

点评报告

海外疫情爆发，长端利率下行空间仍存

宏观债券周报（2020.03.09-2020.03.15）

2020年03月16日

中债综指-上证指数走势图



袁闯

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

孙杨斌

sunyb@cfzq.com

分析师

0731-84779536

研究助理

0731-84403490

相关报告

- 1 《固定收益：全球债市升温，长端利率下行空间仍存-宏观债券周报（2020.02.29-2020.03.6）》 2020-03-09
- 2 《固定收益：疫情“黑天鹅”显现，长端利率下行空间仍存-宏观债券月报（2020.02.1-2020.02.29）》 2020-03-02
- 3 《固定收益：货币利率维持低位，长端利率或将加速下行-宏观债券周报（2020.02.17-2020.02.23）》 2020-02-24
- 4 《固定收益：货币利率继续下行，长端利率下行空间仍存-宏观债券周报（2020.02.10-2020.02.16）》 2020-02-17
- 5 《固定收益：疫情冲击逐步显现，长端利率下行空间仍存-宏观债券周报（2020.02.03-2020.02.09）》 2020-02-11

投资要点

- **海外市场：美联储紧急投放流动性，约翰逊政府宣布“群体免疫”计划。**美联储紧急投放流动性。上周四、周五，美联储连续两天紧急向市场投放合计1.5万亿美元。上周四进行5000亿美元3个月期回购操作，上周五进行1次5000亿美元3个月期回购操作和1次5000亿美元的1个月回购操作。欧央行增加资产购买。上周四，欧央行宣布维持三大关键利率不变，但加大量化宽松和流动性工具，年底前将增加1200亿欧元的临时净资产购买额度。约翰逊政府宣布“群体免疫”计划，计划让约4000万英国人接触新冠病毒，以便达到60%人群感染，目的是在全国实现“群体免疫”效果。
- **国内经济：疫情冲击通胀加速分化，2月社融增量创3年单月新低。**2020年2月份全国居民消费价格指数（CPI）环比增长0.8%，较上月下降0.6个百分点，同比上涨5.2%，涨幅较上月收窄0.2个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.5%，较上月降低0.5个百分点，同比下降0.4%，较上月降低0.5个百分点。2月份国内社会融资规模增量为85541亿元，同比减少1111亿元。其中，政府债券、表外未贴现银行承兑汇票同比减少2523、858亿元，是本月社融同比减少的主要拖累项；受去年同期低基数影响，企业债券净融资同比增加2985亿元。
- **货币市场：央行定向降准，货币利率维持低位。**上周央行暂停公开市场操作，未有逆回购到期。但是在周五宣布自3月16日起，实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，释放长期资金4000亿元；除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，释放长期资金1500亿元，共释放5500亿元。DR001收于1.41%，较前一周上行4BP，均值上行24BP至1.75%。DR007收2.06%，较前一周上行2BP，均值上行19BP至2.12%。
- **债券市场：二级市场：利率债长端收益率小幅调整，**十年期国债收益率先后上后上。1年期国债收于1.92%，较前一周上行1BP；10年期国债收于2.68%，较前一周上行5BP。1年期国债开债收于2.09%，较前一周上行4BP；10年期国债开债收于3.06%，较前一周下行8BP。1年期与10年期国债期限利差76BP，较上周走阔4BP。**信用债收益率上行，信用利差缩窄。****一级市场：利率债供给减少、信用债供给回升，**上周利率债总发行规模为2546.50亿元，到期规模为962.90亿元，净融资规模为1583.60亿元。非金融信用债发行规模为4083.29亿元，到期规模为1326.07亿元，净融资规模为2757.22亿元。**发行利率方面，**上周信用债发行利率大幅上行，低评级上行幅度更大。其中，5年期AA-级发行利率上行达13BP。
- **债券市场长端利率下行空间仍存。**目前，债市乃至整个宏观经济存在两条明线和一条暗线，明线即新冠疫情的发展与石油价格的走势。从疫情来看，虽然国内疫情接近平息，但海外疫情发展逐步分化，瑞典和英国采取消极防疫

措施，或使疫情呈长期抗争趋势，同时我国疫情境外输入风险也在增加。在疫情发展尚不明朗之际，全球经济持续被阴影笼罩，虽然国内复工复产进度加快，但疫情对于一季度经济已经造成确定性的冲击，而随着海外疫情的爆发也将影响我国未来的进出口增速，虽然国内资本市场和经济彰显韧性，但在方向上难以独善其身。从石油价格来看，上周的原油风波放大了市场的波动，在 OPEC+会议谈判破裂后，国际油价低于沙特和俄罗斯的财政平衡位置，虽然长期来看无法持续，但是两国此前累计的可用外汇储备，可以支撑以年度为单位的低油价运行。但低油价的直接恶果是冲击了脆弱的美国金融市场：石油美元回流造成美元资产的抛售，而美国市场充斥着的大量被动基金和 ETF 加速了这一进程，同时，低油价将会恶化小型能源企业的融资环境，增加存在向企业债市场传染的可能。油价的影响传导至国内，使得美元回流，短期造成流动性压力。而暗线即市场无法形成预期，上周四和周五，美联储额外释放合计 1.5 万亿美元的“长期”回购额度（周四的 3 个月回购 5000 亿，周五的 3 个月和 1 个月期各 5000 亿）。然而，最终一级交易商认购额度不足 10%，同时回购利率保持平稳。美国货币市场即使有流动性分层问题，至少短期内仍运行平稳，这表明其实市场并不是简单“没钱”，而是在前述两条明线的基础上，对未来不确定性无法形成有效预期，导致不知道“怎么买”。而在此逻辑之下，我国债市仍然具有吸引力，在海外全面的降息潮，负利率盛行的背景下，我国央行市场维持定力，稳定有序的实行定向宽松，货币政策和财政政策仍有空间，外资抛债换取流动性的持续时间可能比较短暂。

- **风险提示：新型肺炎疫情发展存在不可预测性，其对经济 and 政策的扰动存在不确定性。**

内容目录

1 海外市场：美联储紧急投放流动性，约翰逊政府宣布“群体免疫”计划	4
1.1 美联储紧急投放流动性，特朗普宣布“国家紧急状态”	4
1.2 欧央行增加资产购买，约翰逊政府宣布“群体免疫”计划	4
2 国内经济：疫情冲击通胀加速分化，2月社融增量创3年单月新低	4
2.1 通胀指数加速分化：CPI继续上涨，PPI再次负增长	4
2.2 疫情影响加速显现，2月社融增量创3年单月新低	5
3 市场回顾：央行定向降准，利率债收益率大幅下行	6
3.1 央行定向降准，货币利率维持低位	6
3.2 债券市场：利率债收益率小幅上行，信用利差小幅缩窄	7
3.2.1 二级市场：利率债收益率小幅上行，信用债信用利差小幅缩窄	7
3.2.2 一级市场：利率债供给减少、信用债供给增加	8
4 债券市场长端利率下行仍有空间	9
5 风险提示：新型肺炎疫情发展存在不可预测性，其对经济 and 政策的扰动存在不确定性。	10

图表目录

图 1：CPI 同比及其成分同比	5
图 2：PPI 同比及环比	5
图 3：社会融资当月增量（单位：亿元）	6
图 4：M1 同比大幅反弹	6
图 5：存款类机构质押式回购加权利率	6
图 6：央行公开市场操作	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）	8
图 12：AA 级-AAA 级企业债等级利差	8
附图 1：企业债信用利差变化（5 年期）	11
附图 2：公司债信用利差变化（3 年期）	11
附图 3：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	9
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 1：公司债券发行情况	12
附表 2：企业债券发行情况	18

1 海外市场：美联储紧急投放流动性，约翰逊政府宣布“群体免疫”计划

1.1 美联储紧急投放流动性，特朗普宣布“国家紧急状态”

美联储紧急投放流动性。上周四、周五，美联储连续两天紧急向市场投放合计 1.5 万亿美元。上周四进行 5000 亿美元 3 个月期回购操作，上周五进行 1 次 5000 亿美元 3 个月期回购操作和 1 次 5000 亿美元的 1 个月回购操作。

特朗普宣布“国家紧急状态”。上周五，美国总统特朗普宣布进入“国家紧急状态”，以全力抗击新冠肺炎疫情，联邦政府将释放 500 亿美元资金帮助各州和地方政府应对疫情。

1.2 欧央行增加资产购买，约翰逊政府宣布“群体免疫”计划

欧央行增加资产购买。上周四，欧央行宣布维持三大关键利率不变，但加大量化宽松和流动性工具，年底前将增加 1200 亿欧元的临时净资产购买额度。同时，欧洲央行将允许银行资本充足率降低以应对疫情影响。

约翰逊政府宣布“群体免疫”计划。英国《镜报》3 月 14 日报道，此前，英国政府首席科学顾问帕特里克·瓦伦斯称英国计划让约 4000 万英国人接触新冠病毒，以便达到 60% 人群感染，目的是在全国实现“群体免疫”效果。英国政府采取的消极防疫态度引起了各方抨击，也使得疫情在海外的扩散与发展程度更加难以估量。

2 国内经济：疫情冲击通胀加速分化，2 月社融增量创 3 年单月新低

2.1 通胀指数加速分化：CPI 继续上涨，PPI 再次负增长

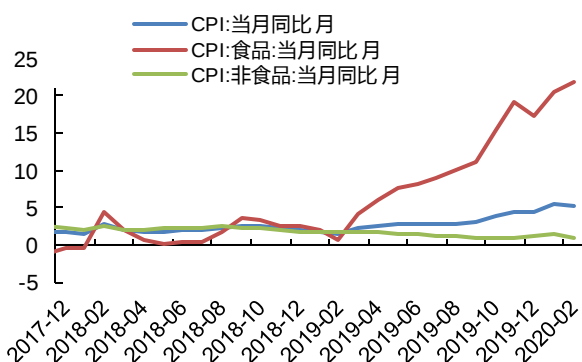
2020 年 2 月份全国居民消费价格指数（CPI）环比增长 0.8%，较上月下降 0.6 个百分点，同比上涨 5.2%，涨幅较上月收窄 0.2 个百分点；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 0.5%，较上月降低 0.5 个百分点，同比下降 0.4%，较上月降低 0.5 个百分点。

2 月食品价格同比持续上涨，同比上涨 21.9%，较上月提高 1.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 4.45 个百分点。具体看，疫情使生猪补栏周期被动延长，猪肉价格同比较上月提高 19.2 个百分点至 135.2%，连续 12 个月同比上涨；鲜菜价格上涨 10.9%，较上月下降 6.2 个百分点；鲜果价格下降 5.6%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，连续 5 个月同比为负。春节过后食品价格不降反升，主因在于疫情使食品供需两端同时收缩，出现暂时性失衡。如受交通物流、人员管制等限制食品供给端持续偏紧，而食品需求端相对刚性，且居家

囤购会增加短期需求，食品供需缺口有所扩大。

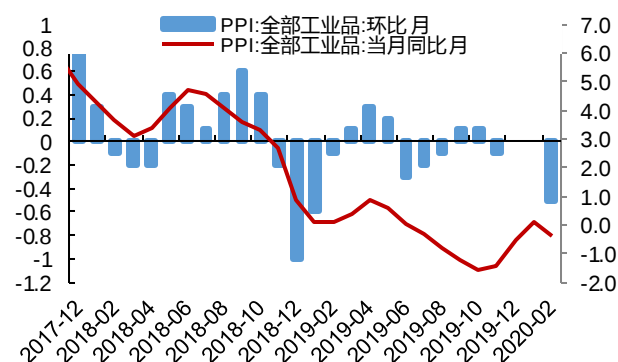
受原油价格下跌和疫情影响，非食品同比下降较多。2月非食品价格同比上涨0.9%，较上月下降0.7个百分点，影响CPI上涨约0.72个百分点。其中，医疗保健类、交通和通信、教育文化和娱乐类、居住类价格分别上涨2.2%、-1.6%、1.0%、0.3%，分别较上月下降0.1%、2.5%、1.2%和0.2%。受疫情防控影响，非食品端各项价格均有所下降，其中交通和通信、教育文化和娱乐类受到的负面冲击最大。另外，1月份以来国际油价持续下跌亦加剧了交通和通信项的下行压力。

图 1：CPI 同比及其成分同比



资料来源：Wind，财信证券

图 2：PPI 同比及环比



资料来源：Wind，财信证券

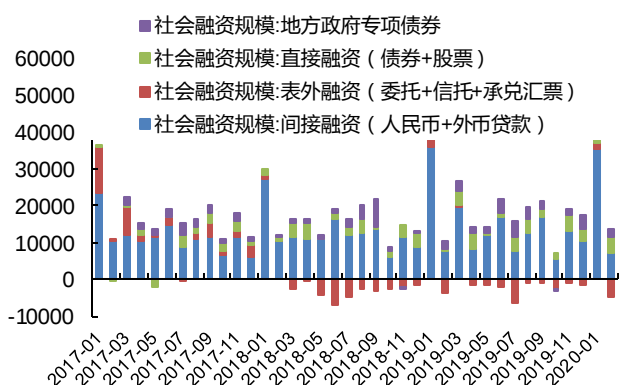
2月份，工业生产者出厂价格同比下降0.4%，较上月回落0.5个百分点，再次由正转负。其中，生产资料同比下降1.0%，降幅较上月扩大0.6个百分点，其波动与PPI基本一致，是导致PPI变化的主要原因；生活资料上涨1.4%，较上月提高0.1%。受疫情影响，企业停工停产和复工延迟，工业需求减弱，是PPI回落的原因之一。

2.2 疫情影响加速显现，2月社融增量创3年单月新低

2月份国内社会融资规模增量为85541亿元，同比减少1111亿元。其中，政府债券、表外未贴现银行承兑汇票同比减少2523、858亿元，是本月社融同比减少的主要拖累项；受去年同期低基数影响，企业债券净融资同比增加2985亿元。在新冠肺炎疫情的冲击下，2月份国内生产活动按下“暂停键”，重要逆周期调节工具政府债券发行也受到较大影响，实体融资较上月明显收缩，但去年同期为春节假期，基数较低，表现为本月社融同比微降。

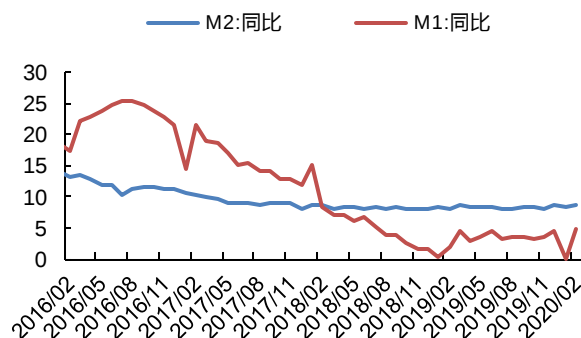
结构上来看，2月人民币贷款全靠企业短贷，居民贷款的拖累还在增加。2月份，金融机构新增人民币贷款中，非金融性公司短贷同比多增5069亿元，是本月人民币贷款最重要的支撑因素；居民短期、中长期贷款分别同比减少1572、1855亿元，对信贷的拖累进一步扩大，且从绝对值来看，两者分别为-4504和371亿元，均创下2013年以来的单月新低；另外，本月其他部门贷款、票据融资、非金融性公司中长贷亦分别同比减少1140、1061、970亿元。

图 3：社会融资当月增量（单位：亿元）



资料来源：Wind，财信证券

图 4：M1 同比大幅反弹



资料来源：Wind，财信证券

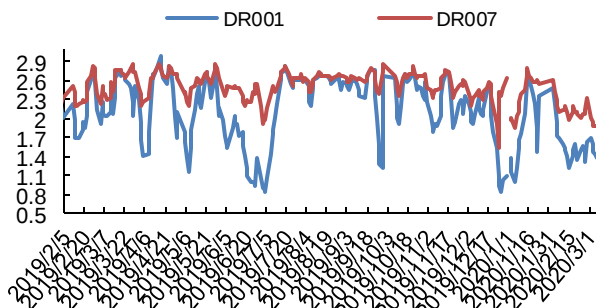
2 月份 M2 增速较上月增加 0.4 个百分点至 8.8%，创两年新高，主要原因是：一是财政存款环比减少 3794 亿元至 208 亿元，利于 M2 增速提高；二是疫情冲击下央行加大基础货币投放，如 2 月央行宣布增加 3000 亿专项再贷款紧急投向疫情防控相关企业，后再又增加 5000 亿再贷款和再贴现额度，随着央行资产负债表有所扩张，其他存款性公司总资产增速或低位有所回升。

3 市场回顾：央行定向降准，利率债收益率大幅下行

3.1 央行定向降准，货币利率维持低位

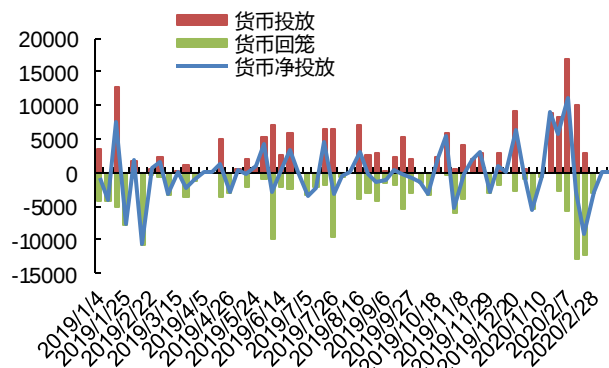
上周央行暂停公开市场操作，未有逆回购到期。但是在周五宣布自 3 月 16 日起，实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，释放长期资金 4000 亿元；在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，释放长期资金 1500 亿元，共释放 5500 亿元。DR001 收于 1.41%，较前一周上行 4BP，均值上行 24BP 至 1.75%。DR007 收 2.06%，较前一周上行 2BP，均值上行 19BP 至 2.12%。

图 5：存款类机构质押式回购加权利率



资料来源：Wind，财信证券

图 6：央行公开市场操作



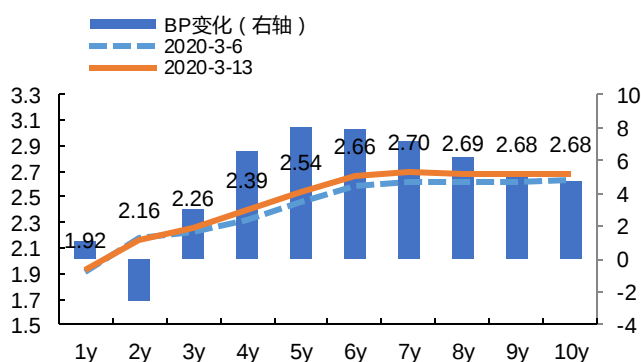
资料来源：Wind，财信证券

3.2 债券市场：利率债收益率小幅上行，信用利差小幅缩窄

3.2.1 二级市场：利率债收益率小幅上行，信用债信用利差小幅缩窄

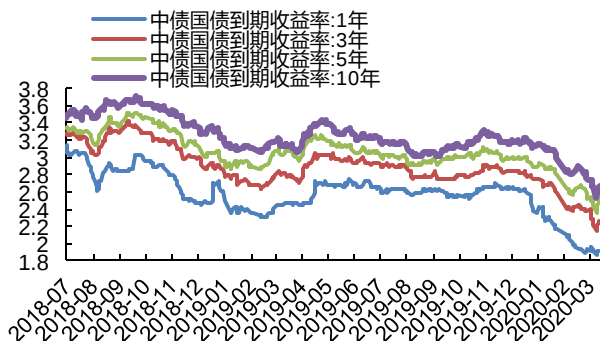
利率债长端收益率小幅调整，十年期国债收益率先下后上。1年期国债收于 1.92%，较前一周上行 1BP；10年期国债收于 2.68%，较前一周上行 5BP。1年期国开债收于 2.09%，较前一周上行 4BP；10年期国开债收于 3.06%，较前一周下行 8BP。1年期与 10年期国债期限利差 76BP，较上周走阔 4BP。

图 7：上周国债收益率曲线变化



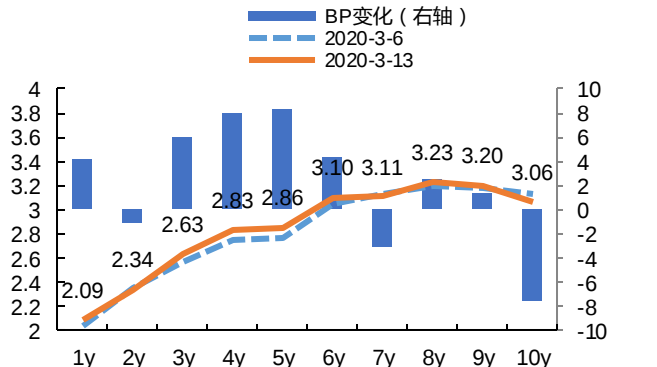
资料来源：Wind，财信证券

图 9：主要期限国债收益率变化



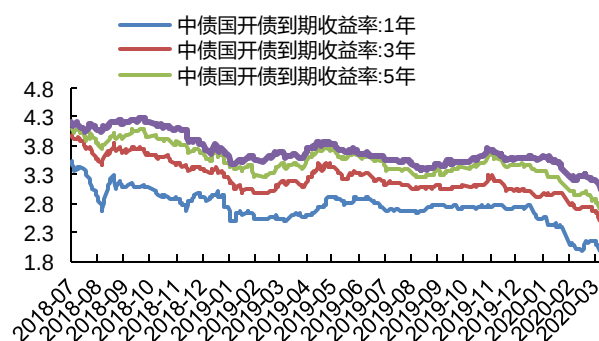
资料来源：Wind，财信证券

图 8：上周国开债收益率曲线变化



资料来源：Wind，财信证券

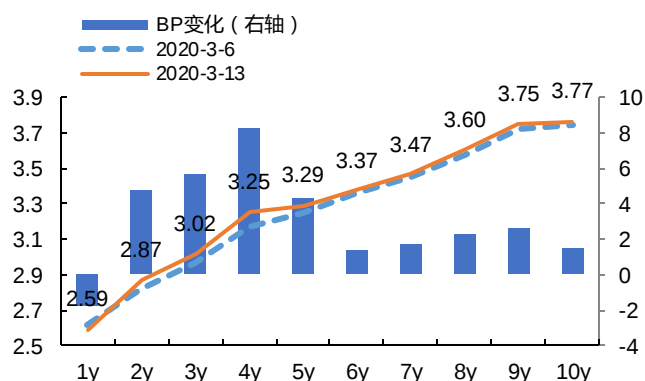
图 10：主要国开债收益率变化



资料来源：Wind，财信证券

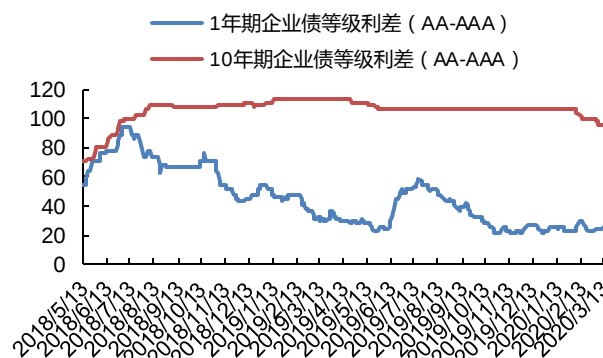
信用债收益率跟随利率债回调，信用利差逼近历史低位，长端等级利差缩窄。上周信用债市场收益率先下后上，全周看整体上行，AAA 级企业债收益率平均上行 2BP，AA 级企业债收益率平均上行 1BP，城投债收益率平均上行 7BP。信用利差仍然维持历史低位，其中产业债信用利差平均缩窄 2BP，城投债信用利差平均缩窄 1BP。一年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利差较上周走阔 1BP 至 24BP，十年期 AAA 级与 AA 级企业债等级利较上周缩窄 1BP 至 95BP。

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：利率债供给减少、信用债供给增加

利率债供给减少。上周利率债总发行规模为 2546.50 亿元，到期规模为 962.90 亿元，净融资规模为 1583.60 亿元。其中记账式国债发行规模为 1380.00 亿元，到期规模为 251.20 亿元，净融资规模为 1128.80 亿元。政策性金融债发行规模为 1024.70 亿元，到期规模为 520.00 亿元，净融资规模为 504.70 亿元。地方政府债发行回落，上周仅发行 141.80 亿元，到期规模为 41.70 亿元，净融资规模为 100.10 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：	1380.00	4	251.20	1128.80
记账式国债	1380.00	4	251.20	1128.80
地方政府债：	141.80	4	41.70	100.10
一般债券	141.80	4	41.70	100.10
专项债券	0	0	0	0
政策性金融债	1024.70	17	520.00	504.70
合计	2546.50	25	962.90	1583.60

资料来源：Wind，财信证券

信用债供给增加。根据 Wind 统计，上周非金融信用债发行规模为 4083.29 亿元，到期规模为 1326.07 亿元，净融资规模为 2757.22 亿元。其中短期融资券发行规模最多，为

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_6451

