

# 固定收益定期

## 期限利差缩窄是在走向“熊平”吗？

期限利差缩窄并非走向“熊平”：

第一，期限利差缩窄，是否到了走向“熊平”的拐点？近期10年-1年国债期限利差下行近20bp，其背后的原因主要是税期、地方债缴款等因素驱动短端利率调整所引起，货币政策未有转向的迹象，难言拐点。

第二，预计四季度期限利差走向趋势性收窄，即短端利率平稳的同时，长端利率下行，以经济基本面走弱为前提。

第三，从定量角度出发，当前期限利差仍然存在下行空间。将近一个月国债10年与1年的期限利差中位数与前两轮周期进行直观对比，可以发现高出前两轮周期的期限利差中位数。以过去两轮中位数作为参考，存在5-20bp的下行空间，预计主要由长端利率下行所贡献。

**美债破3%和美联储加息，如何影响国内债券市场：**

近期，10年期美债收益率升至3.08%附近，超过6月和8月的高点。对国内债市而言，由于资本管控的存在，美债的调整主要从情绪层面影响境内利率债，对国内债市的实质冲击并不大。美债上行对中国资产价格的影响，主要在人民币汇率方面，这可能也是央行启动离岸央票的一个考虑。

周四美联储将公布加息决议，预计加息25bp。关注人民银行是否跟随加息，如央行考虑汇率等因素跟随加息，则可能同时增加流动性投放，甚至不排除可能降准。“加息+降准”的组合，指向加息并非货币政策收紧，而是货币政策再度进入边际转松阶段的标志，对国内债券市场形成利好。

**债市展望：利率债的转机很可能在四季度：**

利率债的转机很可能在四季度，关注利好因素。第一，供给方面，地方债发行高峰已过去，供给压力缓解，如果再度降准，银行等配置型机构可能进场；第二，逆周期调节因子+离岸央票等举措之下，人民币汇率大幅调整的可能性下降，加上境外机构债券免税的利好，四季度外资可能继续流入境内利率债市场；第三，经济基本面方面，预计地产和出口数据将出现一定程度的回落，拖累基本面下行。当前政策发力主要集中在调结构，而不是走老路刺激经济反弹。债务追责约束下，地方政府对基建的热情下降，成为投资反弹的最主要约束；第四，通胀方面，CPI和PPI同比因基数效应回落，通胀预期得到缓解。第五，近期债市的调整，为利率下行留下了空间。

**风险提示：**中美贸易摩擦进展超预期，政策超预期宽松。

作者

分析师 刘郁

执业证书编号：S0680518080002

邮箱：liuyu@gszq.com

相关研究

1、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180921》

2018-09-23

2、《行业高频数据跟踪 20180923》 2018-09-23

3、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180920》

2018-09-20

4、《固定收益专题：农业战线“国家队”，农垦集团了解一下？》 2018-09-20

5、《固定收益定期：信用负面跟踪 20180919》

2018-09-19



## 内容目录

从期限利差来看，长端下行的可能性高于短端上行的可能性.....	3
美债破 3%和美联储加息，如何影响国内债券市场.....	4
一周债市展望：短端利率见顶回落，长端预计震荡.....	5
中长期观点：结构性政策，经济调结构和结构性债牛.....	6
风险提示.....	6

## 图表目录

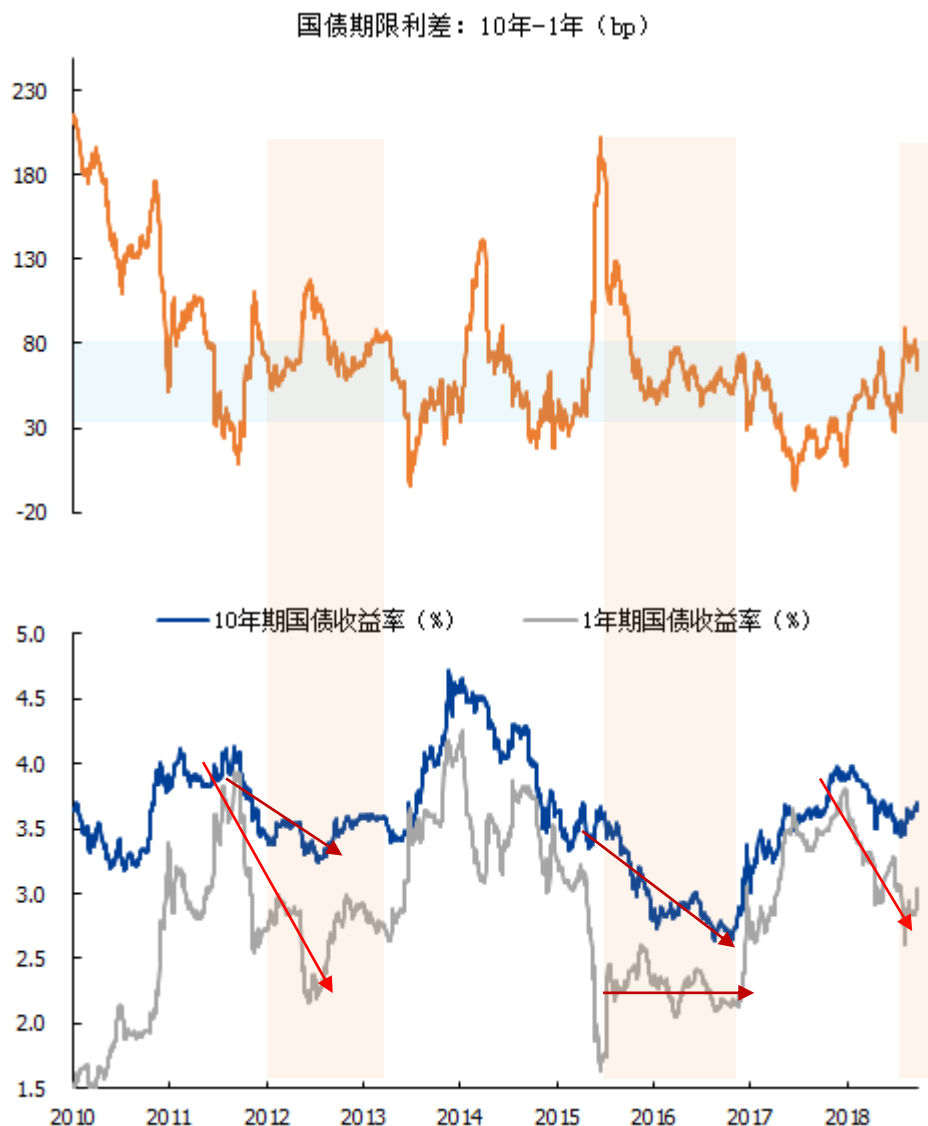
图表 1: 回顾 2010 年以来的期限利差数据，指向长端收益率可能仍有下行空间.....	3
图表 2: 最近 1 个月 10 年与 1 年国债期限利差与前两轮周期的对比.....	4
图表 3: 本周收益率普遍上行，1 年期国债收益率跌幅较大.....	5
图表 4: 土地购置费 8 月单月同比增速出现明显下行.....	6

## 从期限利差来看，长端下行的可能性高于短端上行的可能性

期限利差是否到了走向“熊平”的拐点？近期10年-1年国债期限利差从80-83bp的高位回落至65bp附近，下行近20bp。期限利差迅速缩窄，其背后的原因主要是1年期国债收益率明显上行，基本可以解释期限利差的全部变化；10年期国债收益率则处在震荡之中。由此可见，近期期限利差的变化，主要是税期、地方债缴款等因素驱动短端利率调整所引起，货币政策未有转向的迹象，难言拐点。

从过去两轮期限利差走势，看未来利率债行情演化。回顾2011年9月-2013年3月，2014年1月-2016年9月两轮债市行情，可以发现以下规律：第一，短端利率下行更早，下行幅度更大，而短端利率主要受到货币宽松的驱动；第二，长端利率往往跟随短端利率调整，而非领先短端利率调整。这说明货币政策的调整即金融周期往往领先于经济周期。

图表1：回顾2010年以来的期限利差数据，指向长端收益率可能仍有下行空间



资料来源：Wind，国盛证券研究所

根据以上分析，对未来一段时间的国债期限利差进行简单外推，期限利差走向趋势性收窄，对应两种可能的情况：一是周期拐点，短端利率上行，且上行幅度大于长端利率，需要货币政策转向边际收紧为前提。二是周期内的调整，短端利率平稳的同时，长端利率下行，需要经济基本面走弱为前提。

那么，接下来的四季度，那种可能性更大呢？我们认为，货币政策转向边际收紧的可能性较小，进一步降准边际转松的可能性更大。这也就意味着拐点未至，第二种情况发生的可能性大。

从定量角度出发，当前期限利差仍然存在下行空间。近一个月（8月22日至9月21日），国债10年与1年的期限利差在64.9-82.9bp区间内波动，中位数在76.3bp。将这一中位数与前两轮周期进行直观对比，可以发现高出前两轮周期的期限利差中位数。2014-2016周期中，当前中位数较该阶段中位数高出约20bp，76.3bp位于这一期间期限利差分布的79.2%分位数。2012-2013周期中，当前中位数较该阶段中位数高出约5bp，76.3bp位于这一期间期限利差分布的59.0%分位数。2014-2016周期中，当前中位数较该阶段中位数高出约20bp，76.3bp位于这一期间期限利差分布的79.2%分位数。相比之下，近期76.3bp的期限利差仍然是处于明显高出前两轮周期中位数的状态，即使以中位数作为参考，也存在5-20bp的下行空间，预计主要由长端利率下行所贡献。

图表2：最近1个月10年与1年国债期限利差与前两轮周期的对比

	期限利差中位数	期限利差最大值	期限利差最小值
2012-2013	71.41	118.58	53.19
2014-2016	54.11	201.99	18.03
2018年8-9月（最近1个月）	76.87	82.94	64.86

注：前两个周期中选举的时段为短端利率相对平稳期间的2012年1月4日至2013年3月29日，以及2014年7月1日至2016年7月29日。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 美债破3%和美联储加息，如何影响国内债券市场

近期美债长端利率持续调整，10年期美债收益率升至3.08%附近，超过6月和8月的高点。美债之所以下跌，一方面是对即将到来的美联储加息进行提前定价；另一方面，更为重要地，特朗普宣布2000亿美元商品加征关税，贸易摩擦相关的不确定性已落地。美债的下跌，带动日债、德债也出现跟随调整。直至9月21日，英国脱欧不确定性上升，才阻止了主要经济体债券收益率的进一步下跌。

周四美联储将公布加息决议，预计将加息25bp。不过这一加息幅度已经基本被市场所消化，FedWatch给出的加息概率已升至100%。全球市场所关心的是美联储加息之际的表态，一方面是美联储主席的讲话，另一方面是美联储给出的加息点阵图。如果美联储传达的信息较前一次会议未出现明显收紧（点阵图与6月相同），那么美债长端收益率可能有所回调。如果美联储传达的信息较前一次会议有所收紧（点阵图指示的利率上升，尤其是长期利率），那么美债长端收益率可能继续上行。

对国内债市而言，由于资本管控的存在，美债的调整主要从情绪层面影响境内利率债，对国内债市的实质冲击并不大。美债上行对中国资产价格的影响，主要在人民币汇率方面，这可能也是央行启动离岸央票的一个考虑。

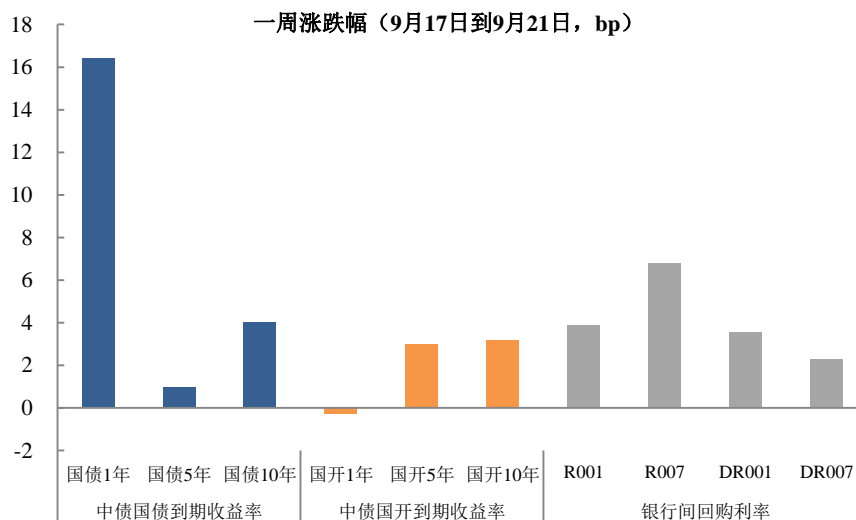
相比美联储加息带来的直接冲击，更值得重视的是中国央行针对美联储加息的应对政策。关注人民银行是否跟随加息，如央行考虑汇率等因素跟随加息，则可能同时增加流动性投放，甚至不排除可能降准，以稳定市场对货币政策的预期。“加息+降准”的组合，意

意味着加息并非货币政策收紧，而是货币政策再度进入边际转松阶段的标志，对国内债券市场形成利好。

## 一周债市展望：短端利率见顶回落，长端预计震荡

近期利率债震荡回调，一方面受到地方债一级市场发行的挤压，预计这一情况可能延续到9月底。本周地方债发行额高达3789亿，远超过8月中旬以来每周2000-2800亿的量；另一方面股市反弹，风险偏好提振，股债配置的跷跷板效应，也阻碍债市收益率下行。

图表3：本周收益率普遍上行，1年期国债收益率跌幅较大



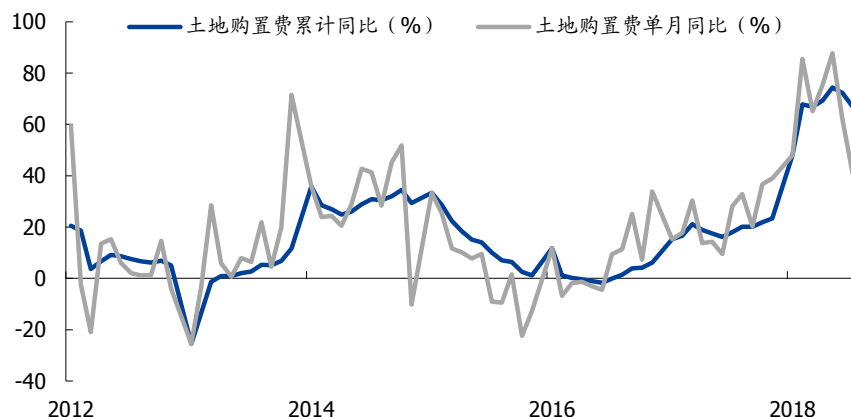
资料来源：Wind，国盛证券研究所

9月既是财政支出大月，又是季末月，下周财政支出资金将陆续到位，MPA考核因素可能对冲财政支出到位资金的效果。对流动性影响偏负面的因素，一是到期逆回购2900亿，财政资金到位的情况下，预计央行可能部分对冲或者不进行对冲；二是地方债发行量1283亿，环比降幅明显，新发地方债缴款对资金面的冲击将有所缓解。综合来看，在不降准的情况之下，流动性出现明显缓解的可能性不大。

基本面方面，8月地产投资相关的土地购置增速继续下行，8月单月同比增速较6月减半，如其继续下行，后续地产投资可能也面临放缓。下周将发布9月PMI数据。关注其揭示的经济运行情况，尤其是制造业的出口订单和新订单指数，以及建筑业PMI。从债市的反应来看，当前尚未打破对基本面反弹的担忧。下周长端利率继续维持震荡的可能性大。维持9月长端利率维持震荡偏弱格局的判断。



图表 4: 土地购置费 8 月单月同比增速出现明显下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

利率债的转机很可能在四季度, 关注利好因素: 第一, 供给方面, 地方债发行高峰已过去, 供给压力缓解, 如果再度降准, 银行等配置型机构可能进场; 第二, 逆周期调节因子+离岸央票等举措之下, 人民币汇率大幅调整的可能性下降, 加上境外机构债券免税的利好, 四季度外资可能继续流入境内利率债市场; 第三, 经济基本面方面, 预计地产和出口数据将出现一定程度的回落, 拖累基本面向下。当前政策发力主要集中在调结构, 而不是走老路刺激经济反弹。债务追责约束下, 地方政府对基建的热情下降, 成为投资反弹的最主要约束; 第四, 通胀方面, CPI 和 PPI 同比因基数效应回落, 通胀预期得到缓解。第五, 近期债市的调整, 为利率下行留下了空间。

## 中长期观点: 结构性政策, 经济调结构和结构性债牛

2016 年以来, 结构性政策逐渐取代总量型政策, 这在货币、财政和金融监管政策方面都有所体现。比如今年以来的三次降准, 每一次都是附加了相应的条件, 而非此前的全面降准。9 月 18 日的国务院常务会议也提到, “稳投资不是要走过度依赖投资的老路, 但也不能不要投资。事实上我们在基础设施、民生等领域还有不少短板, 当前要聚焦补短板、调结构, 积极扩大有效投资”, 同样强调投资不走老路, 要调结构。

与结构性政策相伴的, 是经济的结构调整。最近三年不变价 GDP 同比基本稳定在 6.7-6.9% 区间, 经济实际增速波动不大, 但经济结构在悄然调整, 如高端制造业增速明显快于工业整体的增速。

与结构性政策、经济结构调整相对应的是结构性债牛。今年以来的债牛, 与以往几轮的债牛均有所不同。开年至 7 月初, 利率债的长端收益率快速下行, 但信用债则呈熊市震荡格局。这与宽货币-紧信用的政策是分不开的。而 7 月下旬以来, 政策逐渐转向定向宽信用, 中高等级城投债出现一轮行情, 但利率债长端则出现一定幅度的调整。之所以信用债未出现全面反弹的行情, 与宽信用并非全面宽松有关, 而是定向和依赖银行表内信贷扩张。对此, 我们认为, 结构性政策对应的结构性债牛, 可能会成为债市的新常态。

## 风险提示

中美贸易摩擦进展超预期, 政策超预期宽松。

## 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 国盛证券研究所

### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼  
邮编：100033  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com