太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

降准落地之后收益率或开始调整

利率债周报 2019 年第 33 期（2019.12.23-2019.12.29）

《利率债周报 2018 年第 19 期（2018.7.23-7.29）》--2018/07/29
《利率债周报 2019 年第 32 期（2019.12.16-2019.12.22）》--2019/12/23
《利率债周报 2018 年第 17 期（2018.7.9-7.15）》--2018/07/15

证券分析师：张河生
电话：021-58502206
E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

国债期货：本周大幅上涨，周五止步六连阳

上周国债期货大幅上涨，其中 10 年期国债期货活跃合约较上周上涨 0.3%。在上周央行大幅度净投放的背景下，银行间资金面宽裕是债市大涨的根本原因。但在周五，国债期货止步六连阳的势头，主要是因为 SHIBOR 触底反弹和 27 号公布的叠加工业利润回暖所造成，27 号国债期货全线收跌，10 年期国债期货合约下跌 0.09%。

二级市场：利率债和信用债均全线收跌

现券方面，国债及国开债各期限品种全线收跌，上周央行的大幅度净投放在这周开始发力，资金面的宽裕使机构买盘力量大幅度涌入，刺激了现券收益率大幅度下降。信用债各期限品种收益率也均有下跌，短期限品种下跌显著，长期限品种收益率小幅下跌。3 年期品种各评级信用债信用利差大部分有所上升。

一级市场：净融资额大幅下降，本周无地方政府债发行

本周新发行利率债 6 只，净融资额为 200.4 亿元，相比上周净融资规模大幅度缩减。本周发行国债 1 只，政策性银行债 5 只，没有发行地方性政府债，合计总发行量 402 亿元。利率债一级市场发行规模较上周也明显缩减，净融资额也大幅下降。相比上周，这周利率债减少 9 只，本周仅有 2 只到期。

资金面：银行间流动性有所收紧，央行本周小幅净回笼

本周银行间市场流动性有所收紧，利率触底反弹，R007 为 2.924%，相比上周大幅度上升了 50.55BP。DR007 收于 2.49%，R007 与 DR007 两者利差扩大为 43.06BP。在上周央行为了应对年底资金面紧张而进行大幅度净投放后，本周央行小幅度净回笼，累计净回笼 360 亿元，银行间资金面依旧较为宽裕。

后市展望：降准落地之后收益率或开始调整

1 月份流动性由当前超预期宽松边际转紧以及定开债基配置需求接近尾声，利多的两个因素将不存在而利率债偏空的逻辑依然存在：经济一个季度范围内持续企稳、通胀高位运行、贸易摩擦缓和等。因此，我们判断降准落地之后利率债收益率可能向上调整。

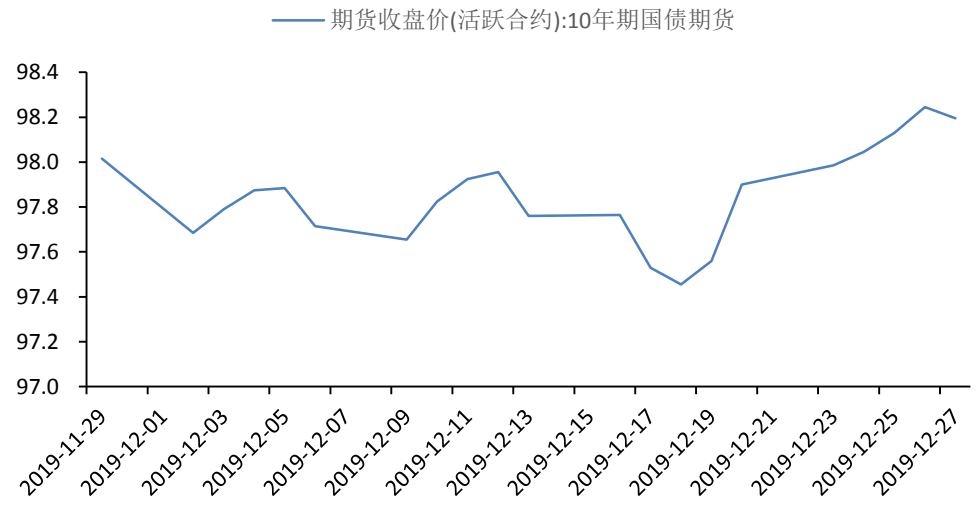
风险提示：经济数据有望企稳，明年一月份专项债开始发放。

一、 国债期货本周上涨，周五止步六连阳

本周国债期货先涨后跌，一周下来有较大幅度上涨，其中 5 年期国债期货活跃合约较上周上涨 0.2%，10 年期国债期货活跃合约较上周上涨 0.3%。

在上周央行大幅度净投放的背景下，银行间资金面宽裕是债市大涨的根本原因。但在周五，国债期货止步六连阳的势头，主要是因为 SHIBOR 触底反弹和 27 号公布的叠加工业利润回暖所造成，27 号国债期货全线收跌，10 年期国债期货合约下跌 0.09%。

图表 1：国债期货走势



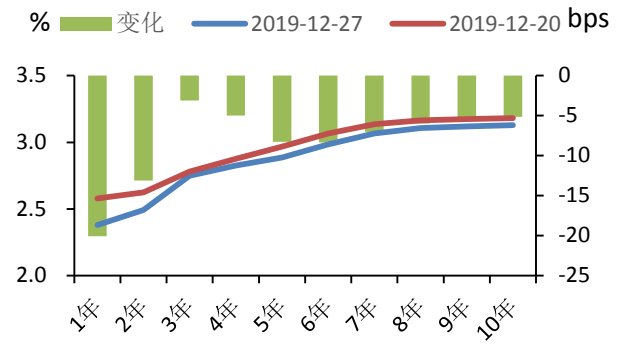
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、 二级市场：利率债和信用债全线收跌

（一）利率债各期限收益率均有所下跌

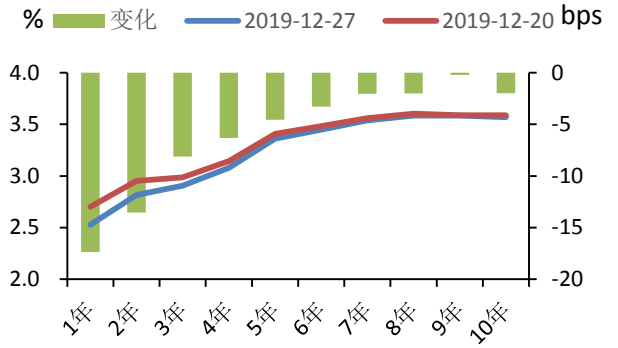
现券方面，国债及国开债各期限品种均下跌。上周央行的大幅度净投放在这周开始发力，资金面的宽裕使机构买盘力量大幅度涌入，刺激了现券收益率大幅度下降。

图表 2：国债收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：国开债收益率曲线变化

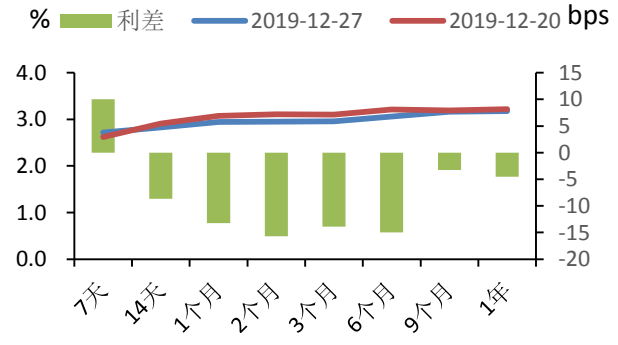


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）信用债：短期收益率有所上涨，信用利差整体上升

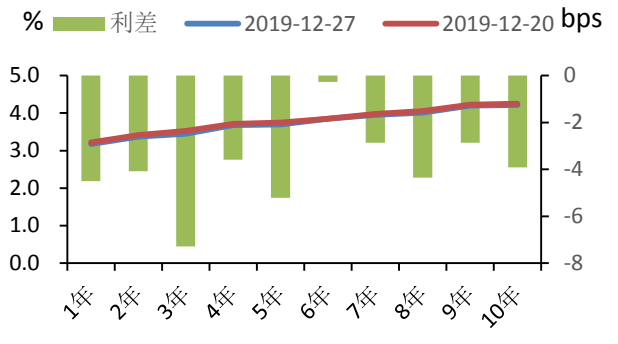
信用债短期限收益率除 7 天期限品种以外均有较大程度下跌，长期限收益率均下跌。短期融资券中 7 天期限品种收益率上涨 10BP，其他期限品种波幅较宽，两个月期限品种跌幅最大，较于上周下跌 15.71BP。中期票据全线下跌，三年期限品种跌幅最为明显，较上周下跌 7.29BP。

图表 4：AAA 级短期融资券收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：AAA 级中期票据收益率曲线变化

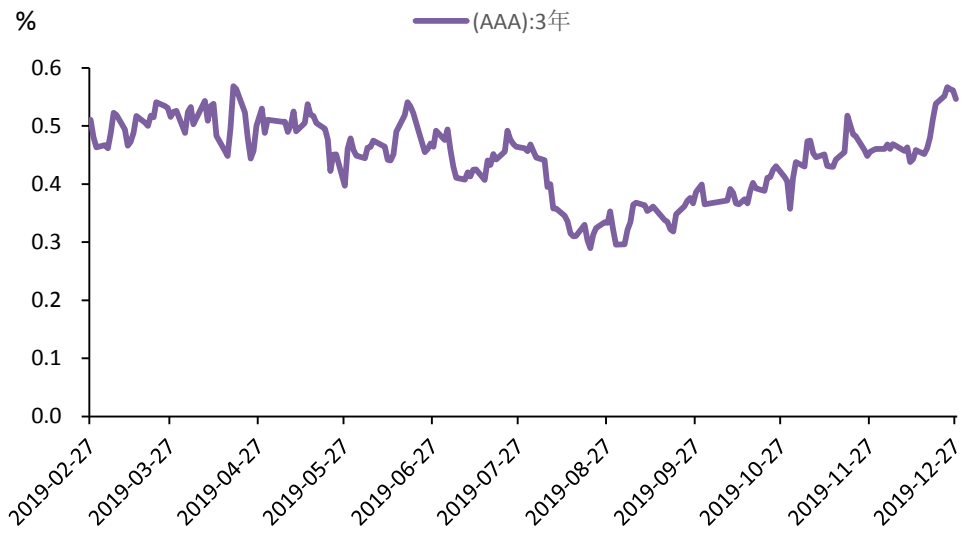


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3 年期品种各评级信用债信用利差大部分有所上涨，除了 AAA-和 AA+品种均下跌 0.16BP 外，其余 3 年期中期票据与 3 年期国开债利差均有

所上涨，AAA+级和 AAA 级 3 年期中期票据与 3 年期国开债利差分别上升 1.75BP 和 0.84BP，其余评级均上升 3.84BP。

图表 6：3 年期 AAA 银行间中票信用利差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、一级市场：净融资额大幅下降，本周无地方政府债发行

（一）利率债供给：净融资额大幅下降

本周新发行利率债 6 只，2 只债券到期；总发行量 402 亿元，净融资额为 200.4 亿元，发行规模较上周大幅度下降，净融资规模也因此大幅下降。

图表 7：债券发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量(亿元)	发行只数	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	到期偿还量(亿元)	到期只数
2019-12-23	2019-12-29	402.00	6	201.60	200.40	201.60	2
2019-12-16	2019-12-22	1,892.16	15	100.00	1,792.16	100.00	1
2019-12-09	2019-12-15	1,873.50	13	323.72	1,549.78	323.72	5
2019-12-02	2019-12-08	1,911.91	20	717.29	1,194.62	717.29	10
2019-11-25	2019-12-01	1,259.50	19	171.50	1,088.00	171.50	6
2019-11-18	2019-11-24	1,649.81	19	1,870.92	-221.11	1,870.92	15
2019-11-11	2019-11-17	2,039.90	21	1,262.68	777.22	1,262.68	13
2019-11-04	2019-11-10	2,584.18	32	1,402.95	1,181.23	1,402.95	17
2019-10-28	2019-11-03	1,146.61	19	847.99	298.63	847.99	5
2019-10-21	2019-10-27	2,474.24	31	1,119.30	1,354.94	1,119.30	8
2019-10-14	2019-10-20	2,006.94	20	1,521.19	485.75	1,521.19	14

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）利率债招投标结果：发行规模大幅度下滑

本周发行国债 1 只，政策性银行债 5 只，合计发行量为 402 亿元；本周无地方政府债券发行

本周利率债一级市场发行规模较上周有大幅减少，净融资额也因此大幅缩减。

图表 8：利率债发行结果

名称	发行日期	期限(年)	实际发行总额(万元)	最终票面利率(%)
19 贴现国债 56	2019-12-27	0.25	1,510,000.0000	
15 进出 06(增 8)	2019-12-27	5.00	410,000.0000	4.1000
15 进出 08(增 15)	2019-12-27	10.00	700,000.0000	4.2900
19 进出 07(增 5)	2019-12-27	1.00	500,000.0000	2.5600
19 进出 08(增 7)	2019-12-27	3.00	500,000.0000	3.2300
19 进出 10(增 29)	2019-12-27	10.00	400,000.0000	3.8600

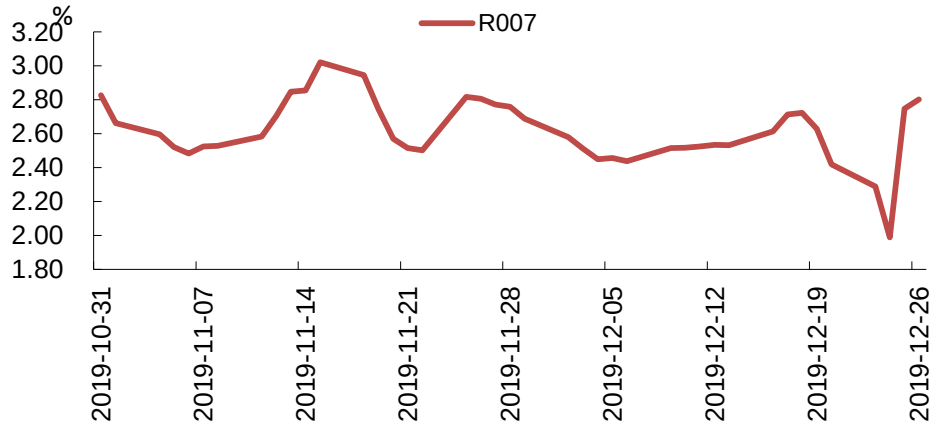
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、资金面：银行间流动性有所收紧，央行小幅净回笼

（一）银行间市场流动性有所收紧

本周银行间市场流动性有所收紧，利率触底反弹，R007 为 2.924%，相比上周大幅度上升了 50.55BP。

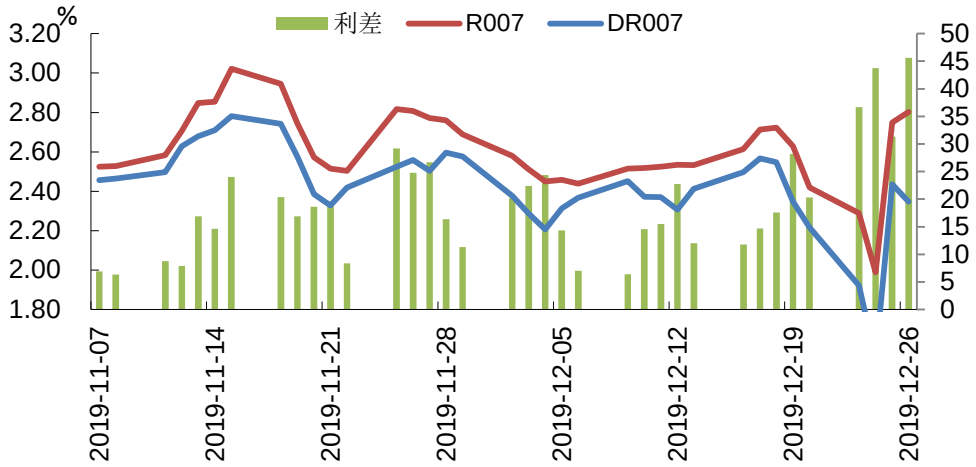
图表 9：银行间质押回购利率 R007 变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

DR007 变化幅度略小于 R007，周五收于 2.49%，较上周下降了 27.8BP。R007 与 DR007 两者利差扩大，周五两者利差为 43.06BP。

图表 10：银行间质押回购利率变化

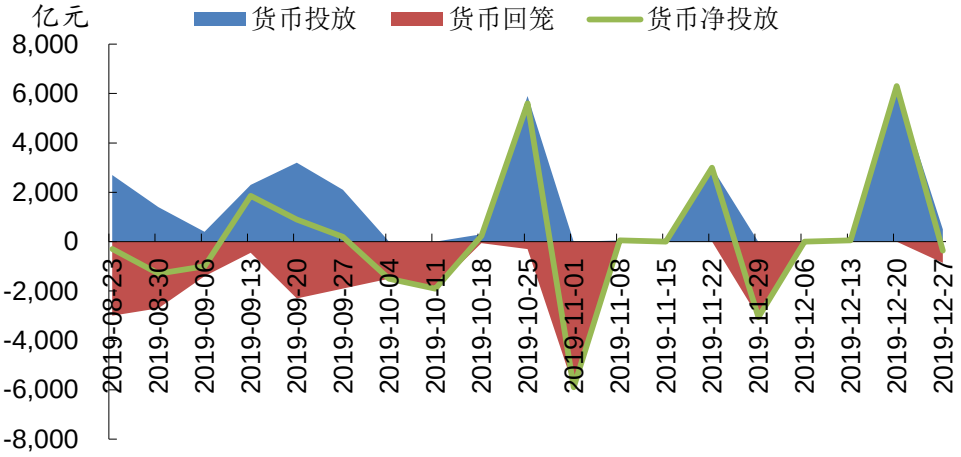


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）央行小幅净回笼

在上周央行为了应对年底资金面紧张而进行大幅度净投放后，本周央行小幅度净回笼，累计净回笼 360 亿元，银行间资金面依旧较为宽裕。

图表 11：央行货币净投放



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、后市展望：降准落地后收益率或开始调整

当前降准预期较为强烈，尤其是李克强总理的表态更是强化了这一预期。按照以往惯例，往往是在 1 月初。从逻辑上讲，1 月份流动性缺口也使得降准较为必要。首先，1 月份作为春节所在月份，M0 的需求会比正常月份增加约 1 万亿的规模；其次，政府存款的增加也会收紧银行间的流动性，一方面是 1 月份是缴税大月，另一方面近 2000 亿的专项债在 1 月份发行。由于央行的对冲，流动性不大可能出现紧张的局面，但是会较当前的极度宽松的状态边际收紧。

另外，根据高频统计，12 月份定开债基发行规模已经有所下降，上半月只有约 200 亿，配置需求也有可能接近尾声。

而利率债偏空的逻辑依然存在：经济一个季度范围内持续企稳、通胀高位运行、贸易摩擦缓和等。综上，降准落地之后利率债收益率可能向上调整。

六、风险提示

经济数据有望企稳；

明年一月份专项债开始发放。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com

华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。