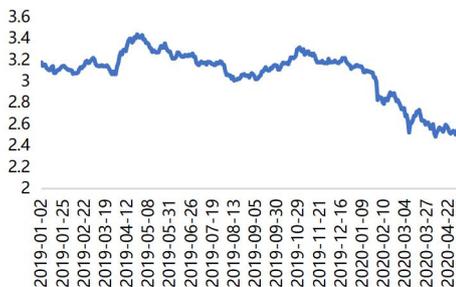


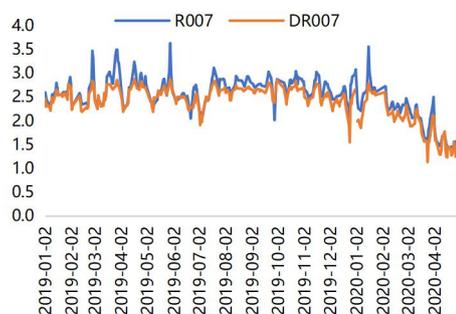
4 月短端带动长端下行 本轮债牛行情尚未走完

——2020 年 4 月利率债月报

十年期国债收益率 (%)：



质押式回购利率 (%)：



中美 10 年期国债利差 (BP)：



如有引用请注明

东方金诚首席宏观分析师王青

时间：2020 年 5 月 7 日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要观点：

● 债市运行环境：

- (1) **宏观经济运行：**4 月内需渐进式修复，后续经济回升需关注海外疫情对外需的冲击和国内政策对冲力度。当月猪肉价格回落，非食品价格上涨缺乏动力，CPI 同比涨幅将降至 4.0% 以下；4 月国际油价继续跳水，PPI 同比跌幅料进一步加深至 -2.0% 以下。
- (2) **政策环境：**4 月超储利率下调，利率走廊下限下移，4.17 政治局会议明确提及降息；月底第三批专项债额度下达，预计 5 月货币政策将进一步宽松以配合财政发力。前期政策支持带动信贷扩张超预期，后续宽信用势头持续还需政策继续加力。
- (3) **流动性环境：**4 月央行定向降准释放 2000 亿长期资金，当月暂停逆回购操作，公开市场净回笼；但月内资金面宽松，资金利率均值大幅低于上月，也说明部分流动性淤积在银行间市场。
- (4) **中美利差：**4 月美债收益率区间震荡，中美利差波动走平，月末报 189.8bp，较上月末微幅扩大 0.8bp，显著高于近年均值。

● **一级市场：**4 月国债和政金债发行量环比增加，因到期量较大，净融资额下降；地方政府债发行量和净融资额环比减少，但明显高于去年同期。4 月底下达的 1 万亿新增专项债额度要求在 5 月发行完毕，预示 5 月利率债供给将会大增。此外，4 月利率债发行利率明显走低。

● **二级市场：**4 月资金利率中枢下移，带动债市短端利率大降，并为长端

利率下行打开空间。但财政发力预期加大了市场对利率债供给压力的担忧，基本面改善的预期和风险偏好的修复也制约长端利率降幅，收益率曲线陡化下移。

- **5月利率债市场展望：**短期内债市行情还没有走完，但利率进一步下行的空间较为有限。在存款基准利率调降之前，短端利率已处于底部；长端利率绝对水平已经很低，市场“恐高”情绪可能会造成预期不稳，债市波动性增大。后续若央行宽松进一步加码，短端利率继续向下，将引导长端下行，10年期国债收益率可能阶段性下破2.4%甚至2.3%。另外，目前市场对于宏观政策对冲力度的预期分歧较大，5月下旬两会即将召开，政策靴子落地后，需关注预期差带来的利率波动。

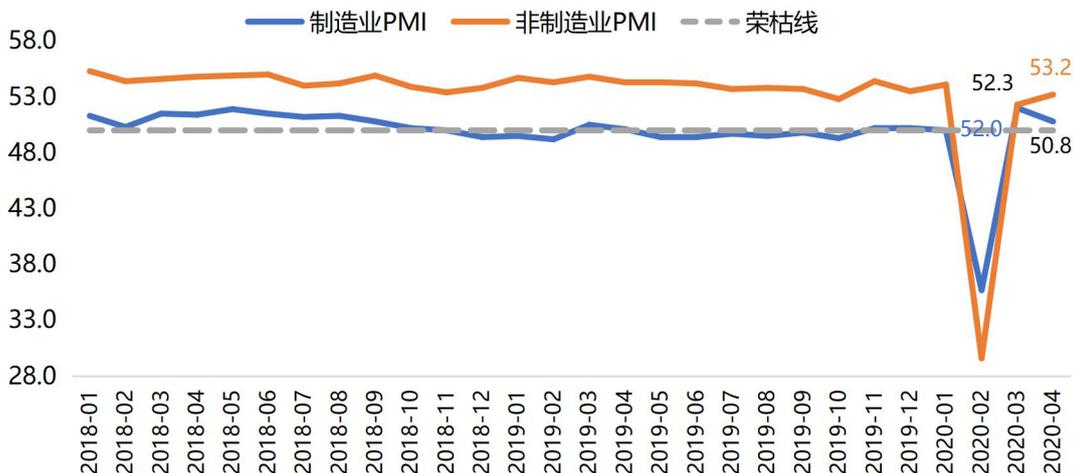
1. 债市运行环境

1.1 宏观经济运行

内需渐进式修复，外需下行压力显现，后续经济回升仍需关注海外疫情对外需的冲击和国内政策对冲力度

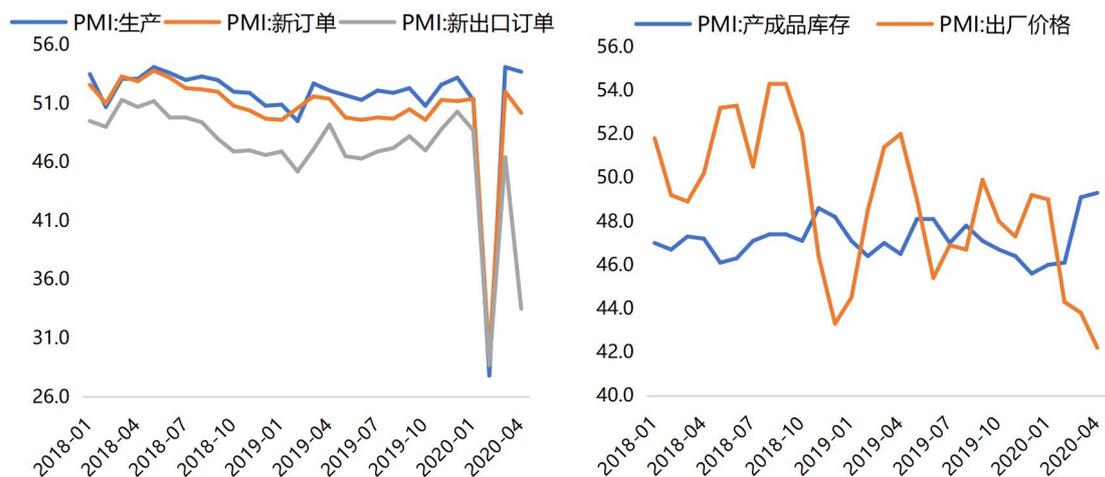
从4月PMI数据来看，在国内积极复工复产与海外疫情大流行双重影响下，当月制造业PMI指数边际回落至50.8%，扩张幅度收窄。需求端恢复弱于生产端，过半企业复工后遇到订单不足问题，尤其是海外订单下滑显著；供需缺口扩大导致产成品库存被动增加，出厂价格继续走低，通缩压力加剧。但4月服务业和建筑业生产活动加快恢复，非制造业商务活动指数保持高位，且在3月房地产投资同比转正、基建投资较快修复等因素推动下，4月建筑业已进入高景气区间。

图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）



数据来源：WIND，东方金诚

图2 制造业PMI各主要分项走势



数据来源：WIND，东方金诚

从需求侧来看，根据乘联会数据，随着需求回补以及各项汽车消费刺激政策效果显现，从4月第二周起，乘用车销量增速已实现转正；同时，4月各周30大中城市商品房成交套数和成交面积较3月明显回升，同比降幅亦有所收窄，且在五一期间房企加大促销力度背景下，4月27日-5月3日当周，30大中城市商品房销售实现两位数正增。车市和房市同步回暖印证内需正在渐进改善，但海外疫情大流行背景下，企业出口订单流失严重，外需下滑对国内经济的拖累加剧。

我们注意到，4月出口数据意外走强，这首先与上年同期基数偏低有关。其次，当月我国对美欧等疫情严重地区出口反弹，或因当地停工停产导致商品供应不足，进口需求短期加大。第三，近期防疫物品出口增速加快，也对整体出口水平起到一定的拉动作用。不过，在近期全球经济剧烈收缩的情况下，出口走强的趋势恐难以持续，二季度国内经济反弹将更多倚重内需发力。

表 1 4月第二周起，汽车销量同比增速转正

	乘用车当周日均批发量: 辆	乘用车当周日均批发量: 同比 %	乘用车当周日均零售量: 辆	乘用车当周日均零售量: 同比 %
2020-01-31	34325	-50	38611	-49
2020-02-09	1098	-94	811	-96

2020-02-16	2419	-93	4098	-89
2020-02-23	2822	-93	5411	-83
2020-02-29	13,090	-74	16,500	-63
2020-03-08	12,569	-68	16,325	-51
2020-03-15	15,720	-67	21,696	-44
2020-03-22	23,976	-53	25,842	-40
2020-03-31	54,810	-33	53,897	-24
2020-04-06	22,785	-33	21,976	-35
2020-04-12	36,106	11	33,438	14
2020-04-19	40,669	6	36,964	-0.5
2020-04-25	48,955	15	48,794	12

数据来源：WIND，东方金诚

表 2 4 月房地产市场进一步恢复

	30 大中城市商品房成交套数	30 大中城市商品房成交套数:同比 %	30 大中城市商品房成交面积: 万平方米	30 大中城市商品房成交面积:同比 %
2020-01-26	8,873	-70	100	-66
2020-02-02	436	-98	5	-98
2020-02-09	406	-75	4	-79
2020-02-16	3,403	-82	36	-82
2020-02-23	7,559	-73	82	-73
2020-03-01	12,935	-56	135	-56
2020-03-08	15,354	-49	168	-47
2020-03-15	16,655	-45	185	-42
2020-03-22	21,756	-42	228	-41
2020-03-29	24,732	-39	273	-35
2020-04-05	26,348	1	274	-0.5
2020-04-12	23,002	-31	241	-32
2020-04-19	27,580	-23	295	-21
2020-04-26	31,696	-17	330	-18

数据来源：WIND，东方金诚

从供给侧来看，伴随国内疫情得到控制，逆周期调控政策推动生产要素归位，国内生产活动持续恢复。从高频数据来看，4 月高炉开工率继续上扬，六大发电厂日均耗煤量于月末稳定在疫情发生以来高位，二者分别恢复至上年同期水平的 95%左右。但在当前复工率已处较高水平——工信部数据显示，截至 4 月 15 日全国中小企业复工率为 84%，较 3 月底提高 7 个百分点，而供需缺口比较大的情况下，生产端回升可能已进入瓶颈期，企业或将开始主动去

库存，后续生产端进一步改善有待需求端发力配合。

图3 发电厂耗煤量



数据来源：WIND，东方金诚

图4 全国高炉开工率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，4月综合PMI产出指数为53.4%，疫情爆发之后连续两个月处在扩张区间，显示在国内疫情得到有效控制背景下，经济运行保持积极的边际变化。但当前我国外贸面临较大不确定性，内需虽有回升但依然偏弱，也会对经济复苏形成一定拖累。近期出厂价格下滑对制造业企业盈利会形成较大压力，并制约未来制造业投资反弹。后续仍需密切关注新出口订单走势，以及国内宏观政策加码后可能出现的需求变化。

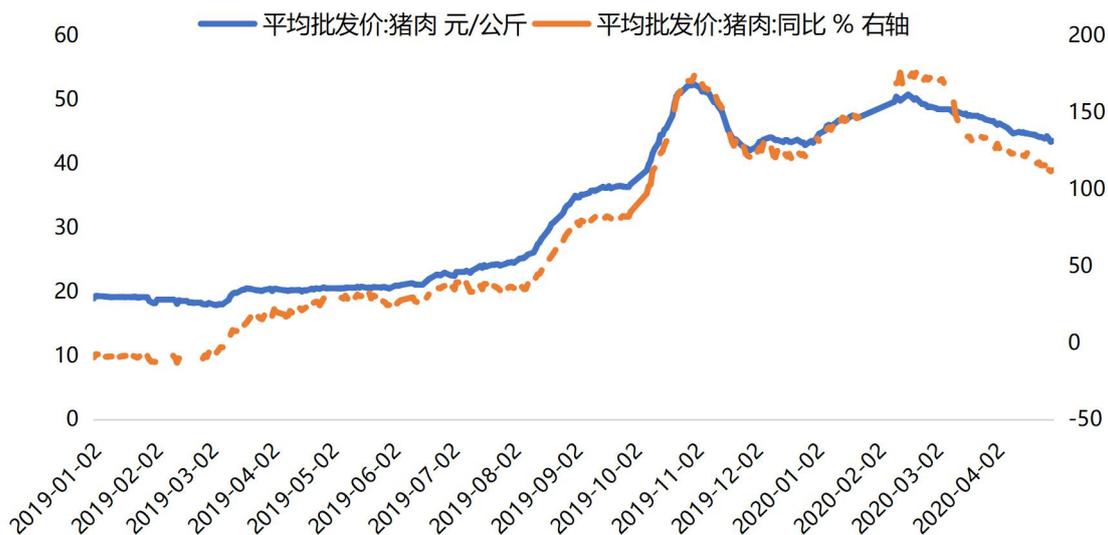
4月猪肉和蔬菜价格继续回落，非食品价格上涨缺乏动力，CPI同比涨幅将延续放缓；国际油价在上月大跌基础上继续跳水，国内工业品价格亦有所走

低，PPI 同比跌幅料进一步加深

CPI 方面，高频数据显示，4 月猪肉价格延续回落，同比涨幅收敛，但仍处 120%左右的高增状态；28 种重点监测蔬菜价格亦有所走低，月内同比整体为负；7 种重点监测水果价格环比略有上涨，但因基数走高同比跌幅扩大。这意味着 4 月食品 CPI 同比涨幅将继续回落，同时，需求偏弱背景下，非食品价格上涨动力不足，预计 4 月 CPI 同比降幅将降至 4.0%以下。

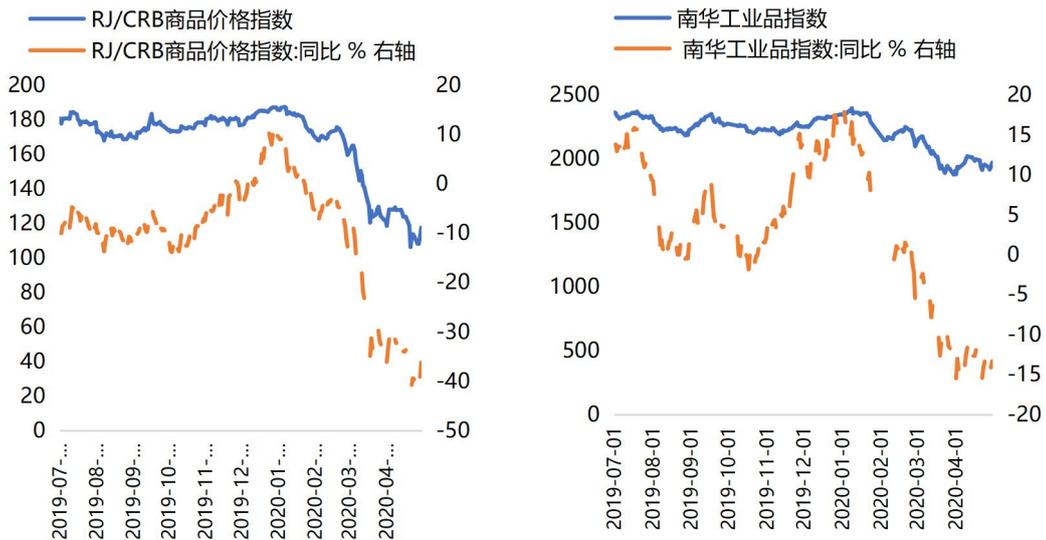
PPI 方面，继 3 月沙特与俄罗斯减产协议谈判破裂、多方增加产能后，4 月全球疫情冲击上游需求，国际原油库存剩余空间迅速收缩，油价在上月大跌的基础上继续跳水。纽约商品交易所 5 月交货的轻质原油期货 (WTI) 价格更现历史性暴跌，首次收于负值，一度引发市场恐慌。受原油暴跌和需求不振影响，其他上游原材料和工业品价格亦出现不同程度的滑坡。由此，预计 4 月 PPI 同比跌幅还将进一步加深至-2.0%以下。

图 5 4 月猪肉价格延续回落



数据来源：WIND，东方金诚

图 6 4 月油价跳水引领国际大宗商品和国内工业品价格下跌



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 政策环境

4月初超储利率下调推动利率走廊下限下移，4.17 中央政治局会议明确提及降息；第三批新增专项债额度下达，财政扩张预期升温，预计5月货币政策将进一步宽松以配合财政发力

4月3日，央行宣布在4月15日和5月15日分两次对中小银行定向降准，每次下调0.5个百分点。4月7日央行下调金融机构超额存款准备金利率37个基点至0.35%。一般认为，超额存款准备金利率（又称超储利率）是我国利率走廊的下限，此次下调推动利率走廊下限下移，令市场对后续各种政策工具的想象空间进一步开启。更为重要的是，此次大幅下调超储利率，实际上是在敦促商业银行加大对企业信贷投放力度，不要把央行释放的流动性囤积在自己手里，或淤积在货币市场上。

4月17日一季度经济数据公布，当季GDP实际同比下降6.8%，市场普遍认为宏观对冲政策将进一步加码，当日召开的中央政治局会议验证了市场的预判。会议提到，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷

款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行”。此次官方表述中罕见地直接提及“降息”，也提振了市场对于存款基准利率下调的预期。

值得注意的是，4月20日，财政部明确“近期拟再提前下达1万亿元地方政府专项债券额度”，同时“力争5月底发行完毕”。这意味着5月将迎来专项债发行的高峰，债市供给压力将明显加大，但预计货币政策将会积极配合，为专项债放量提供必要的流动性支持。我们判断，5月央行流动性投放会更加积极，工具也将更加多样化，其中，有望通过降准、超额续作MLF等手段，加大中长期流动性投放力度。

另外，目前市场较为关注5月是否会有进一步的降息行动。5月央行可能会进一步下调公开市场操作利率，但目前资金利率已经明显偏离政策利率，下调公开市场操作利率对于降低机构负债端成本的作用正边际减弱，更为有效的手段是下调存款基准利率，这也是市场的主要关注点。

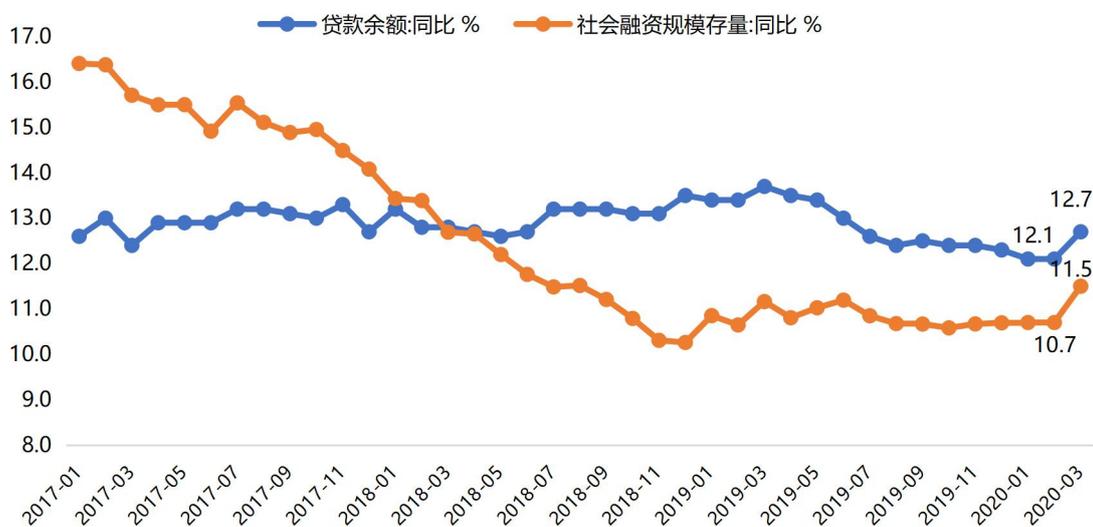
考虑到5月CPI仍将运行在3%以上的较高水平，我们判断，存款基准利率的下调将会在二季度早些时候或三季度开展，1年期存款利率预计将小幅调降25bp左右。同时，可能会配合下调存款利率上浮比例限制，采取有效的监管手段压低结构化存款、理财等存款“替代品”的收益率等措施，来强化存款基准利率下调对机构负债端成本的压降效果，最终目的是降低实体经济融资成本。

政策发力带动信贷扩张超预期，但企业经营性和投资性资金需求不足，金融机构信用扩张的主动性不强，后续宽信用势头持续还需要政策加力配合

4月中公布的3月金融数据超预期大幅增长，主要有两个原因：一是疫情

高峰过后，3月居民消费、购房活动有所恢复，企业复工复产加快，前期受疫情抑制的融资活动环比大幅改善；第二个更为重要的原因在于，2月以来货币政策打出组合拳，在量、价两个维度加大对实体经济、特别是中小微企业的定向支持力度，政策效果在3月得到集中体现，主要表现为资金通过信贷、债市两个渠道，大规模流向企业。

图7 3月新增信贷和社融超预期，带动存量增速较大幅度反弹



数据来源: WIND, 东方金诚

另一方面，在经济下行、订单下滑、投资信心不振情况下，企业经营性和投资性资金需求并不旺盛。4月底央行发布的2020年一季度银行家问卷调查报告显示，一季度贷款总体需求指数为66.0%，环比提高0.6个百分点，但仍比上年同期低4.4个百分点；其中，小微企业贷款需求仍在下降。所以，近期企业融资活跃在很大程度上是受融资条件宽松、融资成本走低驱动，这也造成了企业闲置资金比例上升，出现套利行为。同时，金融机构主动进行信用扩张的意愿也不强。我们注意到，4月央行暂停逆回购操作，公开市场净回笼，但资金利率始终处在较低水平，也说明部分流动性淤积在银行间市场。因此，后续宽信用势头的持续仍然离不开政策的支持，货币政策逆周期调节力度还会进

一步加大。

1.3 流动性环境

4月央行通定向降准释放约2000亿长期资金，当月资金面宽松，央行公开市场操作频度很低。月内央行未开展逆回购操作，当月逆回购到期量700亿，净回笼资金700亿。4月15日央行开展1000亿元MLF操作，当月MLF到期量2000亿，净回笼资金1000亿。此外，4月24日有2674亿TMLF到期，当日央行缩量续作561亿，同时下调TMLF操作利率20bp至2.95%，净回笼资金2113亿。综合来看，4月央行通过降准和公开市场操作净回笼资金约1800亿。

表3 4月央行资金投放量

单位：亿元	降准	TMLF	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7天	14天	28天	63天			
投放	2000	561	0	0	0	0	1000	0	3561
到期	0	2674	700				2000	0	5374
净投放	2000	-2113	-700				-1000	0	-1813

数据来源：WIND，东方金诚

从资金利率来看，4月银行间流动性充裕，资金利率均值普遍大幅低于上月。月内除中上旬资金面有所收敛，以及跨月和跨节因素带动月末资金利率上行外，隔夜回购利率基本运行在1.0%以下。其中，4月29日R001跌至0.73%，DR001跌至0.66%。此外，4月中下旬，7天回购利率也基本上运行在1.5%以下，月内R007最低值为1.40%（4月26日），DR007最低值为1.23%（4月16日）。

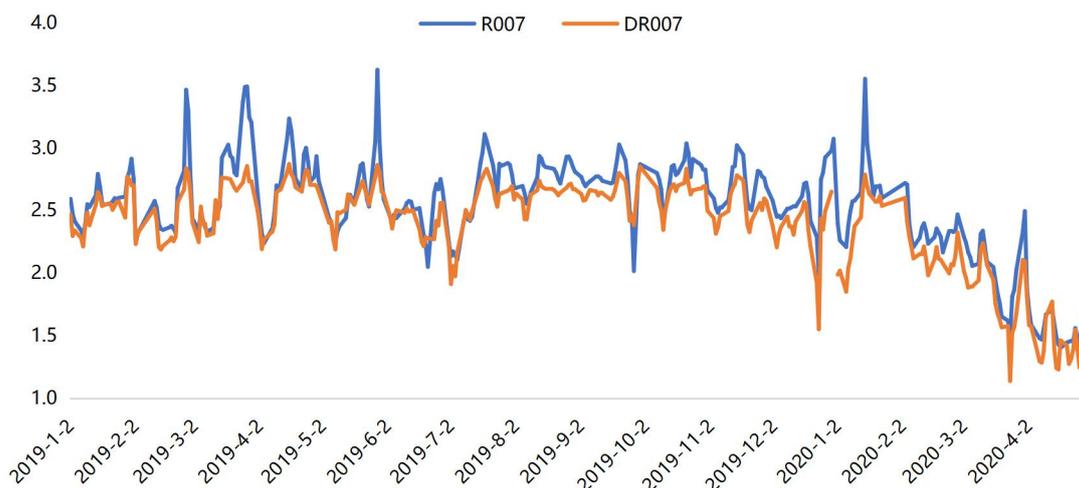
表4 质押式回购加权利率变动情况

	2020年3月均值 (%)	2020年4月均值 (%)	变动 (BP)
--	---------------	---------------	---------

R001	1.3760	1.06	-31.63
R007	2.0371	1.57	-46.72
DR001	1.3003	0.99	-30.63
DR007	1.8404	1.46	-37.65

数据来源：WIND，东方金诚

图 8 银行间/存款类机构质押式回购加权利率 (%)



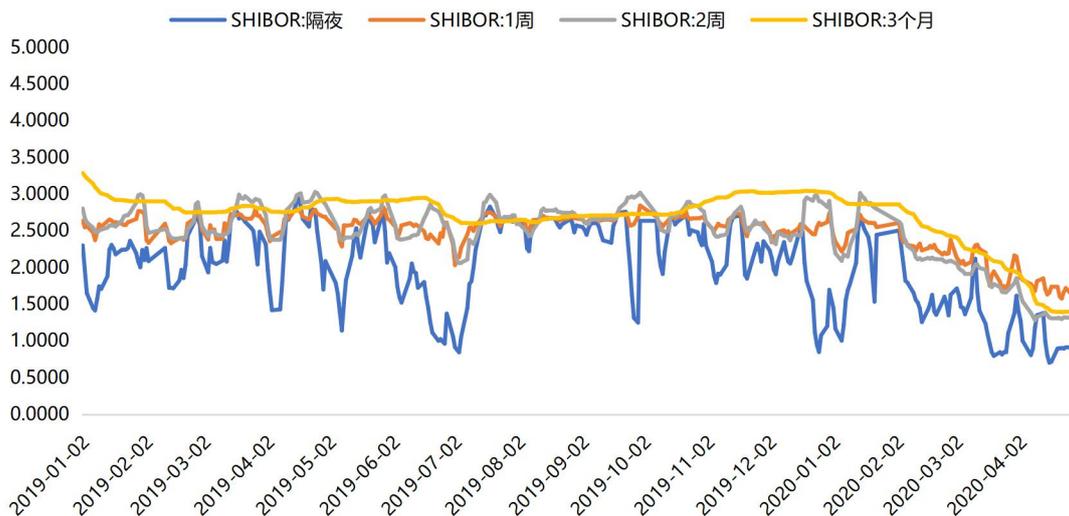
数据来源：WIND，东方金诚

表 5 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020年3月均值 (%)	2020年4月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.3077	1.0096	-29.81
1W	2.0137	1.7411	-27.26
2W	1.8624	1.3762	-48.61
1M	2.0438	1.4155	-62.83
3M	2.1531	1.5127	-64.04
6M	2.2935	1.6089	-68.46
9M	2.3956	1.7081	-68.75
1Y	2.4905	1.8019	-68.86

数据来源：WIND，东方金诚

图 9 上海银行间同业拆放利率走势 (%)

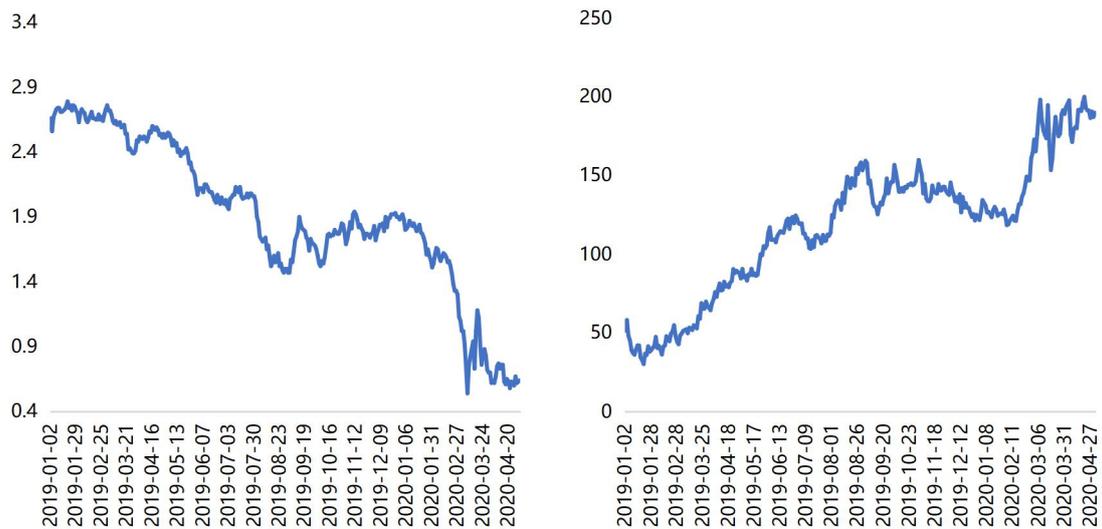


数据来源：WIND，东方金诚

1.4 中美利差

4月美债收益率区间震荡，10年期美债收益率基本上在0.6%-0.8%之间波动。从月内走势来看，4月美债收益率先升后降。月内中上旬，因疫情出现稳定迹象带动避险情绪降温，美股上涨，以及美债供给增加，10年期美债收益率有所走高；中下旬，伴随避险情绪再度升温，以及零售销售等经济数据表现不佳，美债收益率整体下行。4月末10年期美债收益率报0.64%，较上月末下行6bp。从中美利差来看，4月中国10年期国债收益率下行5.2bp，当月中美利差波动走平，月末报189.8bp，较上月末微幅扩大0.8bp。

图10 美国10年期国债收益率（左，%）及中美10年期国债利差（右，BP）



数据来源：WIND，东方金诚

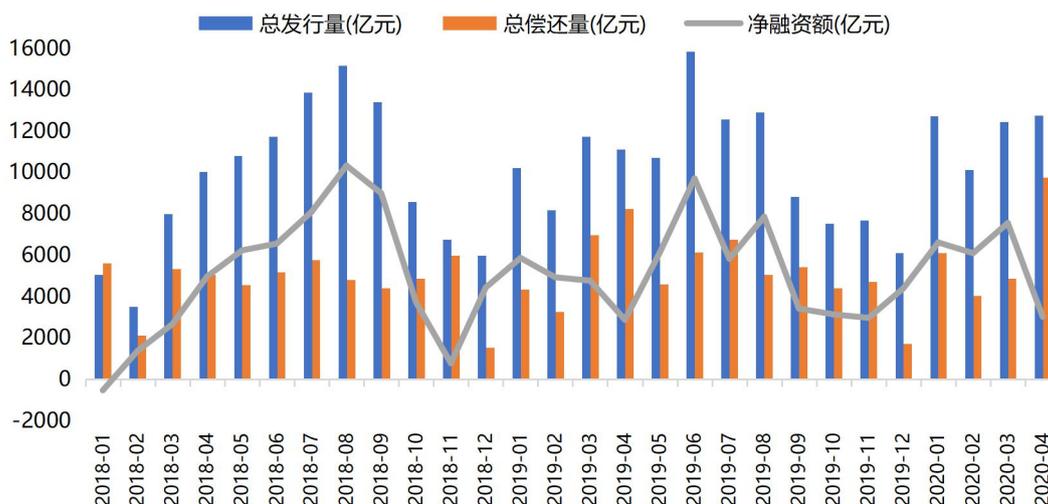
2. 一级市场

2.1 发行情况

4月共发行利率债175只，比上月减少9只，发行量环比增加331亿元至12770亿元，当月到期量环比增加4864亿元，净融资额减少4534亿元至3023亿元。同比来看，4月利率债发行量和净融资额分别增加1648亿元和147亿元。

分券种看，4月国债发行量环比增加，同比小幅减少，因到期量较大，净融资额环比、同比均有所下降；政金债发行量环比、同比均有所增加，同样因到期量较高，净融资环比、同比均有所下降；地方政府债发行量和净融资额环比有所减少，但明显高于去年同期。4月底第三批1万亿新增专项债额度已陆续下达地方，这一部分额度按要求将在5月份发行完毕，预示5月专项债放量将带动利率债供给规模大幅增加。

图 11 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

表 6 各类别利率债发行量与净融资额 (亿元)

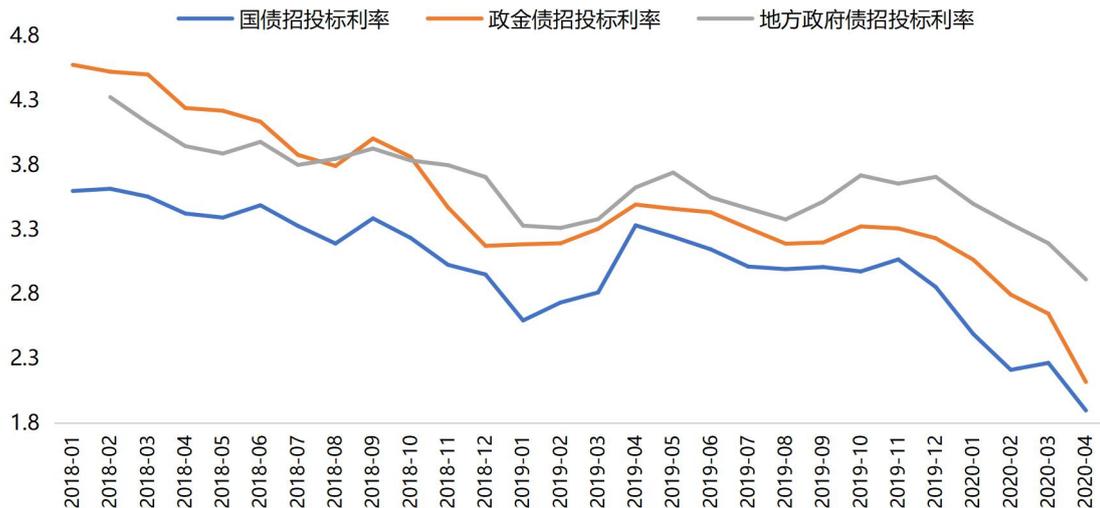
	发行量			净融资额		
	2020.04	2020.03	2019.04	2020.04	2020.03	2019.04
国债	4366	3700	4659	715	2317	1955
政金债	5536	4864	4196	125	2323	320
地方政府债	2868	3875	2267	2183	2917	600

数据来源：WIND，东方金诚

2.2 发行利率

4 月利率债发行利率明显走低。其中，国债加权平均发行利率环比下行 36.81bp，政金债加权平均发行利率环比下行 52.84bp，地方债加权平均发行利率环比下行 28.02bp。

图 12 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



数据来源：WIND，东方金诚

3. 二级市场

3.1 到期收益率

5月资金面保持宽松，资金利率中枢明显走低，带动债市短端利率大幅下行，月末1年期国债收益率较上月末下降54.05bp，这也为长端利率的下行进一步打开了空间。

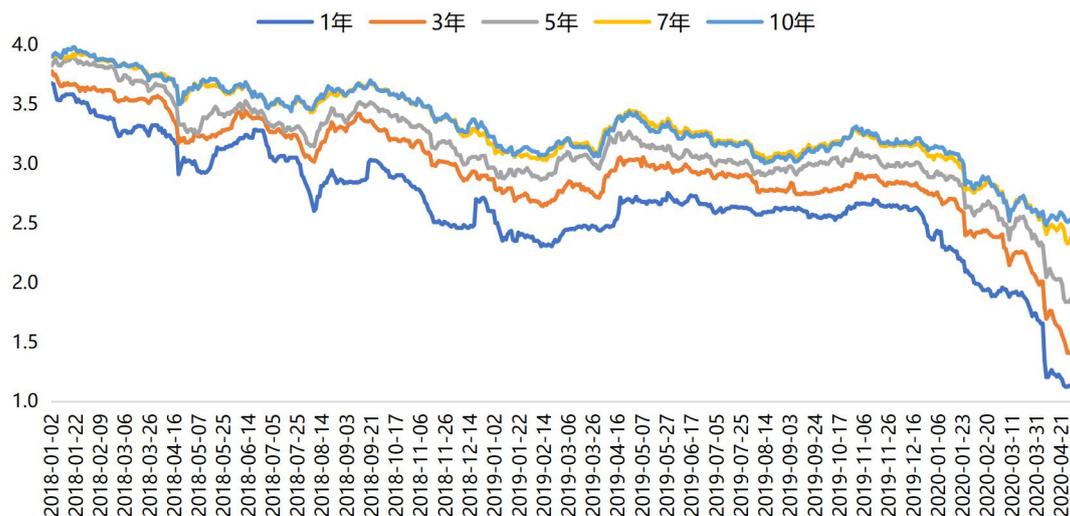
长端利率方面，疫情带来的经济下行压力、通缩压力和货币宽松预期利好长端，但疫情走势及其对经济的负面影响存在较大不确定性，市场预期存在分歧，较难准确定价。另外，这一轮国内宏观政策对冲，主要依靠财政发力，货币政策则起到配合作用。财政政策发力预期，一方面会加大市场对利率债供给压力的担忧，另一方面也带来了基本面改善的预期和风险偏好的修复，所以对长端利率的下降产生制约。因此，4月债市长端利率也有所走低，但降幅较小，月末10年期国债收益率较上月末下行5.19bp，降幅明显不及短端，收益率曲线陡峭化下移。

表7 4月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况（BP）

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	-54.05	1Y	-65.71	1Y	-77.74
3Y	-56.91	3Y	-55.77	3Y	-54.12
5Y	-54.86	5Y	-46.04	5Y	-47.55
7Y	-19.99	7Y	-40.08	7Y	-27.91
10Y	-5.19	10Y	-12.94	10Y	-15.58

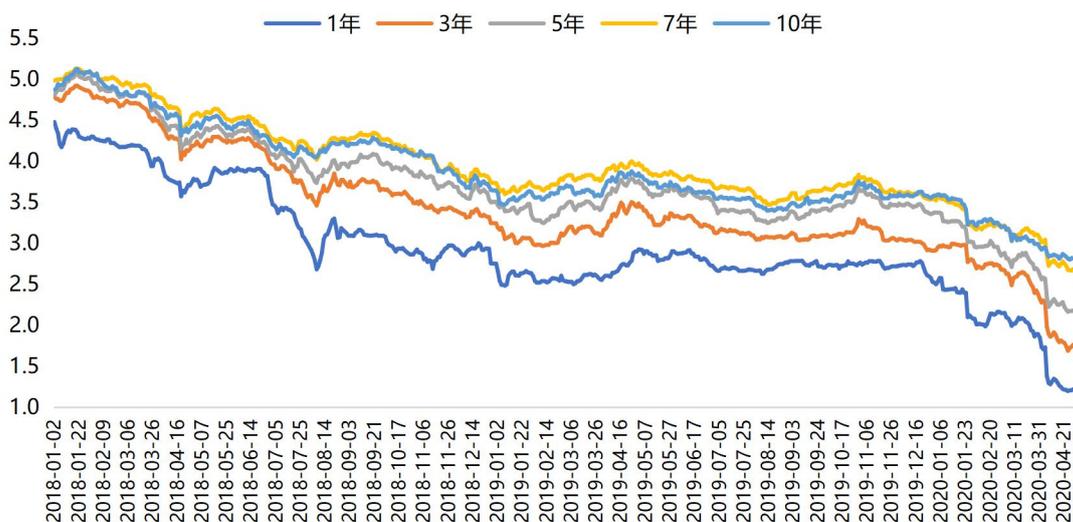
数据来源: WIND, 东方金诚

图 13 各期限国债到期收益率 (%)



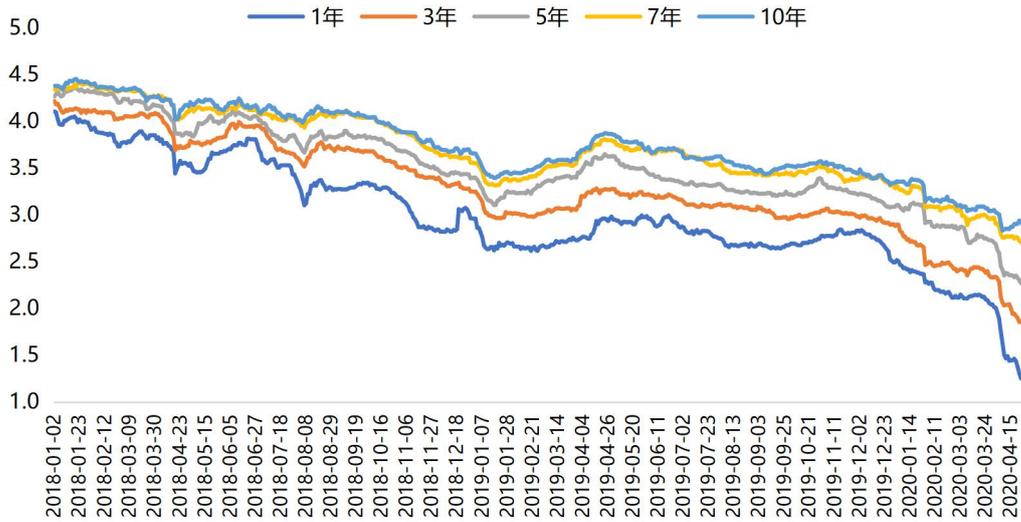
数据来源: WIND, 东方金诚

图 14 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 15 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

3.2 利差走势

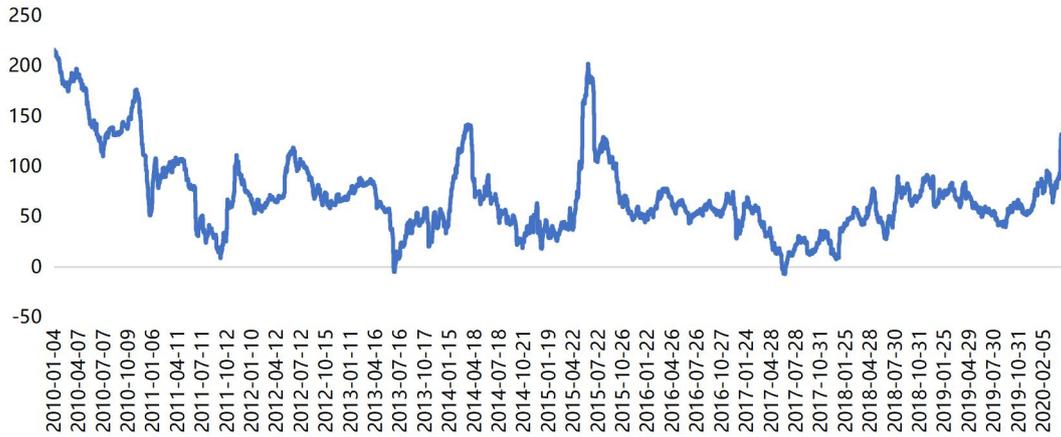
期限利差方面，4月国债各期限利差多数走阔，其中，月末10Y-1Y利差较上月末扩大48.86bp至139.15bp，已处2010年以来历史7.6%分位。

表 8 4月国债期限利差变动情况 (BP)

	4月末	3月末	变动幅度
3Y-1Y	29.3	32.16	-2.86
5Y-3Y	34.91	32.86	2.05
7Y-5Y	57.53	22.66	34.87
10Y-7Y	17.41	2.61	14.8
10Y-1Y	139.15	90.29	48.86

数据来源：WIND，东方金诚

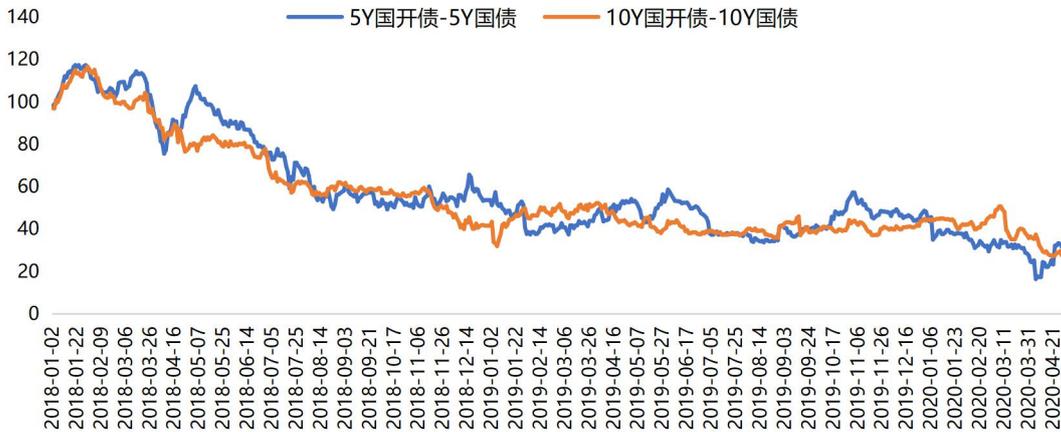
图 16 2010年以来国债10Y-1Y期限利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

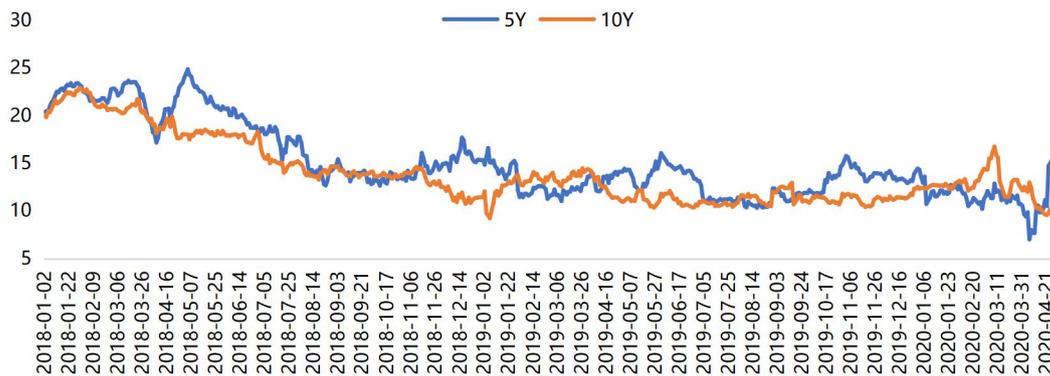
国开债和国债利差方面，4月末5年期国开债和国债利差较上月末走阔8.82bp至36.31bp，10年期国开债和国债利差下行7.75bp至28.02bp;同期5年期国开债隐含税率扩大6.35个百分点，10年期国开债隐含税率收窄2.19个百分点。

图 17 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 18 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

3. 5月利率债市场展望

4月30日和5月6日债市连续两日下跌，引发市场对于利率调整的担忧。可能有以下几方面原因：一是4月30日资金面因月末和跨节资金压力而明显收紧，5月6日资金面有所放松，但资金利率仍处近期偏高水平；二是5月专项债放量将推升利率债供给，5月6日大额国债的发行强化了市场对于供给压力的担忧；三是风险偏好有所修复，股市上涨，“股债跷跷板”效应影响债市下跌。我们认为，在当前绝对利率水平已经很低的情况，市场“恐高”情绪可能会造成预期不稳，债市波动性增大。但从基本面和政策面来看，利率趋势性回升的基础仍不具备，短期回调反而会带来波段交易机会。

从基本面来看，5月公布的4月经济数据将延续回升，但从高频数据来看，回升幅度将不及3月；海外疫情拐点已现，但经济修复的拐点目前还看不到，近期公布的主要经济体PMI数据频创新低，4月出口数据走强的趋势难以持续，外需对国内经济的负面影响难言靴子落地，同时还需警惕中美贸易摩擦再度升级的风险。另外，通胀数据大概率将延续走低，猪周期已进入下行阶段，PPI通缩压力进一步上升。因此，5月基本面对债市仍然偏友好。

从政策面来看，我们注意到，3.27中央政治局会议提出积极应对的一揽子宏观政策措施，但是到目前为止，还没有具体的增量政策出台，可能会在5月下旬两会期间推出，而政策效果释放也需要一段时间，所以，5月观察政策力度和效果的窗口期比较长，市场可能不会太着急去定价政策效果显现的预期。同时，5月利率债供给压力较大，预计央行将加大资金投放力度，不排除继续降息、降准的可能性，以保持流动性的宽松来为财政政策的发力做配合，避免利率上行增加政府融资成本。

综上，我们认为目前债市行情还没有走完，但短期内利率进一步下行的空间也比较有限。从短端利率来看，在存款基准利率调降之前，利率水平已经处于底部；长端利率方面，尽管期限利差很高，但绝对利率水平已经很低，市场由交易盘主导，波动性加大。后续如果央行

宽松力度进一步加码，短端利率继续向下突破，朝利率走廊下限靠拢，将会引导 10 年期国债收益率阶段性的冲破 2.4%甚至 2.3%，但是估计不会停留太久。另外，目前市场对于宏观政策对冲力度的预期分歧较大，5 月下旬两会召开，政策靴子落地后，需关注预期差带来的利率波动。

从曲线形态来看，短期内收益率曲线很难继续变陡。主要原因是短端利率已经没有太大的下行空间，短端不降，期限利差继续扩大就需要长端利率上升，而短期内长端也没有太强的上升动力。另一方面，短期内利率曲线也不会出现过度的平坦化，因为长端利率下行受到财政扩张、经济修复预期以及机构负债端成本的制约。再往后看，利率曲线如何演绎，是走向牛平还是直接转熊，重点还是要关注货币政策的力度和持续时间，以及经济表现的预期差。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。