

## 固定收益研究/动态点评

2020年07月29日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**张亮** 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 021-28972035  
zhangliang014597@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：20200728 信用债日常跟踪》2020.07
- 2《固定收益研究：20200727 信用债日常跟踪》2020.07
- 3《固定收益研究：地产有韧性，政策有定力》2020.07

# 供给压力仍待解，利率下行存约束

## 财政部要求加快地方专项债发行点评

### 核心观点

特别国债即将发行完毕，同时为了对冲外需和失业等压力，财政部近期表示将加快地方政府专项债券发行使用，力争在10月底前发行完毕。年内利率债净供给规模预计在4.5万亿左右，供给压力直到11月后才会有明显缓解。近期摊余成本法债基、中美摩擦等引发债市反弹行情，但是三周期拐点+存单利率制约利率下行空间，8月地方债发行高峰即将来临，也对利率下行产生约束。债市没有摆脱下有底、上有顶的宽幅区间震荡格局，维持十年国债向上3.0%-3.2%，向下很难回到2.5%-2.7%的判断，2.8%可能就是重要阻力位。

### 特别国债即将发行完毕，助力稳经济，地方债发行或再次加快

为了给特别国债发行“让路”，7月份地方债和一般国债发行较少，利率债供给主要集中在特别国债和政金债。但特别国债目前已经发行9300亿，还有一只700亿明日发行，至此1万亿特别国债即将全部发行完毕，因此地方债发行可能再次加快。此外，虽然二季度宏观经济增速出现向好的趋势，但是海外疫情二次爆发、外需仍面临下滑压力、国内失业率压力犹存，因此财政政策仍需要施以援手。财政部近期表示将加快地方政府专项债券发行使用，力争在10月底前发行完毕，重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等领域。

### 8-10月地方债净供给近2万亿

1-7月新增一般地方债发行5576亿，新增专项债发行22661亿，根据两会赤字预算，全年新增一般债9800亿、新增专项债37500亿，因此新增一般债、专项债分别还剩4224亿和14839亿有待发行。财政部近期表示将加快地方政府专项债券发行使用，力争在10月底前发行完毕，而7月6日财政部已经下达新一批超万亿专项债额度，因此我们预计8-10月新增地方债月均发行规模在6300亿左右，8月地方债发行高峰即将来临。

### 国债和政金债的供给压力也值得关注

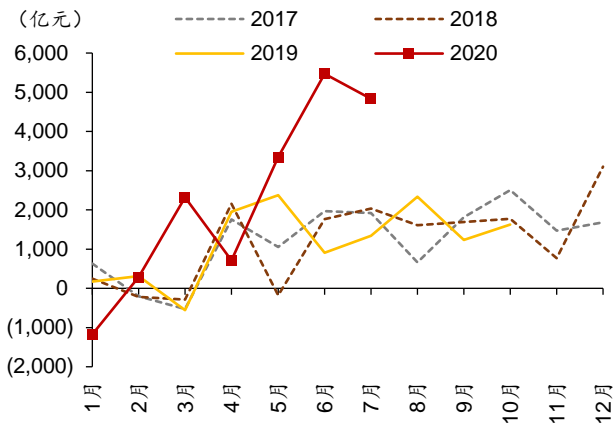
1-7月国债净发行达到1.58万亿，根据两会赤字预算，全年国债净供给3.78万亿（含1万亿特别国债），因此国债年内后续还有近1.7万亿的净供给。政金债方面，1-7月政金债净发行规模达到1.6万亿，已经明显超过去年全年的发行规模。假设去年政金债净发行2万亿，则政金债年内还有约4000亿的净供给。总体来看，8-12月利率债净供给规模预计在4.5万亿左右，仍处于历史同期最高水平。我们预计8月、9月利率债净供给规模分别在1.3万亿和1万亿左右，10月也有近万亿净供给。11月后伴随着地方债发行完毕，利率债供给压力才会有明显缓解。

### 债市启示

7月中以来，债市出现反弹行情，长端利率下行近20BP，配置价值显现是近日债市反弹的基础，而“抢跑”摊余成本法债基、中美摩擦是重要触发剂。但是利率在快速下行之后配置价值有所弱化，同时三周期拐点+存单利率制约利率下行空间。而8月份地方债发行可能再次加快，利率债天量供给压力仍待解，也会对利率下行产生约束。债市没有摆脱下有底、上有顶的宽幅区间震荡格局，维持十年国债向上3.0%-3.2%，向下很难回到2.5%-2.7%的判断，2.8%可能就是重要阻力位。

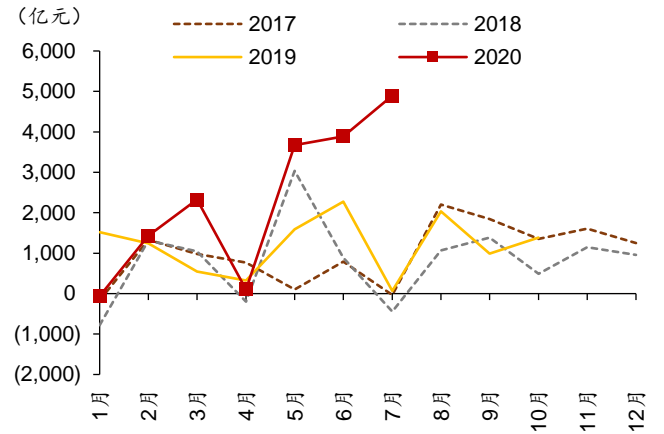
风险提示：中美摩擦超预期，风险资产上涨超预期。

图表1：国债净发行



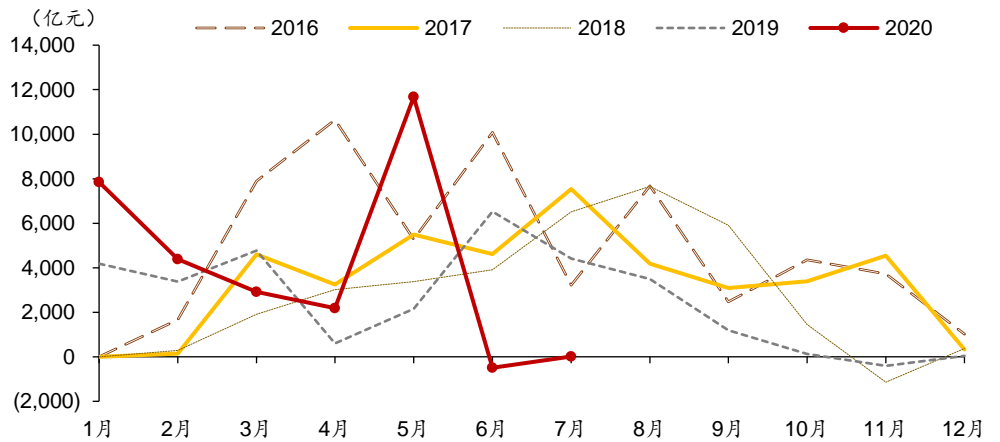
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：政金债净发行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：地方债净发行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、张亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师张继强、张亮本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

### 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

### 评级说明

#### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

### 华泰证券研究

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司