

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观利率

政策保持冗余度，收益率短期震荡

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.04.25-2022.04.29）

2022年5月1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：经济待修复，政策保持冗余度，收益率短期震荡

4月PMI数据显示本轮疫情对经济短期冲击仅次于2020年2月，和彼时不同的是，这轮疫情发生于经济放缓期，并且打击了1-2月的恢复苗头，微观主体信心重建尚需时日，但上海疫情近期稳中向好有利于经济修复和企业提振信心。从宏观层面看，随着上周稳增长宽信用和疫后经济修复政策密集出台，政策底进一步夯实。4月政治局会议再度坚定经济社会发展目标，对包括房地产、基建、平台经济等在内的各类稳增长政策再布局，并提出用好各类货币政策工具。在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”目标的相互兼容中，在目标导向下政策保持冗余度的指示下，预计二季度货币政策基调有望继续保持宽松。短期基本面下行压力下，10Y国债收益率预计难以突破1-2月由经济金融数据推升的高位，建议积极关注交易机会。维持二季度利率低位震荡的判断。

➤ 市场回顾：资金面平稳，收益率窄幅波动

上周，政策密集出台助力稳增长提信心和疫后重建，但基本面压力和流动性宽松预期仍维持市场信心，国债7Y-30Y上行不足1bp，资金面度过最充裕时期，1Y上行8bp。国开债表现优于国债。10Y国债、国开债收益率分别+0.5bp、-3.9bp至2.8386%、3.0325%，1Y国债、国开债收益率分别+8.0bp、+3.3bp至2.0320%、2.1287%。具体看：

25日（周一）国债收益率全线下行。降准实施下资金面非常充裕、国有大行下调部分存款利率、基本面下行压力等维持市场情绪。信息层面包括，国务院召开第五次廉政工作会议指出“当前要高度重视国内外形势出现超预期变化对我国经济造成的影响，新的下行压力进一步加大”；国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出5个方面20条举措提振消费；据上海证券报，金融管理部门近期召开金融支持实体企业相关座谈会，主要对12家问题房企进行纾困指导，具体会议精神包括：放松问题房企的四证不全并购项目、涉及并购贷款置换土地出让金项目等合规性要求；存量的逾期贷款，可以补充增信后进行展期；对于房地产融资要全力支持，同时资金务必封闭管理等；央行宣布2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

26日（周二），收率全面微幅反弹，10Y国债收涨1bp。前一日稳增长稳房企等信息扰动市场情绪。央行网站晚间发布央行有关负责人就当前金融市场情况的评论，提出推出科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，增加1000亿元再贷款支持煤炭开发使用和增强储能，增



加支农支小再贷款和民航专项再贷款。习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，经济信心再度提振。

27日（周三），受前一日稳基建宽信用政策影响，收益率反弹加快，10Y国债涨1.5bp。国常务会议再度布局疫后复工达产、稳市场主体稳就业、交通物流等。

28日（周四），收益率继续反弹。上海疫情好转和稳增长、疫后重建政策等进一步压制债市情绪。

29日（周五），10Y收益率回落1bp。政治局会议重申努力实现经济社会增长目标，提出用好各类货币政策工具。

➤ **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

| | |
|-----------------------------|----|
| 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：资金面平稳，收益率窄幅波动..... | 6 |
| 3.经济高频数据..... | 9 |
| 3.1 供给：中上游回暖..... | 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..... | 11 |
| 4.风险提示..... | 14 |

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 (%) | 8 |
| 图 6 : 1Y 国债收益率 (%) | 8 |
| 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 : 钢厂开工率 (%) | 9 |
| 图 14 : 钢厂产能利用率 (%) | 9 |
| 图 15 : 焦化企业开工率 (%) | 10 |
| 图 16 : 国内 PTA 开工率 (%) | 10 |
| 图 17 : 30 大中城市商品房成交面积及增速 (万平方米, %) | 10 |
| 图 18 : 电影票房收入及人次 (万元、万人次) | 10 |
| 图 19 : 焦煤期货收盘价 (元/吨) | 11 |
| 图 20 : 主要地区主焦煤价格 (元/吨) | 11 |
| 图 21 : 动力煤期货收盘价 (元/吨) | 11 |
| 图 22 : 综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K) (元/吨) | 11 |
| 图 23 : OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶) | 12 |
| 图 24 : 期货收盘价(连续):IPE 布油 (美元/桶) | 12 |
| 图 25 : 铁矿石价格指数:62%Fe:CFR 中国北方 (美元/吨) | 12 |



| | |
|--------------------------------|----|
| 图 26：螺纹钢、线材期货收盘价（元/吨） | 12 |
| 图 27：期货及现货走势：铜（美元/吨、元/吨） | 13 |
| 图 28：期货及现货走势：铝（美元/吨、元/吨） | 13 |
| 图 29：PTA 期现价格（元/吨） | 13 |
| 图 30：中国化工产品价格指数(CCPI)..... | 13 |

1.流动性及资金面回顾

1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购净投放为 0。下周有 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 | 04-25 | 04-26 | 04-27 | 04-28 | 04-29 | 合计 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| 7D | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

上周，资金面基本充裕。随着央行 25 日降准实施，25 日至 27 日（周一至周三），资金面仍极度充裕，28 日随着月末及假期因素影响，资金利率有所上涨，但价格整体低位。全周看，DR001 上行 49bp 至 1.7882%，DR007 上行 25bp 至 2.0053%，R001 上行 56bp 至 1.8750%，R007 上行 25bp 至 2.0304%。4 月 29 日，SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.8380%、2.0060%。银行体系中长期资金利率亦维持较低水平。4 月 29 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.1514%、2.5100%，分别较 24 日下行 10bp、3bp。

2.市场回顾：资金面平稳，收益率窄幅波动

上周，政策密集稳增长提信心，但基本面压力仍压制长端，国债 7Y-30Y 上行不足 1bp，资金面度过最充裕时期，1Y 上行 8bp。国开债表现优于国债。10Y 国债、国开债收益率分别+0.5bp、-3.9bp 至 2.8386%、3.0325%，1Y 国债、国开债收益率分别+8.0bp、+3.3bp 至 2.0320%、2.1287%。上周稳增长宽信用政策密集释放，但资金面充裕和基本面下行压力下，货币政策继续保持流动性宽松环境有利于维持市场情绪。具体看，25 日（周一）收益率全线下行。降准实施下资金面非常充裕、国有大行下调部分存款利率、基本面下行压力等维持市场情绪。信息层面，国务院召开第五次廉政工作会议指出“当前要高度重视国内外形势出现超预期变化对我国经济造成的影响，新的下行压力进一步加大”；国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出 5 个方面 20 条举措提振消费。据上海证券报，金融管理部门近期召开金融支持实体企业相关座谈会，主要对 12 家问题房企进行纾困指导，具体会议精神

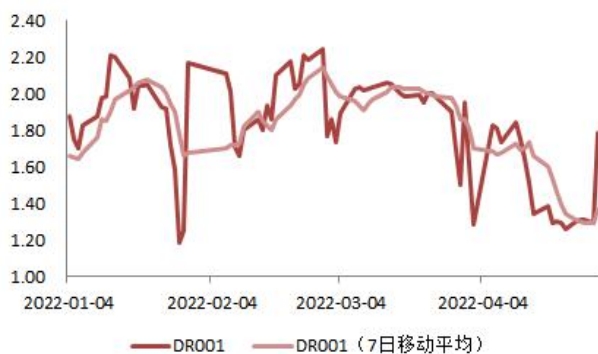
包括：放松问题房企的四证不全并购项目、涉及并购贷款置换土地出让金项目等合规性要求；存量的逾期贷款，可以补充增信后进行展期；对于房地产融资要全力支持，同时资金务必封闭管理等；央行宣布2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。26日（周二），收率全面微幅反弹，10Y国债收涨1bp。前一日稳增长稳房企等信息扰动市场情绪。央行网站晚间发布央行有关负责人就当前金融市场情况的评论，提出推出科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，增加1000亿元再贷款支持煤炭开发使用和增强储能，增加支农支小再贷款和民航专项再贷款。习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，经济信心再度提振。27日（周三），受前一日稳基建宽信用政策影响，收益率反弹加快，10Y国债涨1.5bp。国常务会议再度布局疫后复工达产、稳市场主体稳就业、交通物流等。28日（周四），收益率继续反弹。上海疫情好转和稳增长、疫后重建政策等进一步压制债市情绪。29日（周五），政治局会议重申努力实现经济社会增长目标，提出用好各类货币政策工具。10Y收益率回落1bp。

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 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



数据来源：wind

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



数据来源：wind

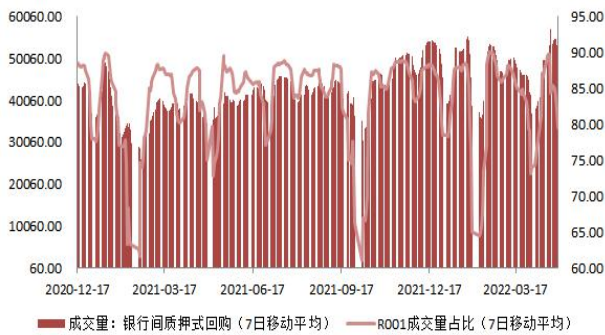
图 10：中美利差 (bp)



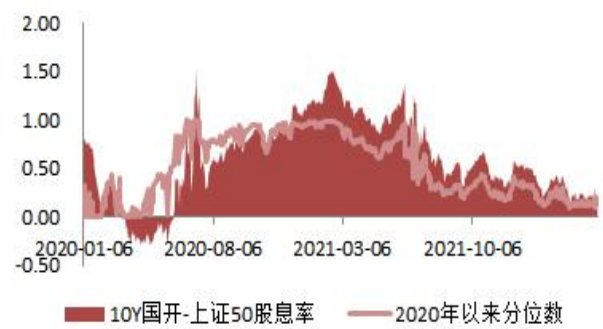
数据来源：wind

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 12：股债收益率比较 (%)



数据来源：wind



数据来源：wind

3.经济高频数据

3.1 供给：中上游回暖

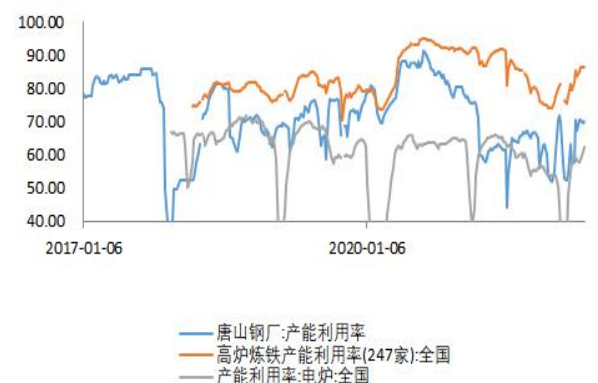
上游看,29日公布的焦化企业开工率有所回升,其中产能>200万吨焦化企业开工率83.2%(前值80.4%);国内PTA开工率70.1%(前值69.5%);PTA工厂产业链负荷率73.6%(前值69.4%)。中游表现有所回升,唐山高炉开工率52.4%(前值51.6%),唐山全国电炉开工率65.4%(前值74.1%),唐山钢厂产能利用率69.9%(前值69.5%),高炉炼铁产能利用率(247家)86.6%(前值86.4%)。下游看,上周汽车轮胎开工率全钢、半钢分别为55.0%(前值59.1%)、65.8%(前值67.4%)。

图 13：钢厂开工率（%）



数据来源：Wind

图 14：钢厂产能利用率（%）



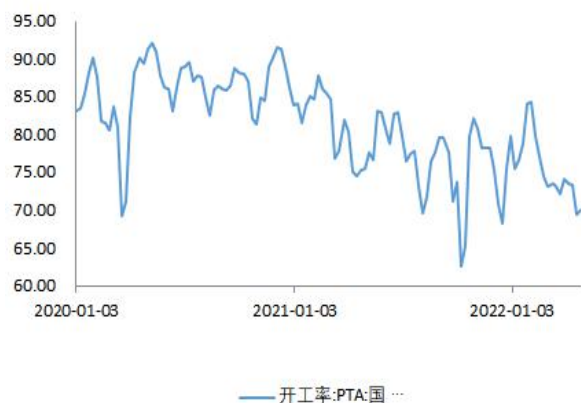
数据来源：Wind

图 15：焦化企业开工率（%）



数据来源：Wind

图 16：国内 PTA 开工率（%）

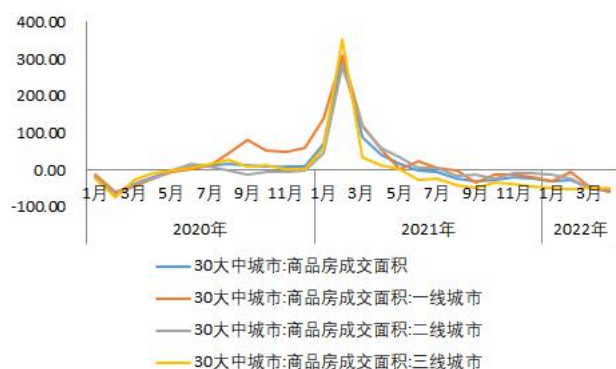


数据来源：Wind

3.2 需求：商品房销售不佳，乘用车销售回落

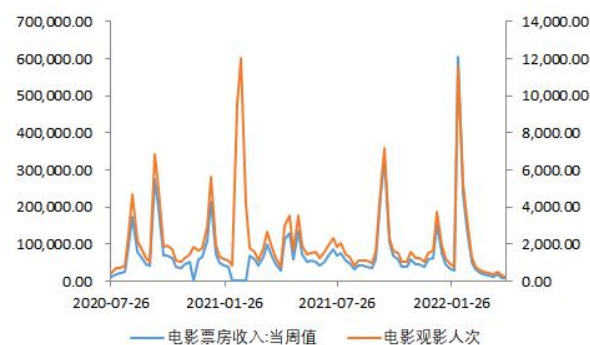
商品房销售依然大幅下滑。2022 年 4 月，30 大中城市商品房成交面积较去年同期-54.7%，跌幅仍未得到遏制。4 月 24 日当周电影票房收入和电影观影人次当周值为去年同期的 30.9%、30.9%；4 月 17 日当周日均乘用车销量批发、零售同比分别为-50%、-39%。

图 17：30 大中城市商品房成交面积及增速（万平方米，%）



数据来源：Wind

图 18：电影票房收入及人次（万元、万人次）



数据来源：Wind

3.3 价格：能源资源价格涨跌互现

3.3.1 能源：煤价高位持平，国际油价和天然气价格上涨

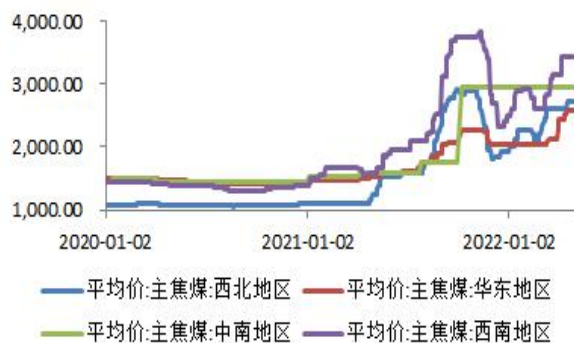
煤价高位持平。4月27日综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)为735元/吨(前值736元/吨);29日动力煤期货收盘价822元/吨(前值822元/吨);29日四个区域主焦煤价格均持平上周。

图 19：焦煤期货收盘价（元/吨）



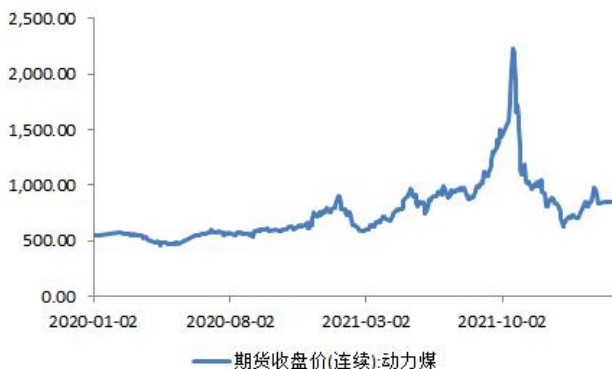
数据来源：Wind

图 20：主要地区主焦煤价格（元/吨）



数据来源：Wind

图 21：动力煤期货收盘价（元/吨）



数据来源：Wind

图 22：综合平均价格指数：环渤海动力煤(Q5500K)（元/吨）



数据来源：Wind

上周，国际油价高位回落，国际天然气价格上涨。OPEC一揽子原油价格4月27日收105.3美元/桶(前值107.7美元/桶)；4月29日IPE布油期货连续价格收109.4美元/桶(前值106.2美元/桶)；NYMEX天然气期货价格收7.25美元/百万英热单位(前值6.47美元/百万英热单位)；4月29日中国LNG出厂价全国指数收7871元/吨(前值7911元/吨)；4月28日中国汽油、柴油批发价格指数分别报收9126元/吨(前值9094元/吨)，8525元/吨(前值8522元/吨)。

图 23: OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)



数据来源: Wind

图 24: 期货收盘价(连续):IPE 布油 (美元/桶)



数据来源: Wind

3.3.2 黑色金属: 钢价回落

上周, 钢价回落。铁矿石期货收盘价收 980.0 元/吨 (前值 927.0 元/吨); 西本新干线铁矿指数 1220 (前值 1260); 螺纹钢期货收盘价收 5211 元/吨 (前值 5121 元/吨); 线材期货收盘价收 5368 元/吨 (前值 5497 元/吨); Myspic 综合钢价指数为 187.3 (前值 188.4); 西本新干线钢材指数为 5220 (前值 5300)。

图 25: 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 26: 螺纹钢、线材期货收盘价 (元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

3.3.3 有色金属: 价格高位回落

上周, 主要基本金属价格均高位回落。LME 铜期货收盘价收 9714 美元/吨 (前值 9836 美元/吨), LME 铝期货收盘价收 3013 美元/吨 (前值 3082 美元/吨), LME 铅期货收盘价收 2278 美元/吨 (2347 美元/吨),

LME 锌期货收盘价收 4046 美元/吨（4189 美元/吨）。长江有色市场铜平均价收 74120 元/吨（前值 74440 元/吨），铝平均价收 20810 元/吨（前值 20940 元/吨），铅平均价收 15650 元/吨（前值 15800 元/吨），锌平均价收 27680 元/吨（前值 27650 元/吨）。

图 27: 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 28: 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

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(CCPI)收 5781 (前值 5818); 南华能化指数收 2017 (前值 2030); PTA 期货收盘价收 6434 元/吨 (前值 6194 元/吨); 聚丙烯期货结算价收 8674 元/吨 (前值 8802 元/吨)。

图 29: PTA 期现价格 (元/吨)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 30: 中国化工产品价格指数(CCPI)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

3.3.5 非金属建材：价格有所回升

上周，水泥和玻璃价格有所回升。4月29日全国水泥价格指数168（前值170）；建材综合指数172（前值173）。

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

