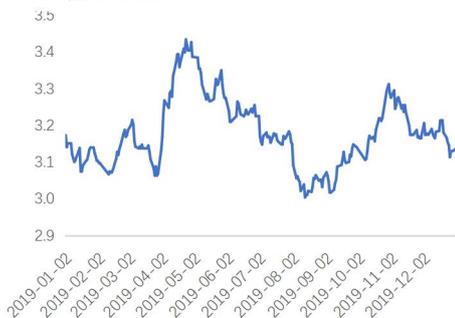


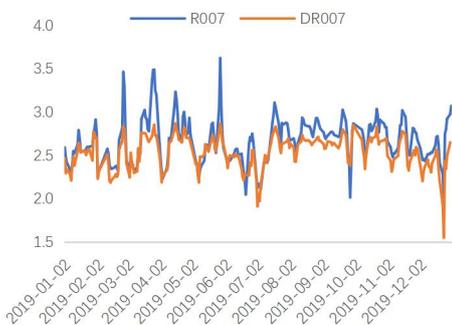
资金面宽松叠加降准预期升温 12月债市延续走强

——2019年12月利率债月报

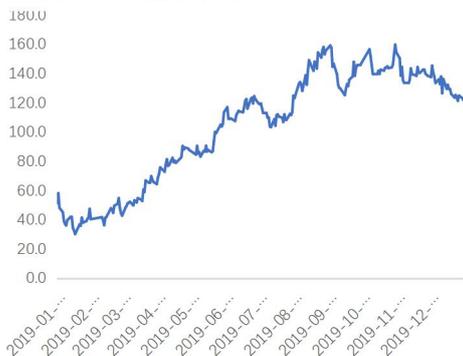
10年期国债收益率(%):



质押式回购利率(%):



中美10年期国债利差(BP):



分析师:

王青 冯琳 于丽峰

时间: 2020年1月3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:

● 12月利率债市场:

- (1) 一级市场: 12月利率债供给压力不大, 同时资金面宽松, 投标需求尚可, 利率债发行利率整体下行。
- (2) 二级市场: 主要受资金面宽松及降准预期升温带动, 12月利率债到期收益率整体下行。从月内走势来看, 上旬债市大致呈现区间窄幅震荡格局, 中旬收益率经历一波上行, 下旬收益率大幅走低, 但月末有所反弹。

- **宏观经济运行:** 11月PMI重回扩张区间, 各项经济数据多数回升, 经济阶段性企稳预期强化; 猪肉价格加速上涨, PPI跌幅收敛, 但市场预期充分, 数据公布后反应不大; 12月公布的金融数据季节性回升, 但同比表现温和, M2和社融存量增速略有下滑, 宽信用效果仍有待强化。

- **流动性:** 12月资金面宽松, 尤其是下旬一度出现DR007跌破2%以及DR001和隔夜SHIBOR双双跌破1%的异常宽松局面, 反映了年末财政支出力度较大、央行加大公开市场投放力度、降准预期升温等因素的影响。

- **政策环境:** 12月经济方面重磅会议较多, 以中央经济工作会议为代表, 释放逆周期调节力度加码信号; 12月监管层面上有两个动态值得关注: 一是银行现金管理类理财产品结束监管真空, 这或将对债市产生结构性冲击; 二是存量贷款转向LPR定价, 预示降息扩面且将持续。

- **中美利差:** 主要受美联储释放2020年利率不变的预期, 以及中美贸易谈判取得积极进展影响, 12月美债收益率整体上行——月末美国10年期国债收益率较上月末上涨14BP。中美利差方面, 12月末中美10年期国债利差报121.7BP, 较上月末收窄16.9BP, 仍处偏高水平。

- **2020年1月利率债市场展望:** 预计1月利率债市场将呈现震荡调整行情。首先, 预计四季度GDP增速将持平于6.0%或小幅加快至6.1%,

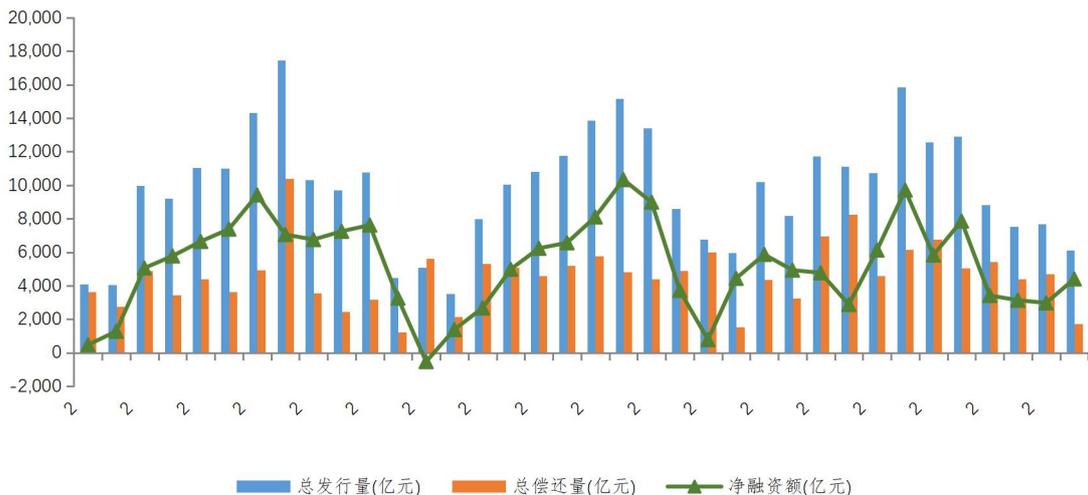
经济阶段性企稳预期有望得到进一步验证。其次，1月1日央行宣布降准0.5个百分点，但此前降准预期已被市场充分定价；同时，我们认为春节前再度下调MLF利率的概率不大。再次，新增专项债开闸将对资金面产生扰动。最后，经济企稳预期和宽松环境下，股票市场可能出现进一步的估值修复，对债市资金形成分流，给债市带来调整压力。

1. 一级市场

1.1 发行情况

12月共发行利率债54只,比上月减少38只,发行量共计6,111亿元,环比下降1,573亿元,但当月到期量环比减少3,007亿元,故净融资额增加1,433亿元至4,403亿元。同比来看,12月利率债发行量和净融资额与上年12月基本持平。

图表1 利率债发行与到期



数据来源: WIND, 东方金诚

分券种看,12月国债发行量环比减少690亿元,净融资额增加504亿元,同比均略有下滑;政金债发行量环比减少805亿元,净融资额增加482亿元,同比分别增加563亿元和224亿元;此外,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,占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%,但12月并未有提前下达的额度发行,当月地方政府债发行量仅为380亿元,环比减少78亿元,净融资额转正至40亿元,比上月增加447亿元,同时,发行量和净融资额均低于上年同期。

表格1 各类利率债发行量与净融资额(亿元)

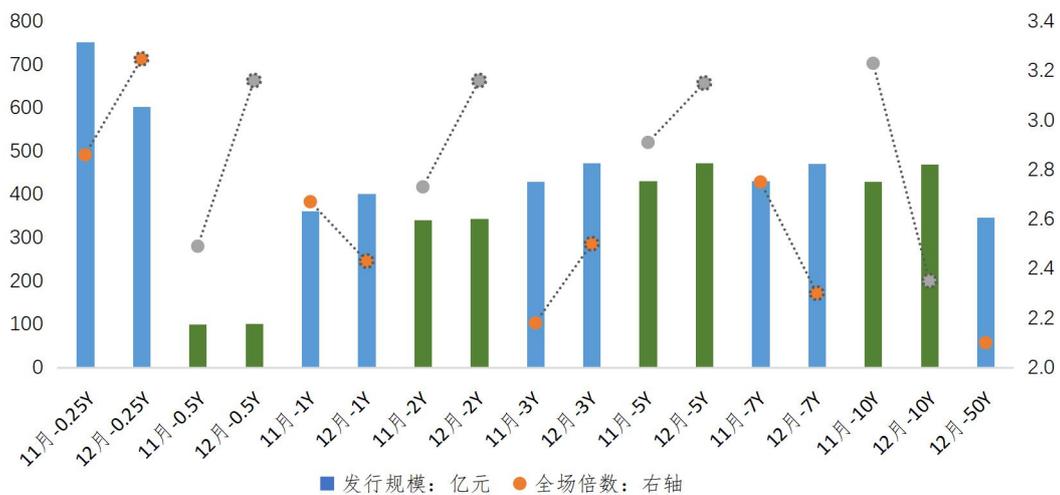
	发行量			净融资额		
	12月	11月	上年12月	12月	11月	上年12月
国债	3,682	4,372	3,857	3,178	2,674	3,103
政金债	2,049	2,854	1,486	1,185	703	961
地方政府债	380	458	638	40	-407	373

数据来源: WIND, 东方金诚

1.2 招标情况

12月流动性宽松，资金一度出现泛滥局面，加之利率债供给压力不大，从招投标表现看，利率债需求尚好。国债方面，12月招标的国债全场倍数在2.1-3.5倍之间，中标利率均低于同期限二级市场到期收益率，利差均值约为6.5BP。当月中短期国债投标倍数普遍高于上月，尤其是1年以下期限的国债投标倍数都在3倍以上，但长期（7Y、10Y）国债投标倍数低于上月，这也与期限越短，中标利率向下偏离二级市场到期收益率幅度越大相印证。

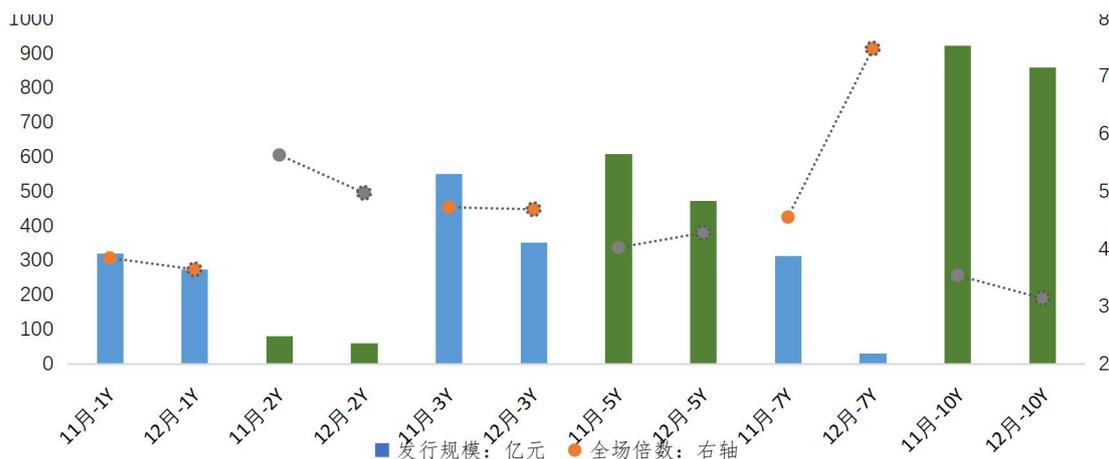
图表2 不同期限国债全场投标倍数



数据来源：WIND，东方金诚

政金债方面，12月招标的政金债全场倍数在2.2-8.8倍之间，中标利率均低于同期限二级市场到期收益率，利差均值约为20.6BP。与上月相比，当月多数期限政金债投标倍数有所走低，仅5年期和7年期债券投标倍数提升，但当月仅有一只7年期政金债（国开债）发行，供给规模远小于上月，因此投标倍数较高对该期限债券认购需求的指向意义不大。另外，12月招标的国开债全场倍数均在3.5倍以上，均值为5.1倍，口行债和农发债全场倍数均值分别为3.6倍和4.5倍。

图表3 不同期限政金债全场投标倍数



数据来源：WIND，东方金诚

地方政府债方面，12月仅发行7只地方债。具体来看，3只期限为7年，投标倍数均值为12.0倍，中标利率均小幅高于同期限二级市场到期收益率；2只为10年期债券，投标倍数均值为11.6倍，其中，19江苏债20中标利率略高于二级市场到期收益率，但其发行规模较大，可能对定价产生一定影响；20年期和30年期债券各1只，投标倍数分别为9.6倍和7.2倍，中标利率则低于同期限二级市场到期收益率。

表格 2 2019年12月地方政府债发行列表

债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	全场倍数	中标利率(%)
19内蒙30	2019-12-02	18	10	11.56	3.42
19吉林债33	2019-12-05	6	7	14.14	3.41
19江苏债20	2019-12-06	150	10	11.58	3.43
19兵团债10	2019-12-19	11	7	11.66	3.41
19兵团债09	2019-12-19	17	7	10.29	3.41
19兵团债11	2019-12-19	19	20	9.57	3.78
19兵团债12	2019-12-19	160	30	7.23	4.05

数据来源：WIND，东方金诚

1.3 发行利率

12月资金面宽松，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下行21.4BP，为二季度以来最低，政金债加权平均发行利率环比下行7.6BP；但12月地方政府债加权平均发行利率环比上行5.2BP，我们比较发现，主要原因是当月所发行地方债的期限较长，加权平均发行期限比上月拉长2.6年，而相同期限发行利率均低于上月。

图表 4 利率债发行利率走势（加权均值，%）



数据来源：WIND，东方金诚

2. 二级市场

2.1 到期收益率

主要受资金面宽松及降准预期升温推动，12月利率债到期收益率整体下行。从走势来看，月内上旬债市大致呈现区间窄幅震荡格局，中旬收益率经历一波上行，下旬收益率大幅走低，但月末有所反弹。

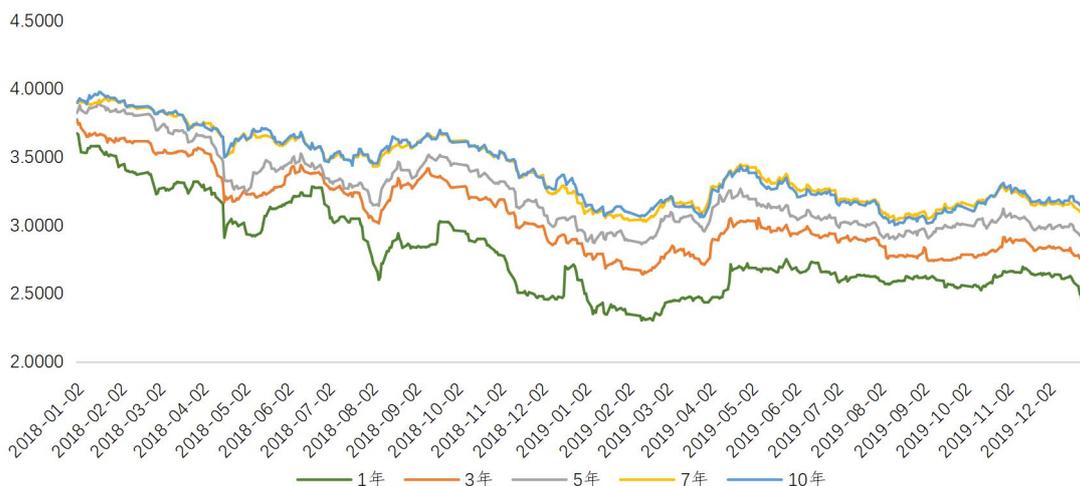
具体来看，受PMI数据超预期影响，12月2日债市下跌，但3日特朗普关于贸易谈判的结束时间没有最终期限的言论令市场避险情绪升温，带动债市上涨；随后，资金面保持宽松，贸易、通胀等宏观数据以及金融数据的公布并未引起市场较大反应，4日-12日债市窄幅震荡，10年期国债收益率在3.17%-3.19%之间波动。12日，中央经济工作会议闭幕，市场对逆周期调节加码的预期走强，加之中美就第一阶段经贸协议文本达成一致带动避险情绪下降，13日起债市经历一波下跌。及至18日，央行重启逆回购操作并下调14天期逆回购利率，债市恢复上涨；随后至26日，资金面极度宽松，加之李克强总理在调研时提及“降准和定向降准”以及LPR报价未降共同推升降准预期，债市持续走强。27日-31日，工业企业利润改善对债市产生压制，加之岁末现券交投清淡、PMI数据仍处荣枯线以上以及新增专项债发行将在元旦后立即开闸等因素，带动收益率小幅上行。

表格 3 12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	-28.00	1Y	-22.42	1Y	-34.00
3Y	-9.99	3Y	-11.63	3Y	-9.99
5Y	-8.58	5Y	-8.21	5Y	-12.58
7Y	-11.36	7Y	-6.84	7Y	-9.36
10Y	-2.85	10Y	0.84	10Y	-9.85

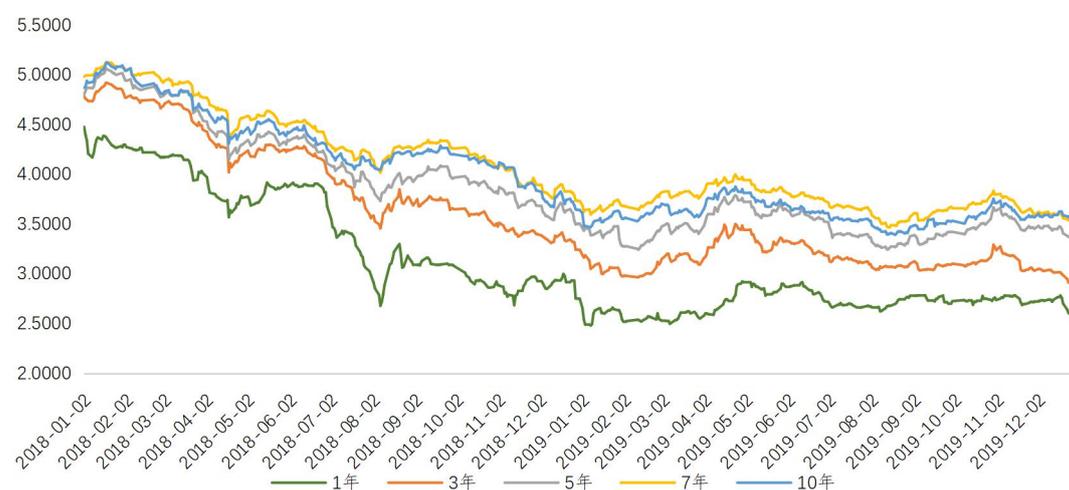
数据来源：WIND，东方金诚

图表 5 各期限国债到期收益率 (%)



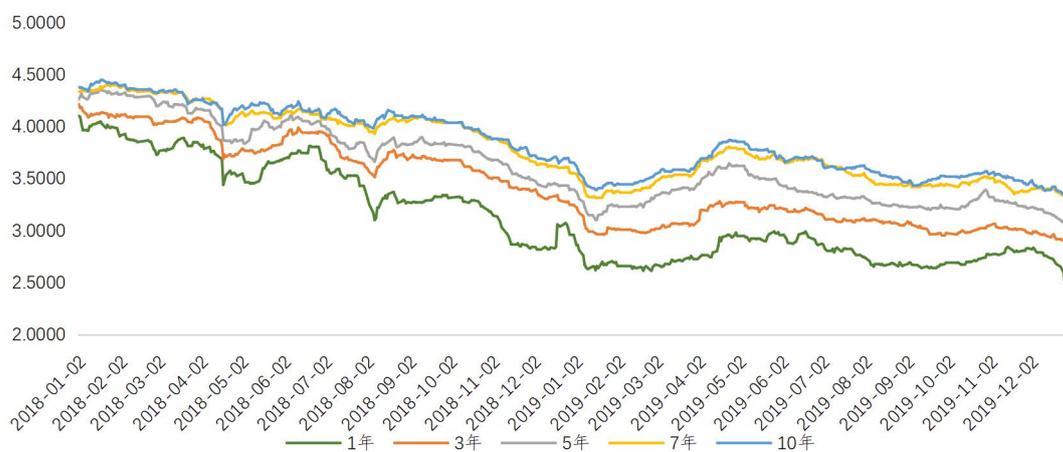
数据来源：WIND，东方金诚

图表 6 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图表 7 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

2.2 利差走势

期限利差方面，12月利率债市场为典型的“宽松牛”，因此短端利率下行幅度明显大于长端，收益率曲线呈现陡峭化下行。与上月末相比，12月末国债各期限利差多数上行，其中，10Y-1Y利差较上月末走阔25.15BP，仅7Y-5Y利差较上月末小幅收窄2.78BP。

表格 4 12月国债期限利差变动情况（BP）

	12月末	11月末	变动幅度
3Y-1Y	36.9	18.89	18.01
5Y-3Y	15.76	14.35	1.41
7Y-5Y	14.56	17.34	-2.78
10Y-7Y	10.12	1.61	8.51
10Y-1Y	77.34	52.19	25.15

数据来源：WIND，东方金诚

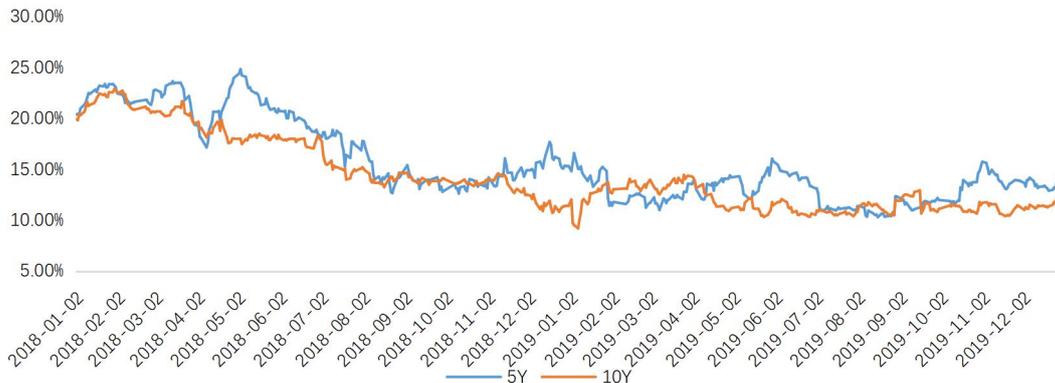
国开债和国债利差方面，12月末5年期国开债和国债利差由上月末的47.83BP小幅上行0.37BP至48.20BP，10年期国开债和国债利差上行3.69BP至44.02BP，同期5年期国开债隐含税率走阔0.45个百分点，10年期国开债隐含税率走阔1.01个百分点。

图表 8 国开债和国债利差走势（BP）



数据来源：WIND，东方金诚

图表 9 国开债隐含税率走势



数据来源：WIND，东方金诚

3. 市场运行环境

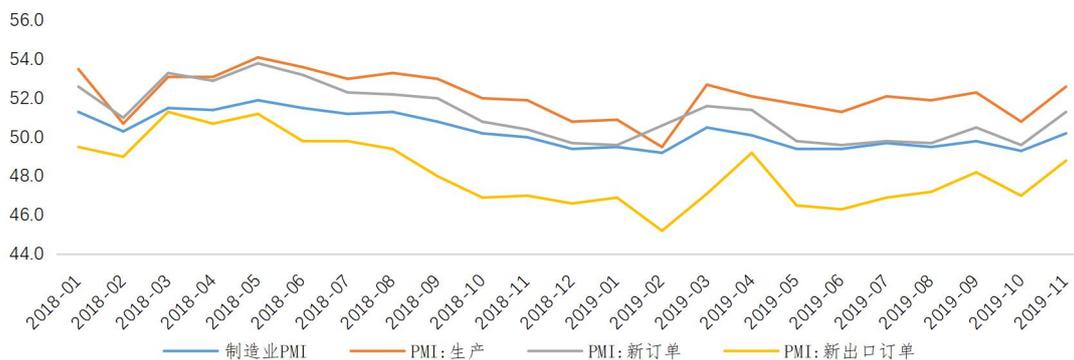
3.1 宏观经济运行

(一) 经济阶段性企稳预期得到强化

11月制造业PMI重回扩张区间，压制12月初债市情绪。受央行降息及圣诞节海外订单数上升等因素带动，11月制造业供需两端边际同步改善，当月制造业PMI由上月的49.3%升至50.2%，结束此前连续6个月的收缩态势。12月中上旬公布的11月出口数据依然偏弱，但在低基数以及逆周期调节加码带动下，进口、工业生产、消费和基建投资等经济数据有所回升，经济阶段性企稳预期得到强化。

从最近公布的数据来看，12月制造业PMI维持在50.2%的扩张区间，其中，生产、新出口订单、进口和库存等分项指标向好，尤其是新出口订单指数为近一年半以来首度重回扩张区间，而新订单指数略有下滑，显示当月主要是外需改善带动生产扩张和库存下降，进而带动进口需求回升。

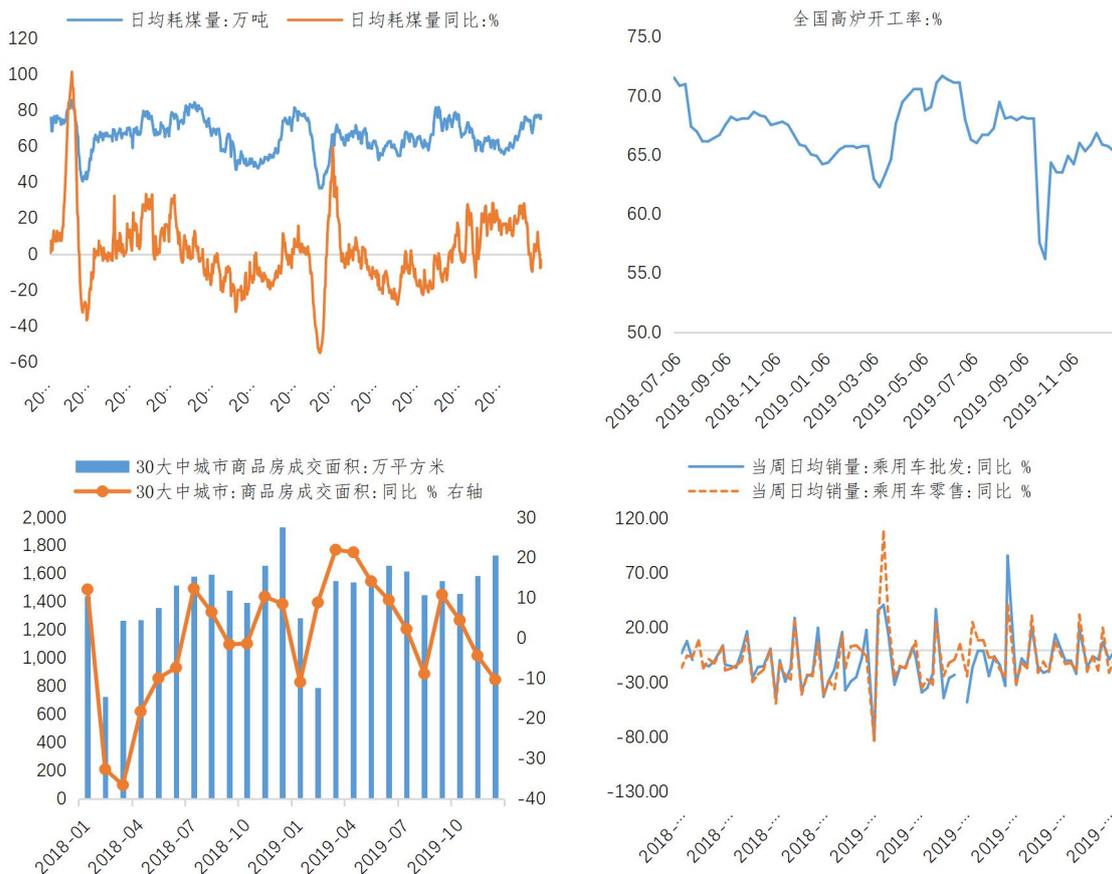
图表 10 制造业 PMI 及主要分项指标 (%)



数据来源: WIND

从高频数据来看，12月6大电厂日均耗煤量环比季节性走高，但上行斜率不及上年同期，同比增速较11月有所放缓；12月高炉开工率均值略高于上月，但月内趋势向下，同比则结束此前连续负增，小幅转正。从需求端来看，12月30大中城市商品房成交面积同比降幅明显走阔；前三周乘联会汽车批发量和零售量同比降幅与11月前三周相比则有所收敛。

图表 11 12月主要高频数据走势

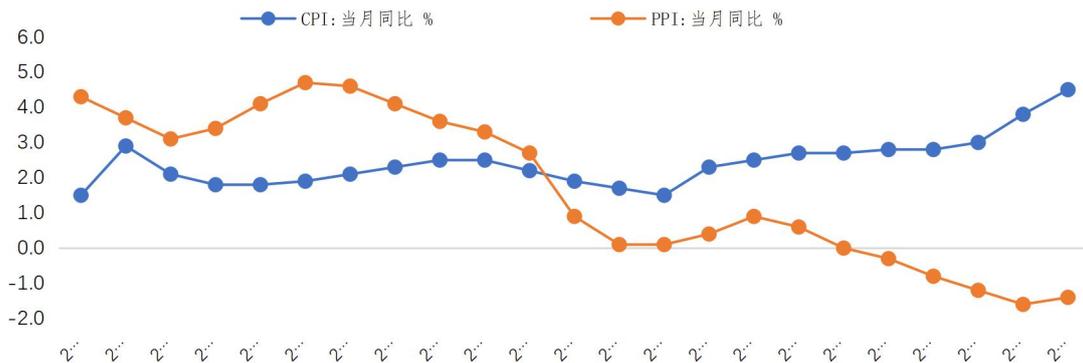


数据来源: WIND, 东方金诚

(二) “猪通胀”未扩散至食品之外, 市场对通胀反应钝化

11月CPI同比升至4.5%，连续第二个月快速冲高，主要原因是尽管11月初以来猪肉价格高位回落，但整月平均涨幅仍比上月有所扩大，连同当月菜价走高，带动食品价格同比进一步加快至19.1%；当月非食品价格涨幅延续低迷，显示“猪通胀”扩散至食品之外的风险不大。PPI方面，主要受上年同期国际油价大幅下跌影响，11月PPI同比跌幅收窄，而环比则维持弱势，表明工业品需求依然不振。由于市场对CPI冲高的预期较为充分，加之央行降息显示“猪通胀”对货币政策的掣肘无需高估，11月物价数据上行对债市的冲击有限。

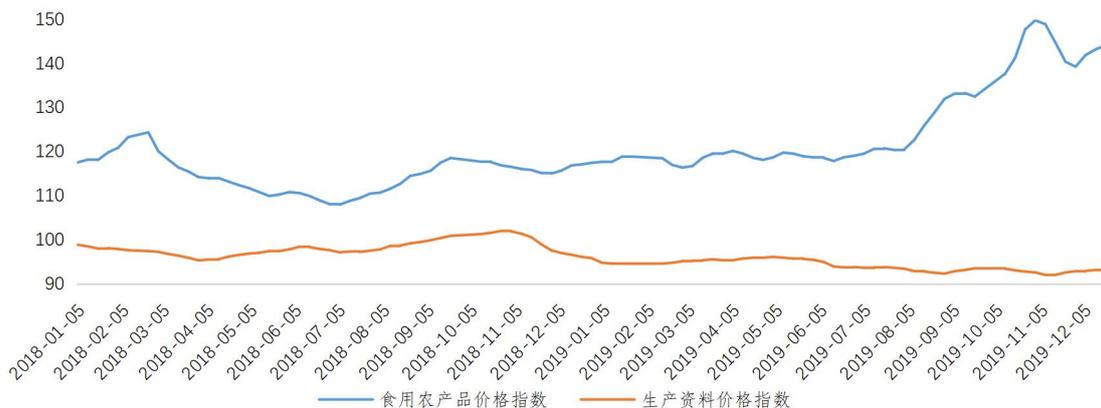
图表 12 主要通胀指标走势



数据来源：WIND，东方金诚

从 12 月物价走势来看，猪肉价格整体平稳，这意味着其同比涨幅可能出现 2 月以来的首次回落，并带动 12 月 CPI 涨幅收窄至 4.0% 附近。当月商务部食用农产品价格指数均值环比走低，同比涨幅较上月亦有所回落，印证了我们对 12 月 CPI 涨幅收窄的预期。PPI 方面，2018 年 12 月国际油价在经历一轮暴跌过程后处于低位，低基数效应将继续发酵，而国内逆周期调节政策加码也会带动工业品需求，12 月商务部生产资料价格指数边际走高，同比降幅有所收敛，预示 12 月 PPI 同比跌幅将进一步收窄。

图表 13 食用农产品及生产资料价格指数



数据来源：WIND，东方金诚

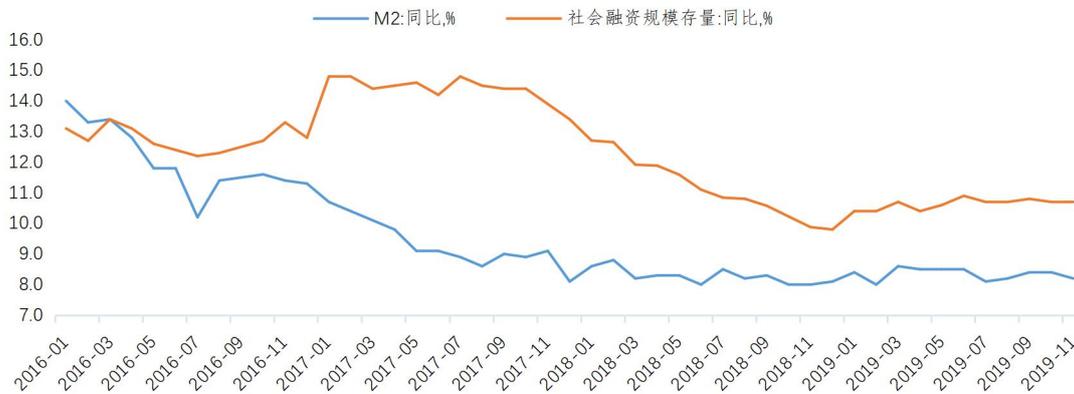
(三) 降息带动“宽货币”势头再现，但“宽信用”效果尚不明显

11 月新增社融、信贷规模环比季节性回升，而同比变化较为温和。11 月末 M2、各项贷款余额和社融存量增速与上月末相比呈现“一平两降”格局，即各项贷款余额增速持平于 12.4%，而 M2 和社融存量增速则分别较上月末下行 0.2 和 0.03 个百分点。

我们分析这背后主要有三个原因：首先，当前“严监管”效应仍在，这体现在受严控房企信托融资影响，11 月信托贷款同比多减；此外，严控地方政府隐性负债也制约了城投平台表外融资需求，并对城投平台人民币贷款也产生一定影响，这导致企业中长期贷款增长势头受到抑制。其次，当前经济下行压力尚未明显缓解，企业融资意愿较为低迷。最后，11

月 MLF 利率仅下调 5 个基点，降息幅度较缓，这一方面对企业贷款需求刺激力度有限，同时导致“宽货币”向“宽信用”传导效率受到制约。

图表 14 月末 M2 及社融存量同比增速



数据来源：WIND，东方金诚

3.2 流动性环境

(一) 央行加大资金投放力度以稳定跨年资金面

自 11 月 20 日起至 12 月 17 日，央行连续暂停逆回购操作，18 日重启逆回购，当日同时开展 7 天期和 14 天期逆回购，并下调 14 天期逆回购利率 5 个基点。需要说明的是，此次下调仍为 11 月央行下调 MLF 利率和 7 天期逆回购利率的后续，目的是保持政策利率曲线的平稳，不应视为新的降息行动。我们注意到，18 日起央行连续 2 个交易日开展 7 天期逆回购，并且连续 4 个交易日开展 14 天期逆回购以应对跨年资金需求，合计投放资金 6,800 亿元；当月逆回购到期量仅 800 亿元，净投放资金 6,000 亿元。

MLF 操作方面，12 月 6 日央行开展 3,000 亿元 MLF 操作，超额续作当日到期量 1,875 亿元；16 日央行再度开展 3,000 亿元 MLF 操作，以续作 14 日到期量 2,860 亿元。整体上看，12 月央行通过 MLF 净投放资金 1,265 亿元。此外，12 月央行未开展国库现金定存操作，当月到期量 500 亿元，净回笼资金 500 亿元。综合来看，12 月央行净投放资金 6,765 亿元，比上月增加约 4,600 亿元。

表格 5 12 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	0	800	6,000	0	0	6,000	0	12,800
到期	0	800				4,735	500	6,035
净投放	0	6,000				1,265	-500	6,765

数据来源：WIND，东方金诚

(二) 12月资金面宽松，下旬一度出现流动性泛滥局面

12月资金面宽松，尤其是下旬一度出现DR007跌破2%（23日、24日）以及DR001和隔夜SHIBOR双双跌破1%（25日和26日）的异常宽松局面，反映了年末财政支出力度较大、央行加大公开市场投放力度、月内利率债供给压力不大、总理提及降准及LPR报价未降共同带动降准预期升温等因素的影响。

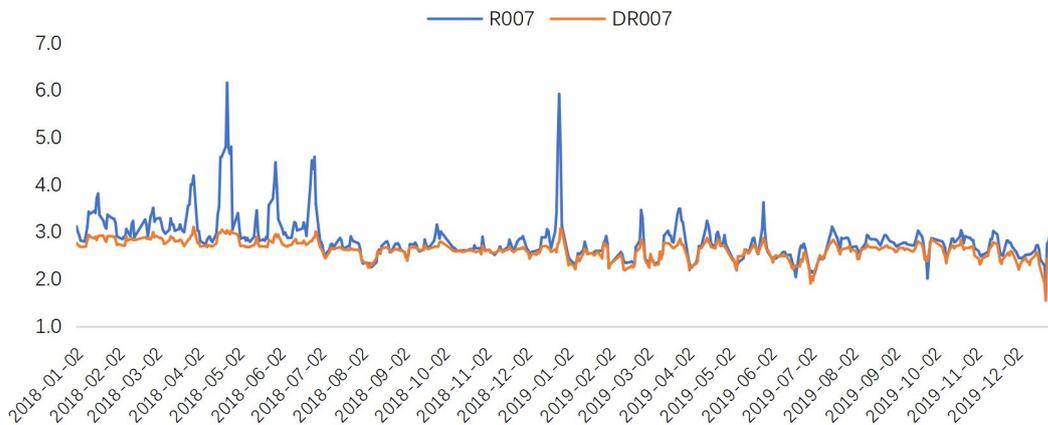
由此，12月资金利率中枢与上月相比明显下移，尤其是隔夜利率下行幅度较大。当月R007月均值较上月下行9.90BP，DR007月均值较上月下行19.06BP，而DR001和隔夜SHIBOR月均值分别下行34.48BP和31.15BP。

表格 6 质押式回购加权利率变动情况

	2019年11月均值(%)	2019年12月均值(%)	变动(BP)
R001	2.2517	1.9523	-29.95
R007	2.6883	2.5893	-9.90
DR001	2.1904	1.8456	-34.48
DR007	2.5258	2.3352	-19.06

数据来源：WIND，东方金诚

图表 15 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

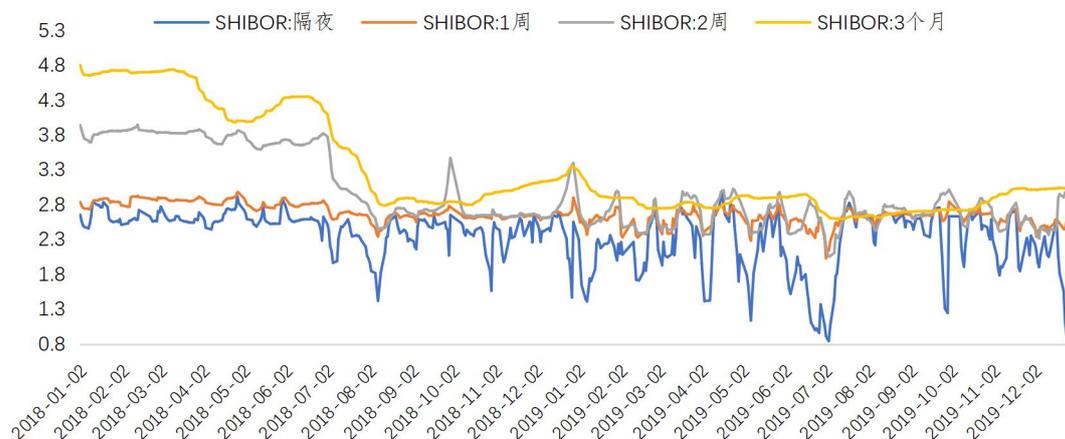
表格 7 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2019年11月均值(%)	2019年12月均值(%)	变动(BP)
隔夜	2.1999	1.8884	-31.15
1W	2.5922	2.5087	-8.35
2W	2.5769	2.6128	3.59
1M	2.7767	2.9114	13.48
3M	2.9901	3.0294	3.92
6M	3.0130	3.0523	3.93
9M	3.0425	3.0789	3.64

1Y	3.1070	3.1190	1.20
----	--------	--------	------

数据来源：WIND，东方金诚

图表 16 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

3.3 政策环境

(一) 中央经济工作会议释放逆周期调节加码信号

12月10日至12日中央经济工作会议在北京举行。会议总结2019年经济工作，分析当前经济形势，部署2020年经济工作。纵观会议公报，我们认为有以下要点值得关注：

表格 8 中央经济工作会议要点及解读

2020年稳增长刚性明显增强	本次会议指出，“实现全面建成小康社会和‘十三五’规划目标任务是明年全党工作的重中之重”。其中“全面建成小康社会”的一个核心指标是实现2020年GDP和人均收入比2010年翻一番，这意味着2020年GDP增速需要保持在6.1%左右，与2019年基本持平。
货币政策强调“稳中有活”，落脚点是“降低社会融资成本”	本次会议重申货币政策要保持稳健基调，但增加了“要灵活适度”的内容，意味着2020年年货币政策逆周期调节力度趋于加大；而“降低社会融资成本”则指向2020年MLF利率可能出现多次小幅下调，进而带动LPR报价下行，以切实降低实体经济融资成本。
减税降费力度不会弱化	本次会议提出“要巩固和拓展减税降费成效”。此前一些市场人士从财政可持续性角度出发，预测2020年减税降费力度大概率不及2019年。本次会议从正面澄清了这种担忧，并给出了解决财政可持续性问题的方案，即坚决压缩一般性支出。我们认为，这将与货币政策中的“定向滴灌”以及优化营商环境的各类结构性改革一起，形成激发市场微观主体活力的三角支撑。
基建在稳增长中的分量加大	本次会议强调要加强川藏铁路等战略性、网络型基础设施建设，列举了市政管网、城市停车场、冷链物流、通信网络建设等“新基建”内容，同时要求加快农村公路、信息、水利等“基建补短板”项目。对比上年会议内容，基建在稳增长中的分量有所加大。结合2019年出台的系列政策将在经历一段时滞后开始显现效果，我们判断2020年基建投资增速有望回升至两位数，从而成为稳增长、稳投资的主要增量因素。
房地产调控要全面落实因城施策	本次会议重申“房住不炒”，体现了监管层在三大攻坚战收官之年遏制房地产泡沫、防范系统性金融风险的决心毫不动摇，但同时也提出“全面落实因城施策……促

进房地产市场平稳健康发展。”这意味着 2020 年房地产调控不会有全面性的升级，双向调控得到认可，同时，也意味着 2020 年房价因调控而大幅下跌的风险很小，房地产投资增速有望稳定在 10% 左右。

资料来源：东方金诚整理

（二）银行现金管理类理财监管趋同于货币基金，可能对债市产生结构性冲击

12 月 27 日，银保监会下发《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》，规定未来银行现金管理类理财产品在投资范围、组合久期、投资集中度、流动性和杠杆管控等方面的管理比照货币基金，这意味着现金管理类理财产品此前通过下沉资质和拉长久期来增厚收益的途径将受到严格限制。同时，由于银行理财子公司不能享受公募基金的免税待遇，以及 1 万元起购的要求，导致银行现金管理类理财产品在与货币基金竞争中出现劣势。这也引发了市场对于公募基金免税制度和保险资管类货基产品政策变动的担忧，我们判断，统一监管规则是大势所趋，未来监管套利的空间将不断减小。

我们认为，征求意见稿对现金管理类理财的监管要求将有助于缓解存款理财化的趋势，带动存款回流，从而降低银行负债端综合成本。从这个角度讲，有利于银行压降贷款利率，降低实体经济融资成本。但征求意见稿的落地实施，恐不利于政策从“宽货币”向“宽信用”的传导，原因有三：一是作为银行理财净值化转型的主要产品，现金管理类理财扩张受限可能增大银行理财净值化转型难度，若资管新规过渡期在 2020 年底如期结束，银行理财产品转型不顺畅可能导致一定程度的信用紧缩；其次，征求意见稿不得投资“信用等级在 AA+ 以下的债券、资产支持证券”的规定将进一步加大低等级主体融资难度，叠加资管新规过渡期结束的影响，低资质主体面临的信用紧缩程度更高；最后，征求意见稿对组合久期的限制则意味着类货基将难以继续投资永续债、二级资本债等银行资本补充工具，可能影响银行信贷投放能力。

从对债市的影响来看，征求意见稿对久期和信用等级的限制利好短久期利率债和短久期、高等级信用债，但对中长久期利率债的影响可能是双向的：从投资久期限制的方面是利空的；但从实体经济融资成本下行、“宽信用”受阻、低资质主体再融资风险上升带来的投资者风险偏好下降等方面是利好的。同时，征求意见稿试行新老产品划断，设置了一年的过渡期，资产集中抛售的风险较小，综合影响将取决于征求意见稿的实际落地情况。

（三）存量贷款转向 LPR 定价，降息扩面且将持续

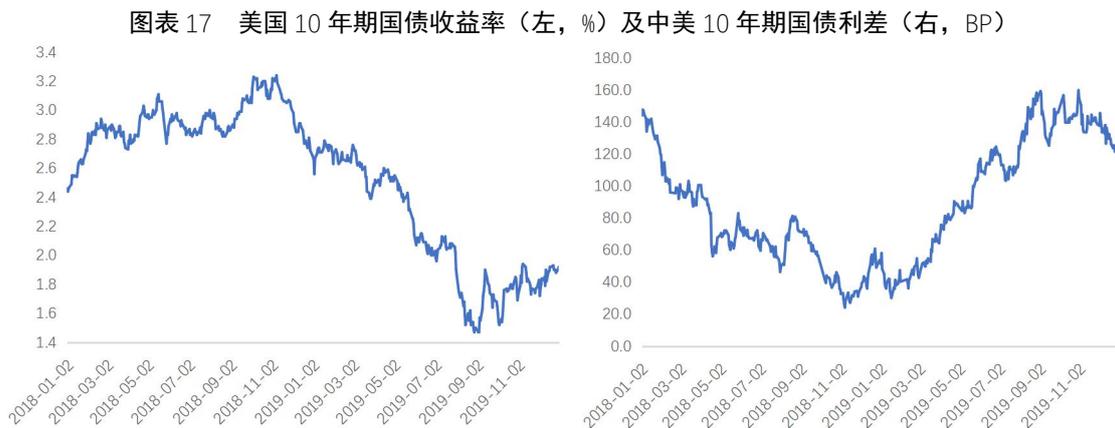
12 月 28 日央行宣布存量浮动利率贷款将全面转向 LPR 定价，意味着本轮市场化降息覆盖范围从新发放贷款向存量贷款扩展，未来市场主体利息支出负担将有更大幅度下降，体

现货币政策逆周期调节力度进一步增强。事实上，在三季度货币政策执行报告中，央行已表示“抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案”，因此这一举措的推出并不出乎意料；而公布时点则略早于市场预期，显示当前央行在加大货币政策逆周期调节力度方面积极作为。

同时，此举意味着 2020 年 LPR 报价将会有进一步下调，而为了引导 LPR 报价下行，央行除了会在公开市场加大资金投放力度，保持“宽货币”势头外，还会多次小幅下调作为 LPR 报价主要参考的 MLF 操作利率。我们初步预测，2020 年 MLF 招标利率存在下调 4 次共 40 个基点的空间，这将成为 2020 年债牛的基石。但需指出的是，与美联储 2019 年连续 3 次下调政策利率 75 个基点相比，这一下调幅度明显温和，并不构成大水漫灌风险，符合中央经济工作会议关于 2020 年稳健货币政策要“灵活适度”的提法。

3.4 中美利差

主要受美联储释放 2020 年利率不变的预期，以及中美贸易谈判取得积极进展影响，12 月美债收益率整体上行——月末美国 10 年期国债收益率较上月末上涨 14BP。中美利差方面，12 月末中美 10 年期国债利差报 121.7BP，较上月末收窄 16.9BP。



数据来源：WIND

4. 1 月利率债市场展望

预计 1 月利率债市场将呈现震荡调整行情。首先，综合 PMI 和高频数据表现，我们判断 12 月工业生产将有所减速，出口料将改善，内需相对平稳。由此，预计四季度 GDP 增速将持平于 6.0%或小幅加快至 6.1%，经济阶段性企稳预期有望得到进一步验证。

其次，1 月 1 日央行宣布降准 0.5 个百分点，释放长期资金 8,000 亿，但此前降准预期已被市场充分定价，靴子落地不会给债市带来明显提振；同时，尽管 12 月 LPR 报价未降使得这一可能性无法排除，但我们倾向于认为，春节前再度下调 MLF 利率的概率不大。

再次，从利率债供需的角度看，供给方面，1月新增专项债开闸可能对资金面产生扰动。我们注意到，元旦节后首日（1月2日）即有四川、河南两省的新增专项债发行，根据wind统计（截至12月31日），1月2日和6日等待发行的新增专项债规模就已达1326亿元，而结合各省市已经公布的新增专项债发行计划，1月新增专项债发行规模预计将超过2000亿元，明显超过2019年1月的约1400亿元。但利率债需求同样旺盛，2020年保险“开门红”产品销售提前，1月保险资金的配置需求将对长端和超长端利率债形成有力支撑。

最后，经济企稳预期、内外资本市场宽松环境下，股票市场可能出现进一步的估值修复，对债券市场资金形成分流，给利率债带来调整压力。

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。