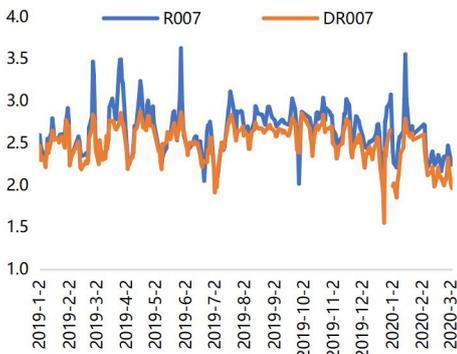


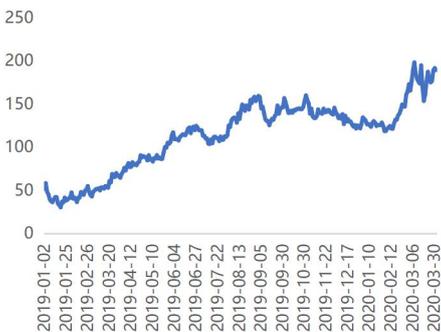
十年期国债收益率 (%) :



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4月9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：**3月复工复产进度加快，但经济运行仍处疫情深度影响之下，各项经济数据同比大概率维持负增；猪肉和蔬菜价格有所回落，CPI同比涨幅将回落至5.0%以内；国际油价大跌，PPI同比跌幅料进一步加深至-1.0%以下。
- (2) **政策环境：**3月16日普惠金融定向降准如期落地；同日，MLF中标利率维持不变，政策定力略超预期；27日中央政治局会议要求“加大宏观政策对冲力度”，30日央行下调7天期逆回购利率20bp，释放货币宽松力度加大信号。
- (3) **流动性环境：**3月央行通过定向降准释放5500亿长期资金，公开市场操作频度较低；除月末因跨季资金需求导致资金面有所收紧外，当月资金利率持续走低，银行间流动性保持充裕。
- (4) **中美利差：**3月全球疫情升级，美联储启动零利率+大规模QE，除中旬受美元流动性危机扰动外，美债收益率在避险情绪和货币宽松带动下整体下行，月末中美利差已达到189bp，明显高于历史平均水平。

● **一级市场：**3月国债和政金债供给增加，地方债发行缩量，与专项债发行节奏前移有关；当月利率债发行利率整体走低。

● **二级市场：**3月资金利率中枢下移，带动债市短端利率下行，月末1年

---

期国债收益率较上月末大幅下行 24.2bp；短端下行为长端打开空间，加之海外疫情发酵，全球避险需求上升，美联储持续加码宽松，带动国内宽松预期升温，月末 10 年期国债收益率较上月末下行 14.8bp，曲线陡峭。

- **4 月利率债市场展望：**4 月 3 日央行宣布年内第三次降准，同时宣布 4 月 7 日大幅下调超额存款准备金利率 37bp，这将引导资金利率中枢进一步下行。目前债市短端利率已经突破 2015 年前低，但距离 2008-09 年的低位仍有约 40bp 左右的距离。长端方面，期限利差和中美利差均处高位，长端利率安全垫较足，短端下行也将引导长端走低。但在前期利好多数兑现后，短期内财政发力和经济修复预期将制约长端下行空间，2.4%或为关键阻力位，预计 4 月利率曲线仍将陡峭化下移。

## 1. 债市运行环境

### 1.1 宏观经济运行

#### 企业复工复产进度加快，但经济运行仍处疫情深度影响之下，3月各项经济数据同比大概率会维持负增

3月我国疫情防控形势持续向好，生产生活秩序开始恢复，企业复工复产进度加快，但整体来看，经济运行仍然处在疫情的深度影响之下，各项经济数据同比大概率会维持负增。

从需求侧来看，根据乘联会数据，3月前三周汽车销量同比降幅较2月有所收敛，但仍处大幅下滑状态（见表1）；同时，3月各周30大中城市商品房成交套数和成交面积较2月明显回升，同比降幅亦有所收窄，但仍处-40%左右的深跌局面，这意味着涉房消费同比将延续负增。值得关注的是，随着海外疫情扩散，各国防控措施升级，全球经济下行风险显著加大，外需下滑对国内经济的拖累显现，预计3月进出口增速还将处于较大幅度负增状态，贸易逆差可能会进一步扩大。

表1 3月汽车销量回升，同比跌幅收敛

	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 %
2019-12-31	89657	7	111421	5
2020-01-12	51394	-3	49227	-13
2020-01-18	58850	9	86372	31
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
------------	--------	-----	--------	-----

数据来源：WIND，东方金诚

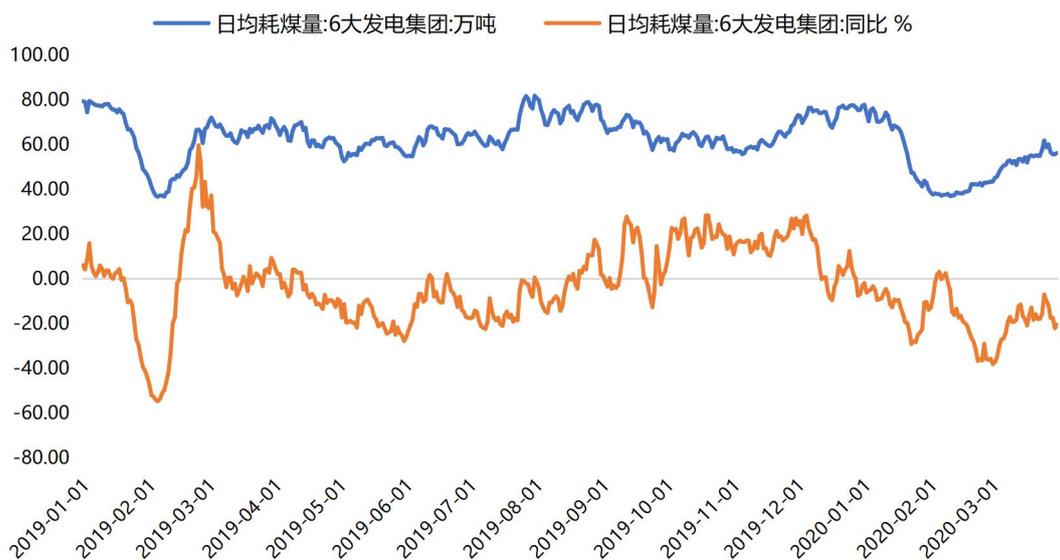
**表 2 3 月房地产市场有所恢复**

	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 %
2020-01-05	33,111	31	342	28
2020-01-12	35,845	27	369	26
2020-01-19	35,233	25	362	20
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

数据来源：WIND，东方金诚

从供给侧来看，3 月企业复工复产进度明显加快。根据工信部数据，截至 3 月 28 日，全国规模以上工业企业平均开工率为 98.6%，人员平均复岗率为 89.9%，中小企业复工率已达到 76%。不过，从高频数据来看，企业实际复产情况可能并不及复工率数据表现的乐观——3 月六大发电集团日均耗煤量均值约为 53 万吨，为疫情前（2019 年 12 月）的 70%左右，平均同比降幅在 20%左右。

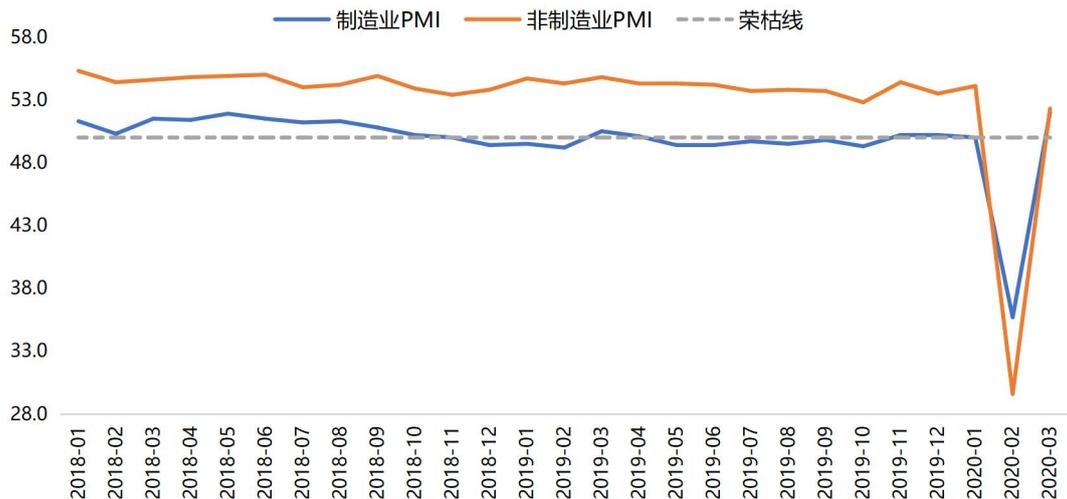
**图 1 发电厂耗煤量**



数据来源：WIND，东方金诚

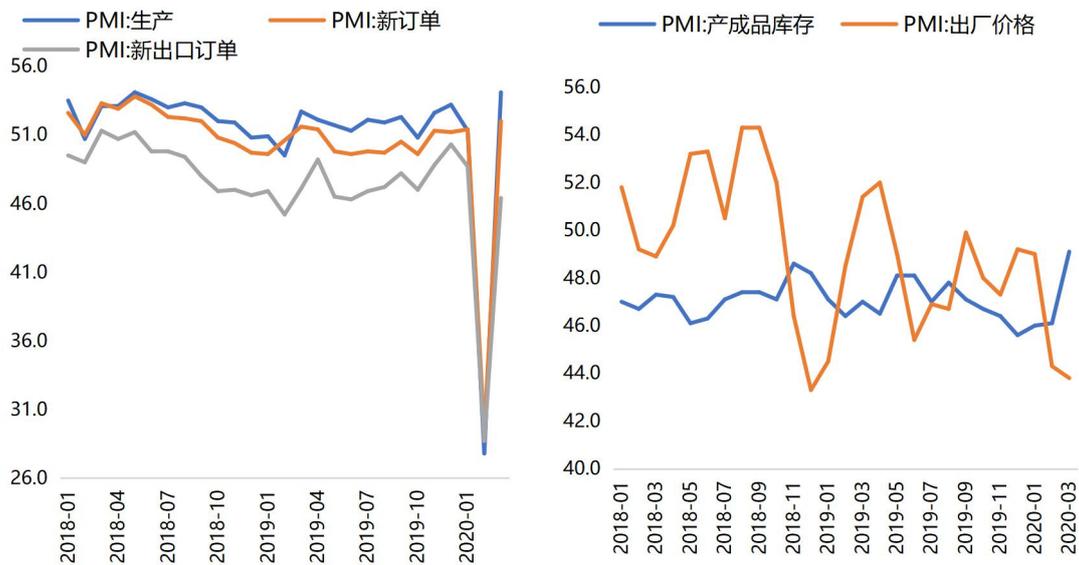
从 PMI 数据来看，3 月制造业和非制造业 PMI 指数均大幅回升至扩张区间。但因 PMI 指数是环比指标，其大幅反弹虽然反映出 3 月经济运行较 2 月有所恢复，但更多地是在 2 月大幅走弱基础上的深蹲起跳，回升幅度表明经济修复势头仍然偏弱。从制造业各分项指数来看，3 月制造业供需两端均有所改善，但生产指数回升幅度高于新订单和新出口订单指数，且新出口订单仍处收缩区间，显示产出缺口扩大，造成库存积压，通缩压力上升。

图 2 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 3 制造业 PMI 各主要分项走势**



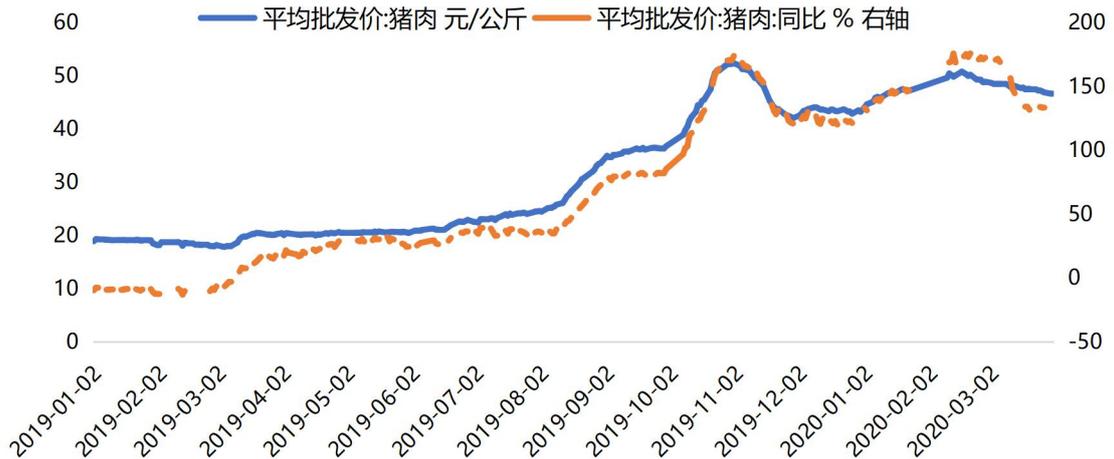
数据来源：WIND，东方金诚

**3 月猪肉和蔬菜价格有所回落，CPI 同比涨幅将延续小幅放缓；国际油价大跌，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,3 月猪肉价格回落,同比跌幅收敛,但仍处 140% 左右的同比高增状态; 蔬菜价格亦有所走低,下旬农业部 28 种重点监测蔬菜价格同比转负,且降幅持续扩大; 7 种重点监测水果价格环比大致走平,同比保持负增。非食品方面,3 月国际油价大跌,预计会拖累交通通讯项价格。由

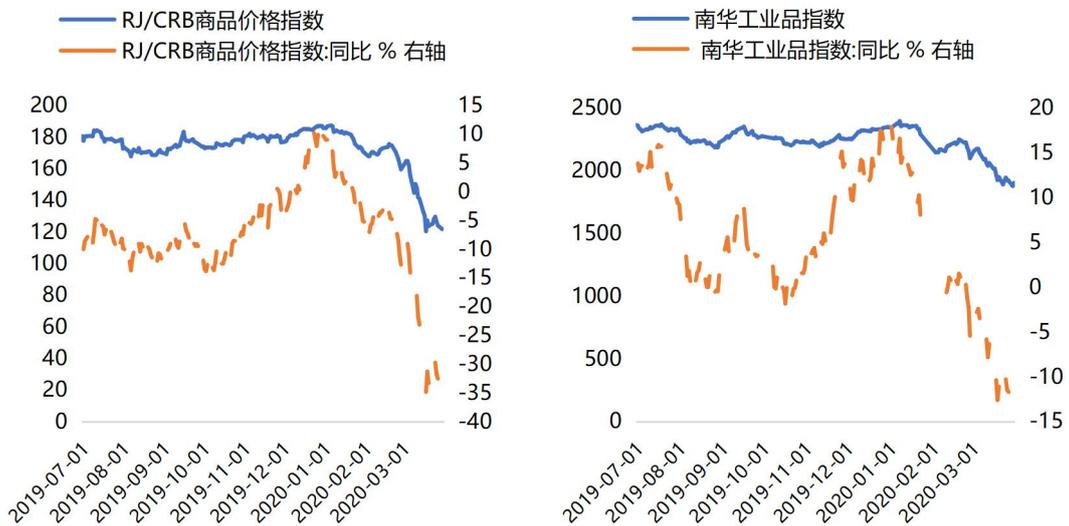
此，3月CPI同比增速料将延续小幅放缓趋势，预计涨幅在4.8%左右。PPI方面，3月国际油价大跌，国内钢价和煤价也出现下跌，预计PPI同比跌幅将进一步加深至-1.5%左右。

**图4 3月猪肉价格延续回落**



数据来源：WIND，东方金诚

**图5 3月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

3月16日央行普惠金融定向降准如期落地，对达到考核标准的银行定向

降准 0.5 至 1 个百分点，并对符合条件的股份制商业银行额外定向降准 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿；同日，央行开展 1000 亿元 MLF 操作，中标利率维持不变，政策定力略超预期；27 日中央政治局会议要求“加大宏观政策对冲力度”，30 日央行下调 7 天期逆回购利率 20bp 至 2.20%，释放货币政策逆周期调节力度加大信号。可以看到，在美联储重启危机模式并引领全球“降息潮”背景下，3 月央行货币政策操作表现出较强的“以我为主”特征。具体来看：

3 月海外疫情迅速升级，全球避险情绪急剧升温，各类资产遭遇恐慌性抛售，一度出现美股、美债、黄金、原油等资产齐跌、仅美元指数上涨的局面，显示全球金融市场正面临美元流动性危机。伴随流动性危机发酵，美联储密集出台支持政策。

在 3 月 3 日紧急降息 50bp 后，3 月 16 日，美联储再度紧急降息 100bp 至 0-0.25% 区间，并宣布购买 5000 亿美元国债和 2000 亿美元 MBS 的 QE 计划。3 月 17 日，美联储设立商业票据融资机制（CPFF），直接向大型公司提供资金支持；19 日，批准成立货币市场共同基金流动性工具（MMLF），并新增 9 家货币互换协议央行；20 日，启动一级交易商信贷便利机制（PDCF），同时宣布提高与 5 大央行货币互换频率。3 月 23 日美联储再出“王炸”，包括无上限 QE、将公司和市政债券纳入其资产购买范围、向企业和消费者提供 3000 亿美元新信贷、建立新的政策工具支持中小企业信贷融资等，叠加 2 万亿美元财政刺激计划的抛出，令市场情绪得到安抚。

美联储在短短一个月内重启 2008-09 年全球金融危机暴发后的货币政策模式——零利率+大规模 QE，并引领全球央行进入新一轮“降息潮”，无疑

也加大了国内政策利率下调空间。但在人民币汇率波动整体可控的背景下，我国央行货币政策更加注重“以我为主”，美联储货币政策剧烈摆动对国内货币政策的影响力减弱。我们看到，3月16日，在美联储再度紧急降息后，央行并未立即跟进，当日MLF操作利率维持不变，这也是3月20日LPR报价保持不变的重要原因。

3月中下旬，随着海外疫情持续发酵，尤其是美国疫情迅速爆发，国内宏观经济回升面临的外部压力显著加大。3月27日，中央政治局会议强调“当前国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化”，要求“加大宏观政策对冲力度”，其中包括“引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”。3月30日，央行下调7天期逆回购中标利率20bp至2.20%，这是年内央行第二次下调这一政策利率，且下调幅度较上次加大10bp。这可视为是对中央政治局会议决策部署的具体落实——公开市场政策利率下调后，银行边际资金成本下降，有助于推动贷款利率下调。而本次降息幅度显著加大，则表明在海外疫情升温，二季度外需承压背景下，未来一段时间国内宏观经济面临的下行压力进一步加大，需要货币政策加大逆周期调节力度。

### **1.3 流动性环境**

3月央行通过定向降准释放5500亿长期资金，当月资金面宽松，央行公开市场操作频度较低。月内央行连续暂停逆回购，直至3月30日才重启7天期逆回购，并下调7天期逆回购利率20bp。30-31日央行共计开展700亿元7天期逆回购，当月无逆回购到期，净投放资金700亿。同时，3月16日央行开展1000亿元MLF操作，当月无MLF到期，净投放资金1000亿。综合来看，3月央行通过降准和公开市场操作净投放资金7200亿，为金融市场

提供了更长期的流动性和更低的资金成本，以定向支持实体经济发展。

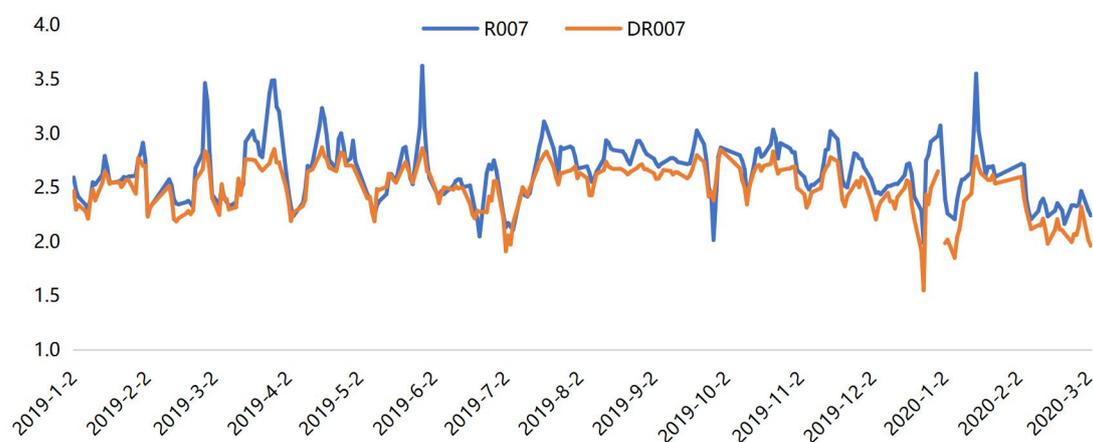
除月末几省外，3月资金利率持续走低，显示银行间流动性保持充裕。3月17日R007跌破2%，这是自2019年12月以来再次跌破2%，且连续8个交易日在2%以下；19日R001跌破1%，这是自2019年7月再次跌破1%，且连续6个交易日在1%以下。不过，3月27日起，由于季末资金需求高峰临近，资金利率有所走高。

**表 3 质押式回购加权利率变动情况**

	2020年2月均值 (%)	2020年3月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.7158	1.3760	-33.98
R007	2.3584	2.0371	-32.13
DR001	1.6043	1.3003	-30.39
DR007	2.1728	1.8404	-33.24

数据来源：WIND，东方金诚

**图 6 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

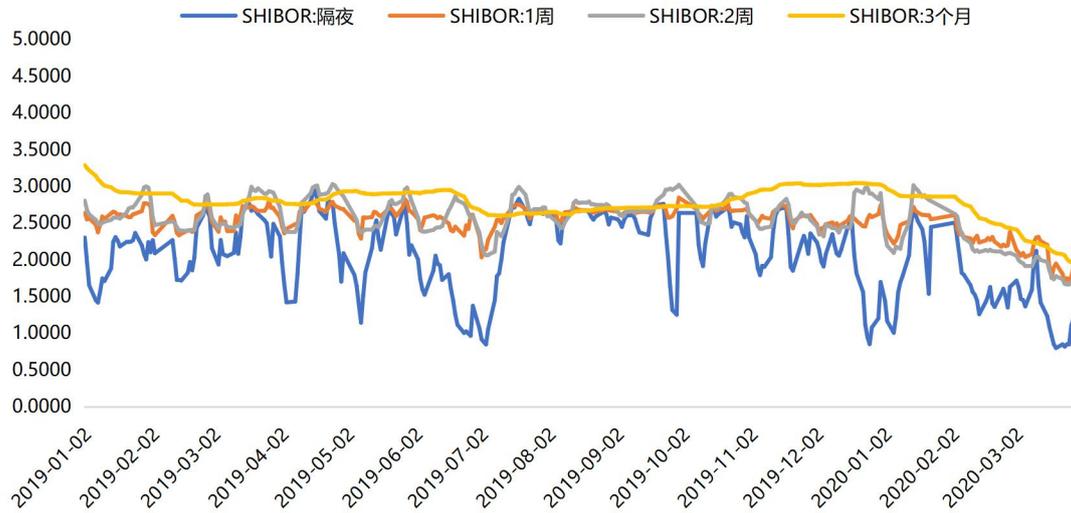
**表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况**

期限	2020年2月均值 (%)	2020年3月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.6397	1.3077	-33.20
1W	2.2949	2.0137	-28.12
2W	2.2016	1.8624	-33.92
1M	2.4713	2.0438	-42.75
3M	2.6012	2.1531	-44.81

<b>6M</b>	2.6954	2.2935	-40.19
<b>9M</b>	2.7609	2.3956	-36.52
<b>1Y</b>	2.8267	2.4905	-33.62

数据来源：WIND，东方金诚

**图 7 上海银行间同业拆放利率走势 (%)**

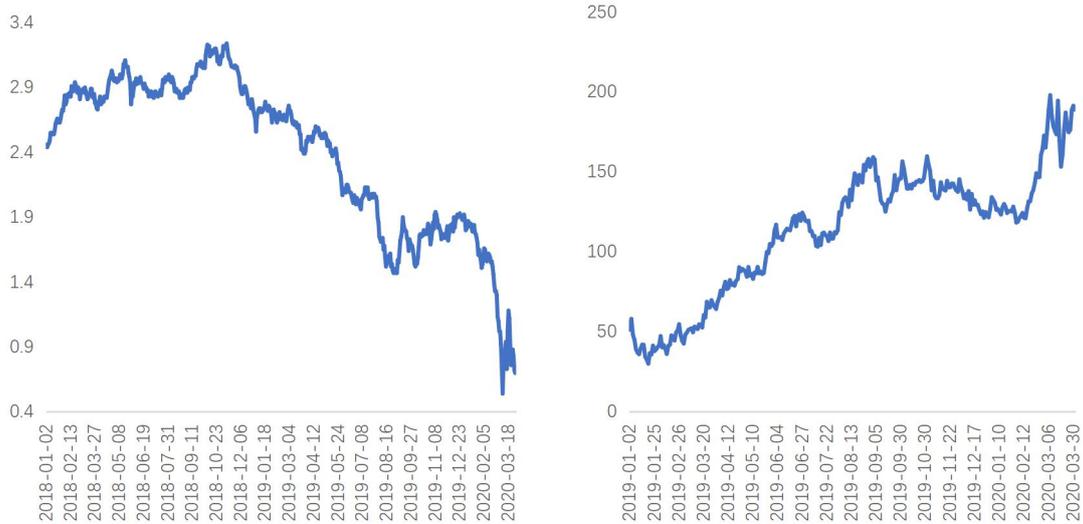


数据来源：WIND，东方金诚

#### 1.4 中美利差

3月全球疫情升级，美联储重启零利率+大规模QE，除中旬在美元流动性危机扰动下收益率有所走高外，当月美债收益率在避险情绪和货币宽松带动下整体下行，月末美国10年期国债收益率报0.7%，较上月末下行43bp，且月内一度触及0.54%的低位。从中美利差来看，3月中国10年期国债收益率下行幅度约为15bp，中美利差相应走阔，月末已达到189bp，较上月末扩大28bp，中国国债对外资的吸引力进一步提升。

**图 8 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

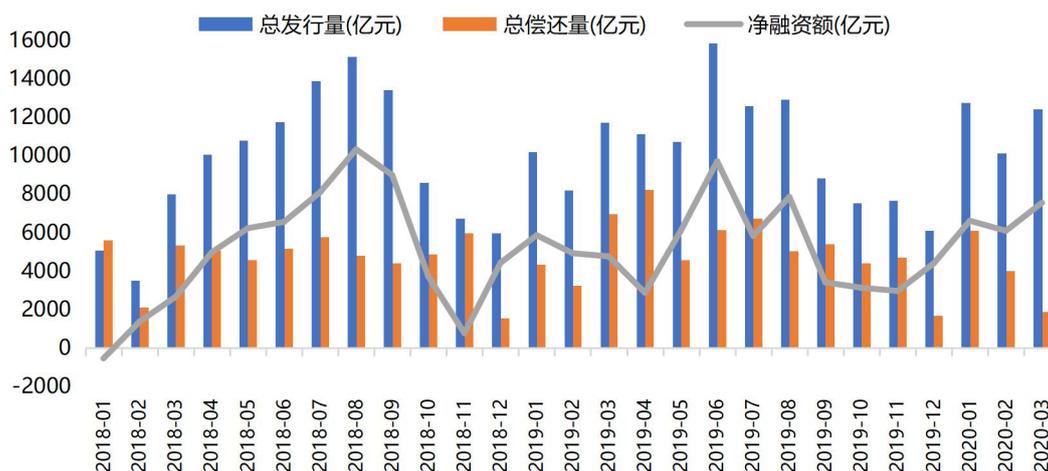
## 2. 一级市场

### 2.1 发行情况

3月共发行利率债184只，比上月减少8只，但发行量环比增加2316亿元至12,439亿元，当月到期量环比减少855亿元，净融资额增加1461亿元至7557亿元。同比来看，3月利率债发行量和净融资额分别增加701亿元和2791亿元。

分券种看，3月国债和政金债的发行量和净融资额同比、环比均有明显增加，地方政府债发行量和净融资额同比、环比有所下降，这与一季度专项债发行节奏前移有关。根据财政部数据，3月新增专项债发行量1331亿元，环比减少1019亿元，同比减少2251亿元；一季度新增专项债发行量共计10829亿元，占提前下达的1.29万亿元额度的84%。

图9 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

**表 5 各类别利率债发行量与净融资额（亿元）**

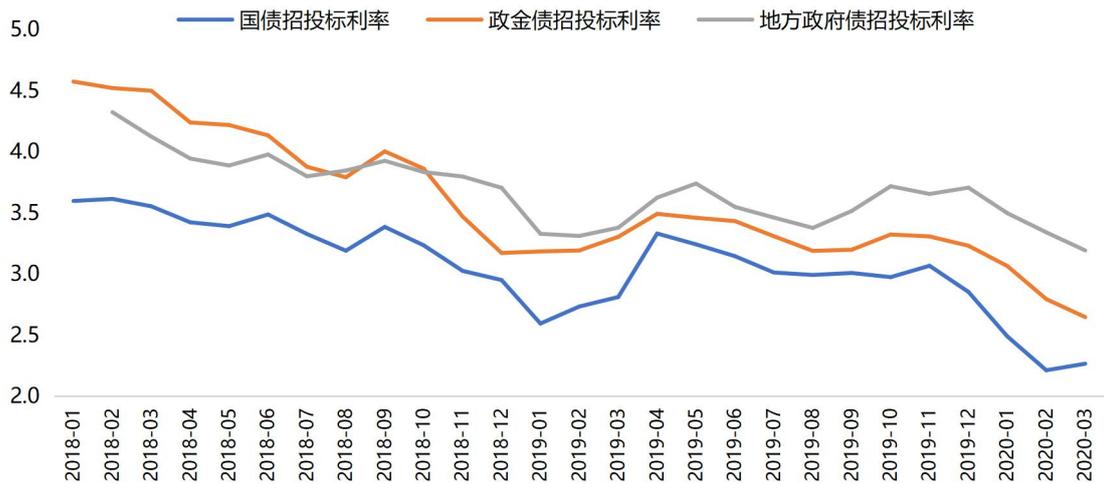
	发行量			净融资额		
	2020.03	2020.02	2019.03	2020.03	2020.02	2019.03
<b>国债</b>	3700	1950	1800	2317	284	-557
<b>政金债</b>	4864	3794	3693	2323	1433	550
<b>地方政府债</b>	3875	4379	6245	2917	4379	4773

数据来源：WIND，东方金诚

## 2.2 发行利率

3 月利率债发行利率整体走低。其中，国债加权平均发行利率环比上行 5.4bp，这与发行期限拉长有关，当月国债加权平均发行期限为 6.3 年，比上月拉长 3.5 年；政金债加权平均发行利率环比下行 14.7bp；地方债加权平均发行利率环比下行 14.8bp。

**图 10 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

3月资金面保持宽松，资金利率中枢下移，带动债市短端利率下行，月末1年期国债收益率较上月末下行24.2bp；长端来看，一方面短端下行为长端打开空间，另一方面，海外疫情发酵，全球避险需求上升，给后续国内经济修复前景蒙上阴影，加之美联储持续加码宽松，带动国内宽松预期升温，月末10年期国债收益率较上月末下行14.8bp。

从月内走势来看，3月国内债市受海外疫情和全球金融市场波动的影响较大。具体来看，月初股市上涨，股债跷跷板效应影响下，债市有所回调；4日美联储紧急降息带动债市上涨，随后海外疫情推升避险情绪，美债收益率接连创下历史新低，影响国内债市长端下行；10日风险偏好回升，美债收益率反弹，国内债市下跌；12日国常会提及定向降准，但未超出市场预期，债市窄幅震荡；13日起，美元流动性危机冲击金融市场，海外市场剧烈震荡，国内债市阶段性受到干扰，长端利率上行；下旬，3月LPR报价未降、美联储开启无限量QE、央行下调7天期逆回购利率20bp等消息提振市场情绪，债市

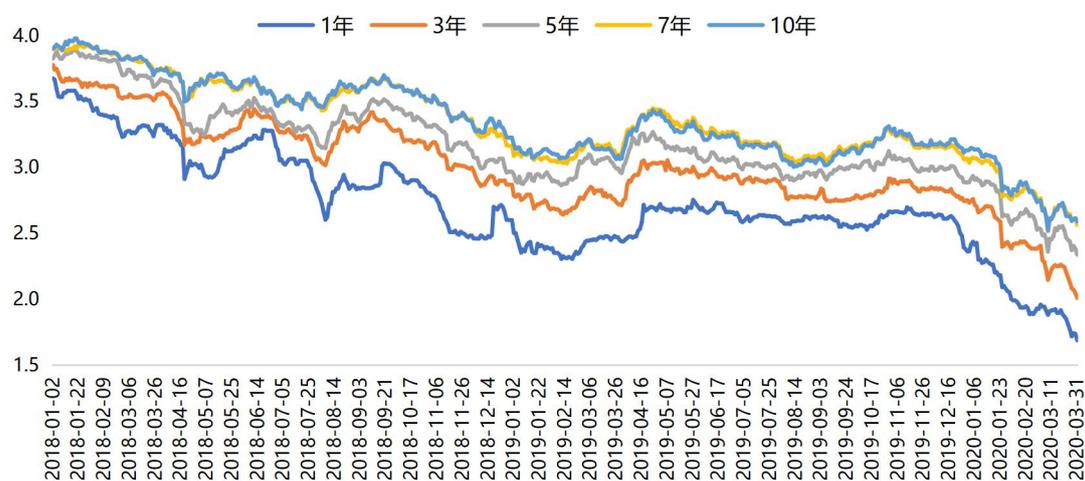
重拾涨势。

表 6 3 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	-24.21	1Y	-29.92	1Y	-10.05
3Y	-37.45	3Y	-35.76	3Y	-6.04
5Y	-18.94	5Y	-23.53	5Y	-14.62
7Y	-18.39	7Y	-13.34	7Y	-7.13
10Y	-14.77	10Y	-25.13	10Y	-4.34

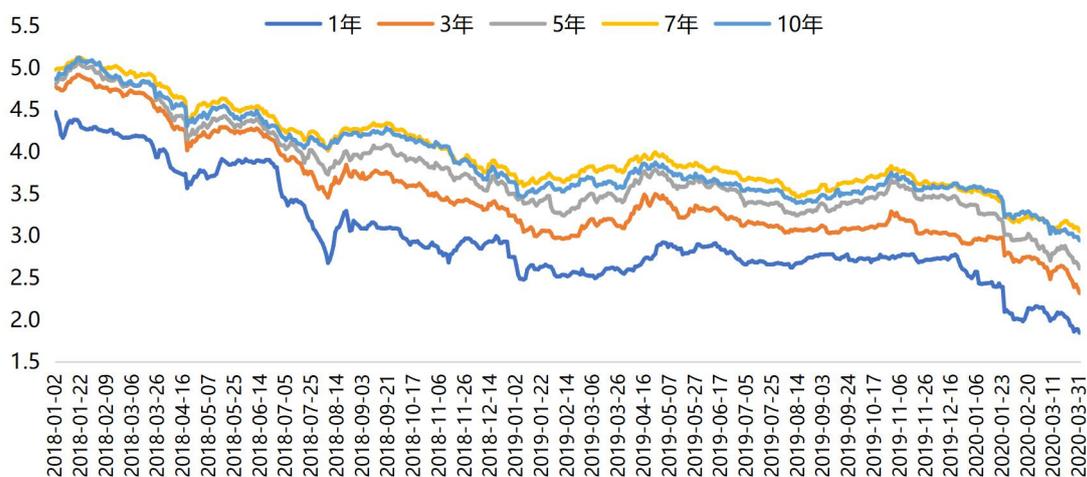
数据来源: WIND, 东方金诚

图 11 各期限国债到期收益率 (%)



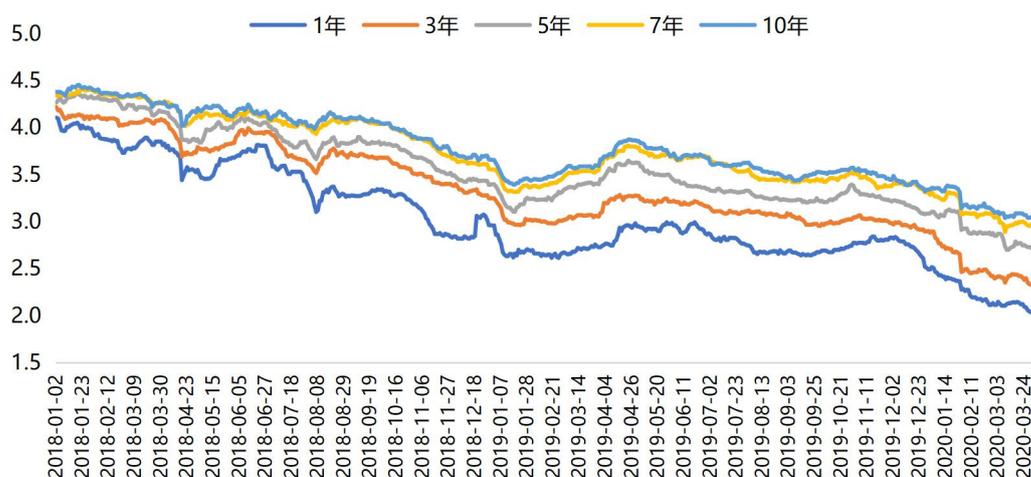
数据来源: WIND, 东方金诚

图 12 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

**图 13 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，3 月末国债各期限利差较上月末多数上行，其中，10Y-1Y

利差较上月末扩大 9.44bp。

**表 7 3 月国债期限利差变动情况 (BP)**

	3 月末	2 月末	变动幅度
3Y-1Y	32.16	45.40	-13.24
5Y-3Y	32.86	14.35	18.51
7Y-5Y	22.66	22.11	0.55
10Y-7Y	2.61	-1.01	3.62
10Y-1Y	90.29	80.85	9.44

数据来源：WIND，东方金诚

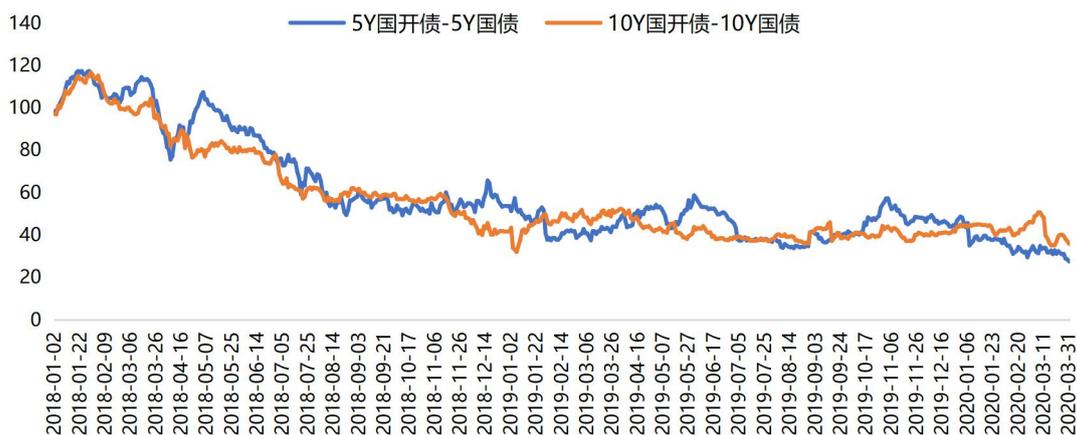
国开债和国债利差方面，3 月末 5 年期国开债和国债利差较上月末下行

4.59bp 至 27.49bp，10 年期国开债和国债利差下行 10.36bp 至 35.77bp；

同期 5 年期国开债隐含税率收窄 0.74 个百分点，10 年期国开债隐含税率收窄

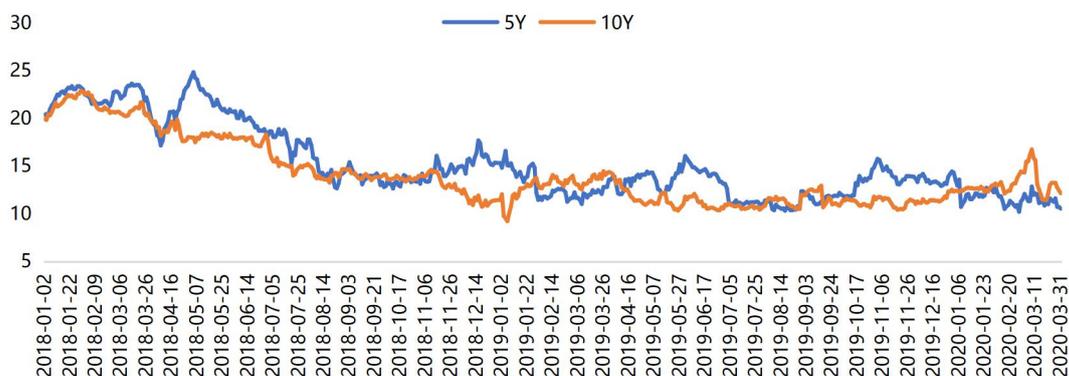
2.29 个百分点。

**图 14 国开债和国债利差走势 (BP)**



数据来源：WIND，东方金诚

图 15 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 4 月利率债市场展望

4 月 3 日央行宣布年内第三次降准，同时宣布 4 月 7 日大幅下调超额存款准备金利率 37bp，这是此项政策利率近 12 年来的首次调降。央行此番量价结合的操作释放出货币宽松力度加大信号，尤其是下调超额存款准备金利率超出市场普遍预期。由于超额存款准备金利率被视作利率走廊下限，其调降带动货币市场利率中枢下移，对债市中短端利率产生直接影响，并引导长端利率下行。

从后期走势来看，4 月资金面压力主要来自于缴税、政府债券发行缴款，以及 MLF 和 TMLF 到期——当月有 2000 亿 MLF 和 2674 亿 TMLF 到期。不过，当前央行呵护流动性充裕的态度明确，月内降准将释放大约 4000 亿长期资金，17 日 MLF 到期也有望续作，并有望下调 MLF 中标利率 20bp，同时，中下旬央行料将重启逆回购操作来对冲短期流动性缺口。整体上看，4 月流动性将保持充裕，资金利率中枢有望进一步下行。目前债市短端利率已经突破 2015 年前低，但距离 2008-09 年的低位仍有约 40bp 左右的距离。长端方面，

期限利差和中美利差均处高位，长端利率安全垫较足，短端下行也将引导长端走低，但在前期利好多数兑现后，短期内财政发力和经济修复预期将制约长端下行空间，2.4%或为关键阻力位，预计4月利率曲线仍将陡峭化下移。

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。