

利率曲线走平，出口行业风险提升

——2020年4月第3周流动性周报

宏观周报

◆4月份第三周，整体市场流动性仍较为充裕，综合净投放1000亿，R007和DR007继续下行，但短端国债利率在经历了上周大幅下行后，本周长端和短端利率在低位维持不变，利率曲线走平。我们认为1月30日政治局会议，明确OMO降息和超额存款准备金利率下调后，在4月第2周利率债已经充分反映利好，当前MLF利率下调是继OMO利率下调后预期之内的事情，降准也是前期明确的事项，而本周经济数据也符合预期，利率债短期内走平是大概率事件。下一周需要关注LPR走势对利率的影响。

◆本周城投债和产业债信用利差有所下行，其主要原因在于4月第2周利率债利率明显下行后，本周信用债和产业债利率跟随下行，但和4月初相比整体信用利差仍有所上行，表明市场对仍对信用风险有担心。计算机、港口、轻工制造、商业贸易、纺织服装、电气设备、电子、家用电器、通用设备等行业信用利差明显抬升，这表明在海外疫情冲击下，出口行业风险在明显提升。3月份信用债净融资金量9610亿元，同比增长119.2%，其中城投债40%，建筑占25%，制造业占13%，信用债融资仍以城投和建筑行业为主，预示未来基建投资将会反弹。

◆风险提示：海外疫情扩散，导致出口企业现金流断裂，信用风险加大。

分析师

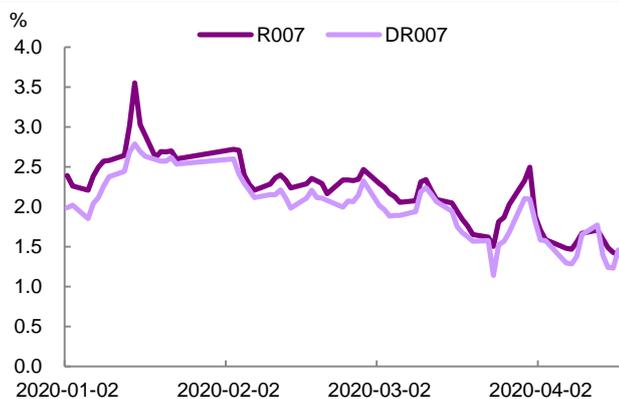
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebcn.com

政策和经济数据符合预期，利率曲线走平

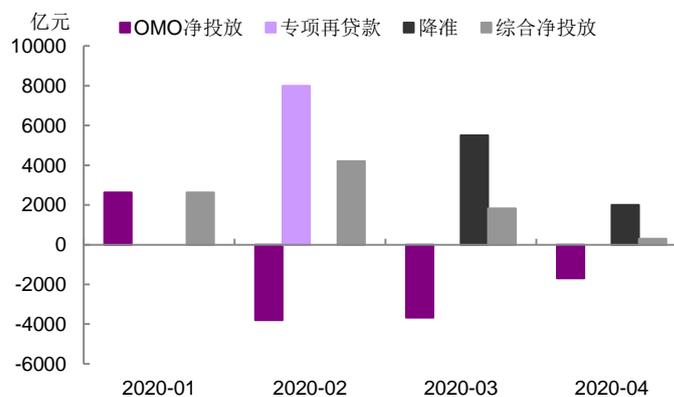
银行间市场流动性充裕，R007 和 DR007 仍表现下行。从 R007 和 DR007 来看，在经历了上周的大幅下行后，本周前两天 R007 和 DR007 有所反弹，但随后又出现下行。这表明银行间市场流动性仍然较为充裕。

图 1：R007 和 DR007 从本周仍明显下行



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至 2020 年 4 月 17 日

图 2：流动性投放

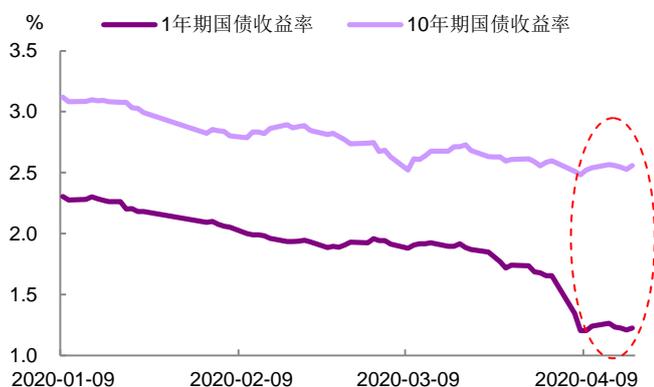


资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至 2020 年 4 月 17 日，综合净投放是包含 OMO，降准、专项贷款后的净投放量。

本周银行间市场流动性仍较为充裕。本周 MLF 净回笼 1000 亿元，但利率下调 20BP 至 2.95%，同时 4 月 15 日降准释放流动性 2000 亿元，综合净投放 1000 亿，但本周为缴税周，综合流动性来看，仍相对较为宽松，导致 R007 和 DR007 仍下行。但需要注意，国债收益率并没有明显下行。

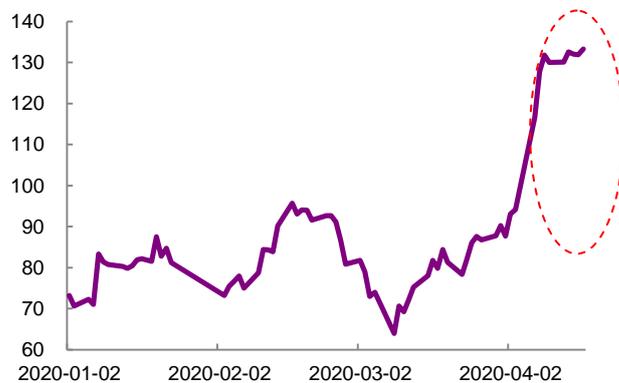
短端国债利率在经历了上周大幅下行后，本周长端和短端利率在低位维持不变，导致本周以来利率曲线走平。本周以来 1 年期国债收益率下行 3BP 至 1.22%，10 年期国债收益率基本没有变化，维持在 2.56%；10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率期限利差从 130BP 上升 3BP 至 133BP，利率曲线走平。

图 3：10 年期和 1 年期国债收益率走平



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至 2020 年 4 月 17 日

图 4：10 年期和 1 年期国债期限利差走平



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：截至 2020 年 4 月 17 日

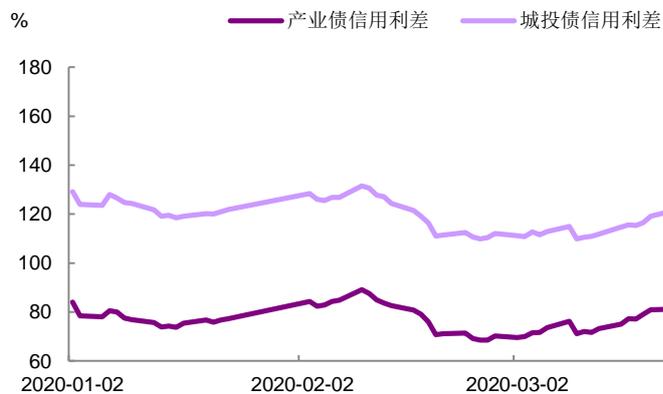
为什么银行间市场流动性充裕，且叠加 MLF 降息，国债收益率曲线走平呢？我们认为 1 月 30 日政治局会议，明确 OMO 降息和超额存款准备金利率下调后，在 4 月第二周利率债已经充分反映利好，当前 MLF 利率下调

是继 OMO 利率下调后预期之内的事情，降准也是前期明确的事项，而本周经济数据也符合预期，总体来看，当前降准、降息和经济数据走势均符合预期，利率债短期内走平是大概率事件。下一周需要关注 LPR 走势对利率的影响。

出口行业信用风险抬升

本周城投债和产业债信用利差有所下行，其主要原因在于四月第 2 周利率债利率明显下行后，本周信用债和产业债利率跟随下行，叠加利率债收益率变动较小，产业债和城投债信用利差下行，但和 4 月初相比整体信用利差仍有所上行，表明市场对仍对信用风险有担心。

图 5：本周以来产业债和城投债信用利差有所下行，但仍处于高位。

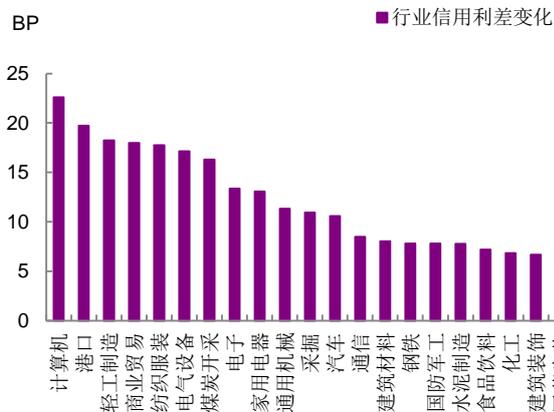


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：数据截至到 2020 年 4 月 17 日

我们比较当前产业债信用利差和 4 月初的信用利差，整体产业债信用利差有所抬升，但需要注意，计算机、港口、轻工制造、商业贸易、纺织服装、电气设备、电子、家用电器、通用设备等行业信用利差明显抬升，这表明在海外疫情冲击下，出口行业风险在明显提升。

图 6：分行业产业债信用利差变化

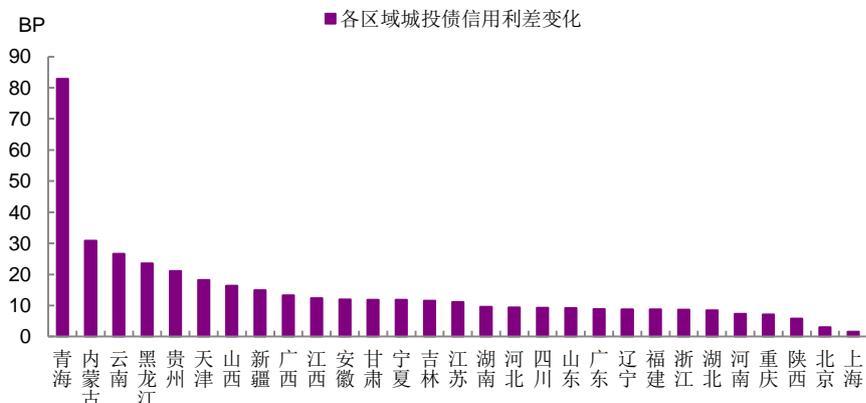


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：为 2020 年 4 月 17 日各行业产业债利差与 2020 年 4 月 2 日相对应的信用利差之差

从各区域城投债的信用利差来看，各区域城投债信用利差均有抬升，但青海、内蒙古、云南、黑龙江、贵州、天津等市场公认的高风险区域信用利差上升较快，与前期相比，市场对上述区域城投债的风险担心程度有所提升。

图 7：各区域城投债信用利差变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

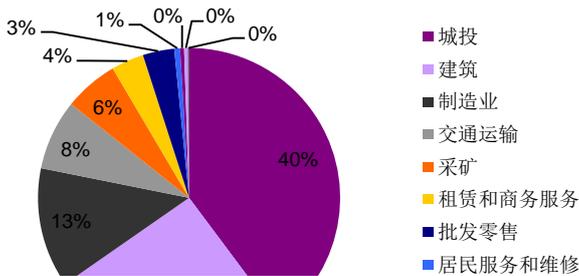
注：为 2020 年 4 月 17 日各区域城投债利差与 2020 年 4 月 2 日相对应的信用利差之差

一季度经济受疫情冲击经济明显下行，为纾困企业和促进经济增长，信用债发行给予较大支持，一方面允许企业通过发行借新还旧债券偿还债务，另一方面信用债净融资量创新高，2020 年 3 月份信用债净融资量 9610 亿元，同比增长 119.2%，从各行业信用债净融资来看，城投债 40%，建筑占 25%，制造业占 13%，信用债融资仍以城投和建筑行业为主，预示未来基建投资将会反弹。

图 8：信用债净融资量



图 9：3 月份各行业信用债净融资占比



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_5703



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>