



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2025-12-23

债市历史调整行情的启示

蒋文斌

国债研究员

从业资格号: F3048844

交易咨询号: Z0017196

电话 0755-23375128

邮箱 jiangwb@wkqh.cn

程靖茹（联系人）

宏观研究员

从业资格号: F03133937

邮箱 chengjr@wkqh.cn

报告要点:

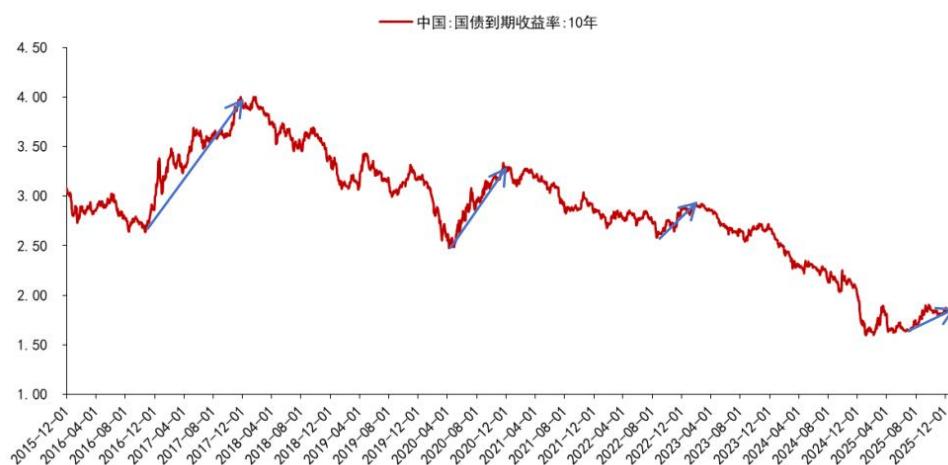
今年下半年以来，长债行情持续承压。从历史行情看，债市的大幅调整往往并非偶然事件，而是宏观基本面、政策环境、资金结构与市场行为共同作用的结果。历史行情而言，债券市场同会在特定条件下出现幅度不小，甚至有时节奏偏快的回撤行情。从历史经验看，当基本面持续超预期改善、通胀中枢明显抬升或资金结构同步恶化时，债市才会出现类似 2013 年或 2016—2017 年的显著调整。当前债市出现类似 2016—2017 年显著调整的可能性较小，更多呈现“上有顶、下有底”的宽幅震荡结构。总体短期债市在内需偏弱而机构行为扰动的多空交织背景下预计维持震荡，关注债市年底供需关系修复和超跌后的反弹行情。



债市历史调整行情的启示

今年下半年以来，长债行情持续承压。本轮调整是何原因？回顾历史上的债市调整是如何发生，以及如何结束可能对当前行情有所启示。从历史行情看，债市的大幅调整往往并非偶然事件，而是宏观基本面、政策环境、资金结构与市场行为共同作用的结果。复盘这些阶段性的债市逆风期，不仅有助于理解债券定价逻辑的变化，也能为当前市场判断提供重要参照。历史经验看，债券市场同会在特定条件下出现幅度不小，甚至有时节奏偏快的回撤行情，下文主要对 2016 年底、2020 年以及 2022 年的债市调整做简单回顾，并分析有何共性。

图 1：10 年期国债收益率走势



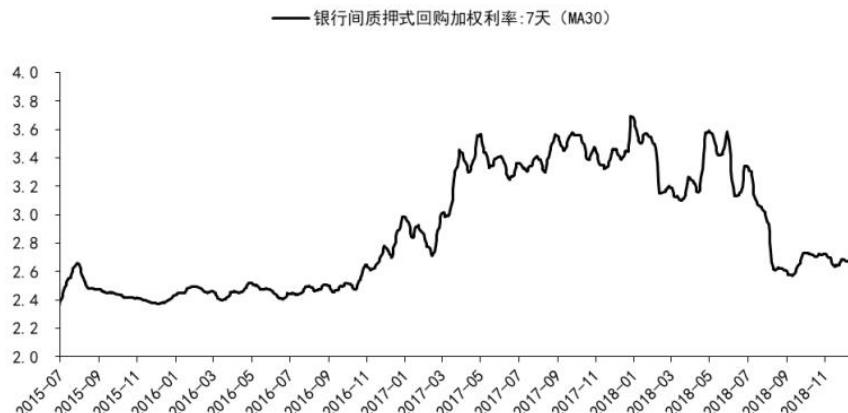
数据来源：WIND、五矿期货研究中心

一、2016—2017 年债市调整：

2016 年上半年，在经济下行压力犹存、货币政策维持相对宽松的背景下，10 年期国债收益率一度在 8 月触及约 2.64% 的阶段低点，市场对“低利率长期化”的预期高度一致。然而，这一低利率环境背后，是以同业负债扩张、委外投资和期限错配为核心的高杠杆运作模式快速膨胀，债市定价对资金成本稳定性的依赖程度显著上升。

转折点出现在 2016 年三季度之后。央行重启 14 天逆回购操作，并逐步拉长中长期流动性工具期限，资金价格中枢开始抬升，货币政策“缩短放长”的操作方式被市场解读为去杠杆的信号。

图 2：2016 年底银行间质押回购利率显著上升



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

与此同时，供给侧结构性改革推动工业品价格持续回升，PPI在年内由负转正，企业利润明显改善，名义增长预期抬升，对长端利率形成持续压制。在资金面趋紧、基本面改善和监管强化的多重作用下，债券收益率进入单边上行通道。

2016年10月至2017年末，10年期国债收益率持续抬升。期间，信用利差显著走阔，非银机构去杠杆压力加大，委外业务快速收缩，债市流动性阶段性恶化。中长期纯债基金在该阶段普遍出现回撤，修复周期长达数个季度。这轮调整并非短期情绪波动，而是伴随金融体系去杠杆、资产负债表收缩和利率定价体系重构的长期过程，构成了债市历史上最为典型的趋势性熊市样本之一。

二、2020年年中债市调整：

2020年的债市调整发生在极端外生冲击之后，其成因与前述债市熊市存在显著差异。疫情暴发初期，全球经济活动骤然收缩，主要央行采取超常规宽松政策，国内货币政策亦迅速加码，市场流动性极度充裕，10年期国债收益率在2020年4月一度下行至2.5%左右的阶段低点。然而，随着国内疫情防控形势好转，复工复产推进，宏观数据在二季度后逐步修复，市场对“疫后复苏”的预期持续强化。与此同时，财政政策明显发力，赤字率上调、抗疫特别国债和地方专项债集中发行，债券供给压力上升。在此背景下，央行货币政策开始由应急状态向常态化回归，公开市场操作趋于克制，资金利率中枢边际抬升。

多重因素叠加下，债券市场估值开始调整，10年期国债收益率自5月起震荡上行，并在8月回升至3.2%左右，上行幅度约70BP。与2013年和2016年不同的是，这一阶段并未伴随显著的金融去杠杆或信用风险集中暴露，债市调整更多体现为政策节奏切换和风险偏好回升下的再定价过程。中长期纯债基金指数在该阶段累计回撤约1.3%，但在四季度随着经济边际放缓和政策再度偏松，收益率迅速回落，回撤在数月内完成修复。整体来看，这轮调整属于典型的阶段性行情，而非趋势性反转。

三、2022年年末债市调整：



2022年末的债市调整，是在资管新规全面落地、理财产品净值化运行背景下发生的一次结构性冲击。此前较长时间内，债券市场在经济修复偏弱、政策呵护预期较强的环境中运行平稳，利率中枢维持低位。11月后，随着疫情相关政策预期发生变化，市场对经济活动正常化的预期迅速升温，叠加部分稳增长政策出台，长端利率出现阶段性上行。更为关键的是，利率波动开始直接反映到理财产品净值上，引发投资者集中赎回。赎回压力迫使理财资金被动卖出债券，形成“价格下跌—净值回撤—赎回加剧—进一步卖出”的负反馈链条。

10年期国债收益率在短时间内上行约30BP。然而，与历史上多轮调整相比，该阶段的特点在于持续时间极短。随着政策迅速出手稳定市场预期，资金面明显转松，银行间隔夜回购利率一度降至历史低位，债市情绪在12月中旬后快速修复，收益率很快回落至此前区间。这轮调整并未建立在基本面持续改善或货币政策系统性收紧的基础之上，其本质是资管结构变化下的一次情绪与流动性冲击，因而回撤深度和持续时间均相对有限。

四、总结

将当前这一轮债市调整与历史行情对比，可以发现其内在驱动逻辑与2016—2017年的趋势性熊市存在显著差异。从基本面环境看，当前宏观经济仍处于需求修复偏缓、通胀中枢偏低的阶段，与2016—2017年PPI持续回升、企业利润显著改善的背景存在不同。从货币政策与资金面角度看，当前资金利率整体运行在偏低区间，尚未出现类似系统性抬升资金成本中枢的情形，货币政策取向并未与债市形成明确对立。从机构行为特征看，本轮调整中虽存在机构止盈、久期压缩及部分产品赎回压力，但尚未观察到大规模杠杆出清等现象。

综合以上维度判断，当前债市出现类似2016—2017年显著调整的可能性较小，更多呈现“上有顶、下有底”的宽幅震荡结构。从历史经验看，当基本面持续超预期改善、通胀中枢明显抬升或资金结构同步恶化时，债市才会出现类似2013年或2016—2017年的显著调整。总体短期债市在内需偏弱而机构行为扰动的多空交织背景下预计维持震荡，关注债市年底供需关系修复和超跌后的反弹行情。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn