

中国 10 年期国债收益率可能上行至 3.9%

新冠疫苗和宏观经济研究系列之二

证券研究报告

2020 年 11 月 26 日

● 核心结论

展望年底以及2021年的债券市场，我们预测10年期国债收益率仍有继续上行的空间，中国10年期国债收益率将会在未来一年上行至3.9%，也就是接近上一个周期2018年初的高点。主要原因有以下四点：

第一，中国国债的期限利差目前处于历史上极低的水平，短端利率对长端利率失去保护作用。换句话说，长债相对于短债的性价比很弱，长债的久期敞口的风险并没有被充分定价。目前1年/10年期限利差为31bps，位于历史10%分位以下；2年/10年期限利差为19.5bps，位于历史5%分位以下。未来随着经济景气向上，期限利差将会均值回归（2002年以来的1年/10年、2年/10年期限利差均值分别为98bps、79bps）。但是短端利率下行空间有限，从期限利差的角度来看长债收益率仍有较大的上行压力。

第二，市场对于2021年下半年的中国经济走势偏悲观，债市尚未对全球和中国经济的走强充分定价。我们认为，在中美贸易争端缓和以及经济上行的基础上，中国经济在2021年下半年对标的经济增速可能是2019年一季度（6.4%），而不是2019年四季度（6.0%）。原因有两点，1）2018Q2到2019Q4，中美贸易争端导致的全球企业投资信心以及资本开支的下降，欧洲和中国经济共振下行。但拜登已经明确表示反对关税战，因此未来贸易环境会比2018-2019年大幅改善。2）我们认为市场忽略了明年上半年经济高速复苏对下半年所带来的额外助力，这些助力不仅包括实实在在的企业盈利以及居民收入，还会带来对企业信心以及居民信心的帮助。

第三，新冠疫苗落地预计会推动全球经济在2021年大幅上行，欧美国债收益率走高，给中国的长债带来压力。美债的短端利率已经接近零利率。在未来长短期利差走阔的情况下，我们判断10年期美债收益率将会在未来半年上行到1.5%。10年期德债收益率也已经见底，中枢将会逐渐上行。全球利率的抬升将会传导到中国市场。

第四，通胀以及工业品价格的上行会对长债利率产生负面影响。展望三到六个月左右的短期，疫情带来的负面冲击没有完全消退，通胀压力还不明显。但是从六个月以上的中期来看，全球通胀有望加速回归。

如果因为基本面走强带来长债利率的提升，货币政策是可以容忍的。长债利率过快上行，可能会导致实体经济的融资成本提高，在货币政策边际收紧、货币总供给不会进一步大幅增加的情况下，将导致流动性明显收紧。但我们认为2020年4月开始的债券收益率上行主要是由强劲的经济基本面所带来的，因此经济增长驱动下的利率上行并不会被央行排斥，只有在市场流动性明显紧缺的情况下才有可能主动调节。

风险提示：疫苗进展与全球经济不及预期；中美关系的不确定性。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

新冠疫苗和宏观经济研究系列之一：疫苗取得突破性进展，欧美国债收益率开始上行 2020年11月13日

西部宏观自上而下研究系列之五：美元贬值将会如何影响A股？ 2020年8月4日

2020年下半年宏观经济和市场展望：从流动性危机到流动性牛市 2020年7月20日

西部宏观自上而下研究系列之四：我们正站在两个周期的起点 2020年7月6日

西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配置？ 2020年6月29日

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展 2020年5月31日

中美德三国长债收益率均已见底：长债收益率开启上行周期 2020年5月12日

全球新冠疫情研究系列之四：沉舟侧畔千帆过：疫情冲击下的全球财政政策 2020年4月21日

全球新冠疫情研究系列之三：全面解读欧洲疫情 2020年4月14日

全球新冠疫情研究系列之二：预测美国的疫情和股市拐点 2020年4月12日

全球新冠疫情研究系列之一：意大利新冠疫情的拐点出现了吗？ 2020年4月1日

索引

内容目录

背景	3
1、中债期限利差处于历史极低水平	3
2、中国经济复苏	4
3、新冠疫苗进展	5
4、通胀以及工业品价格的上行会对长债产生影响	7
核心结论	8

图表目录

图 1：2020 年中国 10 年期国债收益率的走势	3
图 2：中债 10 年与 1 年期收益率	4
图 3：中债 10-1 期限利差处于历史低位	4
图 4：中债 10 年与 2 年期收益率	4
图 5：中债 10-2 期限利差处于历史低位	4
图 6：中国 GDP 同比增速在 2018-2019 年下降	5
图 7：欧洲 GDP 同比增速在 2018-2019 年下降	5
图 8：中国实际 GDP 同比增速 (%), 虚线为预测值	5
图 9：美债期限利差进入上行周期	6
图 10：全球进入临床阶段的新冠疫苗进展	7
图 11：CRB 现货商品指数与各国 PPI	8
图 12：我国南华期货商品指数	8
图 13：彭博商品期货指数	8

背景

从2020年4月底以来，我们开始提示中国长债收益率上行的风险，并在**2020年5月12日**领先全市场发布报告《中美德三国长债收益率均已见底——长债收益率开启上行周期》，非常前瞻并且明确指出了中国国债收益率已经见底开始回升。在此之后，债券市场的走势不断验证和兑现我们的预测。到11月20日，中国10年期国债收益率已经从低点调整了近80bps。现在市场最关心的是，10年期国债收益率是否已经调整到位了，这一轮的顶点是多少？展望年底以及2021年的债券市场，我们认为，10年期国债收益率仍有继续上行的动力，预计中国10年期国债收益率将会在未来一年上行至3.9%，也就是接近上一个周期2018年的高点。我们将从下面四个方面来阐述原因。

图1：2020年中国10年期国债收益率的走势



资料来源：WIND，西部证券研发中心

1、中债期限利差处于历史极低水平

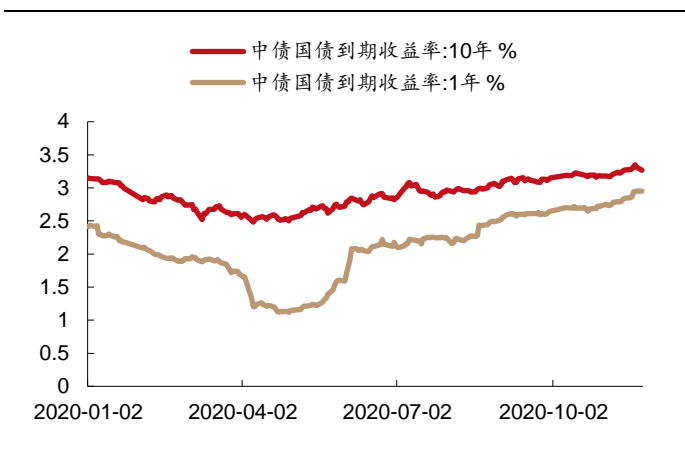
中国国债的期限利差目前处于历史上极低的水平，短端利率对长短利率失去保护作用。换句话说，长债相对于短债的性价比很弱，长债的久期敞口的风险并没有被充分定价。目前1年/10年期限利差为31bps，位于历史10%分位以下；2年/10年期限利差为19.5bps，位于历史5%分位以下。未来随着经济景气向上，期限利差将会均值回归（2002年以来的1年/10年、2年/10年期限利差均值分别为98bps、79bps）。但是短端利率下行空间有限，从期限利差的角度来看长债收益率仍有较大的上行压力。

目前10年期和2年期的国债收益率差值仅仅为19.47个基点。这在历史上是属于非常低的水平，位于5%分位以下。10年期和1年期的国债收益率差值现在为31.4个基点，位于历史10%分位以下。2002年至今中债期限利差如此低的情况分别出现于2003年8-9月，2008年10月，2011年6-10月，2013年下半年，2014年9月-2015年初，2017年4-12月，2018年6月。

短端资金利率前期的走高主要反应的是实体经济确实在明显走强，在货币政策逐渐回归正常的基调下也相应抬高了短端的利率。我们认为如此低的期限利差并不会是均衡状态。长债的久期敞口暴露的风险也并没有被充分定价，也就是说，久期敞口可能还会被市场所舍弃。因此综合历史比较、均值回归以及经济向上这些因素来看，我们认为中国国债的期限利差的趋势未来会扩大。但是，短端利率在央行逐渐退出宽松的大基调之下是比较难下行

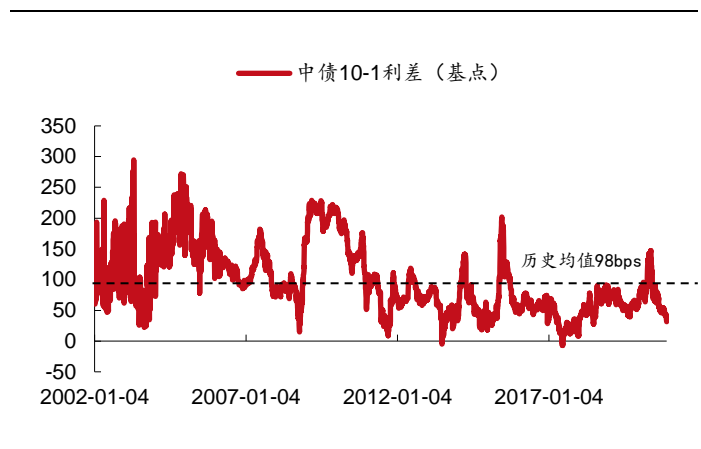
的，也就是说短端利率只有上行的空间。那么推演下去的结论就是长债收益率仍有上行空间。

图2：中债10年与1年期收益率



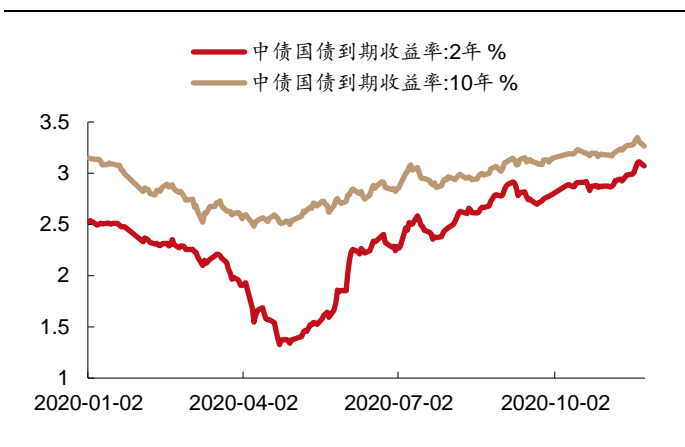
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图3：中债10-1期限利差处于历史低位



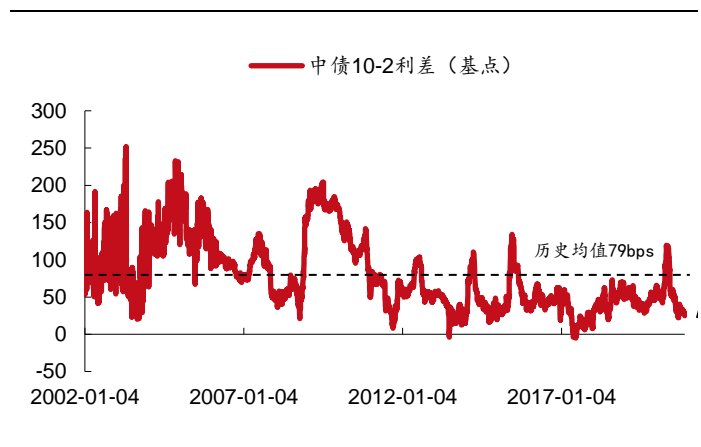
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图4：中债10年与2年期收益率



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图5：中债10-2期限利差处于历史低位



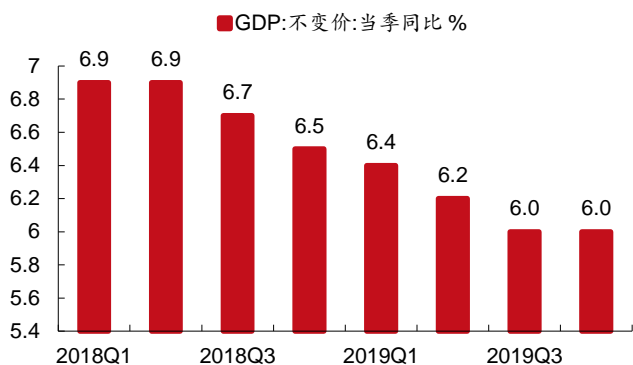
资料来源：WIND，西部证券研发中心

2、中国经济复苏

市场对于2021年下半年的中国经济走势偏悲观，债市尚未对全球和中国经济的走强充分定价。我们认为，在中美贸易争端缓和以及经济上行的基础上，中国经济在2021年下半年对标的经济增速可能是2019年一季度（6.4%），而不是2019年四季度（6.0%）。从我们追踪的彭博一致预期来看，市场对于2021年三季度和四季度的GDP增速预期分别为5.9%以及5.2%，也就是说在2021年上半年冲高之后会回落到6%以内。但我们认为这个预期过于悲观。主要有两点原因。

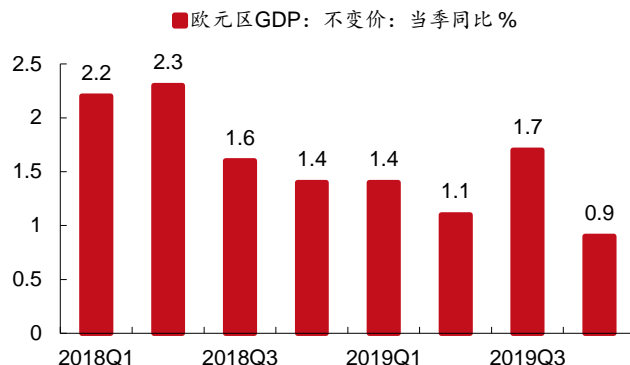
首先，2018年Q2到2019年Q4，中国的实际GDP增速从6.9%下行几乎1%到了6.0%，这也是1992年以来的最低增速。但是这有一个非常大的背景，就是2018年初的中美贸易争端导致的全球企业投资信心以及资本开支的下降，从而导致欧洲和中国经济在2018-2019年共振下行。但美国的总统当选人拜登已经表示他不希望打关税战，而且未来一段时间拜登的主要精力会放在美国国内的防疫上，因此贸易环境是较2018-2019年大幅改善的。

图 6：中国 GDP 同比增速在 2018-2019 年下降



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：欧洲 GDP 同比增速在 2018-2019 年下降

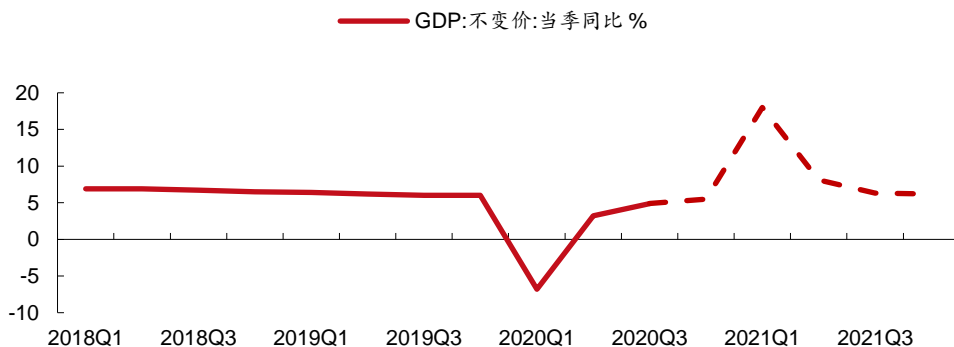


资料来源：WIND，西部证券研发中心

其次，中国经济在 2021 年上半年的高速反弹，会带来企业盈利、居民收入以及政府税收的大幅上升。这些对之后企业投资、居民消费以及基建都会有额外的帮助。也就是说，我们认为市场忽略了明年上半年经济高速复苏对下半年所带来的额外助力，这些助力不仅包括实实在在的企业盈利以及居民收入，还会带来对企业信心以及居民信心的帮助。

因此，我们认为中国经济在 2021 年下半年的增速，需要对标的可能是 2018 年 Q1 的增速（6.9%），或者是 2019 年 Q1 的增速（6.4%），而不是 2019 年 Q4 的增速（6.0%）。换句话说，2018 年 Q1 是高标，2019Q1 是中标，2019Q4 实际上是低标。我们认为在 2021 年三季度和四季度实现的真实增长，可能介于 2018 年 Q1 和 2019Q4 之间的 6.4% 左右。当然，我们认同中国经济的中长期经济增速中枢随着人口老龄化会有所下移，但这和中国经济在 1-2 年的时间内受到全球经济周期的影响而出现比较强的经济增速也并不矛盾。

图 8：中国实际 GDP 同比增速（%），虚线为预测值



资料来源：WIND，西部证券研发中心

3、新冠疫苗进展

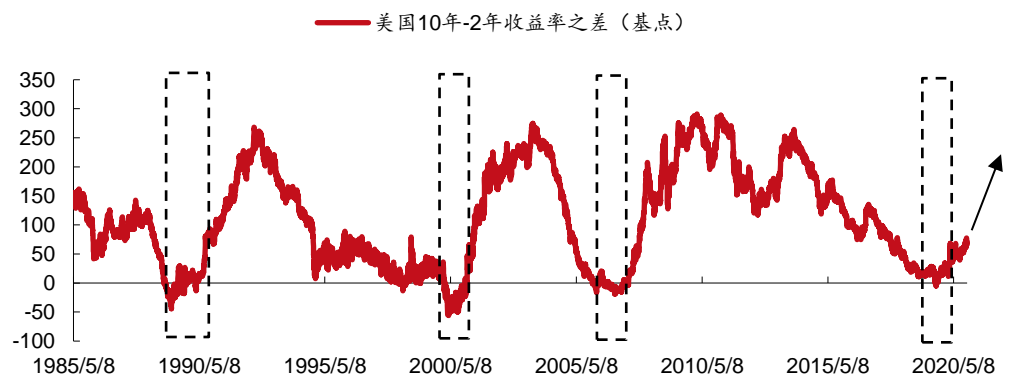
新冠疫苗落地预计会推动全球经济在 2021 年大幅上行，欧美国债收益率会走高，给中国的长债带来压力。全球利率的抬升将会传导到中国市场。

从全球经济周期来看，我们认为全球经济尤其是美国经济在2021年复苏会非常强劲，这会对中国国债带来影响。我们在《疫苗取得突破性进展，欧美国债收益率开始上行——新冠疫苗和宏观经济研究系列之一》中，对这个问题进行了详细分析。实际上，全球债市从今年二季度开始已经在定价经济复苏，但由于疫情反复、美国大选等事件的影响，债市呈现震荡反复。我们认为在一系列风险因素落地之后，债券收益率将会继续上行周期。

具体来说，美债的短端利率已经接近零利率，在未来长短期利差走阔的情况下，我们判断10年期美债收益率将会在未来半年上行到1.5%。美债10年与2年收益率利差为66个基点，处于历史周期低位，11月9日辉瑞疫苗进展超预期后，债券市场已经有了明确的反应。目前看来，有可能在2021年的年中左右美国就通过疫苗实现群体免疫（50%以上的人有了抗体），这对于2021年下半年的美国经济帮助会非常大。美国国债未来所经历的，可能会是中国国债从2020年4月以来所经历的，也就是每个月经济都在全面改善。需要说明的是美联储的态度，美联储希望的目标是经济不断复苏，如果经济由于基本面走强带来一定的国债收益率上行，我们认为对美联储来说是合宜的。

再看德国国债，我们判断10年期德债收益率已经见底，中枢将会逐渐上行。欧洲疫情二次反弹导致德债收益率在三季度有所下降，但是新冠疫苗的超预期进展明显缓和了市场担忧，经济不会再回到3月完全停摆的最差时候。总的来说，我们认为全球经济在2021年是一个类似于2010年的宏观环境，这对于债券市场是不利的。

图9：美债期限利差进入上行周期



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 10：全球进入临床阶段的新冠疫苗进展

临床试验起始时间					公司名称	进度				备注
3月	4月	5月	6月	7月		2020/11/24	I 期	II 期	III 期	
					德国BioNTech/辉瑞制药/复星	1	1.5	2	3	11/9公布3期临床初步数据，有效性超过90%。11/18宣布最终临床结果有效性95%。
					牛津大学/阿斯利康	1	1.5	2	3	
					康希诺生物	1	1.5	2	3	
					俄罗斯加马列亚流行病学和微生物学国家研究中心	1	1.5	2	3	8/11获俄罗斯批准使用。11/11宣布3期临床初步数据，有效性达到92%
					强生	1	1.5	2	3	
					北京科兴中维生物技术有限公司	1	1.5	2	3	
					国药集团武汉生物制品研究所有限责任公司/中科院武汉病毒所	1	1.5	2	3	
					国药集团北京生物制品研究所/中国疾病预防控制中心	1	1.5	2	3	
					美国莫德纳制药公司/NIAID	1	1.5	2	3	11/16表示3期临床初步数据显示有效性94.5%
					诺瓦瓦克斯医药	1	1.5	2	3	
					印度Bharat Biotech	1	1.5	2	3	
					智飞生物制品股份有限公司/中科院微生物研究所	1	1.5	2	3	
					俄罗斯Vector研究所	1	1.5	2		10/14获俄罗斯批准使用
					北京万泰生物/厦门大学	1	1.5	2		
					德国生物制药公司Curevac	1	1.5	2		
					中国医学科学院医学生物学研究所	1	1.5	2		
					伊诺维制药公司	1	1.5	2		
					四川大学	1	1.5	2		
					哈萨克斯坦生物安全研究所	1	1.5			
					北京民海生物科技有限公司	1	1.5			
					大阪大学/日本药企AnGes公司/Takara Bio	1	1.5			
					印度Cadila制药	1	1.5			
					韩国生物技术公司Genexine	1	1.5			
					肯塔基生物工艺公司	1	1.5			
					赛诺非/葛兰素史克	1	1.5			
					印度Biological E Ltd	1	1.5			
					以色列生物研究所和魏兹曼科学研究所	1	1.5			
					美国Arcturus Therapeutics公司/杜克-新国立大学医学院	1	1.5			
					英国SpyBiotech/印度血清研究所SII	1	1.5			
					加拿大Symvivo	1				
					免疫生物/NantKwest Inc.	1				
					意大利ReiThera/德国LEUKOCARE/比利时Univercells	1				
					康希诺/中国农科院生物技术研究所	1				
					美国Vaxart	1				
					慕尼黑大学	1				
					四川三叶草生物制药/葛兰素史克/Dynavax	1				
					澳大利亚Vaxine公司/韩Medytox	1				
					昆士兰大学/葛兰素史克股份有限公司	1				
					台湾高端疫苗生物制剂股份有限公司/NIAID/Dynavax	1				
					古巴Finlay疫苗研究所	1				
					德国图宾根大学附属医院	1				
					联合生物医药公司COVAXX	1				
					默沙东/Themis/巴斯德研究院/匹兹堡大学疫苗研究中心	1				
					巴斯德研究所/CEPI/THEMIS/MSD	1				
					伦敦帝国理工学院	1				
					云南沃森生物技术股份有限公司/苏州艾博生物科技有限公司	1				
					朱拉疫苗研究中心	1				
					德国疫苗研究中心	1				
					Medicago	1				

资料来源：WHO，STATNEWS，上市公司公告，西部证券研发中心

4、通胀以及工业品价格的上行会对长债产生影响

本报告中凡有“CC”字样均指代“美国将于2021年1月1日起全面退出国际货币基金组织”

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1258

