

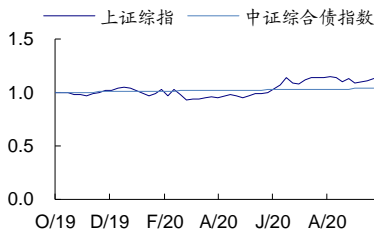
证券研究报告—深度报告

固定收益

固定收益专题报告

2020年10月21日

一年上证综指与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	1,242
中债长/中短期指数	179/5,763
银行间国债收益(10Y)	3.00
企业/公司/转债规模(十亿)	

相关研究报告:

- 《固定收益专题报告: 2020年“另类降级风险”考察》——2020-09-24
- 《固定收益专题报告: 2020年债券违约发行人全梳理》——2020-10-15
- 《固定收益专题报告: 破产重整案例剖析》——2020-10-20
- 《固定收益专题报告: 2009 合约交割行为分析: 交割量偏低隐藏着什么?》——2020-09-21
- 《固定收益专题报告: 2020年债券违约发行人全梳理》——2020-10-13

证券分析师: 赵婧

电话: 0755-22940745  
E-MAIL: zhaojing@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513080004

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158  
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

专题报告

## 长期利率存在上行压力, 10年期国债有望向3.5%靠拢

### ● 债市观点: 长期利率存在上行压力, 10年期国债有望向3.5%靠拢

我们认为, 长期利率存在上行压力, 10年期国债利率有望向3.5%靠拢。从名义增长率线条来看, 短期名义增长率将处于震荡态势。但由于明年一季度名义增长率向上态势十分确定, 短期内投资者也呈现出对通胀的明显担忧, 随着时间点的临近, 债市调整风险已然上升。

第一, 四季度消费补偿性增长仍将持续, 这将推动实际经济增长继续恢复, 预计四季度GDP同比将上升到6%左右。三季度居民消费增速抬升幅度明显大于收入, 表明疫情带来的不确定性进一步消除带动国内消费动力逐渐增强, 但城镇居民人均可支配收入增速仍高于人均消费支出增速约6.2%, 国内的补偿性增长仍未充分释放, 因此消费补偿性增长大概率推动消费同比增速进一步上升。

第二, 由于去年同期猪价暴涨, 所以今年四季度CPI面临着较高的基数, 我们预计2020年10月CPI同比或大幅回落至1.0%以下。PPI方面, 短期在需求推动下, 工业品价格仍存在着继续上涨动力, 预计四季度PPI同比将小幅上行。总的来看, 短期综合物价大概率小幅下行。然后叠加上实际增长后, 我们估计年内名义增长率将维持震荡态势。

第三, 考虑到明年一季度的低基数, 2021年预计GDP增速会保持在8%附近, PPI同比也快速回升到0%以上, 因此更长期的名义增长率方向依然偏上。

### ● 历年熊市对比: 本轮收益率上行速度和2011年还有2017年接近

考虑到当前10年期国债收益率从最低点已经上行超过70BP, 我们假设当前债市已经开始迈入熊市周期。和过去的几轮熊市对比, 当前10年期国债收益率变化有以下特点:

(1) 收益率上行速度很快。半年的时间内10年期国债收益率上行超过70BP, 上行速度和2011年还有2017年熊市接近。

(2) 和其他熊市对比, 当前收益率的上行幅度仍偏小, 持续时间偏短。

## 内容目录

债市观点：长期利率存在上行压力，10年期国债有望向3.5%靠拢.....	4
2020年债市行情回顾：V型反转.....	4
历年熊市对比：本轮收益率上行速度和2011年还有2017年接近.....	5
货币政策保持平稳：MLF利率连续七个月持平.....	7
经济增长：9月国内经济继续修复.....	8
物价：9月CPI大幅下行，PPI向上趋势不变.....	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

## 图表目录

图 1: 实际 GDP 同比增速 .....	4
图 2: CPI、PPI 同比增速走势一揽.....	4
图 3: 2020 年 10 年期国债和国开债走势.....	5
图 4: 几轮熊市收益率走势 (标准化) .....	6
图 5: 几轮牛市收益率走势 (标准化) .....	7
图 6: 2017 年以来 MLF 月度量价变化.....	7
图 7: 货币市场利率走势.....	8
图 8: R001 月均值较去年同期变动 .....	8
图 9: R007 月均值较去年同期变动 .....	8
图 10: GDP 同比增速走势 .....	9
图 11: 第一产业、第二产业和第三产业 GDP 同比.....	9
图 12: 9 月工业增加值同比 6.9%.....	9
图 13: 9 月制造业增加值回升到 7.6%.....	9
图 14: 9 月固定资产投资当月同比持平于 8 月 .....	10
图 15: 9 月商品房销售回落.....	10
图 16: 9 月社会消费品零售总额继续好转 .....	10
图 17: 汽车类零售额同比连续三个月保持在 10%以上.....	10
图 18: 9 月出口当月增速 8.7% .....	11
图 19: 9 月进口当月增速 11.6%.....	11
图 20: 受猪肉价格拖累, 9 月 CPI 同比仅 1.7%.....	12
图 21: 9 月 PPI 略微回落.....	12
表 1: 2020 年至今各中债曲线收益率较年内最低点上行幅度 (单位: BP) .....	5
表 2: 2020 年至今各中债曲线收益率变动 (单位: BP) .....	5
表 3: 历次 10 年期国债牛熊高低点收益率变动幅度.....	6

## 债市观点：长期利率存在上行压力，10年期国债有望向3.5%靠拢

我们认为，长期利率存在上行压力，10年期国债利率有望向3.5%靠拢。从名义增长率线条来看，短期名义增长率将处于震荡态势。但由于明年一季度名义增长率向上态势十分确定，短期内投资者也呈现出对通胀的明显担忧，随着时间点的临近，债市调整风险已然上升。

第一，四季度消费补偿性增长仍将持续，这将推动实际经济增长继续恢复，预计四季度GDP同比将上升到6%左右。三季度城镇居民人均可支配收入同比增速为5.4%，较二季度抬升2.7个百分点；人均消费支出增速为-0.8%，较二季度抬升5.5个百分点，仍然处于负增长区间。三季度居民消费增速抬升幅度明显大于收入，表明疫情带来的不确定性进一步消除带动国内消费动力逐渐增强，但城镇居民人均可支配收入增速高于人均消费支出增速约6.2个百分点，仍然处于较高水平，这意味着疫情带来的不确定性目前虽然有所降低，但仍然对国内居民的消费有着较强的干扰，国内的补偿性增长或仍未充分释放，在此情况下，我们认为后续国内经济仍然具备较强的向上动能，消费补偿性增长会推动消费同比增速进一步上升，四季度国内GDP同比有望上升至6%左右。

第二，由于去年同期猪价暴涨，所以今年四季度CPI面临着较高的基数，而且高频数据显示10月CPI环比或低于季节性水平，我们预计2020年10月CPI同比或大幅回落至1.0%以下。PPI方面，短期在需求推动下，工业品价格仍存在着继续上涨动力，预计四季度PPI同比将小幅上行。总的来看，短期综合物价大概率小幅下行。然后叠加上实际增长后，我们估计年内名义增长率将维持震荡态势。

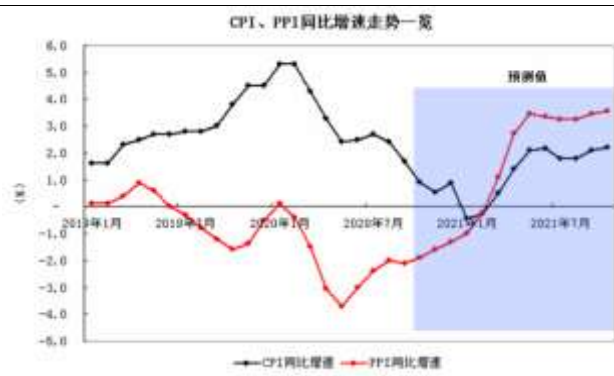
第三，考虑到明年一季度的低基数，2021年预计GDP增速会保持在8%附近，PPI同比也快速回升到0%以上，因此更长期的名义增长率方向依然偏上。

图 1：实际 GDP 同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：CPI、PPI 同比增速走势一览



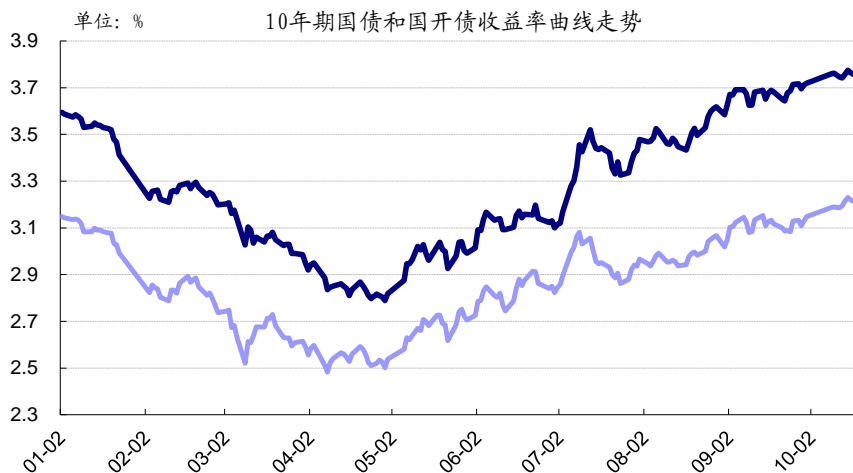
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2020 年债市行情回顾：V 型反转

2020 年 10 年期国债收益率走势为 V 型，最低点为 4 月 8 日的 2.48%。截至 10 月 19 日，10 年期国债收益率回升了 72BP，其他各品种收益率回升幅度见表 1。然后和去年年底相比，10 年期国债收益率回升了 6BP，其他各收益率回

升幅度见表 2。

图 3：2020 年 10 年期国债和国开债走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表 1：2020 年至今各中债曲线收益率较年内最低点上行幅度（单位：BP）

	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年	50 年
国债	158	159	134	93	72	75	80	76	68
国开债	165	162	137	105	95	66	49	76	68
超 AAA	149	140	108	73	44				
AAA	142	138	113	88	62				
AAA-	141	133	102	89					
AA+	138	129	100	86					
AA	112	102	87	68					
AA-	103	94	87						

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：2020 年数据截至 2020 年 10 月 19 日；

表 2：2020 年至今各中债曲线收益率变动（单位：BP）

	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年	50 年
国债	33	26	24	22	6	23	31	19	23
国开债	34	39	13	16	17	10	5	16	20
超 AAA	9	23	6	3	-8				
AAA	1	28	30	23	12				
AAA-	4	31	28	19					
AA+	7	32	20	11					
AA	11	26	14	-15					
AA-	13	30	26						

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：2020 年数据截至 2020 年 10 月 19 日；

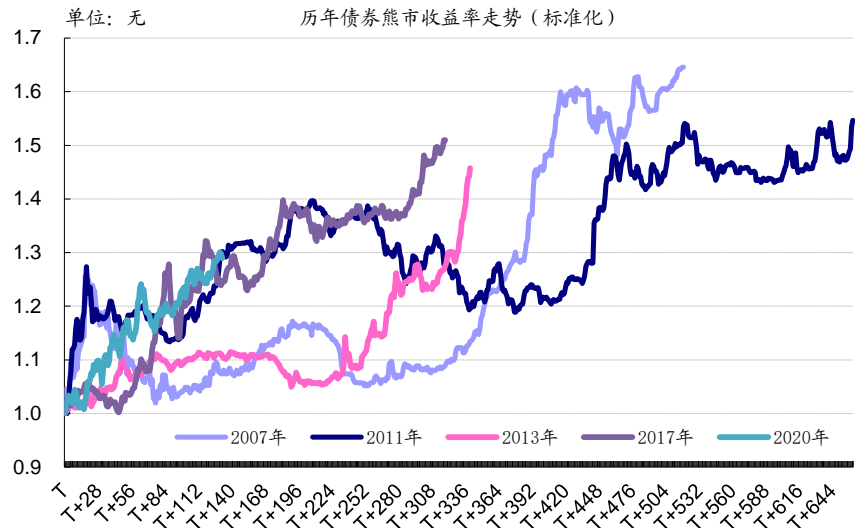
## 历年熊市对比：本轮收益率上行速度和 2011 年还有 2017 年接近

考虑到当前 10 年期国债收益率从最低点已经上行超过 70BP，我们假设当前债

市已经开始迈入熊市周期。和过去的几轮熊市对比，当前 10 年期国债收益率变化有以下特点：

- (1) 收益率上行速度很快。半年的时间内 10 年期国债收益率上行超过 70BP，上行速度和 2011 年还有 2017 年熊市接近。
- (2) 和其他熊市对比，当前收益率的上行幅度仍偏小，持续时间偏短。

**图 4：几轮熊市收益率走势（标准化）**



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

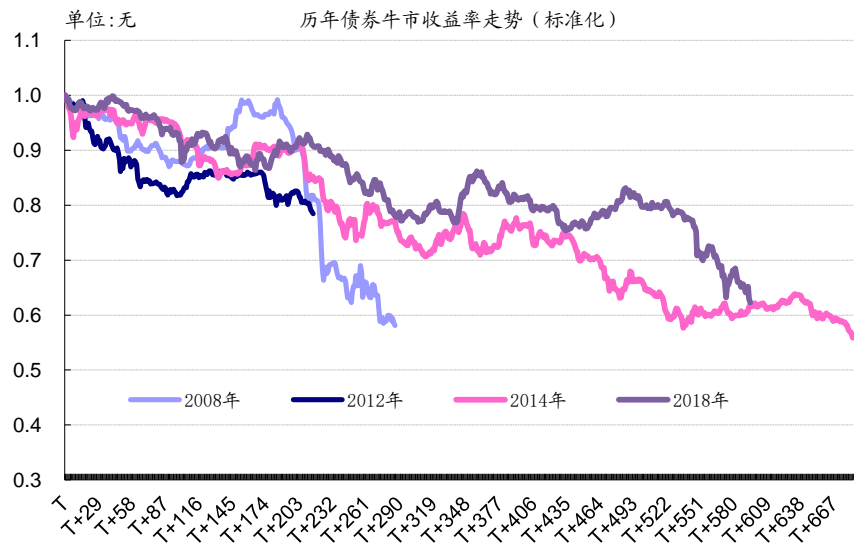
**表 3：历次 10 年期国债牛熊高低点收益率变动幅度**

	日期	10 年期国债 (%)	幅度 (BP)	时间 (年)
牛市最低点	2002-05-31	2.38		
熊市最高点	2004-12-06	5.41	303	2.5
牛市最低点	2005-10-24	2.79	-262	0.9
熊市最高点	2007-11-16	4.60	180	2.1
牛市最低点	2009-01-07	2.67	-193	1.1
熊市最高点	2011-08-30	4.13	146	2.6
牛市最低点	2012-07-11	3.24	-89	0.9
熊市最高点	2013-11-20	4.72	148	1.4
牛市最低点	2016-08-15	2.64	-208	2.7
熊市最高点	2017-11-23	3.99	135	1.3
牛市最低点	2020-04-08	2.48	-150	2.4
当前	2020-10-15	3.23	75	0.5

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

然后观察过去的这轮牛市，收益率下行幅度基本和 2014 年以及 2008 年相似。另外持续时间也偏长，接近于 2014 年。

图 5: 几轮牛市收益率走势 (标准化)

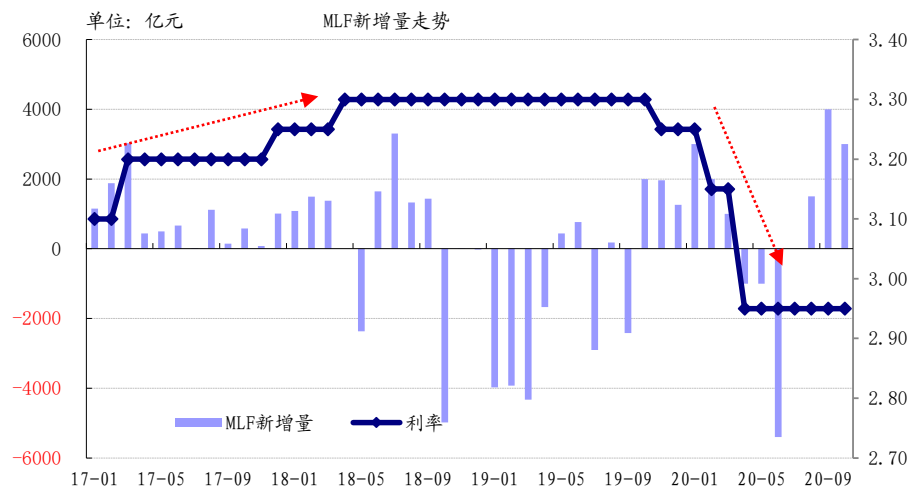


资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

## 货币政策保持平稳: MLF 利率连续七个月持平

10月15日,央行进行5000亿MLF操作,利率2.95%,利率连续七个月持平。然后量方面,10月是连续第三个月净投放。

图 6: 2017 年以来 MLF 月度量价变化



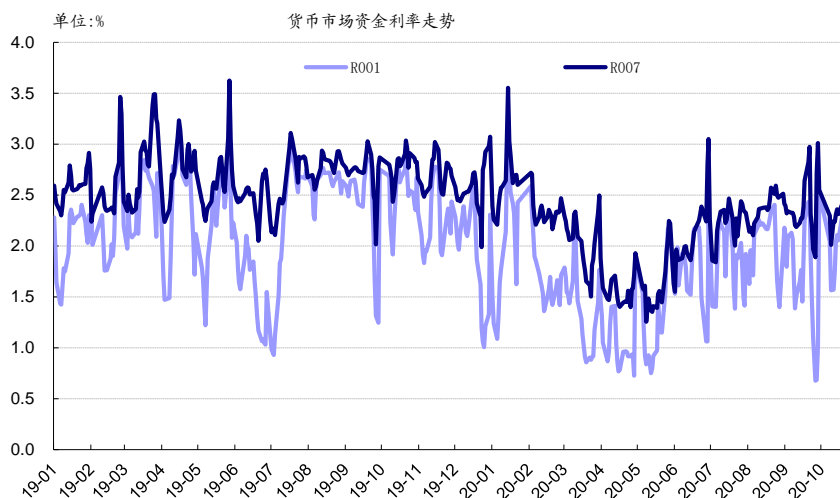
资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

10月14日的2020年第三季度金融统计数据新闻发布会上,孙国峰司长提到:“今年前四个月央行因经济形势变化特别是疫情冲击,前瞻性引导公开市场操作中标利率、中期借贷便利中标利率下行30个基点,带动一年期的贷款市场报价利率LPR也同步下行,并推动贷款利率明显下行。近几个月来随着疫情得到有效控制,国内经济复苏态势良好,央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定,市场利率围绕央行政策利率运行,利率水平与当前的经济基本面

总体是匹配的。下一阶段人民银行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长，为确保全面建成小康社会和经济高质量发展提供良好的货币环境。”总体来看，当期货币政策仍以稳为主。

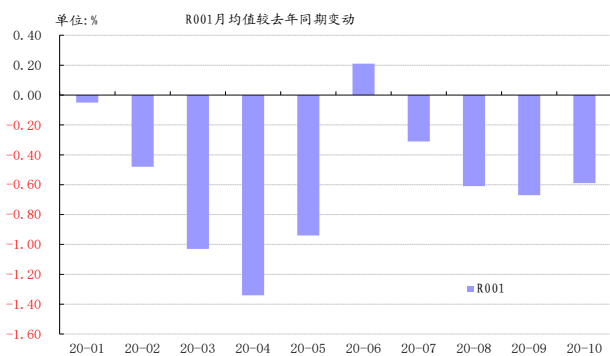
然后市场利率方面，和去年年同期相比，9月R001和R007加权利率分别下行67BP和33BP，较去年同期下行的幅度和8月基本相似。截至10月19日，10月资金面仍相对平稳。

图 7: 货币市场利率走势



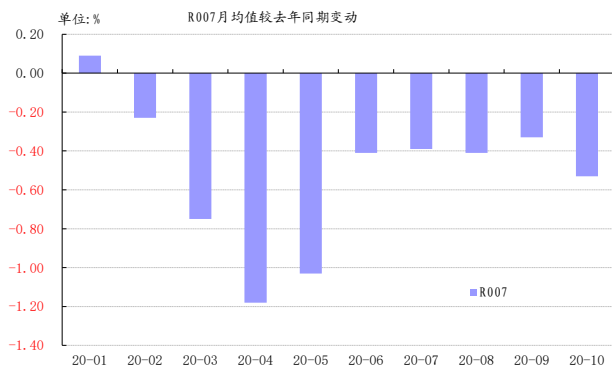
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: R001 月均值较去年同期变动



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理; 注: 10月数据为截至10月19日;

图 9: R007 月均值较去年同期变动



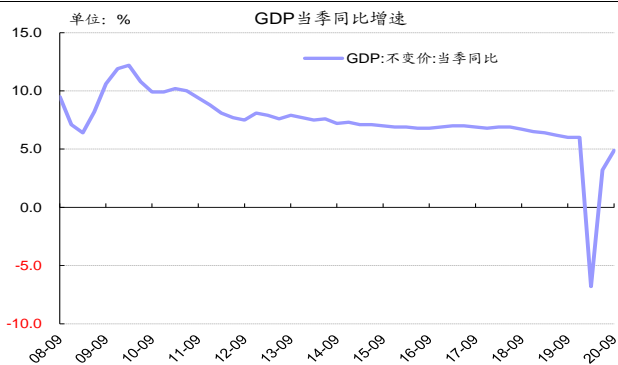
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理; 注: 10月数据为截至10月19日;

## 经济增长: 9月国内经济继续修复

三季度GDP同比为4.9%，较二季度抬升1.7%。其中第一产业3.9%、第二产业6%和第三产业4.3%，分别较二季度回升0.6%、1.3%和2.4%。另外和2019年三季度相比，第一产业增速高1.2%，第二产业增速高0.8%，第三产业少2.8%。总的来看，三季度第一产业和第二产业增速已经超过疫情前，但是第三产业仍受到一定的压制。

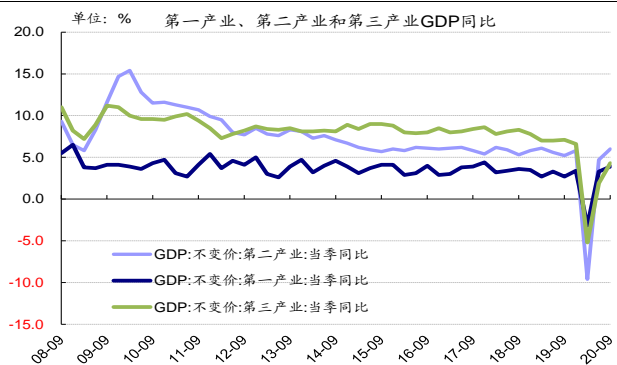


图 10: GDP 同比增速走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

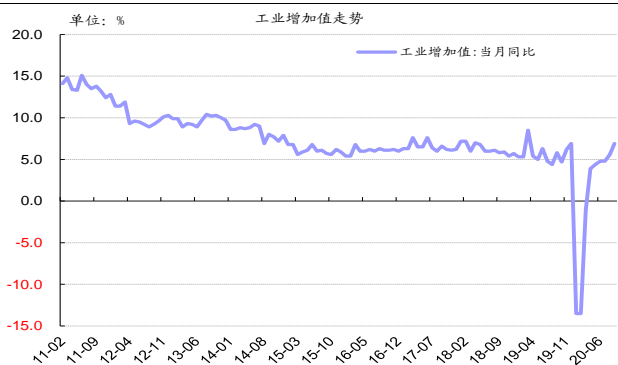
图 11: 第一产业、第二产业和第三产业 GDP 同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

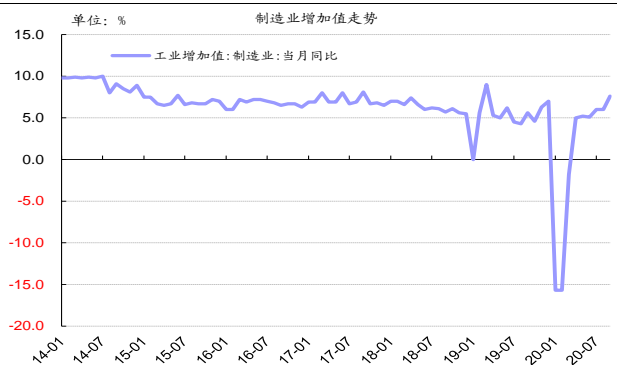
9月工业生产当月同比增速继续大幅上升，其中高技术制造业延续高景气。9月工业增加值同比增速为6.9%，较8月继续上升1.3%。分三大门类看，9月采矿业同比2.2%，较8月上升0.6%；制造业7.6%，较8月上升1.6%；公用事业4.5%，回落1.3%。分产品看，9月汽车产量同比上升6.2%至13.8%；与基建相关的粗钢、钢材产量同比分别上升2.5%、1.0%至10.9%、12.3%，水泥产量增速小幅回落0.2%至6.4%；与消费相关的乙烯、有色金属产量同比分别上升4.0%、0.4%至12.6%、7.3%。此外，高技术制造业增加值9月同比为7.8%，较8月上升0.2%，仍然处于较高水平。

图 12: 9月工业增长值同比6.9%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

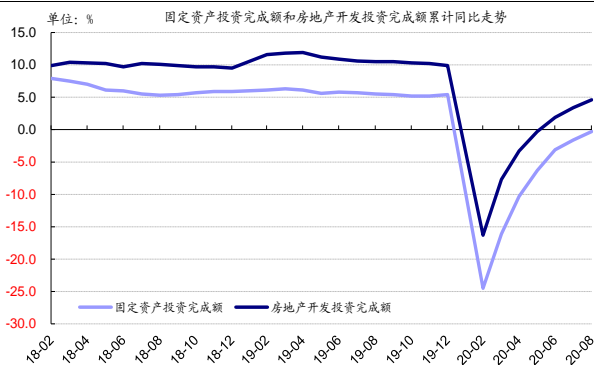
图 13: 9月制造业增加值回升到7.6%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

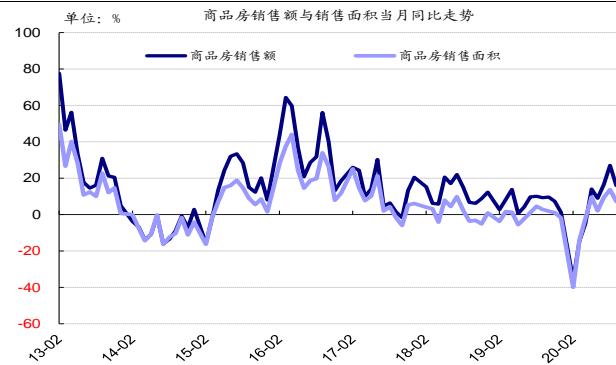
固定资产投资9月当月同比增7.6%，持平8月。其中房地产开发投资当月同比为11.9%，较8月小幅回落0.2%；制造业当月同比3.0%，回落2.0%，其中我们拟合的高技术制造业投资9月当月同比增10.7%，较8月回落4.5%，仍维持较高增速；基建投资同比4.8%，回落2.2%。9月房地产销售有所放缓，商品房销售面积9月同比增7.0%，较8月回落6.7%；商品房销售金额同比增16.2%，较8月回落10.5%。

图 14: 9月固定资产投资当月同比持平于8月



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

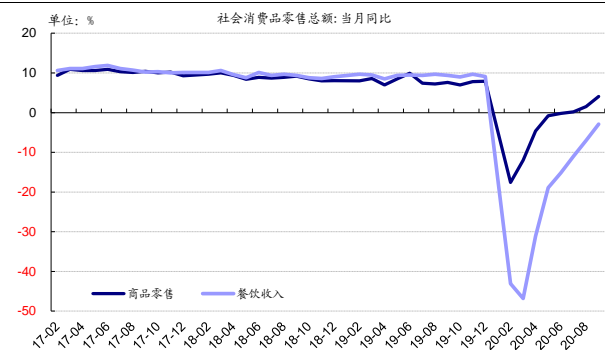
图 15: 9月商品房销售回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

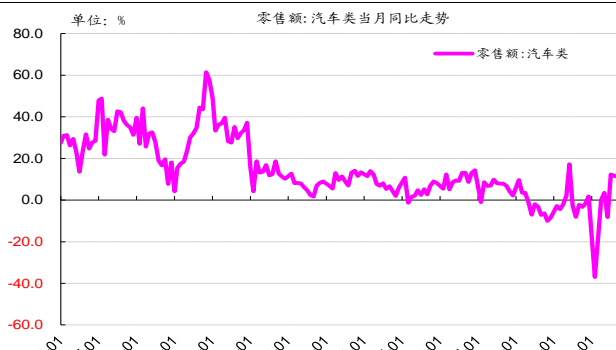
9月社会消费品零售总额同比继续上升,其中餐饮同比进一步向零靠拢。9月社会消费品零售总额同比增速为3.3%,较8月上升2.8%。分消费类型来看,9月商品零售同比增速为4.1%,较8月上升2.6%;餐饮-2.9%,较8月上升4.1%。限额以上商品零售中汽车、服装消费9月同比明显超过去年全年平均水平,家具、家电消费同比仍然负增长。

图 16: 9月社会消费品零售总额继续好转



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

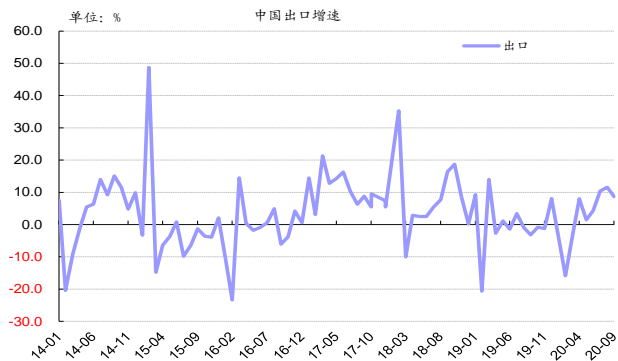
图 17: 汽车类零售额同比连续三个月保持在10%以上



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

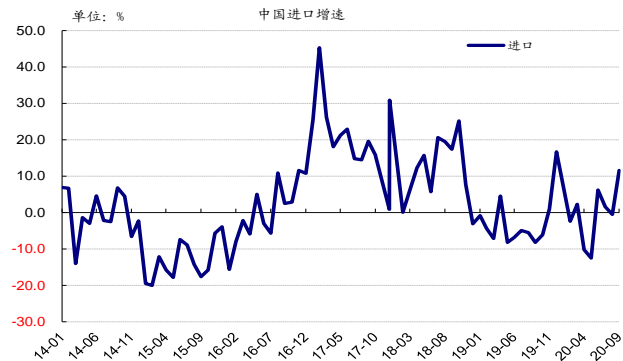
9月进口同比明显回升至11.6%(按人民币计,下同),较8月大幅上升约12.1%。9月出口同比增速为8.7%,较8月回落2.9%,进出口增速均较好。今年1至9月,我国出口累计增速1.8%,进口累计增速-0.6%,均已经高于2019年全年0.5%和-2.7%的增速,显示2020年全球疫情背景下我国进出口逆势增长。

图 18: 9月出口当月增速 8.7%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 9月进口当月增速 11.6%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

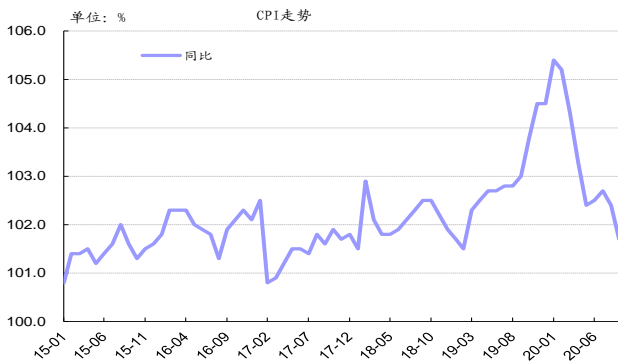
## 物价: 9月 CPI 大幅下行, PPI 向上趋势不变

9月 CPI 同比 1.7%，较 8 月下行 0.7 个百分点。9 月 CPI 环比 0.2%，低于季节性水平约 0.3%（9 月季节性指当前口径下 2005-2019 年 9 月环比均值，下同）。9 月食品和非食品价格环比均低于季节性。9 月食品环比为 0.4%，低于季节性约 0.8%，其中鲜果价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为 0.4%，畜肉、鲜菜、蛋类价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为 -0.9%、-0.1%、-0.1%，其他食品价格基本持平季节性，肉价是拖累食品价格的主要因素。非食品环比为 0.2%，低于季节性约 0.1%，其中服务价格环比为 0.3%，持平季节性，是今年 4 月以来首次未低于季节性水平；可推算非食品中工业品价格环比为 0.1%，低于季节性约 0.2%，其中药价、能源类价格低于季节性是主要原因。

10 月前两周食品价格整体继续下跌，预计 10 月食品价格环比仍明显低于季节性水平。非食品方面，9 月底央行公布的三季度未来物价预期指数较二季度明显抬升，显示国内通胀预期确实有所抬头，相应地我们看到对通胀预期敏感的国内服务品价格 9 月开始持平季节性水平，这是今年 4 月以来服务品价格首次从低于季节性水平恢复到持平季节性水平，后续若通胀预期继续升温，服务品价格或开始超越季节性水平，但考虑到非食品中的工业品价格近期有所走弱，预计 10 月国内非食品价格环比或持平季节性水平。整体来看，2020 年 10 月 CPI 环比或低于季节性水平，由于去年基数较高，2020 年 10 月 CPI 同比或大幅回落至 1.0% 以下。

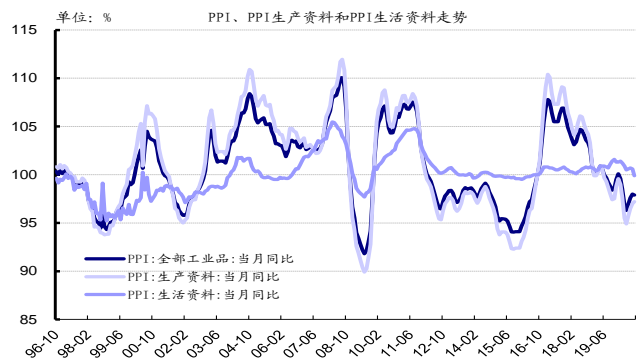
9 月 PPI 同比小幅回落，环比涨幅继续收窄。9 月 PPI 同比为 -2.1%，较上月回落 0.1%；环比为 0.1%，较上月回落 0.2%。从工业品高频价格数据来看，在需求推动下，9 月工业品价格仍在逐旬上升，预计这种上涨势头在 10 月仍将延续，预计今年 10 月 PPI 环比大概率继续维持正值，PPI 同比或小幅回升至 -2.0%。

图 20: 受猪肉价格拖累, 9月 CPI 同比仅 1.7%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 9月 PPI 略微回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032