

十年期国债收益率或于三季度逐步筑顶至 3.5%

香港时间 2021 年 1 月 19 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院（以下简称“中诚信国际研究院”）发布题为《货币政策由宽转稳利率债发行放量，收益率或于三季度逐步筑顶至 3.5%——利率债 2020 年回顾与 2021 年展望》的报告，认为伴随经济进一步修复，宏观政策力度或跟随基本面边际收紧，规模型政策工具或陆续退出，2021 年利率债供给压力或略低于 2020 年；但由于经济尚未恢复自主增长，政策不宜急转弯，货币政策整体仍需维持稳健，在控总量、降成本的目标下存在结构性调整空间，全年或有 1 次定向降准机会。从收益率看，报告综合考虑经济基本面、货币政策、海外环境以及历史周期认为，10 年国债收益率或于三季度逐步筑顶，高点或为 3.4%-3.5%。

从 2020 年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，货币政策由“宽”转“稳”，更加注重总量适度 and 精准导向。2020 年初为应对疫情冲击，央行多次降准、降息，加大信贷投放力度，保持流动性合理充裕，伴随国内疫情得到控制、宏观经济边际好转，货币政策逐步回归常态化，从“宽货币”向“稳货币”转变，稳健基调下更加注重总量适度 and 精准导向；全年流动性边际由松转紧，但整体维持合理充裕，货币市场利率先降后升。第二，逆周期政策作用下，国债及地方债放量带动利率债发行规模大幅增长。积极财政“三只箭”全面落地，万亿抗疫特别国债、新增 3.75 万亿专项债带动利率债发行规模同比大幅增长 51.95%至 18.77 万亿元，其中国债（含特别国债 1 万亿）发行规模同比增长 70.92%至 7.12 万亿元，地方债发行规模同比增长 47.71%至 6.44 万亿元，政策金融债发行规模同比增长 36.13%至 5.21 万亿元。第三，10 年国债收益率整体呈 V 型走势，年末小幅回落。2020 年初宽货币背景下收益率整体下行；随后在多种因素综合作用下，例如经济回暖、货币政策逐步回归常态化、11 月中上旬信用风险事件爆发等，收益率持续上行；临近年末，央行净投放规模加大，银行间流动性边际放松，收益率小幅回落。

展望 2021 年，中诚信国际研究院认为，货币政策仍将维持稳健基调，或存在 1 次结构性降准机会。伴随 2021 年经济逐步修复，货币政策力度或边际收紧；但由于经济尚未恢复自主增长，货币政策不宜急转弯，整体仍需维持稳健，控总量、稳杠杆、降成本、防风险或将是下阶段政策方向。货币政策工具选择上，报告认为，央行操作存在总量适度、量价配合的“维稳式”宽松空间，在灵活开展公开市场逆回购操作的同时，或通过引导 LPR、定向引导降低民企及小微企业贷款利率等降低融资成本，且存在定向降准可能。综合考虑 MLF 到期、地方债集中发行、传统缴税缴款等因素，春节前流动性压力整体不大，央行或采用逆回购、MLF、其他临时流动性安排维稳跨节资金面；同时考虑到 MLF 存量规模已处于较高水平，且 2021 年下半年到期续作压力显著增加，央行或在三四季度流动性压力较大时点进行 1 次定向降准操作。

同时，报告指出，伴随宏观经济延续修复，规模型宏观政策工具将逐步退出，2021 年财政赤字率或降至 3%左右，特别国债也将大概率不再发行，新增专项债基于防风险需要也将有小幅回落，利率债供给压力或略低于 2020 年，但仍将超过 18 万亿。具体看，国债发行规模预计 6.4 万亿，净融资 2.3 万亿；政策金融债发行规模预计 5.2 万亿，净融资约 2.1 万亿。地方债发行规模预计仍将接近 7 万亿，其中置换债或仍维持零发行或少量发行；地方债到期压力下，再融资债发行规模或明显增加至 2.4 万亿，若考虑各地偿还存量债务的需求，再融资债或进一步扩容，全年发行规模可能接近 3 万亿；新增债额度或小幅降至 4.2 万亿，其中新增一般债、新增专项债额度分别为 1 万亿和 3.2 万亿，考虑 2020 年留存的中小银行专项债额度后全年新增债发行规模预

计 4.35 万亿。

报告预测，综合考虑经济基本面、流动性扰动等因素后，十年期国债收益率或于三季度逐步筑顶，全年高点或为 3.4%-3.5%。全年看，疫苗陆续落地或是大概率事件，国内经济出现超预期恶化的可能性较小，全球经济或将共振复苏，风险偏好提升下对避险资产或有一定扰动，叠加流动性扰动、债市信用风险释放等因素，收益率中枢下移概率较小，收益率或逐步筑顶，但考虑到经济运行的不确定因素仍存，下半年修复节奏或边际放缓，收益率存在顶部回落空间。全年收益率走势或可大致分为小幅回落、整体上行、区间波动三个阶段，跨春节时点或出现全年收益率低点，经济延续修复以及央行呵护跨节流动性的背景下收益率存在回落空间，但在稳货币的基调下收益率向下突破 3% 概率较小，低点或在 3.0-3.1% 左右；三季度收益率或逐步筑顶，结合前几轮收益率上涨幅度逐步收窄的规律，以及去年央行二季度货币政策报告提出的“国债收益率曲线围绕中期借贷便利利率波动”的要求，本轮国债收益率高点或在 3.4%-3.5% 左右，全年收益率波动幅度或为 40-50bp 左右。

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>