

利率新低后的方向

证券研究报告

2020 年 03 月 11 日

作者

当前 DR007 与 7 天逆回购利率之差处于 2019 年以来的前 9%分位,按照再降息 10/15BP 修正仍处于前 19/22%分位。短端利差已压缩至 2016 年 10 月前后的低位,对流动性环境和货币政策预期的反应已经比较充分。10 年-1 年国债利差处于 2016 年以来的前 82%分位,部分反映基本面恢复和稳增长政策的预期,也与债券的供给量和供给结构有关。

短期影响利率走势的核心是货币政策,后续有同时调降存款基准利率和 OMO 利率的可能,因此短端利率向上的概率较低,但进一步向下的也空间不大。长端期限利差高位走扩的概率较低,多重因素下存在一定的压缩空间,10 年国债利率可能下行至 2.5%附近。

中期影响利率走势的关键在于 1 季度经济增速和全年经济增长目标。如果 1 季度实际 GDP 增速 1-4%,则后 3 个季度的平均增速要达到 6.1-6.9%,今年利率债总发行量可能达到 15.8-17.2 万亿,远超 2019 年。经济活动恢复和财政支出加码将形成从宽货币到宽信用的局面,短端利率可能较早出现上行;随着核心通胀回升、债券供给增多,长端利率有温和调整压力,预计 10 年期国债利率在 2.6%-2.9%之间运行。

长端利率的超预期上行风险来自于核心通胀上升,超预期下行风险来自于海外疫情扩散可能引发美国中小企业债务危机。

宋雪涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤

联系人

zhaohonghe@tfzq.com

 相关报告

风险提示: 全球经济受疫情冲击超预期;海外金融市场系统性风险

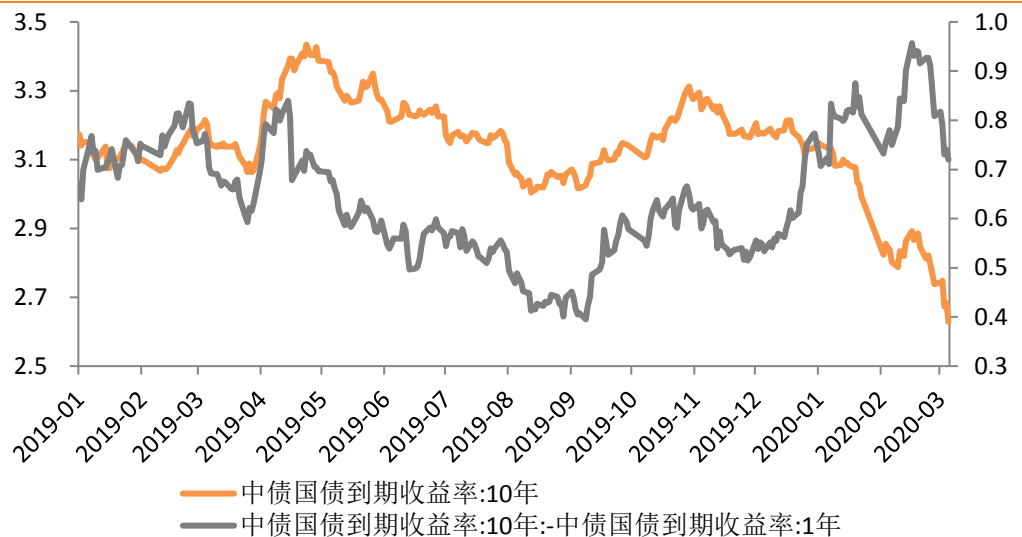


一、近期利率走势回顾

去年下半年以来国债利率经历了一次“倒V型”走势。8月之前，经济回落叠加中美关税升级主导了长短端利率的共同下行；进入8月，猪价超预期大涨，快速攀升的CPI叠加经济基本面初步企稳的迹象引发了对货币政策收紧的担忧，10年国债从8月初的3.02%升至10月底的3.31%，10年-1年国债利差从最低40BP走扩至61BP；11月初央行降息打破货币政策收紧疑虑，12月后流动性持续宽松，廉价资金带动短端利率持续下行，10年国债利率下行至2.99%，但经济阶段性企稳信号逐渐明确，10年-1年国债利差进一步走扩至81BP。

节后至今，国内外疫情主导了基本面预期和政策取向。一方面，疫情中断了国内经济阶段性企稳的进程，10年国债一举向下突破3%至2.80%，2月中旬海外疫情加速蔓延后降至2.63%，近期沙特宣布原油大幅增产降价后进一步降至2.60%以下，已经接近2002年的历史底部水平；另一方面，降息和超常宽松的流动性继续下拉短端利率，1年期国债利率从节前的2.18%单边回落至最低1.89%，与10年国债的期限利差继续保持在70-80BP。

图1：过去1年的10年国债和期限利差走势（%）



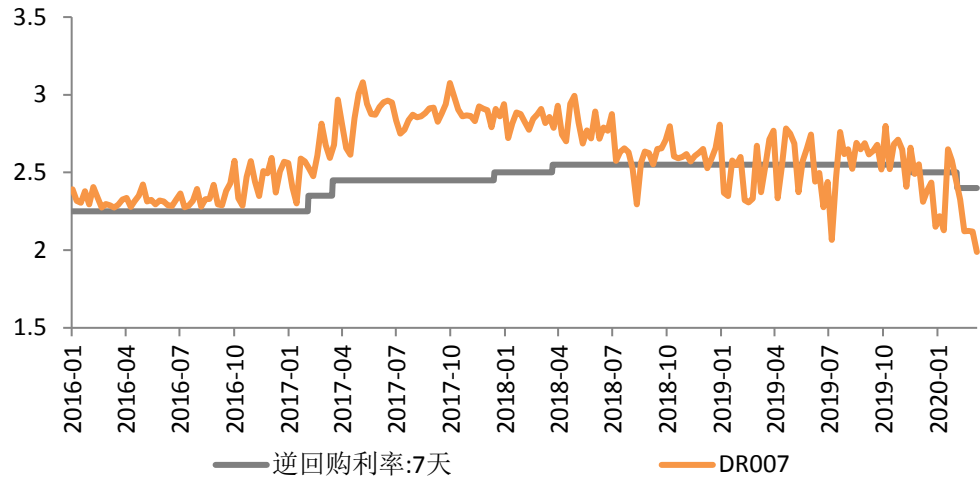
资料来源：WIND，天风证券研究所

二、当前利率水平处于什么历史分位？

1. 资金价格低于政策利率，下行空间不大

DR007 反映银行间的资金价格，即使降息预期兑现，资金价格（DR007）大幅下行的空间不大。受疫情下货币宽松和降准降息预期的影响，当前 DR007 已降至 2% 以下，低于 7 天逆回购利率超过 40BP。最近三周，DR007 与 7 天逆回购利率之差整体处于 2019 年以来的前 9% 分位，即便按照后续政策利率再降 10BP/15BP 进行修正，仍然处于 2019 年以来的前 19%/22% 分位。一般来说，DR007 向下偏离幅度较大时意味着短期流动性过剩（例如降准之后）或者进一步宽松的预期（例如预期降息），最终大幅的偏离将随着流动性冲击消退或者预期兑现或证伪而重新收敛。

图 2：当前 DR007 低于 7 天逆回购利率超过 40BP（%）



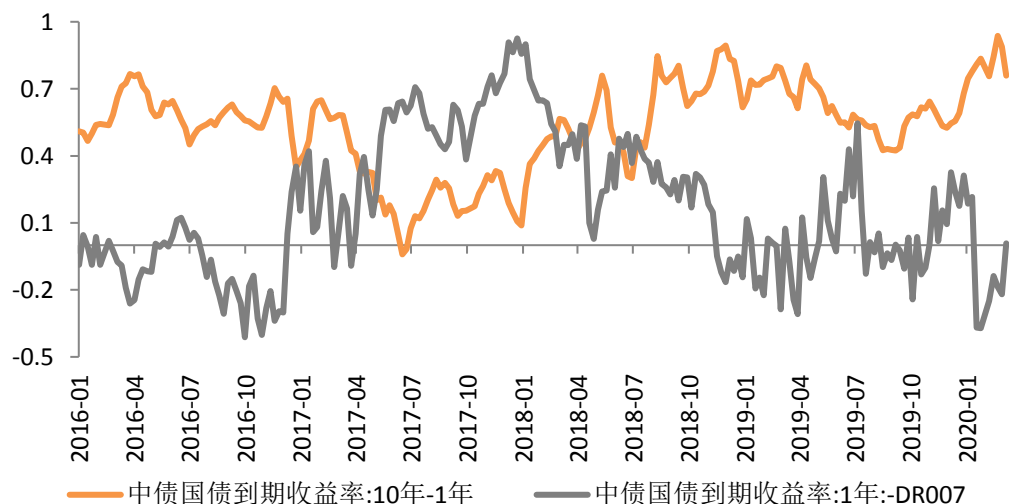
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 短端期限利差位于历史低位，长端期限利差位于历史高位，反映不同预期

当前短端利率（1 年期国债利率）与资金利率（DR007）的期限利差已经压缩至 2016 年 10 月前后的低位，对当前流动性环境和货币政策预期的反应比较充分。理论上，当基本面预期向好时，长端与短端的期限利差趋于走扩、利率曲线“熊陡”，基本面预期不佳时，利差趋于收敛、利率曲线“牛平”。实际上，由于长端利率的波动性和调整速度都不及短端，因此当预期反转时利差往往首先呈现“熊平”和“牛陡”特征。

当前 10 年-1 年国债利差处于 2016 年以来的前 82%分位，处于近年较高水平，反映对未来经济基本面恢复和稳增长政策落地的预期较高。2 月 3 日（国内疫情爆发后首个交易日）-2 月 20 日（海外疫情爆发），短端利率随资金利率快速下降，10 年-1 年国债利差迅速走扩；近期海外疫情蔓延后避险情绪进一步加剧，期限利差重新收敛。

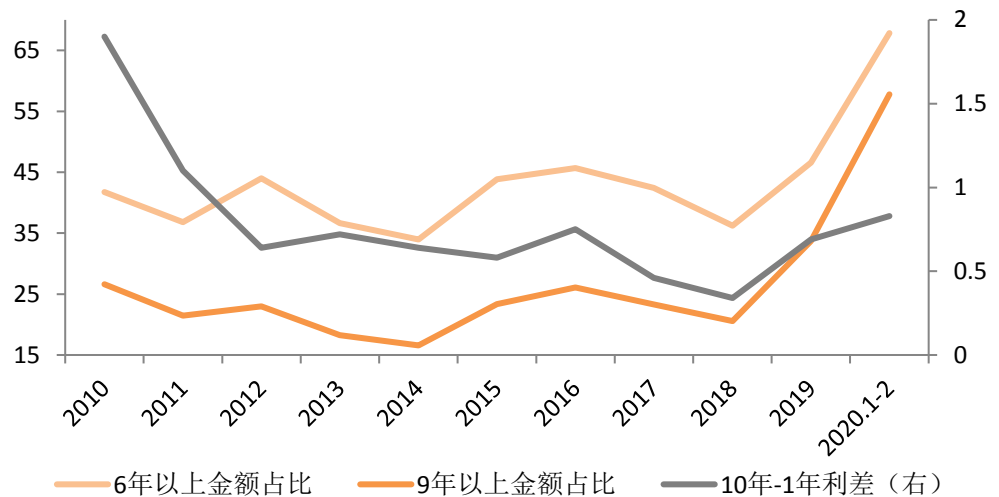
图 3：1 年国债利率-DR007 利差处于较低水平，10 年-1 年国债期限利差处于较高水平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

较高的期限利差也与债券供给量和供给结构有一定关系。一方面，2015 年之后利率债（国债+地方债+政金债）年度发行额由此前的 3-4.5 万亿跳升至 12 万亿以上；另一方面，利率债发行的期限结构也呈现长期债券占比提高的趋势，2018 年之前 6/9 年及以上期限利率债发行额占比在 35%-45%/15%-25%之间，2019 年快速提升至 47%/34%，今年 1-2 月进一步提升至 68%/58%。

图 4：近两年长期利率债发行占比大幅提升（%）

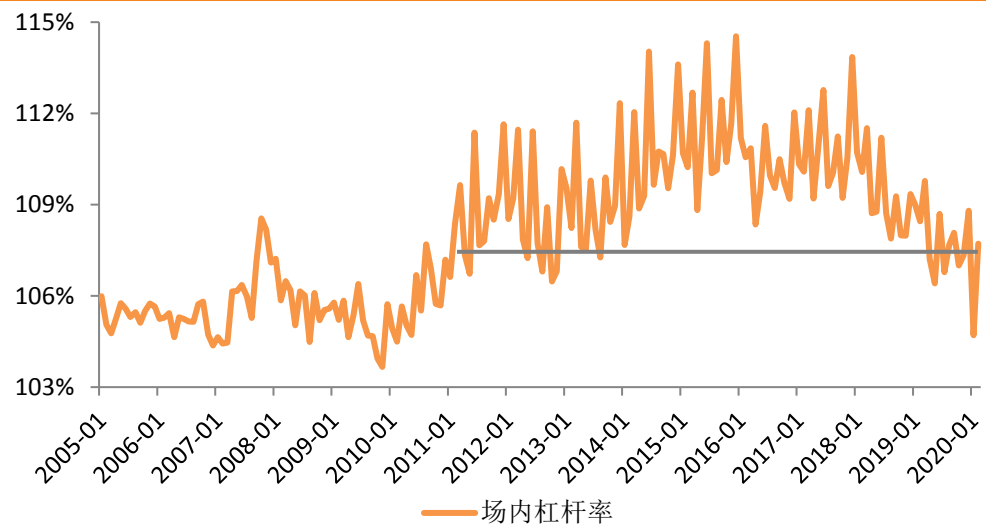


资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 杠杆率较低，反转风险不高

当前用“债券托管量/（债券托管量-待购回债券余额）”衡量的场内杠杆率在 107%-108%，是近年来的较低水平。上一轮债券牛市（2014-2016 年），场内杠杆率逐渐提升，平均为 110.7%；本轮债券牛市（2018 年至今），场内杠杆率逐渐降低，平均为 108.5%，因此当前场内银行间杠杆率相比历史水平并不高。

图 5：场内银行间杠杆率处于近年较低水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

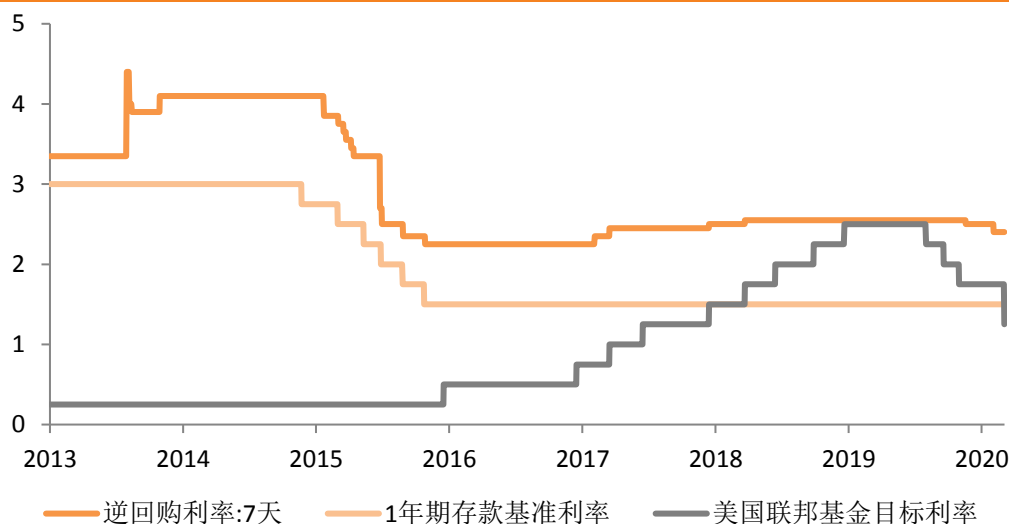
主导后续利率走势的主要是国内政策、基本面表现和海外疫情。对于短期（1 个月内）和中期（2-6 个月）而言，上述因素的权重有所不同。

三、短期利率走势判断（1 个月）

短期来看，影响利率走势的核心是货币政策。美联储 3 月 3 日大幅降息后，全球主要央行跟随美联储降息扩表，中国央行是否跟随性降息是一个问题。2016 年 12 月-2018 年 12 月，美联储 8 次上调联邦基金目标利率，每次幅度 25bp，期间中国央行 4 次上调逆回购利率，每次幅度 5-10bp；2019 年 7 月-2020 年 3 月，美联储 4 次下调政策利率，期间中国央行 2 次下调逆回购利率。

短期内（1个月），我们认为央行可能同时调降存款基准利率和公开市场操作利率（逆回购利率和中期借贷便利利率）。时间上，考虑到信用扩张和财政支出可能从4月起开始加速，因此3月执行降息可使3月20日LPR报价进一步下调，更有利于降低企业贷款成本和政府发债成本。同时，3月18日美联储议息会议可能视美国疫情扩散情况再次降息。幅度上，存款基准利率此前调整幅度一般为每次25BP，考虑到2月公开市场操作（MLF和逆回购）利率已经下调10BP，后续公开市场操作利率可能再跟随性调降5-10BP。

图6：存款基准利率和逆回购利率的调整幅度不相等（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

短期内，短端利率向上的概率较低（赢率中性），但进一步向下的空间不大（赔率较低）。虽然疫情过后的需求恢复和信用扩张相对确定，但当前复工节奏缓慢，基建投资等稳增长相关的财政支出也受限于较低的复工水平，不会立刻冲击到资金面，因此短端利率向上的概率较低。但从资金价格下穿7天逆回购利率的幅度来看，当前资金价格可能已经预支了10-15BP的降息空间，短端利率（1年期国债利率）与资金利率（DR007）之差也已经压缩至2016年10月前后的低位，因此短端利率进一步向下的空间不大。

短期内，期限利差高位走扩的概率较低（赢率较高），多重因素下期限利差存在一定的压缩空间（赔率中性），10年期国债利率的短期底部可能在2.5%附近。

（1）场内银行间的杠杆率处于历史低位，利率期限利差处于历史高位，反映出经济恢复和稳增长政策出台已在预期之内，在两会确定本年度债券发行额度和利率债大规模发行之时，期限利差进一步走扩的概率较低。

（2）随着美债利率快速下行，中美10年期国债利差已经拉大至近200BP，接近历史最高水平，在国内债券市场扩大对外开放的背景下，外资可能加大对中国利率债的配置。

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_6631

