

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观利率

报告原因: 定期报告

2022年4月23日

## 收益率短期上行空间有限

——国内宏观利率周报（2022.04.18-2022.04.22）

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: 三大因素推动近期收益率回升, 但短期上行空间有限

三大因素推动近期收益率回升。一是稳增长政策密集释放助推宽信用预期, 如上周上海等地推动复工复产; 刘鹤部署十项举措保物流供应链; 金融政策加大扶持实体力度尤其是央行及银保监会对房地产政策的再定调等。二是美联储更加鹰派, 中美利差持续倒挂, 人民币汇率大幅走跌进一步影响市场预期和货币政策; 三是央行明确表态关注物价和主要经济体货币政策调整。

关注上述制约因素的强化和资金面超宽松局面的收敛。短期看, 货币政策受制约和宽信用预期继续发酵。3月房地产开发投资资金来源跌 19.6%, 但自筹资金跌幅放缓, 叠加上周央行和银保监会表态, 房地产政策底可能正逐渐清晰。资金面步入超宽松状态但出现空转迹象, 银行间质押式回购成交总量上周三和周四单日突破 6 万亿元, 警惕央行出手干预。中期看, 宽信用能否见效才是重点, 维持二季度经济继续探底判断。估值上, 目前 10Y 国债收益率接近 2 月由经济金融数据回暖推升的顶部。综上, 收益率短期仍有上行风险但空间有限, 并维持二季度利率低位震荡判断。

#### ➤ 市场回顾: 资金面充裕, 利率曲线陡峭化。

上周, 尽管资金面非常充裕, 但中长端仍走高, 10Y 以内国债品种唯 1Y 下行。全周扰动因素主要为降准不及预期、政策层面宽信用、资金面宽松、美联储鹰派导致人民币贬值预期及货币政策受限等。具体看: 18 日(周一) 收益率全线走升。4 月 15 日宣布的降准幅度不及预期, 且央行明确表示关注物价和内外均衡, 制约货币进一步宽松预期; 当日公布的 3 月经济数据虽多数走低, 但上海等地宣布复工复产一定程度对冲悲观预期。盘后, 央行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》, 从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面, 提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措, 强化宽信用预期。19 日(周二), 收益率仍微幅上行。主因宽信用预期及美联储官员鹰派言论扰动。4 月 19 日, 圣路易斯联储主席布拉德再次发表鹰派言论, 认为美联储今年需要迅速采取行动, 多次加息 50 个基点, 将利率提高到 3.5% 左右, 不应排除加息 75 个基点的可能性。20 日(周三), 中长端依然上行。LPR 报价平稳扰动市场情绪。21 日(周四), 收益率全线下行。资金面极度宽松, DR007 单日常下行 9bp。22 日(周五), 中长端重回升势, 短端继续下行。资金面非常宽松, 但人民币出现加速贬值迹象, 美元兑人民币汇率 4 月 22 日中间价大幅走跌至 6.4596。

#### ➤ 风险提示: 疫情发展超预期; 房地产政策大幅调整; 通胀大幅上



行；美联储加息缩表超预期；经济数据超预期。



## 目录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>1.流动性及资金面回顾.....</b>          | <b>6</b>  |
| 1.1 公开市场操作.....                  | 6         |
| 1.2 货币市场利率.....                  | 6         |
| <b>2.市场回顾：资金面充裕，利率曲线陡峭化.....</b> | <b>6</b>  |
| <b>3.经济高频数据.....</b>             | <b>9</b>  |
| 3.1 供给：上游开工率下滑，中下游好转.....        | 9         |
| 3.2 需求：商品房销售不佳，乘用车销售回落.....      | 10        |
| 3.3 价格：能源资源价格齐涨.....             | 10        |
| <b>4.风险提示.....</b>               | <b>15</b> |

## 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 14：钢厂开工率 (%)                       | 9  |
| 图 15：钢厂产能利用率 (%)                     | 9  |
| 图 16：焦化企业开工率 (%)                     | 9  |
| 图 17：国内 PTA 开工率 (%)                  | 9  |
| 图 18：30 大中城市商品房成交面积及增速 (万平方米, %)     | 10 |
| 图 19：电影票房收入及人次 (万元、万人次)              | 10 |
| 图 20：焦煤期货收盘价 (元/吨)                   | 10 |
| 图 21：主要地区主焦煤价格 (元/吨)                 | 10 |
| 图 22：动力煤期货收盘价 (元/吨)                  | 11 |
| 图 23：综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K) (元/吨)   | 11 |
| 图 24：OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)             | 11 |
| 图 25：期货收盘价(连续):IPE 布油 (美元/桶)         | 11 |
| 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） ..... | 12 |
| 图 29：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨） .....             | 12 |
| 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） .....          | 13 |
| 图 33：期货及现货走势：铝（美元/吨、元/吨） .....          | 13 |
| 图 34：期货及现货走势：铅（美元/吨、元/吨） .....          | 13 |
| 图 35：期货及现货走势：锌（美元/吨、元/吨） .....          | 13 |
| 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.....                        | 14 |
| 图 39：期货收盘价(连续):玻璃（元/吨） .....            | 14 |
| 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，央行逆回购净回笼 100 亿元。下周有 500 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 | 04-18 | 04-19 | 04-20 | 04-21 | 04-22 | 合计   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 7D    | 0     | -100  | 0     | 0     | 0     | -100 |

数据来源：wind，中国人民银行网站

### 1.2 货币市场利率

上周，短期资金面和中长期资金面均极度宽松。4 月 15 日央行宣布降准后，银行体系资金面十分充裕，全周看，DR001 下降 9bp 至 1.26%，DR007 下降 19bp 至 1.54%，R001 下降 13bp 至 1.27%，R007 下降 16bp 至 1.72%。银行体系中长期资金面亦宽松。4 月 22 日，银行同业存单 3M、6M 综合发行利率分别为 2.30%、2.46%，分别较 15 日下行 5bp、7bp。SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.26%、1.70%。

## 2.市场回顾：资金面充裕，利率曲线陡峭化

上周，尽管资金面非常充裕，但中长端仍走高，10 年以内品种唯 1Y 下行。10Y 国债、国开债收益率分别+8bp、+9bp 至 2.8409%、3.0768%，1Y 国债、国开债收益率分别-4bp、-5bp 至 1.9542%、2.1097%。全周扰动市场的因素主要为降准不及预期、政策层面宽信用、资金面宽松、美联储鹰派等。具体看，18 日（周一）收益率全线走升。15 日宣布的降准幅度不及预期，且央行明确表示关注物价和内外均衡，制约货币进一步宽松预期；当日公布的 3 月经济数据虽多数走低，但上海等地宣布复产复工一定程度对冲悲观预期。盘后央行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措。19 日（周二），收益率仍微幅上行，主要受宽信用预期及美联储官员鹰派言论扰动。19 日，圣路易斯联储主席布拉德再次发表鹰派言论，认为美联储今年需要迅速采取行动，多次加息 50 个基点，将利率提高到 3.5%左右，不应排除加息 75 个基点的可能性。20 日（周三），LPR 平稳，中长端依然上行。21 日（周四），资金面极度宽松，DR007 单日下行 9bp，收益率全线下行。22 日

(周五), 资金面非常宽松, 但人民币出现加速贬值迹象, 美元兑人民币汇率4月22日中间价大幅走跌至6.4596, 中长短收益率重回升势, 短端在资金面宽松下继续下行。

图 1: DR007 (%)



数据来源: wind

图 2: DR001 (%)



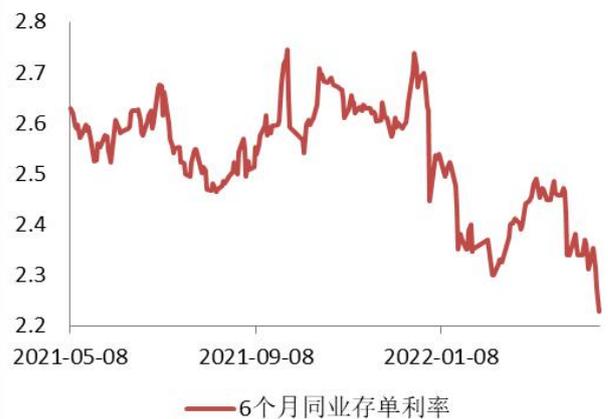
数据来源: wind

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 (%)



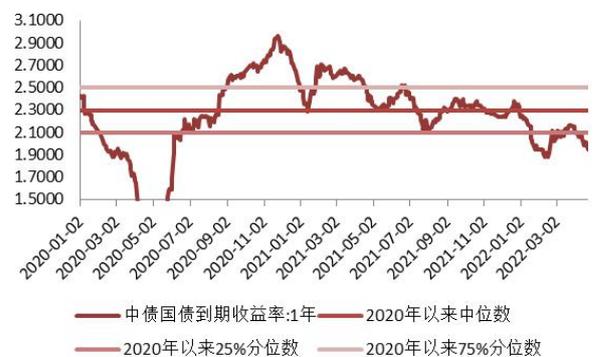
数据来源: wind

图 5: 10Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind

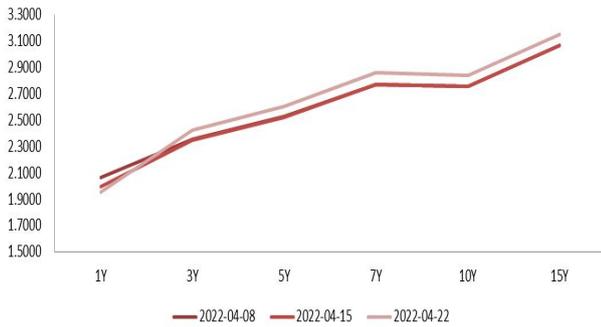
图 6: 1Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind

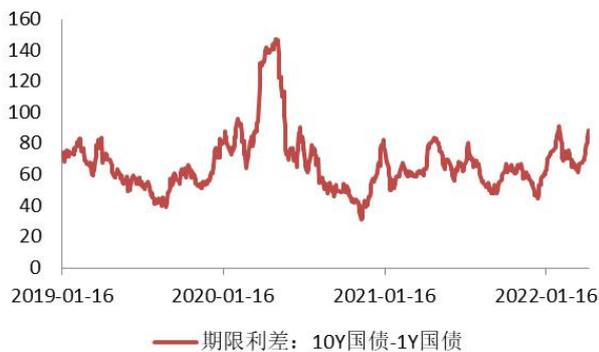


图 7：收益率曲线（%）



数据来源：wind

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



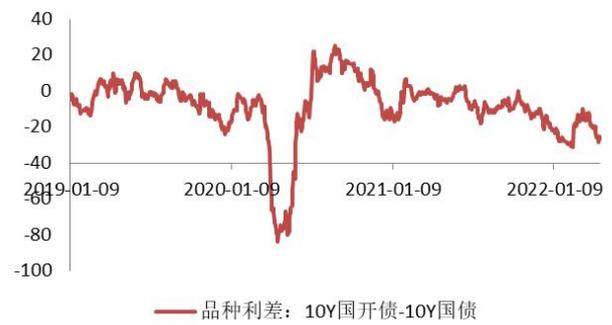
数据来源：wind

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，%）



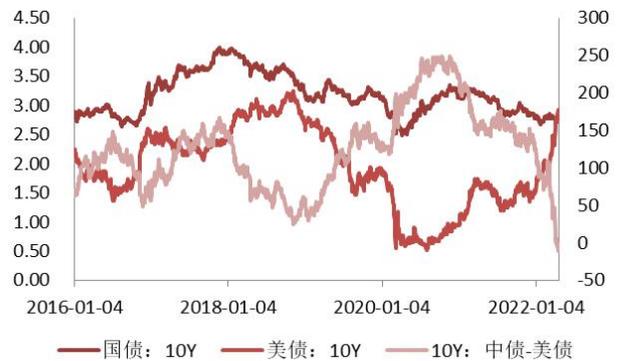
数据来源：wind

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（%）



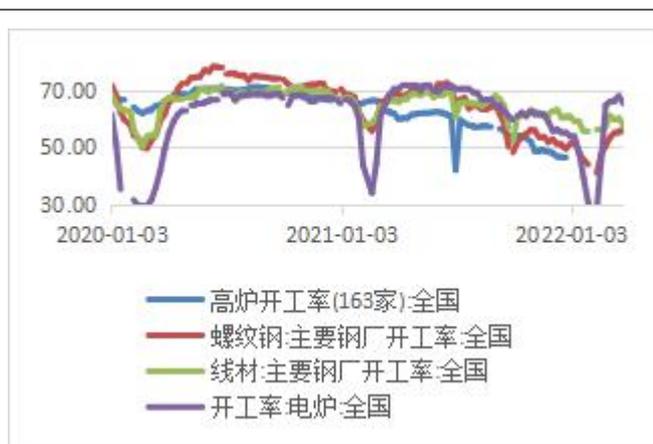
数据来源：wind

### 3.经济高频数据

#### 3.1 供给：出现分化

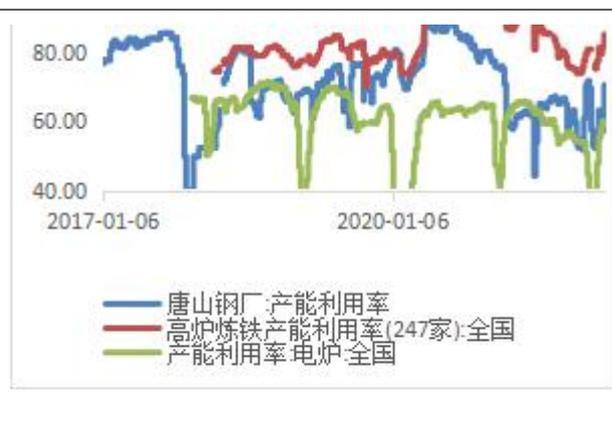
上游看,22日公布的焦化企业开工率有所回升,其中产能>200万吨焦化企业开工率80.4%(前值49.5%);国内PTA开工率69.5%(前值73.3%);PTA工厂产业链负荷率69.4%(前值67.8%)。中游表现有所回升,唐山高炉开工率51.6%(前值52.4%),唐山全国电炉开工率74.1%(前值62.8%),唐山钢厂产能利用率69.5%(前值70.6%),高炉炼铁产能利用率(247家)86.4%(前值86.4%)。下游看,上周汽车轮胎开工率全钢、半钢分别为59.1%(前值56.7%)、67.4%(前值68.3%)。

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 (%)

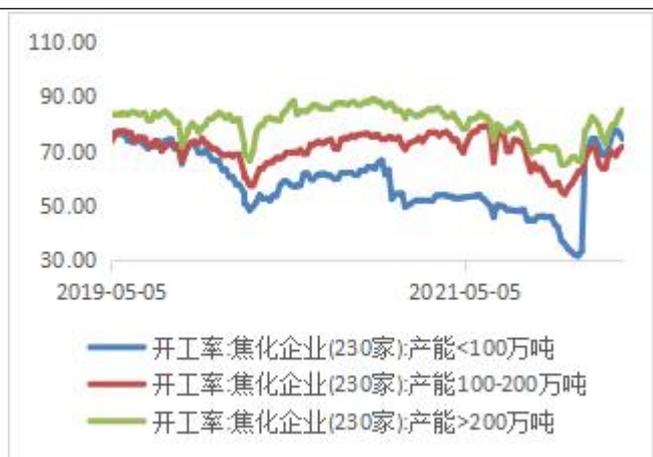
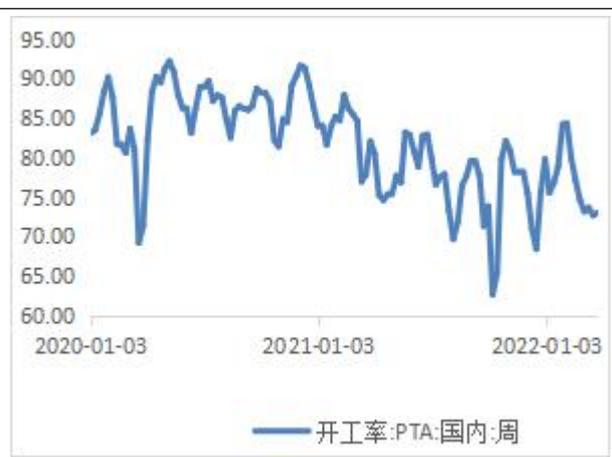


图 17: 国内 PTA 开工率 (%)



数据来源：Wind

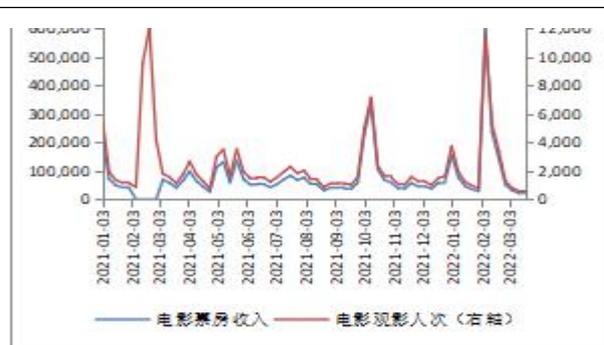
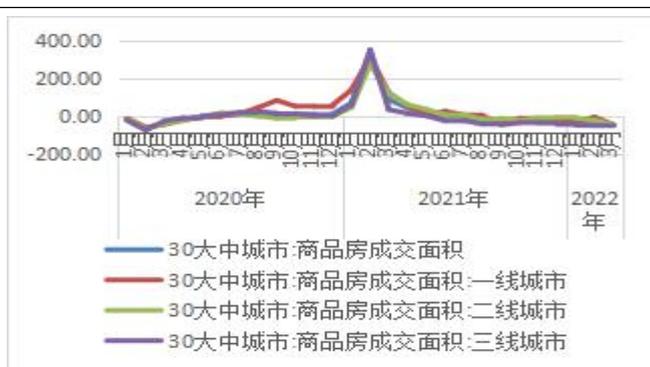
数据来源：Wind

### 3.2 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21日，30大中城市商品房成交面积较去年4月同期下跌54.1%，跌幅仍未得到遏制。4月17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21.6%、21.5%；4月17日当周日均乘用车销量批发、零售同比分别为-44%、-35%。

图 18：30 大中城市商品房成交面积及增速（万平方米，%）

图 19：电影票房收入及人次（万元、万人次）



数据来源：Wind

数据来源：Wind

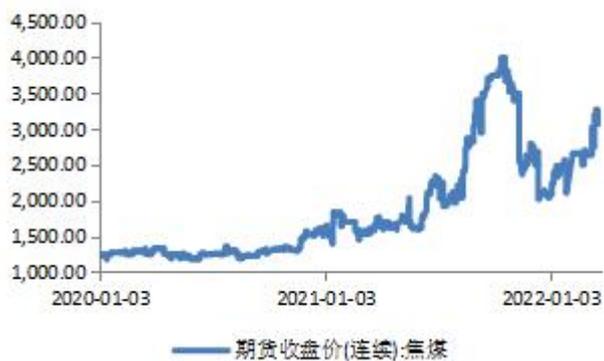
### 3.3 价格：能源资源价格齐涨

#### 3.3.1 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20日综合平均价格指数：环渤海动力煤(Q5500K)为736元/吨（前值736元/吨）；22日动力煤期货收盘价822元/吨（前值820元/吨）；西北地区主焦煤价格2737元/吨（前值2617元/吨），其余区域煤价持平上周。

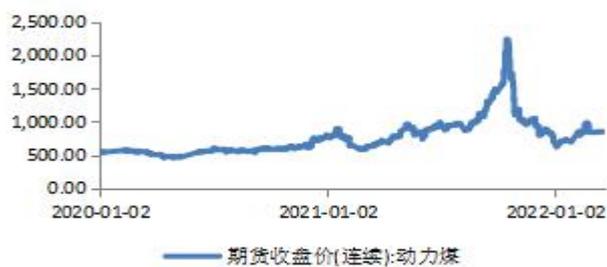
图 20：焦煤期货收盘价（元/吨）

图 21：主要地区主焦煤价格（元/吨）



数据来源：Wind

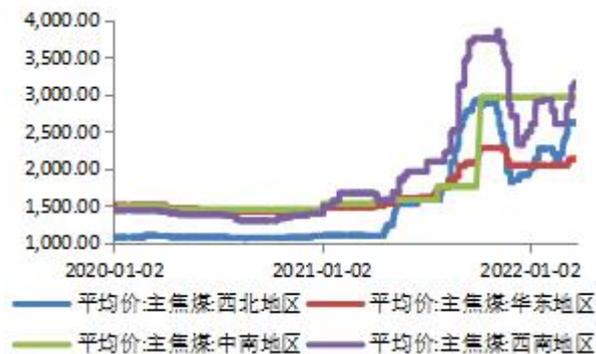
图 22：动力煤期货收盘价（元/吨）



数据来源：Wind

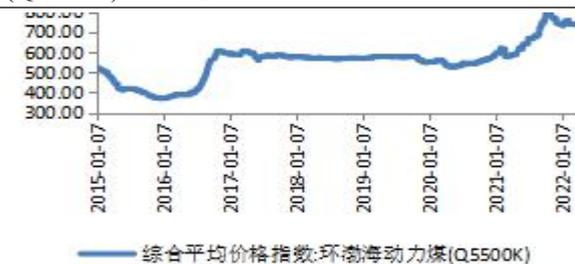
图 24：OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）

上周，国际油价和天然气价格有所回落。OPEC 一揽子原油价格 4 月 21 日收 108.8 美元/桶（前值 108.5 美元/桶）；4 月 22 日 IPE 布油期货连续价格收 106.2 美元/桶（前值 111.7 美元/桶）；NYMEX 天然气期货价格收 6.47 美元/百万英热单位（前值 7.32 美元/百万英热单位）；4 月 22 日中国 LNG 出厂价全国指数收 7911 元/吨（前值 7925 元/吨）；4 月 21 日中国汽油、柴油批发价格指数分别报收 9027 元/吨（前值 9114 元/吨），8461 元/吨（前值 8477 元/吨）。



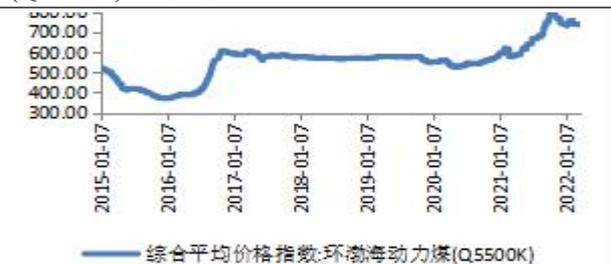
数据来源：Wind

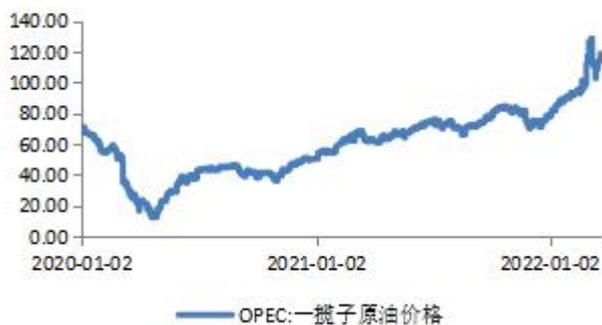
图 23：综合平均价格指数：环渤海动力煤(Q5500K)（元/吨）



数据来源：Wind

图 25：期货收盘价(连续):IPE 布油（美元/桶）



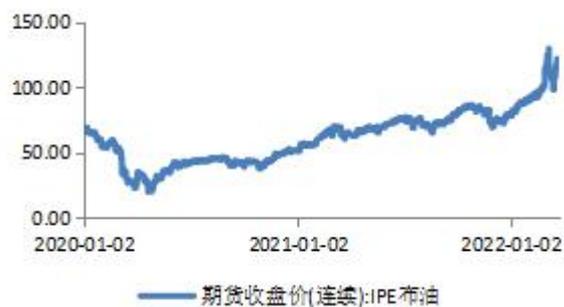


数据来源：Wind

图 26：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）

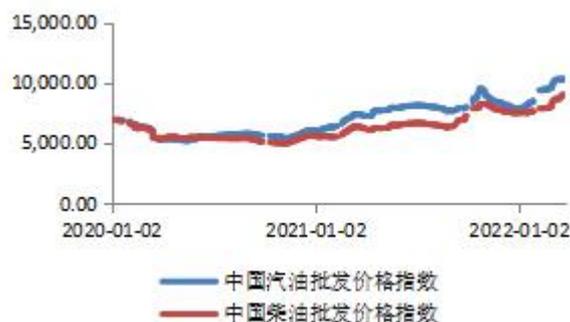


数据来源：Wind



数据来源：Wind

图 27：中国汽油、柴油批发价格指数（元/吨）



数据来源：Wind

### 3.3.2 黑色金属：钢价上涨

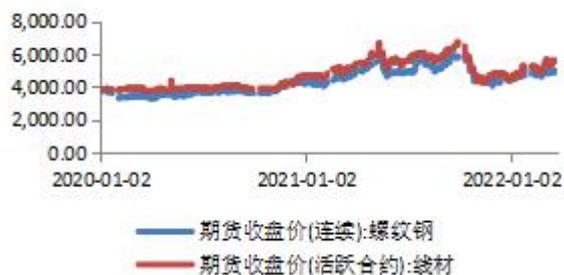
上周，钢价上涨。铁矿石期货收盘价收 927.0 元/吨（前值 949.5 元/吨）；西本新干线铁矿指数 1260（前值 1240）；螺纹钢期货收盘价收 5121 元/吨（前值 4965 元/吨）；线材期货收盘价收 5497 元/吨（前值 5552 元/吨）；Myspic 综合钢价指数为 189.7（前值 189.7）；西本新干线钢材指数为 5330（前值 5280）。

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 29：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨）



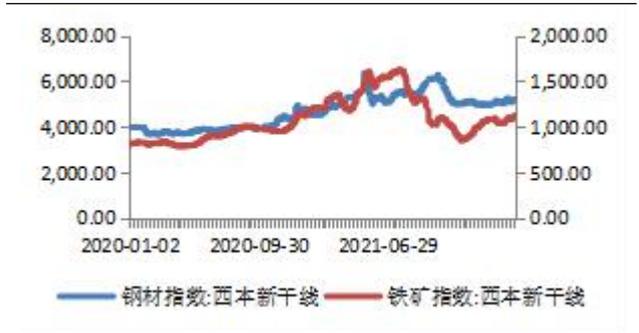
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 30: Myspic 综合钢价指数



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

### 3.3.3 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 10069 美元/吨 (前值 10332 美元/吨), LME 铝期货收盘价收 3244 美元/吨 (前值 3299 美元/吨), LME 铅期货收盘价收 2387 美元/吨 (2448 美元/吨), LME 锌期货收盘价收 4393 美元/吨 (4429 美元/吨)。长江有色市场铜平均价收 75130 元/吨 (前值 74650 元/吨), 铝平均价收 21800 元/吨 (前值 21450 元/吨), 铅平均价收 15825 元/吨 (前值 15450 元/吨), 锌平均价收 28430 元/吨 (前值 28320 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)



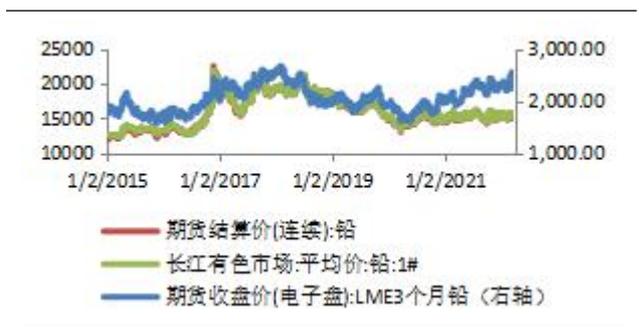
数据来源: Wind, 山西证券研究所

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

数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

### 3.3.4 化工: 产品价格上涨

上周, 化工产品价格多数上涨。中国化工产品价格指数(C CPI)收 5845 (前值 5763); 南华能化指数收 2029.7 (前值 2065); PTA 期货收盘价收 6197.0 元/吨 (前值 6140 元/吨); 聚丙烯期货结算价收 8802 元/吨 (前值 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(C CPI)

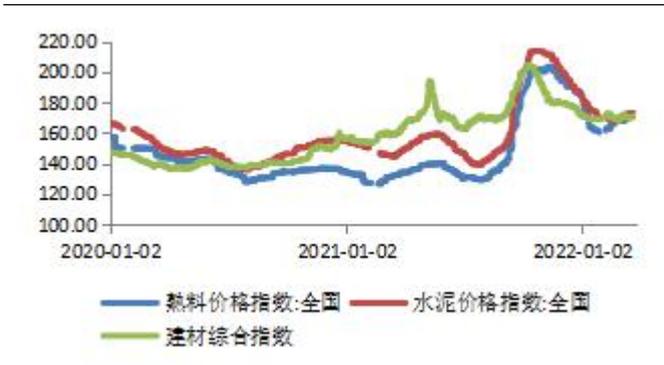


数据来源: Wind, 山西证券研究所

### 3.3.5 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 22 日全国水泥价格指数 170.8 (前值 171.5); 建材综合指数 173.7 (前值 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)

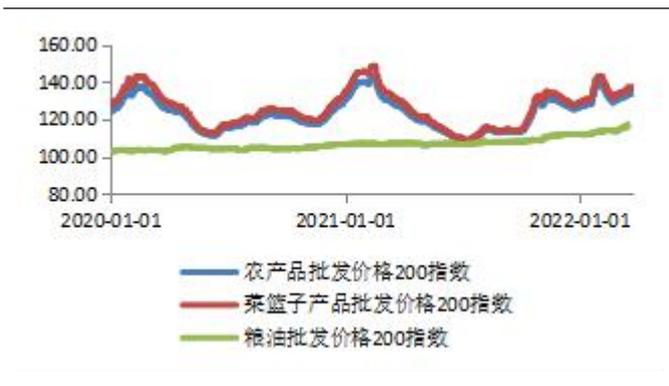


数据来源: Wind, 山西证券研究所

### 3.3.6 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 131.1（前值 132.6），菜篮子产批发价格 200 指数 133.5（前值 135.3），农业部猪肉价格 18.4 元/公斤（前值 18.3 元/公斤），牛肉价格 76.5 元/公斤（前值 76.8 元/公斤），鸡蛋价格 10.5 元/公斤（前值 10.1 元/公斤），28 种重点监测蔬菜价格 5.1 元/公斤（前值 5.3 元/公斤），7 种重点监测水果价格 7.6 元/公斤（前值 7.5 元/公斤）。

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

## 4.风险提示

疫情发展超预期；房地产政策大幅调整；通胀大幅上行；美联储加息缩表超预期；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

