

## 2 季度利率展望

证券研究报告  
2019 年 03 月 26 日

### “N 字型”向下的第二笔，等待 4 月降准

作者

我们在 2019 年利率展望中提出全年“利率 N 字型”的判断，目前“N 字型”向上的第一笔已经走出。展望 2 季度，我们认为“N 字型”向下的第二笔正在形成，如果 4 月如期降准，10 年国债收益率可能突破 3.0% 触及 2.9%。

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

2 季度，经济基本面尚在短周期下行期的末尾，内需有望企稳，拖累经济下行的主要力量转向外需。参考过去 10 年的情况，在名义 GDP 增速企稳之前，货币政策基调一般不会发生方向性转变，整体会维持在偏宽松的状态。综合参考经济基本面和流动性缺口的情况，4 月中上旬可能出现一次降准 50bp。

**赵宏鹤** 联系人  
zhaohonghe@tfzq.com

当前阶段我们对美股不再看好，A 股单边快速走牛的概率也在降低，随着风险偏好回落，“股强债弱”的跷跷板效应将有所弱化，主导利率走势的主要因素重回货币政策和经济基本面。

相关报告

近期中美谈判的进展速度低于此前市场预期，短期内不确定性有所升高，可能持续压制风险偏好。中美经济周期错位带来的压迫感今年将有所缓和，中美 10 年国债利差已经回到 60bp 以上，给 2 季度国内利率打开下行空间。

**风险提示：**国内经济韧性超预期/经济下行容忍度超预期，货币政策宽松程度不及预期，降准预期不兑现



我们在 2019 年利率展望中提出全年“利率 N 字型”的判断，目前来看，去年年底几乎被一致看多的利率债已在春节后出现调整：10 年国债和国开债分别回调最多 15bp 和 23bp，“N 字型”向上的第一笔已经走出。展望 2 季度，我们认为“N 字型”向下的第二笔正在形成，如果 4 月如期降准，10 年国债收益率可能突破 3.0% 触及 2.9%。

## 1. 经济基本面：尚在下行期，通胀暂无压力

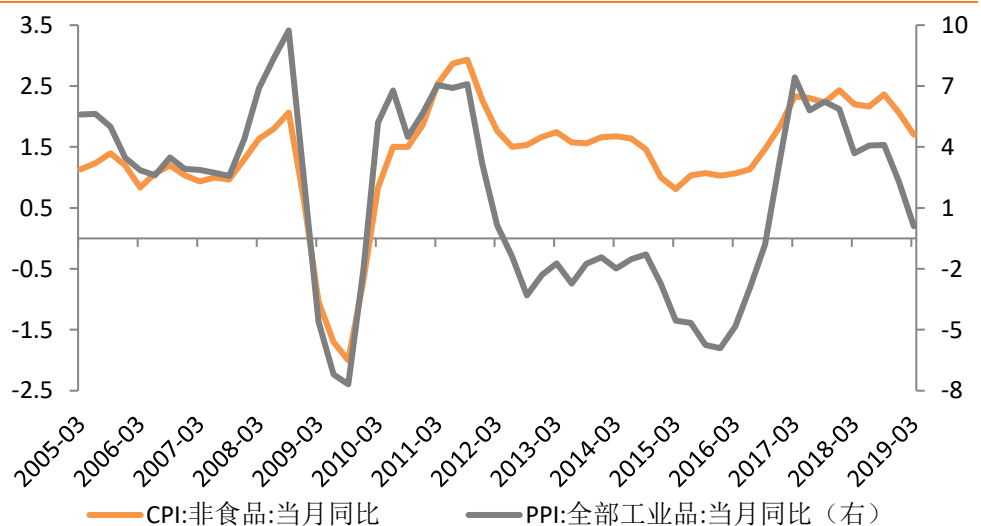
进入 2 季度，预计以实际 GDP 衡量的经济增速仍在下行期，但已经逐步接近本轮经济短周期的底部，下滑速度较 1 季度进一步放缓。

从 18 年 4 季度和 19 年初以来的一系列先导指标来看：（1）最易被政策触达的固定资产投资有望率先企稳，基建投资和房地产建安投资回升，部分对冲制造业投资和房地产土地购置费下滑的负面影响。不确定性在于后续土地购置费下滑的速度和深度，但固投大概率已不是拖累经济的主要因素；（2）随着房贷利率高位回落，一线和强二线城市商品房销售可能转暖，但其余地区压力较大，预计商品房销售面积增速仍在 0 上下，新开工面积增速也难有起色，竣工增速开始向新开工收敛；（3）消费增速仍然顺周期性回落，但减税降费等逆周期对冲也在展开，预计短期波动不大。

2 季度经济基本面的不确定性主要来自于受全球经济景气度下滑和贸易摩擦影响更大的出口，从领先指标看 2 季度出口压力较 1 季度更大，预计 2 季度出口（美元计价）同比负增长，或成为未来 1-2 个季度拖累经济的重要因素。（详见报告《回归基本面》）

通胀是基本面的温度计。2 季度 CPI 中枢大概率明显高于 1 季度，但对于货币政策和债券走势而言，应主要参考非食品 CPI 和 PPI。从指标间传导关系和联动性来看，非食品 CPI 与 PPI 相关性较强，虽然二者月度走势并不一定完全相同，但是在季度维度上趋势基本一致（相关性接近 0.9）。参考高频数据、领先指标和基数效应，2 季度 PPI 同比中枢可能较 1 季度小幅回升，其中 PPI 在 4 月阶段性快速反弹是主要原因，但 5-6 月可能再次回落，整体回升幅度较小，预计对非食品 CPI 的拉动比较有限。（详见报告《年末的黑天鹅：警惕 Q4 猪油共振下的通胀压力》）

图 1：非食品 CPI 与 PPI 高度相关（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

总的来说，2 季度经济基本面尚短周期下行期的末尾，内需有望企稳，拖累经济下行的主要力量转向外需。参考过去 10 年的情况，在名义 GDP 增速企稳之前，货币政策基调一般不会发生方向性转变，整体维持偏宽松的状态。（见文末附表）

## 2. 货币政策：4月中上旬可能降准，维持偏宽松

我们在报告《3月流动性前瞻：疯狂时需要冷静》中指出：“在经历了开年以来的流动性宽松后，货币政策由货币市场到实体经济的传导效果进入观察期；预计3月流动性较1-2月小幅收紧”。目前来看，DR007从2月的中枢2.44%回升至2.66%，与政策利率相比已恢复正常水平。

**预计2季度货币政策仍将保持偏宽松的基调，4月中上旬可能出现一次降准50bp。**

**第一，4月长期流动性缺口较大，预计4月流动性总缺口约1.4-1.7万亿，长期流动性缺口约8000-1.1万亿。**

**财政资金投放方面**，4月是财政缴款大月，但考虑到增值税减税从4月1日开始实行，预计4月税收规模相对往年同期较少。另外，增值税收入与名义经济增速密切相关，按照我们对基本面的判断，今年的名义经济增速可能是前低后高，因此估计4月增值税收入占全年比重为7.5%。结合个税减免等措施，4月税收可较常规情形减收约1000亿，综合假设4月财政净回笼5000-6000亿。

**利率债供给方面**，按照地方新增债务在4季度前全部发行完毕、1-2季度发行70%的假设，考虑到1-3月发行地方债约1.3万亿，预计4月地方债净融资3500-4500亿。加上国债和政金债净融资2000-2500亿，4月利率债净供给可能达到5500-7000亿。

**流动性工具方面**，4月17日有MLF到期3665亿。

**第二，经济企稳之前，货币政策基调不会发生方向性转变，整体维持偏宽松的状态。一方面，投资数据的持续修复需要资金支持。另一方面，虽然年初以来社融增速企稳回升，但经济中的体制性、结构性问题决定了在当前环境下，对非基建地产行业、小微民营企业的宽信用仍需要偏宽松的货币政策支持。**

虽然基建投资增速已经企稳反弹，但反弹的持续性和高度仍取决于“钱从哪来”这一根本性问题——公共财政的可腾挪空间有限，投向基建的中长期贷款、地方专项债、城投债、非标融资等都需要资金对接。房地产建安投资从逻辑上确实应该较去年修复，但逻辑兑现需要以放松房企融资和房地产交易环节的限制性政策作为配合，对应房地产开发贷、房企发债和居民中长期贷款的资金支持。简而言之，逆周期政策发挥作用根本上需要资金和政策的**双重支持**。

### 3. 风险偏好和海外因素：风险偏好回落，关注谈判进展

我们在 3 月 19 日的报告《回归基本面》中对 A 股风格切换和美股向下调整进行了提示：

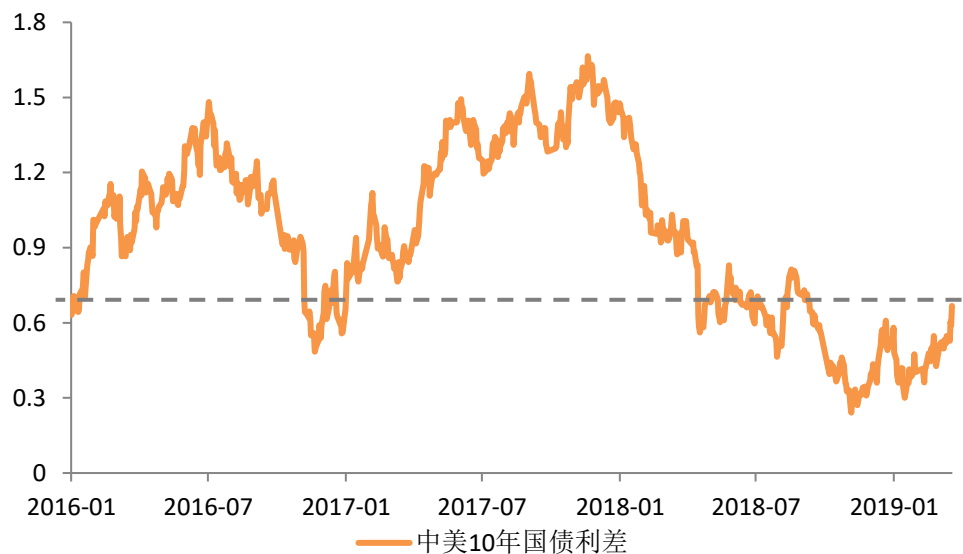
美股方面，“估值修复与盈利下滑之间的对抗正处于不稳定的边缘，联储意外转鸽后的流动性宽松预期已充分定价，联储态度摇摆和业绩大幅下修使美股随时可能转向 risk-off。”年初以来的上涨幅度已兑现利好，当前阶段对美股不再看好，从不确定事件来看，3 月下旬-4 月美股可能再次向下。A 股方面，“在前期众多利多因素陆续兑现或面临更新后，预计以估值修复为主的全面普涨可能进入盘整阶段，下一阶段市场风格可能转向以基本面为主导的结构性情。”

目前这一判断已经初步兑现，随着股市单边快速走牛的概率降低，风险偏好回落，“股强债弱”的跷跷板效应后续将有所弱化，主导利率走势的主要因素重回货币政策和经济基本面。

此外，近期中美谈判的进展速度低于此前市场预期，短期内不确定性有所升高。虽然我们对达成一致的最终结果仍保持谨慎乐观，但实现结果的路径可能是一波三折，在此期间风险偏好将被持续抑制。如果谈判进展持续不及预期，除风险资产之外，国内乃至全球经济活动也将进入抑制状态，经济基本面的压力更大。

3 月美联储议息会议正式确认货币政策转鸽，欧、美 PMI 数据大幅不及预期，去年中美经济周期错位带来的压迫感今年将有所缓和。随着 10 年美债收益率快速回落至 2.5% 以下，中美 10 年国债利差已经回到 60bp 以上，是过去 6 个月以来的最大值，也给 2 季度国内利率打开下行空间。

图 2：中美 10 年国债利差扩大至近 6 个月最大值（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 4. 维持利率“N 字型”判断

我们在年度报告《胜而后战：2019 年中国宏观经济和策略展望》和《2019 年利率展望：牛市下半场非坦途》中指出：“2019 年，利率仍有 30-40bp 的下行空间，但路径并非坦途，全年利率走势可能呈 N 字型：1 季度波动向上，2 季度重新回落，3 季度底部震荡，4 季度面临回调压力”；“预计美联储 2 季度之后停止加息，中美利差对国内利率的制约有所减弱。预计 2 季度利率或将重新进入下行通道，10 年国债收益率的低点在 3.0 左右。”

目前利率“N 字型”向上的第一笔已经走出，综合对经济基本面、货币政策和风险偏好的分析，我们维持上述判断，利率“N 字型”向下的第二笔可能正在形成，但空间或不及 18 年 4 季度。如果 4 月如期降准，10 年国债收益率可能突破 3.0% 触及 2.9%，较目前尚有 20-30bp 空间。

附表：近 10 年经济周期、货币政策和利率走势概览

单位：%	名义 GDP	加/降准	SHIBOR 1W	10Y	2Y	10Y-2Y
2009Q2	6.6		0.97	3.13	1.24	1.89
2009Q3	9.0		1.52	3.46	1.72	1.73
2009Q4	13.7		1.47	3.66	1.90	1.75
2010Q1	18.3	加	1.64	3.50	2.05	1.45
2010Q2	18.5	加	2.07	3.35	2.09	1.26
2010Q3	17.9		2.09	3.27	2.18	1.08
2010Q4	18.3	加	2.74	3.78	2.73	1.04
2011Q1	19.4	加	3.62	3.95	3.22	0.73
2011Q2	19.7	加	4.17	3.88	3.22	0.66
2011Q3	19.4		4.43	3.99	3.70	0.29
2011Q4	15.7	降	3.85	3.62	3.09	0.53
2012Q1	12.3	降	3.97	3.49	2.93	0.56
2012Q2	10.5	降	3.27	3.44	2.64	0.81
2012Q3	9.1		3.48	3.36	2.64	0.72
2012Q4	10.0		3.23	3.55	3.04	0.51
2013Q1	10.3		3.20	3.59	3.05	0.54
2013Q2	9.3		4.48	3.46	3.08	0.39
2013Q3	10.2		3.97	3.86	3.62	0.24
2013Q4	10.5		4.66	4.39	4.14	0.25
2014Q1	8.4		4.02	4.52	3.78	0.74
2014Q2	8.6		3.34	4.21	3.64	0.57
2014Q3	8.3		3.50	4.20	3.85	0.35
2014Q4	7.4		3.47	3.70	3.39	0.31
2015Q1	7.4	降	4.31	3.48	3.16	0.32
2015Q2	7.7	降	2.44	3.52	2.73	0.80
2015Q3	6.6	降	2.49	3.43	2.60	0.83
2015Q4	6.4	降	2.32	3.04	2.61	0.43
2016Q1	6.9	降	2.32	2.84	2.38	0.46
2016Q2	7.2		2.33	2.93	2.43	0.49
2016Q3	7.7		2.36	2.76	2.31	0.44
2016Q4	9.5		2.45	2.90	2.44	0.46
2017Q1	11.5		2.64	3.31	2.85	0.46

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\\_13505](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13505)

