

利率债调整接近尾声，买入良机再现

近期国债收益率大幅上升，我们认为当前国内经济仍处于疫情后的弱复苏阶段，中美利差保持高位，疫情、经济、中美冲突前景仍有不确定性，央行货币政策有望维持宽松，当前利率上涨仅为阶段性调整而非方向性调整。随着此轮调整接近尾声，利率债将出现新的买入良机。

自 2019 年 12 月至今，我国国债收益率呈现出明显的下行态势，2020 年 1-4 月 10 年期国债收益率累计下行幅度已超过 50bp，本轮债牛主要由于新冠疫情突然爆发及其所带来的中美摩擦升级的事件性冲击。进入 5 月国债收益率出现大幅调整，我们认为主要是由于我国国债收益率已处于很低的历史百分位水平，同时随着国内疫情明显控制，复工复产经济开始复苏，5 月后央行未出现进一步货币宽松政策，导致市场大量获利盘兑现，利率债出现调整。但我们认为近期利率债的表现是短期调整而非转向，今后一段时期内国债收益率仍然具备进一步下行的空间，主要有以下几个原因：

一、经济基本面不支持利率转向

自今年 1 月起，新冠疫情的爆发及后续防疫措施严重限制了我国正常生产活动。我国第一季度 GDP 同比降幅达到 6.8%，投资、消费、出口三驾马车在今年 2 月遭断崖式下跌。随着我国疫情逐步得到控制，生产的有序恢复使得多项宏观经济指标降幅已明显收窄，但我国整体经济形势仍处于弱复苏局面。经济形势的进一步回暖仍期待更多的经济刺激政策。

图 1：国内固定资产投资一季度大幅下滑后缓慢回升

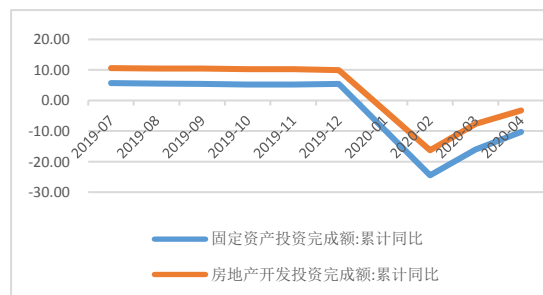
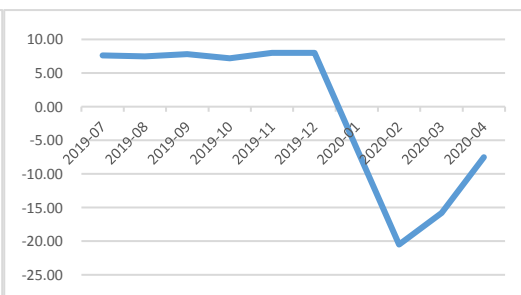


图 2：国内消费一季度大幅下滑后缓慢回升



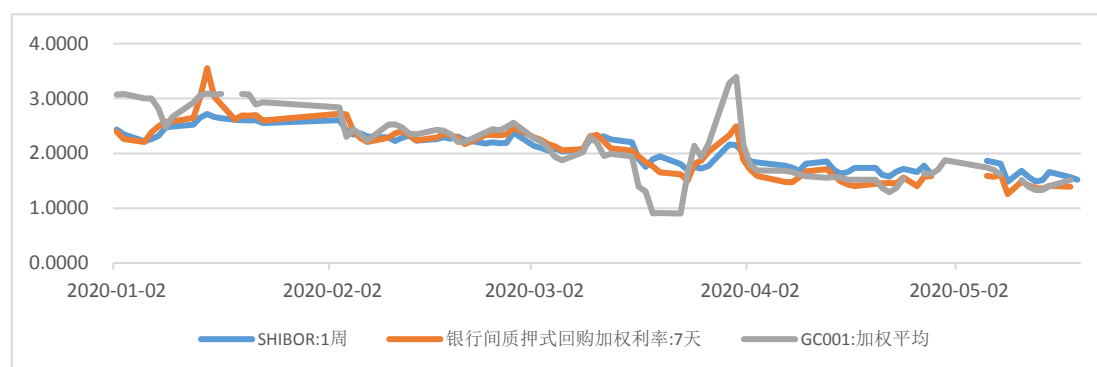
来源：万得资讯，国融基金投资研究部

二、 政策面及资金面仍然宽松

从政策面来看，327 政治局会议定调当前阶段要“要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”。央行公布的《2020 年第一季度货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策更加灵活适度具体指“强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，维护货币市场利率在合理区间平稳运行”。

自 1 月疫情爆发以来，央行已通过 OMO 操作、降低存款准备金率等方式释放较大规模的流动性，我国债市资金利率今年以来表现出明显的下行态势。当前的流动性局面有望在一定期限内得以延续。总体来看，当前财政政策及货币政策均以刺激经济发展为首要目标。

图 3：今年资金利率大幅下降

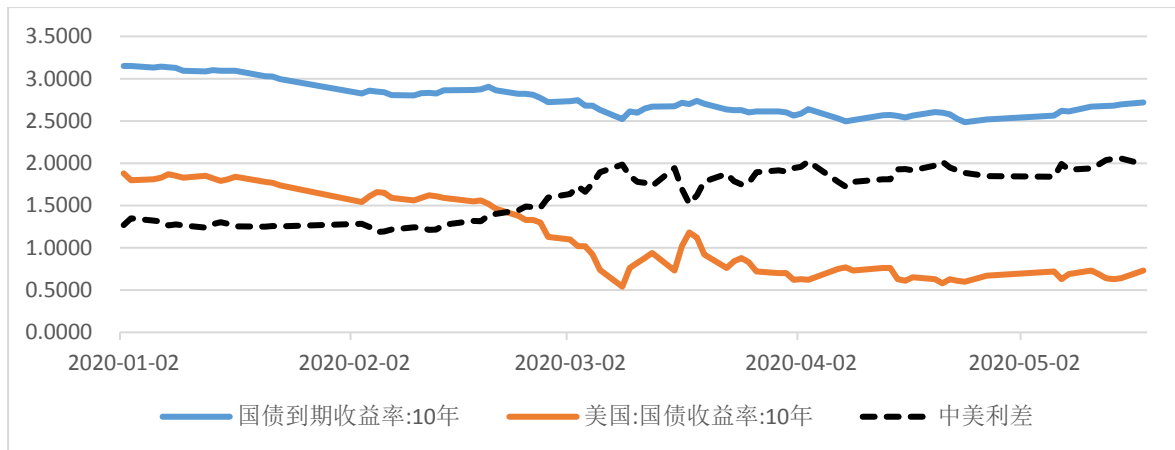


来源：万得资讯，国融基金投资研究部

三、 中美利差处于历史高位

从中美利差来看，自美国疫情爆发以来美国债收益率明显下行，而我国国债收益率保持稳步下行态势，中美利差显著扩大并达到历史相对高位。较高的中美利差水平有望在下一阶段对我国国债收益率形成一定的保护。

图 4：中美利差处于历史高位

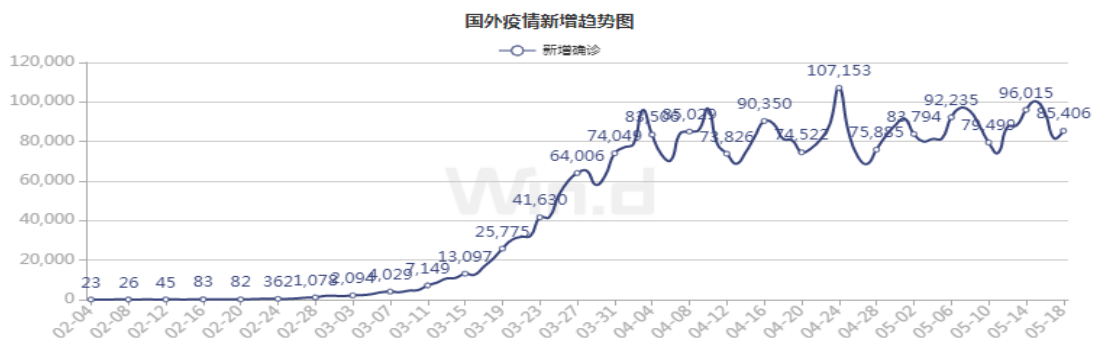


来源：万得资讯，国融基金投资研究部

四、 疫情仍有可能出现反复，经济前景和中美冲突仍有不确定性

从国外疫情发展形势来看，每日新增确诊病例数量显现出明显的波动态势，反映出国外疫情暂未过拐点，外需或在一定时期内继续处于偏弱态势。同时，欧洲多国及美国多州已相继推出复工复产计划，有序复工虽有利于尽快重启经济，但也提升了疫情反复的风险。我国的疫情防控工作还未结束，常态化的疫情防控必然对正常生产经营带来影响，仍有必要一定时期内保持经济刺激政策。

图 5：国外新增确诊病例数高位震荡



除疫情因素外，美中贸易摩擦近期有所抬头，同时美国政府对华为公司的打压或掀起新一轮对华企业的不公正打压，对未来一段时期中美经贸关系带来更大的不确定性。

五、 利率债下步投资策略

近一个月以来，国债收益率从4月24日的2.46%上调至当前的2.71%，调整幅度达到25bp。但当前我国经济仍处于弱复苏阶段，中美利差保持高位，疫情、经济、中美冲突前景仍有不确定性，央行货币政策有望维持宽松，因此我们判断利率债还未触及牛熊切换点，当前阶段的利率上涨仅为阶段性调整而非方向性调整。随着此轮调整接近尾声，利率债将出现新的买入良机。

国融基金投资研究部

2020.5.22

免责声明：

未经国融基金管理有限公司事先书面许可，任何人、机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。本报告所载信息来源于本公司认为可靠的渠道和分析师个人判断，但本公司不对其准确性或完整性提供直接或间接的声明或保证。投资有风险，可能发生投资损失。过去业绩表现或任何预测都不预示其将来投资结果。此报告不应被接收者作为其投资决策的依据，本公司或本公司的相关部门、雇员不对任何人使用此报告内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。本文的知识产权由国融基金管理有限公司所有。本文件为内部资料，仅供国融基金管理有限公司向符合条件的特定客户发送。