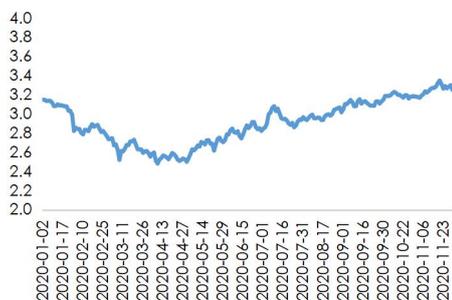
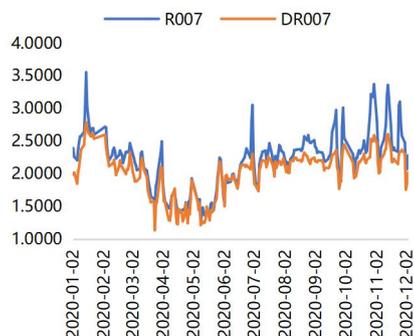


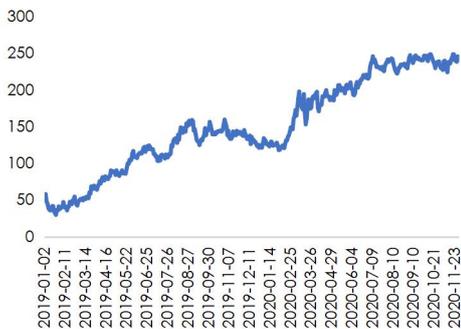
十年期国债收益率 (%) :



质押式回购利率 (%) :



中美 10 年期国债利差 (BP) :



时间：2020年12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) **宏观经济运行**：11月宏观经济供需两端保持良好修复态势，内需强劲、外需向好对供给形成正向拉动；猪肉价格跌幅扩大，CPI同比涨幅将回落至零附近；国际油价小幅抬头，国内工业品价格普涨，PPI同比跌幅有望小幅收敛。
- (2) **流动性环境**：11月资金面紧平衡，波动性明显放大，DR007 中枢小幅抬升，同业存单发行利率持续上行。展望后续，年底前市场流动性趋于收紧，预计央行会通过加大逆回购操作等方式予以对冲，资金面将延续紧平衡；12月同业存单利率走势有望企稳，但下行势头面临约束，预计将呈现高位震荡态势。
- (3) **中美利差**：11月美债收益率震荡上行，主因美国大选尘埃落定，疫苗研发取得积极进展，以及美财政刺激谈判希望重燃等因素，提振风险偏好。后续美债收益率曲线陡峭化上行风险较大，但目前中美利差处很高水平，短期看对国内债市影响不大。

● **一级市场**：11月利率债发行量和净融资额环比下降，供给压力边际缓和，但仍明显高于去年同期。

● **二级市场**：11月债市表现稳中偏弱，利率走势先上后下。上旬基本面数据表现向好，市场流动性预期收紧，加之央行表态政策退出，收益率整体上行；10日永煤超预期违约对信用债市场造成剧烈冲击，并通过流动性压力传导至利率债，债券收益率加速上行；21日金融委明确表态对逃废债“零容忍”，市场情绪得到缓和，同时，央行加大流动性投放，资金面相对充裕，债券收益率止涨回落。

● **12月利率债市场展望**：当前债券收益率仍处于震荡寻顶过程，短期来看利率进一步大幅上行的风险缓和，但出现趋势性反转的时机仍不成熟，核心逻辑在于经济还在继续回升，同时央行货币政策维持中性。预计12月10年期国债收益率会在3.1%-3.3%之间震荡，中枢与11月相比将会有小幅下移。

1. 债市运行环境

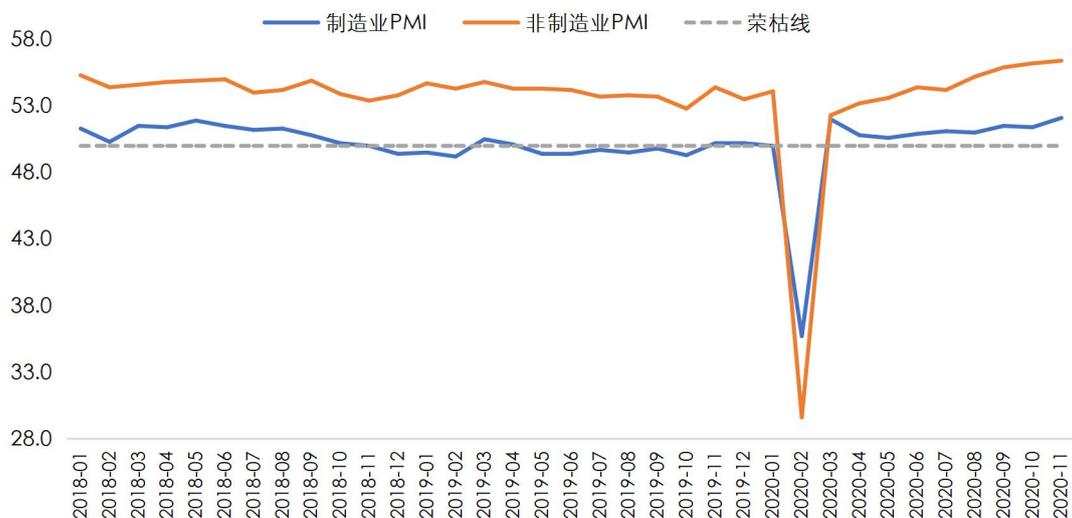
1.1 宏观经济运行

11月宏观经济供需两端保持良好修复态势，内需强劲、外需向好对供给形成正向拉动

生产端，11月制造业PMI生产指数录得57.4（前值53.9），创2017年10月以来新高。从高频数据来看，除高炉开工率受检修限产影响高位小幅下滑之外，11月主要生产数据均表现积极。其中，浙电日均耗煤量边际明显上扬，半钢胎开工率以及焦化、PTA、PE、PP、涤纶等中上游生产企业开工率等数据处于持续上升态势。我们预计，10月工业增加值同比仍将处于6.5%以上的较快增长水平。

服务业方面，随着线下消费活动持续恢复，加之四季度进入消费旺季，服务业需求得到有效释放，11月服务业PMI升至55.7（前值55.5），再创疫情以来新高。分行业看，当月铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输、金融等行业PMI指数均处于60以上的高景气区间，尤其是前期受疫情影响较大的铁路、航空等运输服务业业务总量增长明显。不过，10月服务业生产指数同比增速已回升至超过疫情前水平，且11月服务业PMI环比上行幅度不及上年同期，预示当月服务业生产指数同比增速可能会有小幅回落，累计增速则将延续改善。

图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）



数据来源：WIND，东方金诚

从需求侧“三驾马车”来看，投资方面，11月固定资产投资单月增速有望加快。三大类投资中，财政支出效率提升将推动基建投资加速；企业利润改善、投资信心恢复，利好制造业投资稳步复苏；年底房地产项目加快赶工，房地产投资也有望保持韧性。消费方面，经济回暖背景下，居民就业和收入预期趋于好转，是当前消费持续回升的前提。今年11月“双十一”购物节活动时间拉长，对社零回升也将产生支撑。不过，从乘联会数据来看，11月乘用车销量同比增速较上月有所放缓，汽车销售或将对社零边际改善趋势造成一定拖累。综合来看，预计11月社零增速将加快至5.0%以上。

表1 乘用车销售情况

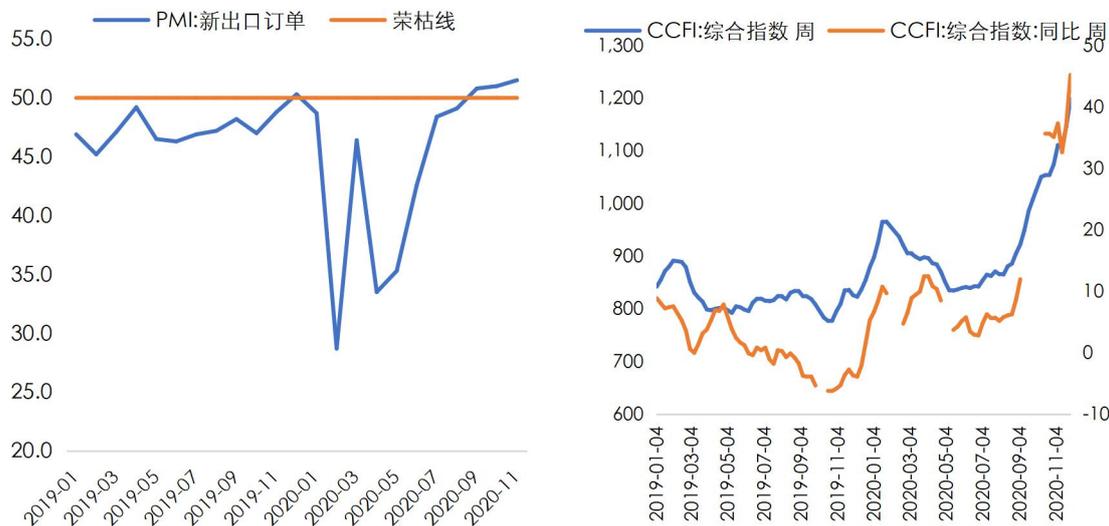
	乘用车当周日均批发量: 辆	乘用车当周日均批发量: 同比 %	乘用车当周日均零售量: 辆	乘用车当周日均零售量: 同比 %
2020-07-05	28,635	11	24,884	-15
2020-07-12	36,555	12	31,347	-5
2020-07-19	40,028	3	38,390	8
2020-07-26	44,050	6	48,486	20
2020-07-31	89,358	-5	94,598	9
2020-08-09	28,965	6	29,815	3
2020-08-16	36,591	3	39,095	9
2020-08-23	50,283	10	44,849	23
2020-08-31	87,777	5	88,529	7
2020-09-06	36,958	3	30,333	6
2020-09-13	48,063	18	42,500	39
2020-09-20	53,330	10	46,582	16
2020-09-26	68,737	-8	66,694	3
2020-09-30	124,028	25	136,287	11
2020-10-08	17,089	-18	24,760	6
2020-10-11	54,046	11	63,535	43
2020-10-18	54,017	9	53,138	18
2020-10-25	62,304	22	53,412	19
2020-10-31	117,699	7	106,828	-1
2020-11-08	40,278	8	35,094	20
2020-11-15	55,949	15	49,854	15
2020-11-22	63,190	14	52,501	7

数据来源: WIND, 东方金诚

外需方面，进入秋冬季节后，欧美疫情反复，各国陆续开始重启封锁，生产恢复受阻，中国出口继续弥补全球供给能力的不足，加之年底海外节日消费需求上升，进一步支撑我国出口贸易韧性。从前瞻性指标来看，11月制造业

PMI 新出口订单指数为 51.5%，续创 2018 年 6 月以来最高；当月 CCFI（出口集装箱运价指数）持续运行在 1100 点以上，同比涨幅进一步走阔。预计 11 月出口额同比将延续高增。

图 2 相关指标显示 11 月出口仍将持续较强韧性

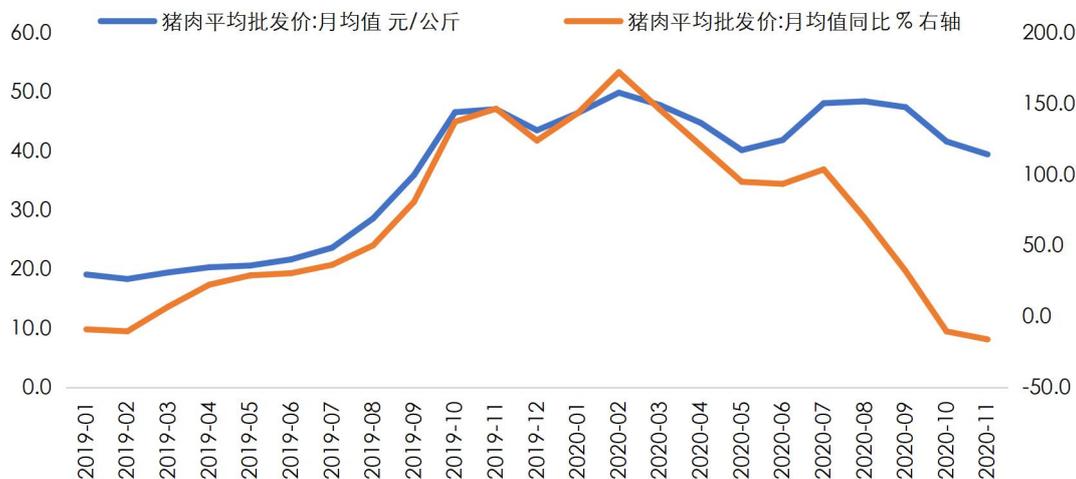


数据来源：WIND，东方金诚

11 月 CPI 同比涨幅将回落至零附近，PPI 同比跌幅有望小幅收敛

11 月猪肉供给持续回暖带动猪肉价格进一步下跌，加之上年同期基数走高，当月猪肉价格同比跌幅扩大，这将拖累食品 CPI 同比涨幅继续收敛。根据农业部数据，11 月猪肉平均批发价同比下降 16.3%，降幅较上月扩大 5.7 个百分点。同时考虑到非食品价格涨幅难有明显加速，预计 11 月 CPI 同比涨幅将回落至零附近。

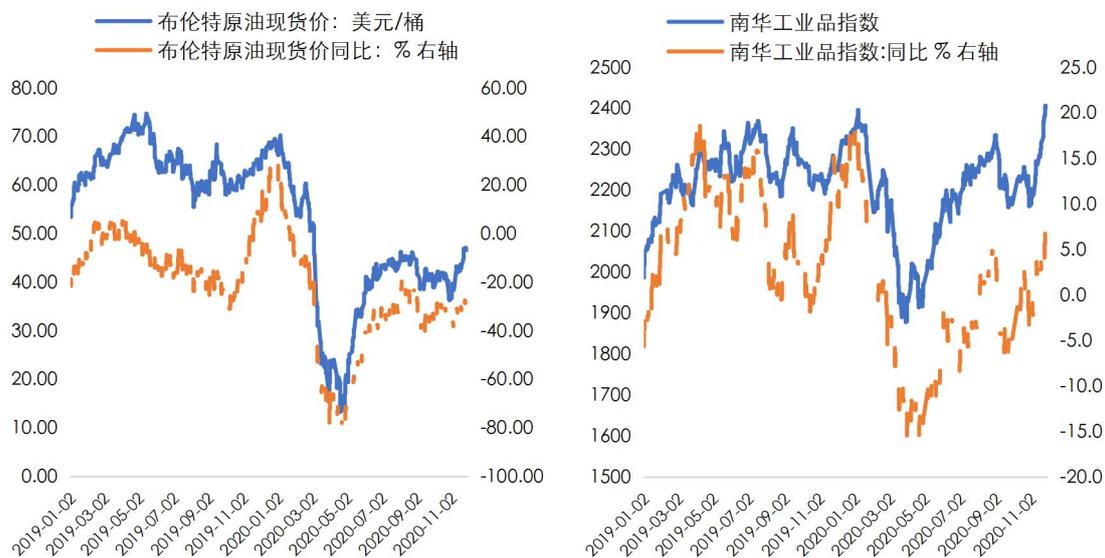
图 3 11 月猪肉价格同比跌幅扩大



数据来源：WIND，东方金诚

PPI 方面，因美国大选尘埃落地、疫苗研发进展积极提振需求预期，11 月国际油价小幅抬头，当月布伦特原油现货价月均值环比上涨 6.2%，同比跌幅微幅收敛。同时，受内需强劲，尤其是年底前基建和房地产项目建设赶工带动，11 月国内工业品价格出现普涨——当月南华工业品指数月均值环比上涨 2.6%，同比转正至 2.2%（前值-0.4%）。此外，11 月国内制造业 PMI 出厂价格指数和商务部生产资料价格指数等前瞻性指标也指向当月 PPI 环比改善、同比降幅收窄。

图 4 11 月国际原油和国内工业品价格均有所上扬



数据来源：WIND，东方金诚

1.2 流动性环境

11 月央行公开市场操作频率较高，月末意外开展 MLF 操作，净投放以中长期资金为主。具体来看，11 月央行共计 18 个工作日开展逆回购操作，操作量 1.75 万亿，但因到期量达 1.72 万亿，因而净投放量仅 300 亿，未明显超出季节性。同时，11 月央行于月中和月末两次开展 MLF 操作，操作量共计 1 万亿，当月到期量 6,000 亿，净投放资金 4,000 亿。2020 年以来，央行仅在每月 15 日左右开展 MLF 操作，作为每月 20 日 LPR 报价的参考基础，此次于月末开展 MLF 操作打破了今年以来的惯例。此外，11 月央行还开展了 500 亿国库现金定存操作，对冲当月到期量 500 亿。整体上看，11 月央行公开市场操作净投放资金 4300 亿。

表 2 11 月央行资金投放量

单位：亿元	降准	TMLF	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7 天	14 天	28 天	63 天			
投放	0	0	17500	0	0	0	10000	500	28000
到期	0	0	17200				6000	500	23700
净投放	0	0	300				4000	0	4300

数据来源：WIND，东方金诚

11 月资金面维持紧平衡状态。当月 DR007 月均值为 2.29%，较 10 月小幅上行 5bp，月内 DR007 持续运行在 2.0% 以上，最高触及 2.61%，整体偏紧；11 月 DR001 月均值为 1.83%，较 10 月下行 20bp，月内 DR001 最低为 0.82%，最高触及 2.56%，波动性明显放大。

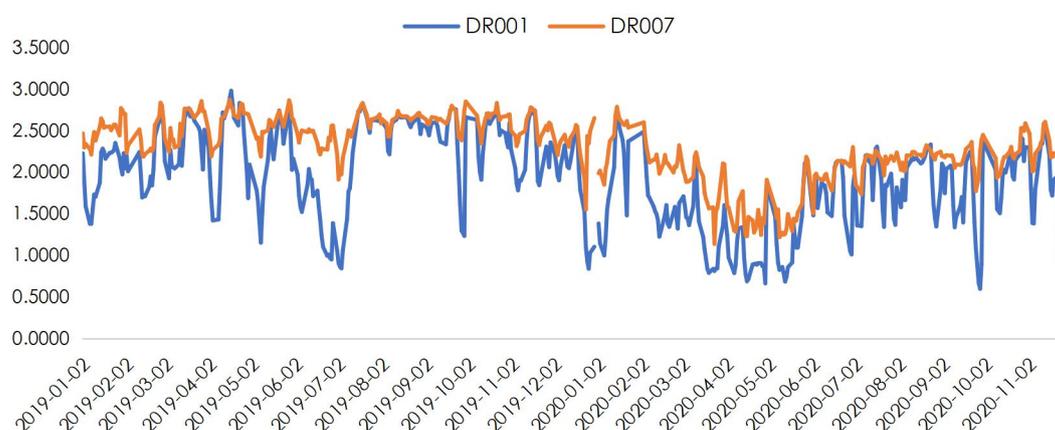
表 3 质押式回购加权利率变动情况

	2020 年 10 月均值 (%)	2020 年 11 月均值 (%)	变动 (BP)
R001	2.1556	1.9341	-22.15
R007	2.5689	2.6205	5.15
DR001	2.0347	1.8348	-19.99
DR007	2.2437	2.2899	4.62

数据来源：WIND，东方金诚

从月内走势看，月初资金面转松，DR007 降至 2.0% 左右；5 日 4000 亿 MLF 到期，但央行按照惯例留待月中续作，加之逆回购净回笼，资金面边际收紧；中旬缴税压力叠加信用风险事件对流动性的冲击，资金利率触及月内高点；及至 16 日，央行投放 8000 亿元 MLF，资金面紧张局面才得到缓解；下旬，央行连续开展逆回购操作，DR007 在 2.3% 附近震荡，隔夜利率则持续下行，25 日交易所资金大规模投放后，月末 DR001 降至 1.0% 附近。

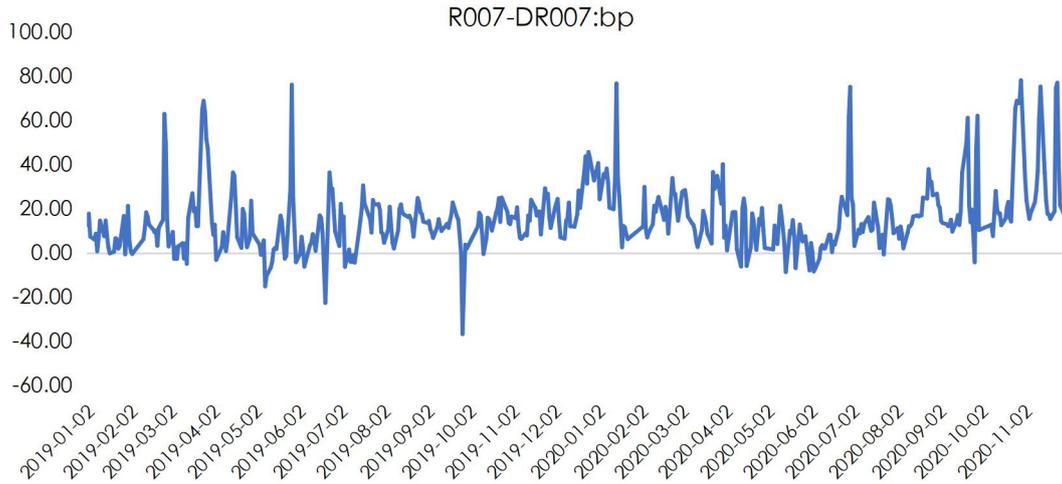
图 5 存款类机构质押式回购加权利率



数据来源：WIND，东方金诚

从流动性分层来看，R007 与 DR007 利差波动较大，11 月月中信用风险事件冲击后，以及下旬 24-25 日，二者利差均出现短期冲高，后随着资金面压力缓解而回落。从中枢来看，11 月 R007 与 DR007 利差均值为 33.1bp，高于上月的 32.5bp，明显高于 9 月的 22.2bp 以及再之前的 10bp 左右，显示 10 月以来流动性分层现象有所加剧。

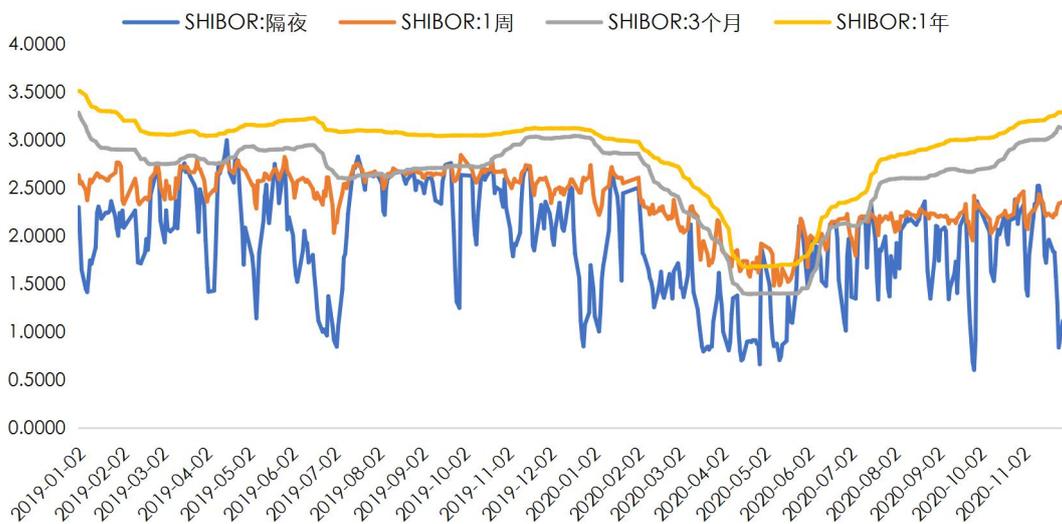
图 6 10 月以来流动性分层现象有所加剧



数据来源：WIND，东方金诚

SHIBOR 方面，除隔夜利率外，11 月各期限 SHIBOR 均值普遍高于上月，且 3M 利率上行幅度较大，显示银行对于跨年资金面预期偏谨慎。当月中长期 SHIBOR 中枢进一步抬升，其中，9M 和 1Y 利率月均值均超过 3.1%，反映银行体系中长期流动性继续收紧。

图 7 上海银行间同业拆放利率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

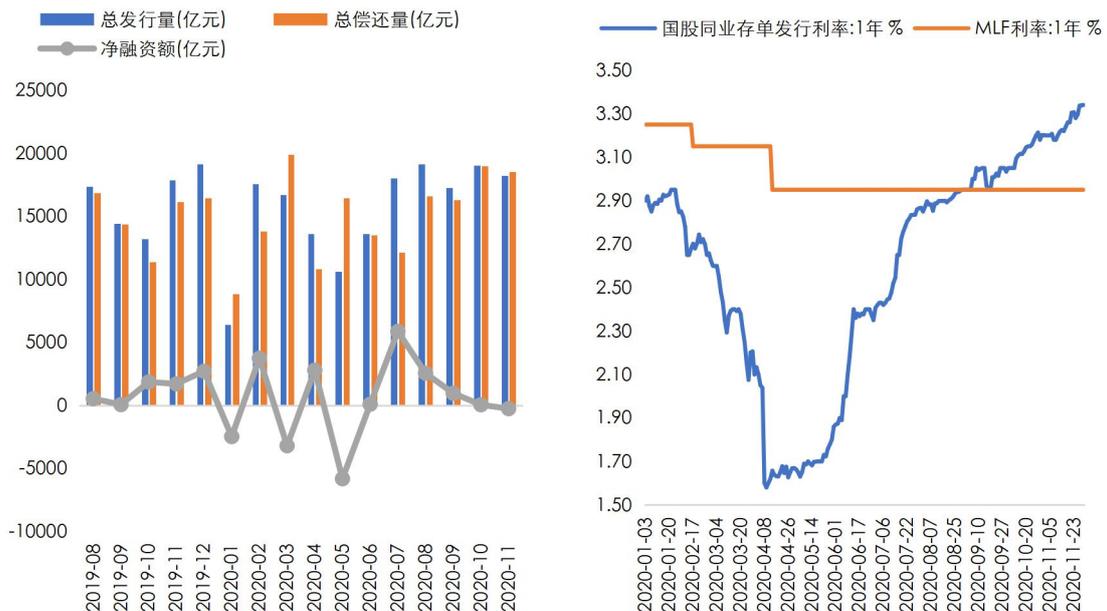
表 4 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020 年 10 月均值 (%)	2020 年 11 月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	2.0381	1.8491	-18.90
1W	2.2176	2.2628	4.51
2W	2.4182	2.5668	14.86
1M	2.6528	2.6810	2.82
3M	2.8344	3.0279	19.34
6M	2.9707	3.0857	11.50
9M	3.0505	3.1814	13.09
1Y	3.0902	3.2248	13.46

数据来源：WIND，东方金诚

11 月同业存单发行利率仍在持续上行，月末国股 1 年期存单发行利率已升至 3.34%，超出 1 年期 MLF 利率 39bp。不过，11 月同业存单净融资额为负，显示存单发行出现有价无量局面，或预示发行利率已接近其顶部，后续进一步上行的空间有限。值得一提的是，11 月 30 日央行意外开展 2000 亿元 MLF 操作，主要目的是加大中长期流动性投放，稳定流动性预期，抑制中期市场利率上升势头。央行在第二季度和第三季度货币政策执行报告中均强调，要引导市场利率围绕 OMO 利率和 MLF 利率平稳运行。近期同业存单利率持续走高，主要是受四季度银行压降结构性存款任务依然较重，亟需通过发行同业存单补充稳定资金来源影响。

图 8 11 月同业存单发行利率进一步走高



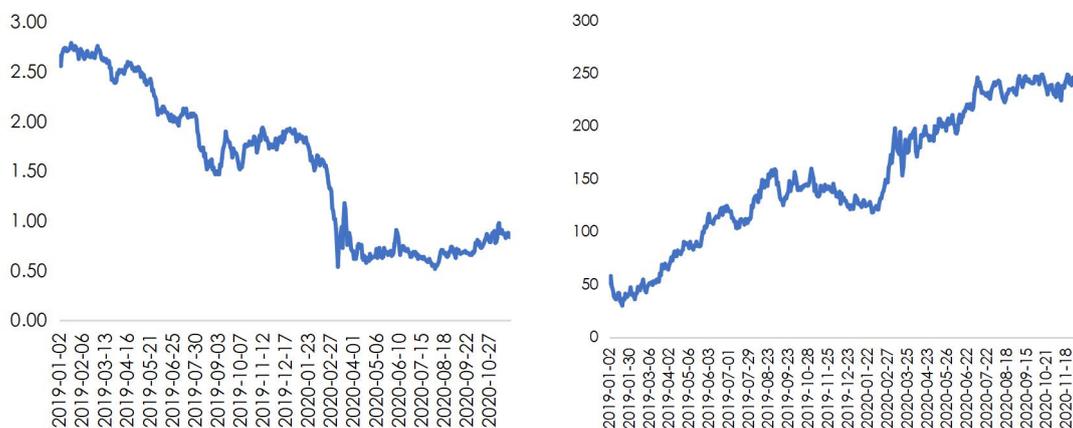
数据来源：WIND，东方金诚

央行三季度货币政策执行报告提出要“把好货币供应总闸门”，“根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，**既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来**”，体现了“不缺不溢”的流动性管理思路。**展望 12 月**，年底前受银行考核临近、市场提现需求增加等因素影响，市场流动性趋于收紧，不过届时央行会通过加大逆回购操作等方式予以对冲，因此 **DR007 有望保持在 2.20% 的政策利率附近，资金面将延续紧平衡**。值得一提的是，随着年底前银行压降结构性存款任务的完成，以及财政资金投放力度加大，**银行负债端压力将得到一定缓解，同业存单利率走势有望企稳**。不过，12 月同业存单续发压力较大——到期量为年内次高峰，存单利率下行势头面临约束，预计将呈现高位震荡态势。

1.3 中美利差

11 月美债收益率震荡上行，主要原因是美国大选尘埃落定，疫苗研发取得积极进展，以及美国财政刺激谈判希望重燃等因素，提振风险偏好，也令市场对于经济复苏和通胀上行的预期升温。受疫苗消息助推，11 月 10 日 10 年期美债收益率一度逼近 1.0%，为月内高点。从全月来看，11 月末 10 年期美债收益率为 0.84%，略低于上月末的 0.88%，但月均值为 0.87%，较上月均值抬升 8bp。从中美利差角度来看，11 月末中美 10 年期国债利差较上月末扩大 10.9bp 至 241bp。后续美债收益率曲线陡峭化上行的风险较大，但考虑到美联储将在未来一段时间继续保持宽松政策，且中美利差目前处于很高水平，短期看美债收益率走高对国内债市影响不大。

图 9 美国 10 年期国债收益率（左，%）及中美 10 年期国债利差（右，BP）



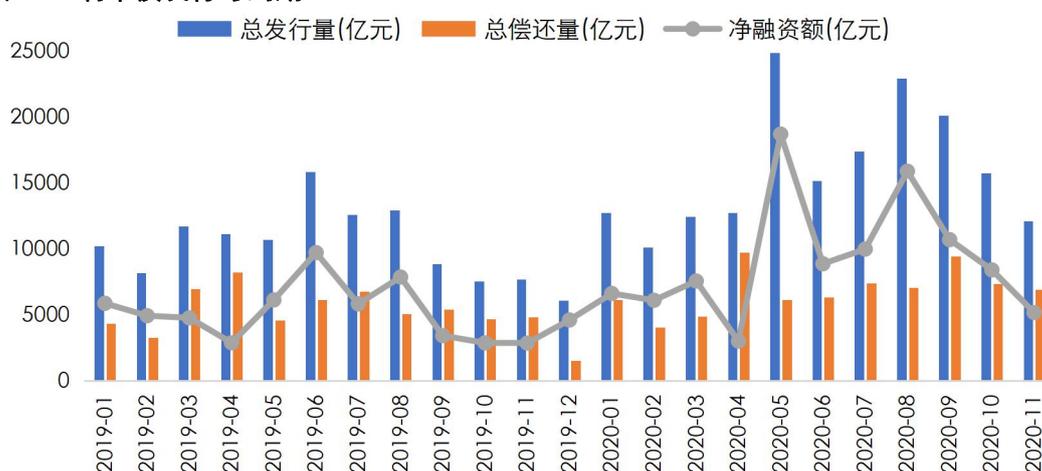
数据来源：WIND，东方金诚

2. 一级市场

2.1 发行情况

11月利率债发行量和净融资额环比下降，供给压力边际缓和，但仍明显高于去年同期。当月利率债总发行量12,087亿，环比减少3,638亿，同比增加4,403亿；净融资额5,168亿，环比减少3,231亿，同比增加2,319亿。分券种看，11月国债发行量低于上月，但净融资额走高；政金债发行量和净融资额与上月大致持平，略有下降；而随着新增专项债发行收官，11月地方债发行量环比大降，净融资大幅转负。

图 10 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）

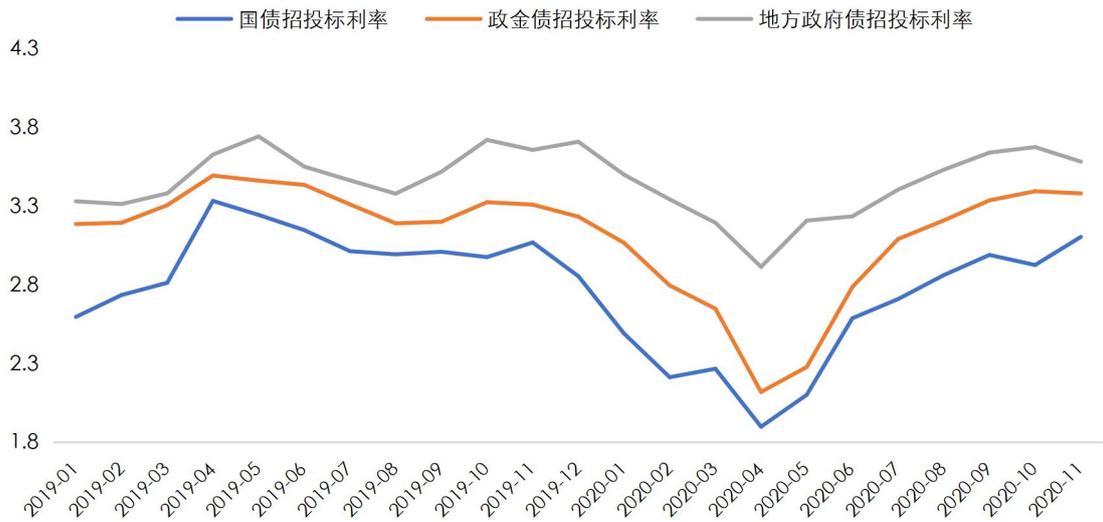
	发行量			净融资额		
	2020.11	2020.10	2019.11	2020.11	2020.10	2019.11
国债	7570	7831	4372	5673	3902	2674
政金债	3134	3344	2854	1975	2124	583
地方政府债	1384	4429	458	-2479	2252	-407

数据来源：WIND，东方金诚

2.2 发行利率

11月利率债各券种加权平均发行利率涨跌互现。其中，国债加权平均发行利率环比上行17.84bp，政金债和地方债供给压力下降，加权平均发行利率环比分别下行1.37bp和9.23bp。

图 11 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

11 月债市表现偏弱，利率走势先上后下，但上行时间较长，下行时间较短。月末 10 年期国债收益率较 9 月末小幅上行 6.9bp，1 年期国债收益率较 9 月末上行 10.4bp。

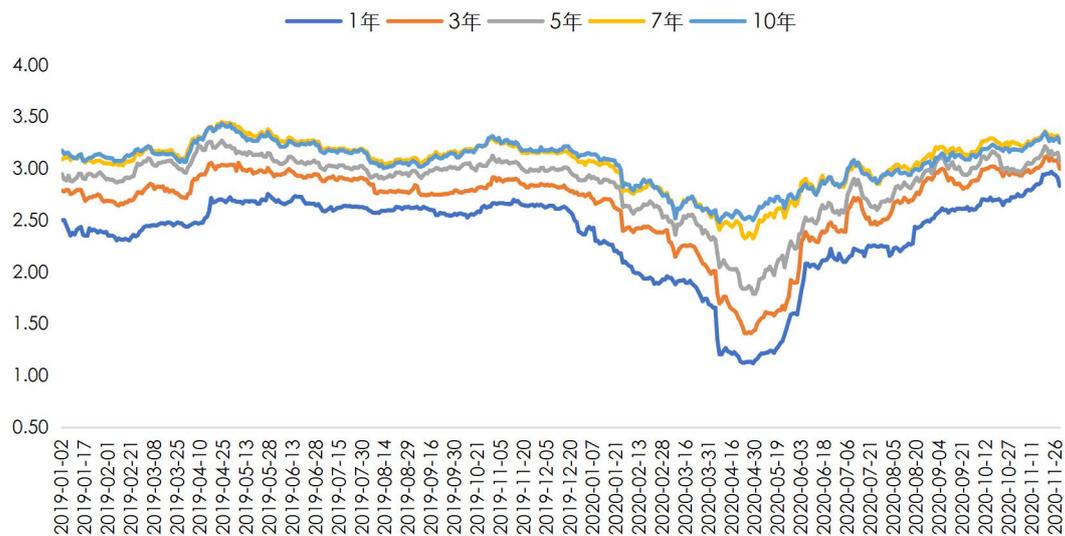
从月内走势看，11 月上旬，基本面数据表现向好，加之 6 日国务院例行吹风会上央行表态“不要去玩钱生钱的游戏”、“疫情特殊时期的政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的”，对债市影响偏利空，收益率整体上行。这一阶段短端利率上行幅度较大，10Y-1Y 期限利差收窄，显示市场流动性预期偏紧。11 月 10 日，永煤超预期违约对信用债市场造成剧烈冲击，并通过流动性压力传导至利率债，债券收益率加速上行，19 日 10 年期国债收益率达到 3.35% 的本轮新高。11 月 21 日，金融委明确表态对逃废债“零容忍”，市场情绪得到缓和，同时，央行加大流动性投放，资金面相对充裕，债券收益率止涨回落。11 月下旬长端收益率高位震荡，26 日央行三季度货币政策执行报告发布，货币政策相关表述偏紧，但未明显超出市场预期，债市反应平淡；这一阶段短端收益率因资金面转松持续下行，10Y-1Y 期限利差走阔，尤其是 25 日交易所资金大规模投放、30 日央行意外开展 MLF 操作后，短端利率均现较明显走低。

表 6 11 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	10.37	1Y	14.63	1Y	8.80
3Y	5.08	3Y	0.99	3Y	10.01
5Y	9.53	5Y	-2.66	5Y	-3.72
7Y	2.31	7Y	-8.49	7Y	-10.96
10Y	6.90	10Y	4.03	10Y	-3.07

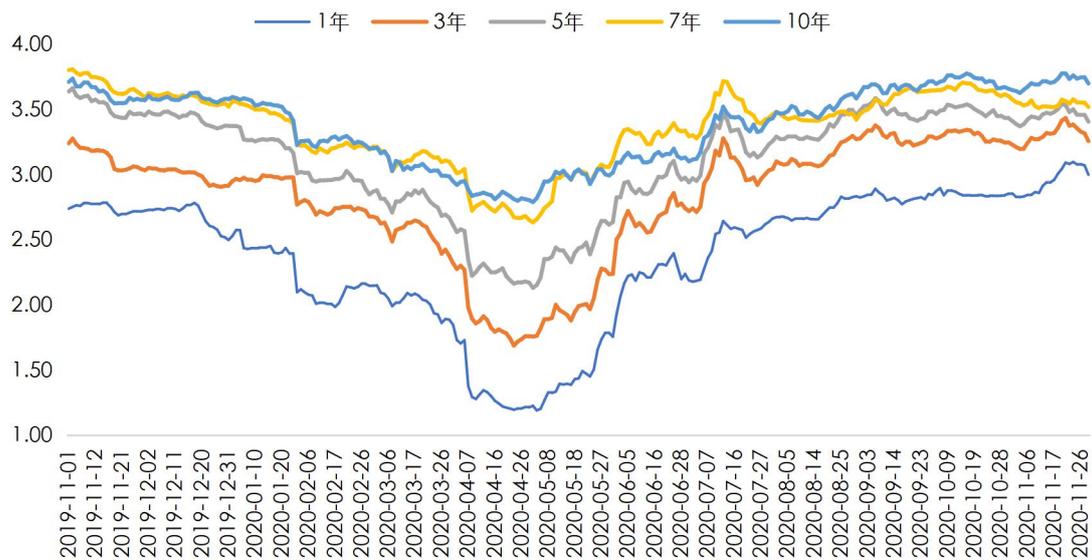
数据来源: WIND, 东方金诚

图 12 各期限国债到期收益率 (%)



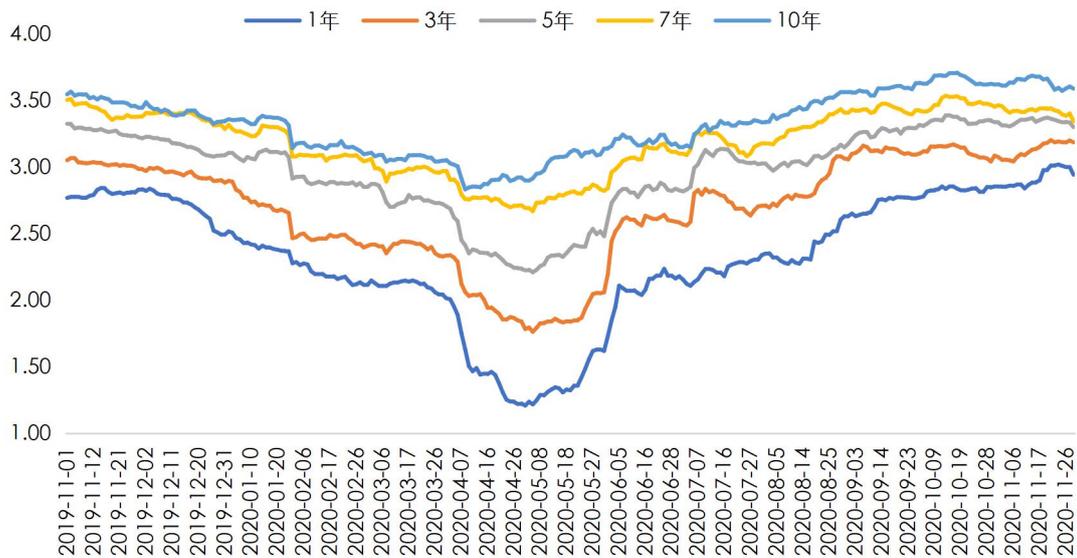
数据来源: WIND, 东方金诚

图 13 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源: WIND, 东方金诚

图 14 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

11 月短端利率因资金面边际收紧而走高，且上行幅度超过中长端，10Y-1Y 期限利差有所收窄。从月内走势来看，当月 10Y-1Y 期限利差先收窄后走阔，反映市场流动性预期的边际变化。另外，11 月各主要期限中，流动性较差的 7 年期国债收益率上行幅度较小，7Y-5Y 利差收窄，10Y-7Y 倒挂也有所收敛。

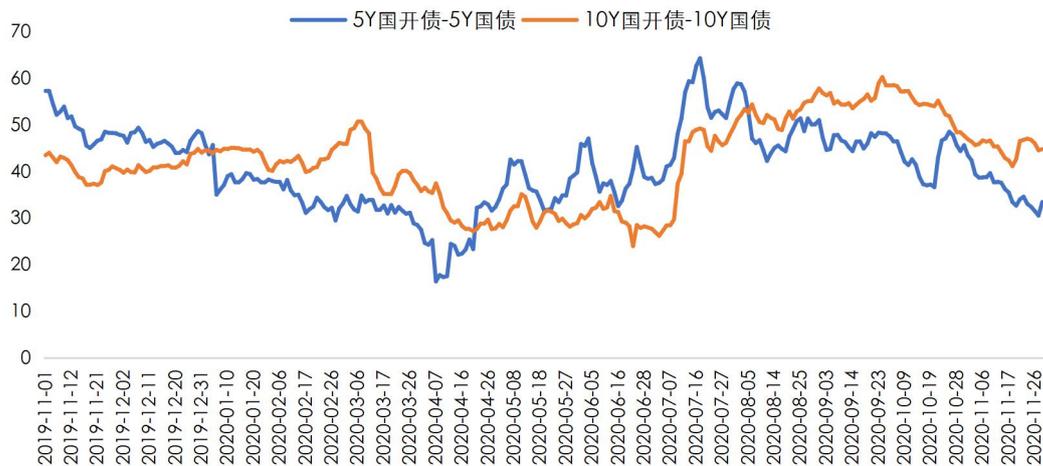
表 7 11 月国债期限利差变动情况 (BP)

	10 月末	11 月末	变动幅度
3Y-1Y	21.86	16.57	-5.29
5Y-3Y	2.96	7.41	4.45
7Y-5Y	26.56	19.34	-7.22
10Y-1Y	45.37	41.90	-3.47
10Y-3Y	23.51	25.33	1.82
10Y-5Y	20.55	17.92	-2.63
10Y-7Y	-6.01	-1.42	4.59

数据来源：WIND，东方金诚

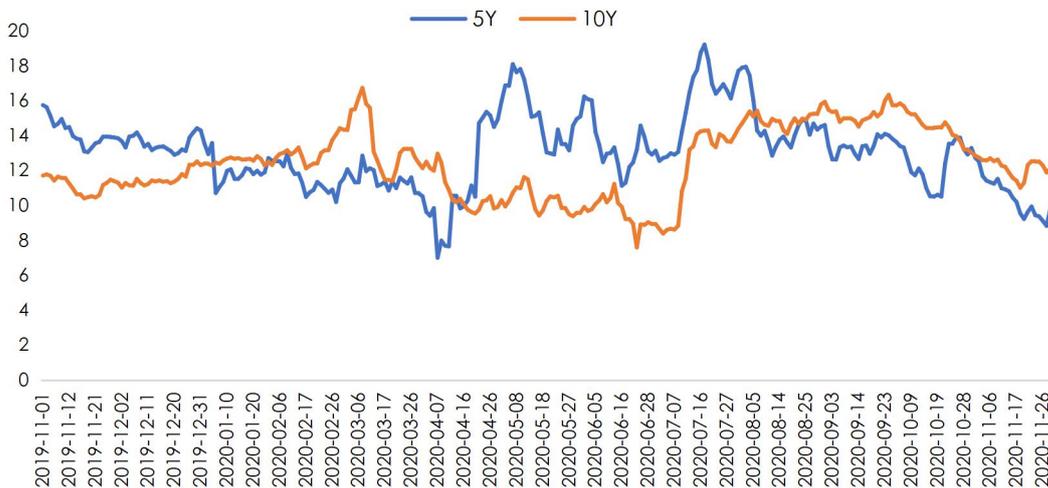
国开债和国债利差方面，11 月国开债短端收益率因资金面收紧较大幅度上行，长端收益率也有一定幅度上扬，中端收益率则持平或走低。整体看，国开债表现仍好于国债。从二者利差来看，11 月末 5 年期国开债和国债利差较上月末收窄 12.19bp，10 年期利差收窄 2.87bp；同期 5 年期国开债隐含税率下降 3.48 个百分点，10 年期国开债隐含税率下降 0.92 个百分点。

图 15 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 16 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

4. 12 月利率债市场展望

从基本面来看，宏观经济仍然处在改善过程，服务业和消费已接棒制造业和投资继续拉动经济回升，年底基建投资也有发力空间，出口和房地产投资韧性犹存。我们判断，这种较强的经济修复态势有望保持到年底——刚刚公布的 11 月 PMI 数据对此也有所预示。明年一季度，在低基数作用下，GDP 同比将出现接近 20% 的高增长，经济边际复苏势头也不会明显放缓。从政策面来看，短期内货币政策将继续处于“观察期”，降息降准概率很低，但以市场利率持续走高为代表的“紧货币”过程也不会一直持续下去，监管层将根据经济修复的具体态势，灵活调整政策应对。从资金面来看，年底前市场流动性趋于收紧，

不过届时央行会通过加大逆回购操作等方式予以对冲，资金面将延续紧平衡；12月同业存单利率走势有望企稳，但下行势头面临约束，预计将呈现高位震荡态势。

综合来看，我们认为当前债券收益率仍处于震荡寻顶过程，短期来看利率进一步大幅上行的风险缓和，但出现趋势性反转的时机仍不成熟，核心逻辑在于经济还在继续回升，同时央行货币政策维持中性。预计12月10年期国债收益率会在3.1%-3.3%之间震荡，中枢与11月相比将会有小幅下移。