



❖ 追溯拾贝：牛市起点的股债关系

回顾 A 股市场，如果以 2005 年 7 月、2008 年 11 月和 2014 年 7 月为例，则不难发现，每轮 A 股牛市启动的同时，国债收益率均处于单边快速下行阶段。第一轮牛市开启于 2005 年 7 月，国债收益率自 2004 年 12 月达到最高点 5.41% 后开始下行，延续至 2005 年 10 月达到最低点 2.89%，期间十年期国债收益率下行幅度超过 200BP，这也是国债自 2002 年有可查数据以来最大幅度单边下行过程；第二轮牛市启动点正处于利率中枢自开启于 2008 年 8 月的下行过程，至 2009 年 1 月见最低点 2.67%，期间下行 180BP；第三轮国债收益率下行阶段开启于 2013 年 11 月，至 2016 年 10 月见低点 2.67%，下行幅度超过 200BP，也是国债紧十余年来维持时间最长的单边下行过程。从这一点上讲，尽管在一轮牛市的过程中股债关系可能会发生逆转（如 2007 牛市中就出现了利率快速下行后反弹上行），但单就牛市开启的时点而言，需要利率相对较低予以配合。

❖ 本周综述：

高频实体情况方面，本周 EIA 公布原油库存超预期大增 723.8 万桶，一度令原油价格承压，但随后公布的美国非农就业数据较前月出现大幅度反弹，市场对未来增长的担忧稍有缓解。目前看，一方面，3 月份 OPEC 各国减产执行率仍较高，同时委内瑞拉及伊朗因政治问题而被动减产，原油整体供给收缩，但同时全球景气回落态势仍将在中期对油价形成压制。本周煤矿复产继续加快，供应端收紧的情况有所缓解，同时发电集团耗库存继续去化，但相比去年同期水平仍略微偏高，预期煤炭价格上行动能不足。本周钢厂继续加速复产，同时螺纹钢库存继续延续去化。随着 PMI 大幅反弹市场对宏观环境担忧缓和，同时巴西、澳大利亚等地铁矿石出货量持续收紧，钢价短时间内供求两方均有一定支撑。

流动性及利率方面，本周央行暂停公开市场操作，资金价格在跨季之后全面下行。PMI 数据超出预期、降准预期落空、通胀担忧加剧、贸易因素缓解等等一系列因素在本周前期形成强烈共振，利率债一级市场中标利率远高于市场预期，债市情绪显著承压，导致利率中枢出现较大幅度上抬。目前看尽管 4 月份存在较大流动性缺口，但货币政策进入政策观察阶段，央行态度并不明朗，同时经济基本面反弹延续性亦等待进一步验证，短期利空密集出现的情况下债市交易盘或存在一定程度的预期超调。信用债方面，二级市场角度活跃度尚可，收益率整体随利率中枢上行而信用利差稍有收窄，建议继续挖掘相关信用债投资机会。

❖ 风险提示：宏观经济不及预期，出现严重信用事件，政策变化不及预期。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

📌 证券研究报告

所属部门 | 宏观策略部

报告类别 | 宏观周报

报告时间 | 2019/4/7

📌 分析师

邓利军

证书编号：S1100517110001

021-68595193

dengl jun@cczq.com

📌 联系人

邵兴宇

证书编号：S1100117070008

010-66495651

shaoxingyu@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 追溯拾贝（五十二）：牛市起点的股债关系	4
二、 高频数据跟踪	4
2.1 上游	4
2.1.1 原油	4
2.1.2 煤炭	5
2.2 中游	6
2.2.1 钢材水泥	6
2.2.2 有色金属	6
2.3 下游	6
2.3.1 房地产	6
2.3.2 农产品	7
三、 流动性观测	7
3.1 货币市场流动性	7
3.2 利率市场走势	8
3.3 海外市场	9
风险提示	10

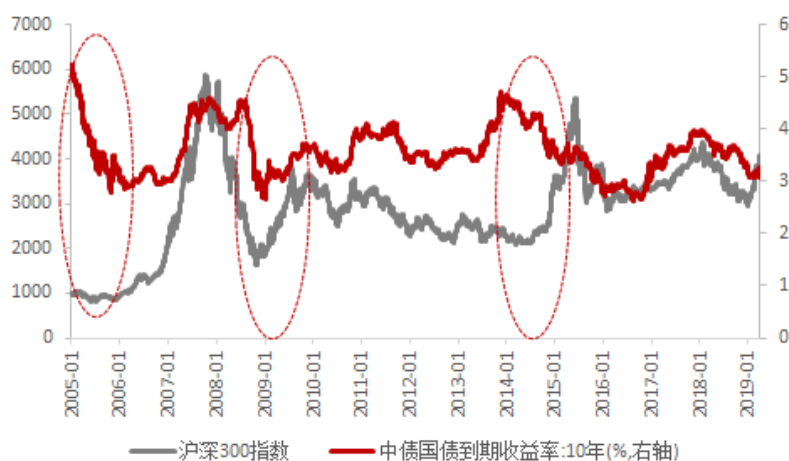
图表目录

图 1:	历次牛市均在利率快速下行过程中得以开启	4
图 2:	原油库存	5
图 3:	原油期货结算价格	5
图 4:	六大发电集团日均耗煤	5
图 5:	煤炭库存情况	5
图 6:	螺纹钢库存及现货价格	6
图 7:	水泥价格	6
图 8:	LME 铝库存及价格	6
图 9:	LME 铜库存及价格	6
图 10:	30 大中城市商品房成交面积	7
图 11:	100 大中城市土地成交面积及总价	7
图 12:	猪肉价格	7
图 13:	农产品批发价格 200 指数	7
图 14:	央行货币投放情况	8
图 15:	中期借贷便利	8
图 16:	短期回购利率	8
图 17:	下周公开市场到期情况	8
图 18:	AA-AAA 信用利差(单位: BP)	9
图 19:	1Y、10Y 国债收益率与期限利差(单位: %)	9
图 20:	人民币汇率及美元指数	9
图 21:	中美利差	9

一、追溯拾贝（五十二）：牛市起点的股债关系

回顾 A 股市场，如果以 2005 年 7 月、2008 年 11 月和 2014 年 7 月，则不难发现，每轮 A 股牛市启动的同时，国债收益率均处于单边快速下行阶段。第一轮牛市开启于 2005 年 7 月，国债收益率自 2004 年 12 月达到最高点 5.41% 后开始下行，延续至 2005 年 10 月达到最低点 2.89%，期间十年期国债收益率下行幅度超过 200BP，这也是国债自 2002 年有可查数据以来最大幅度单边下行过程；第二轮牛市开启于 2008 年 8 月，至 2009 年 1 月见最低点 2.67%，期间下行 180BP；第三轮国债收益率下行阶段开启于 2013 年 11 月，至 2016 年 10 月见低点 2.67%，下行幅度超过 200BP，也是国债紧十余年来维持时间最长的单边下行过程。从这一点上讲，尽管在一轮牛市的过程中股债关系可能会发生逆转（如 2007 牛市中就出现了利率快速下行后反弹上行），但单就牛市开启的时点而言，需要利率相对较低予以配合。

图 1：历次牛市均在利率快速下行过程中得以开启



资料来源：Wind, 川财证券研究所

二、高频数据跟踪

2.1 上游

2.1.1 原油

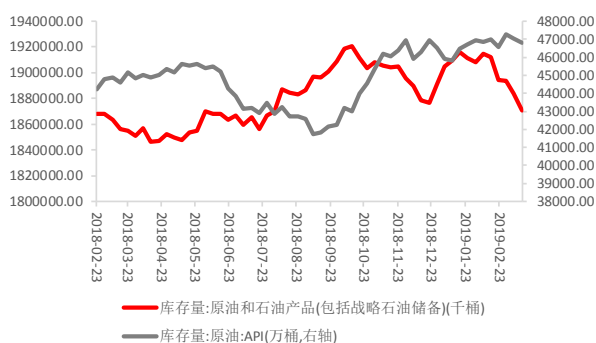
本周 EIA 公布原油库存超预期大增 723.8 万桶，一度令原油价格承压，但随后公布的美国非农就业数据较前月出现大幅度反弹，市场对未来增长的担忧稍有缓解。目前看，一方面，3 月份 OPEC 各国减产执行率仍较高，同时委内瑞拉

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

及伊朗因政治问题而被动减产,原油整体供给收缩,但同时全球景气回落态势仍将在中期对油价形成压制。

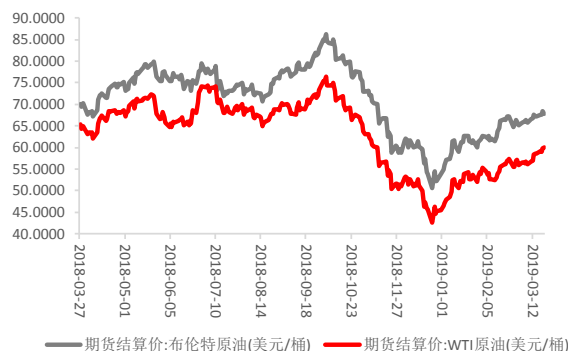
库存方面,本周 EIA 原油库存为 187825.40 万桶,较上周上升 721.60 万桶,API 原油库存为 47308.70 万桶,较上周上升 300.00 万桶;价格方面,本周布伦特原油价格为 70.34 美元/桶,较上周上升 2.85%,WTI 原油价格为 63.08 美元/桶,较上周上升 4.89%。

图 2: 原油库存



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 3: 原油期货结算价格



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

2.1.2 煤炭

本周煤矿复产继续加快,供应端收紧的情况有所缓解,同时发电集团耗库存继续去化,但相比历年同期水平仍略微偏高,预期煤炭价格上行动能不足。

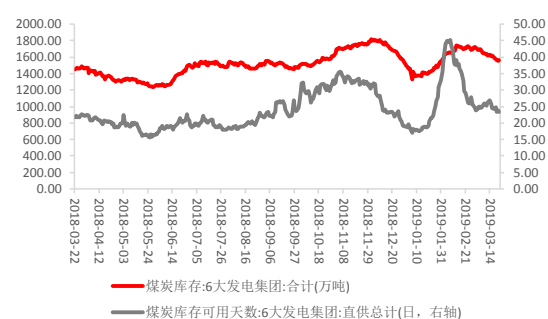
库存方面,本周六大发电集团煤炭库存为 1557.34 万吨,较上周下降 8.51 万吨,煤炭库存可用天数为 23.46 天,较上周下降 0.95 天;耗煤方面,本周六大发电集团日均耗煤为 66.37 万吨,较上周下降 5.25 万吨。

图 4: 六大发电集团日均耗煤



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 5: 煤炭库存情况



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

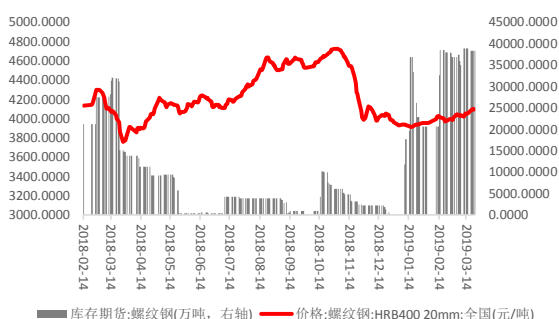
2.2 中游

2.2.1 钢材水泥

本周钢厂继续加速复产，同时螺纹钢库存继续延续去化。随着 PMI 大幅反弹市场对宏观环境担忧缓和，同时巴西、澳大利亚等地铁矿石出货量持续收紧，钢价短时间内供求两方均有一定支撑。

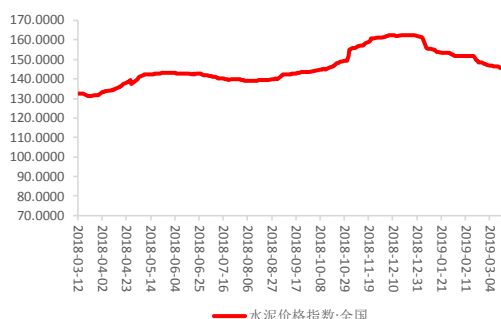
本周螺纹钢库存为 16859.00 万吨，较上周下降 1475.00 万吨，螺纹钢价格为 4112.00 元/吨，较上周上升 0.17%；水泥价格为 147.35，较上周上升 0.82%。

图 6：螺纹钢库存及现货价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 7：水泥价格

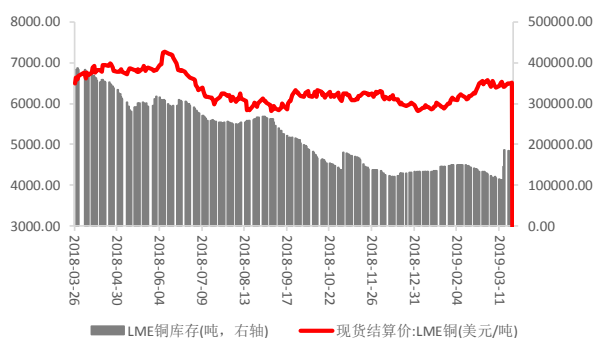


资料来源：通联数据，川财证券研究所

2.2.2 有色金属

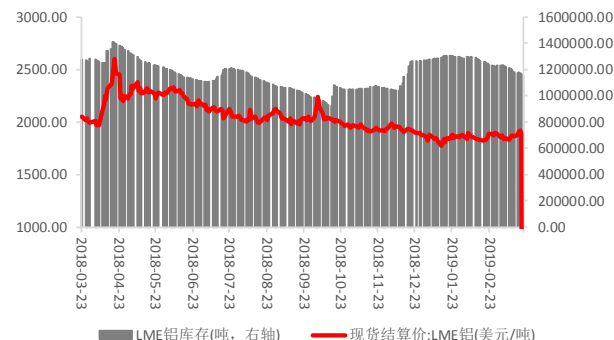
本周 LME 铝库存为 111.50 万吨，较上周下降 2.00 万吨，LME 铝现货价格为 1872.00 美元/吨，较上周下降 1.29%；本周 LME 铜库存为 16.74 万吨，较上周下降 0.25 万吨，LME 铜现货价格为 6444.00 美元/吨，较上周上升 0.92%。

图 8：LME 铝库存及价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

图 9：LME 铜库存及价格



资料来源：通联数据，川财证券研究所

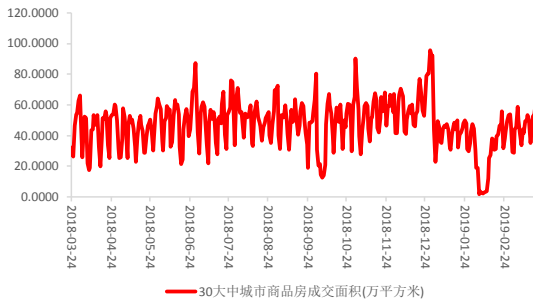
2.3 下游

2.3.1 房地产

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

本周 30 大中城市销售面积总计为 234.88 万平方米,较上周下降 126.82 万平方米,土地方面,本周百大城市土地成交面积为 405.88 万平方米,较上周下降 726.29 万平方米,土地成交总价为 220.43 亿元,较上周下降 756.96 亿元。

图 10: 30 大中城市商品房成交面积

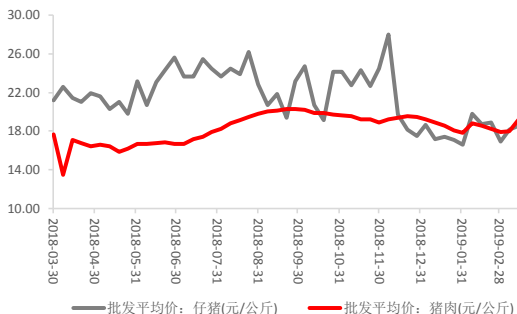


资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

2.3.2 农产品

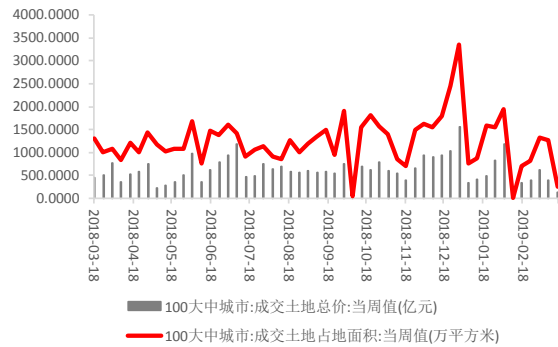
猪肉批发平均价为 20.29 元/公斤,较上周上升 0.19 元/公斤;前海农产品价格指数为 124.97,较上周上升 11.19。

图 12: 猪肉价格



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 11: 100 大中城市土地成交面积及总价



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

图 13: 农产品批发价格 200 指数



资料来源: 通联数据, 川财证券研究所

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_13321

