

中国国债为何在欧洲是负利率？

报告导读/核心观点

近日，财政部在离岸市场以负利率发行国债，我们认为其本质原因仍是欧元宽松的流动性环境所致。

□ 利率本质上是资金价格

11 月 18 日，我国财政部在伦交所、卢森堡证券交易所和港交所三地上市发行 40 亿欧元主权债券。5 年期发行 7.5 亿欧元，发行收益率-0.152%；10 年期发行 20 亿欧元，发行收益率 0.318%；15 年期发行 12.5 亿欧元，发行收益率 0.664%。其中 5 年期国债是我国主权债券在境外首次以负利率发行，与境内同期限国债利差超过 3.3%。我们认为利率本质仍是资金价格的体现，货币宽松将驱动利率下行，我国国债在境外市场负利率发行的本质原因仍是境外宽松的流动性环境所致。

□ 欧央行投放货币过多驱动整体欧元利率下行

欧央行持续量化宽松导致欧元流动性过剩，驱动整体利率下行，EURIBOR 和 LIBOR 欧元的 1 年内利率全都位于负区间。鉴于欧洲疫情再次爆发，我们预计欧央行将于 12 月对当前总额 1.35 万亿欧元、有效期至 2021 年 6 月的疫情紧急购买计划进行延期并加码，加码规模可能为 5000 亿欧元，调整后 2021 年该计划项下将有超过 1 万亿欧元的剩余购买规模。此外，预计欧央行的常规资产购买计划（APP）仍将在 2021 年保持每月 200 亿欧元的购债速度。汇总后，2021 年欧央行每月将进行超过 1000 亿欧元的资产购买，扩表速度和资产总规模或超美联储，成为全球最宽松央行。在此背景下，欧元区整体利率仍有进一步下行预期，如果财政部持续发行欧元国债，发行收益率大概率将继续下探。

□ 欧元发行的中国国债利率为负，人民币发行则未必

流动性仍因币种而异，欧央行量化宽松均以欧元开展，且欧元国际化程度高于人民币，欧元在离岸市场的流动性相较人民币更为充裕。如我国财政部以人民币形式在离岸市场发行国债，则成本将显著上升。如 2016 年我国财政部曾在伦交所发行 3 年期人民币债券，票面收益率约为 3.28%；彼时境内 3 年期国债发行的票面收益率约为 3.9%。因此，在同币种发行的情况下，欧元的流动性优势将不复存在，境内外利差将大幅收敛。

□ 为何欧洲投资者不来中国购买利率更高的境内国债？

如上文所述，本次境外发行 5 年期国债与境内同期限品种利差超过 3.3%。且欧洲投资者对我国国债呈现了较高的购买热情，本次认购倍数高达 4.5 倍。其中，欧洲投资者最终投资比例高达 72%。在境内外利差高企且我国债券通、CIBM 等跨境债券投资渠道逐年开放力度加大的背景下，欧洲投资者不选择将投资仓位调往中国跨境购买境内国债的本质原因仍是汇率。从汇率风险对冲的成本来看，当前在岸人民币与欧元 1 年掉期点约 2819BP，换算后汇率保值的年化成本为 3.62%，如果外国投资者进行保值操作，标的债券的利差优势将大幅收窄甚至不复存在。同理，离岸市场中，当前离岸人民币与欧元 1 年掉期点约 2702BP，换算后年化保值成本约 3.48%，如连带考虑汇率保值的操作成本，则境内国债相较离岸市场的国债类无风险资产均将不再具有显著利率优势。如果投资者不进行汇率保值处理，则汇率波动可能侵蚀利差空间。

□ 仅通过基本面对国债利率定价存在问题，需看发行地货币政策

综上，仅通过经济基本面对国债利率定价存在问题，国债收益率在极大程度上取决于发行所在国的货币政策。如发行地货币政策宽松，则以东道国货币发行债券的收益率将受此驱动而下行。

风险提示：疫情猛烈爆发导致欧央行超预期宽松

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

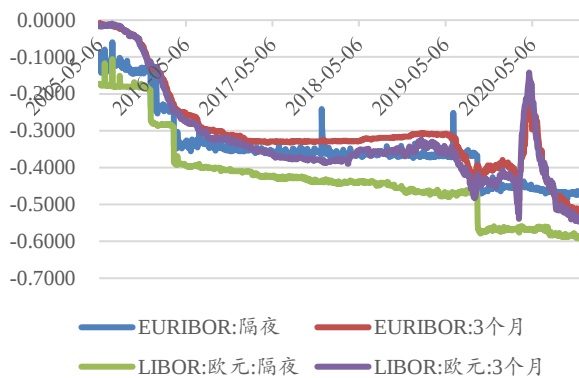
邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

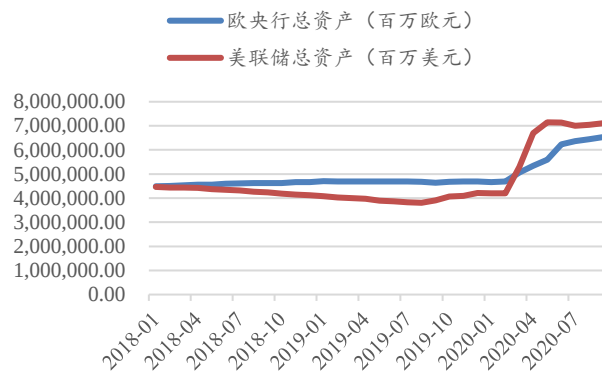
1. 重要图表

图 1：欧元区基础利率整体位于负区间



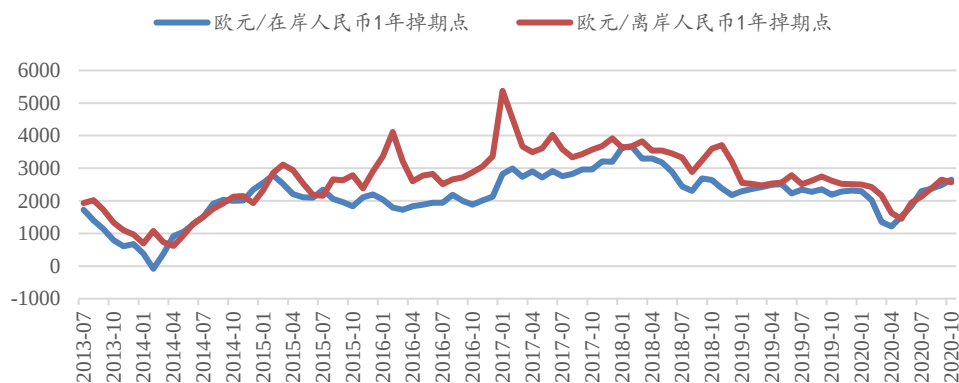
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：欧央行总资产可能在 2021 年反超美联储



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：欧元和离岸、在岸人民币的 1 年掉期点差 (BP)



资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_1276

