国债期限利差由 91BP 下行 73BP 至 18BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。在这一时期，收益率曲线的变平大致可以分为两段：（1）7 月前后，资金面逐渐收敛；6 月金融、经济增长数据均超预期，经济企稳预期强化，长短期利率均出现上行且短期利率上行幅度更大；（2）10 月前后，经济基本面接连不及预期，9 月 18 日正回购利率出现下调，长短期利率均出现回落且长端利率下行幅度更大。

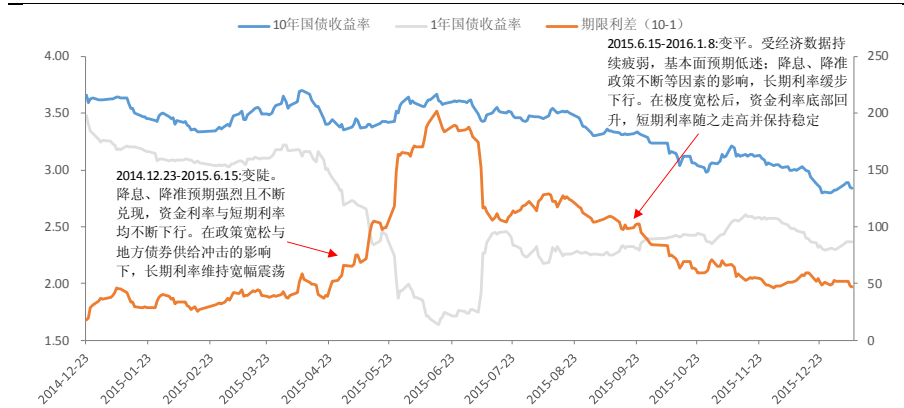
2014.10.15-2014.12.05: 国债期限利差由 18BP 上行 45BP 至 63BP 左右，收益率曲线变化呈现“牛陡”特征。这一期间，正回购利率再度下调，多次下调正回购利率终于使得短期利率开始加速回落。叠加资金面宽松、政策预期宽松且降息落地等因素，长短期利率均回落但短期利率下行幅度更大。

2014.12.05-2014.12.23: 国债期限利差由 63BP 下行 45BP 至 18BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。该期间，短期利率受资金面紧张影响出现上行，而长期利率在 12.9 中证登事件后回归牛市格局进而出现下行，长短期利率的分化导致期限利差出现下行。

2015 年：资金利率降至极低水平再回升的尴尬

该期间，货币政策不断放松，期限利差快速上行后又出现下行，且基本抹去前期上行幅度。整体来看，在宽货币周期中，政策不断放松致使资金面极度宽松，货币市场加权利率降至 1.1% 左右的水平，收益率曲线随之变陡；而在资金利率回升至合意水平后，短期利率基本保持稳定，但较高的长期利率依然存在下行空间，收益率曲线因此变平。

图 14: 2015 年国债期限利差走势图（10-1Y）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2014.12.23-2015.06.15: 国债期限利差由 18BP 上行 184BP 至 202BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。这一期间，长期利率受政策面宽松和地方债券供给的影响而出现上行、下行交替的局面；而短期利率则更多地跟随资金面的松紧而变动。

对于长期利率来说，在 1-2 月，市场对降息、降准等政策宽松措施预期强烈，而 2 月 4 日降准兑现，收益率仅小幅下行，主要原因在于降准后的公开市场操作利率依然维持平稳。而在 3-6 月，伴随着地方债券供给冲击以及 3 月降息等因素的影响，收益率表现出宽幅震荡的状态。

而对于期限利差和短期利率来说，其真正开始大幅变动的时点在 4 月底，4 月底之后，短期利率跟随资金利率的下行而回落，进而摆脱和长期利率一样的震荡模式，期限利差也因此快速上行。

2015.06.15-2016.01.08: 国债期限利差由 202BP 下行 155BP 至 47BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。这一期间，尽管政策仍然宽松，但在资金面极度宽松后，资金利率底部回升且不断上行，短期利率上行并始终保持在 2.4% 附近波动。而长期利率却缓慢下行，主要受到了经济数据持续疲弱，基本面预期低迷；降息、降准政策不断的影响。短期利率基本稳定，长期利率缓慢下行，期限利差在这一期间同样逐步下降。

值得一提的是，在 7 月 6-10 日股灾期间，1 年期国债利率上行幅度巨大，我们认为可能的原因有四点：（1）6 月下旬，资金面出现紧张局面，进而导致短期利率出现上行；（2）面对股灾，股票型或偏股型基金遭遇赎回压力，只能抛售债券以应对赎回压力；（3）由于券商承若出资购买股票，只能抛售一些债券资产，筹措资金购买股票；（4）数据统计可能有错误，相比而言，1 年期金融债收益率在同期表现较为平稳。

2016 年：期限利差纠结震荡的一年

在年末债灾之前，长短期利率均处于震荡状态，期限利差也因此不断震荡，走势较为纠结。整体来看，在短期利率上下宽幅震荡时，期限利差跟随短期利率的变化而变化；而在短期利率平稳时，期限利差则紧盯长期利率。这一状态一直维持到年底，当时收益率曲线在债灾期间大幅走平。

图 15: 2016 年国债期限利差走势图 (10-1Y)



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2016.01.08-2016.04.05: 国债期限利差由 47BP 上行 31BP 至 78BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。该时期，短期利率的下行是期限利差变陡的主要动力，而短期利率的下行在于降准及资金面的阶段性转松，货币资金加权利率在 2 月中下旬有所回落。相比短期利率而言，长期利率的表现则较为稳定，在利空和利多因素的交替影响下，长端利率整体维持

盘整状态。主要因素有：春节前资金紧张波动，首次出现了监管当局控制委外投资，控制杠杆率的传闻；股票、黑色产品价格大涨引发周期复辟的预期；1-2月份经济数据弱于预期；MLF利率下调等。

2016.04.05-2016.06.27: 国债期限利差由 78BP 下行 35BP 至 43BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。该时期，期限利差的变动主要分为三个小部分：（1）4 月期间，期限利差主要受短期利率的影响，短期利率触底回升，期限利差因此下行；（2）5 月中下旬，在即将发行新券的影响下，长期利率有所回升，期限利差因此小幅上行，但未形成趋势；（3）6 月期间，期限利差主要受长期利率的影响，在 5 月固定资产投资断崖式下跌及英国意外脱欧的影响下，长期利率出现下行，期限利差因此延续下行趋势。

2016.06.27-2016.09.07: 国债期限利差由 43BP 上行 23BP 至 66BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。这一期间，平稳渡过季末后，资金面进一步转松，短期利率下行并收复前期上行幅度；而长期利率在 7 月经济增长数据依然疲弱；地产销售火爆、地王频出；14 天逆回购出台，市场担忧会变相提高资金成本；传闻整顿资管行业等因素的影响下，先降后升且整体保持稳定。期限利差也因此出现回升。

2016.09.07-2016.10.21: 国债期限利差由 66BP 下行 16BP 至 50BP 左右，10 年期利率下行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线变平。在这一时期，尽管资金面有所收敛但整体依然较为宽松，短期利率低位运行；而长期利率出现小幅下行，主要受到了房地产限购政策；人民币加入 SDR，引发海外机构购买债券等因素的影响。

2016.10.21-2016.11.14: 国债期限利差由 50BP 上行 23BP 至 73BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。该期间，资金面波动加大且有所收敛，但短期利率依然维持在较低位置。长期利率有所回升，主要原因有：资金面波动加剧；市场预期政策从稳增长转向防风险，货币政策可能收缩以防止资产泡沫；工业品价格大涨引发通胀担忧；经济平稳，地产调控政策的忧虑有所缓解。

2016.11.14-2016.12.19: 国债期限利差由 73BP 下行 45BP 至 28BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。这一时期，资金面再度收紧，货币政策相对紧缩，在经历了长时间低位盘整后，短期利率终于迎来爆发式上行。尽管长期利率也因川普交易、银行委外赎回传闻、国海事件、资金紧张等因素而出现上行，但上行幅度仍不及短期利率，期限利差因此快速回落。

2017 年：收益率曲线于紧货币周期中走平

年初货币政策基调转紧，资金利率不断抬升，收益率曲线（10-1Y）发生历史上第二次倒挂后，货币政策向中性边际转化，曲线随之小幅走陡。整体来看，期限利差在 2017 年出现下行与紧货币周期基调较为一致。另外，银行与非银机构间流动性分层现象也是造成资金利率上行、曲线变平的原因之一。

图 16: 2017 年国债期限利差走势图 (10-1Y)



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

具体来看：

2016.12.19-2017.01.25：国债期限利差由 28BP 上行 41BP 至 69BP 左右，10 年期利率维持震荡而 1 年期利率下行，收益率曲线变陡。在国海事件等因素的影响消退后，长短期利率均于年底出现下行，但进入 2017 年，两者的走势则有所分化。具体来看，由于前期上行幅度过高叠加年后资金面短暂转松，短期利率低位震荡且略有下行；而长期利率则受川普交易热情高涨的影响而出现上行。

2017.01.25-2017.06.14：国债期限利差由 69BP 下行 76BP 至 -7BP 左右，收益率曲线变化呈现“熊平”特征。资金利率上行的影响贯穿了整个时期，自 1.24MLF 利率首度上调开始，OMO 利率分别于 2.3 和 3.16 两度上调，货币市场加权利率中枢不断上移，短期利率也随之不断上行。而对于长期利率来说，除了资金面的影响外，受 1-3 月经济数据接连超预期；以银监会为代表的监管文件密集出台；银行赎回委外投资等因素的影响，长期利率也出现上行，但在资金利率持续上行的背景下，长期利率上行幅度仍不及短期利率。收益率曲线发生了自 2013 年钱荒以来的第二次倒挂。

2017.06.14-2017.11.13：国债期限利差由 -7BP 上行 43BP 至 36BP 左右，10 年期利率上行而 1 年期利率维持震荡，收益率曲线变陡。这一期间，长期利率前期维持震荡仅小幅回升，但 10 月遭遇情绪性杀跌而大幅上行。对于短期利率来说，在货币政策边际转化、资金利率中枢稳中有降的背景下，短期利率由于前期上升幅度过大而在 7-8 月出现下行；9 月底又因资金季节性紧张而冲高；10 月并未跟随长期利率仅出现小幅上行。期限利差整体上行且呈现出“上行一下行一上行”的现象。

2017.11.13-2017.12.31：国债期限利差由 36BP 下行 27BP 至 9BP 左右，10 年期利率小幅下行而 1 年期利率上行，收益率曲线变平。在这一时期，经过 10 月情绪性杀跌，市场情绪已极度脆弱，但长期国债利率水平已具备配置价值，配置机构缓步入场，长期利率震荡并小幅下行。对于短期利率来说，临近年末，资金利率中枢再度回升，年底资金异常紧张，短期利率因此逐步上行。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032