

### 中国货币政策及利率债 2020 年上半年回顾与展望

#### 宽货币抗疫情收益率低点已现，货币政策常态化下中枢或抬升

香港时间 2020 年 7 月 17 日，中诚信国际信用评级有限责任公司（“中诚信国际”）发布题为《宽货币抗疫情收益率低点已现，货币政策常态化下中枢或抬升——货币政策及利率债上半年回顾与展望》的报告，认为在下半年国内疫情整体可控的形势下，经济基本面或较上半年有所好转，货币政策将逐步回归常态化，前期抗疫情相关总量型措施或将适时退出、更加注重结构型工具的实施，同时重心继续向直达实体倾斜。此背景下，中诚信国际认为 10 年期国债收益率趋势性下行机会不大，收益率中枢或将较上半年有所上移，或至 2.9%-3.0% 区间。

#### 中国货币政策及利率债上半年回顾

2020 年上半年随着国内疫情可控、经济基本面边际好转，货币政策重心从总量型宽松向结构型直达实体倾斜，货币市场利率中枢在 4 月末触及阶段性低点后有所反弹、整体较去年同期下行。上半年，央行共进行 1 次全面降准、2 次定向降准、2 次下调公开市场操作利率（累计下调幅度 30BP），下调超储利率至 0.35%，2 次下调再贷款、再贴现利率（累计下调幅度为 0.5 个百分点）。在结构性宽松的货币政策下，流动性保持合理充裕，货币市场利率中枢较去年同期下行，5、6 月有所反弹，上半年整体呈现 V 型走势，LPR 报价较首次报价下行。

利率债市场方面，积极财政加码背景下，新增专项债大幅扩容带动利率债发行规模、净融资额回升，收益率呈现 V 型走势、整体较去年末下行。上半年，利率债发行规模较去年同期增长至 8.79 万亿元、净融资额增长至 5.08 万亿元，其中地方债共发行 3.49 万亿元，较去年同期增长 22.88%；新增专项债发行规模为 2.23 万亿元、较去年同期增长 60.92%，占上半年地方债发行规模的比重为 64.00%。发行利率先降后升、较去年年底下行，地方债发行利差小幅走阔。收益率方面，10 年期国债收益率较去年年末整体下行，但二季度有所回升、短端回升幅度大于长端，整体呈现 V 型走势，疫情因素逐步弱化、经济复苏预期下风险资产重启、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。

#### 中国货币政策及利率债下半年展望

展望未来，中诚信国际认为，随着经济基本面延续好转，货币政策将逐步回归常态化。在当前以“保就业、保民生”为首要目标的宏观政策基调下，货币政策将延续稳健灵活，由上半年疫情防控下的“紧急性宽松”逐步回归常态化，重心向直达实体倾斜，降低民企、中小企业融资成本，并兼顾保持银行间市场流动性合理充裕；结合年内公开市场到期分布、央行跨年呵护流动性考虑，预计下半年仍有 1-2 次（定向）降准机会，时间窗口或在年末。

中诚信国际认为，收益率年内趋势性下行机会不大，下半年中枢或在 2.9%-3.0% 区间。在上半年 10 年期国债收益率 V 型反弹后，中诚信国际认为年内趋势性下行机会不大，主要原因如下：其一，货币政策将趋于常态化、重心侧重直达实体，大规模降准降息带动收益率大幅下行的可能性不大；其二，全年经济或将呈现 V 型或 W 型走势，下半年经济将较上半年有所好转，风险资产的表现或好于避险类资产，避险资产价格将有所承压；其三，结合前几轮周期内收益率下行幅度和时间跨度均值估算，今年 4 月 10 年期国债 2.4824% 的收益率水平或为本轮周期的低点，再度突破前低趋势性下行的机会不大。从收益率走势上看，中诚信国际认为，经济基本面边际修复

的力度是决定下半年收益率中枢的重要因素，在下半年经济延续边际改善态势、货币政策逐步回归常态化的背景下，下半年收益率中枢将较上半年有所上移，或至 2.9%-3.0% 区间。

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 8 楼 805-808 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 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>