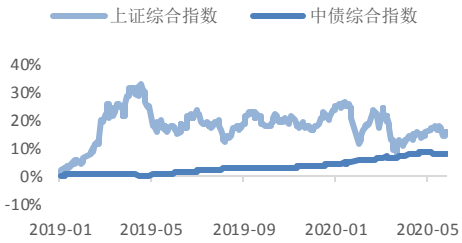
点评报告

货币利率继续回升，长端利率或将维持震荡

宏观债券月报（05.01-05.31）

2020 年 06 月 01 日

中债综指-上证指数走势图



袁闯 分析师
执业证书编号：S0530520010002
yuanchuang@cfzq.com
0731-84779536

罗琨 分析师
执业证书编号：S0530519050001
luokun1@cfzq.com
0731-89955773

相关报告

1 《固定收益：货币利率回升，债市利好有限-宏观债券周报（05.18-05.24）》 2020-05-25

2 《固定收益：MLF 量缩价平，债市仍有支撑-宏观债券周报（05.11-05.17）》 2020-05-18

3 《固定收益：利率拐点未至，债市面临阶段性调整-宏观债券周报（2020.05.04-2020.05.10）》 2020-05-11

4 《固定收益：债市利好因素仍在，长端利率下行空间犹存-宏观债券周报（2020.04.27-2020.05.03）》 2020-05-07

5 《固定收益：货币利率小幅上行，债市“牛陡”行情将延续-宏观债券周报（2020.04.20-2020.04.26）》 2020-04-27

投资要点

- **海外经济：美欧 4 月个人消费支出大幅下降，美联储重申负利率对美国不合适。**美国 4 月个人消费支出季调环比下降 13.2%，是美国商务部数据追溯至 1959 年以来的最大降幅，主因疫情爆发导致除了最基本商品和服务以外的所有购物活动陷入停滞。4 月消费者物价指数（CPI）同比 0.3%，较前值 1.5%大幅下降，且远低于央行 2%的目标。美联储主席鲍威尔周五发表讲话，重申负利率对于美国不是一个合适的工具；表示美联储资产负债表的扩张不会趋于无穷，没有看到资产负债表对金融稳定构成风险。韩国央行降息 25 个基点至 0.5%，为纪录最低水平。欧元区 5 月经济景气指数为 67.5，预期为 70.3，较前值 64.9 略微反弹。

- **国内经济：4 月工业企业利润边际明显改善。**1-4 月工业企业利润累计同比-27.4%，跌幅较前值收窄 9.3 个百分点；4 月当月同比-4.3%，跌幅较前值大幅收窄 30.6 个百分点。1-4 月工业企业营业收入累计同比-9.9%，跌幅较前值收窄 5.2 个百分点。4 月随着疫情逐渐好转，复工复产有序推进，工业企业的生产和销售陆续恢复正常，推动工业企业利润继续改善。此外，1-4 月工业企业产成品存货累计同比 10.6%，较上月下降 4.3 个百分点，反映需求回升带动前期被动积压的库存去化。总体来看，4 月生产与需求同步回升推动工业企业盈利边际明显改善，但受市场需求尚未完全恢复、工业品价格持续回落、成本压力依然较大等多重因素影响，工业企业累计利润仍维持较大降幅。5 月 22 日政府工作报告强调稳企业、保就业，提出了一揽子的财政、金融政策以及优化营商环境、扩大内需以及加大对外开放稳外需等措施，预计后续随着各项援企助企政策的贯彻落实，工业企业利润将继续回升向好。

- **货币市场：央行重启逆回购，货币利率继续回升。**上周二央行重启逆回购操作，周二至周五分别进行 100 亿、1200 亿、2400 亿和 3000 亿元逆回购操作，操作利率维持在 2.2%不变，上周无逆回购到期，公开市场累计净投放 6700 亿元。资金面继续收敛，上周 DR001 收于 2.08%，周环比大幅上行 99BP，一周均值为 1.93%，周环比上行 80BP。上周 DR007 收于 2.15%，周环比上行 63BP，一周均值为 1.97%，周环比上行 55BP。5 月央行逆回购操作与 MLF 操作共投放货币 7700 亿元，MLF 到期回笼 2000 亿元，累计净投放 5700 亿元。5 月末 DR001 收于 2.08%，较上月末上行 23BP，月均值为 1.24%，月环比上行 25BP；DR007 收于 2.15%，较上月末上行 24BP，月均值为 1.54%，月环比上行 8BP。

- **债券市场：二级市场：利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄。**上周 1 年期国债收于 1.60%，周环比上行 21BP；10 年期国债收于 2.71%，周环比上行 9BP；1 年期国开债收于 1.79%，周环比上行 33BP；10 年期国开债收于 2.99%，周环比上行 7BP。1 年期与 10 年期国债期限利差较前一周收窄 12BP 至 110BP。**信用债收益率上行，等级利差收窄，信用利差收窄。一级市场：利率债供给继续大幅增加，信用债供给减少。**上周利率

债总发行规模为 8008.15 亿元，到期规模为 1471.20 亿元，净融资规模为 6536.95 亿元。上周非金融信用债总发行规模为 2618.17 亿元，到期规模为 1336.44 亿元，净融资规模为 1281.73 亿元。发行利率方面，重点 AAA 级平均上行 3BP，AAA 级平均上行 3BP，AA+级平均上行 3BP，AA 级平均上行 3BP，AA-级平均上行 3BP。

- **短端利率继续攀升幅度有限，长端利率或将维持震荡。**进入 6 月，随着缴款、缴税等月内资金扰动因素的逐步消退，以及央行逆回购投放的对冲效果显现，资金面或将回归平稳，短端利率继续攀升的幅度有限。从基本面看，5 月国内经济继续改善，生产端与需求端均处回升通道，基本面向好对债市情绪造成一定压制，但外需走弱的担忧并未消除，且近期中美摩擦有升级趋势，外部经济环境恶化可能将拖累经济修复的节奏，长端利率大概率将维持震荡行情。从政策面看，虽然政府工作报告明确了今年财政货币政策的宽松基调，长短端利率中枢难以再返前期低位，主因当前货币宽松进一步加码的预期有所弱化。在国内经济明显回暖，社融增速已维持高位的背景下，4 月以来 OMO 长时间缺位、5 月中旬 MLF 操作利率持稳、5 月底重启 OMO 但利率维持不变，体现了货币政策已由前期的大幅宽松转为谨慎宽松，近期人民币贬值压力加大也对货币宽松形成制约。总体来看，6 月债市或将以震荡调整为主，震荡格局的打破需要基本面或政策面更明确的信号出现。

- **风险提示：疫情发展超预期，中美摩擦升级风险，基本面变化超预期。**

内容目录

1 海外经济：美欧 4 月个人消费支出大幅下降，美联储重申负利率对美国不合适 4
1.1 美国：4 月个人消费支出大幅下降，物价指数持续低迷 4
1.2 美联储：负利率对美国不合适，资产负债表的扩张不会趋于无穷 4
1.3 韩国央行降息 25 个基点，欧元区经济景气指数略微反弹 4
2 国内经济：4 月工业企业利润边际明显改善 4
3 市场回顾：货币利率继续回升，收益率曲线平坦化上行 5
3.1 货币市场：央行重启逆回购，货币利率继续回升 5
3.2 债券市场：利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄 6
3.2.1 二级市场：利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄 6
3.2.2 一级市场：利率债供给继续大幅增加，信用债供给减少 8
4 短端利率继续攀升幅度有限，长端利率或将维持震荡 9
5 风险提示：疫情发展超预期，中美摩擦升级风险，基本面变化超预期。 10

图表目录

图 1：工业企业利润同比 5
图 2：工业企业经济效益分项指标 5
图 3：三大门类工业企业利润同比 5
图 4：重点行业工业企业利润同比 5
图 5：央行公开市场操作 6
图 6：存款类机构质押式回购加权利率 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） 7
图 12：AA 级-AAA 级企业债等级利差 7
附图 13：企业债信用利差变化（5 年期） 11
附图 14：公司债信用利差变化（3 年期） 11
附图 15：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 8
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 5：公司债券发行情况 12
附表 6：企业债券发行情况 19

1 海外经济：美欧 4 月个人消费支出大幅下降，美联储重申负利率对美国不合适

1.1 美国：4 月个人消费支出大幅下降，物价指数持续低迷

美国 4 月个人消费支出季调环比下降 13.2%，是美国商务部数据追溯至 1959 年以来的最大降幅，主因疫情爆发导致除了最基本商品和服务以外的所有购物活动陷入停滞。4 月消费者物价指数（CPI）同比 0.3%，较前值 1.5%大幅下降，且远低于央行 2%的目标；4 月核心 PCE 物价指数同比 1.0%，较前值 1.7%大幅回落，创 2011 年 2 月以来最低记录。数据显示美国经济面临通胀下行风险。美国一季度实际 GDP 环比折年率修正值为-5.0%，降幅大于初值，刷新 2009 年以来记录新低。当前疫情对经济冲击还在显现，预计二季度美国经济衰退压力仍较大。

1.2 美联储：负利率对美国不合适，资产负债表的扩张不会趋于无穷

美联储主席鲍威尔周五发表讲话，重申负利率对于美国不是一个合适的工具；表示美联储资产负债表的扩张不会趋于无穷，没有看到资产负债表对金融稳定构成风险。根据美联储 28 日发布的数据，截至 5 月 27 日的一周中，美联储资产负债表规模环比增加了约 600 亿美元，达到 7.1 万亿美元的创纪录水平。鲍威尔还称，新冠疫情引发的经济衰退对美国人的打击并不均衡，低收入人群受到了最大冲击，流失的岗位可能需要一段时间才能恢复，美联储必须对支持就业保持紧密关注。

1.3 韩国央行降息 25 个基点，欧元区经济景气指数略微反弹

韩国央行降息 25 个基点至 0.5%，为纪录最低水平。韩国央行预计，2020 年 GDP 将萎缩 0.2%，为 1998 年以来首次预期 GDP 出现萎缩；2021 年 GDP 增速为 3.1%，此前预期为 2.4%。欧元区 5 月经济景气指数为 67.5，预期为 70.3，较前值 64.9 略微反弹。欧元区 5 月 CPI 初值同比升 0.1%，创四年新低，预期升 0.1%，前值升 0.3%；环比降 0.1%，预期降 0.1%，前值升 0.3%。

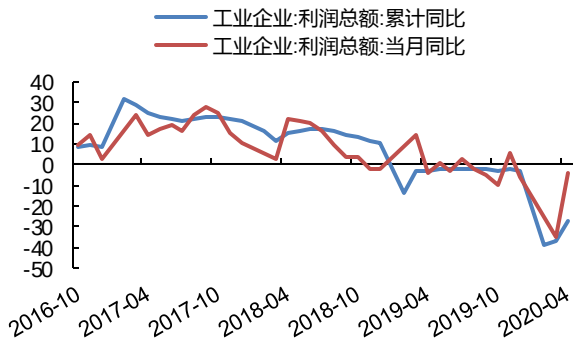
2 国内经济：4 月工业企业利润边际明显改善

1-4 月工业企业利润累计同比-27.4%，跌幅较前值收窄 9.3 个百分点；4 月当月同比-4.3%，跌幅较前值大幅收窄 30.6 个百分点。1-4 月工业企业营业收入累计同比-9.9%，跌幅较前值收窄 5.2 个百分点。4 月随着疫情逐渐好转，复工复产有序推进，工业企业的生产和销售陆续恢复正常，推动工业企业利润继续改善。此外，1-4 月工业企业产成品存货累计同比 10.6%，较上月下降 4.3 个百分点，反映需求回升带动前期被动积压的库存去化。分行业看，1-4 月份，制造业利润总额同比下降 26.8%，降幅较前月大幅收窄 12.1 个百分

点，制造业利润加快修复是工业利润边际改善的主要原因；采矿业利润总额累计同比下降 35.2%，降幅较前值扩大 7.7 个百分点，主要受到了石油等大宗商品价格大幅下降的拖累；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润总额同比下降 24.3%，降幅较前值收窄 4.3 个百分点。利润改善较多的行业主要为高技术制造业、基建相关行业以及可选消费行业（汽车）。计算机通信和其他电子设备制造业、仪器仪表制造业、专用设备制造业、电气机械、汽车制造业企业利润累计同比增速均较上月提升 20 个百分点以上，其中计算机通信和其他电子设备制造业 1-4 月利润总额累计同比增速已由负转正。表明国内经济新动能恢复继续加快，也反映出逆周期调节政策兼顾了短期稳增长和中长期调结构问题。

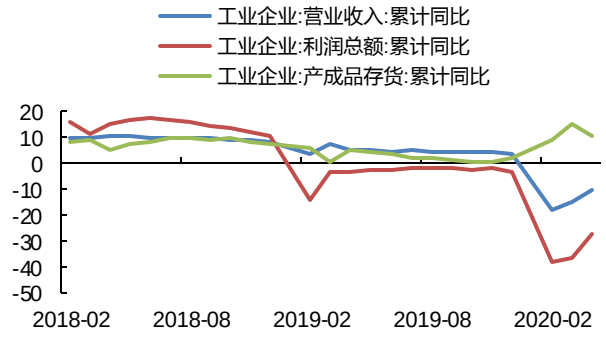
总体来看，4 月生产与需求同步回升推动工业企业盈利边际明显改善，但受市场需求尚未完全恢复、工业品价格持续回落、成本压力依然较大等多重因素影响，工业企业累计利润仍维持较大降幅。5 月 22 日政府工作报告强调稳企业、保就业，提出了一揽子的财政、金融政策以及优化营商环境、扩大内需以及加大对外开放稳外需等措施，预计后续随着各项援企助企政策的贯彻落实，工业企业利润将继续回升向好。

图 1：工业企业利润同比



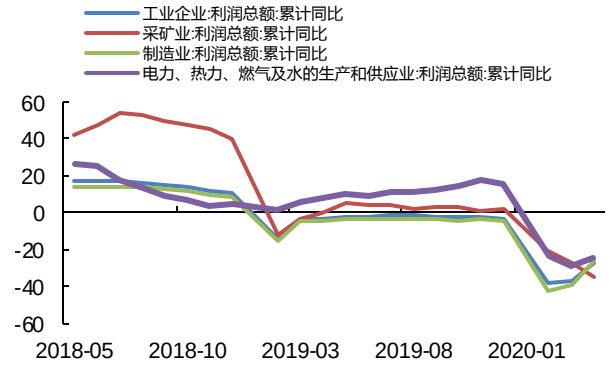
资料来源：Wind，财信证券

图 2：工业企业经济效益分项指标



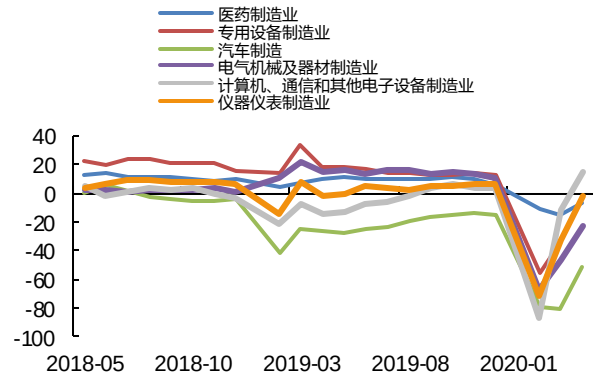
资料来源：Wind，财信证券

图 3：三大门类工业企业利润同比



资料来源：Wind，财信证券

图 4：重点行业工业企业利润同比



资料来源：Wind，财信证券

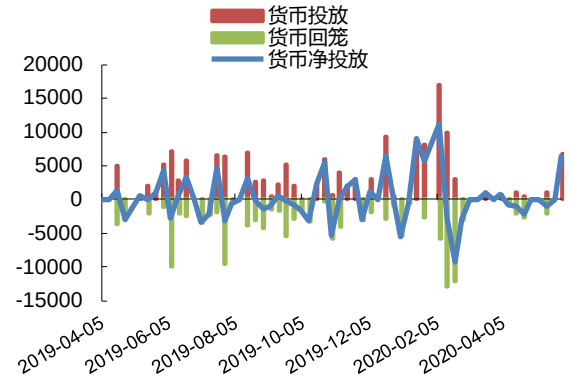
3 市场回顾：货币利率继续回升，收益率曲线平坦化上行

3.1 货币市场：央行重启逆回购，货币利率继续回升

上周二央行重启逆回购操作，周二至周五分别进行 100 亿、1200 亿、2400 亿和 3000 亿元逆回购操作，操作利率维持在 2.2%不变，上周无逆回购到期，公开市场累计净投放 6700 亿元。资金面继续收敛，上周 DR001 收于 2.08%，周环比大幅上行 99BP，一周均值为 1.93%，周环比上行 80BP。上周 DR007 收于 2.15%，周环比上行 63BP，一周均值为 1.97%，周环比上行 55BP。

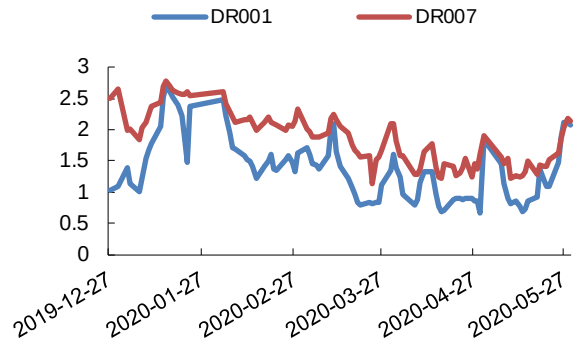
5 月央行逆回购操作与 MLF 操作共投放货币 7700 亿元，MLF 到期回笼 2000 亿元，累计净投放 5700 亿元。5 月末 DR001 收于 2.08%，较上月末上行 23BP，月均值为 1.24%，月环比上行 25BP；DR007 收于 2.15%，较上月末上行 24BP，月均值为 1.54%，月环比上行 8BP。

图 5：央行公开市场操作



资料来源：Wind，财信证券

图 6：存款类机构质押式回购加权利率



资料来源：Wind，财信证券

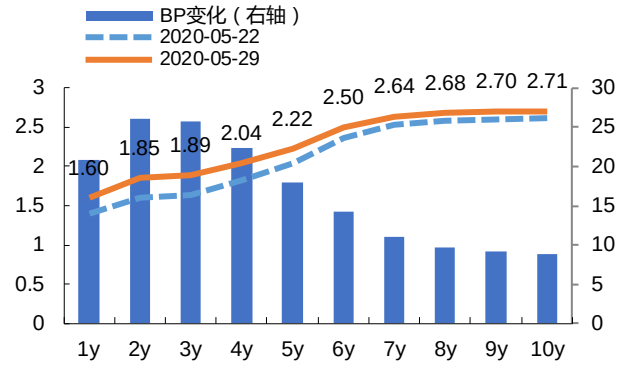
3.2 债券市场：利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄

3.2.1 二级市场：利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄

利率债收益率上行，短端上行幅度大于长端，期限利差持续收窄。上周 1 年期国债收于 1.60%，周环比上行 21BP；10 年期国债收于 2.71%，周环比上行 9BP；1 年期国开债收于 1.79%，周环比上行 33BP；10 年期国开债收于 2.99%，周环比上行 7BP。1 年期与 10 年期国债期限利差较前一周收窄 12BP 至 110BP。

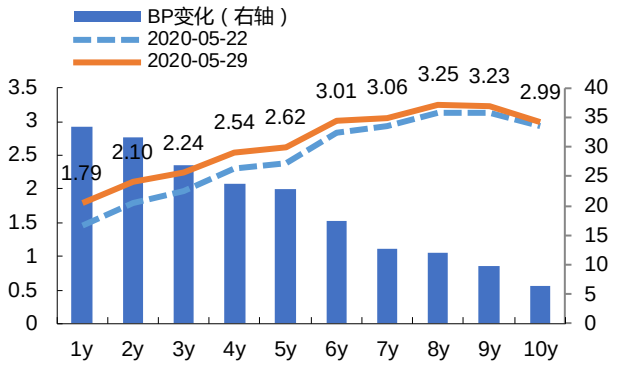
5 月末 1 年期国债收于 1.60%，较上月末上行 45BP;10 年期国债收于 2.71%，较上月末上行 17BP；1 年期国开债收于 1.79%，较上月末上行 60BP;10 年期国开债收于 2.99%，较上月末上行 17BP。5 月 1 年期与 10 年期国债期限利差先小幅走阔后大幅收窄。

图 7：上周国债收益率曲线变化



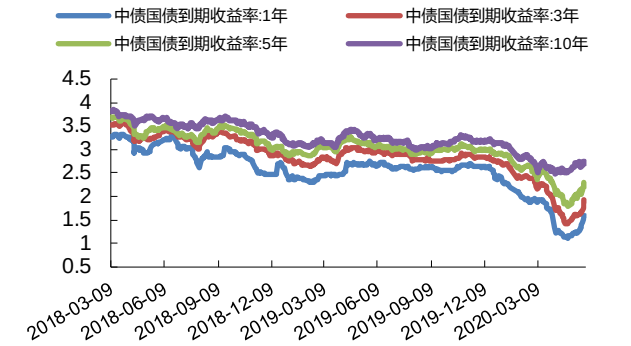
资料来源：Wind，财信证券

图 8：上周国开债收益率曲线变化



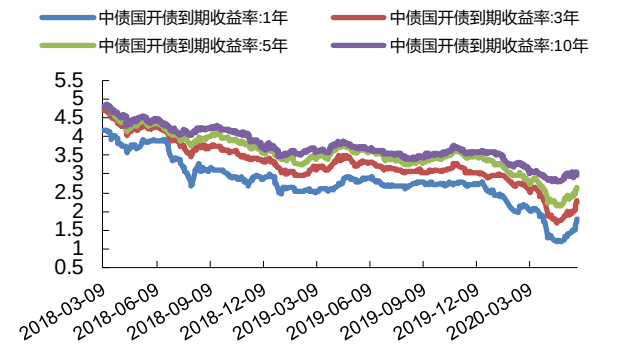
资料来源：Wind，财信证券

图 9：主要期限国债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

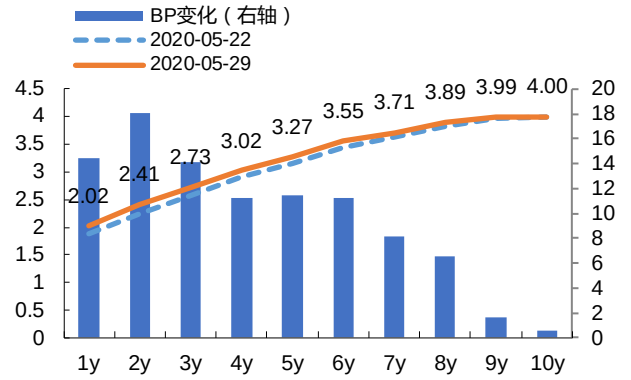
图 10：主要国开债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

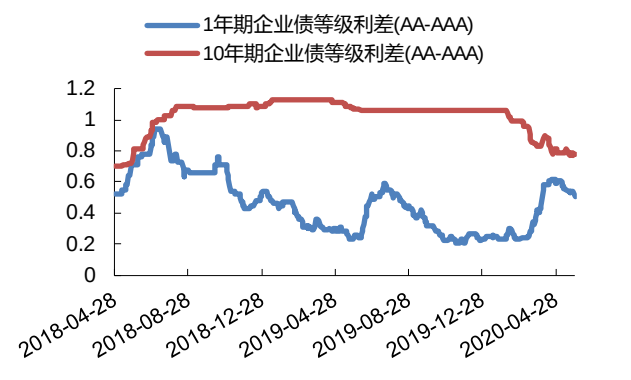
信用债收益率上行，等级利差收窄，信用利差收窄。上周信用债收益率上行。AAA 级企业债收益率平均上行 4BP，AA 级企业债收益率平均上行 4BP，AAA 级城投债债收益率平均上行 5BP。等级利差方面，一年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较前一周收窄 3BP 至 51BP，十年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较前一周小幅收窄 1BP 至 78BP。信用利差方面，产业债信用利差平均较前一周大幅收窄 14BP，城投债信用利差平均较前一周大幅收窄 17BP。

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：利率债供给继续大幅增加，信用债供给减少

上周利率债供给继续大幅增加。上周利率债总发行规模为 8008.15 亿元，到期规模为 1471.20 亿元，净融资规模为 6536.95 亿元。国债发行规模为 600.30 亿元，到期规模为 1001.20 亿元，净融资规模为-400.90 亿元。地方政府债发行规模为 6238.25 亿元，到期规模为 120.00 亿元，净融资规模为 6118.25 亿元。政策性金融债发行规模为 1169.60 亿元，到期规模为 0.00 亿元，净融资规模为 1169.60 亿元。

5 月利率债总发行量较上月大幅增加，地方政府债新发行量大幅上升是主要原因。根据 Wind 统计，5 月利率债总供给规模为 23023.75 亿元，其中国债发行规模为 6773.20 亿元，地方政府债发行规模为 11561.75 亿元，政策性金融债发行规模为 4688.80 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：	600.30	2	1001.20	-400.90
记账式国债	600.30	2	1001.20	-400.90
储蓄国债	0.00	0	0.00	0.00
地方政府债：	6238.25	166	120.00	6118.25
一般债券	1156.37	15	120.00	1036.37
专项债券	5081.88	151	0.00	5081.88
政策性金融债	1169.60	15	0.00	1169.60
合计	8008.15	183	1471.20	6536.95

资料来源：Wind，财信证券

上周信用债供给减少。上周非金融信用债总发行规模为 2618.17 亿元，到期规模为 1336.44 亿元，净融资规模为 1281.73 亿元。具体来看，企业债发行规模为 46.30 亿元，到期规模为 172.53 亿元，净融资规模为-126.23 亿元。公司债债发行规模为 869.67 亿元，到期规模为 109.11 亿元，净融资规模为 760.56 亿元。中期票据发行规模为 525.90 亿元，到期规模为 155.00 亿元，净融资规模为 370.90 亿元。短期融资券发行规模为 1056.80 亿元，到期规模为 823.80 亿元，净融资规模为 233.00 亿元。PPN 发行规模为 119.50 亿元，到期规模为 76.00 亿元，净融资规模为 43.50 亿元。 5 月信用债总供给规模为 7177.60 亿元，较 4 月大幅减少。

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_4793