

信义山证汇通天下

宏观利率

降准幅度不及预期

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.04.11-2022.04.15）

2022 年 4 月 16 日

本报告分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码: S0760522030002

邮箱: zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

山西证券股份有限公司

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

投资要点

➤ 核心观点: 降准幅度不及预期, 降息短期难以落地。

短期看, 央行已明确释放了货币政策在通胀和美联储加息下调度难度加大的信号, 因此降息可能短期难以落地。但我们认为中期内降息窗口还未关闭, 关键在于疫情和房地产市场, 若疫情导致失业率再度攀升, 且通胀和汇率能保持在可承受的范围, 则降息仍具有一定概率; 若商品房销售在多城松绑下出现回暖则对降息造成制约, 目前来看这个制约还不大。就 4 月下旬而言, 金融数据总量超预期, 叠加 4 月政治局会议大概率会有稳增长政策的再布局, 使得疫后经济快速恢复的概率在提升, 对市场情绪形成压制。重点关注下周公布的 3 月失业率数据。

➤ 市场回顾: 多因素扰动市场, 收益率小幅波动。

上周, 资金面整体偏松带动短端走低。10Y 国债、国开债收益率分别+0.49bp、-0.49bp 至 2.7578%、2.9891%, 1Y 国债、国开债收益率分别-7.51bp、-5.78bp 至 1.9918%、2.1604%。具体看, 周一, 金融数据超预期但结构不佳, 通胀超预期, 中美 10Y 国债利差 2010 年来首次倒挂等因素共同作用下各期限收益率均承压上行; 周二, 国债收益率除 1Y 微幅下降外, 其余各期限继续上行; 周三, 消息层面较为平静, 但 MLF 降息预期扰动市场, 各期限收益率有所回落; 周四, 受国常会再提降准影响, 短端收益率明显下行, 但 10Y 收益率仍微幅上行; 周五, MLF 降息落空, 降准兑现但幅度不及预期, 收益率较前一日微幅下行。

➤ 周度专题: 降准后, 还会降息吗?

此次降准 0.25bp 不及市场预期。央行可能有以下几个方面的考虑。一是如央行所言, 当前银行体系资金面较为充裕, 目前同业存单利率已经到达 2021 年以来低位, 短期资金面也较宽松, 此次降准主要目的在于优化金融机构资金结构, 降低金融机构综合融资成本。考虑到高层近期持续夯实“政策底”, 此次降准的信号的意义较强。二是通胀尤其是 CPI 未来有走升趋势对降准幅度有一定制约, 央行提出“密切关注物价走势变化, 保持物价总体稳定。”3 月 CPI 回升受能源价格和 PPI 传导的迹象已经非常明显, 三四季度个别月份有一定概率冲至 3%。三是受主要发达经济体货币政策调整的影响, 货币政策需“内外兼顾”。本周中美利差已经倒挂, 美元兑人民币汇率再度回升, 美联储进一步收紧货币政策下需对未来人民币贬值情况有充足考虑。

降准后还会有降息吗? 我们认为降息的窗口还未关闭, 但概率在降低。回顾 2015 年以来, 多数情况下降准后会伴随着不同形式的降息, 但也有降准后不降息甚至降准+加息 (如 2018 年 4 月) 的情况, 主要



和当时的宏观调控目标有关。当前的政策目标无疑是让更多市场主体尤其是中小企业能以合理的融资利率得到信贷支持，从而达到稳就业保民生的目的。但目前的问题是市场总量上不缺乏流动性，一季度金融数据整体表现超预期，但居民贷款和企业中长期贷款增速欠佳。目前经济最大制约还是疫情对经济循环的阻碍，导致宽货币释放的流动性难以进一步循环至中小微企业，2021 年 11 月以来失业率已快速攀升至目前的 5.5%。因此从稳就业保民生的角度考虑，降息的窗口还未关闭，但需要一定的契机。未来降息的可能性一是看国内疫情的持续性；二是看房地产销售情况能否在多城松绑下出现回暖迹象；三是看 3 月失业率数据是否持续回落；四是看通胀和汇率能否保持在可承受的范围。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；房地产调控政策大幅调整；通胀、汇率等对货币政策制约时间超预期；经济数据超预期。

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：多因素扰动市场，收益率小幅波动.....	6
3.周度专题：降准后，还会降息吗？	9
4.经济高频数据.....	9
4.1 供给：上游开工率维持高位，下游显疲态.....	9
4.2 需求：商品房销售不佳，乘用车销售回升.....	10
4.3 价格：能源资源价格齐涨.....	11
5.风险提示.....	15

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：美国经济衰退风险或弱化人民币贬值压力.....	错误！未定义书签。
图 14：钢厂开工率（%）	10
图 15：钢厂产能利用率（%）	10
图 16：焦化企业开工率（%）	10
图 17：国内 PTA 开工率（%）	10
图 18：30 大中城市商品房成交面积及增速（万平方米，%）	11
图 19：电影票房收入及人次（万元、万人次）	11
图 20：焦煤期货收盘价（元/吨）	11
图 21：主要地区主焦煤价格（元/吨）	11
图 22：动力煤期货收盘价（元/吨）	12
图 23：综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)（元/吨）	12
图 24：OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）	12
图 25：期货收盘价(连续):IPE 布油（美元/桶）	12

图 26：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）	12
图 27：中国汽油、柴油批发价格指数（元/吨）	12
图 28：铁矿石价格指数:62%Fe:CFR 中国北方（美元/吨）	13
图 29：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨）	13
图 30：MYSPI 综合钢价指数.....	13
图 31：西本新干线钢材、铁矿石指数.....	13
图 32：期货及现货走势：铜（美元/吨、元/吨）	14
图 33：期货及现货走势：铝（美元/吨、元/吨）	14
图 34：期货及现货走势：铅（美元/吨、元/吨）	14
图 35：期货及现货走势：锌（美元/吨、元/吨）	14
图 36：PTA 期现价格（元/吨）	14
图 37：中国化工产品价格指数(CMPI).....	14
图 38：主要建材指数.....	15
图 39：期货收盘价(连续):玻璃（元/吨）	15
图 40：主要农产品价格指数.....	15
图 41：农业部猪肉平均批发价（元/公斤）	15

1.流动性及资金面回顾

1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购净投放 200 亿元，国库现金定存到期净回笼 700 亿元，周五 1500 亿元 1YMLF 等量续作。下周央行公开市场共有 600 亿元 7D 逆回购到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	04-11	04-12	04-13	04-14	04-15	合计
7D	0	200	0	0	0	200

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

上周，银行资金面明显偏松。DR001 下降 39bp 至 1.34%，DR007 下降 21bp 至 1.73%。银行体系中期资金面较为宽松。4 月 15 日，银行 3 个月同业存单综合发行利率较 8 日下行 4.3bp。SHIBOR/N、SHIBOR1W 分别报收 1.55%、1.91%。

2.市场回顾：多因素扰动市场，收益率小幅波动

上周多因素扰动市场，收益率小幅波动。上周，10Y 国债、国开债收益率分别+0.49bp、-0.49bp 至 2.7578%、2.9891%，1Y 国债、国开债收益率分别-7.51bp、-5.78bp 至 1.9918%、2.1604%。4 月 15 日盘后央行降准靴子落地。具体看，周一，金融数据超预期但结构不佳，通胀超预期，中美 10Y 国债利差 2010 年来首次倒挂，各期限收益率均承压上行；周二，中美利差继续倒挂叠加 MLF 降息预期扰动，国债除 1Y 微幅下降外，其余各期限收益率继续上行；周三，消息层面较为平静各期限收益率有所回落；周四，受国会再提降准影响，短端收益率明显下行，但 10Y 收益率仍微幅上行；周五，MLF 降息落空，降准兑现但幅度不及预期，收益率较前一日微幅下行。

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 (%)



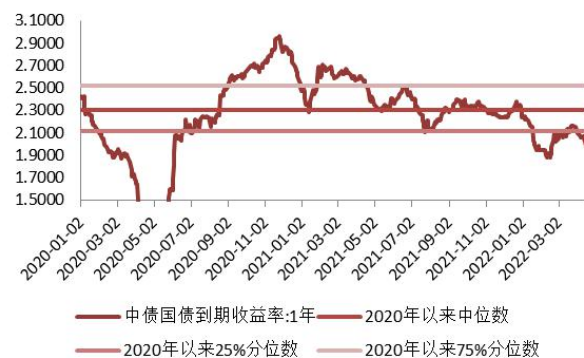
数据来源: wind

图 5: 10Y 国债收益率 (%)



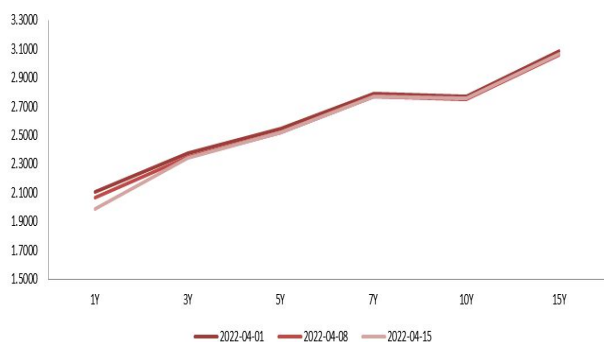
数据来源: wind

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, %)

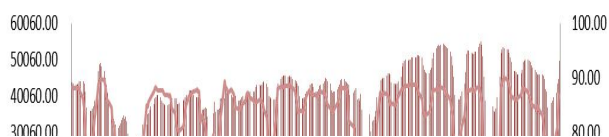
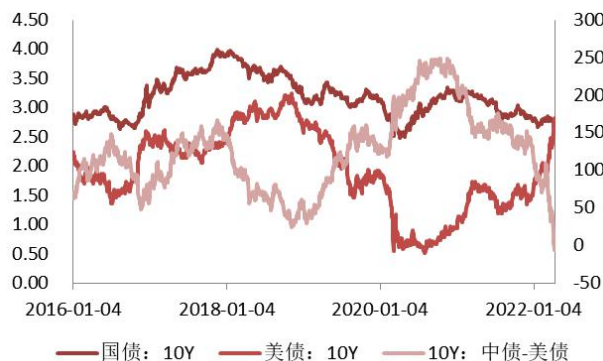


图 8: 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



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_40528

