

# 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](mailto:guorui@sxzq.com)

张治 CFA

执业登记编码: S0760522030002

邮箱: [zhangzhi@sxzq.com](mailto: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 小幅下降外, 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 收益率仍小幅上行; 周五, MLF 降息落空, 降准兑现但幅度不及预期, 收益率较前一日小幅下行。

#### ➤ 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.....	<b>错误! 未定义书签。</b>
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：MYPIC 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(CCPI).....	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。

图 1: DR007 (%)



数据来源: wind

图 2: DR001 (%)



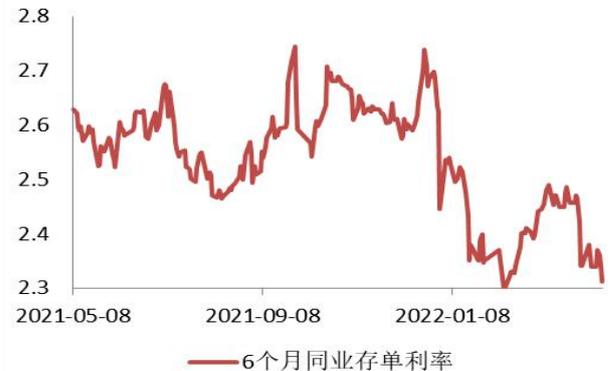
数据来源: wind

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 (%)



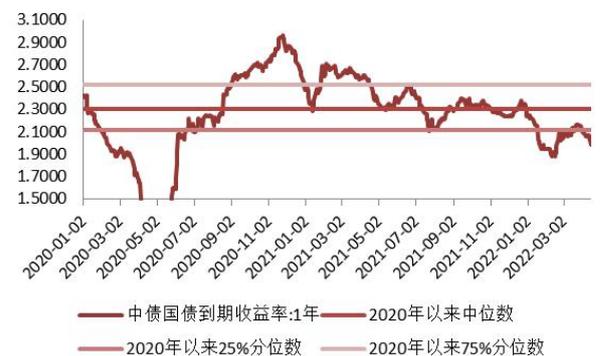
数据来源: wind

图 5: 10Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind

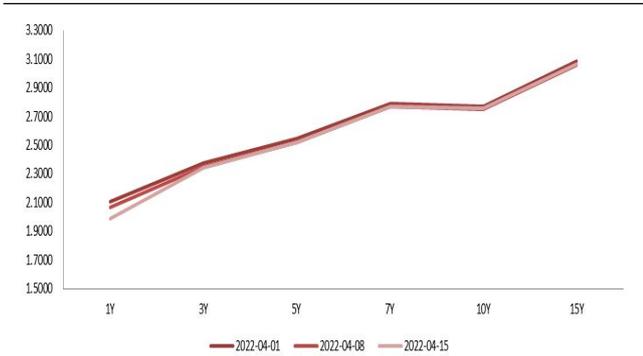
图 6: 1Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind

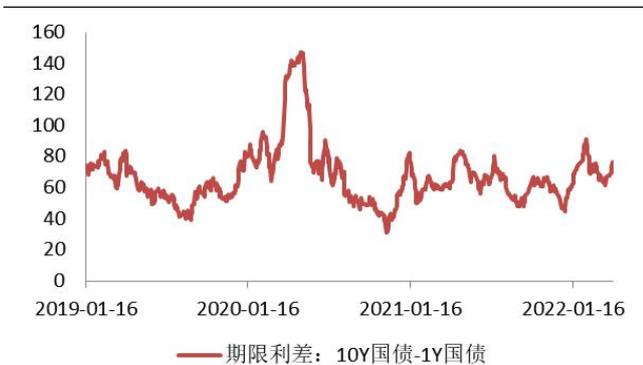


图 7：收益率曲线（%）



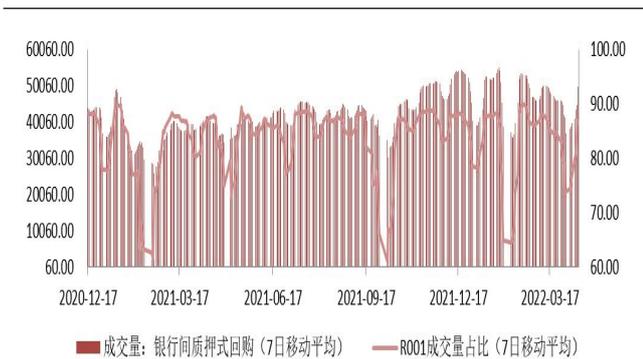
数据来源：wind

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



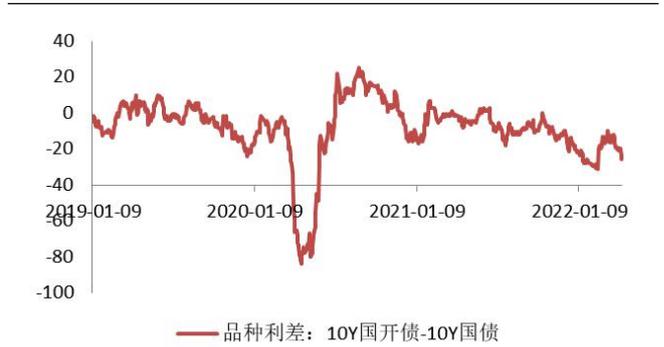
数据来源：wind

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，%）



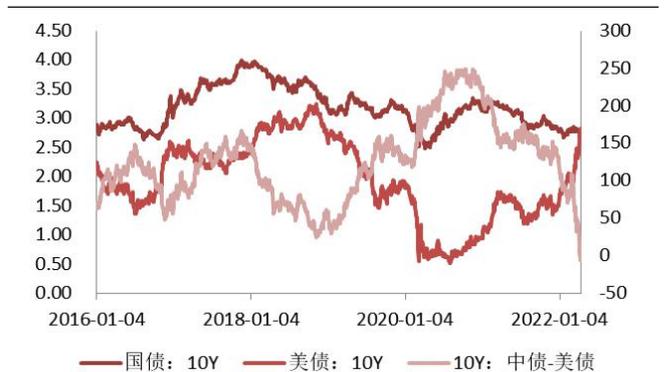
数据来源：wind

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（%）



数据来源：wind

### 3. 周度专题：降准后，还会降息吗？

4月15日，央行降准兑现，决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

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。

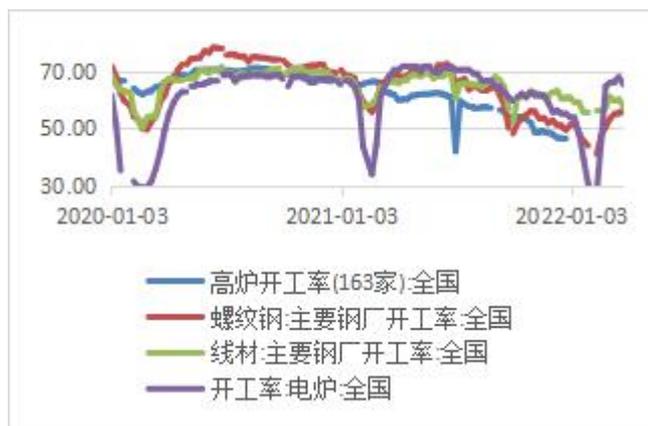
## 4. 经济高频数据

### 4.1 供给：上游开工率下滑，中下游好转

上游看，上周焦化企业开工率大幅回落，其中产能>200万吨焦化企业开工率79.5%（前值84.5%）；

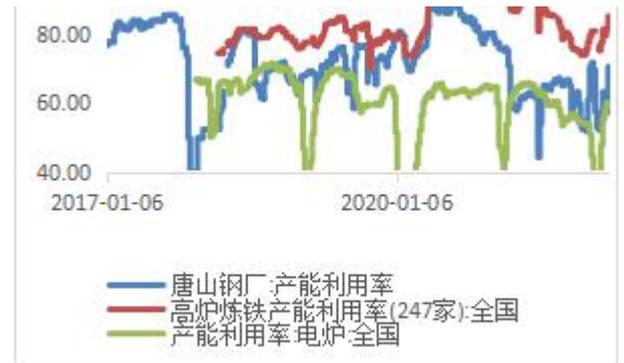
国内 PTA 开工率 73.3% (前值 73.6%) ; PTA 工厂产业链负荷率 67.83% (前值 72.49%) 。中游表现有所回升, 唐山高炉开工率 52.4% (前值 54.8%) , 唐山全国电炉开工率 62.3% (前值 60.9%) , 唐钢钢厂产能利用率 70.6% (前值 70.3%) , 高炉炼铁产能利用率 (247 家) 86.4% (前值 85.0%) 。下游看, 上周汽车轮胎开工率全钢、半钢分别为 56.7% (前值 49.4%) 、68.4% (前值 67.1%) 。

图 14: 钢厂开工率 (%)



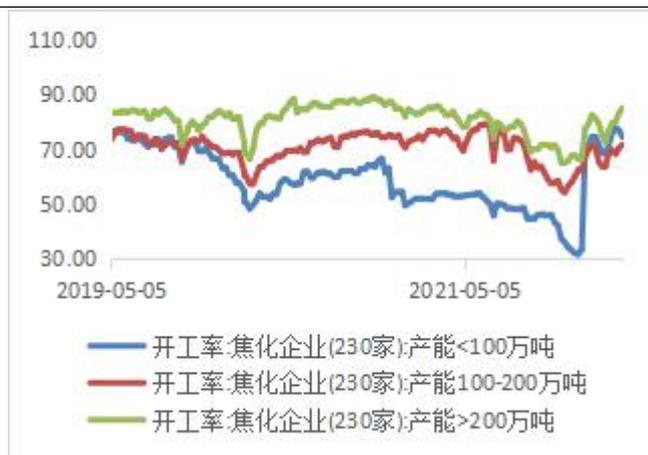
数据来源: Wind

图 15: 钢厂产能利用率 (%)



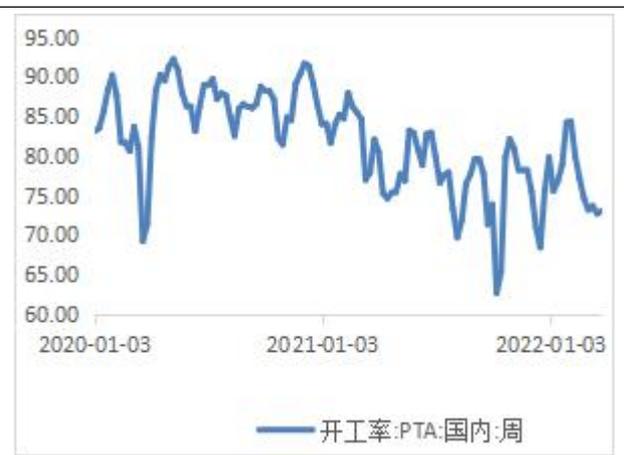
数据来源: Wind

图 16: 焦化企业开工率 (%)



数据来源: Wind

图 17: 国内 PTA 开工率 (%)



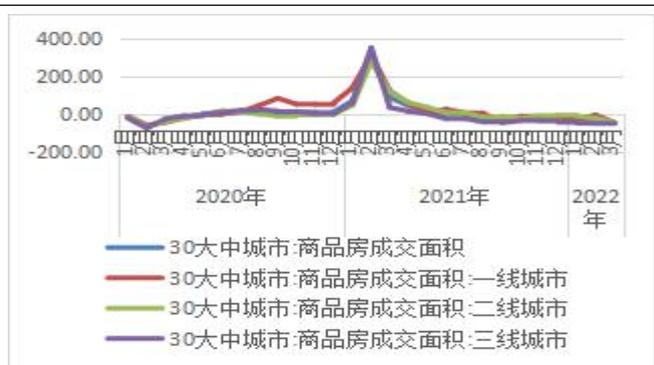
数据来源: Wind

## 4.2 需求: 商品房销售不佳, 乘用车销售回落

商品房销售依然大幅下滑。2022 年 4 月 1 日至 13 日, 30 大中城市商品房成交面积较去年 4 月同期下跌 55.9%, 跌幅仍未得到遏制。4 月 10 日当周电影票房收入和电影观影人次当周值为去年同期的 29.8%、

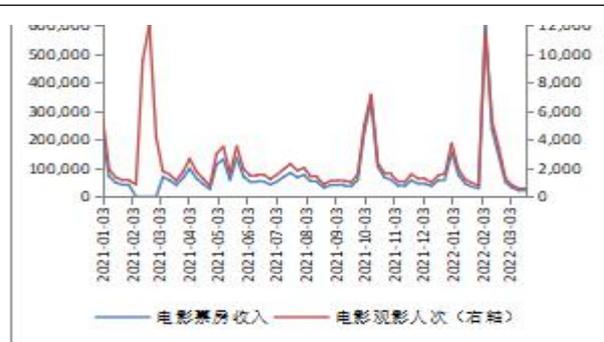
30.4%；4月10日当周日均乘用车销量批发、零售同比分别为-39%、-32%。

图 18：30 大中城市商品房成交面积及增速（万平方米，%）



数据来源：Wind

图 19：电影票房收入及人次（万元、万人次）



数据来源：Wind

### 4.3 价格：能源资源价格齐涨

#### 4.3.1 能源：煤价仍处高位，国际油价和天然气价格上涨

煤价仍处高位。4月13日综合平均价格指数：环渤海动力煤(Q5500K)为736元/吨（前值737元/吨）；动力煤期货收盘价820元/吨，较3月末回落82元/吨；华东地区主焦煤价格2520元/吨，较前一周上涨67元/吨。

图 20：焦煤期货收盘价（元/吨）



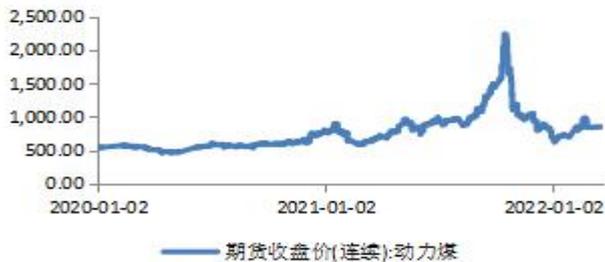
数据来源：Wind

图 21：主要地区主焦煤价格（元/吨）



数据来源：Wind

图 22: 动力煤期货收盘价(元/吨)



数据来源: Wind

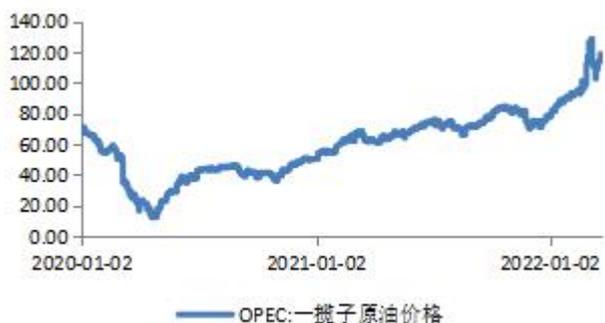
上周, 国际油价和天然气价格再度上涨。OPEC 一揽子原油价格 4 月 13 日收 106.07 美元/桶。4 月 14 日 IPE 布油期货连续价格收 111.66 美元/桶; NYMEX 天然气期货价格收 7.32 美元/百万英热单位; 4 月 15 日中国 LNG 出厂价全国指数收 7925 元/吨; 4 月 14 日中国汽油、柴油批发价格指数分别报收 9129 元/吨, 8475 元/吨。

图 23: 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)(元/吨)



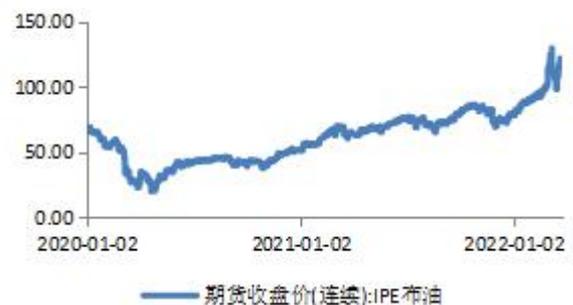
数据来源: Wind

图 24: OPEC 一揽子原油价格(美元/桶)



数据来源: Wind

图 25: 期货收盘价(连续):IPE 布油(美元/桶)

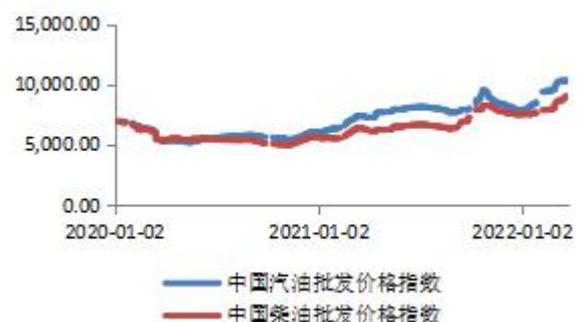


数据来源: Wind

图 26: 期货收盘价(连续):NYMEX 天然气(美元/百万英热单位)



图 27: 中国汽油、柴油批发价格指数(元/吨)



数据来源：Wind

### 4.3.2 黑色金属：钢价上涨

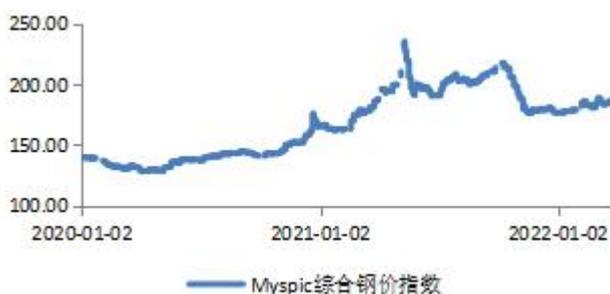
上周，钢价上涨。铁矿石期货收盘价收 949.50 元/吨；西本新干线铁矿指数收 1240；螺纹钢期货收盘价收 4965 元/吨；线材期货收盘价收 5552 元/吨；Myspic 综合钢价指数为 189.7；西本新干线钢材指数为 5280。

图 28：铁矿石价格指数:62%Fe:CFR 中国北方（美元/吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

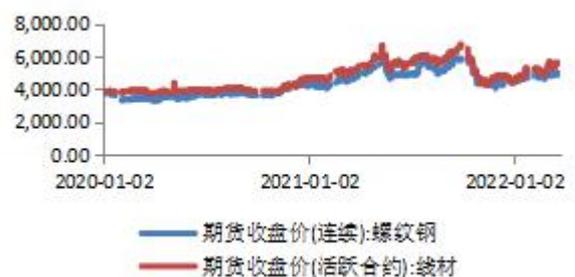
图 30：Myspic 综合钢价指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

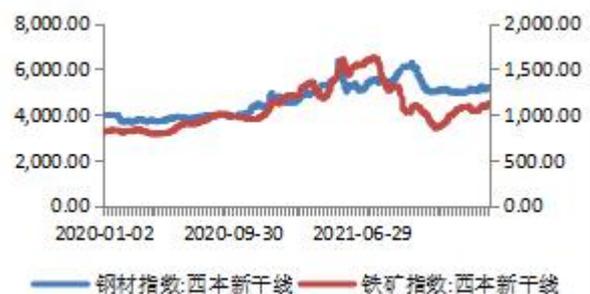
数据来源：Wind

图 29：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 31：西本新干线钢材、铁矿石指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

### 4.3.3 有色金属：价格涨跌互现

上周，主要基本金属价格涨跌互现。LME 铜期货收盘价收 10332 美元/吨，LME 铝期货收盘价收 3299 美元/吨，LME 铅期货收盘价收 2448 美元/吨，LME 锌期货收盘价收 4429 美元/吨。长江有色市场铜平均价收 74650 元/吨，铝平均价收 21450 元/吨，铅平均价收 15450 元/吨，锌平均价收 28323 元/吨。

图 32: 期货及现货走势: 铜 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 33: 期货及现货走势: 铝 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 34: 期货及现货走势: 铅 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 35: 期货及现货走势: 锌 (美元/吨、元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

### 4.3.4 化工: 产品价格多数下跌

上周, 化工产品价格多数下跌。中国化工产品价格指数(CCPI)收 5763; 南华能化指数收 2066; PTA 期货收盘价收 6140 元/吨; 聚丙烯期货结算价收 8622 元/吨。

图 36: PTA 期现价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 37: 中国化工产品价格指数(CCPI)

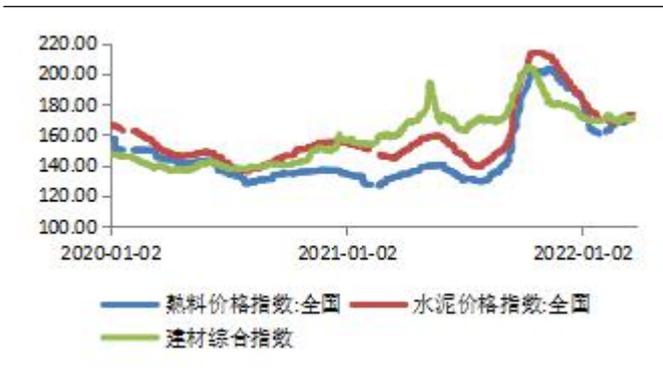


数据来源: Wind, 山西证券研究所

### 4.3.5 非金属建材：价格下跌

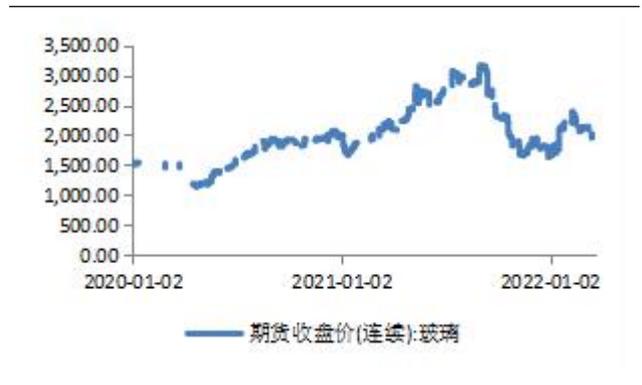
上周，水泥和玻璃价格均有所下跌。4月15日全国水泥价格指数171.5；建材综合指数173.6。

图 38：主要建材指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 39：期货收盘价(连续):玻璃（元/吨）

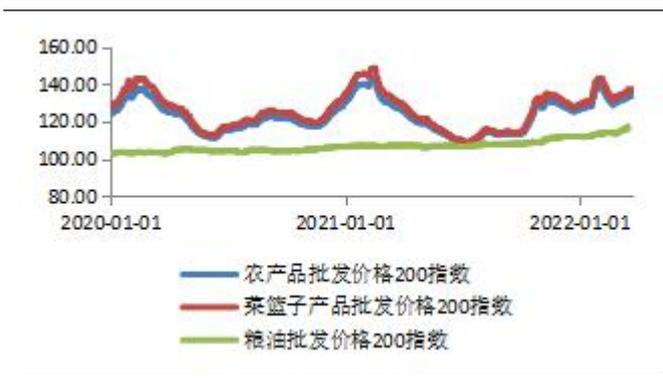


数据来源：Wind，山西证券研究所

### 4.3.6 农产品：多数农产品价格下跌

农产品价格下跌。农产品批发价格 200 指数-1.97%，菜篮子产批发价格 200 指数-2.24%，农业部猪肉价格-1.15%，牛肉价格-0.71%，鸡蛋价格 3.29%，28 种重点监测蔬菜价格-7.57%，7 种重点监测水果价格涨 3.32%。

图 40：主要农产品价格指数



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 41：农业部猪肉平均批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，山西证券研究所

## 5.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。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

