

点评报告

货币利率小幅上行，耐心等待“牛平”

宏观债券周报（2020.04.06-2020.04.12）

2020年04月13日

中债综指-上证指数走势图



袁闯

执业证书编号：S0530520010002
yuanchuang@cfzq.com

孙杨斌

sunyb@cfzq.com

分析师

0731-84779536

研究助理

0731-84403490

相关报告

- 1 《固定收益：疫情过后，城投债空间几何？-固收深度报告》 2020-03-31
- 2 《固定收益：财政政策持续加码，利率债中短端更为安全-宏观债券周报（2020.03.23-2020.03.29）》 2020-03-31
- 3 《固定收益：流动性持续宽裕，长端利率低位运行-宏观债券周报（2020.03.16-2020.03.22）》 2020-03-24
- 4 《固定收益：海外疫情爆发，长端利率下行空间仍存-宏观债券周报（2020.03.09-2020.03.15）》 2020-03-17
- 5 《固定收益：全球债市升温，长端利率下行空间仍存-宏观债券周报（2020.02.29-2020.03.6）》 2020-03-09

投资要点

- **海外市场：美联储推大规模信贷计划，欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求。**
上周四，美联储再度宣布推出 2.3 万亿美元举措支持地方政府和中小企业，包括薪资保护计划和其他旨在向小企业提供资金的措施，以及通过 5000 亿美元的贷款计划提振市政财政的措施。美国失业人口大超预期，美国劳工部公布上周初次申请失业人数为 660 万，新冠疫情对美国劳动力市场的冲击正加速显现。欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求。欧洲央行宣布采取一系列“前所未有的”抵押措施，以缓解欧元区紧张的金融环境；总体减少对抵押品估值的折减，免除对希腊主权债工具在欧元区信贷操作中作为抵押品的要求。
- **国内经济：3月CPI、PPI双降，社融货币增速创新高。**2020年3月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降1.2%，较上月回落2.0个百分点，同比上涨4.3%，涨幅较上月回落0.9个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降1.0%，降幅较上月扩大0.5个百分点，同比下降1.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。3月份国内社会融资规模增量为51627.00亿元，同比多增22024.66亿元。其中，人民币贷款、企业债券和政府债券分别同比多增10789.60、6406.78、2950.82亿元，是本月社融同比多增的主要贡献。
- **货币市场：货币利率小幅上行，央行暂停公开市场操作。**上周央行暂停逆回购，逆回购到期700亿元，公开市场净回笼700亿元。上周资金面边际收紧，DR001收于1.33%，较前一周上行35BP，均值下行27BP至1.04%。DR007收1.65%，较前一周上行8BP，均值下行43BP至1.40%。
- **债券市场：二级市场：利率债收益率曲线持续陡峭化，短端利率大幅下行。**1年期国债收于1.24%，较前一周下行41BP；10年期国债收于2.54%，较前一周下行6BP。1年期国债开债收于1.31%，较前一周下行42BP；10年期国债开债收于2.85%，较前一周下行10BP。1年期与10年期国债期限利差再度走阔至历史高位水平，至130BP，较上周走阔36BP。**信用债收益率下行，信用利差走阔。****一级市场：利率债供给增加、信用债供给增加，**上周利率债总发行规模为2546.50亿元，到期规模为962.90亿元，净融资规模为1583.60亿元。非金融信用债发行规模为4083.29亿元，到期规模为1326.07亿元，净融资规模为2757.22亿元。**发行利率方面，上周信用债发行利率上行。**但3年期AA-级和7年期各期限发行利率均创历史新低。。
- **债市牛市未完，耐心等待牛平。**上周的资金面边际收紧并不代表央行的货币政策态度就此转变，央行通过降低社会融资成本（金融体系资产端）来倒逼金融体系负债端成本的下行思路已经逐渐清晰。事实上，目前银行的1年期理财收益率在4%左右，而3年期AA级城投收益率已经下降至3%左右，银行体系的资产负债成本倒挂必然会引发金融体系在负债端的重新平衡，在这种思路背景下，货币政策短期内将持续维持宽松态势，国债短端利率也将持续维持低位。另一方面，从通胀来看，3月份CPI从5.2%快速回落至4.3%，

其中主要的上涨来自于食品价格,而3月份的非食品价格同比涨幅降至0.7%,已经创下了5年新低,PPI也持续为负,通胀对于长端利率下行的掣肘正在逐渐减弱。央行也在等待CPI高点过后的进一步下行,毕竟目前居民的实际存款利率已然为负,要想实现银行负债端成本的下行,CPI也是重要考量的因素,近期,从部分龙头餐饮企业涨价又迅速道歉恢复原价的行为也可见一斑。从基本面来看,尽管国内供给修复已经接近尾声,但外部需求冲击才刚刚开始。同时高位的期限利差和中美利差持续对长端利率形成牵引。因此,我们认为长端利率下行仍有想象空间。

- **风险提示:新冠肺炎疫情发展存在不可预测性,其对经济 and 政策的扰动存在不确定性。**

内容目录

1 海外市场：美联储推大规模信贷计划，欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求	4
1.1 美联储推大规模信贷计划，美国失业人口大超预期	4
1.2 欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求	4
2 国内经济：3月CPI、PPI双降，社融货币增速创新高	4
2.1 CPI涨幅回落，PPI通缩压力加大	4
2.2 疫情影响逐渐消退，3月社融货币增速再创新高	5
3 市场回顾：货币利率小幅上行，利率债收益率持续陡峭化	6
3.1 货币利率小幅上行，央行暂停公开市场操作	6
3.2 债券市场：利率债收益率持续陡峭化，信用利差继续走阔	6
3.2.1 二级市场：利率债收益率持续陡峭化，信用债信用利差继续走阔	6
3.2.2 一级市场：利率债供给增加、信用债供给增加	8
4 耐心等待牛平，债券市场进入下半场	9
5 风险提示：新型肺炎疫情发展存在不可预测性，其对经济 and 政策的扰动存在不确定性。	10

图表目录

图 1：CPI 同比及其成分同比	5
图 2：PPI 同比及环比	5
图 3：社会融资当月增量（单位：亿元）	6
图 4：M1、M2（单位：%）	6
图 5：存款类机构质押式回购加权利率	6
图 6：央行公开市场操作	6
图 7：上周国债收益率曲线变化	7
图 8：上周国开债收益率曲线变化	7
图 9：主要期限国债收益率变化	7
图 10：主要国开债收益率变化	7
图 11：企业债收益率曲线变化（AAA）	8
图 12：AA 级-AAA 级企业债等级利差	8
附图 1：企业债信用利差变化（5 年期）	11
附图 2：公司债信用利差变化（3 年期）	11
附图 3：公司债信用利差变化（5 年期）	11
表 1：上周利率债发行与到期	8
表 2：上周主要信用债发行与到期	9
表 3：上周信用债 DCM 定价	9
表 4：上周信用债取消或推迟事件	9
附表 1：公司债券发行情况	错误!未定义书签。
附表 2：企业债券发行情况	错误!未定义书签。

1 海外市场：美联储推大规模信贷计划，欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求

1.1 美联储推大规模信贷计划，美国失业人口大超预期

美联储再推大规模信贷计划。上周四，美联储再度宣布推出 2.3 万亿美元举措支持地方政府和中小企业，包括薪资保护计划和其他旨在向小企业提供资金的措施，以及通过 5000 亿美元的贷款计划提振市政财政的措施。

美国失业人口大超预期。上周四，美国劳工部公布上周初次申请失业人数为 660 万，再度大幅超出市场预期（550 万），前值由 664.8 万上修至 686.7 万。新冠疫情对美国劳动力市场的冲击正加速显现。

1.2 欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求

欧央行宣布放宽银行贷款抵押品要求。欧洲央行宣布采取一系列“前所未有的”抵押措施，以缓解欧元区紧张的金融环境；总体减少对抵押品估值的折减，免除对希腊主权债工具在欧元区信贷操作中作为抵押品的要求。欧洲央行将评估进一步的举措，以暂时缓解评级下调对抵押品的影响。欧洲央行强调，放宽措施的有效期为疫情期间，但不迟于今年底。

2 国内经济：3 月 CPI、PPI 双降，社融货币增速创新高

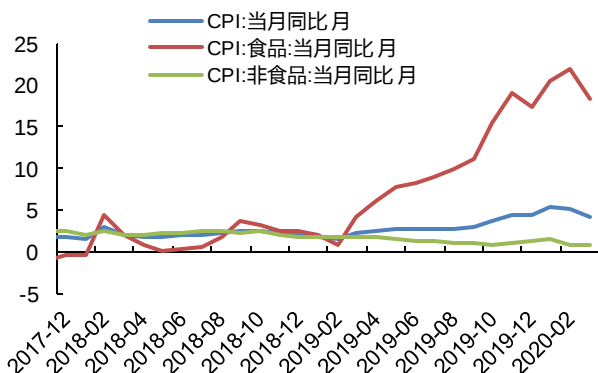
2.1 CPI 涨幅回落，PPI 通缩压力加大

2020 年 3 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比下降 1.2%，较上月回落 2.0 个百分点，同比上涨 4.3%，涨幅较上月回落 0.9 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 1.0%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点，同比下降 1.5%，降幅较上月扩大 1.1 个百分点。

3 月食品价格同比持续上涨，同比上涨 18.3%，较上月降低 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.7 个百分点。具体看，春节后猪肉需求季节性回落，但疫后猪肉供给逐步恢复，猪肉价格同比较上月回落 18.8 个百分点至 116.4%，但仍在历史高位水平，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；时令蔬果陆续上市和交通物流逐步恢复下，鲜菜和鲜果价格分别下跌 0.1% 和 6.1%，合计影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。从环比看，食品价格下跌 3.8%，较上月回落 8.1 个百分点。重要食品分项环比价格均出现不同程度的回落。其中，鲜菜和猪肉价格环比降幅最高，是食品环比由涨转跌的主要原因。疫后国内交通物流和企业生产逐步恢复，叠加气温转暖猪肉需求回落，3 月食品价格出现超季节性下跌，如 3 月份食品环比降幅较历史同期扩大 2.4 个百分点，是 CPI 同比回落的主要贡献力量。

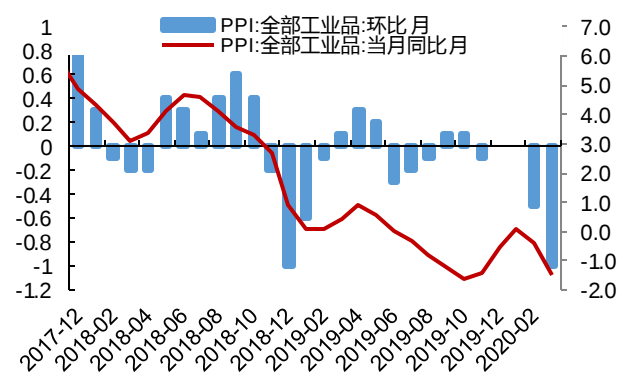
3月非食品价格同比增速持续下降。3月非食品价格同比上涨0.7%，较上月下降0.2个百分点，影响CPI上涨约0.57个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨2.2%、-3.8%、2.5%、-0.1%，分别较上月变动0.0%、-2.2%、1.5%和-0.1%。受国际油价大幅下降影响，交通和通信项受到的负面冲击较大，是非食品价格的主要拖累；疫后旅游、美发等服务需求集中释放，但疫中上述行业主体全面受损，供给有所收缩，供需失衡导致其价格上涨较多。

图 1：CPI 同比及其成分同比



资料来源：Wind，财信证券

图 2：PPI 同比及环比



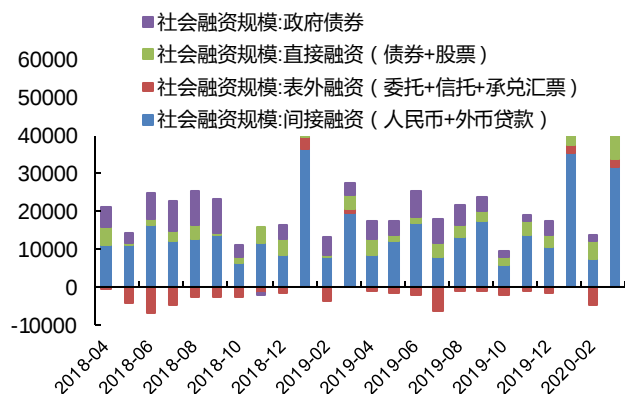
资料来源：Wind，财信证券

3月份，工业生产者出厂价格同比下降1.5%，降幅较上月扩大1.1个百分点。其中，生产资料同比下降2.4%，降幅较上月扩大1.4个百分点，其波动与PPI基本一致，是导致PPI变化的主要原因；生活资料上涨1.2%，较上月回落0.2%。疫后国内需求恢复速度慢于生产，且全球疫情大流行下外需回落，是PPI回落的主要原因。

2.2 疫情影响逐渐消退，3月社融货币增速再创新高

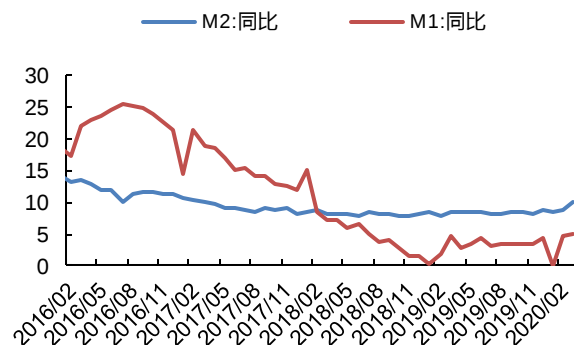
3月份国内社会融资规模增量为51627.00亿元，同比多增22024.66亿元。其中，人民币贷款、企业债券和政府债券分别同比多增10789.60、6406.78、2950.82亿元，是本月社融同比多增的主要贡献，主要源于政策加大了对企业信贷支持力度以及地方政府专项债提前下发；信托贷款同比减少550.25亿元，成为主要拖累项。居民（消费、购房）贷款受疫情的影响逐渐消退，同比多增984亿元。但企业贷款恢复速度更亮眼，同比多增9841亿元，企业短期和中长期贷款分别同比多增5651亿元、3070亿元，其中中长期贷款恢复较快增长反映复工加速、投资意愿明显提升。复工有序推进，央行降准等政策工具不断推出，银行支持实体意愿较强。

图 3：社会融资当月增量（单位：亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 4：M1、M2 同比（单位：%）



资料来源：Wind，财信证券

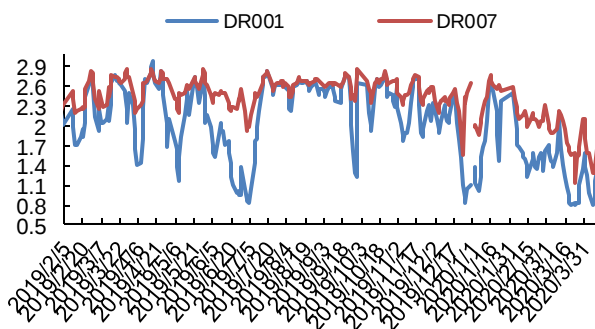
3 月 M2 同比增速为 10.1%，较 2 月提高 1.3%，创近三年的新高，信贷投放较多带动 M2 增速大幅上升。3 月财政存款减少 7000 多亿元，同比多减 400 多亿元，利于 M2 增速提高。3 月社融增速和 M2 增速均大幅上升，反映政策正加大逆周期调节力度，助力国内复工复产、应对外需萎缩。

3 市场回顾：货币利率小幅上行，利率债收益率持续陡峭化

3.1 货币利率小幅上行，央行暂停公开市场操作

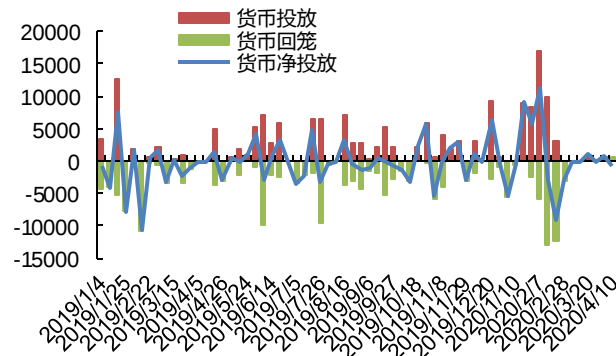
上周央行暂停逆回购，逆回购到期 700 亿元，公开市场净回笼 700 亿元。上周资金面边际收紧，DR001 收于 1.33%，较前一周上行 35BP，均值下行 27BP 至 1.04%。DR007 收 1.65%，较前一周上行 8BP，均值下行 43BP 至 1.40%。

图 5：存款类机构质押式回购加权利率



资料来源：Wind，财信证券

图 6：央行公开市场操作



资料来源：Wind，财信证券

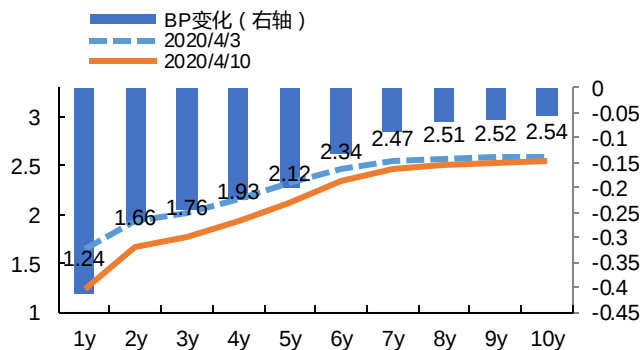
3.2 债券市场：利率债收益率持续陡峭化，信用利差继续走阔

3.2.1 二级市场：利率债收益率持续陡峭化，信用债信用利差继续走阔

利率债收益率曲线持续陡峭化，短端利率大幅下行。1 年期国债收于 1.24%，较前一

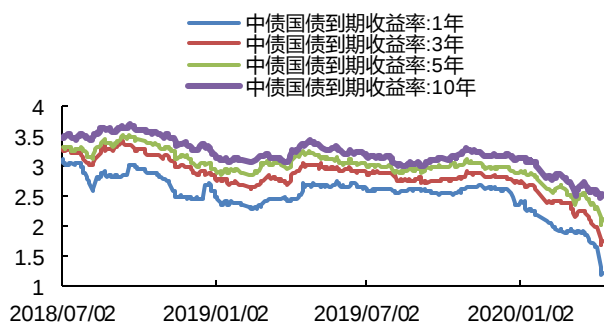
周下行 41BP；10 年期国债收于 2.54%，较前一周下行 6BP。1 年期国开债收于 1.31%，较前一周下行 42BP；10 年期国开债收于 2.85%，较前一周下行 10BP。1 年期与 10 年期国债期限利差再度走阔至历史高位水平，至 130BP，较上周走阔 36BP。

图 7：上周国债收益率曲线变化



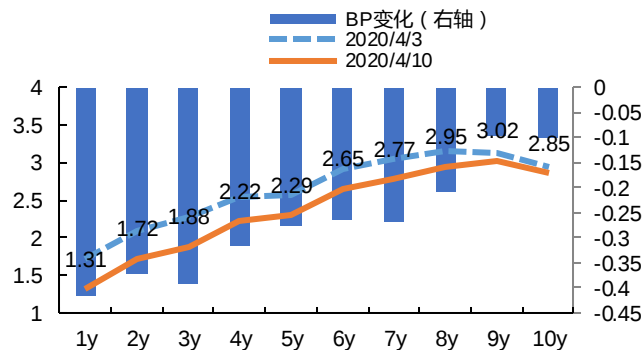
资料来源：Wind，财信证券

图 9：主要期限国债收益率变化



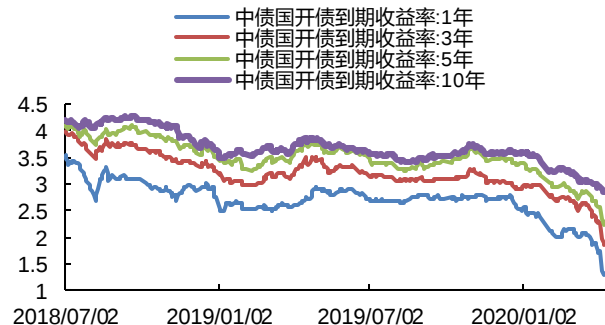
资料来源：Wind，财信证券

图 8：上周国开债收益率曲线变化



资料来源：Wind，财信证券

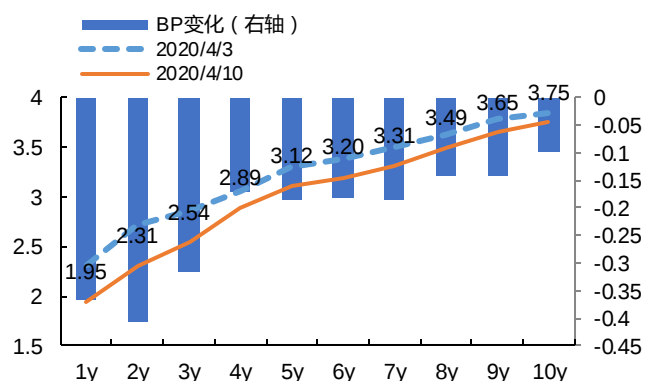
图 10：主要国开债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

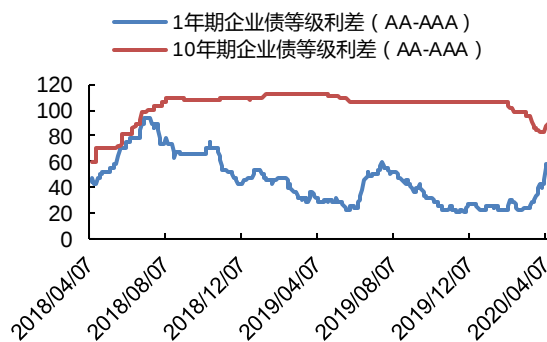
信用债收益率跟随利率债下行，信用利差走阔，等级利差走阔。上周信用债市场收益率整体下行，AAA 级企业债收益率平均下行 23BP，AA 级企业债收益率平均下行 13BP，城投债收益率平均下行 22BP。信用利差持续走阔，其中产业债信用利差平均走阔 11BP，城投债信用利差平均走阔 16BP。一年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较上周走阔 13BP 至 58BP，十年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较上周走阔 7BP 至 90BP。等级利差的不断走阔在于 AAA 级企业债利率跟随国债下行更快，引起等级利差的被动走阔。

图 11：企业债收益率曲线变化（AAA）



资料来源：Wind，财信证券

图 12：AA 级-AAA 级企业债等级利差



资料来源：Wind，财信证券

3.2.2 一级市场：利率债供给增加、信用债供给增加

利率债供给增加。上周利率债总发行规模为 3319.74 亿元，到期规模为 1616.23 亿元，净融资规模为 1703.51 亿元。其中记账式国债发行规模为 1740.10 亿元，到期规模为 100.00 亿元，净融资规模为 1640.10 亿元。政策性金融债发行规模为 979.70 亿元，到期规模为 950.00 亿元，净融资规模为 29.70 亿元。地方政府债发行略有回落，上周发行 599.94 亿元，到期规模为 190.10 亿元，净融资规模为 409.84 亿元。

表 1：上周利率债发行与到期

发生日期	总发行量（亿元）	发行只数	总偿还量（亿元）	净融资额（亿元）
国债：	1740.10	4	476.13	1263.97
记账式国债	1740.10	4	100.00	1640.10
储蓄国债	0	0	376.13	-376.13
地方政府债：	599.94	13	190.10	409.84
一般债券	371.20	5	190.10	181.10
专项债券	228.74	8	0	228.74
政策性金融债	979.70	18	950.00	29.70
合计	3319.74	35	1616.23	1703.51

资料来源：Wind，财信证券

信用债供给增加。根据 Wind 统计，上周非金融信用债发行规模为 2594.29 亿元，到

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_5849

