



信义山证汇通天下

宏观利率

报告原因: 定期报告

2022 年 4 月 9 日

国常会再部署宽货币，利率低位

——国内宏观利率周报（2022.04.04-2022.04.08）

本报告分析师:

张治 CFA

执业登记编码: S0760522030002

电话: 010-83496336

邮箱: zhangzhi@sxzq.com

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点

➤ 核心观点：国常会再部署货币政策，4 月利率维持低位。

3 月经济数据明朗后，4 月疫情对经济影响或成为新一轮博弈焦点，仍为债市提供支撑。尽管货币政策受中美利差进一步收窄、通胀高位等因素制约，但综合来看就业状况大幅走差有望推动宽货币兑现，国常会提出“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”后，降准降息落地前，债市交易空间仍存，10Y 国债收益率有望进一步下行至 2.68%。但政策底进一步夯实，通胀边际回落，除疫情影响外，国内经济长期进一步衰退证据不充分。因此如果宽货币兑现，则需要关注利率的阶段性回升。中期看，二季度经济大概率还未见底，债市压力不大。

➤ 市场回顾：债券收益率进一步回落，资金面宽松下曲线陡峭化。

上周，影响债市的主要边际增量信息为疫情、宽货币预期、美联储 3 月会议纪要等。具体看：一是，新冠新增病例继续冲高，支撑债市。4 月 2 日至 4 月 8 日，全国本土确诊新增 9810 人，无症状感染者新增 12.58 万人，其中上海无症状感染者新增 10.89 万人，继续冲高。二是，4 月 6 日国常务会议提出“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，宽货币预期再度增加，利率在当日及次日明显下行。三是，美联储会议纪要释放更多鹰派信号。4 月 7 日，美联储公布 3 月会议纪要，显示最早可能于 5 月开启缩表，每月缩减上限为 950 亿美元，节奏上，支持缩表上限的时间为 3 个月或更长时间。加息方面，会议纪要显示，如果不是乌克兰冲突，许多美联储成员可能会要求 3 月份加息 50 个基点。此次美联储缩表开启时间和达到上限的时间超出预期，对国内债市形成一定扰动。

➤ 周度专题：国常会政策再部署，助推宽松预期

会议对当前经济形势判断更加严峻。国常务会议指出，新的下行压力进一步加大，并提出针对形势变化抓紧研究政策预案，及时出台有利于市场预期稳定的措施。主要下行压力主要包括疫情大面积爆发、能源等大宗商品价格大幅波动，市场主体困难明显增加等。3 月国内疫情多发对经济造成扰动。本轮国内疫情爆发涉及面广，病例数多，是 2021 年以来的最大规模的疫情反复，且在国内动态清零政策下，经济冻结程度很深。可以观察一些指标，如 4 月 3 日当周，我国公共物流园吞吐量指数为 87.61，自 3 月以来持续下滑，且达到 2020 年 7 月以来最低值（除春节外）；受上海疫情发酵影响，广州、武汉等主要城市地铁客运量也有所下降。

稳住经济大盘的关键是实现就业和物价基本稳定。这是自两会提

出 5.5%增速目标后高层再度给出的经济保持在合理区间的重要指标，也是除疫情等不可抗力之外制约经济周期向上的最主要力量。就业方面，自 2021 年 10 月以来，就业情况再度变差，城镇调查失业率及 31 个大城市城镇调查失业率分别由 2021 年 10 月的 4.9%、5.1%回升至 2022 年 3 月的 5.5%、5.4%，2022 年 3 月制造业 PMI 从业人员回落至 48.6%，触及 2021 年 3 月以来最低值。可见，就业形势比较严峻，目前疫情高位可能导致就业情况进一步变差。稳定就业需要多措并举，最主要的是进一步帮扶，稳市场主体。物价方面，一方面是粮食的保供稳价。受猪肉价格影响，尽管 CPI 可能长期内维持在温和通胀，但其中的粮食分项 CPI 已经达到 2016 年来高位。3 月以来面粉价格再度大幅上涨，需要关注潜在的经济风险。另一方面，对于国内优势能源和原材料做好保供稳价。如进一步释放煤炭先进产能，落实支持煤电企业多发电的政策，保障能源稳定供应。往后看，随着国际能源署释放石油储备以及欧佩克+的适度增产计划，石油供需情况将有所好转，但鉴于地缘政治的不确定性以及主要经济体经济还处于复苏周期，预计全球高通胀水平可能还会延续。国内通胀相对温和，主要是中游企业缓冲了部分原材料价格上涨的冲击，但也从侧面反映了需求的低迷，目前的通胀水平对于国内需求仍有较强的抑制。

宽货币窗口期进一步确定。会议指出，要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能。目前货币政策仍需在多个因素中摆布。一是目前的就业情况较差，受疫情影响近期可能更差，需要货币政策对冲。但疫情对经济的制约又超出货币政策的能力范畴，不合时宜的宽松可能导致流动性无法到达实体，反而聚集在金融市场。二是通胀仍居高位，2 月国内 PPI 有所下行，3 月测算大概率还处于 8%左右，但整体而言，通胀年内趋势向下较为确定，对货币政策并非硬约束。三是美联储缩表加息一定程度制约国内货币政策，但同时美债 10Y-2Y 利差创新低又提示美国经济深度衰退风险，这一轮美联储货币政策正常化带来的人民币贬值压力可能不及 2018 年。因此短期看汇率对货币政策的制约还不大。综上，我们认为近期高层不断夯实政策底的情况下，降准降息具有较大概率。结构性工具方面，6 日国常会议提出设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，人民银行对贷款本金分别提供 60%、100%的再贷款支持。回顾 2021 年 11 月及 12 月情形，结构性货币政策和全面降准并不冲突。

➤ **风险提示：**疫情超预期好转；房地产政策大幅调整；通胀、汇率等对货币政策制约时间超预期；经济数据表现较好；能源危机等。

目录

1.流动性及资金面回顾.....	6
1.1 公开市场操作.....	6
1.2 货币市场利率.....	6
2.市场回顾：宽货币预期和资金面宽松带动利率下行.....	6
3.周度专题：国常会政策再部署，助推宽松预期.....	9
4.经济高频数据.....	10
4.1 供给：上游开工率维持高位，下游显疲态.....	10
4.2 需求：商品房销售不佳，乘用车销售偏弱.....	11
4.3 价格：能源资源价格齐涨.....	12
5.风险提示.....	16

图表目录

图 1 : DR007 (%)	7
图 2 : DR001 (%)	7
图 3 : 1Y 同业存单、MLF 利率 (%)	7
图 4 : 6 个月同业存单利率 (%)	7
图 5 : 10Y 国债收益率 (%)	7
图 6 : 1Y 国债收益率 (%)	7
图 7 : 收益率曲线 (%)	8
图 8 : 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (BP)	8
图 9 : 期限利差: 10Y 国债-1Y 国债(BP)	8
图 10 : 中美利差 (BP)	8
图 11 : 银行间质押式回购成交量及隔夜回购成交量占比 (亿元, %)	8
图 12 : 股债收益率比较 (%)	8
图 13 : PMI: 出厂价-购进价 (%)	错误! 未定义书签。
图 14 : 建筑业 PMI 领先制造业 PMI (%)	错误! 未定义书签。
图 16 : 钢厂开工率 (%)	10
图 17 : 钢厂产能利用率 (%)	10
图 18 : 焦化企业开工率 (%)	11
图 19 : 国内 PTA 开工率 (%)	11
图 20 : 30 大中城市商品房成交面积及增速 (万平方米, %)	11
图 21 : 电影票房收入及人次 (万元、万人次)	11
图 22 : 焦煤期货收盘价 (元/吨)	12
图 23 : 主要地区主焦煤价格 (元/吨)	12
图 24 : 动力煤期货收盘价 (元/吨)	12
图 25 : 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K) (元/吨)	12
图 26 : OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)	13

图 27：期货收盘价(连续):IPE 布油（美元/桶）	13
图 28：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）	13
图 29：中国汽油、柴油批发价格指数（元/吨）	13
图 30：铁矿石价格指数:62%Fe:CFR 中国北方（美元/吨）	14
图 31：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨）	14
图 32：MYSPI 综合钢价指数	14
图 33：西本新干线钢材、铁矿石指数	14
图 34：期货及现货走势：铜（美元/吨、元/吨）	14
图 35：期货及现货走势：铝（美元/吨、元/吨）	14
图 36：期货及现货走势：铅（美元/吨、元/吨）	15
图 37：期货及现货走势：锌（美元/吨、元/吨）	15
图 38：PTA 期现价格（元/吨）	15
图 39：中国化工产品价格指数(CMPI)	15
图 40：主要建材指数	16
图 41：期货收盘价(连续):玻璃（元/吨）	16
图 42：主要农产品价格指数	16
图 43：农业部猪肉平均批发价（元/公斤）	16

1.流动性及资金面回顾

1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购净回笼 5800 亿元。下周央行公开市场共有 400 亿元逆回购到期，周三有 700 亿元国库现金定存到期，周五有 1500 亿元 MLF 到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	04-04	04-05	04-06	04-07	04-08	04-09	合计
7D	0	0	-4400	-1400	0	0	-5800

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

上周，公开市场虽大幅净回笼，但银行间资金面偏松。DR001（7 日移动平均）下降 2.8bp 至 1.68%，DR007（7 日移动平均）下降 9.3bp 至 2.02%。银行体系中期资金面平稳。4 月 8 日，银行 3 个月同业存单综合发行利率较 2 日下行 3.2bp，国有行及股份制大行同业存单发行利率下行幅度较大。SHIBOR/N、SHIBOR1W 分别保收 1.75%、1.99%。

2.市场回顾：宽货币预期和资金面宽松带动利率下行

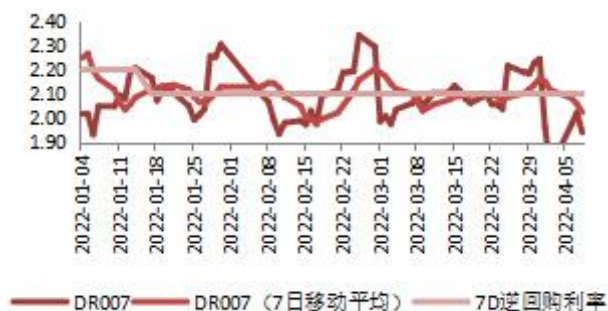
上周，10Y 国债、国开债收益率分别回落 1.85bp、2.73bp 至 2.7529%、2.9940%，1Y 国债、国开债收益率分别回落 3.37bp、3.35bp 至 2.0669%、2.2182%。上周经济数据处于空窗期，影响债市的主要边际增量信息为疫情进展、宽货币预期、美联储 3 月会议纪要等。具体看：

一是，疫情新增病例继续冲高支撑债市。4 月 2 日至 4 月 8 日，全国本土确诊新增 9810 人，无症状感染者新增 12.58 万人，其中上海无症状感染者新增 10.89 万人，继续冲高。

二是，4 月 6 日国常务会议提出“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”，宽货币预期再度增加，利率在当日及次日明显下行。

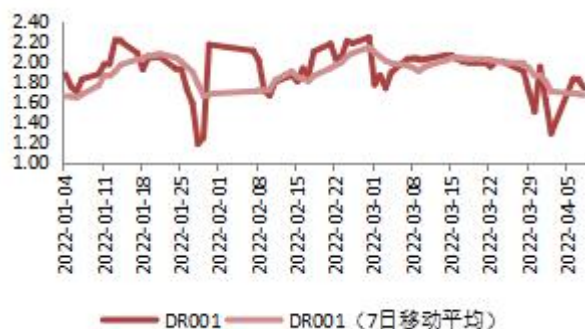
三是, 美联储释放更多鹰派信号。4月7日, 美联储公布3月会议纪要, 显示最早可能于5月开启缩表, 每月缩减上限为950亿美元, 节奏上, 支持缩表上限的时间为3个月或更长时间。。加息方面, 会议纪要显示, 如果不是乌克兰冲突, 许多美联储成员可能会要求3月份加息50个基点。此次美联储缩表开启时间和达到上限的时间超出预期。

图 1: DR007 (%)



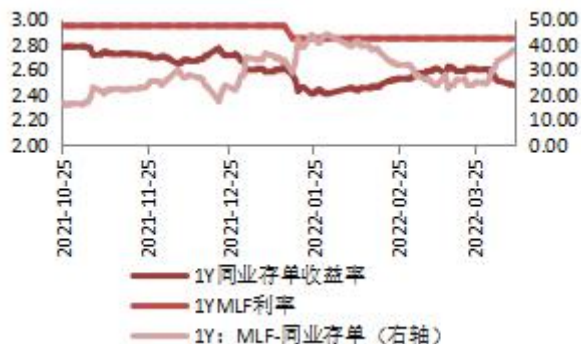
数据来源: wind

图 2: DR001 (%)



数据来源: wind

图 3: 1Y 同业存单、MLF 利率 (%)



数据来源: wind

图 4: 6 个月同业存单利率 (%)



数据来源: wind

图 5: 10Y 国债收益率 (%)



图 6: 1Y 国债收益率 (%)



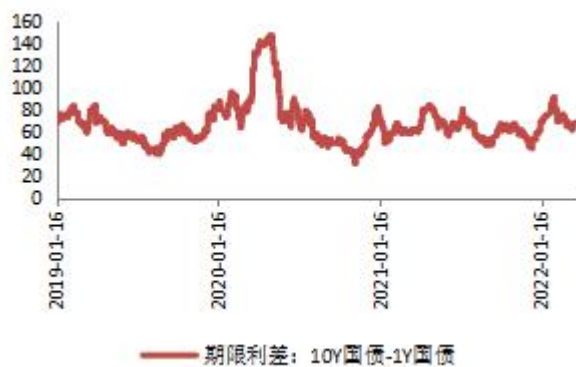
数据来源: wind

图 7: 收益率曲线 (%)



数据来源: wind

图 9: 期限利差: 10Y 国债-1Y 国债(bp)



数据来源: wind

图 11: 银行间质押式回购成交量及隔夜回购成交量占比 (亿元, %)



数据来源: wind

图 8: 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



数据来源: wind

图 10: 中美利差 (bp)



数据来源: wind

图 12: 股债收益率比较 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40134

