

短端利率下行，信用利差上行

——2020年4月第2周流动性周报

宏观周报

◆2020年4月初以来，1年期国债收益率和10年期国债收益率均下行，其中短端利率下行明显，10年期国债收益率和1年期国债收益率的期限利差受此影响上行，达到130BP，达到了2015年以来期限利差的最大值。短端利率的下调是短端负债利率下调和实质性流动性宽松和宽松预期导致的，但长端利率相对短端利率下行不明显。其主要原因是，目前国内疫情得到有效控制，复工率在90%以上，尽管当前海外疫情扩散会影响二季度外需，但财政赤字上调，发行特别国债、加大专项债发行等政策有利于经济企稳，因此导致长端利率相对短端利率下降不明显。

◆2月份至3月中旬，政策呵护下信用债利差下行明显，但3月下旬以来，信用利差明显上行，当前受利率债下行影响，产业债和城投债的到期收益率仍然在下行，但下行幅度不及利率债，导致信用债利差上行。信用利差逆转主要在于两方面原因，一是信用债供给快速增加制约当前信用债利率下行。2020年3月份，信用债发行规模为1.44万亿（城投债发行规模占比40%），同比增长68%，4月上旬信用债发行4685亿，同比增长120%，信用债大规模发行制约利率下行。二是市场对信用债的隐含信用风险提升。4月上旬中债隐含评级中有108家发债主体被下调级别，同比增长238%，表明在疫情冲击下，目前市场对信用风险的预期逐步提升，制约信用债利率下行。

◆风险提示：经济恢复不及预期，同时海外疫情扩散，导致出口企业现金流断裂，信用风险加大。

分析师

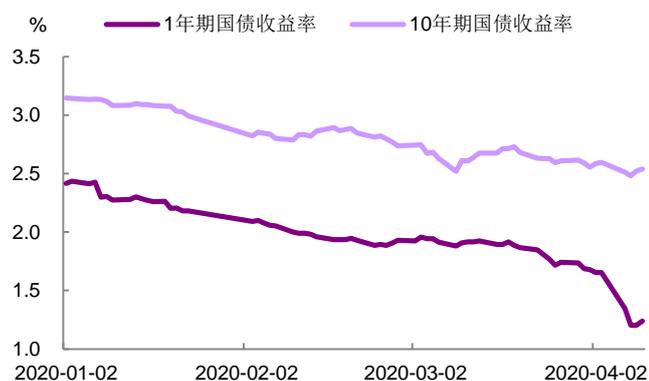
张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

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

政策利率下调，短端利率明显下行

2020年4月初以来，1年期国债收益率和10年期国债收益率均下行，截至4月10日，10年期国债收益率下行4BP至2.54%，1年期国债收益率则下行45BP至1.24%，由此导致了10年期国债收益率和1年期国债收益率的期限利差上行，达到130BP，为2015年以来的最大值。

图1：10年期和1年期国债收益率继续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至2020年4月10日

图2：10年期和1年期国债期限利差大幅上行

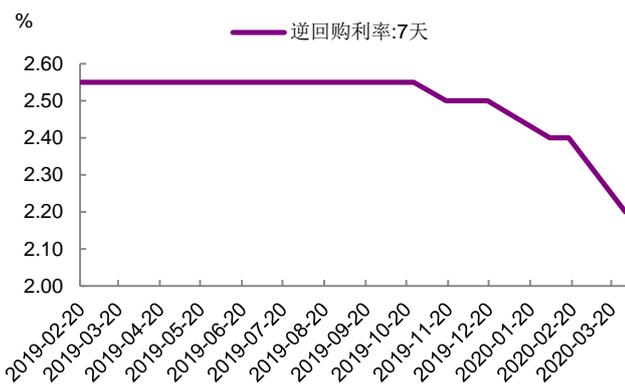


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至2020年4月10日

短端利率下行主要原因是政策利率下调导致的。3月30日，央行发布公开市场业务交易公告，为维护银行体系流动性合理充裕，中国人民银行以利率招标方式开展了500亿元7天逆回购操作，中标利率2.20%，较上一次操作利率下降了20个基点。7天逆回购利率下调，引导短端利率下行，导致银行间7天质押回购利率和存款类机构7天质押回购利率也明显下行，负债端成本下调是导致短端利率下行的主要原因。

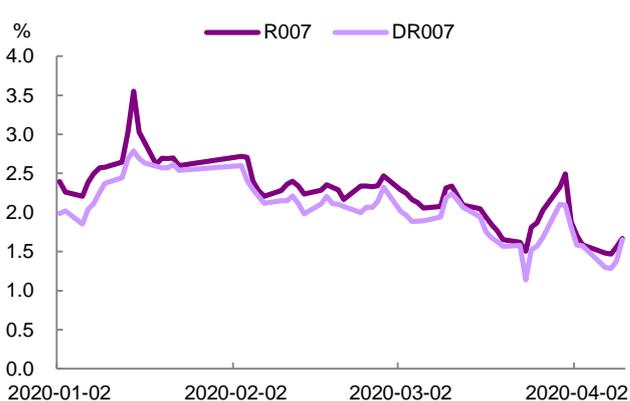
图3：3月30日7天逆回购利率下调20BP



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至2020年4月10日

图4：R007和DR007从4月份以来也明显下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至2020年4月10日

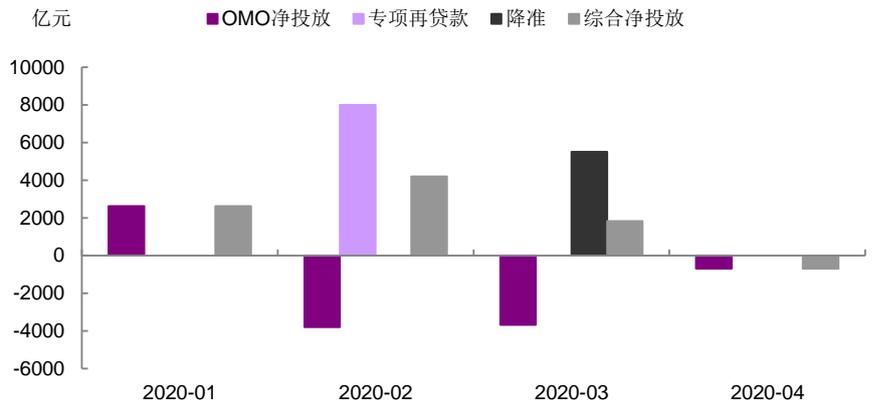
从市场流动性来看，考虑到OMO净投放、降准，专项再贷款投放等因素，2020年1-3月市场综合净投资资金（考虑到OMO、降准、专项再贷款）分别为2630亿、4200亿、1826亿，4月份以来OMO净回笼700亿。总体流动性仍较为宽松。

另外，中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这在一定程度上将促进银行流动性投放，流

动性在量上有进一步增加的预期；从价上来看，降低超额准备金利率有助于进一步引导资金利率下行，有助于降低银行整体负债成本，打开银行贷款利率下行的空间。

加之，4月3日中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元，市场预期货币政策在量的操作上仍将宽松。综合来看，市场流动性充裕，利好利率债，尤其是短端利率。

图5：市场流动性充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：截至2020年4月10日

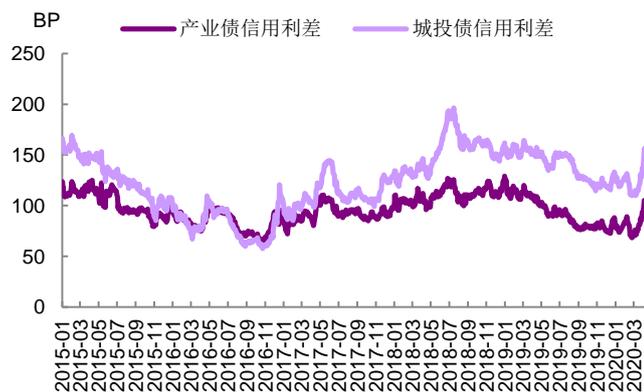
但长端利率相对短端利率下行不明显，其主要原因是，目前国内疫情得到有效控制，复工率在90%以上，尽管当前海外疫情扩散会影响二季度外需，但财政赤字上调，发行特别国债、加大专项债发行等政策有利于经济企稳，因此导致长端利率相对短端利率下降不明显。

信用债收益下行，但信用利差上行

从信用债来看，2月份以来，国内疫情冲击下，央行加大流动性投放，并通过降息降低企业融资成本，并明确银行不能对企业断贷、压贷和抽贷，避免企业现金流断裂。与此同时，发改委、银行间市场交易商协会、交易所等核准发债机构均明确发债企业可以通过“借新还旧”的方式发行借新还旧债券偿还到期至债券，上述政策导致产业债和信用债利差明显下行（图6）。

但是从3月下旬开始，产业债和信用债利差明显上行。从期限利差来看，产业债和城投债4月10日所有期限的信用利差较3月20日均有明显的上行，其中城投债中所有期限信用利差的上行均在25BP以上，产业债中短端利差上行要较长端利差上行更显著。

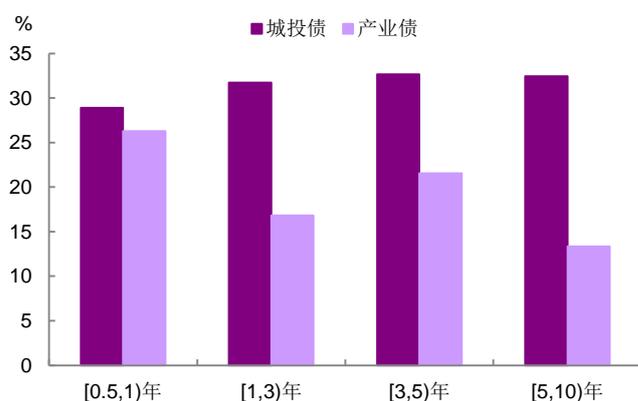
图 6: 2020 年 3 月下旬以来, 产业债和城投债信用利差上行



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 数据截至到 2020 年 4 月 20 日

图 7: 信用利差变化

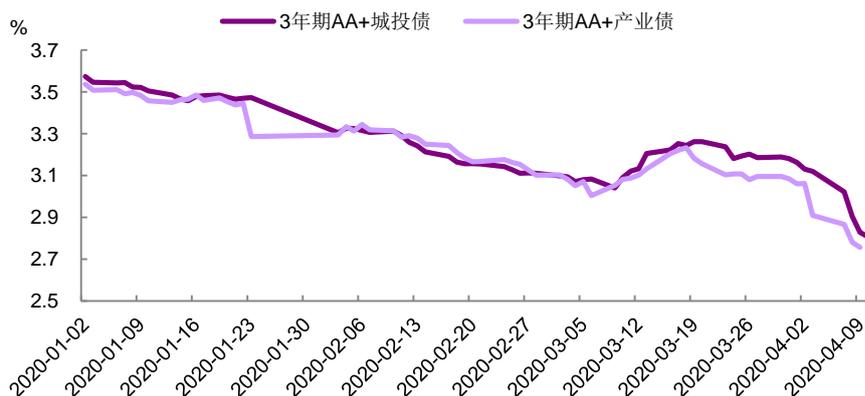


资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 为 2020 年 4 月 10 日产业债和城投债信用利差与 2020 年 3 月 20 日相对应的信用利差的变化

实际上, 从产业债和城投债的到期收益率仍然在下行, 但下行幅度不及利率债, 导致信用债利差上行 (图 8)。

图 8: 截至到 2020 年 4 月 10 日 3 年期 AA+ 城投债和产业债到期收益率



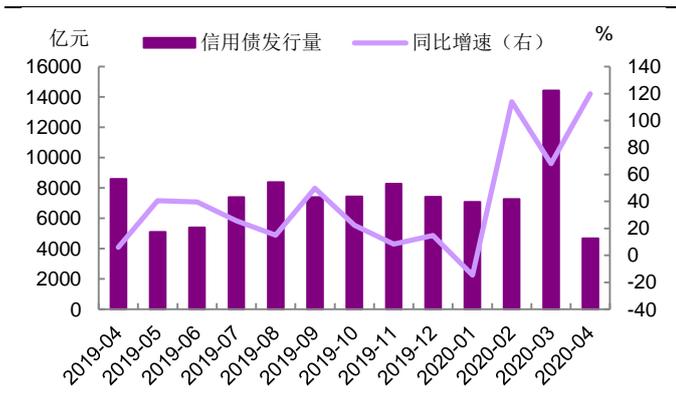
资料来源: Wind, 光大证券研究所

当前宽松的流动性和对企业的纾困政策仍是支撑信用债利率下行的主要原因, 但信用债利率下行受两方面因素的制约:

一是信用债供给快速增加制约当前信用债利率下行。2020 年 3 月份, 信用债发行规模为 1.44 万亿 (其中城投债发行规模为 5713 亿, 占总发展规模的 40%), 同比增长 68%, 4 月上旬信用债发行 4685 亿, 同比增长 120%, 信用债大规模发行制约利率过快下行 (图 9)。

二是市场对信用债的隐含信用风险提升。4 月上旬中债隐含评级中有 108 家发债企业被下调评级, 同比增长 238%, 表明在疫情冲击下, 目前市场对信用风险的预期逐步提升, 制约信用债利率下行 (图 10)。

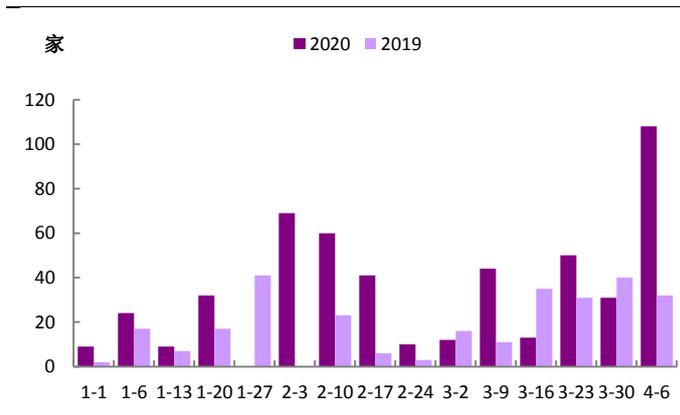
图 9：2020 年 3 月份和 4 月上旬信用债供给增加



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

注：4 月份截止日期到 4 月 10 日

图 10：2019、2020 年各周中债隐含评级调低债券数量比较



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

风险提示

经济恢复不及预期，同时海外疫情扩散，导致出口企业现金流断裂，信用风险加大。

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_5891



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn