



宏观利率：

报告要点：

孙玉龙
国债研究员
电话：0755-23982459
邮箱：sunyl@wkjyqh.com

1、3、5、7、10 年国债利率分别为 2.8387%、2.9937%、3.1352%、3.2899%和 3.2902%，分别月变化 5.4bp、1.15bp、8.7bp、3.19bp 和 5.97bp，月度利率上行；分别周变化-3.23bp、-4.18bp、1.69bp、2.5bp 和 2.49bp，周度利率长上短下，曲线陡峭化。

R007、DR007 和同业存单发行利率分别为 2.3391%、2.1281%和 3.4085%，分别月变化-85.1bp、-45.48bp 和 8.75bp，月度资金面边际转松；分别周变化 1.34bp、9.09bp 和-1.05bp，周度资金面略收紧。如果看近期趋势的话，回购利率体现出资金面转松，但存单利率体现出资金面仍紧。

11 月制造业 PMI 和 BCI 指数继续超预期上行，CPI 转负，PPI 继续回升，出口再超预期。12 月 CRB 指数延续涨势，预计四季度的 PPI 和 GDP 仍将继续上行。货币政策从疫情爆发时的极度宽松已转变为了疫情控制后的稳健中性，相当于边际收紧，考虑到经济复苏持续性较强，宏观杠杆率攀升迅速，政策以“防风险、稳杠杆”为首要目标维持偏紧的基调。

11 月社融出现拐点，企业债券融资降速成最大拖累，预计社融已见顶或者接近顶点，国债利率是在今年 4 月底步入上行通道，目前已传导至实体融资成本，导致贷款加权利率拐头向上，对地产销售形成抑制，拖累社融下滑，而且 BCI 融资环境指数已经连续两月回落。另外，随着经济的持续复苏，宽财政也将回归正常化，也会对社会融形成一定压力。

综上，货币保持偏紧基调，信用见顶回落。预计利率继续震荡上行，货币不松仍然是主因，社融回落预期带来的情绪修复较有限；预计流动性进一步改善的空间不大，通胀预期升温并未有效推动利率走陡，利率大概率会再度平坦化。

一、货币

11月制造业PMI和BCI指数继续超预期上行，CPI转负，PPI继续回升，出口再超预期。12月CRB指数延续涨势，预计四季度的PPI和GDP仍将继续上行。货币政策从疫情爆发时的极度宽松已转变为了疫情控制后的稳健中性，相当于边际收紧，考虑到经济复苏持续性较强，宏观杠杆率攀升迅速，政策以“防风险、稳杠杆”为首要目标而维持偏紧的基调。

图1：制造业PMI和BCI指数继续反弹

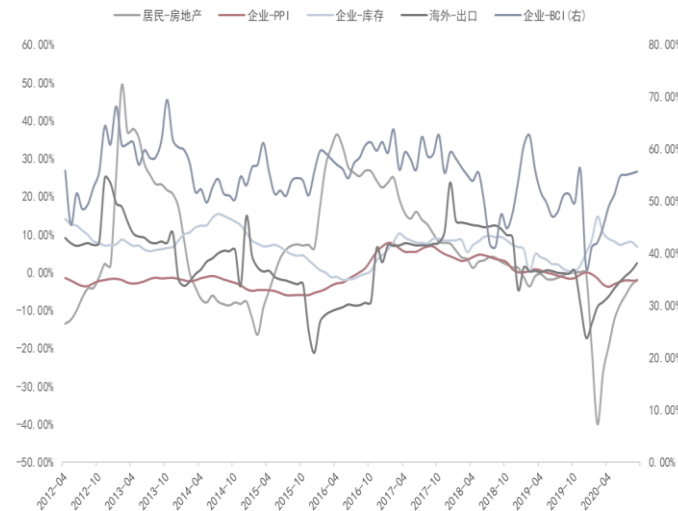


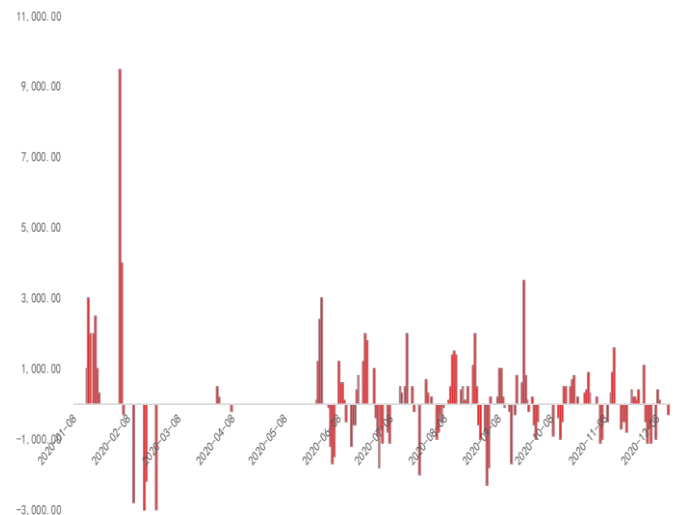
图2：CRB指数和PPI延续涨势



上周逆回购净回笼500亿，MLF净回笼3000亿，本周三有3000亿到期，关注央行续作情况。

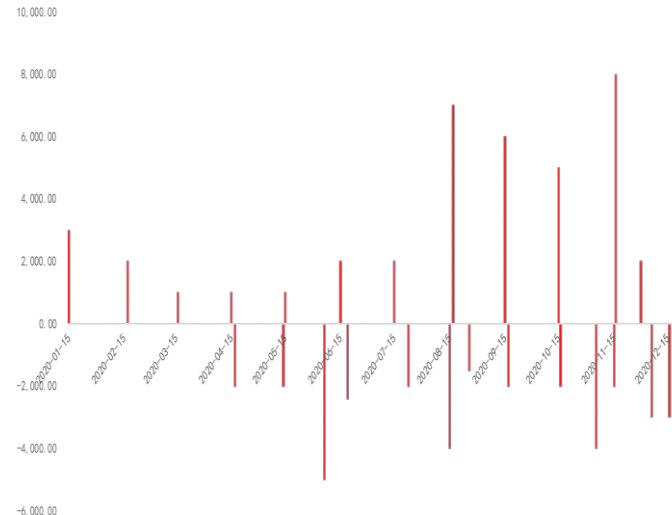
数据来源：wind、五矿经易

图3：逆回购净投放（日）



数据来源：wind、五矿经易

图4：MLF净投放（日）



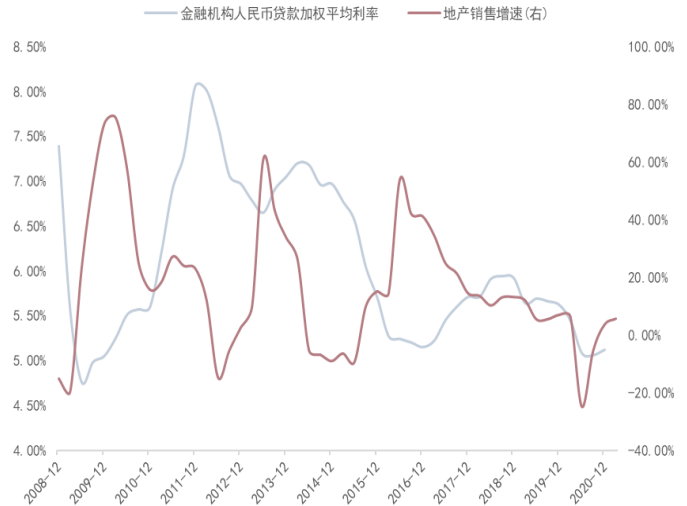
二、信用

预计社融已见顶或者接近顶点，国债利率是在今年4月底步入上行通道，目前已传导至实体，导致贷款加权利率拐头向上，对地产销售形成抑制，拖累社融下滑，而且BCI融资环境指数已经连续两月回落。

图5：利率底领先于社融顶



图6：BCI融资环境指数有见顶迹象

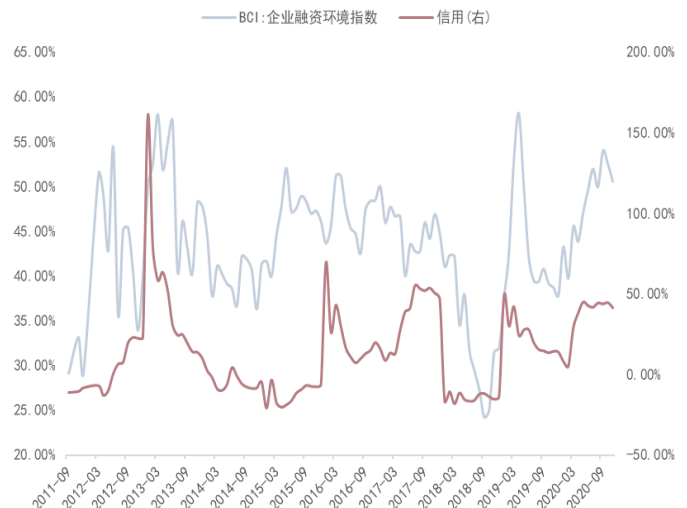


另外，随着经济的持续复苏，明年的财政赤字力度大概率削减，也会对社融形成压力；信用利差和信托收益率均已拐头向上，反映融资成本在上升，企业融资将面临阻碍。

图7：财政扩张略领先于社融



图8：信用利差和信托收益率均步入上行

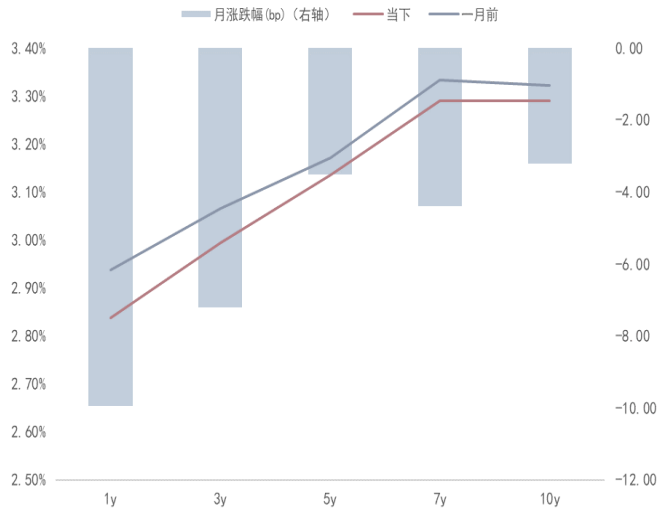


三、利率

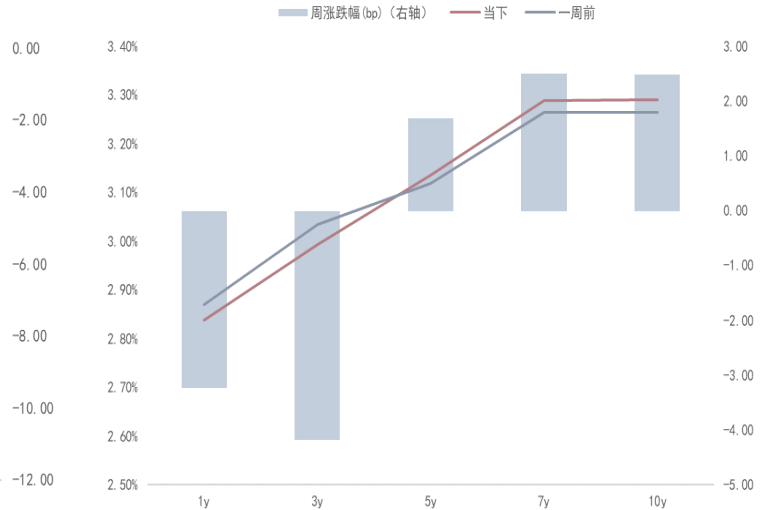
1、3、5、7、10年国债利率分别为2.8387%、2.9937%、3.1352%、3.2899%和3.2902%，分别月变化5.4bp、1.15bp、8.7bp、3.19bp和5.97bp，月度利率上行；分别周变化-3.23bp、-4.18bp、1.69bp、2.5bp和2.49bp，周度利率长上短下，曲线陡峭化。

图9：国债利率月变化

图10：国债利率周变化



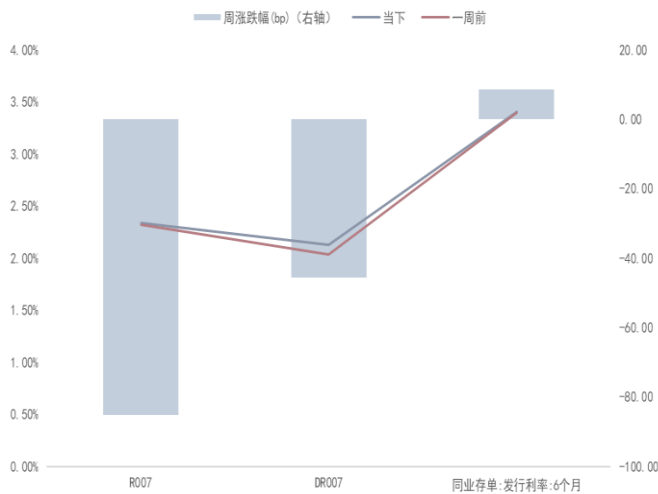
数据来源：wind、五矿经易



数据来源：wind、五矿经易

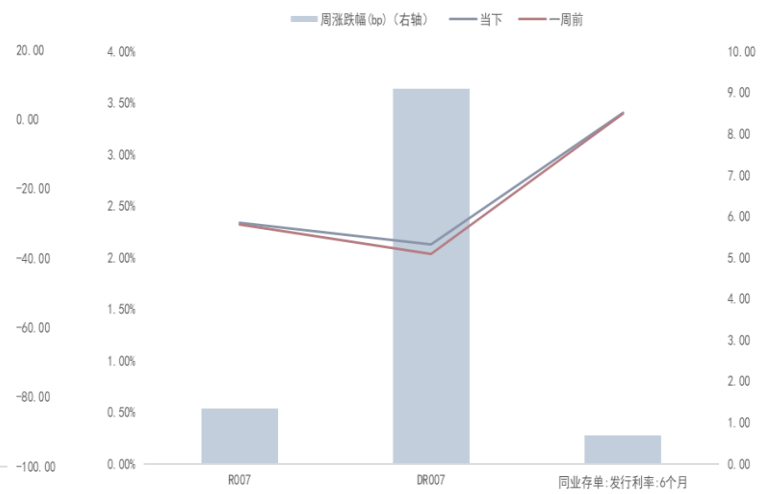
R007、DR007 和同业存单发行利率分别为 2.3391%、2.1281% 和 3.4085%，分别月变化-85.1bp、-45.48bp 和 8.75bp，月度资金面边际转松；分别周变化 1.34bp、9.09bp 和-1.05bp，周度资金面略收紧。如果看近期趋势的话，回购利率体现出资金面转松，但存单利率体现出资金面仍紧。

图 9：资金利率月变化



数据来源：wind、五矿经易

图 10：资金利率周变化



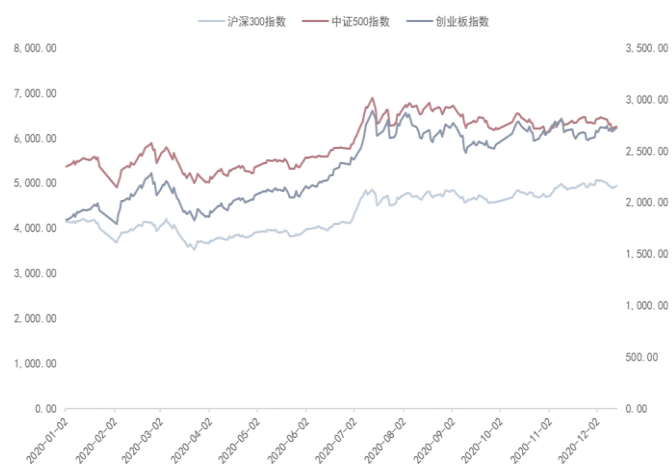
数据来源：wind、五矿经易

综上，货币虽然短期边际转松，但总体偏紧基调不变；信用逐渐接近顶部，下跌幅度或许并不太大。预计利率下行空间有限，货币不松仍然是主因，社融回落预期带来的情绪修复较有限；预计流动性进一步改善的空间不大，通胀预期升温并未有效推动利率走陡，利率大概率继续平坦化。

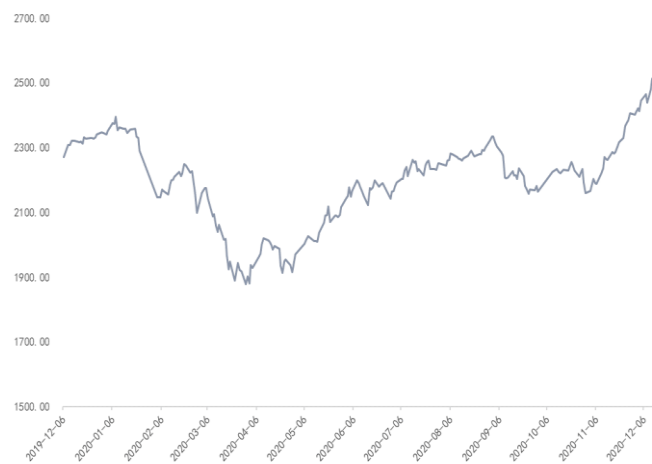
从资产配置的角度来看，商品、股市或房地产等风险资产出现拐点几乎是利率出现拐点的必要但不充分条件，因为资金本就是在这几类资产中分配权重的，在三类风险资产没有出现明确的转熊拐点时，债市很难持续看多。

图 11：A 股高位震荡

图 12：商品仍在上涨



数据来源：wind、五矿经易



数据来源：wind、五矿经易

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_850

