

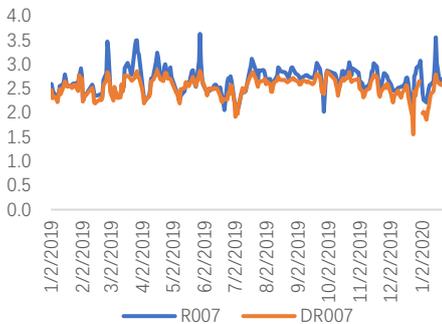
宽松预期推动债市上涨 短期内国债收益率还有下行空间

——2020年1月利率债月报

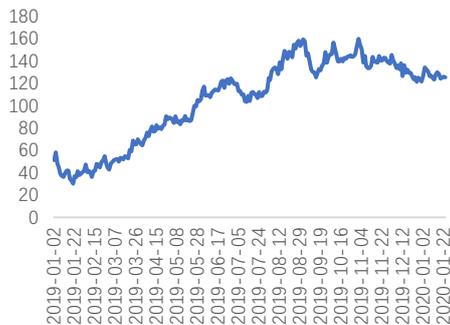
十年期国债收益率 (%) :



质押式回购利率 (%) :



中美 10 年期国债利差 (BP) :



分析师:

王青 冯琳

时间: 2020年2月5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:

● 1月利率债市场:

- (1) 一级市场: 1月利率债发行放量, 主因地方债发行量爆发式增长, 发行利率整体下行。
- (2) 二级市场: 节前央行投放大额流动性, 资金面宽松下市场配置力量较强, 加之当月 LPR 报价持平推升降息预期, 以及 20 日起疫情扩散导致避险情绪发酵, 助推债市上涨。

- **宏观经济运行:** 四季度经济运行企稳, 部分受暖冬和低基数影响, 市场认为其可持续性有待观察; 加之前期经济企稳预期已被充分预期, 宏观数据反弹未给债市造成明显回调压力。1月制造业 PMI 小幅回落至荣枯临界点, 考虑到本次调节未充分体现疫情影响, 预计 2月 PMI 指数将明显走低。1月春节错期将带动 CPI 涨幅走高, 同时疫情可能会导致部分农产品因供需错配出现结构性通胀。但整体来看, 疫情对物价, 尤其是 PPI 的影响偏负面, 通胀对债市制约减弱。

- **流动性:** 1月资金面面临的扰动因素较多, 除居民节前取现需求和财政缴款因素外, 当月地方债发行开闸放量, 也带来较大规模的流动性缺口。但在央行全面降准、新作 MLF 等大额流动性投放呵护下, 除月中资金面较为紧张外, 当月资金面整体仍处宽松状态。

- **中美利差:** 主要受美伊冲突, 美联储主席鲍威尔发表偏鸽派表态, 以及中国疫情引发避险情绪升温等因素影响, 1月美债收益率整体下行。尤其在 20 日后, 美债长端收益率快速走低, 收益率曲线再现倒挂, 进一步推升市场对美联储降息的预期。中美利差方面, 节前最后一个交易日 (23 日) 中美 10 年期国债利差报 125.3BP, 较上月末小幅走阔 3.7BP。

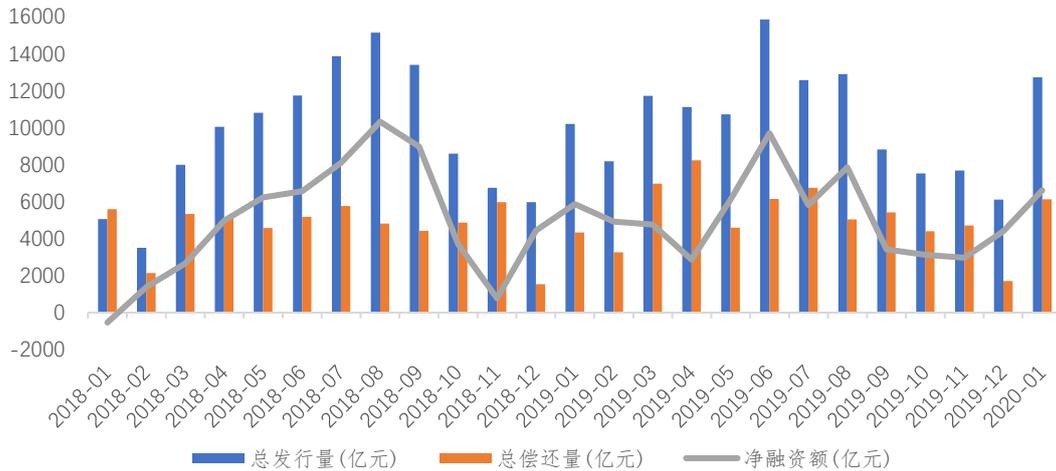
- **2月利率债市场展望:** 短期来看, 避险情绪导致的风险溢价上行利好债市, 市场波动也将放大。中期来看, 疫情控制程度和政策对冲力度将共同影响债市。鉴于目前疫情仍在扩散期, 后续对经济增长和通胀的影响将逐步显现, 央行政策对冲或将继续跟进, 预计债市收益率仍有一定下行趋势。基准情景下, 即 2月中下旬疫情出现拐点, 并在 3月得到控制, 对宏观经济的负面冲击主要体现在一季度, 我们判断一季度十年期国债收益率还有 10bp 左右的下行空间。

1. 一级市场

1.1 发行情况

1月共发行利率债336只,比上月增加282只,发行量共计12,741亿元,环比增加6,630亿元,当月到期量环比增加4,417亿元,净融资额增加2,213亿元至6,616亿元。同比来看,12月利率债发行量和净融资额分别增加2,532亿元和750亿元。

图表1 利率债发行与到期



数据来源: WIND, 东方金诚

分券种看,1月利率债发行放量主因地方债发行量爆发式增长,其背景在于专项债成为拉动基建投资的主要抓手,以及2019年11月底财政部预算司提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元;1月13日,李克强总理在国务院第四次全体会议上也再次提出要加快发行和用好地方政府专项债券,带动扩大有效投资。据Wind数据统计,1月共发行地方债276只,涉及26个省、市(含计划单列市)、自治区,其中,广东、山东、云南三省发行量靠前。值得一提的是,由于提前下达的新增专项债额度不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目,1月所发行项目收益类专项债中无土储和棚改专项债,基建类专项债占比明显提升。

表格1 各类别利率债发行量与净融资额(亿元)

	发行量			净融资额		
	2020.01	2019.12	2019.01	2020.01	2019.12	2019.01
国债	1,700	3,682	1,700	-1,173	3,178	170
政金债	3,190	2,049	4,329	-62	1,185	1,516
地方政府债	7,851	380	4,180	7,851	40	4,180

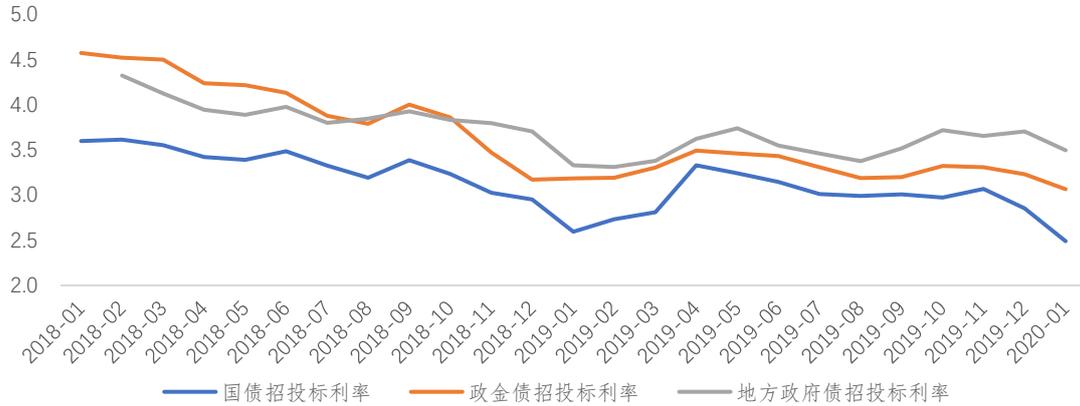
数据来源: WIND, 东方金诚

1.2 发行利率

1月利率债发行利率整体走低。当月国债加权平均发行利率环比下行36.4BP,政金债加权平均发行利率环比下行16.6BP;地方债供给压力虽明显上升,但认购需求旺盛,全场

倍数均在 10 倍以上，平均接近 18 倍，当月地方债加权平均发行利率环比下行 20.9BP。

图表 2 利率债发行利率走势（加权均值，%）



数据来源：WIND，东方金诚

1. 二级市场

1.1 到期收益率

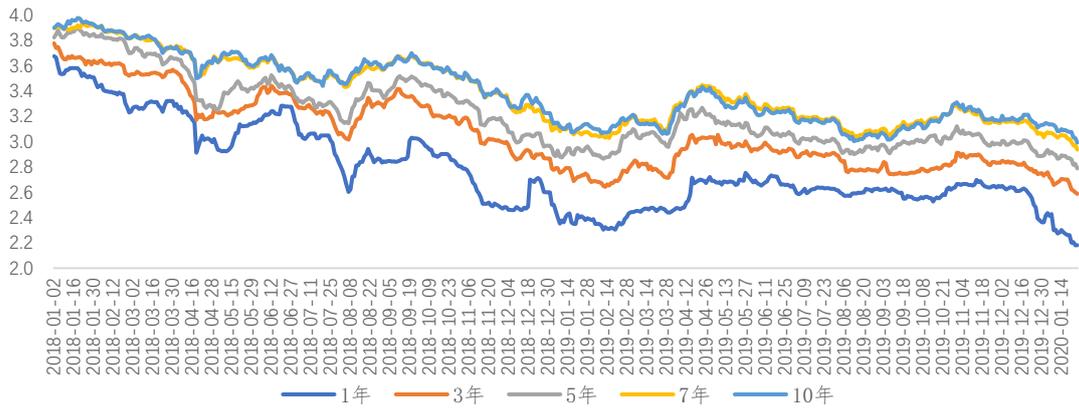
尽管 1 月中上旬公布的各项经济数据表现不弱，但春节前债市仍然维持强势。加之 20 日后疫情引发的避险情绪开始发酵，节前最后一个交易日（1 月 23 日）10 年期国债收益率突破 3.0% 阻力位，较上月末下行 14.3BP，10 年期国开债收益率下破 3.5%，较上月末下行 16.4BP。我们认为，1 月债市走势与基本面背离，反映市场对经济企稳的可持续性存疑，叠加当月 LPR 报价持平，宽松预期并未因经济数据边际向好而松动。同时，节前央行投放大额流动性，资金面宽松下市场配置力量较强，助推债市上涨。

表格 2 1 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	-18.21	1Y	-10.36	1Y	-12.66
3Y	-14.44	3Y	6.00	3Y	-22.72
5Y	-10.14	5Y	-20.69	5Y	-1.59
7Y	-9.74	7Y	-13.61	7Y	-4.65
10Y	-14.33	10Y	-16.40	10Y	-3.39

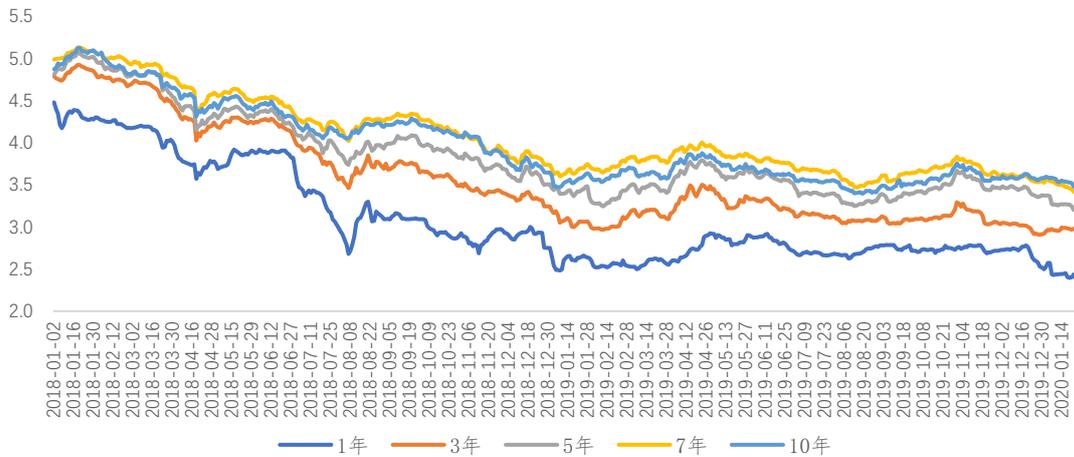
数据来源：WIND，东方金诚

图表 3 各期限国债到期收益率 (%)



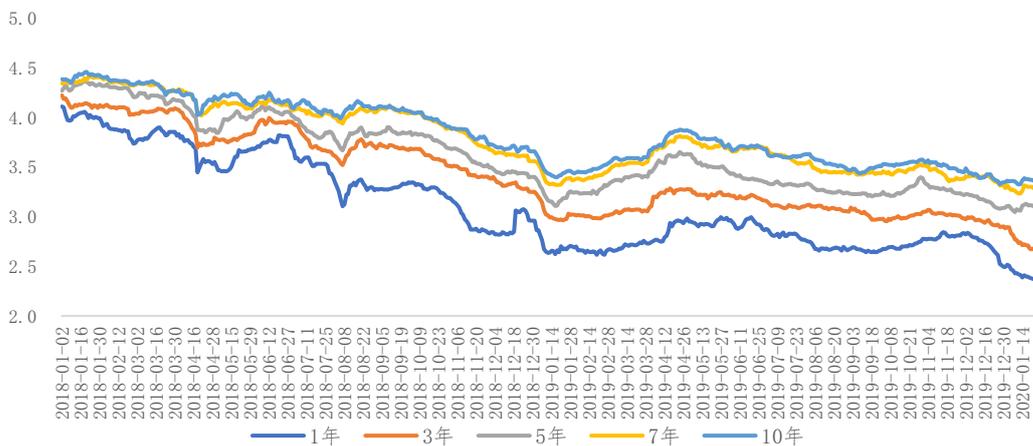
数据来源：WIND，东方金诚

图表 4 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图表 5 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 利差走势

期限利差方面，1月国债短端利率下行幅度大于长端，月末各期限利差较上月末多数上行，其中，10Y-1Y利差较上月末走阔3.88BP，仅10Y-7Y利差较上月末收窄4.59BP。

表格 3 12月国债期限利差变动情况 (BP)

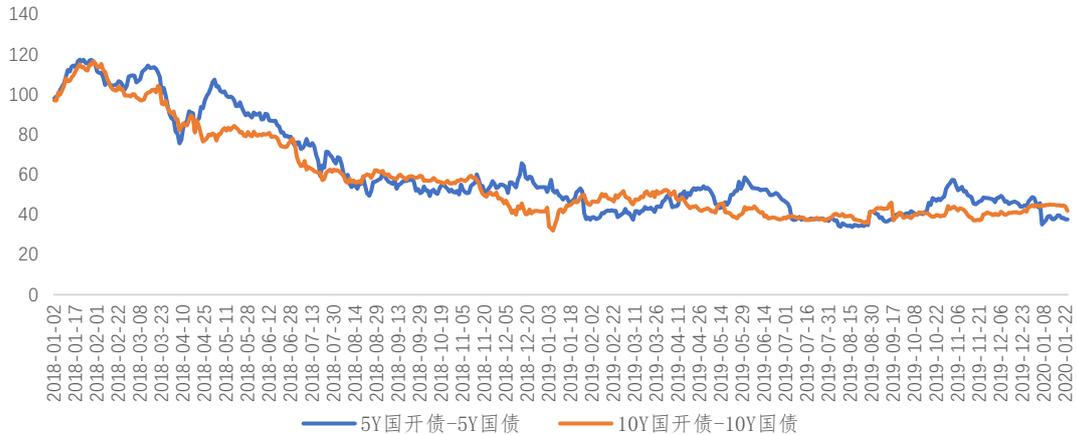
	1月末	上年12月末	变动幅度
--	-----	--------	------

3Y-1Y	40.67	36.90	3.77
5Y-3Y	20.06	15.76	4.30
7Y-5Y	14.96	14.56	0.40
10Y-7Y	5.53	10.12	-4.59
10Y-1Y	81.22	77.34	3.88

数据来源：WIND，东方金诚

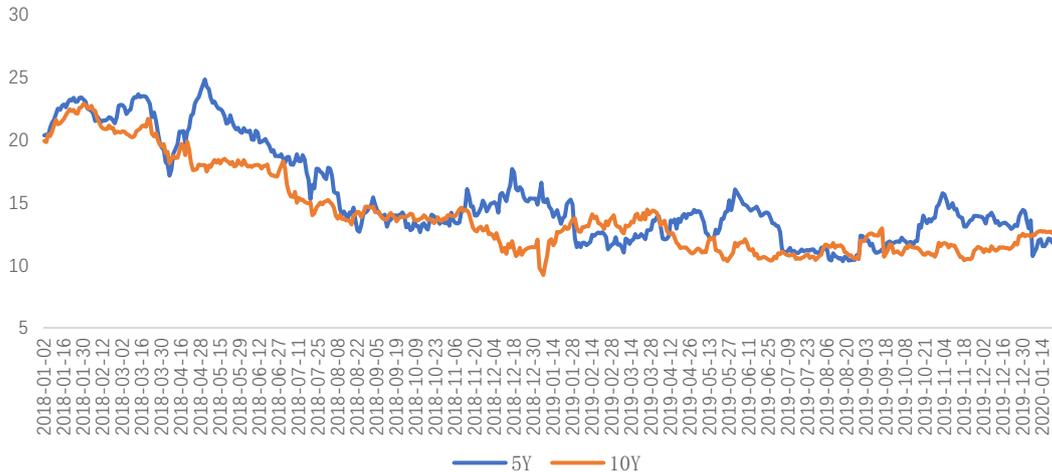
国开债和国债利差方面，1月末5年期国开债和国债利差较上月末下行10.55BP至37.65BP，10年期国开债和国债利差下行2.07BP至41.95BP，同期5年期国开债隐含税率收窄2.40个百分点，10年期国开债隐含税率收窄0.02个百分点。

图表6 国开债和国债利差走势（BP）



数据来源：WIND，东方金诚

图表7 国开债隐含税率走势（%）



数据来源：WIND，东方金诚

2. 市场环境

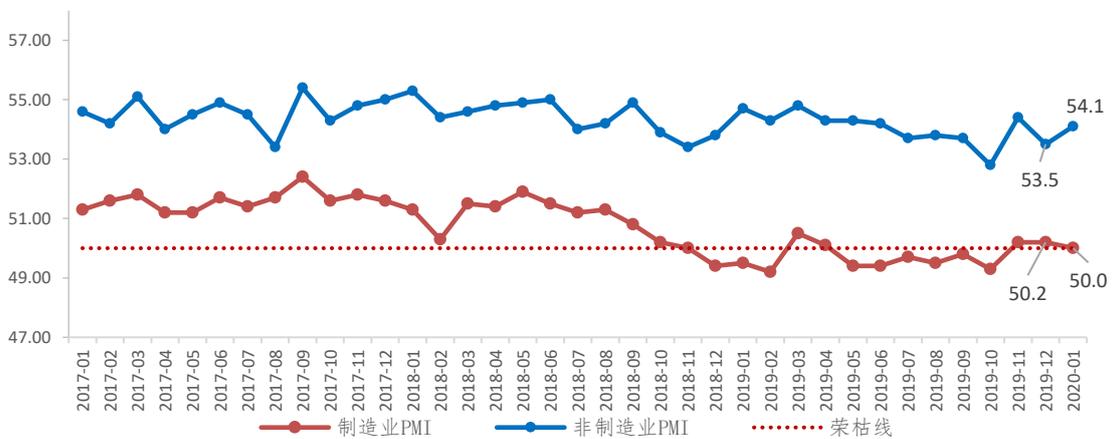
2.1 宏观经济运行

（一）经济指标如期反弹，市场反应较为平淡

1月以来,2019年12月及四季度经济数据陆续出炉。整体上看,伴随宏观政策逆周期调节力度加大,中美贸易摩擦趋缓,经济增长动能有所修复,加之上年同期基数走低,进出口、商品消费、制造业投资、工业生产等指标同比增速均现反弹。由此,上年四季度GDP同比增速结束此前两个季度的连续下滑过程,持平于6.0%。2019年全年经济运行呈“先降后稳”特征,与年内中美贸易摩擦走势基本类似。不过,四季度经济运行企稳在一定程度上受暖冬和低基数影响,市场认为其可持续性有待进一步观察;加之前期经济企稳预期已被定价,1月公布的各项经济数据不弱并未给债市造成明显回调压力。

从1月经济运行情况来看,主要受春节因素带来的季节性影响,1月制造业PMI小幅回落至荣枯临界点,其中当月需求端略有上升,供给端扩张步伐放缓。非制造业方面,当月建筑业PMI保持高位景气,服务业扩张速度小幅加快。考虑到本次调节截止于1月20日,肺炎疫情对在1月PMI指数中未有充分体现,预计2月PMI指数将明显走低。

图表8 官方PMI走势

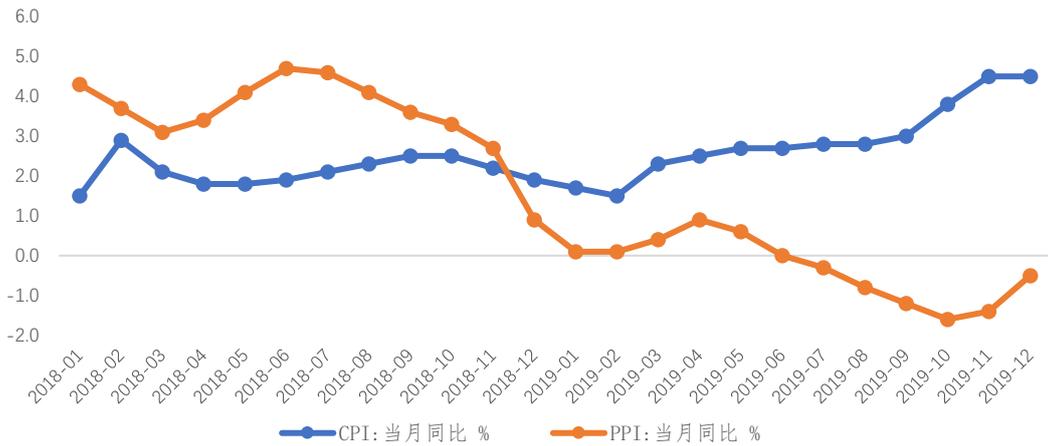


数据来源: WIND, 东方金诚

(二) 结构性通胀有所缓和, CPI 对债市制约减弱

2019年12月CPI涨幅为4.5%,与上月持平,猪肉价格回落、蔬菜价格走高形成对冲效应,上年低基数带动汽油价格涨幅转正,是影响当月物价走势的主要因素。PPI方面,主要受上年同期国际油价大幅下跌带来的低基数效应影响,2019年12月PPI同比跌幅显著收敛;环比数据显示,当月PPI新涨价动能边际增强,特别是建筑链条上的工业品价格多数上涨,与同期宏观经济企稳态势较为吻合。

图表9 主要通胀指标走势



数据来源：WIND，东方金诚

从1月物价走势来看，受春节错期效应影响，1月CPI涨幅可能冲高至5.0%以上，其中，节前猪肉价格在需求驱动下连续上涨，同比涨幅亦有所走阔。另外，1月最后一周疫情发酵，多省市采取不同程度的交通管制，蔬菜、水果等部分农产品可能会面临由于供需错配造成的暂时的结构性通胀。PPI方面，1月前两周商务部生产资料价格指数走势平稳，同比降幅有所收敛；但随着春节假期来临，国内生产和建设活动停摆，以及疫情等因素影响需求前景，造成以原油为代表的国际大宗商品价格下跌，预计1月PPI涨幅难有明显提升。

图表 10 国际大宗商品价格指数及同比增速

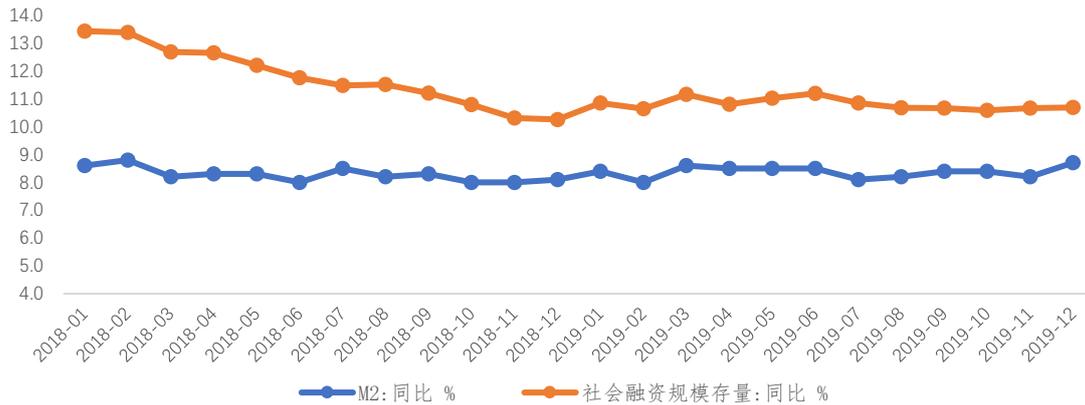


数据来源：WIND，东方金诚

(三) 金融数据表现平稳，LPR 报价未降

2019年12月信贷、社融数据整体表现平稳，结构调整态势延续。这一方面体现央行控制宏观杠杆率、不搞大水漫灌的决心，另一方面也显示金融严监管效应整体减弱，引导金融机构加大对制造业投资等支持力度的结构性货币政策正在取得效果。当月M2、M1增速联袂反弹，或与宏观经济动能有所修复相关。

图表 11 月末 M2 及社融存量同比增速



数据来源: WIND, 东方金诚

值得一提的是, 1月20日公布的新LPR第六次报价显示, 1年期品种报4.15%, 5年期以上品种报4.80%, 均与上期持平, 提振降息预期。我们注意到, 尽管1月6日央行降准释放长线资金8000多亿, 为商业银行节约成本150亿左右, 但当前存款基准利率保持不变, 且受严监管影响, 2019年商业银行同业存单发行量下滑——这意味着货币市场利率下行对降低商业银行批发性融资成本的效应减弱。由此, 在1月MLF招标利率不变的情况下, 银行资金成本下行受阻, 或是LPR报价未下调的直接原因。

2.2 流动性环境

(一) 央行通过降准和新作MLF释放中长期流动性

1月1日, 央行宣布于1月6日全面降准0.5个百分点, 此举将释放长期资金约8,000亿。2019年12月23日, 李克强总理在成都考察时谈到, 国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施, 降低实际利率和综合融资成本, 推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解。由此, 央行本次全面降准是对总理指示精神的具体落实, 也有助于实质性缓解春节前市场流动性趋紧态势, 符合市场广泛预期。

从公开市场操作来看, 考虑到春节假期因素, 1月央行未开展7天期逆回购, 而是自1月15日起, 连续7个交易日开展14天期逆回购, 合计投放资金11,800亿, 基本对冲当月逆回购到期量12,000亿。MLF操作方面, 15日央行开展3,000亿MLF操作, 当月无MLF到期, 净投放资金3,000亿; 另外, 23日央行对当日到期的2,575亿TMLF进行续做, 续做金额为2,405亿, 净回笼资金170亿。

表格4 1月央行资金投放量(亿元)

单位: 亿元	降准	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
		7天	14天	28天	63天			
投放	8000	0	11800	0	0	3,000	0	22,800
到期	0	12000				0	0	12,000
净投放	8000	-200				3000	0	10,800

数据来源: WIND, 东方金诚

(二) 扰动因素增多, 资金面边际收紧

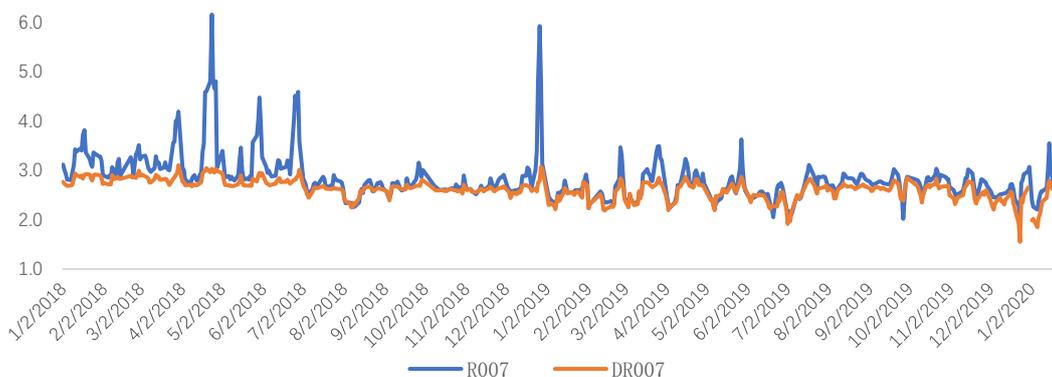
1月资金面面临的扰动因素较多，除居民节前取现需求和财政缴款因素外，当月地方债发行开闸放量，也带来较大规模的流动性缺口。但在央行大额流动性投放呵护下，除月中资金面较为紧张外，当月资金面整体仍处宽松状态。从月均值来看，1月R007月均值较上月上行7.7BP，DR007月均值较上月上行6.3BP，隔夜SHIBOR月均值上行6.8BP，但中长端SHIBOR均值均有所下行，反映银行体系流动性预期向好。

表格 5 质押式回购加权利率变动情况

	2019年12月均值 (%)	2020年1月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.9523	2.0092	5.69
R007	2.5893	2.6663	7.70
DR001	1.8456	1.9096	6.41
DR007	2.3352	2.3985	6.32

数据来源：WIND，东方金诚

图表 12 银行间/存款类机构质押式回购加权利率 (%)



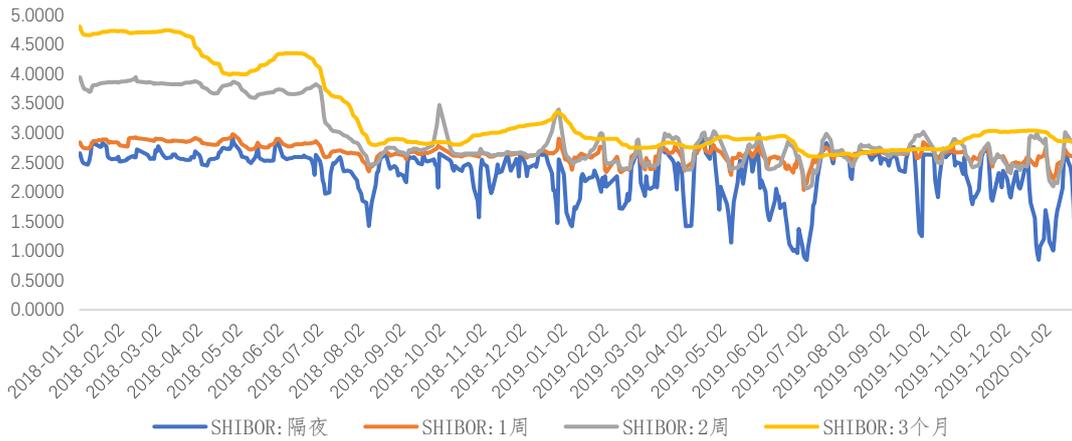
数据来源：WIND，东方金诚

表格 6 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2019年12月均值 (%)	2020年1月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.8571	1.9250	6.79
1W	2.5137	2.5121	-0.16
2W	2.6225	2.5729	-4.96
1M	2.9143	2.7564	-15.79
3M	3.0290	2.8826	-14.64
6M	3.0520	2.9317	-12.03
9M	3.0786	2.9768	-10.18
1Y	3.1182	3.0203	-9.79

数据来源：WIND，东方金诚

图表 13 上海银行间同业拆放利率走势 (%)

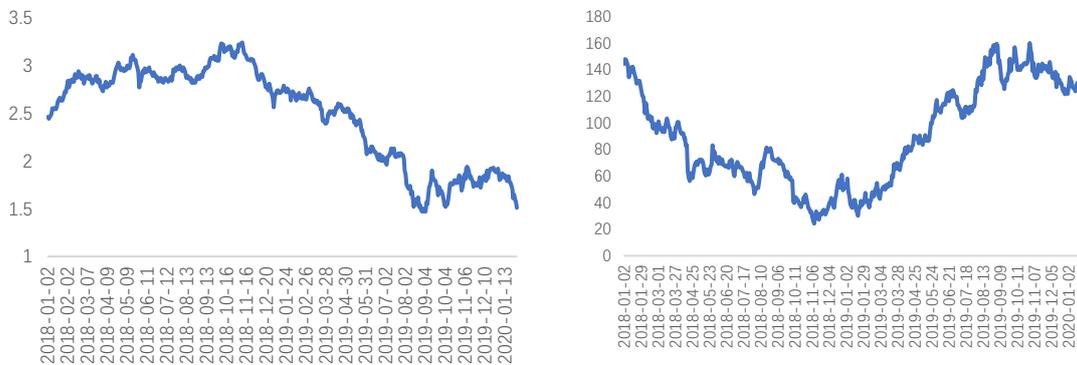


数据来源：WIND，东方金诚

2.3 中美利差

主要受美伊冲突、美联储主席鲍威尔发表偏鸽派表态——强调美联储决心避免通胀持续低于 2%，以及中国疫情引发避险情绪升温等因素影响，1 月美债收益率整体下行。尤其在 20 日后，美债长端收益率快速走低，收益率曲线再现倒挂，进一步推升市场对美联储降息的预期。31 日美国 10 年期国债收益率较上月末下行 41BP。中美利差方面，节前最后一个交易日（23 日）中美 10 年期国债利差报 125.3BP，较上月末小幅走阔 3.7BP。

图表 14 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

3. 2 月利率债市场展望

2 月 3 日债市大涨，主要是春节期间新冠肺炎疫情发展积累的避险情绪在节后首个交易日的集中释放。同时，3 日央行开展大额逆回购操作 1.2 万亿元，并下调中标利率 10 个基点，与疫情形成合力，共同助推债市上涨。短期来看，避险情绪导致的风险溢价上行利好债市，市场波动也将放大。中期来看，疫情控制程度和政策对冲力度将共同影响债市。鉴于目前疫情仍在扩散期，后续对经济增长和通胀的影响将逐步显现，央行政策对冲或将继续跟进，预计债市收益率仍有一定下行趋势。基准情景下，即 2 月中下旬疫情出现拐点，并在 3 月得到控制，对宏观经济的负面冲击主要体现在一季度，我们判断一季度十年期国债收益率还有 10bp 左右的下行空间。

声明：本文是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本文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。本文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。