

### 货币政策全面宽松概率较小，利率或有小幅回调

香港时间 2020 年 10 月 20 日，中诚信国际信用评级有限责任公司近日发布《货币政策常态化流动性收敛，收益率“寻顶”后或小幅回调——货币政策及利率债前三季度回顾与展望》的报告，认为在经济基本面稳步修复、流动性扰动逐步减轻的背景下，后续货币政策全面宽松概率较小，或将维持常态化，但结合公开市场到期分布、央行跨年呵护流动性的考虑，预计跨年跨春节时点仍有 1 次（定向）降准机会。从收益率看，中诚信国际研究院认为，整体扰动因素不多，收益率走势或更聚焦基本面及政策边际变化，但在海外资金持续大幅流入的支撑下，收益率存在小幅回调空间，四季度及明年一季度或在 2.9%-3.3% 区间波动。

从前三季度货币政策及利率债市场运行情况来看，报告认为主要有以下三大特点：第一，货币政策稳步回归常态化，流动性合理充裕的同时逐步边际收敛。三季度随着国内经济持续回暖，货币政策较此前“紧急性宽松”逐步回归常态化，整体延续稳健基调，且更加灵活适度 and 精准导向。从货币市场利率来看，前三季度货币市场利率中枢整体较去年同期下行，4 月达阶段性底部后波动反弹、呈现 V 型走势，9 月底多数回升至去年同期水平；LPR 报价连续 6 个月持平。第二，积极财政“三支箭”全面落地，万亿抗疫特别国债叠加地方债集中发行带动利率债大幅增量。前三季度利率债发行规模较去年同期增长 45.66% 至 14.84 万亿元、净融资额增长 70.11% 至 8.74 万亿元，其中国债（含特别国债 1 万亿）发行规模较去年同期增长 60.75% 至 4.80 万亿元，新增专项债大幅扩容带动地方债发行规模增长 36.80% 至 5.68 万亿元，政策银行债发行规模增长 44.39% 至 4.36 万亿元。第三，10 年国债收益率整体呈 V 型走势，四月达阶段性底部后反弹明显。经济回暖下风险资产重启、货币政策趋于常态化、流动性边际收紧为驱动利率反弹的主要动力；前三季度收益率较去年同期整体回升，其中短端回升幅度高于长端。

展望未来，中诚信国际研究院认为，货币政策将延续稳健灵活、更加注重精准导向。伴随国内经济持续修复，货币政策将更加“以我为主”，跟随国内基本面走势边际调整，叠加上半年宏观杠杆率明显回升，货币政策全面宽松概率较小，但也不会超预期收紧，后续将更加注重结构性精准导向。央行三季度货币政策例会要求深化利率市场化改革、引导贷款利率继续下行，在贷款利率仍有下行空间的情况下，结合年内公开市场到期分布、央行跨年呵护流动性考虑，预计跨年跨春节时点央行仍有 1 次（定向）降准机会，年内 LPR 也存在进一步下调的可能。

从收益率走势看，中诚信国际研究院维持此前利率债半年报中对下半年收益率整体波动中枢 2.9%-3.0% 的判断，并认为国债收益率在经济基本面持续回暖、货币政策回归常态化、海外资金持续流入等因素的影响下，存在小幅回调空间、未来半年或在 2.9%-3.3% 区间波动：第一，经济基本面将延续改善，但改善幅度或在预期内，且通胀水平整体可控，不会对货币政策形成较大掣肘，对债市或不会形成较大利空。第二，货币政策已回归常态化，后续更加注重结构性操作，叠加未来半年将经历跨年跨春节时点，央行对资金面的呵护仍存。第三，海外疫情反复、美国大选不确定性加大、全球风险偏好下降，仍将利好避险资产，且中美利差持续上行叠加我国国债入富以及持续推进对外开放的政策利好，海外资金流入规模或将整体上升，支撑我国债市收益率。此外，结合国债收益率历史上涨周期，本轮国债收益率相比此前几轮上涨速度较快且幅度较大，从走势规律看整体尚存在短暂调整的时间及空间。综合多种因素分析，收益率波动区间或较当前点位有所回调，但幅度不大；同时，考虑到明年一季度提前批地方债的集中发行，部分时点对债市有所扰动，收益率或将小幅上行；整体来看，未来半年内国债收益率或在 2.9%-3.3% 区间波动，但仍需关注后续经济超预期反弹或带来的风险偏好大幅上升可能。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护, 未经中诚信国际事先书面许可, 任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散, 或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得, 因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响, 上述信息以提供时现状为准。特别地, 中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下, 中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害, 或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性, 任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察(如有)应该而且只能解释为一种意见, 而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地, 投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



**中诚信国际信用评级有限责任公司**

地址: 北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼  
邮编: 100020  
电话: (8610) 6642 8877  
传真: (8610) 6642 6100  
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

**China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd**

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



**中国诚信(亚太)信用评级有限公司**

地址: 香港中环康乐广场 1 号  
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室  
电话: (852) 2860 7111  
传真: (852) 2868 0656  
网址: <http://www.ccxap.com>

**China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited**

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>