

债市大跌，未来关注通胀与地产销量

——宏观经济周度观察第 84 期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

● 债市大跌，未来关注通胀与地产销量

上周，十年期国债收益率和十年期国开债收益率分别飙升至 3.2679%、3.7633%，均为 2019 年初以来最高。债市大跌的原因是多方面的：

其一，3 月 PMI 数据引发市场对经济企稳的预期上升。3 月 PMI 反弹至荣枯线以上，超出市场预期，结合高频数据，3 月工业、出口等数据可能出现大幅反弹，市场对经济企稳的预期在升温，直接推升长端国债收益率。

其二，猪周期启动叠加商品价格上涨引发通胀预期升温。猪周期启动，猪肉价格在淡季依然强势。此外，巴西矿难与澳洲飓风事件导致铁矿石大涨，也带动螺纹钢价格上涨，同时，“OPEC+”减产推升油价，大宗商品价格上涨或延长 PPI 环比上升期，从而对冲高基数的影响，使价格端更具韧性。

受春节错位影响，3 月部分数据显著反弹是正常现象，其持续性有待后续数据进一步验证，不能线性外推经济已经企稳。此外，未来还需要关注：

其一，通胀。从目前的通胀预期来看，市场对 3 月 CPI 同比增速预测均值为 2.3%，通胀预期并不强，由于本轮猪肉价格很可能超过历史高点，而且猪肉价格大涨还可能传导至其它肉类，因此，未来 CPI 增速可能经常超预期，若如此，则引发通胀预期进一步升温，然后进一步推动 CPI 增速上行，同时，江苏化工行业整治，预计供给显著收缩，可能导致相关化工品价格上涨，叠加 OPEC+限产影响，可能使价格端韧性进一步加强，届时关注货币政策是否会出现边际上的调整。

其二，地产销量。2019 年初以来，一二线商品房销量回暖，尤其是一线城市量价齐升，三四线城市商品房销售降温。二线城市整体回暖，但有所分化，一季度杭州、南京商品房成交面积同比增速分别降至-45.4%、-10.8%，杭州在近期放宽落户条件，即“全日制大学专科及以上人才，在杭工作并缴纳社保的，可直接落户”，这可能会刺激购房需求。2019 年地产销售的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”，未来关注各城市房地产调控政策变化以及房贷利率下行对一二线城市房地产市场的刺激力度。若一二线城市房地产销售需求持续回暖，一方面，将支撑房地产投资与地产链相关消费，对冲经济下行，另一方面，地产销售增速回升带动融资需求扩张，这两方面均可能对债市产生冲击。

● 风险提示：猪周期导致通胀超预期

相关报告

宏观报告：4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

宏观报告：盘点 2018 年经济数据的七个超预期——宏观经济周度观察第 72 期

2019-1-1

目 录

1、 债市大跌，未来关注通胀与地产销量	3
2、 地方债密集发行，短期资金缺口加大	5
3、 一周高频数据观察	6
3.1、 工业生产加速	6
3.2、 铁矿石、螺纹钢、原油价格上涨	7
3.3、 猪肉价格淡季不淡	8
3.4、 房地产销售面积增速回升	9
3.5、 跨季后资金面宽松	9
3.6、 上周地方债发行规模下降，本周将有所回升	10
3.7、 美元指数上涨	11
4、 本周主要关注点（2019.4.8-2019.4.14）	11

图表目录

图 1: 近期债市大跌（%）	4
图 2: 2019Q1 杭州与南京商品房销量同比增速显著下滑（%）	4
图 3: 贷款利率下降有利于一线城市商品房销售（%）	4
图 4: 10 年期国债收益率与商品房销售增速（%）	5
图 5: 2019 年 MLF 到期规模（单位：亿元）	6
图 6: 高炉开工率上升（%）	7
图 7: 发电耗煤量环比增速下降（%）	7
图 8: 铁矿石与螺纹钢价格上涨	8
图 9: 原油价格上涨（美元/桶）	8
图 10: 蔬菜价格上涨（元/公斤）	8
图 11: 猪肉价格上涨（元/公斤）	9
图 12: 30 大中城市商品房销售面积增速回升（%）	9
图 13: 十大城市商品房存销比下降（%）	9
图 14: 货币市场利率先升后降（%）	10
图 15: 上周地方债发行规模 160 亿元，本周计划发行规模 550.9 亿元	10
图 16: 美元指数上涨	11
图 17: 人民币升值	11
表 1: 地方债发行一览	5
表 2: 央行公开市场操作（2019.4.1-4.4）	10

1、债市大跌，未来关注通胀与地产销量

上周，十年期国债收益率和十年期国开债收益率分别飙升至 3.2679%、3.7633%，均为 2019 年初以来最高。同时，4 月 3 日国债招标情况远低于市场预期。财政部在 4 月 3 日续发 3、7 年期国债中标利率分别为 2.7879%、3.2179%，边际利率分别为 2.9082%、3.2959%，投标倍数分别为 1.52、1.58，边际倍数分别为 1.34、1.22。一级市场国债招标倍数远低于 2019 年以来平均水平，反映机构情绪偏谨慎。债市大跌的原因是多方面的：

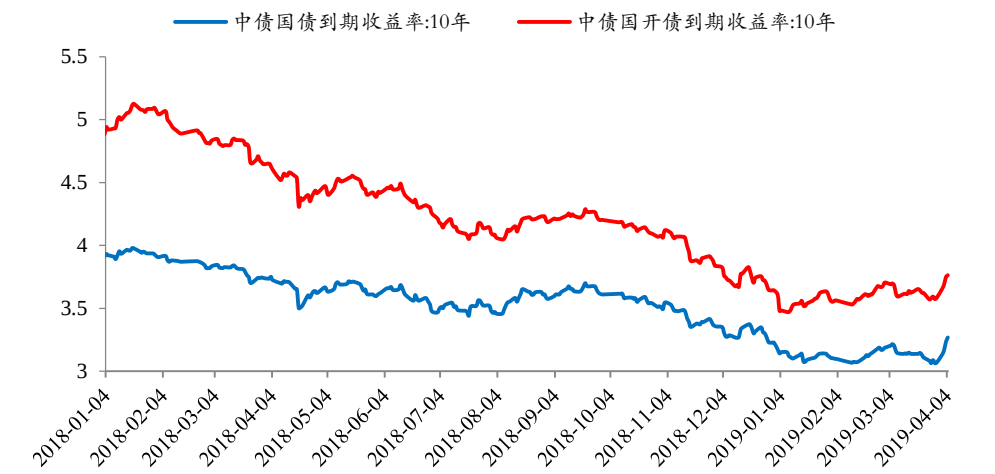
其一，3 月 PMI 数据引发市场对经济企稳的预期上升。3 月 PMI 反弹至荣枯线以上，超出市场预期，结合高频数据，3 月发电耗煤量同比增长 4.2%，增速较 2 月的 -14.8% 显著提升，3 月工业增加值、出口等数据可能出现大幅反弹，市场对经济企稳的预期在升温，直接推升长端国债收益率。

其二，猪周期启动叠加商品价格上涨引发通胀预期升温。猪周期启动，猪肉价格在淡季依然强势，3 月猪肉价格同比增速从 -10.7% 上升至 6.8%，为 2017 年以来最高，同时，蔬菜价格环比减少 0.2%，显著强于季节性。此外，3 月大宗商品价格指数环比增速上升至 -0.08%，近期，巴西矿难与澳洲飓风事件导致铁矿石大涨，也带动螺纹钢价格上涨，同时，“OPEC+”减产推升油价，大宗商品价格上涨或延长 PPI 环比上升期，从而对冲高基数的影响，使价格端更具韧性。

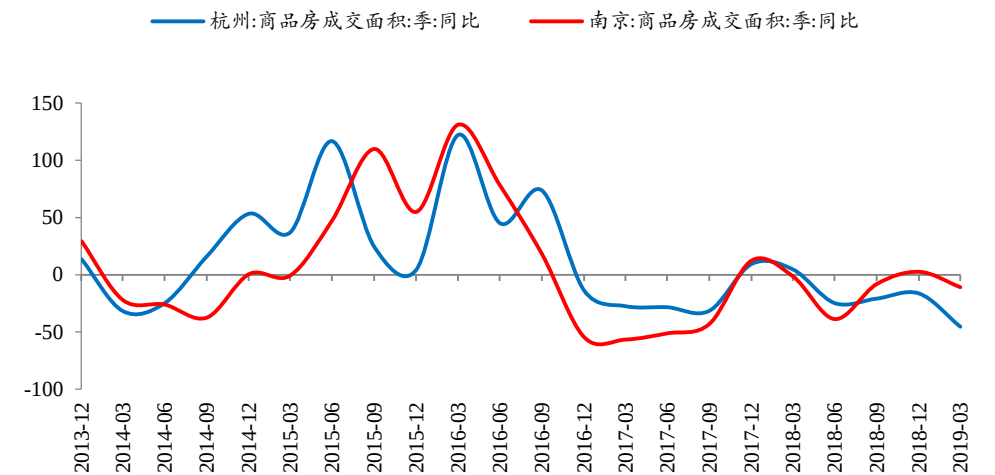
受春节错位影响，3 月部分数据显著反弹是正常现象，其持续性有待后续数据进一步验证，不能线性外推经济已经企稳。此外，未来还需要关注：

其一，通胀。从目前的通胀预期来看，市场对 3 月 CPI 同比增速预测均值为 2.3%，通胀预期并不强，由于本轮猪肉价格很可能超过历史高点，而且猪肉价格大涨还可能传导至其它肉类，因此，未来 CPI 增速可能经常超预期，若如此，则引发通胀预期进一步升温，然后进一步推动 CPI 增速上行，同时，江苏化工行业整治，预计供给显著收缩，可能导致相关化工品价格上涨，叠加 OPEC+ 限产影响，可能使价格端韧性进一步加强，届时关注货币政策是否会出现边际上的调整。

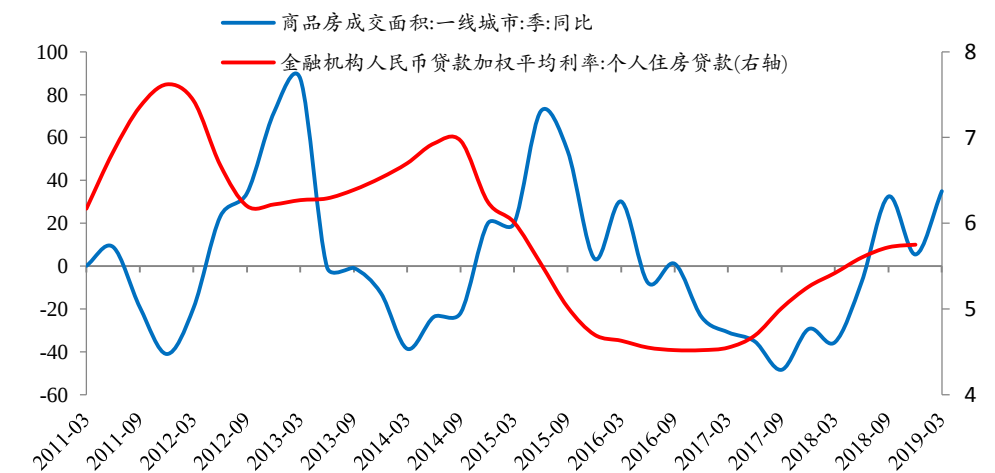
其二，地产销量。2019 年初以来，一二线商品房销量回暖，尤其是一线城市量价齐升，三四线城市商品房销售降温。二线城市整体回暖，但有所分化，一季度杭州、南京商品房成交面积同比增速分别降至 -45.4%、-10.8%，杭州在近期放宽落户条件，即“全日制大学专科及以上人才，在杭工作并缴纳社保的，可直接落户”，这可能会刺激购房需求。2019 年地产销售的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”，未来关注各城市房地产调控政策变化以及房贷利率下行对一二线城市房地产市场的刺激力度。若一二线城市房地产销售需求持续回暖，一方面，将支撑房地产投资与地产链相关消费，对冲经济下行，另一方面，地产销售增速回升带动融资需求扩张，这两方面均可能对债市产生冲击。

图1： 近期债市大跌 (%)

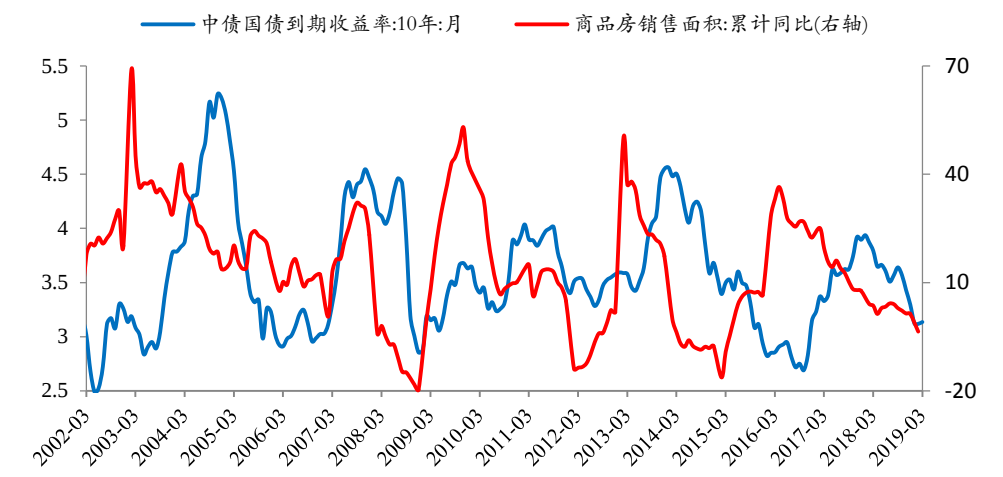
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 2019Q1 杭州与南京商品房销量同比增速显著下滑 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 贷款利率下降有利于一线城市商品房销售 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 10 年期国债收益率与商品房销售增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、地方债密集发行，短期资金缺口加大

4月资金面考验主要来源于地方债发行加速、缴税和MLF到期，中旬可能是全月流动性压力最大时期。在稳增长措施不断加码背景下，2019年我国地方债新增额度提升至3.08万亿元，其中一般债和专项债新增额度分别为9300亿元和2.15万亿元，总比较去年多增9000亿元，为尽早落实基建补短板等稳增长措施，根据财政部安排部署，2019年地方债发行将会在9月底之前完成，也就意味着二季度地方债发行节奏将会显著加快，新增额度也会提升，叠加4月中旬将有3665亿元MLF到期和地方政府财政缴款，短期资金缺口较大。

表1： 地方债发行一览

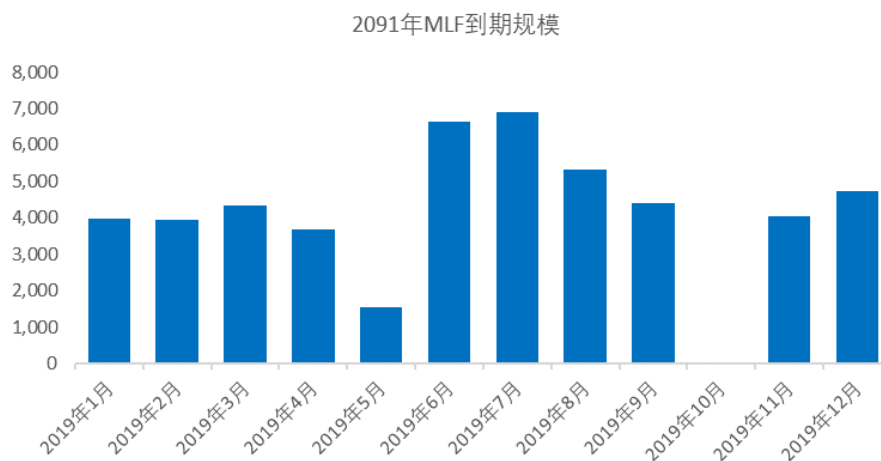
序号	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)
1	19 甘肃债 07	2019-04-12	44.00	5.00
2	19 山西债 12	2019-04-11	12.71	3.00
3	19 山西债 21	2019-04-11	7.20	5.00
4	19 山西债 13	2019-04-11	24.00	7.00
5	19 山西债 22	2019-04-11	2.73	7.00
6	19 山西债 23	2019-04-11	6.71	10.00
7	19 山西债 14	2019-04-11	24.00	10.00
8	19 山西债 15	2019-04-11	1.48	3.00
9	19 山西债 19	2019-04-11	4.90	3.00
10	19 山西债 20	2019-04-11	32.50	5.00
11	19 山西债 16	2019-04-11	8.94	5.00
12	19 山西债 17	2019-04-11	9.97	7.00
13	19 山西债 18	2019-04-11	20.76	10.00
14	19 内蒙古债 04	2019-04-09	3.90	3.00
15	19 内蒙古债 05	2019-04-09	6.60	5.00
16	19 内蒙古债 06	2019-04-09	9.10	7.00
17	19 内蒙古债 07	2019-04-09	25.30	10.00

序号	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)
18	19 内蒙古债 08	2019-04-09	5.10	15.00
19	19 内蒙古债 09	2019-04-09	12.90	5.00
20	19 内蒙古债 10	2019-04-09	1.10	10.00
21	19 内蒙古债 11	2019-04-09	25.00	10.00
22	19 甘肃债 07	2019-04-09	40.00	7.00
23	19 山西债 12	2019-04-09	222.00	20.00
合计			550.90	

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3月末以来，央行已经连续12个工作日暂停公开市场操作，上周无MLF和逆回购到期，实现零回笼零投放。DR007、R007资金价格出现显著下行，显示目前银行体系流动性总量处于较高水平。本周（4月8日-4月12日）公开市场无逆回购和MLF到期，银行间较高流动性可以抵消地方政府债券发行和缴款等因素影响，预计资金面将会保持宽松。但是4月是传统缴税大月，根据2017年、2018年4月份财政存款分别增加6425亿元和7184亿元，2019年4月虽然受减税降费影响，财政缴款规模和回笼效应可能低于历年，但是压力依然不容小觑。同时3665亿元MLF正好于4月17日到期，MLF到期与缴税高峰期叠加，4月中旬将对流动性造成双重冲击，短期流动性压力将会陡增。

图5：2019年MLF到期规模（单位：亿元）

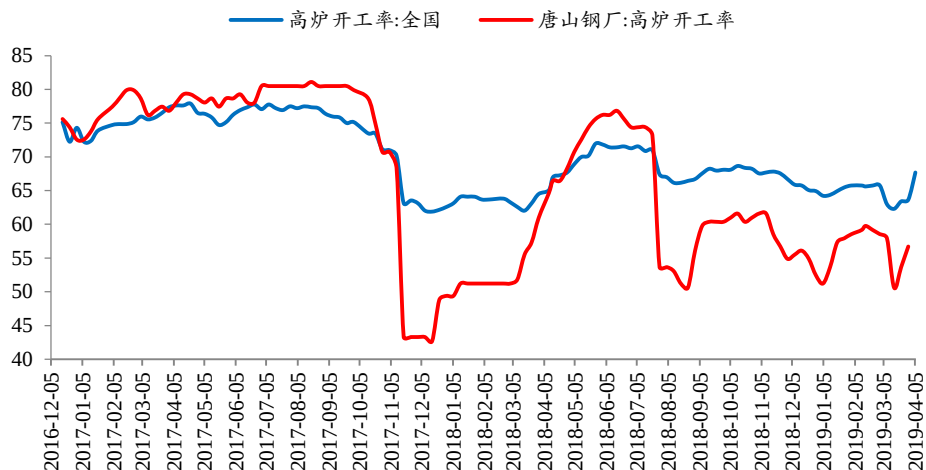


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、一周高频数据观察

3.1、工业生产加速

上周（2019年3月30日-2019年4月5日，下同），采暖季结束后，河北和山西地区出现高炉集中复产现象，高炉开工率上升6.3%至67.68%；6大发电集团日均耗煤量环比上升1.07%至67.97万吨。

图6： 高炉开工率上升（%）

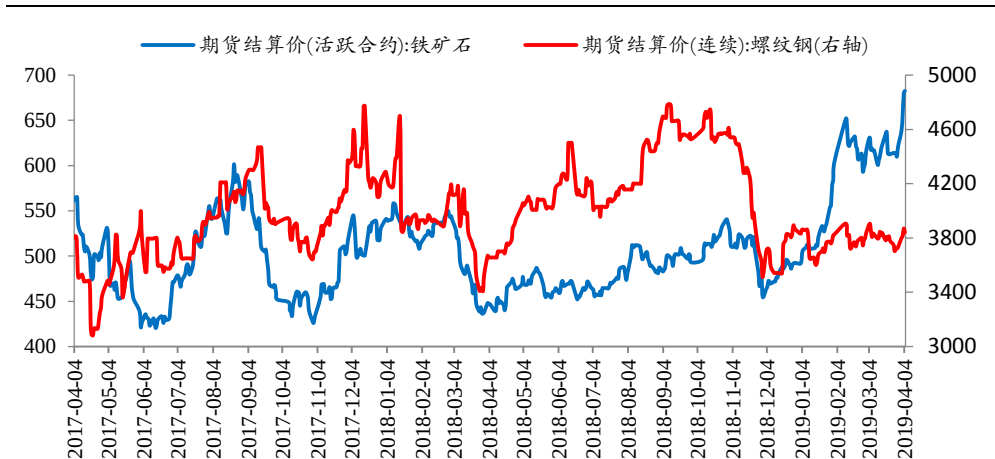
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 发电耗煤量环比增速下降（%）

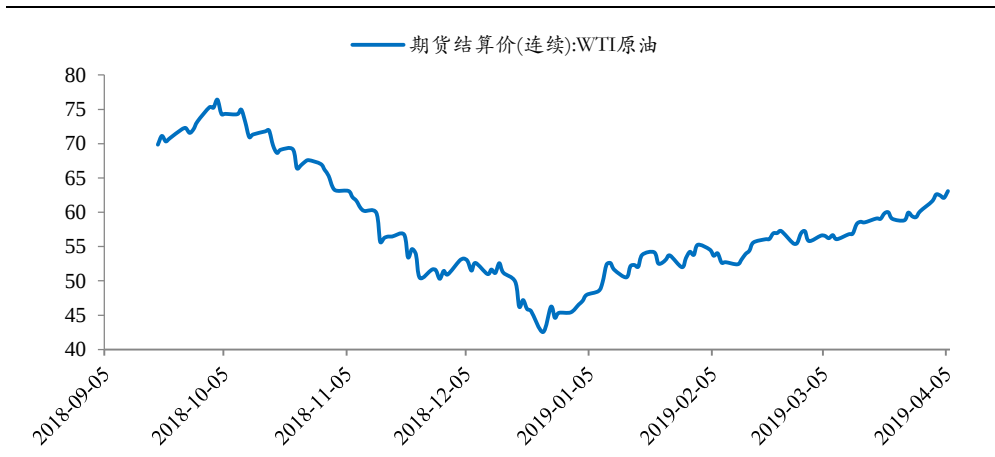
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、铁矿石、螺纹钢、原油价格上涨

上周，随着开工季到来，需求释放，钢材社会库存去化加快，环比下降 5.5%。巴西矿难与澳洲飓风事件推动铁矿石暴涨 9.9%，带动螺纹钢期货价上涨 2.9%。供应担忧持续施压，原油价格上涨，布伦特原油价格收涨 2.85%，WTI 原油价格收涨 4.89%。

图8：铁矿石与螺纹钢价格上涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9：原油价格上涨（美元/桶）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、猪肉价格淡季不淡

上周，28种重点监测蔬菜价格一周小幅上涨0.01%，涨幅高于前值（-0.29%）。受猪瘟疫情影响，猪肉价格淡季不淡，全国猪肉平均批发价猪肉价格上涨0.81%。

图10：蔬菜价格上涨（元/公斤）

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_13323

