

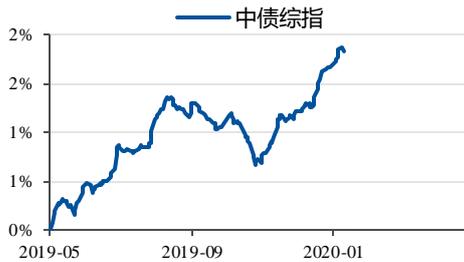
点评报告

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年05月06日

中债综指-上证指数走势图



袁闯

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

罗琨

执业证书编号: S0530519050001  
luokun1@cfzq.com

分析师

0731-84779536

分析师

0731-89955773

相关报告

- 1 《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
- 2 《固定收益：宏观及策略研究债市周数据点评：央行下调 MLF 利率，短端利率下行空间仍存》 2020-04-21
- 3 《固定收益：货币利率小幅上行，耐心等待“牛平” - 宏观债券周报（2020.04.06-2020.04.12）》 2020-04-13
- 4 《固定收益：疫情过后，城投债空间几何？ - 固收深度报告》 2020-03-31
- 5 《固定收益：财政政策持续加码，利率债中短端更为安全 - 宏观债券周报（2020.03.23-2020.03.29）》 2020-03-31

投资要点

- **海外经济：美联储、欧央行维持低利率水平，美欧一季度 GDP 大幅下滑。** 美联储宣布将联邦基金利率的目标区间维持在 0%-0.25% 不变，符合市场预期；将超额准备金利率（IOER）维持在 0.1% 不变，而市场预期上调 5bp。美国 2020 年一季度 GDP 环比折年率为 -4.8%，不及预期 -4%，较前值 2.1% 大幅下滑，刷新 2009 年以来新低。欧洲央行维持主要再融资利率在 0% 不变，存款机制利率在 -0.5% 不变，边际借贷利率在 0.25% 不变。欧元区一季度 GDP 同比初值为 -3.3%，前值为 1%；欧元区一季度 GDP 季环比初值则为 -3.8%，前值为 0.1%。
- **国内经济：3 月工业企业利润降幅收窄，4 月 PMI 继续处于扩张区间。** 1-3 月全国规模以上工业企业实现利润总额 7814.5 亿元，同比下降 36.7%，降幅比 1-2 月收窄 1.6 个百分点。3 月规模以上工业企业实现利润总额 3706.6 亿元，同比下降 34.9%，降幅较 1-2 月收窄 3.4 个百分点。2020 年 4 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.8%，较上月回落 1.2 个百分点。
- **货币市场：央行暂停公开市场操作，货币利率大幅上行。** 上周央行暂停公开市场操作，未有逆回购到期。受月末及跨节因素影响，资金面明显收敛，DR001 较前一周大幅上行 94BP 收于 1.85%，DR001 一周均值 1.03%，较上周上行 13BP。DR007 收于 1.91%，较上周上行 36BP，一周均值上行 13BP 至 1.52%。
- **债券市场：二级市场：利率债收益率调整上行，期限利差小幅走阔。** 1 年期国债收于 1.15%，较前一周上行 2BP；10 年期国债收 2.54%，较前一周上行 3BP。1 年期与 10 年期国债期限利差小幅走阔至 139BP，较上周扩大 1BP。**信用债收益率小幅下行，等级利差小幅收窄，信用利差收窄。** **一级市场：利率债供给继续回落，信用债供给小幅下降。** 上周利率债总发行规模继续回落，为 1307.08 亿元，到期规模为 1106.57 亿元，净融资规模为 200.51 亿元。非金融信用债发行规模为 3600.93 亿元，到期规模为 1468.41 亿元，净融资规模为 2132.52 亿元。发行利率方面，上周信用债发行利率下行，重点 AAA 级平均下行 3BP、AAA 级平均下行 3BP、AA+ 级平均下行 4BP，AA 级平均下行 3BP、AA- 级平均下行 1BP。上周取消或推迟发行信用债债券有 30 只，计划发行 313.00 亿元。
- **债市利好因素仍在，长端利率下行空间犹存。** 短端方面，宽松的货币政策基调将延续，并可能出现边际放松，继续压低资金利率，带动短端收益率下行。长端方面，虽然 4 月 PMI 数据显示生产保持复苏态势，但国内需求恢复滞后于生产，同时外需走弱影响加速显现，经济难以出现“V 型”反弹，基本面尚未对债市造成较大压力。从政策面来看，当前货币政策宽松的方向未变，仍对债市形成支撑。虽然 5 月两会召开后将有一批利率债发行，长端利率或面临一定的上行压力，但货币政策将进一步宽松以配合宽财政的预期浓烈，从而部分抵消新债供给带来的不利影响，后续可关注两会期间政策的出台。

---

从期限利差来看，当前 Y10-Y1 国债利差维持在 139BP 附近，收益率曲线仍呈现陡峭化，在流动性持续宽松的前提下，短端利率仍将维持低位，或将带动长端利率下行。综合来看，短期内长端利率仍有下行动力，中期需防范基本面修复后利率的上行风险。

- **风险提示：疫情发展超预期，政策超预期，经济变化超预期。**

## 内容目录

<b>1 海外经济：美联储、欧央行维持低利率水平，美欧一季度 GDP 大幅下滑</b> .....	<b>4</b>
1.1 美国：美联储维持利率不变，美国一季度 GDP 大幅下滑.....	4
1.2 欧元区：欧央行维持三大关键利率不变，欧元区经济数据低迷.....	4
<b>2 国内经济：3 月工业企业利润降幅收窄，4 月 PMI 继续处于扩张区间</b> .....	<b>4</b>
2.1 3 月工业企业利润降幅收窄.....	4
2.2 4 月 PMI 有所回落.....	5
<b>3 市场回顾：货币利率大幅上行，利率债收益率曲线维持陡峭化</b> .....	<b>5</b>
3.1 货币市场：央行暂停公开市场操作，货币利率大幅上行.....	6
3.2 债券市场：利率债收益率调整上行，信用债收益率小幅下行.....	6
3.2.1 二级市场：利率债收益率调整上行，信用债收益率小幅下行.....	6
3.2.2 一级市场：利率债供给继续回落，信用债供给小幅下降.....	7
<b>4 债市利好因素仍在，长端利率下行空间犹存</b> .....	<b>9</b>
<b>5 风险提示：疫情发展超预期，政策超预期，经济变化超预期。</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图 1：工业企业利润同比增速.....	5
图 2：制造业、非制造业、综合 PMI.....	5
图 3：制造业 PMI 分项指标.....	5
图 4：存款类机构质押式回购加权利率.....	6
图 5：央行公开市场操作.....	6
图 6：上周国债收益率曲线变化.....	6
图 7：上周国开债收益率曲线变化.....	6
图 8：主要期限国债收益率变化.....	7
图 9：主要国开债收益率变化.....	7
图 10：企业债收益率曲线变化（AAA）.....	7
图 11：AA 级-AAA 级企业债等级利差.....	7
附图 12：企业债信用利差变化（5 年期）.....	11
附图 13：公司债信用利差变化（3 年期）.....	11
附图 14：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.....	8
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.....	18

## 1 海外经济：美联储、欧央行维持低利率水平，美欧一季度 GDP 大幅下滑

### 1.1 美国：美联储维持利率不变，美国一季度 GDP 大幅下滑

美联储宣布将联邦基金利率的目标区间维持在 0%-0.25% 不变，符合市场预期；将超额准备金利率（IOER）维持在 0.1% 不变，而市场预期上调 5bp。此次会议美联储对当前经济形势的判断更为悲观。美联储重申不急于提高利率，也不急于撤回支撑经济的措施，并暗示继续加强货币政策和财政政策的协同合作，以应对新冠肺炎带来的巨大冲击。预计美联储将较长时间维持基准利率不变，并维持一定规模的资产购买和公开市场操作。

美国 2020 年一季度 GDP 环比折年率为 -4.8%，不及预期 -4%，较前值 2.1% 大幅下滑，刷新 2009 年以来新低。美国 4 月制造业 PMI 为 41.5%，较前值 49.1% 大幅下降。

### 1.2 欧元区：欧央行维持三大关键利率不变，欧元区经济数据低迷

欧洲央行维持主要再融资利率在 0% 不变，存款机制利率在 -0.5% 不变，边际借贷利率在 0.25% 不变；今年将继续每月 200 亿欧元资产购买规模；确认 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模持续至 2020 年底。欧洲央行表示第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）的条件将继续放松，利率能够低于存款机制利率 50 个基点，即 -1%；欧洲央行还宣布为银行提供新的大规模再融资业务，针对银行的抗疫再融资操作。同时，欧洲央行强调，如有必要将持续扩大购债规模，今年将额外增加每月 200 亿欧元的资产购买规模。

欧元区一季度 GDP 同比初值为 -3.3%，前值为 1%；欧元区一季度 GDP 季环比初值则为 -3.8%，前值为 0.1%。欧元区 4 月调和 CPI 环比初值为 0.3%，前值为 0.5%；欧元区 4 月核心调和 CPI 同比初值为 0.9%，前值为 1%。失业率方面，欧元区 3 月失业率为 7.4%，前值为 7.3%。法国第一季度 GDP 萎缩 5.8%，为二战以来最差表现，预期萎缩 4%。德国 4 月季调后失业率为 5.8%，预期 5.2%，前值 5%。

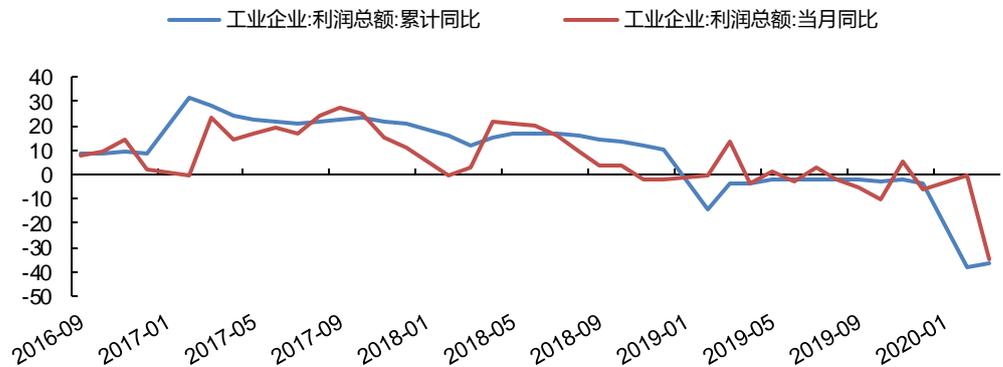
## 2 国内经济：3 月工业企业利润降幅收窄，4 月 PMI 继续处于扩张区间

### 2.1 3 月工业企业利润降幅收窄

1-3 月全国规模以上工业企业实现利润总额 7814.5 亿元，同比下降 36.7%，降幅比 1-2 月收窄 1.6 个百分点。3 月规模以上工业企业实现利润总额 3706.6 亿元，同比下降 34.9%，降幅较 1-2 月收窄 3.4 个百分点。虽然 3 月规模以上工业企业利润状况有所改善，但受市

场需求尚未完全恢复、企业产品库存上升较多、工业品价格持续回落、成本压力依然较大等多重因素影响，工业企业利润降幅仍然较大，盈利形势仍不容乐观。

图 1：工业企业利润同比增速



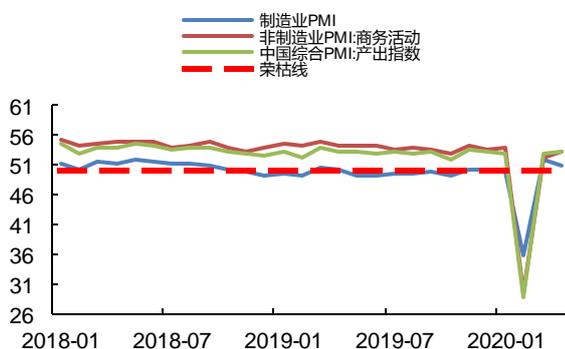
资料来源：Wind，财信证券

## 2.2 4 月 PMI 有所回落

2020 年 4 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.8%，较上月回落 1.2 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 53.2%，较上月上升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，较上月上升 0.4 个百分点。

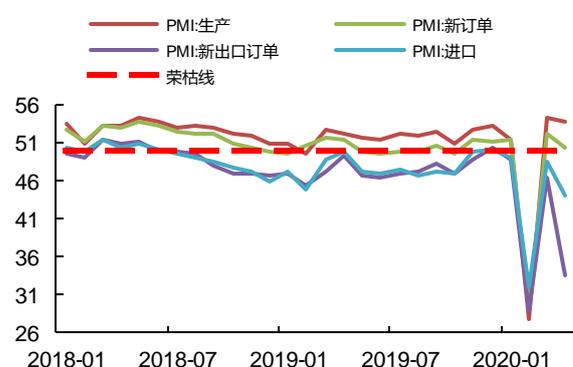
从供给来看，4 月生产指数为 53.7%，较上月和去年同期分别下降 0.4 和提高 1.6 个百分点，制造业生产继续改善，但扩张速度有所放缓。从需求来看，4 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 50.2%、33.5%、43.9%，分别比上月下降 1.8、12.9 和 4.5 个百分点。表明 4 月国内总需求处于弱复苏状态，而出口订单取消或减少是总需求不足的主要拖累。

图 2：制造业、非制造业、综合 PMI



资料来源：Wind，财信证券

图 3：制造业 PMI 分项指标



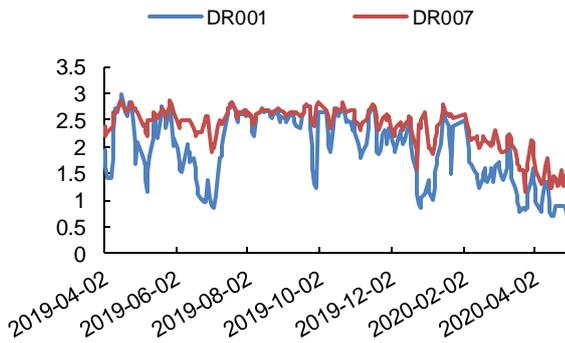
资料来源：Wind，财信证券

## 3 市场回顾：货币利率大幅上行，利率债收益率曲线维持陡峭化

### 3.1 货币市场：央行暂停公开市场操作，货币利率大幅上行

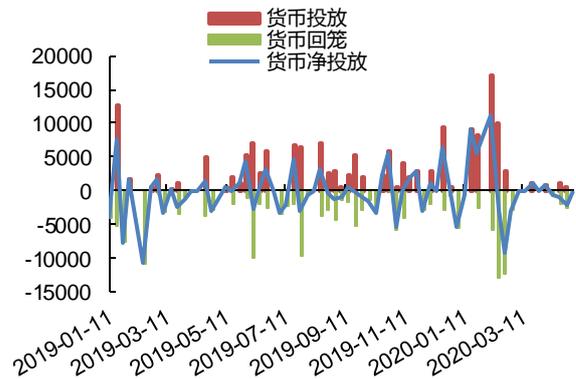
上周央行暂停公开市场操作，未有逆回购到期。受月末及跨节因素影响，资金面明显收敛，DR001 较前一周大幅上行 94BP 收于 1.85%，DR001 一周均值 1.03%，较上周上行 13BP。DR007 收于 1.91%，较上周上行 36BP，一周均值上行 13BP 至 1.52%。

图 4：存款类机构质押式回购加权利率



资料来源：Wind，财信证券

图 5：央行公开市场操作



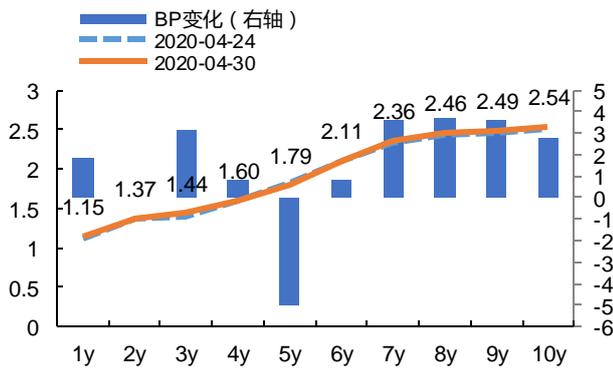
资料来源：Wind，财信证券

### 3.2 债券市场：利率债收益率调整上行，信用债收益率小幅下行

#### 3.2.1 二级市场：利率债收益率调整上行，信用债收益率小幅下行

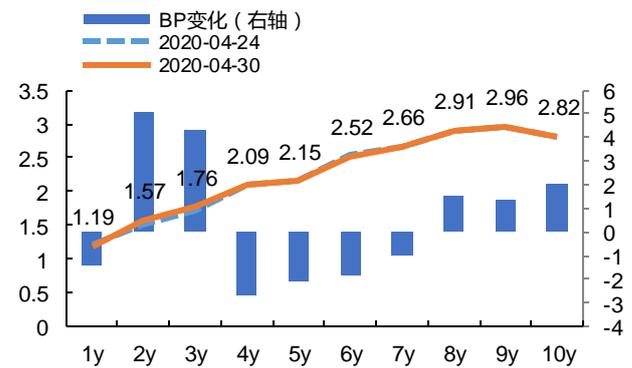
利率债收益率调整上行，期限利差小幅走阔。1 年期国债收于 1.15%，较前一周上行 2BP；10 年期国债收 2.54%，较前一周上行 3BP。1 年期国开债收于 1.19%，较前一周降 1BP；10 年期国开债收于 2.82%，较前一周上行 2BP。1 年期与 10 年期国债期限利差小幅走阔至 139BP，较上周扩大 1BP。

图 6：上周国债收益率曲线变化



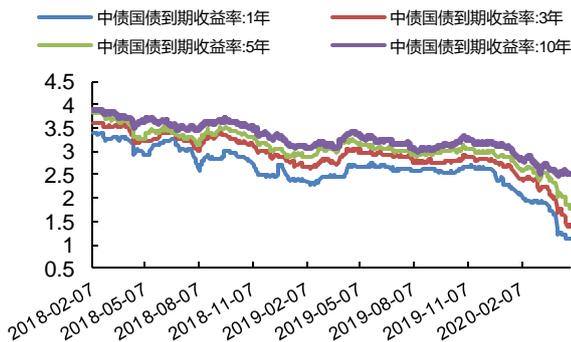
资料来源：Wind，财信证券

图 7：上周国开债收益率曲线变化



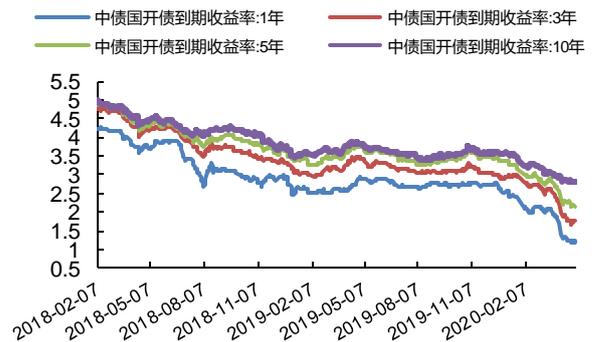
资料来源：Wind，财信证券

图 8：主要期限国债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

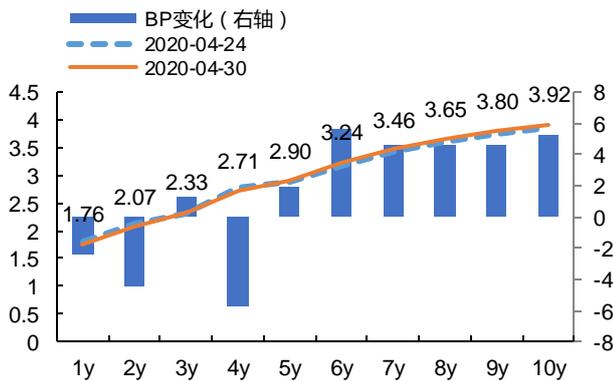
图 9：主要国开债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

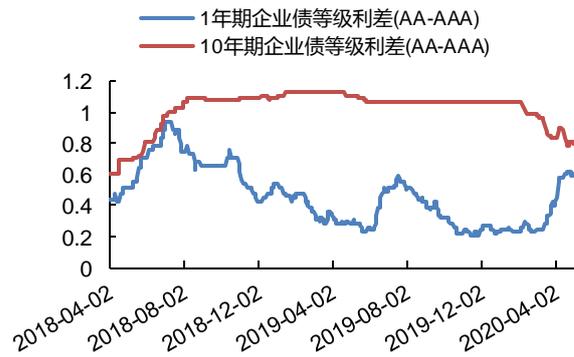
信用债收益率小幅下行，等级利差小幅收窄，信用利差收窄。上周信用债收益率整体小幅下行。AAA 级企业债收益率平均降 2BP，AA 级企业债收益率平均降 1BP，AAA 级城投债收益率平均降 2BP。等级利差方面，一年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较上周收窄 1BP 至 61BP，十年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差回落 2BP 至 79BP。信用利差方面，产业债信用利差平均较上周减小 4BP，城投债信用利差平均较上周减小 5BP。

图 10：企业债收益率曲线变化（AAA）



资料来源：Wind，财信证券

图 11：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：利率债供给继续回落，信用债供给小幅下降

利率债供给继续回落。上周利率债总发行规模继续回落，为 1307.08 亿元，到期规模为 1106.57 亿元，净融资规模为 200.51 亿元。上周无国债新发行，有 1082.00 亿元到期。地方政府债上周发行 477.98 亿元，较前一周明显减少，到期规模为 24.57 亿元，净融资规模为 453.41 亿元。政策性金融债发行规模为 829.10 亿元，较上周小幅下降，上周无政金债到期，净融资规模为 829.10 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：	0.00	0	1082.00	-1082.00
记账式国债	0.00	0	1082.00	-1082.00
地方政府债：	477.98	27	24.57	453.41
一般债券	274.82	4	24.57	250.25
专项债券	203.16	23	0.00	203.16
政策性金融债	829.10	12	0.00	829.10
合计	1307.08	39	1106.57	200.51

资料来源：Wind，财信证券

**信用债供给小幅下降。**根据 Wind 统计，上周非金融信用债发行规模为 3600.93 亿元，到期规模为 1468.41 亿元，净融资规模为 2132.52 亿元。其中短期融资券和公司债发行规模居前。具体来看，企业债发行规模为 164.70 亿元，到期规模为 140.04 亿元，净融资规模为 24.66 亿元；公司债发行规模为 1153.13 元，到期规模为 213.07 亿元，净融资规模为 940.06 亿元；中期票据发行规模 830.50 亿元，到期规模为 333.30 亿元，净融资规模为 497.20 亿元；短期融资券总发行量为 1225.50 亿元，到期规模为 668.50 亿元，净融资规模为 557.00 亿元；PPN 发行规模为 227.10 亿元，到期规模为 113.50 亿元，净融资规模为 113.60 亿元。

**表 2：上周主要信用债发行与到期**

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)
企业债	164.70	16	140.04	24.66
公司债	1153.13	116	213.07	940.06
中期票据	830.50	65	333.30	497.20
短期融资券	1225.50	128	668.50	557.00
PPN	227.10	30	113.50	113.60
合计	3600.93	355	1468.41	2132.52

资料来源：Wind，财信证券

发行利率方面，从交易商协会的非金融企业债务融资工具估值来看，上周信用债发行利率下行，重点 AAA 级平均下行 3BP、AAA 级平均下行 3BP、AA+级平均下行 4BP，AA 级平均下行 3BP、AA-级平均下行 1BP。3 年期、5 年期与 7 年期重点 AAA 级、AAA 级、AA+级，以及 3 年期 AA-级发行利率均创新历史新低。

**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\\_5400](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5400)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>