

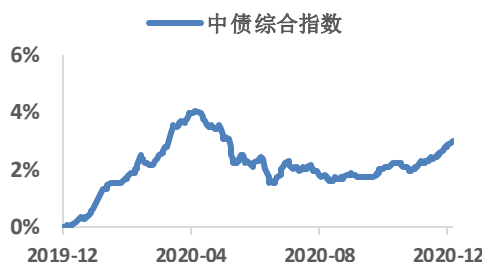
点评报告

年末流动性宽松，经济复苏态势延续

宏观债券月报（12.01-12.31）

2021 年 01 月 04 日

中债综指走势图



袁闯

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

杨苑

yangyuan@cfzq.com

陈诗璐

chensl2@cfzq.com

分析师

0731-84779536

研究助理

0731-84403490

研究助理

0731-89955711

相关报告

- 1 《固定收益：再平衡，待佳期-2021 年利率债年度策略报告》 2020-12-31
- 2 《固定收益：债市继续反弹，拐点仍需等待-宏观债券周报（12.21-12.27）》 2020-12-29
- 3 《固定收益：经济景气度持续向上，政策逐步向常态回归-宏观债券周报（12.14-12.20）》 2020-12-23
- 4 《固定收益：资金面整体偏松，关注短债交易机会-宏观债券周报（12.07-12.13）》 2020-12-15
- 5 《固定收益：流动性修复驱动利率回落，但尚不足以推动债市反转-宏观债券月报（11.01-11.30）》 2020-12-09

投资要点

- **货币市场：公开市场净投放，资金面整体宽松。**2020 年 12 月公开市场共有逆回购投放 8100 亿元，逆回购到期 4500 亿元，MLF 投放 9500 亿元，MLF 到期 6000 亿元，全月广义公开市场累计净投放 6600 亿元。12 月资金面整体宽松，12 月末 DR001 收于 1.10%，月均值较 11 月下行 79.44bp；DR007 收于 2.46%，月均值较 11 月下行 30.35bp。
- **债券市场：12 月利率债收益率明显下行，短端利率较长期利率下行幅度显著，10Y-1Y 国债期限利差走阔。**12 月末 1 年期国债收于 2.47%，月环比下行 35.71bp；10 年期国债收于 3.14%，月环比下行 10.71bp。1 年期与 10 年期国债期限利差较 11 月末走阔 25bp 至 67bp。12 月信用债收益率多数下行，信用利差和等级利差均有走阔。1 年期 AAA 等级和 1 年期 AA+等级收益率降幅较明显，较 11 月末分别下降 38.38bp 和 35.44bp。
- **年末流动性宽松，经济复苏态势延续。**年末央行继续通过公开市场投放维稳流动性，资金利率虽在节前有所反弹但低于去年同期平均水平。流动性整体宽松，债券市场继续走强，短端利率下行更显著带动收益率曲线走陡。政策方面，央行货币政策委员会第四季度例会延续了中央经济工作会议的基调，继续强调“坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯”。我们认为 2021 年货币政策方向是逐步退出疫情期间的超常规刺激政策、向正常态回归，但退坡节奏温和，整体上仍将维持稳健基调。预计年后资金面将处于“不缺不溢”的平衡之中，当前偏宽松的流动性环境难以长期维持，建议谨慎参与波段交易。从 12 月 PMI 数据来看，经济扩张的节奏较上月有所放缓，但多数指标绝对水平仍处较高景气区间，表明基本面改善态势延续。预计明年上半年经济修复动能偏强，长端利率上行压力依然存在。随着经济增长动能边际减弱、货币延续稳健基调、信用逐步回归中性以及供需格局改善，利率有望在二季度迎来小拐点，但向下的空间有限，预计全年利率波动区间在 3.0-3.5%。**信用债一级市场修复尚未完成，信用利差仍处于走阔阶段。**永煤违约大幅冲击信用债市场信心，12 月信用债净融资量环比大幅下降，至今一级市场净融资量仍为负值。此外，现阶段投资者对信用风险担忧情绪较重，且信用利差仍未达高位，资质下沉时机尚未来临，久期不宜拉长，建议关注中短久期高等级品种信用债。产业债方面，2021 年经济修复下，行业景气度将有所上行，但今年一季度信用债到期压力较大，应谨防弱资质国企以及民企违约。同时，在去年违约风险逐渐向北方方正、华晨等中高等级大型企业蔓延的情况下，应重点关注大型企业的母子关系，警惕子强母弱的问题。城投债方面，随着信用边际收紧，预计 2021 年专项债额度有所收缩，投资者应警惕债务到期压力较大的区域以及弱资质平台，优先关注兑付风险。
- **风险提示：基本面变化大幅超预期，政策变化超预期、疫情复发风险。**

内容目录

1 国内宏观：经济扩张边际放缓——2020 年 12 月 PMI 数据点评	3
2 债市观点	4
3 货币市场	5
4 债券市场	5
4.1 利率债	5
4.2 信用债	6
5 风险提示	9

图表目录

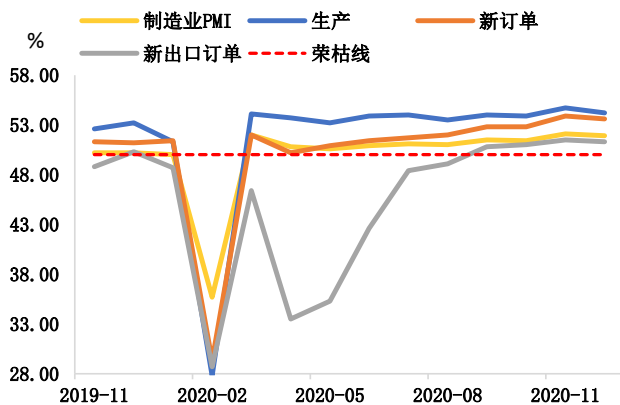
图 1：制造业 PMI	3
图 2：非制造业 PMI	3
图 3：制造业 PMI 分项	4
图 4：12 月央行公开市场净投放	5
图 5：12 月存款类机构质押式回购加权利率整体上行	5
图 6：12 月国债收益率环比下行	5
图 7：12 月国开债收益率环比下行	5
图 8：主要期限国债收益率变化	6
图 9：主要国开债收益率曲线变化	6
图 10：12 月利率债总发行量环比下降，净供给量环比上升	6
图 11：中债中短票收益率月度变化(bp)	7
图 12：中债城投债收益率月度变化(bp)	7
图 13：12 月 3 年期各等级信用利差走阔	7
图 14：12 月 3 年期和 5 年期中票等级利差走阔	7
图 15：12 月信用债发行量下降，净融资规模环比下降	8
图 16：12 月所有品种发行规模均下降	8
图 17：12 月一级市场推迟和取消发行规模较 11 月减少	8
图 18：12 月违约债券明细	9
图 19：调评级变动情况（12.28-12.31）	9
图 20：公司债发行情况（12.28-12.31）	10
图 21：企业债发行情况（12.28-12.31）	10

1 国内宏观：经济扩张边际放缓——2020 年 12 月 PMI 数据点评

12 月中国制造业 PMI 为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点，但继续处在荣枯线上方，且为年内第三高点，表明制造业依然维持较高景气度。从分项来看，生产指数回落 0.5 个百分点至 54.2%，部分省份拉闸限电对生产造成了一定的扰动，但生产指数仍在较高水平；新订单指数环比回落 0.3 个百分点至 53.6%，为年内次高点，反映制造业供需两端继续保持较好增势。新出口订单小幅回落 0.2 个百分点至年内次高点 53.6%，出口的制造业的拉动作用依然较强。价格方面，本月主要原材料购进价格大幅跳升 5.4 个百分点至 68%，主要原因在于近期大宗商品涨价明显。原材料价格上涨以及市场需求持续回暖也带动出厂价格回升 2.4 个百分点至 58.9%，但上游原材料价格涨幅更大或对下游企业利润空间有所挤压。往后看，美国新一轮财政刺激计划落地、新冠疫苗启用对外需有提振作用，短期内我国供给替代优势持续显现，且国内经济复苏延续、需求持续回暖，我国制造业稳步恢复的良好势头仍将延续。

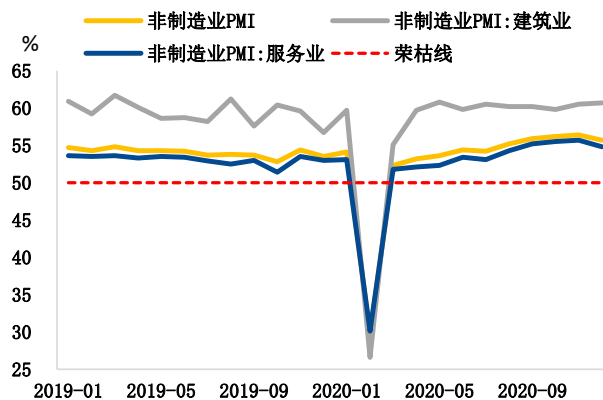
12 月非制造业 PMI 为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，继续位于扩张区间，但扩张速度略有放缓。建筑业 PMI 较上月提升 0.2 个百分点至 60.7%，建筑业高景气度延续。而受近期疫情有所反复以及气温下降的影响，服务业 PMI 从上月高位回落 0.9 个百分点至 54.8%，餐饮、房地产等行业商务活动指数位于临界点以下，企业经营活动有所放缓。

图 1：制造业 PMI



资料来源：Wind，财信证券

图 2：非制造业 PMI



资料来源：Wind，财信证券

2 债市观点

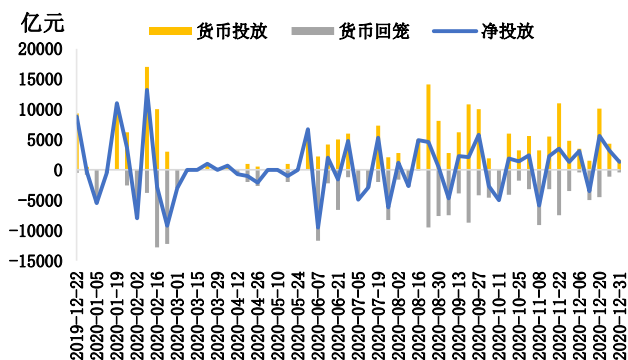
年末流动性宽松，经济复苏态势延续。年末央行继续通过公开市场投放稳定流动性，资金利率虽在节前有所反弹但低于去年同期平均水平。流动性整体宽松带动同业存单利率回落，债券市场也继续走强，短端利率下行更显著带动收益率曲线走陡。政策方面，央行货币政策委员会第四季度例会延续了中央经济工作会议的基调，指出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效”，继续强调“坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯”。我们认为 2021 年货币政策方向是逐步退出疫情期间的超常规刺激政策、向正常态回归，但退坡节奏温和，整体上仍将维持稳健基调。预计年后资金面将处于“不缺不溢”的平衡之中，当前偏宽松的流动性环境难以长期维持，建议谨慎参与波段交易。从 12 月 PMI 数据来看，经济扩张的节奏较上月有所放缓，主要受到了寒冷天气、拉闸限电以及高基数的扰动，但多数指标绝对水平仍处较高景气区间，表明基本面改善态势延续。预计明年上半年经济修复动能偏强，长端利率上行压力依然存在。随着经济增长动能边际减弱、货币延续稳健基调、信用逐步回归中性以及供需格局改善，利率有望在二季度迎来小拐点，但向下的空间有限，预计全年利率波动区间在 3.0-3.5%。

信用债一级市场修复尚未完成，信用利差仍处于走阔阶段。永煤违约大幅冲击信用债市场信心，12月信用债净融资金量环比大幅下降，至今一级市场净融资金量仍为负值。此外，现阶段投资者对信用风险担忧情绪较重，且信用利差仍未达高位，资质下沉时机尚未来临，久期不宜拉长，建议关注中短久期高等级品种信用债。产业债方面，2021年经济修复下，行业景气度将有所上行，但今年一季度信用债到期压力较大，应谨防弱资质国企以及民企违约。同时，在去年违约风险逐渐向北方方正、华晨等中高等级大型企业蔓延的情况下，应重点关注大型企业的母子关系，警惕子强母弱的问题。城投债方面，随着信用边际收紧，预计2021年专项债额度有所收缩，投资者应警惕债务到期压力较大的区域以及弱资质平台，优先关注兑付风险。

3 货币市场

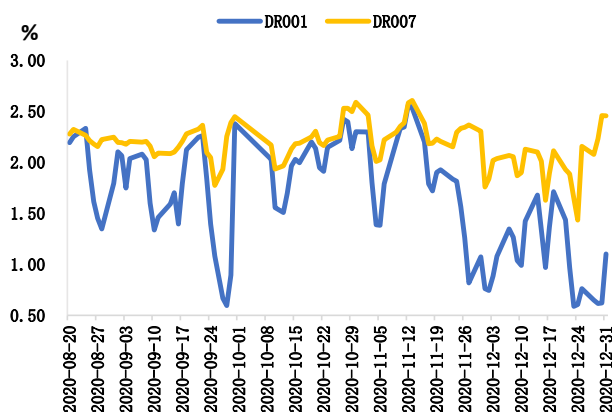
公开市场净投放，资金面整体宽松。2020 年 12 月公开市场共有逆回购投放 8100 亿元，逆回购到期 4500 亿元，MLF 投放 9500 亿元，MLF 到期 6000 亿元，全月广义公开市场累计净投放 6600 亿元。12 月资金面整体宽松，12 月末 DR001 收于 1.10%，月均值较 11 月下行 79.44bp；DR007 收于 2.46%，月均值较 11 月下行 30.35bp。

图 4：12 月央行公开市场净投放



资料来源：Wind，财信证券

图 5：12 月存款类机构质押式回购加权利率均值下行



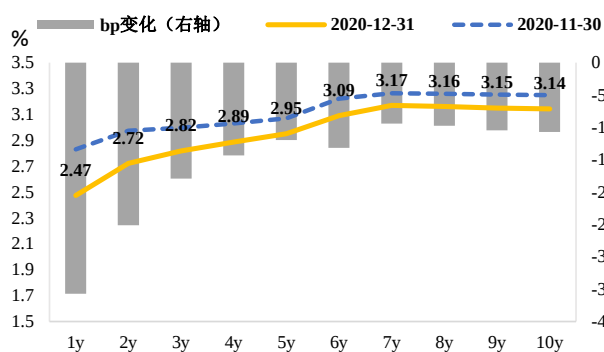
资料来源：Wind，财信证券

4 债券市场

4.1 利率债

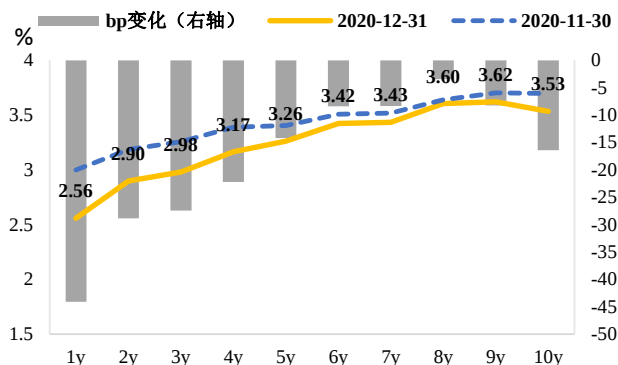
二级市场：12 月利率债收益率明显下行，短端利率较长端利率下行幅度显著，10Y-1Y 国债期限利差走阔。12 月末 1 年期国债收于 2.47%，较 11 月末下行 35.71bp；10 年期国债收于 3.14%，较 11 月末下行 10.71bp。1 年期国开债收于 2.56%，较 11 月末下行 44.08bp；10 年期国开债收于 3.53%，较 11 月末下行 16.4bp。1 年期与 10 年期国债期限利差较 11 月末走阔 25bp 至 67bp。

图 6：12 月国债收益率环比下行



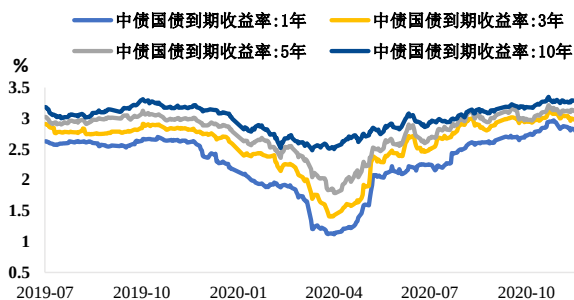
资料来源：Wind，财信证券

图 7：12 月国开债收益率环比下行



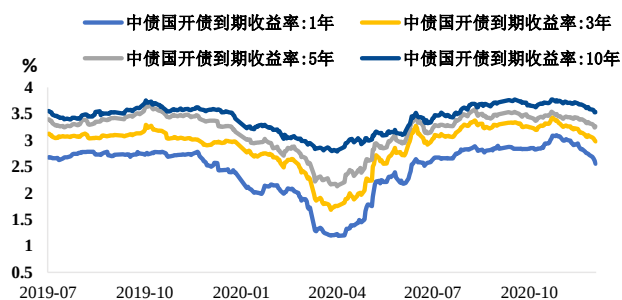
资料来源：Wind，财信证券

图 8：主要期限国债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

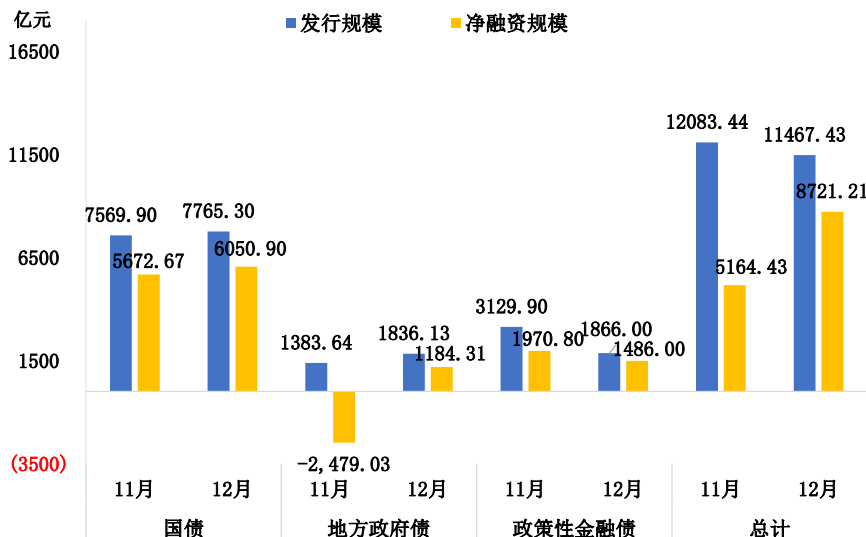
图 9：主要国开债收益率曲线变化



资料来源：Wind，财信证券

一级市场：利率债总发行量环比下降、净供给量环比上升。12 月利率债总发行规模为 11467.43 亿元，环比下降 5.10%，到期规模为 2746.22 亿元，净供给规模为 8721.21 亿元，环比上升 68.87%。国债发行规模为 7765.30 亿元，净供给规模为 6050.90 亿元。地方政府债发行规模为 1836.13 亿元，净供给规模为 1184.31 亿元。其中一般债券发行规模为 728.48 亿元，净供给规模为 338.81 亿元，专项债券发行规模为 1107.64 亿元，净供给规模为 845.50 亿元。政策性金融债发行规模为 1866.00 亿元，净供给规模为 1486.00 亿元。

图 10：12 月利率债总发行量环比下降，净供给量环比上升



资料来源：Wind，财信证券

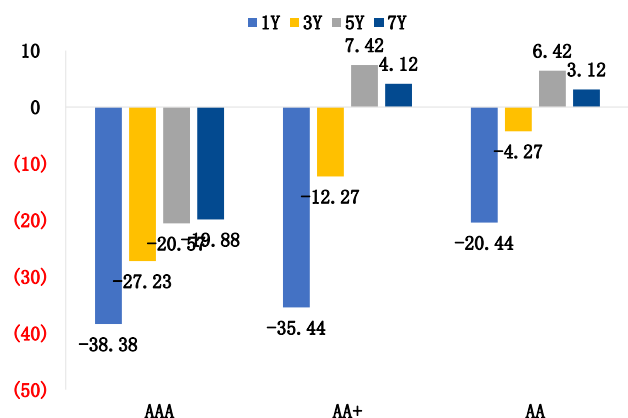
4.2 信用债

二级市场：12 月信用债收益率多数下行。中短票收益率方面，12 月末除 5 年期 AA+ 和 AA、7 年期 AA+ 和 AA 等级外，各期限各等级中短票收益率均有所下行。其中 1 年期 AAA 等级和 1 年期 AA+ 等级收益率降幅较明显，较 11 月末分别下降 38.38bp 和 35.44bp。

城投债收益率方面，12 月末各期限各等级的城投债收益率较 11 月末均有下降，且各等级中 1 年期收益率下行幅度均最大，1 年期 AAA、AA+ 和 AA 等级收益率较 11 月末分别下行 33.88bp、37.87bp 和 27.87bp。

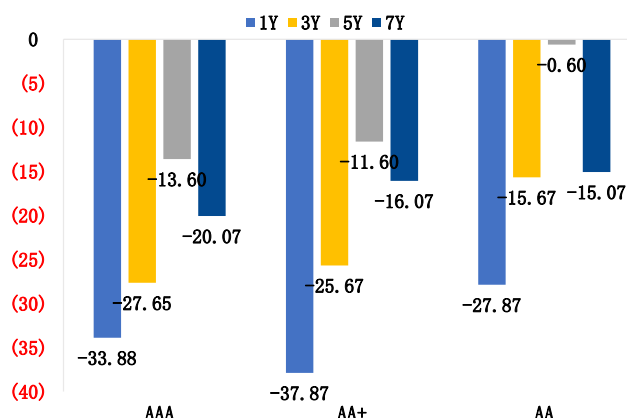
12 月信用利差和等级利差均有所走阔。信用利差方面，12 月末 3 年期 AAA 级中票信用利差较 11 月末上行 0.21bp，3 年期 AA 和 AA- 级中票信用利差均走阔 23.17bp。等级利差方面，以 AAA 级为基础，3 年期和 5 年期 AA、AA- 级等级利差均走阔，其中 3 年期 AA 和 AA- 级利差均走阔 22.96bp，5 年期 AA 和 AA- 级利差均走阔 26.99bp。

图 11：中债中短票收益率月度变化(bp)



资料来源：Wind，财信证券

图 12：中债城投债收益率月度变化(bp)



资料来源：Wind，财信证券

图 13：12 月 3 年期各等级信用利差走阔

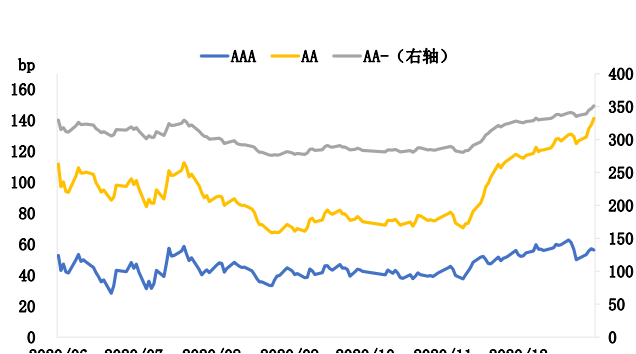
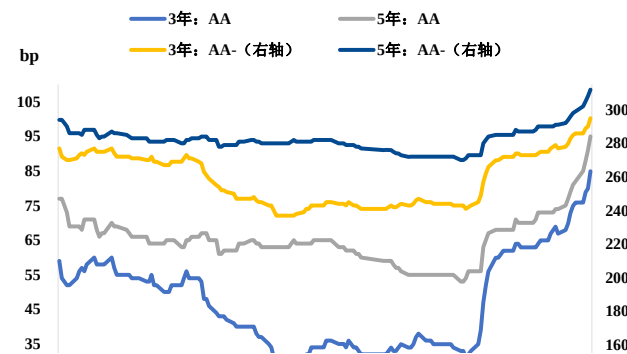


图 14：12 月 3 年期和 5 年期中票等级利差走阔



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_405

