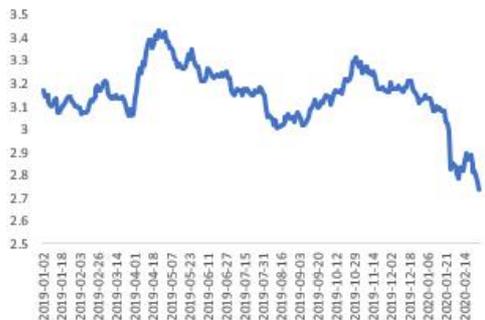


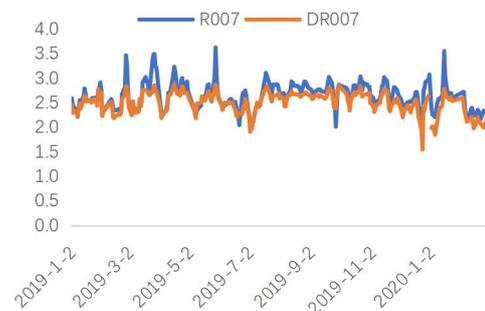
疫情蔓延下全球宽松可期 国内债市仍将维持强势

——2020年2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3月4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) **疫情形势:** 国内疫情控制成效明显, 但国外疫情正加速扩散, 这在加大国内疫情反复压力的同时, 还将冲击全球供应链、影响外部需求, 延缓后期国内经济增速回升的速度。
 - (2) **宏观经济运行:** 2月宏观经济供需两端受到明显抑制, 官方 PMI 指数创历史新低, 预计 3 月 PMI 指数将出现 V 型反转, 但反弹幅度取决于实际复工情况和政策落地、执行效果; 疫情对食品价格推升作用有限, 但 2 月猪肉价格涨幅扩大, 将带动 CPI 继续高位运行, 疫情影响下 PPI 同比或再度转负。
 - (3) **政策环境:** 货币宽松节奏加快, 精准发力特征突出, 措施以结构性为主, 总量宽松相对克制; 后续进一步宽松可期, 但上半年下调存款基准利率的可能性不大。
 - (4) **流动性环境:** 2 月央行公开市场操作净回笼资金 3800 亿, 相比去年同期明显减少; 受益于前期降准、节后现金回流以及央行流动性呵护等, 2 月资金面持续宽松, 货币市场利率中枢下移。
 - (5) **中美利差:** 疫情全球扩散带动避险需求上升, 加之美联储降息预期升温, 2 月美债大涨。月末中美利差已达到 161bp, 中国国债对外资的吸引力进一步提升。
- **一级市场:** 2 月利率债发行量和净融资额环比下降, 主因地方债发行缩量, 这主要受专项债发行额度限制; 当月发行利率继续走低。

- **二级市场：**2月债市短端利率在流动性宽松带动下持续走低；长端走势较为波折——2月3日债市大涨后，由于市场担心长端利率下行空间已经有限，以及疫情形势好转和后续经济回升带来的利率上行风险，对长久期利率债的配置较为犹疑，长端利率开始窄幅震荡，收益率曲线牛陡；下旬，国外疫情扩散推升避险情绪，长端利率下行，曲线牛平。
- **3月利率债市场展望：**海外疫情扩散，给宏观经济走势增加了新的不确定性。同时，各国央行加大宽松力度预期升温，3月3日美联储降息50bp或将引领新一轮全球性宽松，这将给我国留出更大的货币宽松空间。在此背景下，叠加一季度经济增速将显著放缓，预计国内稳增长措施将继续推出，流动性会保持充裕，债市短端利率料将维持低位，长端仍有下行空间。预计3月债市将保持强势，收益率曲线有望进一步走向牛平。

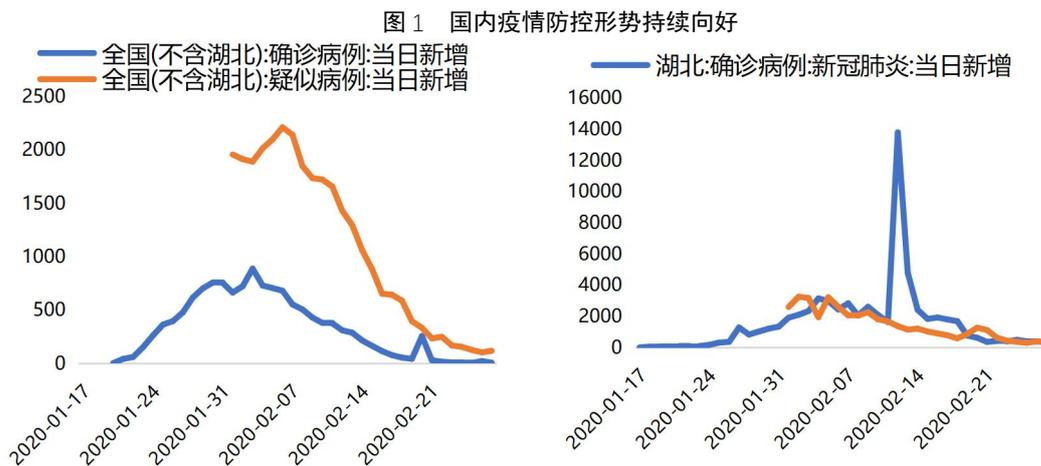
1. 债市运行环境

1.1 国内外疫情形势

(1) 国内疫情控制成效明显

以新增确诊病例为考察指标，从2月4日起，国内疫情形势整体开始向好。湖北省以外全国新增确诊病例在2月3日达到最高点889例，此后开始持续减少（除2月20日因监狱系统确诊病例集中披露出现一个小高峰外），截至2月底已下降至个位数（2月29日为3例），且3月1日当日全国有30个省市区无新增确诊病例。而从湖北省情况来看，从2月5日起，除2月12日受确诊标准变化以及入户排查、应收尽收政策影响，确诊人数达到13797例以外，每日新增确诊病例整体上也呈现下行趋势，3月1日已降至196例。

可以看到，到2月底为止，此前采取的封城、停工停学、居家隔离等措施在控制疫情扩散方面的成效明显，并且以14天潜伏期为标准，应该说国内疫情防控也顶住了2月3日和2月10日两波“返工潮”带来的疫情反复压力。因此，单纯从国内情况来看，结合非典时期的疫情走势，目前新冠疫情已经处于从“初步控制”向“稳定期”过渡的阶段，钟南山院士团队所预测的“疫情在4月底基本控制”实现的可能性很大。



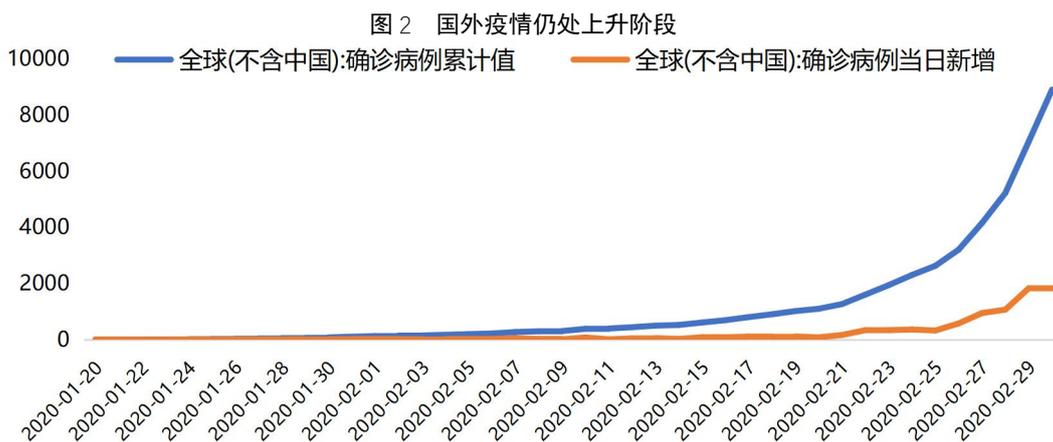
数据来源：WIND

(2) 国外疫情形势不容乐观

在国内疫情控制取得成效的同时，国外疫情呈现加速扩散态势。截至3月1日，全球（不含中国）累计确诊病例已经达到8904例，其中，3月1日当日新增1846例，远超同一日中国境内新增病例数。截至3月1日，疫情已扩散至不含中国在内的57个国家，其中，韩国、意大利和伊朗疫情形势最为严峻，累计确诊病例分别达到4212例、1713例和978例，且意大利和伊朗已经成为地区重要扩散源。此外，部分国家，如日本、美国，可能存在

因检测标准较高导致的疫情低估现象。整体上看，国外疫情仍处上升阶段。而受国外疫情加速演绎推升避险情绪影响，2月最后一周全球股市接连大跌，美债收益率创历史新低，也对国内债市情绪产生提振。

国外疫情扩散对国内的影响至少体现在两个方面：一是输入性病例导致的疫情反复，这一风险可以通过加强边境检测及采取入境人员隔离措施等加以缓解，目前来看比较可控；二是疫情全球化加剧全球经济下行压力，尤其是与我国经贸联系密切的日本、韩国等国疫情形势较为严重，这将冲击全球供应链、影响全球总需求，从供需两端拖累我国经济增长，拉低后疫情阶段国内经济增速回升的速度。从各国目前已经采取的防疫措施来看，防疫力度相较中国均存在一定差距，同时考虑到欠发达国家医疗卫生水平较差，疫情全球蔓延的风险不容低估。后续需密切关注国外疫情进展，及时调整对经济基本面和政策走向的预测。



数据来源：WIND

1.2 宏观经济运行

(1) 宏观经济供需两端受到明显抑制，官方 PMI 指数创历史新低

2月进入本次疫情高发期，加之全国性的隔离防控措施，宏观经济供需两端受到明显抑制。从需求侧来看，除食品和日常必需品以外，其他商品和服务消费基本处于停滞状态。最直观的体现即为汽车销量的大幅下滑，根据乘联会公布的数据，2月各周乘用车销量同比降幅均在50%以上，后三周降幅在90%左右。同时，2月各周30大中城市商品房成交套数和成交面积同比降幅也超过50%，这意味着涉房消费同比也将大幅下滑。我们预计，2月社零同比将进入负增状态，1-2月累计增速将降至2%左右。

表 1 2月汽车销量大幅下滑

	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

数据来源: WIND

表 2 2月房地产销售端受到明显抑制

	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	8,330	-70	92	-68
2020-02-02	429	-98	5	-98
2020-02-09	360	-77	4	-81
2020-02-16	3,024	-84	32	-84
2020-02-23	7,147	-74	77	-74
2020-03-01	12,523	-58	130	-58

数据来源: WIND

从供给侧来看, 1月下旬疫情升级以来, 全国性的防控隔离措施对企业开工造成沉重打击, 节后用工困难、复工延迟、物流受阻, 生产端景气度短期内受挫。就高频数据六大发电厂日均耗煤量和高炉开工率来看, 相较于历史上农历春节过后往往出现的V字形反弹, 今年2月两项数据大体呈现出快速下滑的态势。另外, 从国网浙江电力公布的浙江省复产指数来看, 2月浙江整体复产率仅为47.3%, 上年同期为99.2%; 浙江为全国制造业大省, 其复工情况颇具代表性。

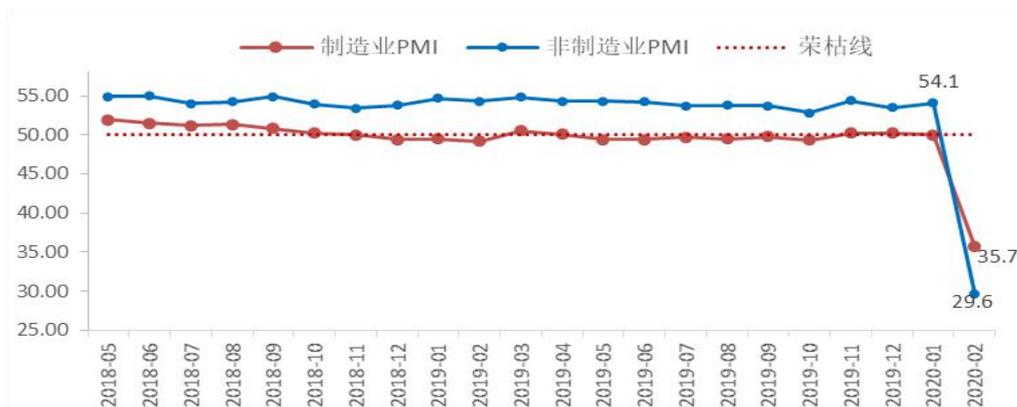
图 3 发电厂耗煤量及高炉开工率



数据来源：WIND，东方金诚

在此背景下，2月制造业和非制造业 PMI 指数大幅下行，均创有历史记录以来的最低点。其中，制造业 PMI 为 35.7，前值 50，预期值 46；非制造业商务活动指数为 29.6，前值 54.1；综合 PMI 产出指数为 28.9，前值 53。可以看到，2月非制造业 PMI 指数降幅更大，显示本次疫情对服务业冲击更为明显。从后期走势来看，伴随近期疫情稳定趋缓，政策支持下各地复工复产进度加快，预计 3 月 PMI 指数将出现 V 型反转，但反弹幅度取决于实际复工情况和政策落地、执行效果。

图 4 制造业和非制造业 PMI 指数（季节调整）



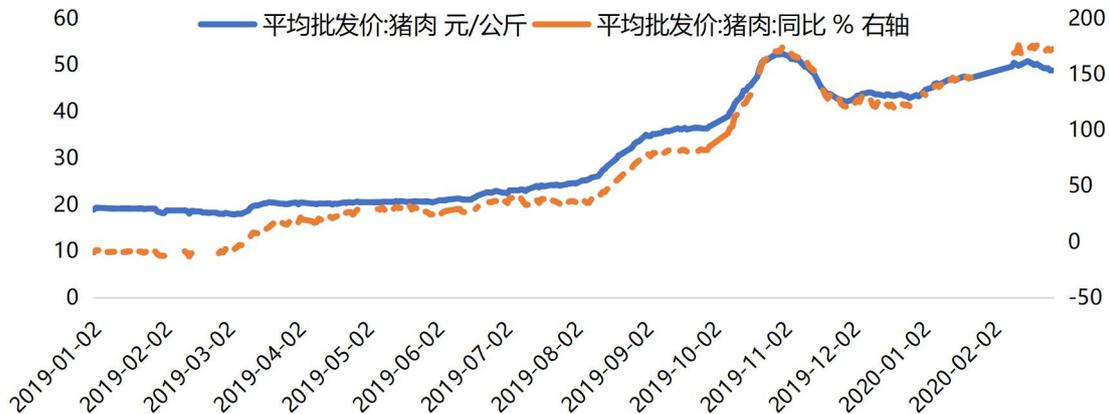
数据来源：WIND，东方金诚

(2) 猪肉价格带动 CPI 继续高位运行，疫情影响下 PPI 同比或再度转负

在疫情对 CPI 影响方面，尽管短期内商品生产及物流方面会受到一定冲击，对 2 月 CPI 可能有小幅推高作用，但从 2003 年 SARS 疫情高峰期间的情况来看，这种影响较为有限，不会带动 CPI 明显上升。从 2 月高频数据来看，疫情对食品价格的推升作用有限。除猪肉价格同比涨幅进一步扩大以外，牛肉、羊肉、鸡肉、鸡蛋、重点监测蔬菜、重点监测水果等

价格同比涨幅均低于 1 月，或与 1 月大致持平。不过，在猪肉价格拉动下，预计 2 月 CPI 还将运行于 5.0%左右的高位。

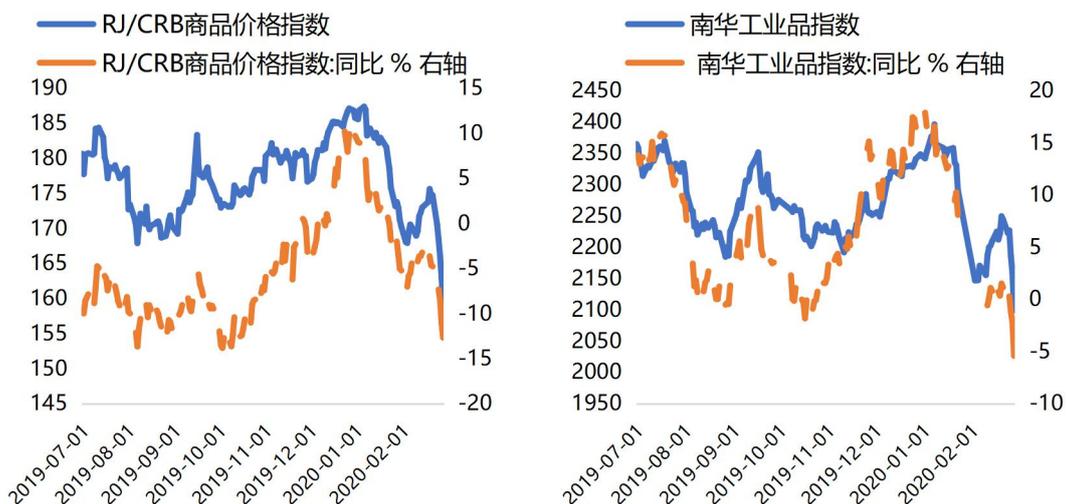
图 5 制造业和非制造业 PMI 指数（季节调整）



数据来源：WIND，东方金诚

PPI 方面，疫情对 PPI 的下拉作用明显。从国际大宗商品价格走势来看，疫情爆发后，由于需求前景大幅减弱，国际大宗商品价格指数持续下跌，同比涨幅由正转负，且在 2 月底同比降幅已扩大至两位数。从国内来看，2 月南华工业品指数整体走低，同比涨幅明显收敛，且月底已降至负增区间。由此，我们判断 2 月 PPI 同比或将再度转负。

图 6 2 月国际大宗商品和国内工业品价格大幅下跌



数据来源：WIND

1.3 政策环境

货币宽松节奏加快，精准发力特征突出，后续进一步宽松可期，但上半年下调存款基准利率的可能性不大

2月3日以来,央行先后运用逆回购操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等数量型工具,推动市场流动性处于较高水平,支持金融机构加大对重点企业定向信贷投放;同时,央行也下调了公开市场操作利率和中期借贷便利(MLF)利率——下调幅度为10bp,超过2019年11月的下调5bp;此外,也对疫情期间银行不良贷款率等指标考核进行了灵活把握。总体上看,以上措施以结构型为主,精准发力特征突出,在总量放松方面较为克制。

我们认为,接下来为助力企业复工复产,加大货币政策逆周期调节力度,除以上措施外,央行还将择机实施2019年普惠金融定向降准动态考核,释放长期流动性。此外,全面降准、下调存款基准利率等也储备在央行政策工具箱中,可择机使用。未来货币政策的实施节奏、力度以及政策工具选择,将主要取决于稳增长、控通胀和防风险之间的平衡;就疫情期间来看,货币政策向稳增长方向适度倾斜,进一步宽松依然可期。

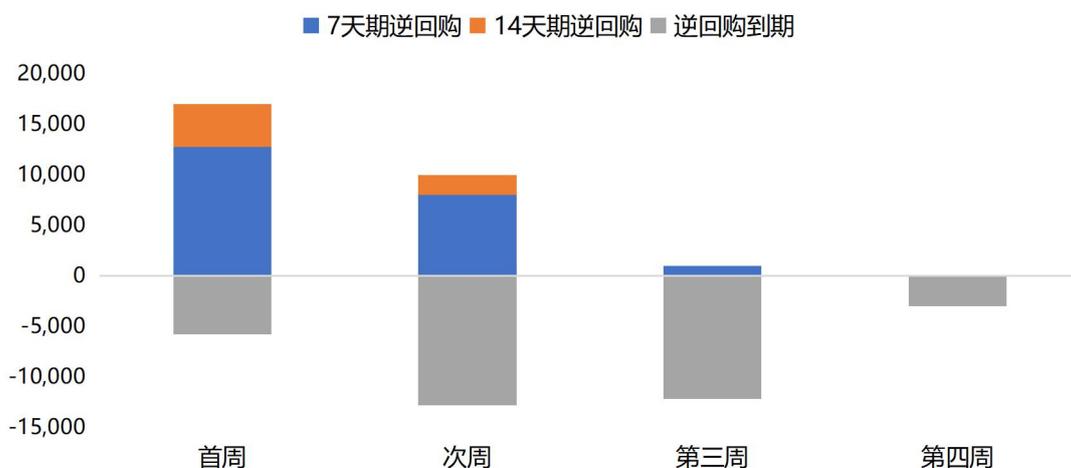
值得一提的是,目前市场较为关注央行下调存款基准利率的可能性。2月22日,刘国强副行长表示,存款基准利率是我国利率体系的“压舱石”,将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署,综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况,适时适度进行调整。这一表态直接带动近期市场对调整存款基准利率的讨论有所升温。考虑到当前存款成本在整个银行负债成本中的占比,下调存款基准利率对银行负债成本的影响将远大于下调公开市场操作利率及MLF利率。另外,今年监管层将推动浮息存量贷款转向LPR定价,银行将面临更大的净息差收窄压力,下调存款基准利率能够在很大程度上缓解这一问题。

不过,目前影响存款基准利率下调的一个主要考虑是通胀。1月CPI同比涨幅达到5.4%,处于近8年来高位,而且预计年内CPI整体涨幅也将在3.0%左右。这意味着当前1年期存款基准利率减去通胀率已处于较深的负利率状态。不过,近年来扣除食品和能源价格之后的核心CPI涨幅持续走低,1月该指标仅为1.5%,未来一段时间拐头向上的可能性也不大。这意味着降息引发全面通胀的风险较小。由此,综合考虑宏观经济降成本、控通胀及防风险等因素,我们认为当前存款基准利率仅存在0.25个百分点的小幅下调空间,而且上半年实施下调的可能性很小。换言之,下调存款基准利率会储备在央行政策工具箱里,但短期内不一定动用。

1.4 流动性环境

从公开市场操作来看，2月央行公开市场操作大体呈现先投放后回笼的特征（见图7），流动性投放主要集中在第一周，主要目的是稳定市场预期。具体来看，2月央行逆回购资金投放量为2.8万亿，到期量3.38万亿，净回笼资金5800亿；同时，2月17日央行开展2000亿MLF操作，当月无MLF到期，净投放资金2000亿。综合来看，2月央行公开市场操作净回笼资金3800亿，相比2019年同期回笼1.2万亿来说，银行体系流动性仍较为充裕。

图7 2月央行逆回购操作情况（单位：亿元）



数据来源：WIND，东方金诚

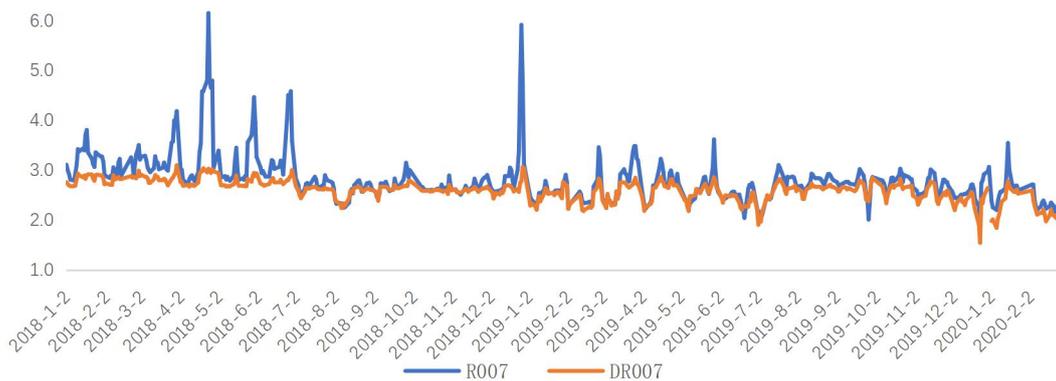
由此，受益于前期降准、节后现金回流以及央行流动性呵护等因素，2月以来资金面持续宽松，货币市场利率中枢下移。

表3 质押式回购加权利率变动情况

	2020年1月均值 (%)	2020年2月均值 (%)	变动 (BP)
R001	2.0092	1.7158	-29.34
R007	2.6663	2.3584	-30.79
DR001	1.9096	1.6043	-30.54
DR007	2.3985	2.1728	-22.57

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 (%)



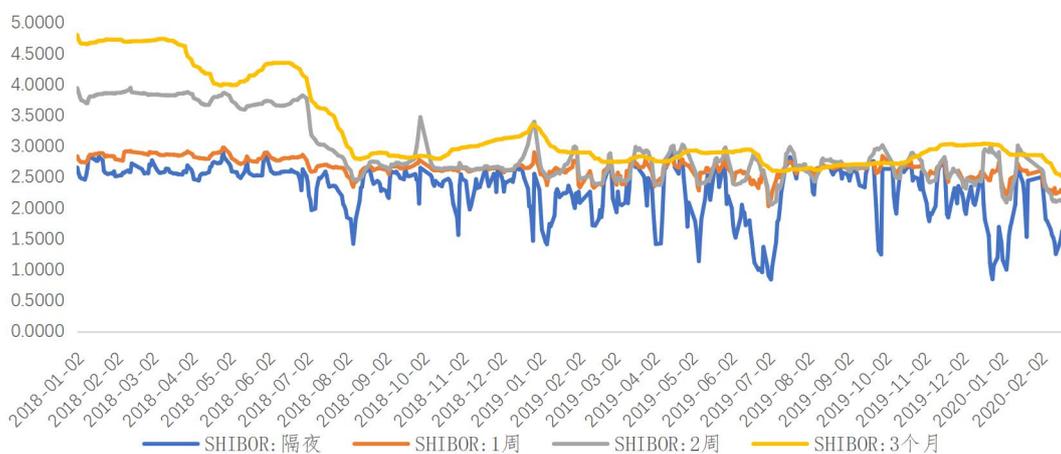
数据来源：WIND，东方金诚

表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020 年 1 月均值 (%)	2020 年 2 月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.9250	1.6397	-28.53
1W	2.5121	2.2949	-21.72
2W	2.5729	2.2016	-37.13
1M	2.7564	2.4713	-28.51
3M	2.8826	2.6012	-28.14
6M	2.9317	2.6954	-23.63
9M	2.9768	2.7609	-21.60
1Y	3.0203	2.8267	-19.36

数据来源：WIND，东方金诚

图 9 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



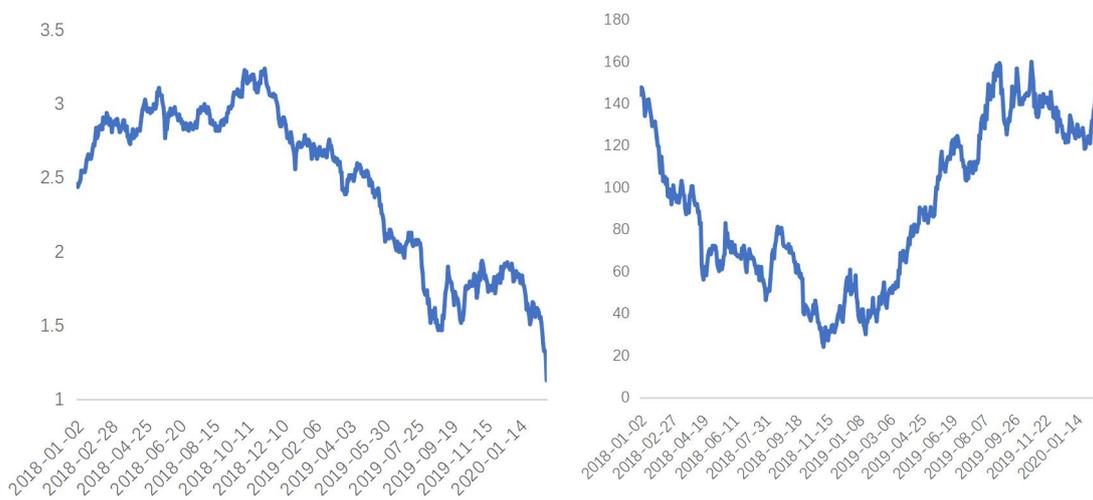
数据来源：WIND，东方金诚

从 3 月情况来看，预计税期、政府债券发行缴款等因素将对资金面产生一定扰动，但在降成本、扩信用、稳预期等诉求下，央行会加大流动性投放进行对冲。此外，3 月央行还有可能会择机实施普惠金融定向降准动态考核，释放长期流动性。整体上看，3 月流动性有望延续合理充裕，资金利率将保持低位波动。

1.5 中美利差

受疫情全球化扩散影响，全球经济增长前景减弱，避险需求上升，美联储降息预期明显升温。在此背景下，2月美债大涨。月末美国10年期国债收益率已降至1.13%，较上月末下行38bp，并创历史新低。3月3日美联储宣布降息50bp，但此前10年期美债收益率已经基本定价了3月降息预期。不过，如果美国以及全球疫情形势进一步加剧，美联储连续嫁给你西，不排除10年期美债收益率下破1.0%的可能性。从中美利差来看，2月中国10年期国债收益率下行幅度约为26bp，中美利差相应走阔，月末已达到161bp，中国国债对外资的吸引力进一步提升。

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

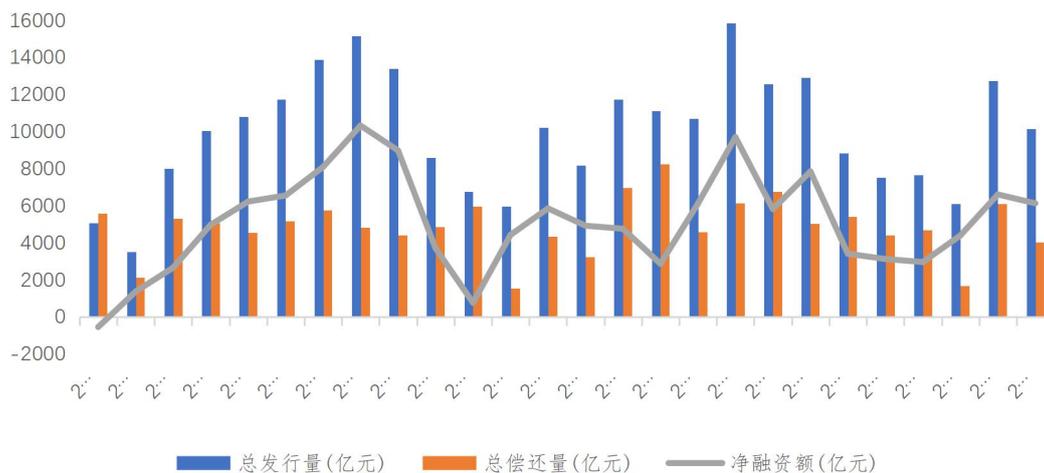
2. 一级市场

2.1 发行情况

2月共发行利率债193只，比上月减少143只，发行量共计10165亿元，环比减少2576亿元，当月到期量环比减少2097亿元，净融资额减少479亿元至6137亿元。同比来看，2月利率债发行量和净融资额分别增加1793亿元和1209亿元。

2月利率债发行量和净融资额环比下降主因地方债发行较1月缩量，这主要受专项债发行额度限制。去年11月底，财政部提前下达了1万亿新增专项债额度，1月新增专项债发行量就超过7000亿；2月11日，财政部又下达了2900亿新增专项债额度，这样2月可供发行的新增专项债额度共计5752亿，较之1月发行量有明显减少。

图 11 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

表 5 各类利率债发行量与净融资额（亿元）

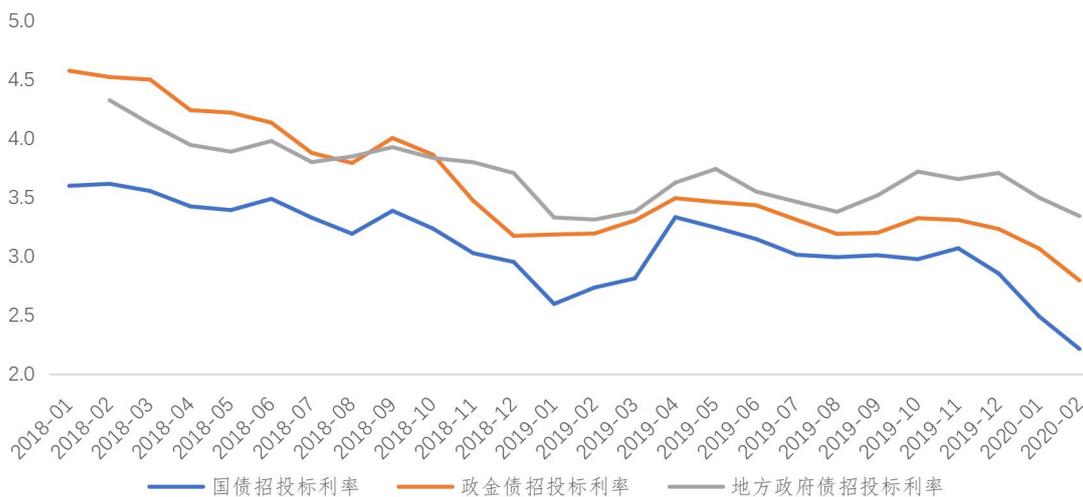
	发行量			净融资额		
	2020.02	2020.01	2019.02	2020.02	2020.01	2019.02
国债	1950	1700	1600	284	-1173	309
政金债	3794	3190	2950	1433	-62	1240
地方政府债	4421	7851	3642	4421	7851	3379

数据来源：WIND，东方金诚

2.2 发行利率

2月利率债发行利率继续走低。当月国债加权平均发行利率环比下行 27.7BP，政金债加权平均发行利率环比下行 27.1B，地方债加权平均发行利率环比下行 15.7BP。

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

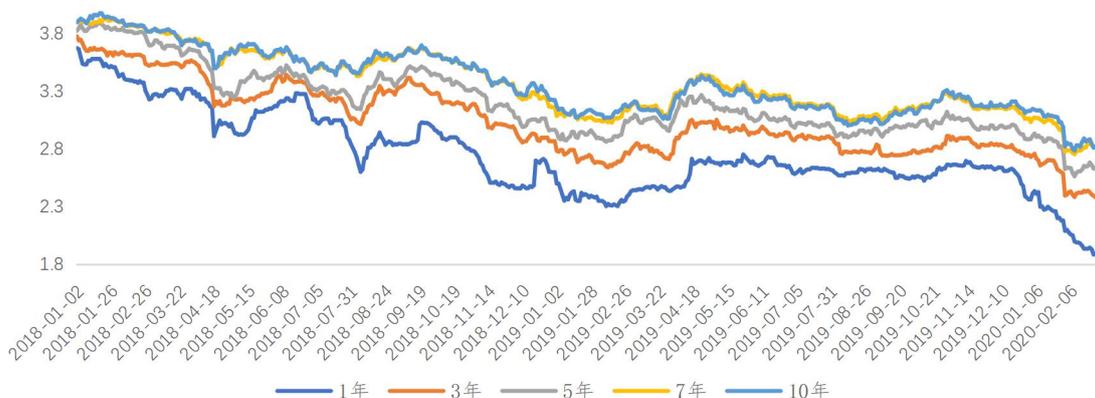
2月债市短端利率在流动性宽松带动下持续走低；长端走势较为波折——由于春节期间疫情扩大积累的避险情绪集中释放，加之央行降息提振市场情绪，年后第一个交易日（2月3日）债市大涨，10年期国债收益率较年前最后一个交易日（1月23日）下行17bp；此后，由于市场担心长端利率下行空间已经有限，以及疫情形势好转和后续经济回升带来的利率上行风险，对长久期利率债的配置较为犹疑，长端利率开始窄幅震荡，收益率曲线牛陡；及至下旬，国外疫情扩散推升避险情绪，长端利率下行，曲线牛平。

表6 2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	-25.19	1Y	-24.80	1Y	-25.24
3Y	-20.46	3Y	-29.90	3Y	-25.94
5Y	-26.17	5Y	-31.74	5Y	-22.37
7Y	-19.02	7Y	-19.42	7Y	-19.70
10Y	-25.56	10Y	-21.38	10Y	-21.65

数据来源：WIND，东方金诚

图13 各期限国债到期收益率（%）



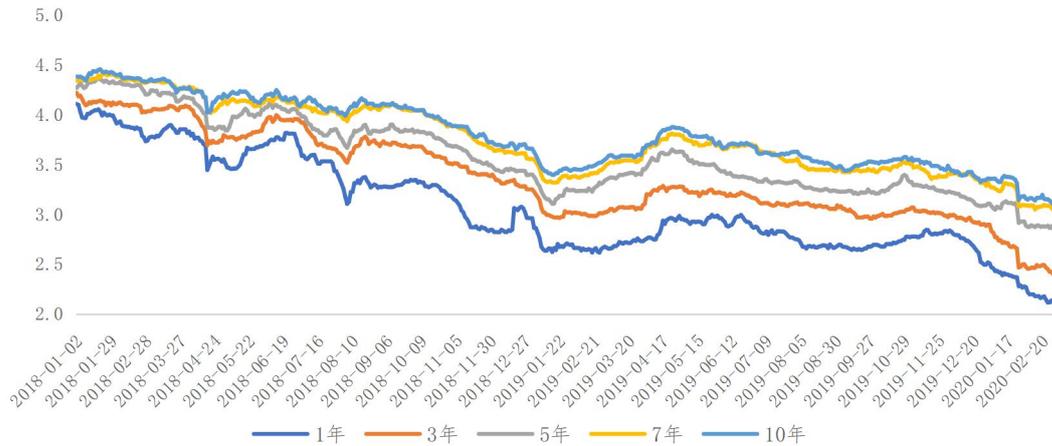
数据来源：WIND，东方金诚

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，2月国债期限利差总体先走阔后收敛，月末各期限利差较上月末涨跌互现，其中，10Y-1Y利差与上月末基本持平。

表 7 2月国债期限利差变动情况 (BP)

	2月末	1月末	变动幅度
3Y-1Y	45.40	40.67	4.73
5Y-3Y	14.35	20.06	-5.71
7Y-5Y	22.11	14.96	7.15
10Y-7Y	-1.01	5.53	-6.54
10Y-1Y	80.85	81.22	-0.37

数据来源：WIND，东方金诚

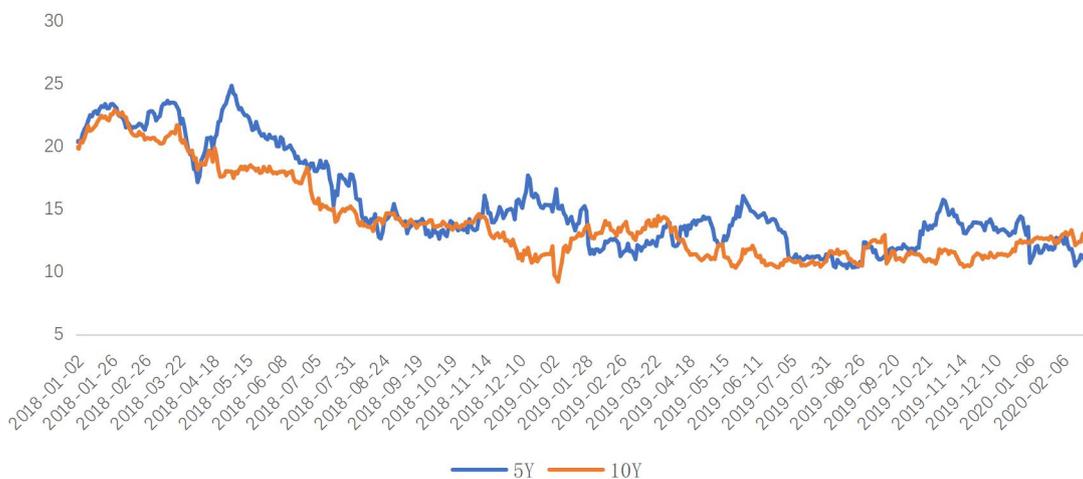
国开债和国债利差方面，2月末5年期国开债和国债利差较上月末下行5.57BP至32.08BP，10年期国开债和国债利差上行4.18BP至46.13BP，同期5年期国开债隐含税率收窄0.63个百分点，10年期国开债隐含税率扩大2.13个百分点。

图 16 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 17 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

4. 3 月利率债市场展望

海外疫情的扩散令国内疫情在短时间内完全解除、经济 V 型反转的前景蒙上了阴影。一方面,即便国内控制住境外疫情的输入,这也意味着仍需采取必要的防控措施,大到宏观经济运行,小到微观企业经营和个人生活消费都难以完全恢复到无疫情状态;另一方面,如前文所述,疫情全球化加剧全球经济下行压力,尤其是与我国经贸联系密切的日本、韩国等国疫情形势较为严重,这将冲击全球供应链、影响全球总需求,从供需两端拖累我国经济增长,拉低后疫情阶段国内经济增速回升的速度。此外,疫情背景下,各国央行加大宽松力度对冲疫情负面冲击的预期升温,3月3日美联储降息 50bp 或将引领新一轮全球性宽松,这将给我国留出更大的货币宽松空间。在此背景下,叠加一季度经济增速将显著放缓,预计国内宽松措施将继续推出,流动性将保持充裕,债市短端利率料将维持低位,长端仍有下行空间。预计 3 月债市将保持强势,收益率曲线有望进一步走向牛平。

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。