

疫情影响下利率仍有下行空间 信用债违约风险依然可控

——新冠肺炎疫情对债券市场的影响分析（一）

主要观点

■ 疫情扰动下的债市运行环境：

- 市场对疫情拐点出现的预期正在积累，但需密切关注疫情形势反复造成的二次冲击；
- 基准情景下，疫情将下拉 2020 年一季度 GDP 增速 1 个百分点左右，全年经济增速保持在 5.7%；疫情对今年通胀走势难有实质性影响；
- 当前货币政策节奏有所加快，逆周期调节力度加大，预计全年 MLF 利率仍将下调 40bp，流动性处于充裕状态，而资管新规过渡期延长也将对债市偏于利好。

■ 疫情扰动下的利率走势：

- 短期内央行货币政策对冲料将继续跟进，债券收益率仍将有下行趋势；
- 在央行流动性呵护下，债市短端利率将保持低位，长端利率有望下行；基准情景下，预计 10 年期国债收益率还有 10bp 左右的下行空间；
- 疫情拐点确认后，利率将现一定幅度反弹，随后回归基本面驱动，但今年债市应当不会重现 2003 年下半年牛熊切换的局面，我们继续维持对 2020 年债牛延续的判断。

■ 疫情扰动下的信用风险演化和信用策略：

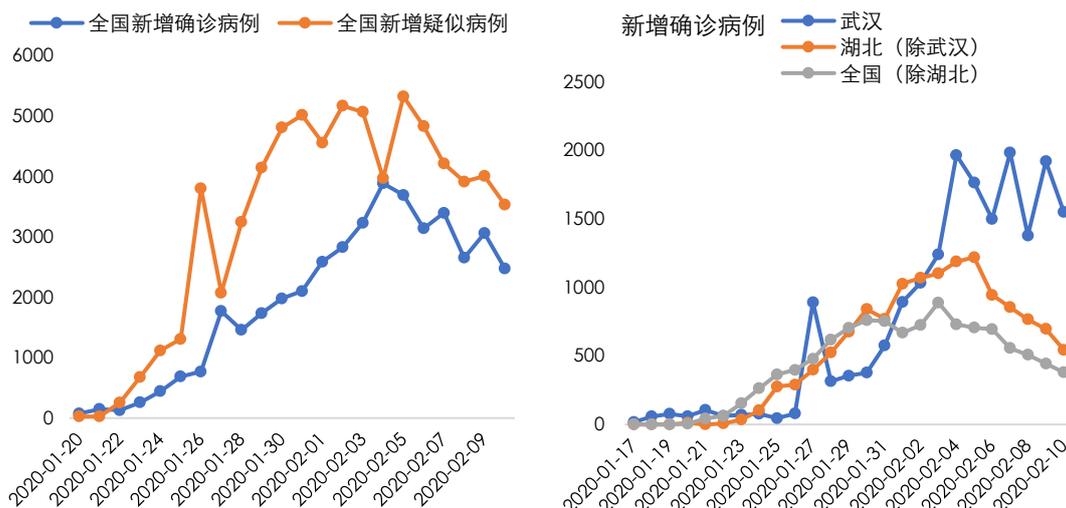
- 疫情影响下，信用债收益率将跟随利率债下行，后期利差走势有望纠偏性收敛；高等级信用债凸显配置价值，市场对低等级信用债违约风险的担忧将有所上升，等级利差有走阔压力；
- 疫情对产业债的影响大于城投债，政策对冲角度看，对城投债偏利好；下游行业将受到直接冲击，中上游行业安全边际相对较高；民企和国企间信用分化将趋于加大；
- 疫情对企业收入和盈利能力产生负面影响，但受政策对疫情影响较大行业和区域定向发力作用，基准情景下，债市违约风险不会出现大幅走高局面。

一、新冠肺炎疫情扰动下的债市运行环境

新冠肺炎疫情作为典型的“黑天鹅”事件，对今年宏观经济的正常运行和政策应对都产生了明显扰动。从对债市的影响来看，经济增速放缓以及宽松货币政策的对冲，对利率债市场会产生明确利好，尽管对于利率下行的幅度，市场存在着分歧，我们认为这主要取决于疫情形势的演变，这直接决定了疫情将在多大程度上影响经济走势和宽松力度；对信用债市场而言，疫情影响具有结构性的特点，主要体现在微观企业经营受到负面冲击，违约风险的边际上升将会进一步压低本来就不高的风险偏好。

目前市场对疫情拐点出现的预期正在积累，但需密切关注疫情形势反复造成的二次冲击。1月23日武汉封城后，中国经济运行正式进入疫情周期。在经过了大约半个月的上行期之后，2月4日以来武汉之外的全国其他地区新增确诊病例和新增疑似病例数量持续下降——截至2月13日已连续下降10天，除湖北外各地都出现了疫情初步被遏制住的情况。从市场声音来看，疫情拐点形成的预期已经开始积聚。但目前确认拐点出现或为时尚早。一方面，湖北省，尤其是武汉的疫情形势仍然严峻。2月12日中央指导组副组长陈一新在分析武汉疫情防控形势时指出，“武汉感染人数未摸清，潜在被感染基数或较大”，这也意味着，武汉的疫情形势仍不完全明朗。另一方面，2月10日全国范围内组织有序复工，人员开始大规模流动，需要密切关注湖北以外的其他地区，尤其是人口流入的大城市，疫情出现第二波高峰的可能。

图1 2月4日以来，疫情整体上呈现被初步遏制态势



数据来源：国家卫健委，Wind，东方金诚

基于此，分析疫情对基本面和债市的影响并预测后续走势，仍需假设不同情景。情景一是疫情防控效果持续显现，到3、4月份实现完全控制；情景二是返工潮出现，以及此前防控初显成效后民众防控意识可能会有所松懈，导致疫情反复，疫情一直持续到5月份气温转暖，并在上半年完全控制住；情景三较为悲观，即疫情会持续至下半年甚至更久，但我们认为政府将极力避免这种情景出现。

从市场观点来看，多数认为疫情爆发期在一季度，其对经济的负面冲击也主要集中在一季度；二季度会得到有效控制，疫情影响虽然还会存在，如因居民仍心有余悸，一些线下的餐饮、旅游活动等仍然会受到影响，但整体来看此前推迟的消费需求将集中释放，经济活动将得到有序恢复，GDP增速有望明显反弹，到下半年经济运行将会回到正常轨道。**以此为基准假设（即情景一），预计疫情将下拉2020年一季度GDP增速1个百分点左右，此后经济运行有望迅速恢复常态；对全年GDP增速的下拉作用将在0.3个百分点左右，2020年经济增速仍有望保持在5.7%。**

表1 三种不同疫情情景下，2020年季度及全年GDP增速预测

	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
情景一：疫情在3、4月份得到控制	5.0%	6.1%	6.0%	6.0%	5.7%
情景二：疫情在上半年得到控制	4.5%	5.0%	6.2%	6.0%	5.4%
情景三：疫情进入下半年，年底前得到控制	4.5%	4.7%	5.0%	6.1%	5.1%

数据来源：东方金诚

受疫情影响，目前一些大型境外机构纷纷下调了对一季度中国 GDP 增速的预期，多家机构将最新预测调降至 4.0%或以下，国内机构多数也认为一季度 GDP 增速将低于 5.0%。应该说，目前市场对于疫情对经济短期冲击的估计比较充分，且多数认为，基于病毒的传染性和人口流动性的提升，此次疫情的影响将会超过非典。我们同样认为，相较非典疫情，本次疫情对经济的冲击在绝对规模上会更大，即造成的经济损失会更大，但考虑到 2019 年我国经济体量是 2003 年的 7.2 倍，以及 2003 年我国经济增速在 10%，而目前已降至 6%左右，所以疫情对经济增速的下拉幅度会减小，不会达到 2 个百分点（非典高峰期的 2003 年二季度经济增速较一季度下滑 2 个百分点）。

从历史上几次重大疾病期间市场预期的规律来看——例如，根据国家信息中心在 2003 年下半年所做的调查，有超过一半的专家预计当年经济增速不会超过 8%，超过 90%的专家预计经济增速不会超过 8.5%，而 2003 年 GDP 增速为 10%。我们判断，**以 1 月 23 日武汉封城为转折点，此前市场普遍低估疫情对经济的影响，而当前则存在高估情况。**

表 2 近期境外大型机构纷纷大幅调低对一季度中国 GDP 增速的预测

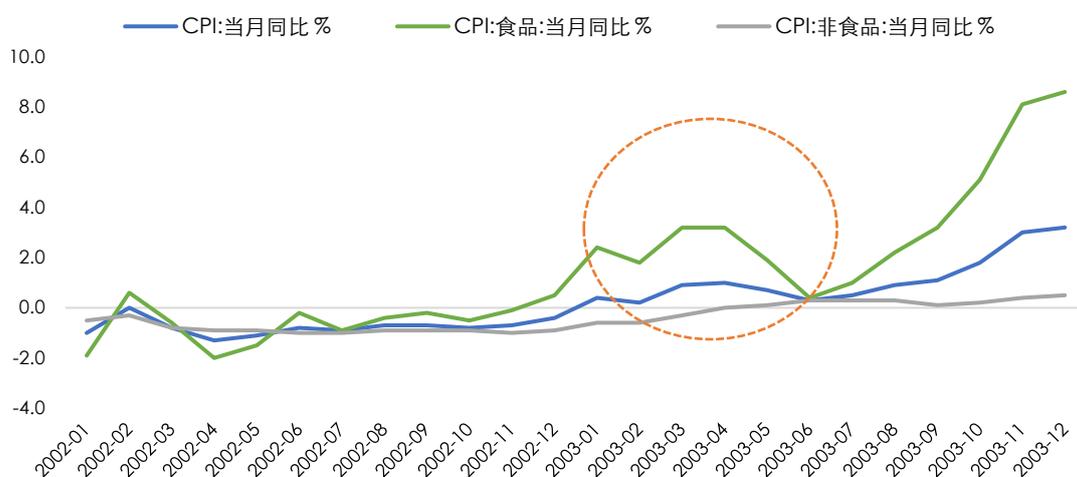
机构	更新时间	最新预测	原有预测
花旗银行	1 月 29 日	4.8%	5.9%
高盛	1 月 31 日	4.0%	5.6%
渣打银行	1 月 31 日	4.5%	6.0%
彭博	1 月 31 日	4.5%	5.9%
瑞银	2 月 3 日	3.8%	5.9%
麦格理银行	2 月 3 日	4.0%	5.8%
野村证券	2 月 6 日	3.8%	5.8%

资料来源：各机构官方网站

疫情对通胀的影响同样值得关注，**短时间内，疫情对 CPI 有小幅推高作用，但不会带动 CPI 明显上升；对 PPI 影响偏负面，未来一段时间 PPI 同比可能再度转负，通胀对债市影响偏乐观。** CPI 方面，综合考虑短期内商品生产、需求，以及物流方面都会受

到一定冲击，疫情在短时间内对 CPI 或有小幅推高作用，尤其是部分农产品可能会面临供需失衡或错配造成的结构性通胀。但从 2003 年非典疫情高峰期间的情况来看，这种影响有限，不会带动 CPI 明显上升。另外，当前物价虽处于高位，但面对疫情带来的重大意外冲击，保持宏观经济金融稳定是当前的压倒性任务，物价高位运行对央行货币政策的掣肘作用有限。

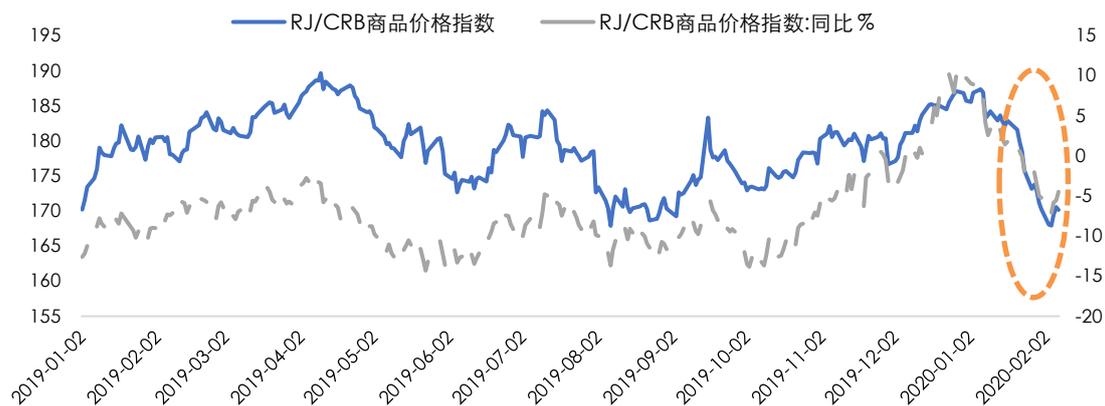
图 2 非典疫情对食品价格有小幅推高作用，对非食品价格影响不大



数据来源：东方金诚

PPI 方面，疫情对 PPI 影响偏负面，短时间内 PPI 同比可能再度转负。疫情将从供需两侧对 PPI 产生不同方向的影响：从供给侧来看，疫情导致企业复工延迟，生产面临一定困难；从需求侧来看，疫情将对消费和投资产生明显的负面冲击，抑制总需求。随着交通逐步恢复、企业陆续复工，供给侧冲击将逐步减退，但疫情对需求的负面影响仍将持续。因此，从供需对比来看，疫情对 PPI 有一定的拉低作用——实际上，由于疫情导致需求前景减弱，1 月下旬以来，国际大宗商品价格已经历一轮下跌。不过，随着疫情结束，PPI 同比仍然有望进入一个持续回升的过程。

图 3 受新冠肺炎疫情冲击，国际大宗商品价格短期反应剧烈



数据来源：WIND，东方金诚

受疫情影响，当前货币政策正在强化定向滴灌，政策节奏也有所加快，逆周期调节力度将进一步加大。可以看到，疫情给货币政策带来两个方面的转变：首先是“定向滴灌”方向上有所调整。此前结构性货币政策工具和融资支持政策主要指向制造业、民营和中小微企业，现在还要加上受疫情严重影响的企业以及对抗击疫情发挥关键作用的市场主体。一系列支持政策的陆续出台，有利于缓解市场对于受疫情影响较为严重的发行人偿付能力的担忧，稳定市场预期，缓解违约风险。

其次，货币政策宽松节奏也在发生变化，原计划的一些边际宽松措施——如降息、降准等——将提前实施。2月3日-11日，央行通过逆回购操作共投放资金2.7万亿，并在2月3日下调7天和14天期逆回购利率各10bp，时点及幅度均超出预期。后续MLF利率也有望下行，政策利率体系将联动调整。我们判断，今年降息进程未完，全年MLF利率将下调40bp左右，因此，债市收益率还有下行空间。另外，预计今年将会实施3次、共计1.5到2.0个百分点的全面降准，其中，上半年可能实施2次；同时，央行还有可能针对本次疫情实施定向降准或临时降准（CRA），流动性将保持充裕状态。

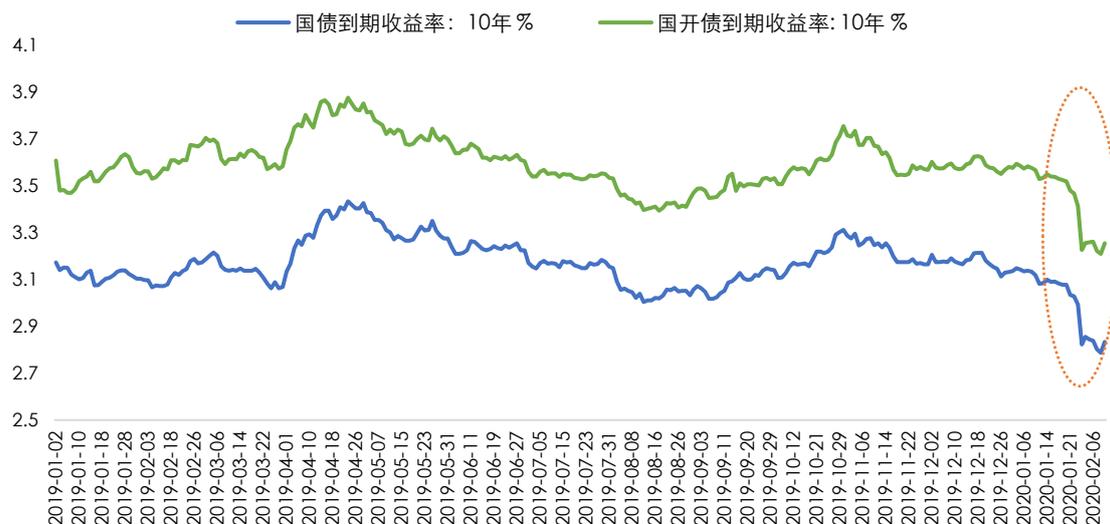
在金融监管节奏和力度方面，监管层近期已明确表示，“要按照资管新规要求，有序完成存量资管业务规范整改工作，对到2020年末确实难以完成处置的，允许适当延长过渡期”。我们估计，资管新规过渡期初步延长一年后，2018年以来严监管带来的

局部社会信用收缩现象会有明显缓解。同时，中小银行资本补充过程也将顺利推进，这意味着银行可贷资金规模扩大，金融体系对实体经济的支持力度有望增强。从对债市的影响来看，过渡期延长不会改变非标资金转移到标准化债权资产的趋势，而因非标资产收益较高，会增加对低等级信用债的配置需求。而从**维护市场流动性和缓解信用收缩的角度来看，资管新规过渡期延长对债市影响偏利好。**

二、新冠肺炎疫情扰动下的利率走势

新冠肺炎疫情的爆发引发避险情绪升温，对经济基本面造成负面冲击——市场普遍调降短期经济增长预期，且需求前景减弱背景下，国际大宗商品价格应声而落，国内 PPI 上行承压，同时，为对冲疫情影响，央行货币宽松力度加码且宽松节奏前移，这些因素均利好利率债市场。春节后首个交易日（2 月 3 日）债市大涨，10 年期国债期货主力合约大幅上涨 1.3%，10 年期国债和国开债活跃券收益率单日降幅超过 15bp，超出市场普遍预期。反映春节期间疫情发展积累的避险情绪集中释放，同时，当日央行开展大额逆回购操作 1.2 万亿元，并下调逆回购利率，与疫情形成合力，共同助推债市上涨。在大幅高开后，债市进入窄幅震荡状态。截至 2 月 10 日，10 年期国债收益率较春节前最后一个交易日（1 月 23 日）下行 20.6bp，10 年期国开债收益率下行 20.3bp。

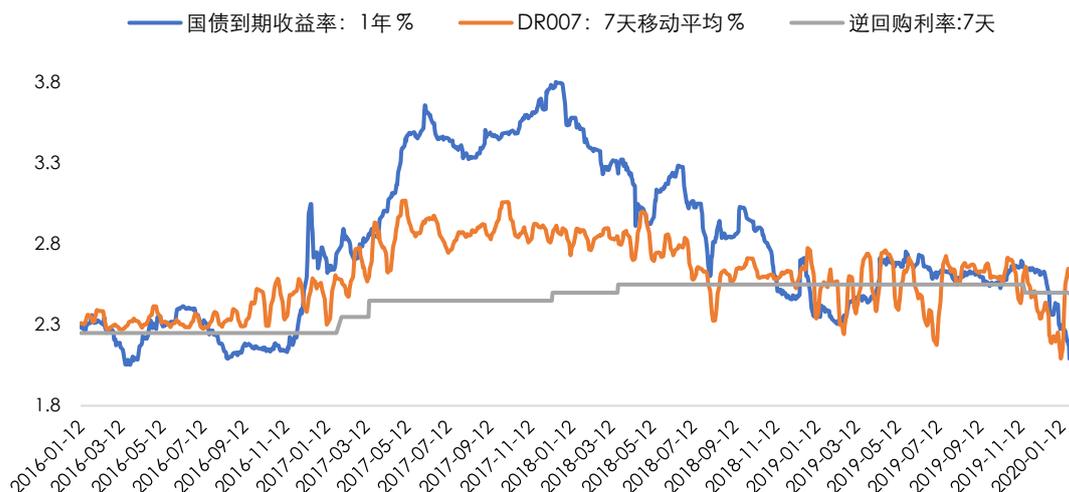
图 4 受疫情等因素影响，2 月以来债市大涨



数据来源: Wind, 东方金诚

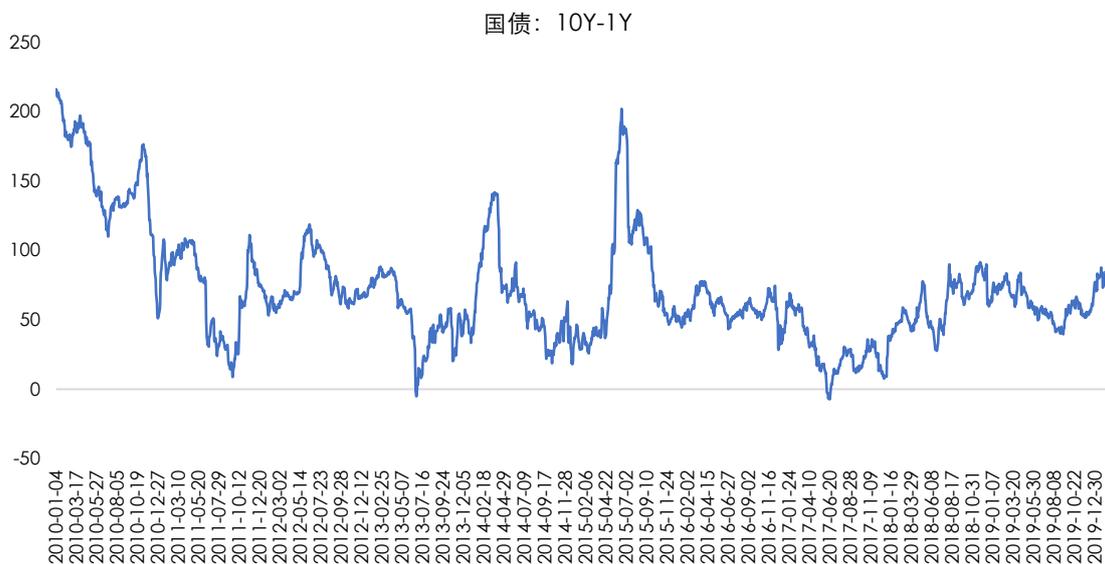
对于下一阶段利率走势, 市场对于是否利好已被完全消化存在着分歧。我们认为, 未来一段时间, 疫情控制程度和政策对冲力度将共同影响债市。**鉴于目前本次疫情仍处于发展过程, 后续其对经济增长和通胀的影响还将逐步显现, 央行货币政策对冲料将继续跟进, 债券收益率仍将有一定下行趋势。**目前(2月11日)10年期国债收益率在2.8%左右, 10Y-1Y期限利差为84BP, 处于2010年以来的76%分位数水平。在央行流动性呵护下, 短期内DR007有望持续运行在7天期逆回购利率附近, 债市短端利率将保持低位, 而当前期限利差较高, 长端利率仍有望下行, 预计10年期国债收益率还有10bp左右的下行空间, 即下降至2.7%左右; 但如果疫情控制不及预期, 不排除进一步下探的可能, 目前市场预测区间的最低值是2.5%。

图5 流动性充裕背景下, 债市短端利率将保持低位



数据来源: Wind, 东方金诚

图 6 当前国债期限利差处近十年来较高分位数水平 (单位: bp)

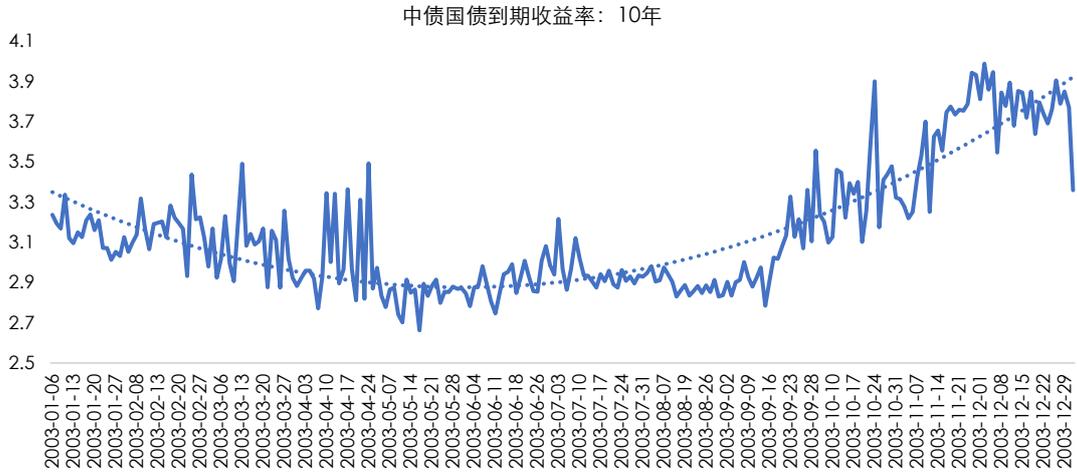


数据来源: Wind, 东方金诚

疫情拐点确认后, 利率将现一定幅度反弹, 随后回归基本面驱动; 预计今年债市不会重现 2003 年下半年牛熊切换的局面。复盘 2003 年债市行情, 非典爆发期避险情绪升温, 驱动利率快速走低, 但随着疫情拐点出现, 5-6 月债市收益率震荡反弹, 7 月起再度转为下行, 整体上呈现底部震荡状态; 随后, 因疫情对经济的影响减退, 经济运行恢复常态, 并出现经济增速和通胀双双走高的过热局面, 央行开始收紧货币政策, 8 月上调存款准备金率, 9 月上调基准利率, 市场利率开始趋势性上行; 10 月三季度 GDP 增速公布, 超出市场预期, 利率大幅走高, 到年底 10 年期国债收益率已升至高于非典

疫情前 30-50bp 的水平。

图 7 非典前后的债市走势（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚

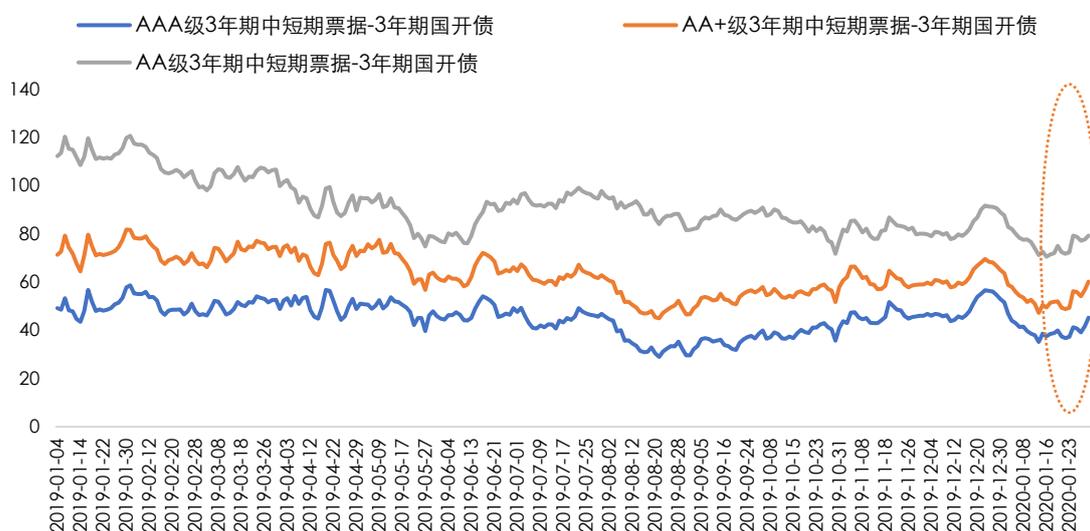
我们判断，在此次新冠疫情拐点确认后，随着避险情绪回落，股票估值修复，利率也将出现一定幅度的反弹。值得注意的是，当前市场对于疫情对宏观经济的负面冲击预期充分，且对一季度 GDP 增速的判断偏悲观，预期差可能会加剧债市调整压力。但在经济处于修复初期，其持续修复仍然需要宽松货币政策配合的情况下，利率上行压力不会太大，整体上仍将保持在底部区间。

待疫情完全结束后，债市将回归基本面驱动，但预计不会再重复 2003 年下半年的市场行情。主要原因是不同于 2003 年我国正处于经济上行周期，今年经济下行压力较大，且一季度 GDP 增速受疫情影响将大幅放缓，而要实现“10 年 GDP 翻一番”目标，全年经济增速需达到 5.6% 左右，所以后疫情阶段稳增长压力仍然较大；同时，今年 CPI 走势料将前高后低，疫情结束后 PPI 虽有望趋势性上行，但大幅走高缺乏动力，整体上看通胀环境比较友好。因此，疫情结束后，央行货币宽松的节奏可能会有所放缓，但不会收紧货币政策。我们预计下半年仍会有 1 次全面降准，并且有 1-2 次，约 10-20bp 的降息可能。这也意味着，疫情结束不会颠覆今年的债牛基础。后续来看，年内 10 年期国债收益率将在 2.6%-3.0% 之间波动，全年利率中枢将在 2.8%-2.9% 之间。

三、新冠肺炎疫情扰动下的信用风险演化和信用策略

疫情影响下，货币宽松节奏前移，信用债收益率将跟随利率债下行。节后首周，央行开展大规模公开市场操作，流动性充裕利好信用债行情，信用债收益率普遍走低，但信用利差有所走阔——2月11日AAA级、AA+级和AA级中短期票据利差较节前（1月23日，下同）分别上行7.14bp、12.14bp和6.14bp，这一方面由于利率债收益率快速下跌，而信用债市场反映相对滞后，另一方面也受到疫情推升信用风险影响。不过，**后期利差走势有望纠偏性收敛。**

图8 各等级信用债利差走势（单位：%）

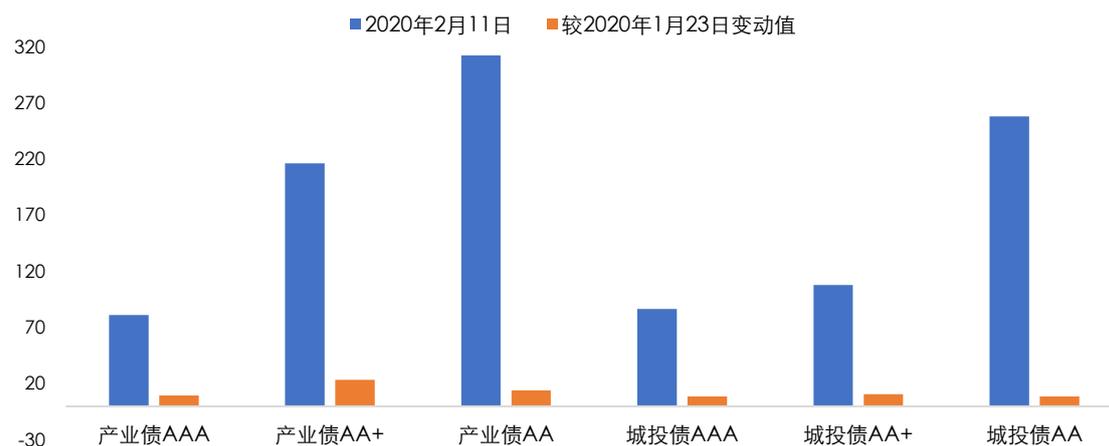


数据来源：Wind，东方金诚

与此同时，**信用债等级利差面临一定走阔压力。**在货币宽松环境下，流动性保持充裕，从息差和安全性角度来看，高等级信用债配置价值凸显，同时，当前信用债期限利差仍处较高水平，高等级信用债存在久期机会，因此，配置需求将带动高等级信用债利差收窄；而在疫情对信用基本面产生负面冲击的影响下，市场对低等级信用债，尤其是低等级产业债违约风险的担忧上升，目前疫情仍处发展阶段，信用债投资仍将以安全性和确定性为主要原则，投资者信用下沉的意愿和动机都有所减弱，将更加注重在财政实力尚可、债务负担不重的区域内公益性较强的低等级城投债中挖掘机会。

疫情对产业债的影响大于城投债，2月11日AAA级、AA+级和AA级产业债利差中位数较节前分别上行9.7bp、23.6bp和14.3bp，中低等级利差上行幅度明显大于高等级，而AAA级、AA+级和AA级城投债利差中位数较节前分别上行8.8bp、10.8bp和8.7bp，高低等级之间的分化并未明显加大。这也反映出，疫情对于中低等级产业债利差的冲击更大。此外，疫情对多数企业生产和经营都将产生负面影响，尤其是抗冲击能力较弱的民营企业违约风险边际上升，这将**进一步加剧民企和国企之间的信用分化**——2月11日央企、地方国企和民企产业债利差中位数较节前分别上行11.5bp、15.0bp和21.9bp。

图9 各等级城投债和产业债利差中位数（单位：bp）



数据来源：Wind，东方金诚

图10 不同主体性质产业债利差中位数（单位：bp）



数据来源：Wind，东方金诚

疫情对多数行业收入和盈利能力产生负面影响，但影响程度不同。三次产业中，服务业受到的冲击最为直接。当前，旅游、餐饮、娱乐、零售、酒店等服务业基本处于停摆状态，且与商品消费会在疫情消退后迅速回补不同，部分服务消费损失存在不可逆性，且影响波及的时间周期可能会持续到年底左右。第二产业方面，受到交通管制、复工延迟、用工困难、终端需求减弱等因素影响，工业生产和建筑业也会受到冲击，而且短期内接近终端消费的下游行业受到的影响较大，随后沿着产业链逐步向中上游传导；钢铁、煤炭、化工、有色等中上游行业受到的影响相对较小，安全边际较高，而且从政策对冲角度看，疫情结束后需求面将会有明显改善，全年收入和盈利不悲观，可能是比较安全的选择。房地产企业一季度至上半年面临流动性压力，需警惕尾部风险，但预计随着疫情逐步控制，及“三稳”目的下的政策面边际放松，全年房地产整体稳定，因此，建议以短期限为主，并根据政策面和融资环境变化及时调整仓位。另外，医药、游戏等行业整体将从中受益。从中长期来看，疫情将对行业生态和竞争格局将产生长远影响。

城投债方面，**疫情对城投债影响有限，政策层面上偏利好，今年城投行业信用风险仍将处于较低水平。**疫情对城投债的影响可以从两个角度来看。一是疫情较为严重的地区抗疫相关支出较大，加之税收收入、土地出让金收入受阻，疫情会在一定程度上弱化地方政府财政实力，短时间内可能会减弱城投公司获得的外部支持。二是疫情拖累宏观经济增长，逆周期政策对冲需求上升，基建将发挥更加重要的抓手作用，城投行业政策及再融资环境有望边际放松，从这个角度看，后疫情阶段城投债将受益于政策利好，可考虑布局中长期品种。

我们认为，疫情重灾区，以湖北省为代表，经济和财政实力较强；当前政策向重灾区倾斜，区域内城投公司更加容易利用“绿色通道”等融资支持政策；此外，疫情结束后，重灾区通过基建修复地区经济的需求更大，这将支撑区域内城投公司偿债意愿，避

免引发区域系统性风险。我们注意到，春节后湖北省城投债利差基本走平，也反映出市场认为该省城投平台风险可控。

整体上看，基准情景下，疫情对信用风险的推升作用有限。尽管疫情对企业收入和盈利能力产生普遍影响，但如果能够得到及时控制，企业尚可以消化其负面冲击，并随着疫情结束后的需求反弹，实现盈利水平的回升。更进一步讲，债券发行人基本上是有规模的企业，跟通常意义上的中小企业相比，具备较强的抗冲击能力。在这个过程中，疫情可能会放大个别企业面临的困难，加大其违约风险，但根源上还是企业自身问题的暴露。此外，近期监管密集出台各项金融支持措施，尤其是受疫情影响较大的企业、行业和区域受到政策“力挺”，从政策层面来看，融资环境反而得到改善。因此，在基准情景下，我们认为疫情对整体信用风险的推升作用有限，对中低等级信用债违约风险无需过度悲观。不过，在疫情拐点尚未确定，影响尚无法准确评估的情况下，仍建议暂时规避受疫情影响较大，尤其是后疫情阶段仍会受到其滞后影响的行业和个券。

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。