

固定收益研究/固定收益周报

2019年04月14日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005
研究员 zhangliang014597@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：从产业链视角剖析转债市场》2019.03
- 2《固定收益研究：风水轮流转，近期到债市？》2019.03
- 3《固定收益研究：相对价值的力量显现》2019.03

赔率改善，胜率仍低

债券策略周报

本周策略观点

重申“转债+适度信用下沉”是今年债市的操作重心。维持利率债震荡格局判断，空间和机会是跌出来的，金融数据将再次令债市承压。利率债面临幡动、风动及心动挑战，在本周初预计仍面临冲击，此后赔率将改善，胜率仍偏低，历史中枢附近是强上行阻力位。资金面扰动将再次增多，短期降准有必要性但不合时宜，继续提醒杠杆操作性价比略降低。宽信用看似有所见效，实体流动性改善，信用适度下沉仍“顺势”，但系统性机会减弱，关注城投预期差和龙头民企深度挖掘机会。重申转债是今年债券投资的胜负手，保持较高参与度，仓位守、个券攻看法不改。

社融规模、质量超预期，宽信用见效，经济有望阶段性企稳

上周五社融数据公布，几个要点值得关注：量的层面明显超预期，结构也略有改善；3月票据融资不算强劲，信贷质量较高；企业融资回暖，流动性状况好转；M1增速回升，或反映实体微观活力有所改善。企业融资需求与融资条件改善可能都是去年以来政策纠偏、持续宽信用努力的结果，从信贷利率走低等判断，显然融资条件的改善更为明显。社融与其他数据可以相互验证，显示经济有望阶段性企稳，在一段时间可能仍存在惯性，但向上动力存疑，社融本身后续能否保持也需要继续观察。

博弈点转向经济弹性，经济下+政策上让位于经济企稳+政策观望

市场对经济底部开始确认之后，未来的博弈点将转向向上的空间。但依靠基建、房地产支撑经济在高质量发展的要求之下会更有“节制”，以避免进一步扭曲经济结构，由此带来的经济增长短期存在惯性，上行缺少力度。今年经济增长层面更多是预期差，下半年过度乐观也可能失望，尤其是政策取向可能比以往周期更敏感的相机抉择做微调，稳增长政策可能难以加码，但调结构、防风险政策可能稍有加强。其中，我们在2月份就提出货币政策进入“政策效果观察期”，近期的数据加上辟谣4月初降准，连续多个交易日暂停公开市场投放，均可能显示货币政策取向在发生微妙变化。

货币政策仍处于政策效果观察期，降准有必要性但时机上有顾虑

在信贷数据好转、CPI继续走高背景下，货币政策预计会转为真正稳健中性，这是债市需要面对的重要边际变化，市场已经在反映该变化。降准的必要性存在，二季度资金面扰动因素较多，资金缺口可能达到2.4万亿。但具体政策对预期层面的冲击不能低估，央行在时机选择上可能存在顾虑，当前时点降准有必要性，但没有紧迫性。具体操作工具不重要，重要的是政策取向，降准与否本身无需过度解读。OMO利率下调的窗口期已经过去，我们仍判断央行降息概率低，但货币政策还不会轻易转紧。市场或已经在反映降准落空的预期，边际影响已经有限。

债市赔率改善，胜率可能还不高，但利率上行有顶

短期来看，幡动（基本面企稳）+风动（消息面不利），心也在动（预期），债券市场赔率改善，但是胜率可能还不高。市场情绪急转直下，但十年国债3.55%、十年国开在4.0%是历史中枢水平，我们认为在较长时间内不会被实质突破，长端利率上行有顶，历史中枢附近可能就是强支撑位。如果收益率接近历史中枢水平，我们认为债券的配置价值和安全感就可能重新出现，可以更大胆的择机博弈预期差机会。

风险提示：一季度宏观经济数据超预期；房地产销售持续回暖；定制化产品赎回风险。

正文目录

本周策略观点：赔率改善，胜率仍低	4
上周市场热点与本周关注点	10
实体高频观察	12
通胀	13
流动性跟踪	15
公开市场操作	15
货币市场利率	16
外部流动性	17
广谱利率	17
债券及衍生品	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：一季度社融增速大幅反弹	4
图表 2：新增信贷中长期占比	4
图表 3：3 月票据融资不算强劲	4
图表 4：企业融资明显改善	5
图表 5：3 月 M1 增速明显反弹	5
图表 6：核心 CPI 仍较为疲弱	6
图表 7：进口增速大幅走低	6
图表 8：一季度地方债发行提前	6
图表 9：信贷审批加快，但融资需求仍偏弱	6
图表 10：央行连续 17 个交易日连续暂停公开市场投放	7
图表 11：质押式回购成交量突破 4 万亿	8
图表 12：OMO 利率下调的窗口期可能已经过去	8
图表 13：隔夜回购利率与 IRS	9
图表 14：高炉开工率	12
图表 15：六大发电集团日均耗煤	12
图表 16：30 大中城商品房成交面积	12
图表 17：百城土地成交面积	12
图表 18：航运指数	12
图表 19：粗钢日均产量	12
图表 20：猪肉价格	13
图表 21：蔬菜价格指数	13
图表 22：原油价格	13
图表 23：焦煤、动力煤价格	13
图表 24：螺纹钢价格	13

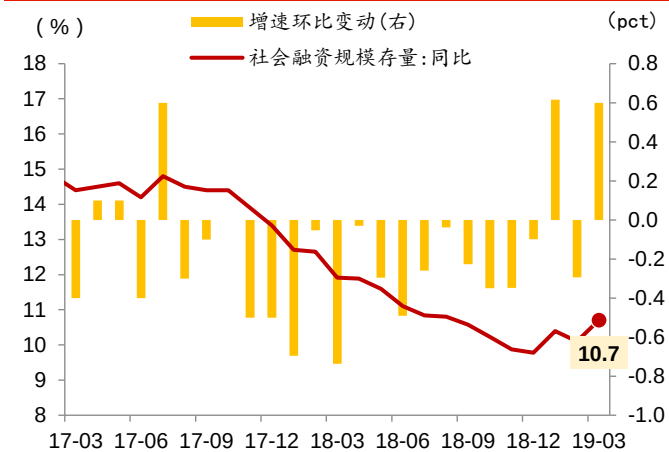
图表 25: 阴极铜价格	13
图表 26: 水泥价格	14
图表 27: 大宗商品价格指数 (能源、钢铁、有色)	14
图表 28: 公开市场操作与到期	15
图表 29: 未到期资金期限结构 (逆回购+MLF+国库现金定存)	15
图表 30: 下周资金到期提示	15
图表 31: 政策利率	15
图表 32: 7D 逆回购、R007、DR007	16
图表 33: R007、DR007 上周与上上周比较	16
图表 34: HIBOR、SHIBOR 与利差	16
图表 35: 外汇占款环比变动	17
图表 36: 外汇储备环比变动	17
图表 37: 货币基金、银行理财收益率	17
图表 38: 票据贴现利率	17
图表 39: 国债收益率走势	18
图表 40: 利率债单周涨跌	18
图表 41: 期限利差	18
图表 42: 国开债隐含税率	18
图表 43: 信用利差 (企业债与国开债)	18
图表 44: 中美利差 (10 年期国债)	18
图表 45: 利率互换	19
图表 46: 国债期货	19

本周策略观点：赔率改善，胜率仍低

我们强调今年债市是“平年”、震荡市，机会是跌出来的，债市处于“杀估值”阶段，上周提醒需要等待社融数据给出答案。上周五公布的3月份金融数据大幅超预期，备受关注。投资者可参见我们的点评报告《3月金融数据点评：宽信用见效，股暖债承压》，整体来看，如下几个要点值得关注：

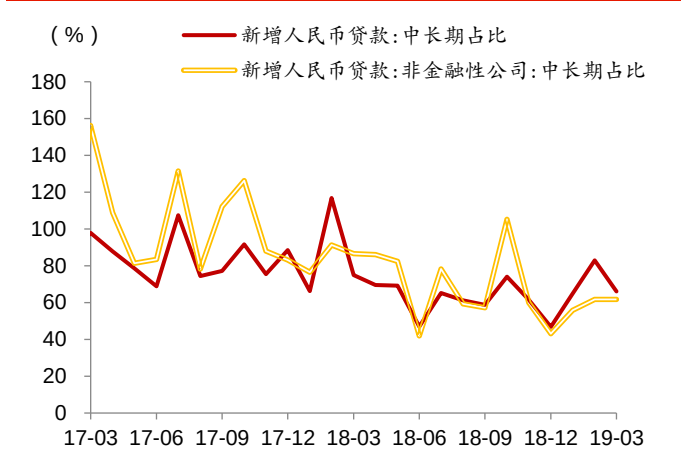
第一，量的层面明显超预期，结构也略有改善。3月新增人民币贷款1.69万亿，社会融资规模增量达到了2.86万亿，社融存量增速达到10.7%，均大幅超出了市场预期。单月数据容易有误导，综合一季度数据来看，信贷、社融也都实现了明显超季节性的增长，分别达到5.81万亿和8.20万亿，而近三年一季度均值分别为4.56万亿和6.59万亿。信贷结构上也有所改善，中长期贷款占比回升，尤其是3月份企业中长期贷款同比多增1958亿元，一方面基建投资发力带动中长期贷款；另外，减税降费、企业融资成本降低、中美贸易摩擦缓和等因素有利于增强企业家信心，资本开支意愿或有所改善。

图表1：一季度社融增速大幅反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

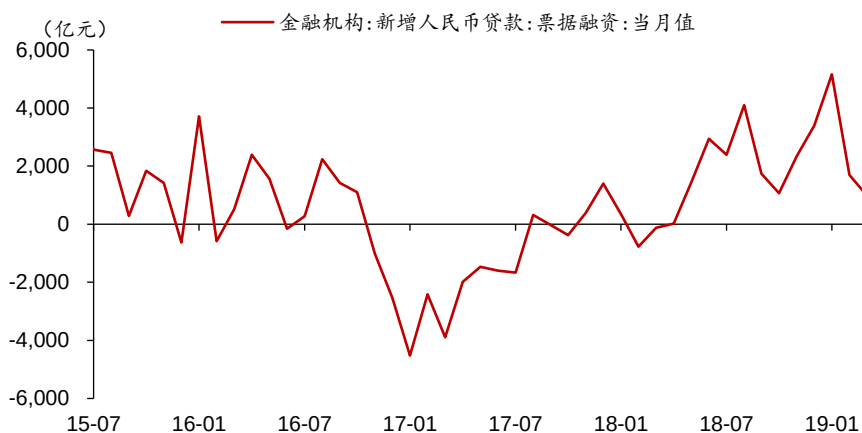
图表2：新增信贷中长期占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二，3月票据融资不算强劲，信贷质量较高。1月新增人民币贷款3.23万亿创历史新高，但市场对1月信贷的质量认可度不高，一方面由于贷款投放的季节性因素，另外一方面也是由于1月信贷中票据融资较多，其中可能存在套利的成分。与1月相反的是，3月份信贷数据超预期的同时，票据融资并不强劲，在监管层加强票据监管的背景下，并未对新增信贷造成负面影响，意味着3月份信贷数据的质量更高，对实体的金融支持更加直接。季末MPA考核也可能导致商业银行压降票据规模，这也反映出3月表内信贷质量较高。

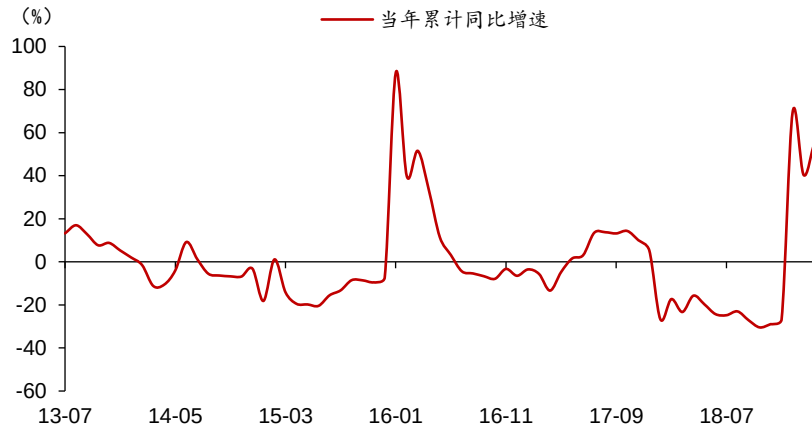
图表3：3月票据融资不算强劲



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，企业融资回暖，流动性状况好转。以非金融企业信贷、非标融资、债券融资之和表征企业融资状况，可以看到 2018 年企业非标融资渠道断裂，融资大幅下滑，进而导致信用违约潮、股权质押等风险，加大宏观经济下行压力。今年初以来，企业信贷融资明显改善，非标融资下滑的趋势也得到遏制，流动性状况好转，这有助于企业降低信用风险、支持资本开支。

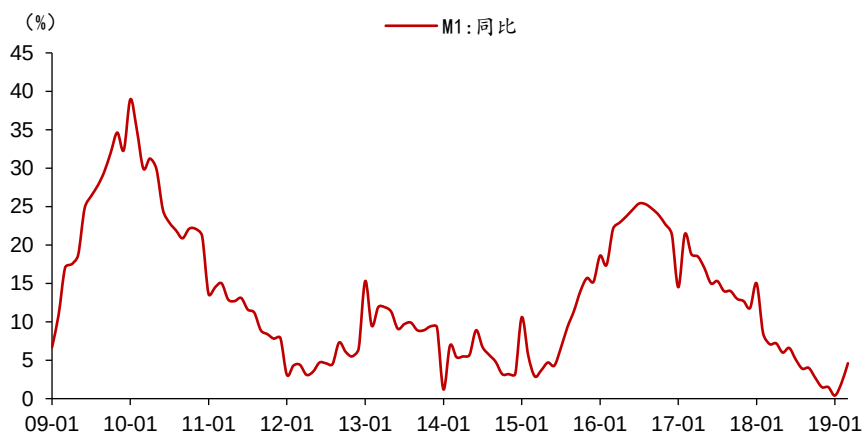
图表4： 企业融资明显改善



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四，M1 增速回升，或反映实体微观活力有所改善。市场前几个月对 M1 增速关注度较高，主要由于 M1 一定程度上反映企业的微观活力，但 1-2 月 M1 增速始终低位徘徊。3 月份 M1 增速大幅回升 2.6 个百分点，企业存款同比大幅增加 7700 亿元，反映出企业存款向居民部门持续转移的趋势逐步逆转，实体微观活力有所改善。一方面随着房贷利率回落，居民中长期贷款同比、环比均有增加，3 月商品房销售出现回暖，30 大中城商品房成交面积同比 21.9%，较上月回升 13.6 个百分点。另一方面居民消费或有所改善，居民短贷同比多增 2262 亿元。“企业-工资-居民-消费/购房-企业”的链条有所修复，企业部门资金压力逐步缓解。

图表5： 3 月 M1 增速明显反弹

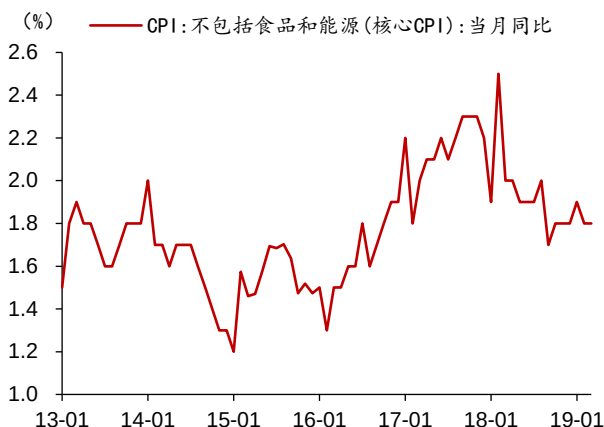


资料来源：Wind，华泰证券研究所

企业融资需求与融资条件：谁是因？谁是果？其实两者可能都是去年以来政策纠偏、持续宽信用努力的结果。去年以来，监管机构不断强调金融要支持实体经济，甚至对影子银行的想法也出现了一定程度的变化。政府基建项目、地产链条仍是主要的融资需求来源。而从微观的情况来看，去年非标出现了净减少，但今年银行理财与保险都在加大非标和另类投资的力度，融资条件在明显改善。而地方专项债发行之，也会带动一些配套贷款等融资需求。从信贷利率走低等判断，显然融资条件的改善更为明显。

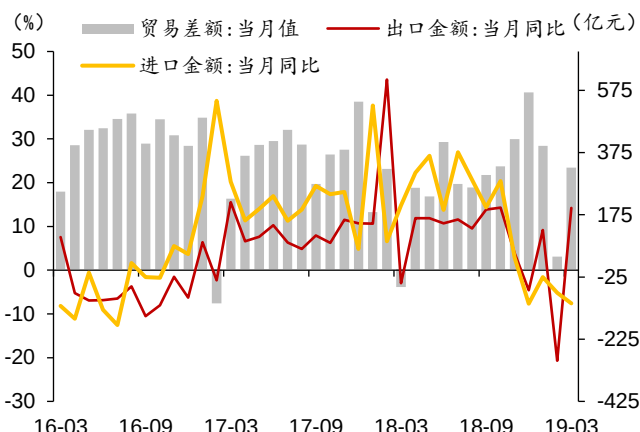
社融与其他数据可以相互验证，显示经济有望阶段性企稳，在一段时间可能仍存在惯性，但向上动力存疑。除社融数据之外，PMI 等数据也有所好转，基建是托底力量，而房地产投资超预期助力经济阶段性企稳。加上减税降费及消费贷放量，消费数据预计也会有所改善。不过，高炉开工率等高频数据仍疲软，3 月份进口增速-7.6%，大幅低于预期(+0.2%)，也一定程度上反映当前经济的内需仍不强劲。从价格信号看，核心 CPI、租赁房房租、教育服务等分项表现并未超出季节性，可能预示着消费需求仍是偏弱的。此外，经济数据背后的“春节效应”（时间错位导致的 3 月数据好转）仍然不能证伪。

图表6：核心 CPI 仍较为疲弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

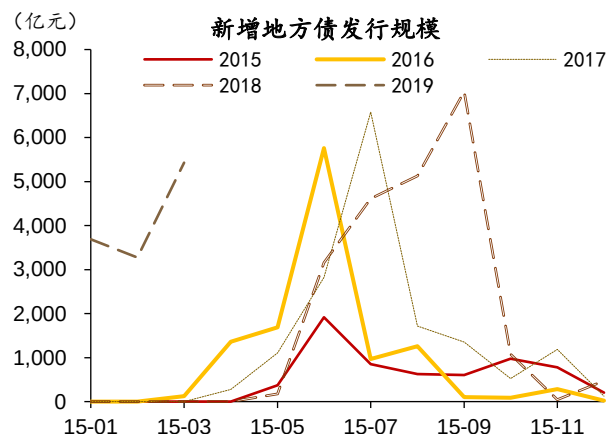
图表7：进口增速大幅走低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

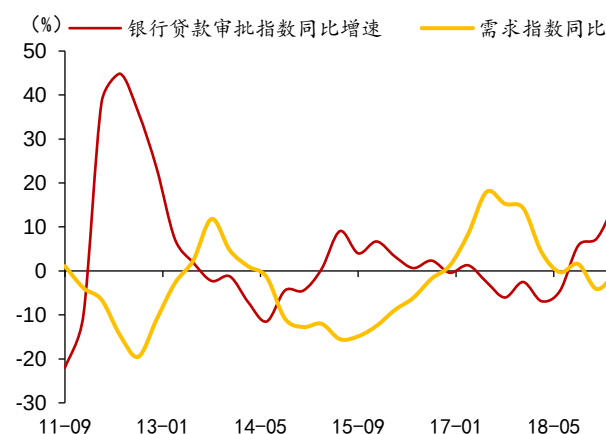
社融本身后续能否保持也需要继续观察。一季度社融增速大幅反弹的背后离不开政策的提前对冲，首先，地方债提前发行，拉动基建投资。一季度社融中地方专项债融资达到 2532 亿，相比去年同期多增 1870 亿，拉动一季度社融增速 1.1 个百分点。全年地方债新增额度 3.05 万亿，后续地方债发行将有所回落，对社融的拉动作用也会减弱。其次，3 月房地产销售明显反弹，居民中长期贷款也是社融的重要支撑。但房地产调控政策尚未实质性放松，“房住不炒”仍是大的政策取向，加上年内棚改计划减半，“金三银四”之后房地产销售的持续性有待观察。最后，结构性货币政策工具支持商业银行信贷政策发力，但实体融资需求尚未明显改善。去年四季度以来，结构性政策工具发力，包括支持民营小微企业融资、“一二五”、TMLF、商业银行永续债发行等等，这些政策都有利于商业银行信贷额度的释放，对社融增速的反弹起到支撑作用。但是实体融资需求指数并未明显改善，显示实体融资需求仍不强劲，未来需要观察融资成本降低对实体融资需求的带动。

图表8：一季度地方债发行提前



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：信贷审批加快，但融资需求仍偏弱

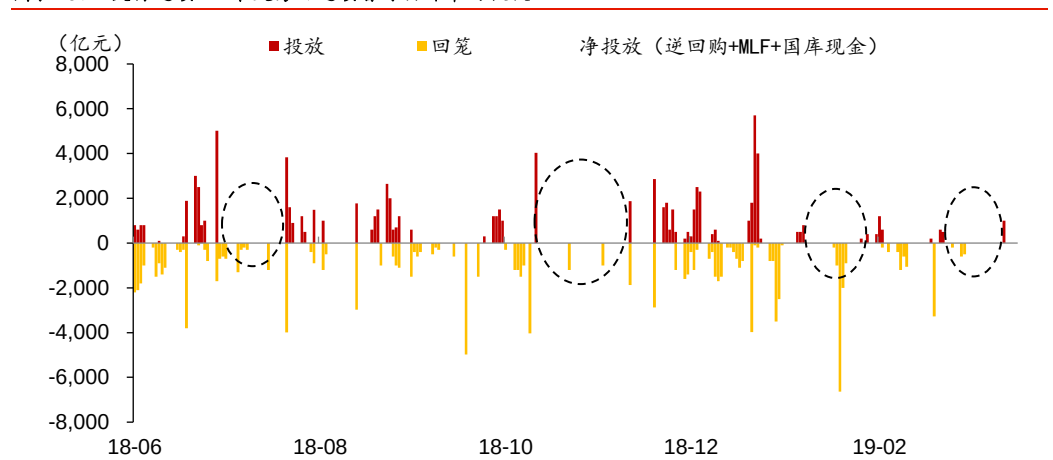


资料来源：Wind，华泰证券研究所

更为微妙的是，在高质量发展的要求之下，政策取向往往是相机抉择的，在稳增长、防风险和促改革等多重目标之间做平衡。当前的经济数据等隐现企稳迹象可能看作是去年以来宽信用政策持续发力的累计和滞后反应，避免经济下滑到区间下限并引发连锁反应。市场对经济底部开始确认之后，未来的博弈点将转向向上的弹性和空间。但我们知道依靠基建、房地产支撑经济在高质量发展的要求之下会更有“节制”，以避免进一步扭曲经济结构，由此带来的经济增长短期存在惯性，上行缺少力度。今年的经济增长层面更多是预期差，一季过度悲观出现修复，政策逆周期调节力量使然，下半年过度乐观也可能失望，毕竟经济内生动力和全球经济不强。尤其是政策取向可能比以往周期更敏感的相机抉择做微调，稳增长政策我们预计可能难以加码，但调结构、防风险政策可能稍有加强。

其中，我们在 2 月份就提出货币政策进入“政策效果观察期”，近期的数据加上辟谣 4 月初降准，连续 17 个交易日暂停公开市场投放，均可能显示出货币政策取向在发生微妙变化。

图表10：央行连续 17 个交易日连续暂停公开市场投放

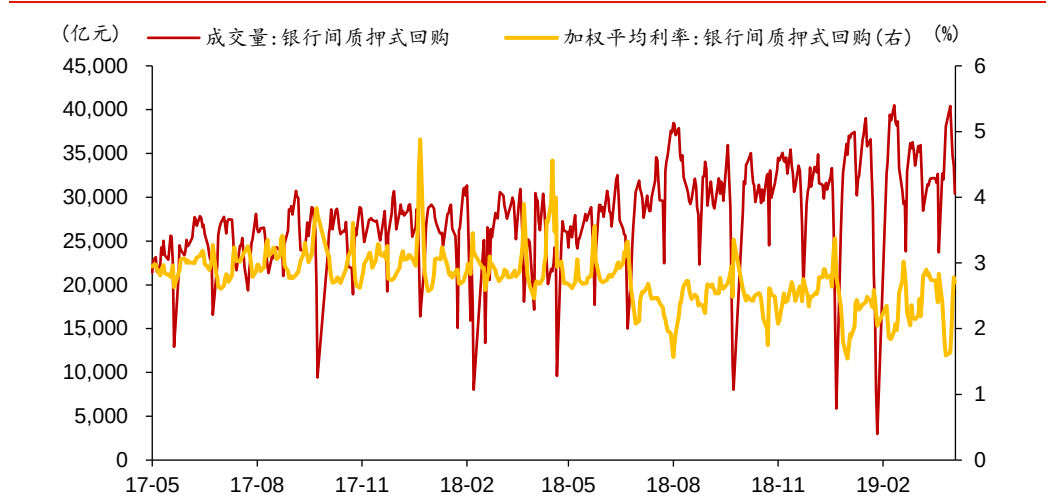


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在金融防风险、中美贸易摩擦引发的经济下行和风险共振过程中，货币政策承担了救急的任务，防范系统性风险。但在经济企稳迹象出现之后，加上社融增速回升、股权质押风险缓解、中美贸易谈判取得初步进展，我们在 2 月份就已经判断货币政策进入政策效果观察期，放松的急迫性消失。在信贷数据好转、CPI 继续走高背景下，货币政策预计会真正稳健中性，这是债市需要面对的重要边际变化，市场已经在反应变化。

降准的必要性存在，二季度资金面扰动因素较多，资金缺口可能达到 2.4 万亿。二季度的 MLF 到期量比较大，高达 11855 亿元。同时 4、5 月份历来是缴税大月，估计缴税规模可能达到 5000 亿元。地方债的发行也是一个重要的影响因素，按照两会公布的地方债限额，年内剩余的地方债额度约为 1.6 万亿，而根据历史经验四季度的发行量比较少，因此二季度的地方债发行规模可能在 7000 亿左右。加上信贷派生存款消耗超储，预计二季度的流动性缺口可能达到 2.4 万亿。由于二季度资金缺口较大，我们认为央行降准的必要性仍在。

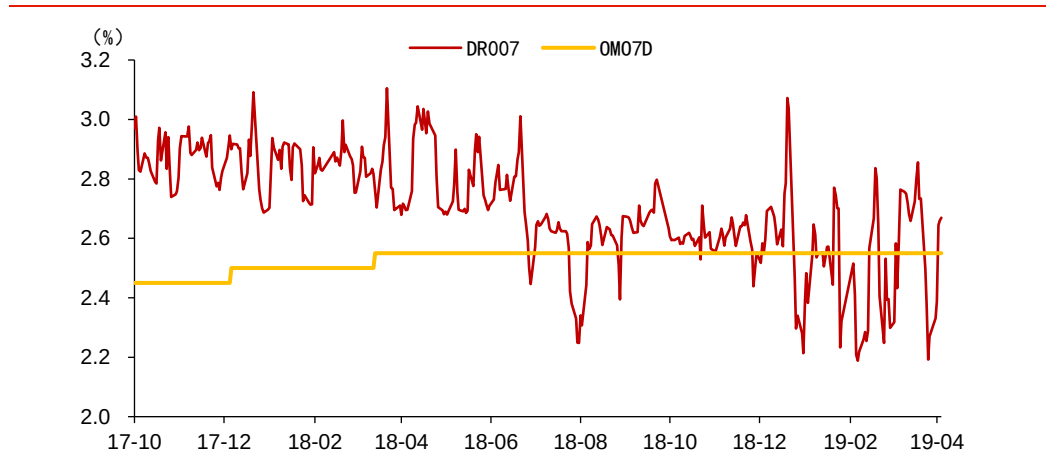
但具体政策对预期层面的冲击不能低估，央行在时机选择上可能存在顾虑。此前央行辟谣 4 月初降准的消息，可能表明央行在降准的时机选择上存在顾虑。我们在《债券策略周报：货币政策的变与不变》中指出，央行货币政策的选择也要考虑“成本”和“副作用”，3 月份以来房地产销售明显回暖，股市热情高涨，质押式回购成交量突破 4 万亿，此时向市场传递连续降准的强信号可能会助推房价上涨、产生资产泡沫和加杠杆行为。此外，CPI 走高，一季度社融规模和结构都出现了明显改善，央行可能需要继续观察。况且除了降准和续作之外，央行还有弥补短期流动性的手段，比如 TMLF。一季度信贷和社融增强强劲，实体经济融资条件明显好转，央行推动宽信用的压力减轻。因此当前时点降准有必要性，但没有紧迫性。

图表11: 质押式回购成交量突破 4 万亿

资料来源：Wind，华泰证券研究所

具体操作工具不重要，重要的是政策取向，降准与否本身无需过度解读。我们 2 月份在四季度货币政策执行报告点评中曾指出央行货币政策进入观察期，当前这一取向仍未改变。自 3 月 19 日之后，央行已连续 17 个交易日暂停逆回购，临近税期，资金面的波动开始加大，央行态度依旧谨慎说明了当前的货币政策仍在观察期。我们认为市场此前对“降准与否”的关注度过高，在国内外宏观经济形势尚不明朗，经济企稳尚需巩固的情况下，货币政策还不会转紧，但此前的宽松阶段已经过去。至于操作方式是降准置换还是 MLF 续作都不重要，主要目的都是弥补流动性缺口。即便降准，资金面也难以回到春节前后的水平。

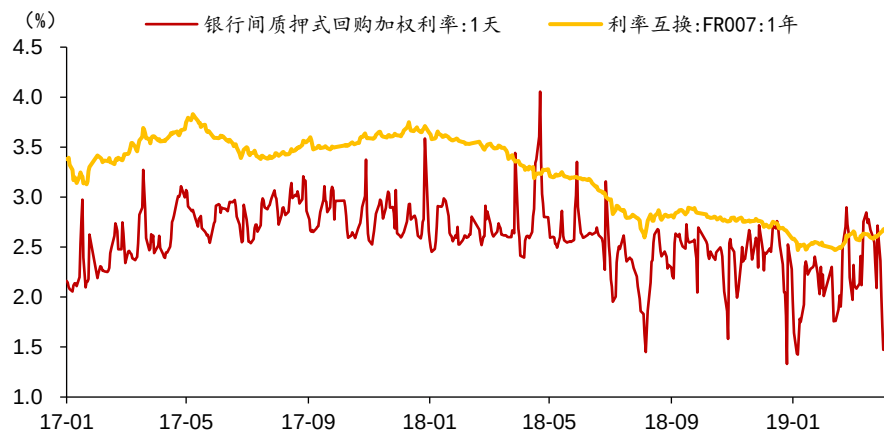
OMO 利率下调的窗口期已经过去，我们仍判断央行降息概率低。我们一直认为存贷款基准利率调整既无空间也无必要性，在 CPI 走高、中美短端利差倒挂背景下基准利率调整空间小，且在利率市场化改革即将完成的阶段，存贷款基准利率等传统政策性利率管制手段会逐步退出历史舞台。市场春节前后曾对 OMO 利率下调预期较强，但随着资金面波动加大，市场资金利率重回政策利率之上，资金面最宽松的时间段已经过去，OMO 利率下调最适宜的窗口期也已经过去。尤其是当前政策效果已经有所体现的情况下，央行货币政策仍处于效果观察期，降息的概率进一步降低。但是在“降低实体综合融资成本”的基调下，货币政策还不会轻易转紧，未来降低实体融资成本可能将更多依赖利率并轨、金融供给侧改革等措施疏通信用传导渠道来实现。

图表12: OMO 利率下调的窗口期可能已经过去

资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场或已经在反映降准落空的预期，边际影响已经有限。之前两会提出“降低实际利率”导致市场对降准、降息预期不断增强，4月初央行对降准信息辟谣之后，市场的降准预期已经有所下降。4月初跨季之后隔夜回购利率下行至2%以下，但是利率互换仍继续上行，表明市场反映了这种预期，因此即使央行本次续作MLF而非降准置换，对债市的边际影响也有所减弱。但是面对二季度的资金缺口，预计央行仍会有所作为，以维持流动性的合理充裕。

图表13： 隔夜回购利率与 IRS



资料来源：Wind，华泰证券研究所

短期来看，幡动（基本面企稳）+风动（消息面不利），心也在动（预期有了一定反应），债券市场赔率改善，但是胜率可能还不高。我们从去年11月份以来一直维持十年期国债运行区间向下3.0%、向上3.3-3.55%的判断。此后市场三次曾三次冲击3%关口无果，很可能已经确认了至少阶段性底部。我们近期判断震荡市行情下，空间和机会是跌出来，而短期正处于“杀估值”阶段，长端利率上行较快，十年期国债利率刚刚进入我们判断的配置价值区间3.3~3.55%，这意味着债市的赔率好转。但是社融增速反弹、利率债供给压力、货币政策加码紧迫感下降、CPI继续走高等因素影响下，长端利率仍是逆风而行，当前点位上的胜率还不算太高。

市场情绪急转直下，但我们认为利率上行有顶，历史中枢附近可能就是强支撑位，继续调整后关注配置价值和预期差小机会。十年国债3.55%、十年国开在4.0%是历史中枢水平，我们认为在较长时间内不会被实质突破，长端利率上行有顶。理由在于：1、在国内融资主体抑制（高质量发展要求），全球经济仍面临周期性下行压力的背景下，经济增长向下有托底、向上无弹性的特征难以本质改变；2、货币政策从2月份开始进入政策效果观察期，但在经济内生动力不强背景下，明显收紧的概率不大；3、经济债务依赖的特征明显，无法承受利率走高。股债之间的相对性价比重新趋于平衡，股市也难以承受高利率环境；4、债市并不缺少潜在配置盘。放在全球视角看，中国债市的利率水平仍不低，尤其是在人民币贬值预期降温之后。目前中小银行、银行理财和保险仍存在缺资产的问题，当然缺的是合意资产。因此，如果收益率接近历史中枢水平，我们认为债券的配置价值和安全感就可能重新出现，可以更大胆的择机博弈预期差机会。

我们对债券市场基本维持近期的整体观点，具体而言：

1、利率债：维持利率债震荡格局判断，空间和机会是跌出来的，目前刚刚进入价值区间，赔率有改善，胜率仍偏低，关注的是预期差小机会。我们重申十年国债3.3-3.55%、国开活跃券3.8-4.0%之间建议开始反手关注配置价值和预期差小机会，利率实质突破历史中枢的概率较小。时机上，短期内社融、利率债供给、资金面扰动、股市等不利信息仍偏多，金融数据加上一季度宏观经济数据，可能再次对利率债造成冲击，继续耐心等待利率债“跌出来的机会”。赔率有改善=配置盘可以开始着手尝试增持机会，胜率仍偏低=交易盘稍作等待。

2、资金面：扰动将再次增多，短期降准概率继续降低，继续提醒杠杆操作性价比略降低。上周资金面扰动因素已经开始显现，资金面有所收紧，我们此前建议在资金面宽松之时适度拉长负债久期。我们认为二季度资金缺口较大，仍有降准的必要性，但未必是 4 月份。未来一两周资金面波动可能更大，杠杆操作性价比降低，交易所加杠杆策略可能存在一定的风险。

3、信用债：宽信用看似有所见效，实体流动性改善，信用适度下沉仍“顺势”，但系统性机会减弱，关注局部预期差机会。年初以来票息策略好于久期策略的判断得到验证，适度下沉收效较好。3 月社融强势反弹，实体流动性继续改善，有利于进一步缓解信用风险，加上股市回暖，企业融资环境有所修复，适度信用下沉仍是顺势之举。但经过将近两个季度的深度挖掘，城投、地产及永续债等板块的机会挖掘已经较为充分，目前利率水平已经处于低位。仅有民企产业债还可以算作估值洼地，但并非所有投资者都能参与。当然民企债更多是个案分析，难以一概而论。在这种情况下，我们建议保持适度信用下沉操作，适度拉长信用债久期博弈期限利差，继续挖掘龙头民企、存在认知差区域的城投债等局部机会。资金面扰动增大，利率债如果有所调整，鉴于当前信用利差水平较低，也难免受到一定程度的波及。

4、转债：重申转债是今年债券投资的胜负手。保持基本看法不变，转债股市趋势有惯性+转债估值基本合理=保持较高参与度；股市估值修复基本完成+转债绝对价位整体抬升=仓位守；板块活跃度仍高、结构性机会仍多=个券攻；存量个券“优胜劣汰”+绝对价位整体走高+股市波动加大=存量个券不离场+布局优质新券做增量。

上周市场热点与本周关注点

上周热点：

1、中国 3 月社会融资规模增量为 28600 亿元，预期 18500 亿元，前值 7030 亿元；3 月人民币贷款增加 1.69 万亿元，预期 1.25 万亿元，前值 8858 亿元；3 月 M2 同比增长 8.6%，预期 8.2%，前值 8%。

2、中国 3 月出口（以美元计）同比增 14.2%，预期增 6.5%，前值降 20.7%；进口降 7.6%，预期增 0.2%，前值降 5.2%；3 月出口（以人民币计）同比增 21.3%，预期增 6.3%，前值降 16.6%；进口降 1.8%，预期增 2.6%，前值降 0.3%。

3、中国 3 月 CPI 同比增 2.3%，预期 2.3%，前值 1.5%；3 月 PPI 同比增 0.4%，预期 0.5%，前值 0.1%。

4、美国政府 3 月预算赤字为 1470 亿美元，低于去年同期的 2090 亿美元。虽然联邦政府 3 月的预算赤字同比下滑，但截至今年 9 月 30 日的本财政年度，联邦政府预算赤字增长了 15%，达到 6910 亿美元。

5、人民银行召开 2019 年研究工作会议，会议指出要紧密围绕高质量发展和构建现代金融体系的中心任务，以深化金融供给侧结构性改革为主线，着眼现代金融体系效率性、稳定性、普惠性、开放性四大核心要素。

6、当地时间 4 月 9 日，美国总统特朗普在推特上发文，宣布美国将对价值 110 亿美元的欧盟产品征收关税。

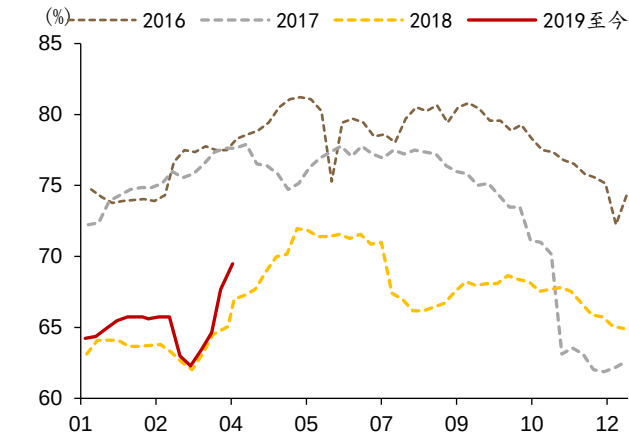
7、美国财政部长姆努钦表示，中国和美国已经就双方可能达成的贸易协议的执行机制达成一致。这表明两国达成贸易协议的一个关键障碍已经消除。

本周关注：

- 1、周二中国国家统计局发布 3 月份 70 个大中城市房价指数。
- 2、周三中国国家统计局召开 4 月国民经济运行情况新闻发布会。届时将公布 GDP、投资、消费等数据。
- 3、周四美联储公布经济褐皮书。
- 4、4 月 17 日有 3675 亿元 MLF 到期。
- 5、本周利率债净供给为 1248.85 亿元，较上周明显增加。

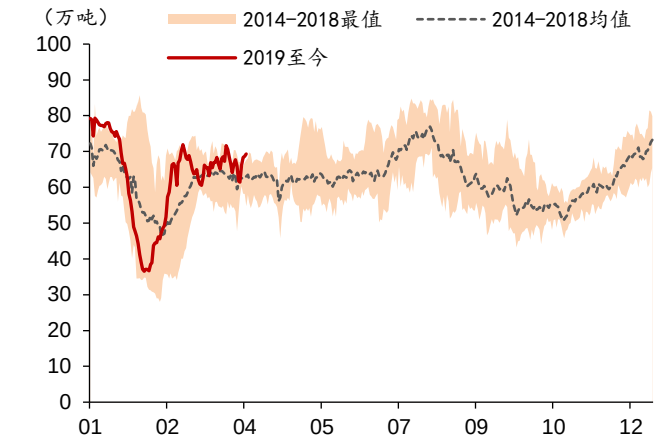
实体高频观察

图表14： 高炉开工率



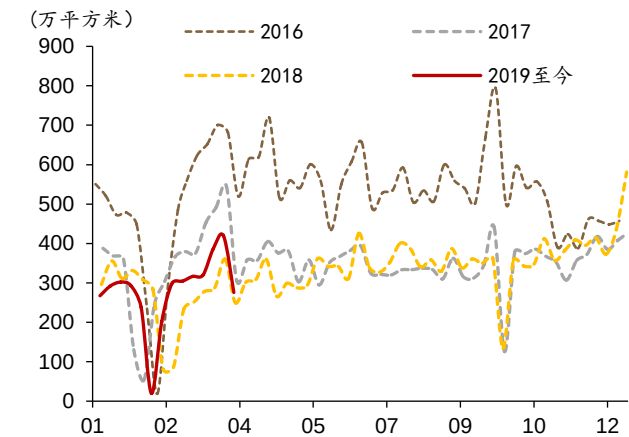
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 六大发电集团日均耗煤



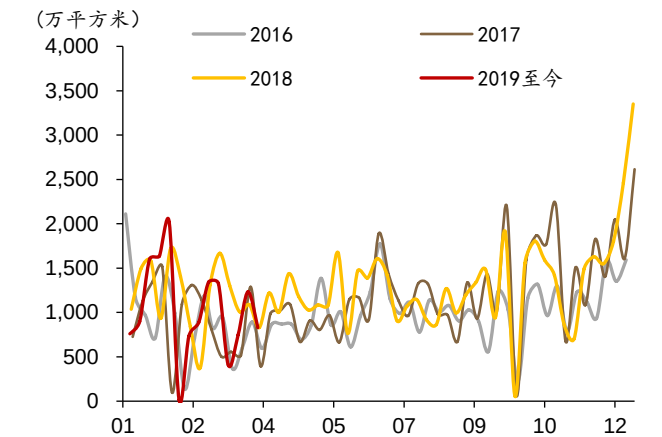
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 30大中城商品房成交面积



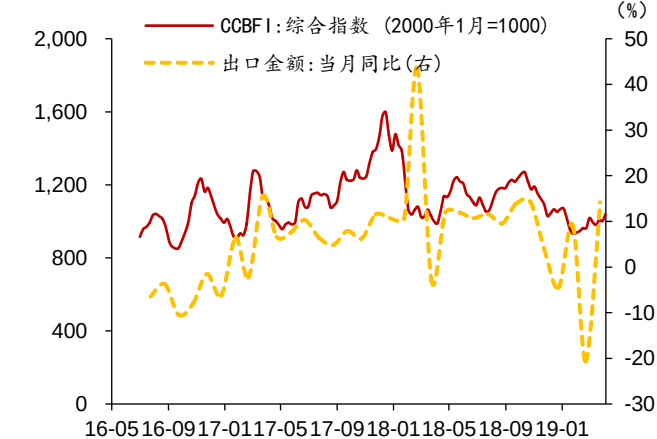
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 百城土地成交面积



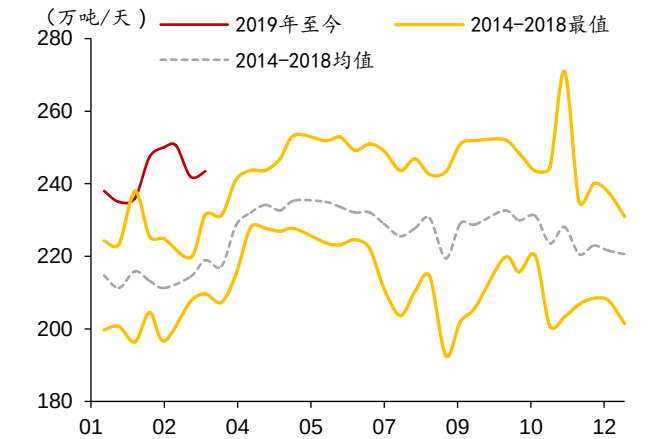
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18： 航运指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 粗钢日均产量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

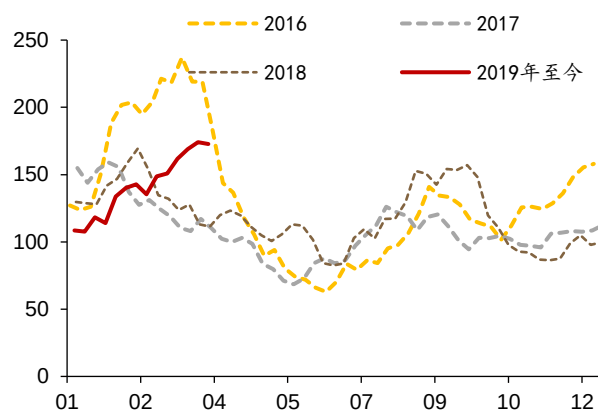
通胀

图表20: 猪肉价格



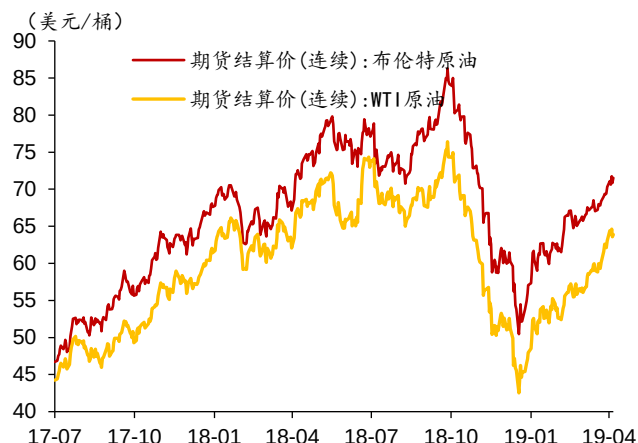
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 蔬菜价格指数



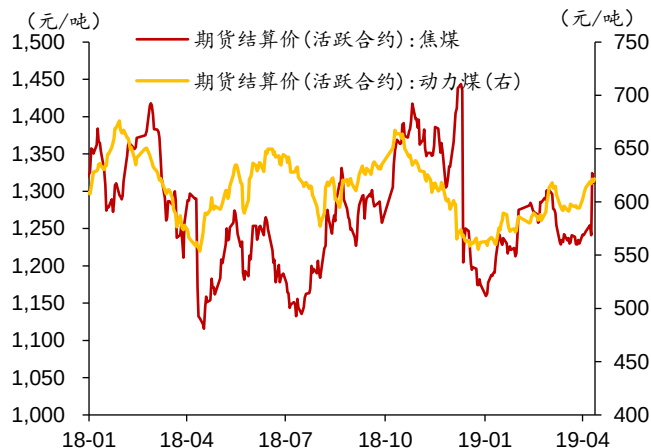
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 原油价格



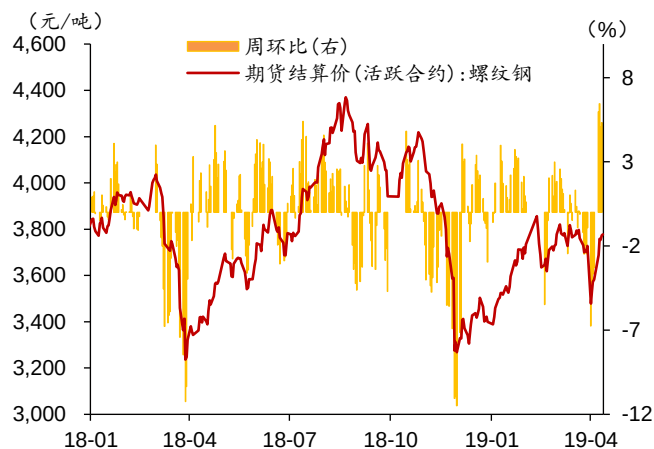
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 焦煤、动力煤价格



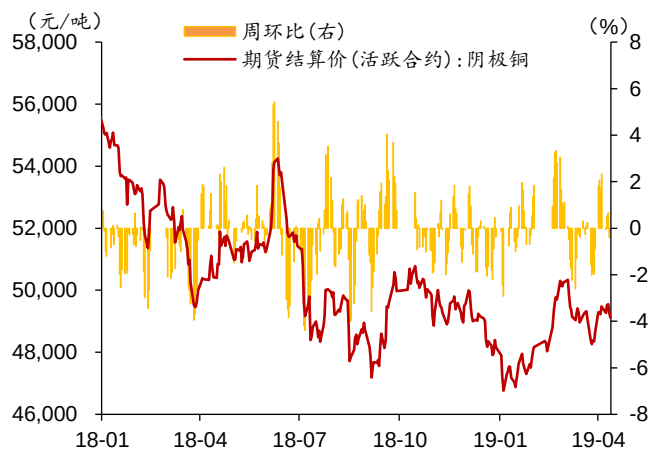
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 螺纹钢价格



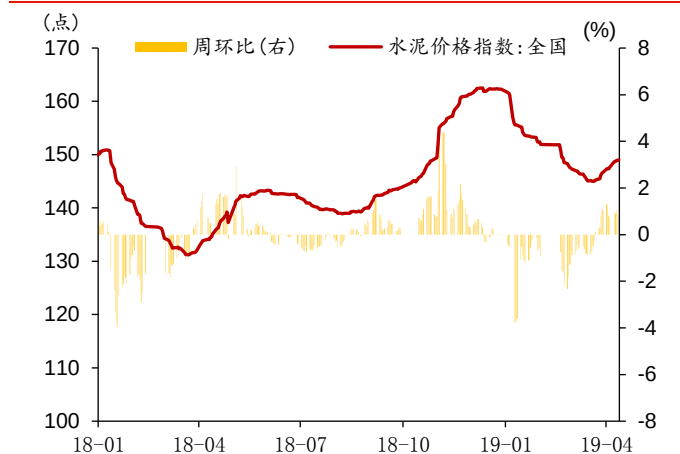
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 阴极铜价格



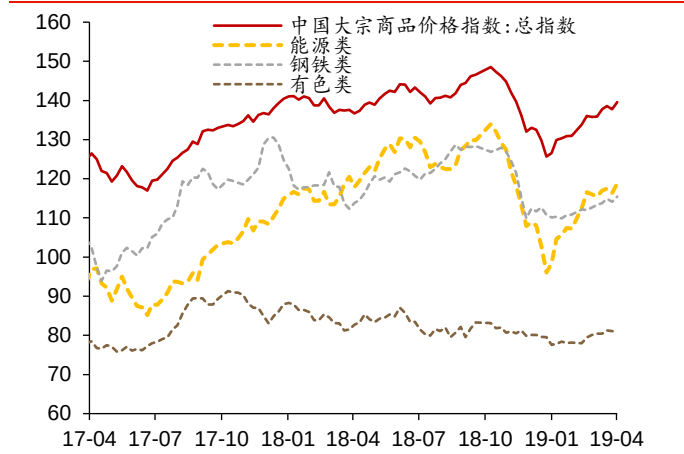
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 水泥价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 大宗商品价格指数(能源、钢铁、有色)

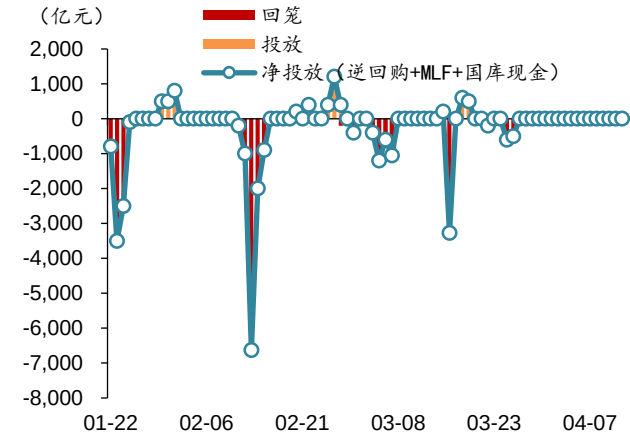


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

流动性跟踪

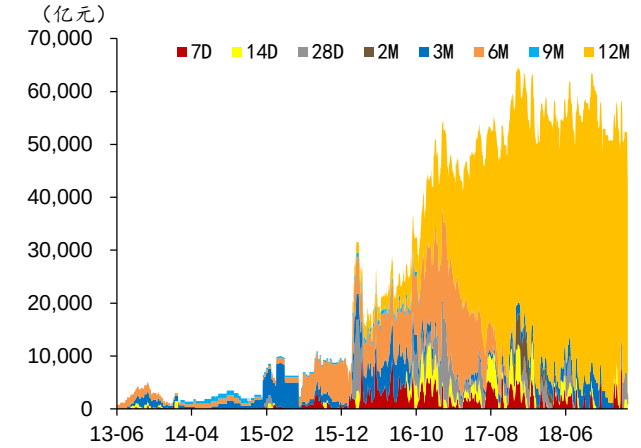
公开市场操作

图表28： 公开市场操作与到期



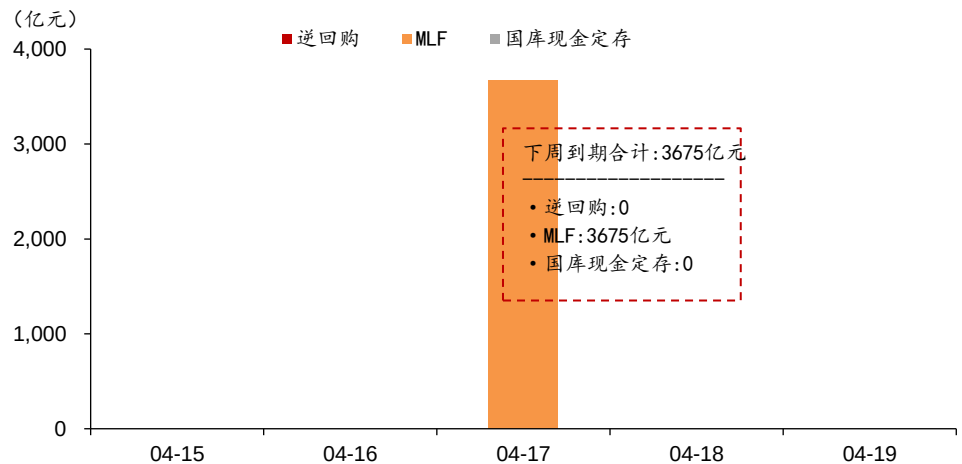
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 未到期资金期限结构（逆回购+MLF+国库现金定存）



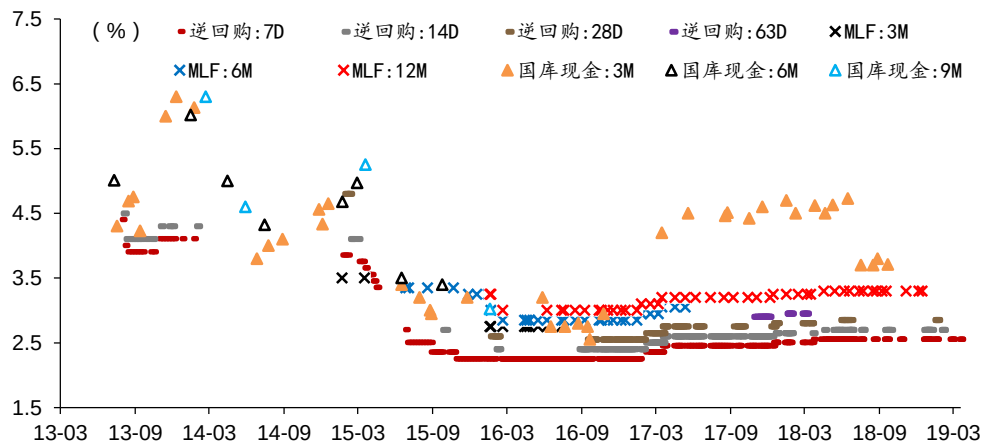
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30： 下周资金到期提示



资料来源：Wind，华泰证券研究所

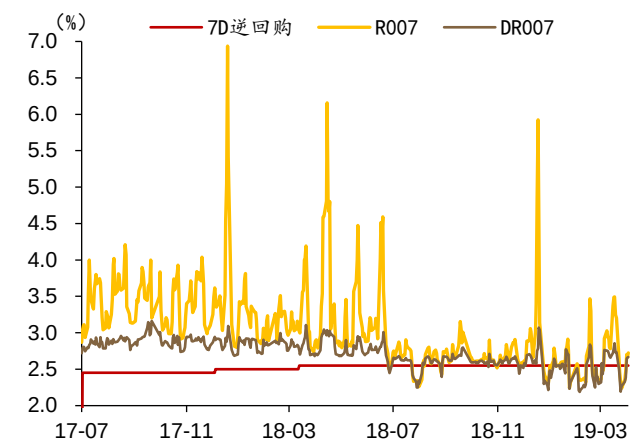
图表31： 政策利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

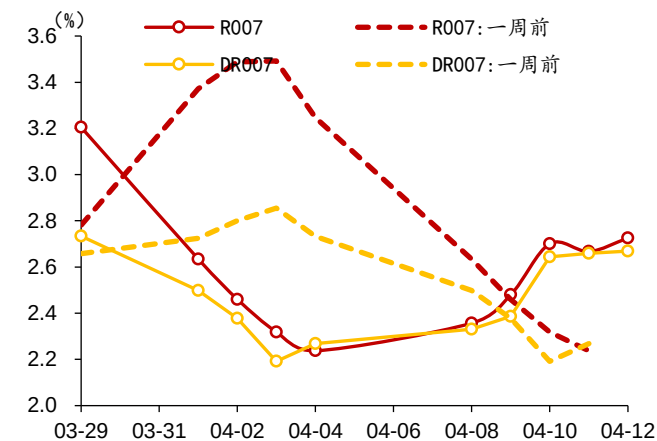
货币市场利率

图表32: 7D 逆回购、R007、DR007



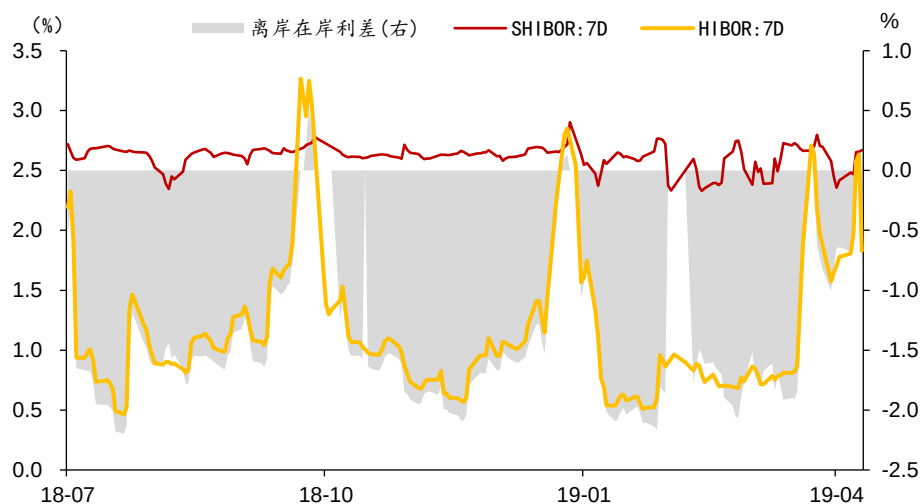
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: R007、DR007 上周与上上周比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

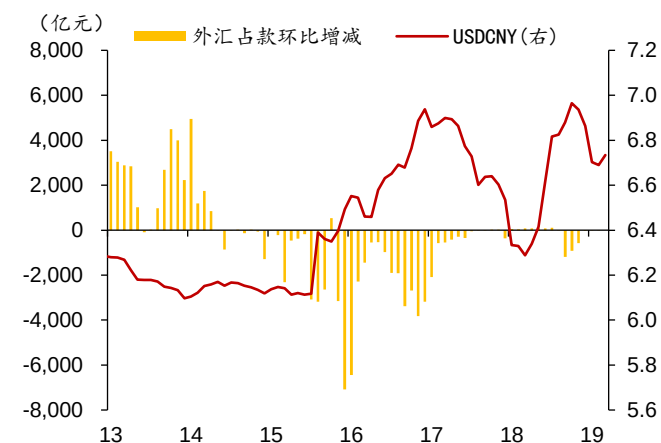
图表34: HIBOR、SHIBOR 与利差



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

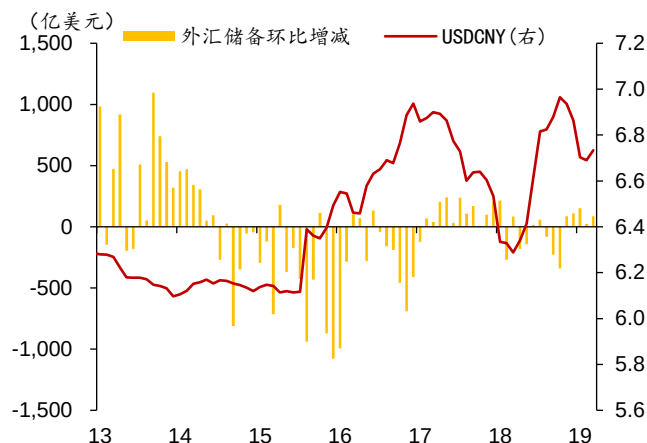
外部流动性

图表35： 外汇占款环比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

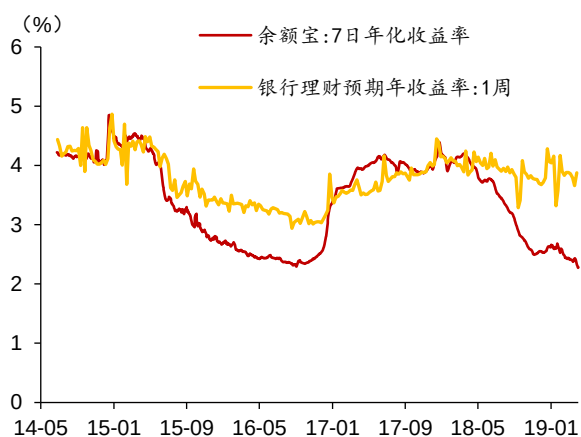
图表36： 外汇储备环比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

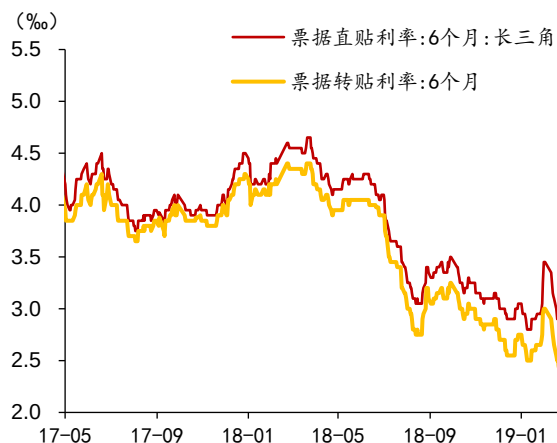
广谱利率

图表37： 货币基金、银行理财收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

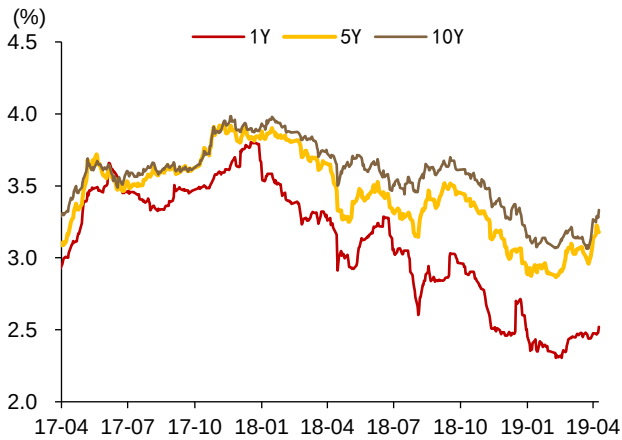
图表38： 票据贴现利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

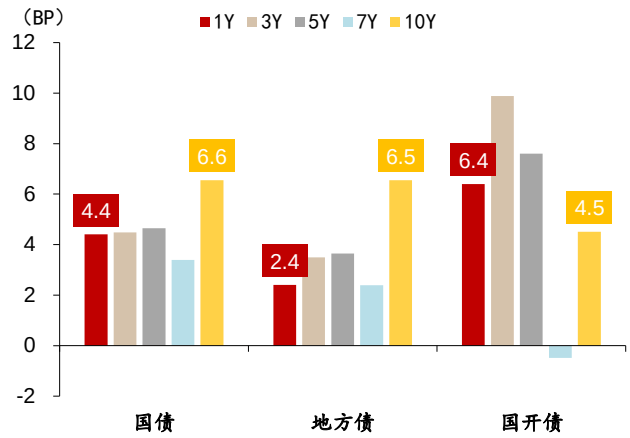
债券及衍生品

图表39： 国债收益率走势



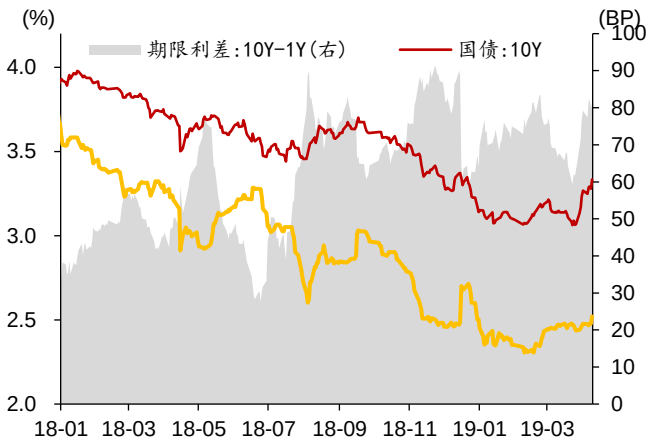
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 利率债单周涨跌



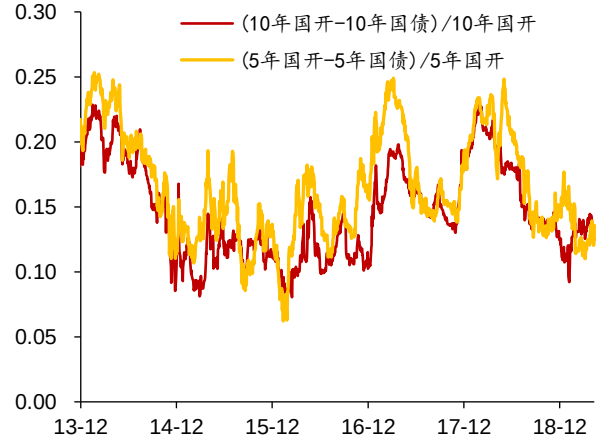
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41： 期限利差



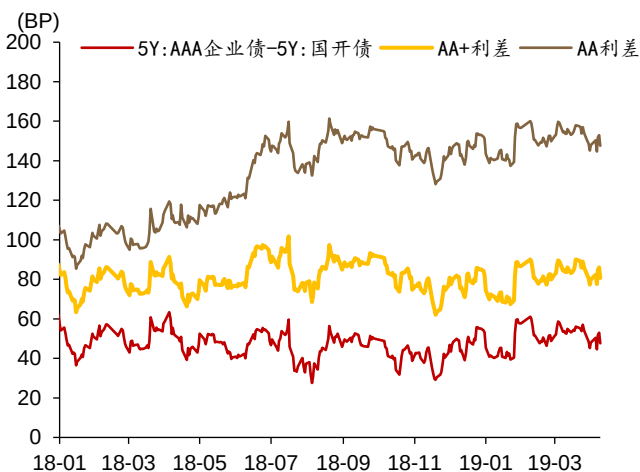
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 国开债隐含税率



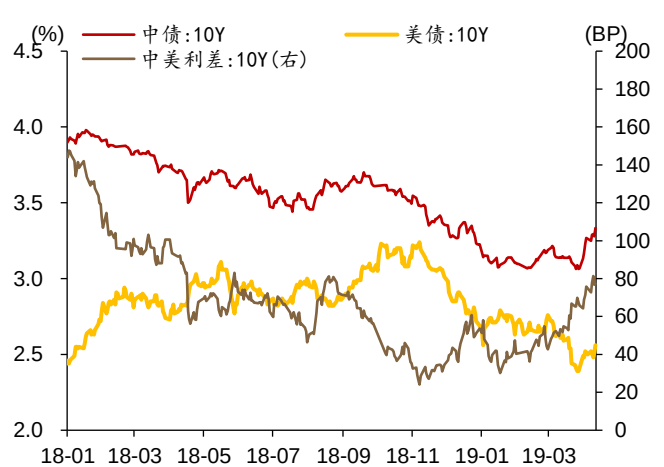
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 信用利差（企业债与国开债）



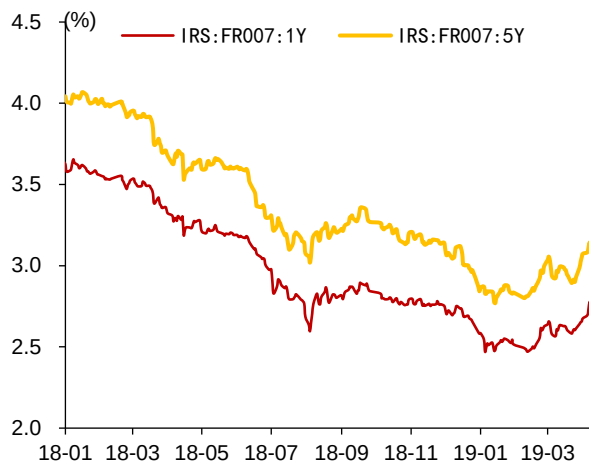
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 中美利差（10年期国债）



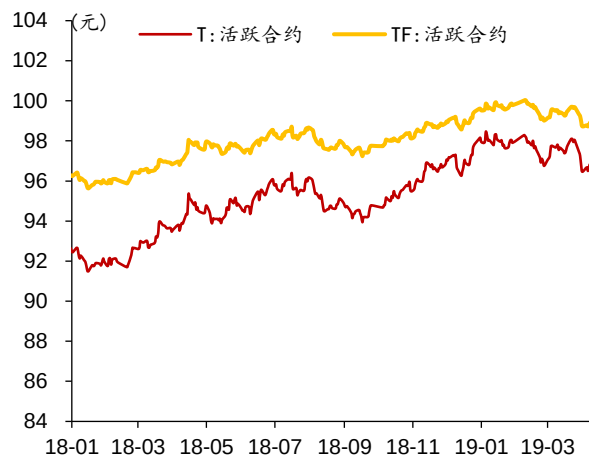
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45： 利率互换



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46： 国债期货



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1、一季度宏观经济数据超预期。下周将开始陆续公布一季度 GDP、固定资产投资、消费、工业生产等重磅数据，可能对债市造成冲击。
- 2、房地产销售持续回暖。若 4 月份销售持续回暖，拉动房地产商投资及居民消费，那么可能对债券市场造成冲击。
- 3、定制化产品赎回风险。近期宏观经济预期可能转向，利率上行较快，可能引发利率债指数基金等定制化产品的赎回风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com