太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

通胀与社融信贷低于预期，利好利率债

利率债周报 2019 年第 9 期（2019.3.4-2019.3.10）

《利率债周报 2018 年第 19 期（2018.7.23-7.29）》--2018/07/29
《利率债周报 2019 年第 8 期（2019.2.25-2019.3.3）》--2019/03/03
《利率债周报 2018 年第 17 期（2018.7.9-7.15）》--2018/07/15

证券分析师：张河生

电话：021-55802206

E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

国债期货本周大幅上涨

本周国债期货大幅上涨，其中 5 年期债连续合约较上周上涨 0.58%，10 年期债连续合约较上周上涨 1.03%。

周一，虽然股市走强提升了风险偏好，但是资金面继续宽松，货币市场利率多数下跌，短端跌幅较大，提升了债市信心，国债期货低开高走收红。周二李克强总理做政府工作报告，调降了今年 GDP 增速目标，大幅减税和提高赤字率并举，淡化 GDP 增长目标，随着政策红利陆续释放，A 股继续上扬，“跷跷板”效应下，今日债市延续震荡格局。周三资金转松，股市涨势趋缓，债市走强。周四，资金面宽松、宽松预期升温、风险偏好回落导致股市回调等利多因素助推债市走强。周五，外贸数据偏弱，股市大幅回落提振债市人气，国债期货仍处高位。

二级市场：收益率普遍下跌，信用利差扩大

现券方面，国债国开债均有不同程度的下跌。国债方面，除 1 年、2 年、3 年期收益率有小幅上涨 1BP 左右外，其他各期收益率都出现了不同程度的下跌，其中 9、10 年期收益率跌幅最大至 4BP 以上。国开债收益率则普遍下跌，平均跌幅 6BP 左右，9、10 年期跌幅最大，达 10BP 以上。

本期信用债不同类型表现趋同，均有上升趋势。其中短期融资券 7 天-9 个月没有波动，1 年期收益率上涨 7.99BP，另一方面，中期票据收益率出现了不同程度的上涨，均幅在 4BP 左右，其中 1 年期上涨最大，达 7.99BP。

信用利差有扩大趋势。以 AAA 级 3 年期中期票据与 3 年期国开债利差为例，与上周相比，信用利差本周上涨 5.56BP，有扩大趋势。

一级市场：净融资额大幅提高，一级市场需求旺盛

本周新发行利率债 21 只，有 7 只债券到期，总发行量 1884.40 亿元；其中净融资额-449.90 亿元，到期偿还 2334.30 亿元，净融资较上周大幅收窄。

本周发行地方债 2 只，国债 4 只，政策性银行债 13 只。只有周四发行了两只地方债，而周一至周五每天都有国债或是政策性银行债发行，且策性银行债与国债发行的全场倍数的平均数为 2.93

倍，说明一级市场需求较为旺盛。

资金面：流动性宽松，央行大量净回笼

本周银行间市场流动性略微放松，R007 在第 1 个交易日微涨后，在随后的四个交易日连续下降，截至 3 月 8 日，R007 较上周五下降了 10.62 个 BP。

在银行间市场利率中，DR007 也经历了类似的变化，较上周下降了 10.70BP；R007 与 DR007 的利差在这几个交易日里先上升后下降，平均值为 28BP，说明非银金融机构流动性也略微放松。

本周央行没有进行逆回购，周一至周三分别有逆回购到期，回笼资金 2200 亿元，周四 MLF 到期回笼资金 1045 亿元。本周净回笼资金 3245 亿元，央行大量回笼资金表明资金面有转紧趋势。

后市展望：通胀与社融信贷低于预期，利好利率债

2 月份 CPI 同比增长 1.5%，较 1 月份回来 0.2 个百分点，表现略低于预期，主要是春节期间环比增长低于预期。不过因为基数的原因，3 月份开始 CPI 同比增速将很有可能重新站在 2%以上。另外，PPI2 月份同比增长 0.1%，表现符合预期，3 月份由于去年同期基数过低其增速也可能有所反弹。

2 月份由于表外融资监管仍然偏严，信贷数据表现平稳，整体社融增速下滑。信贷中居民部门贷款大幅减少，或许说明 2 月份央行开始加强消费贷审核；而企业信贷中票据融资的环比减少也说明了监管层正在整顿票据融资。而 M0 的春节错位发放导致 M1 与 M2 增速双双下滑并不用担心，因为新增存款仍然大幅同比多增。

对于利率债市场而言，1 月信贷数据超预期，市场持续调整；2 月份低于预期之后，利率债再次迎来做多窗口。

风险提示：

经济数据表现超预期；

地方房地产调控超预期；

肉禽价格上涨导致通胀预期再起；

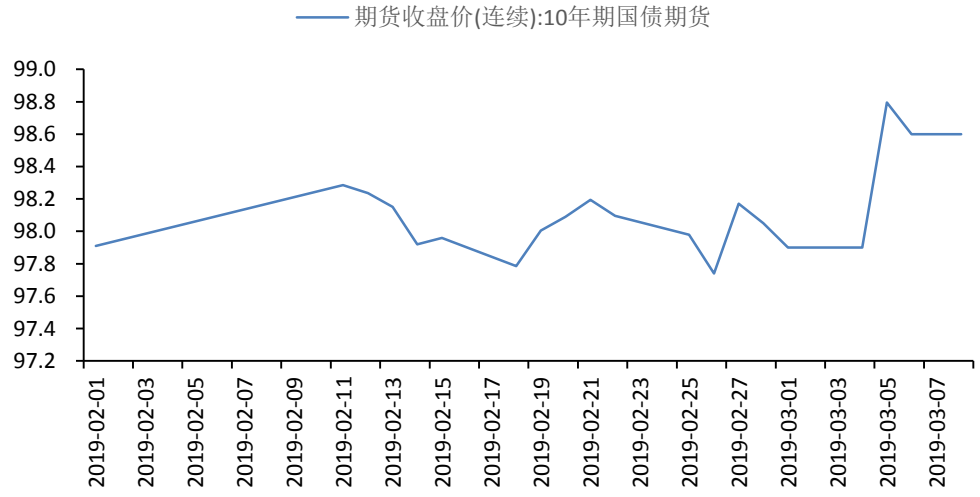
贸易谈判进展超预期。

一、 国债期货本周大幅上涨

本周国债期货大幅上涨，其中 5 年期债连续合约较上周上涨 0.58%，10 年期债连续合约较上周上涨 1.03%。

周一，虽然股市走强提升了风险偏好，但是资金面继续宽松，货币市场利率多数下跌，短端跌幅较大，提升了债市信心，国债期货低开高走收红。周二李克强总理做政府工作报告，调降了今年 GDP 增速目标，大幅减税和提高赤字率并举，淡化 GDP 增长目标，随着政策红利陆续释放，A 股继续上扬，“跷跷板”效应下，今日债市延续震荡格局。周三资金转松，股市涨势趋缓，债市走强。周四，资金面宽松、宽松预期升温、风险偏好回落导致股市回调等利多因素助推债市走强。周五，外贸数据偏弱，股市大幅回落提振债市人气，国债期货仍处高位。

图表 1：国债期货走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

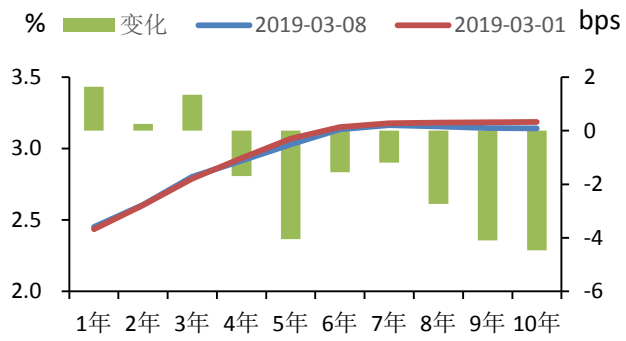
二、二级市场：收益率普遍下跌，信用利差扩大

（一）利率债：国债收益率与国开债收益率均下跌

现券方面，国债国开债均有不同程度的下跌。国债方面，除 1 年、2 年、3 年期收益率有小幅上涨 1BP 左右外，其他各期收益率都出现了不同程度的下跌，其中

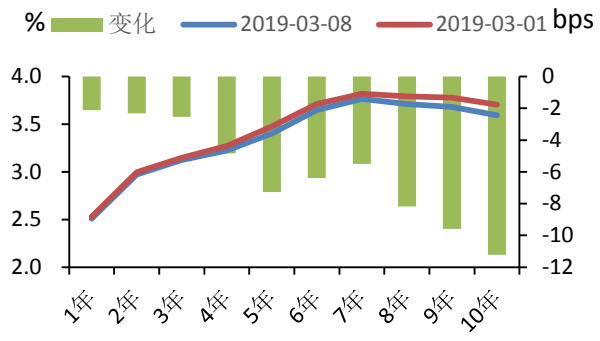
9、10 年期收益率跌幅最大至 4BP 以上。国开债收益率则普遍下跌，平均跌幅 6BP 左右，9、10 年期跌幅最大，达 10BP 以上。

图表 2：国债收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：国开债收益率曲线变化

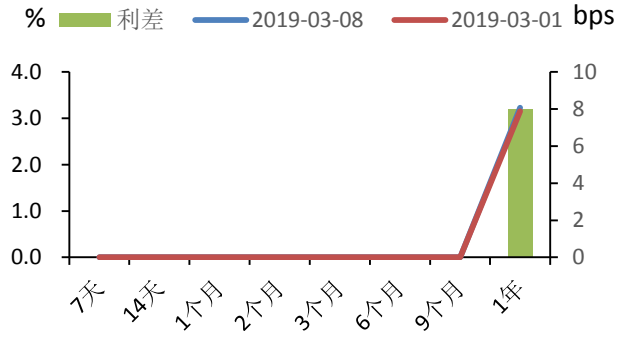


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）信用债：各期限品种收益率表现趋同，信用利差扩大

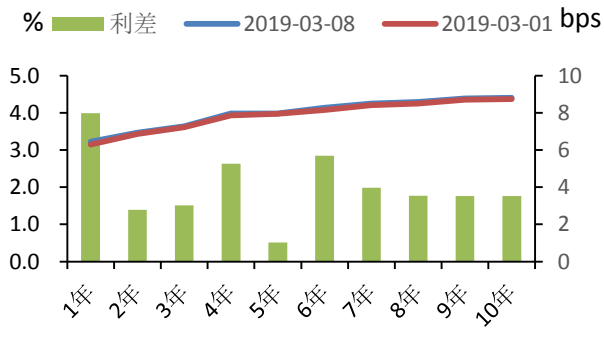
本期信用债不同类型表现趋同，均有上升趋势。其中短期融资券 7 天-9 个月没有波动，1 年期收益率上涨 7.99BP，另一方面，中期票据收益率出现了不同程度的上涨，均幅在 4BP 左右，其中 1 年期上涨最大，达 7.99BP。

图表 4：AAA 级短期融资券收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

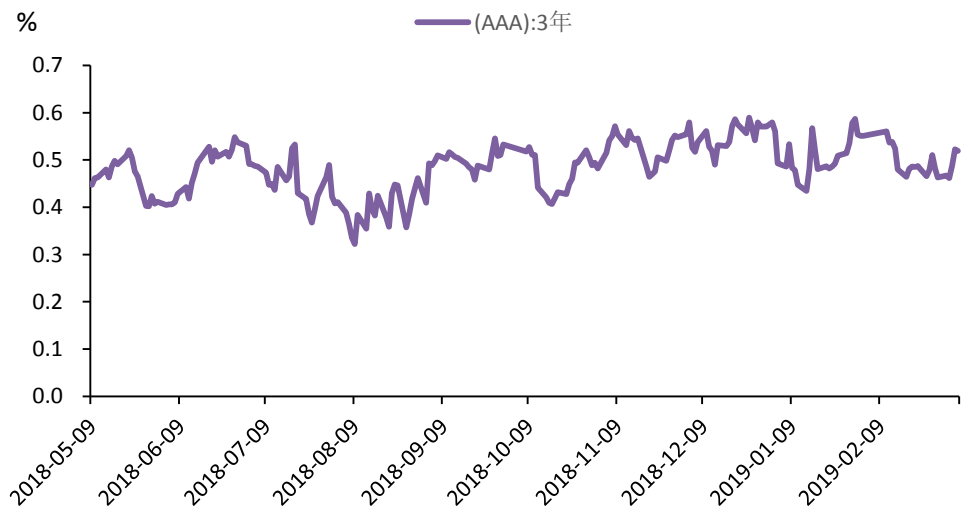
图表 5：AAA 级中期票据收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

信用利差有扩大趋势。以 AAA 级 3 年期中期票据与 3 年期国开债利差为例，与上周相比，信用利差本周上涨 5.56BP，有扩大趋势。

图表 6：3 年期 AAA 银行间中票信用利差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、一级市场：净融资额大幅收窄，一级市场需求旺盛

（一）利率债供给：净融资额大幅收窄

本周新发行利率债 21 只，有 7 只债券到期，总发行量 1884.40 亿元；其中净融资额-449.90 亿元，到期偿还 2334.30 亿元，净融资较上周大幅收窄。

图表 7：债券发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量(亿元)	发行只数	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	到期偿还量(亿元)	到期只数
2019-03-04	2019-03-10	1,884.40	21	2,334.30	-449.90	2,334.30	7
2019-02-25	2019-03-03	3,187.25	62	1,837.41	1,349.85	1,837.41	6
2019-02-18	2019-02-24	3,695.67	57	1,290.00	2,405.67	1,290.00	6
2019-02-11	2019-02-17	1,408.80	17	532.99	875.81	532.99	5
2019-02-04	2019-02-10	0	0	150.00	-150.00	150.00	1
2019-01-28	2019-02-03	3,662.19	73	2,543.00	1,119.19	2,543.00	6
2019-01-21	2019-01-27	2,281.67	48	150.00	2,131.67	150.00	1
2019-01-14	2019-01-20	1,552.80	20	1,030.00	522.80	1,030.00	4

2019-01-07	2019-01-13	1,372.30	17	760.00	612.30	760.00	3
2018-12-31	2019-01-06	1,340.00	15	750.00	590.00	750.00	2
2019-02-25	2019-03-03	3,187.25	62	1,837.41	1,349.85	1,837.41	6

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）利率债招投标结果：一级市场需求较为旺盛

本周发行地方债 2 只，国债 4 只，政策性银行债 13 只。只有周四发行了两只地方债，而周一至周五每天都有国债或是政策性银行债发行，且策性银行债与国债发行的全场倍数的平均数为 2.93 倍，说明一级市场需求较为旺盛。

图表 8：利率债发行结果

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行价格	招标标的	招标日	全场倍数	边际倍数
19 贴现国债 09	100.00	0.25	99.53	价格	2019-03-07	2.3400	3.0900
19 贴现国债 10	100.00	0.50	98.96	价格	2019-03-07	3.2200	3.1000
19 进出 01(增 7)	50.00	1.00	100.34	价格	2019-03-07	2.8200	1.3200
19 进出 03(增 4)	58.70	3.00	99.72	价格	2019-03-07	5.5900	2.9500
19 进出 05(增 4)	57.20	5.00	99.43	价格	2019-03-07	3.2100	1.0000
19 国开 02(增 6)	105.70	3.00	100.33	价格	2019-03-06	3.1400	3.0600
19 国开 04(增 2)	60.10	7.00	99.76	价格	2019-03-06	2.0300	1.1100
19 附息国债 03	200.00	3.00	100.00	利率	2019-03-06	2.1300	3.8300
18 附息国债 28(续 3)	200.00	7.00	101.19	价格	2019-03-05	2.8600	3.3800
18 农发 10(增 11)	60.00	1.00	101.05	价格	2019-03-05	3.6800	2.4100
18 农发 11(增 10)	50.00	7.00	102.20	价格	2019-03-05	3.1100	1.0200
19 农发 01(增 4)	70.00	10.00	99.26	价格	2019-03-04	2.0700	2.7300
19 国开 01(增 7)	77.50	1.00	100.52	价格	2019-03-04	1.8700	1.4800
19 国开 03(增 4)	91.10	5.00	99.76	价格	2019-03-07	2.3400	3.0900
19 国开 05(增 8)	150.10	10.00	99.12	价格	2019-03-07	3.2200	3.1000
18 农发 12(增 10)	70.00	3.00	101.40	价格	2019-03-07	2.8200	1.3200
18 农发 13(增 9)	70.00	5.00	101.37	价格	2019-03-07	5.5900	2.9500
合计	1570.40						

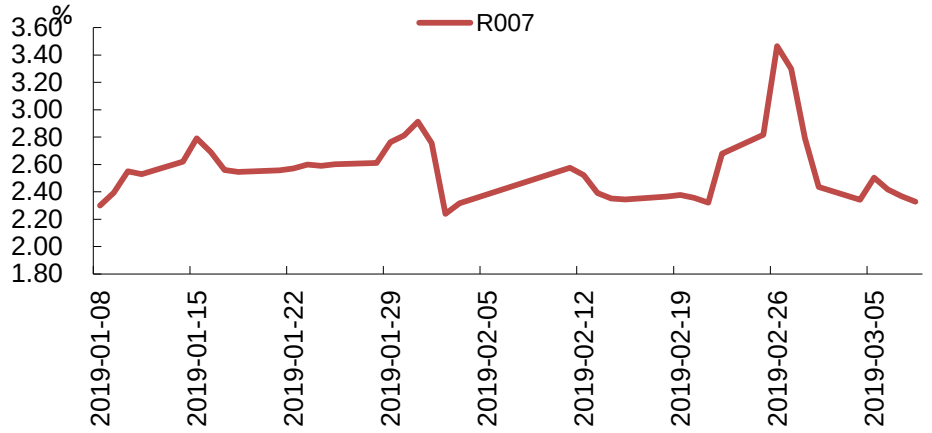
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、资金面：流动性尚宽松，央行大量净回笼

（一）银行间市场流动性尚宽松

本周银行间市场流动性略微放松， R007 在第 1 个交易日微涨后，在随后的四个交易日连续下降，截至 3 月 8 日，R007 较上周五下降了 10.62 个 BP。

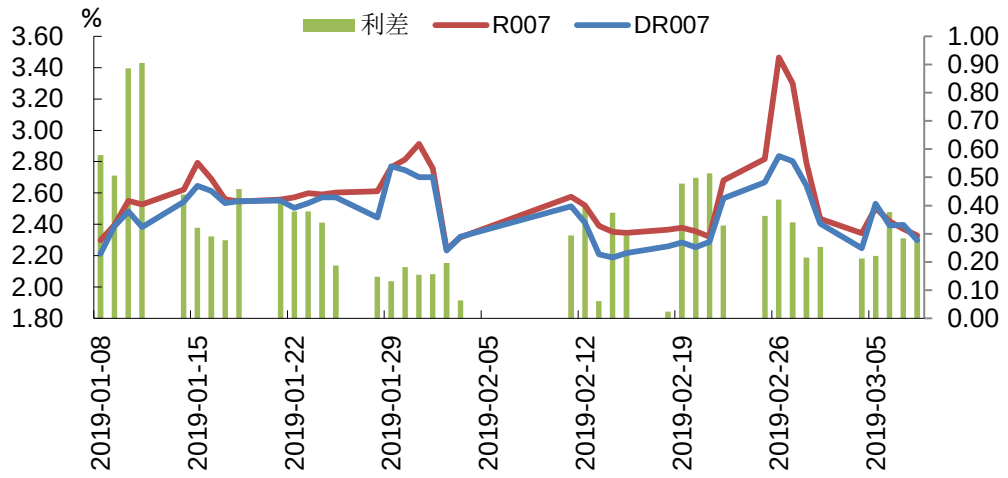
图表 9：银行间质押回购利率 R007 变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

在银行间市场利率中，DR007 也经历了类似的变化，较上周下降了 10.70BP；R007 与 DR007 的利差在这几个交易日里先上升后下降，平均值为 28BP，说明非银金融机构流动性也略微放松。

图表 10：银行间质押回购利率变化

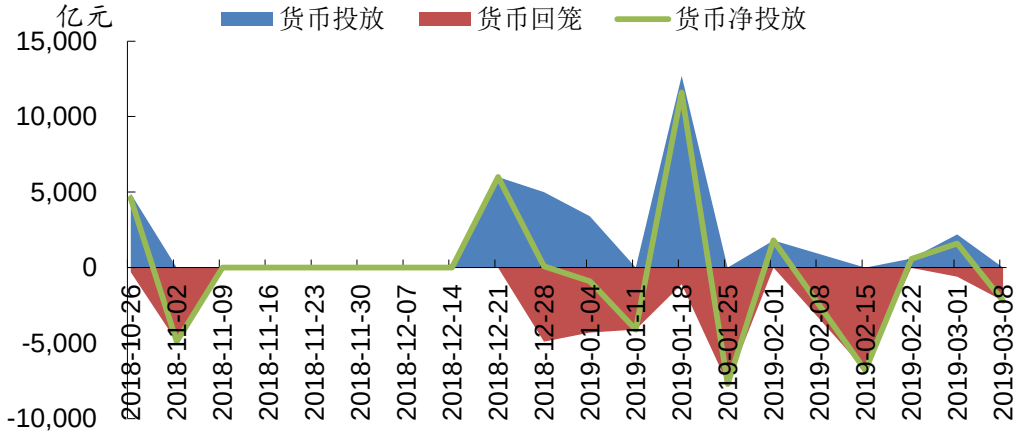


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）本周央行资金回笼

本周央行没有进行逆回购，周一至周三分别有逆回购到期，回笼资金 2200 亿元，周四 MLF 到期回笼资金 1045 亿元。本周净回笼资金 3245 亿元，央行大量回笼资金表明资金面有转紧趋势。

图表 11：央行公开市场操作



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、后市展望：通胀与社融信贷低于预期，利好利率债

2 月份 CPI 同比增长 1.5%，较 1 月份回来 0.2 个百分点，表现略低于预期，主要是春节期间环比增长低于预期。不过因为基数的原因，3 月份开始 CPI 同比增速将很有可能重新站在 2%以上。另外，PPI2 月份同比增长 0.1%，表现符合预期，3 月份由于去年同期基数过低其增速也可能有所反弹。

由于表外融资监管仍然偏严，信贷数据表现平稳，整体社融增速下滑。信贷中居民部门贷款大幅减少，或许说明 2 月份央行开始加强消费贷审核；而企业信贷中票据融资的环比减少也说明了监管层正在整顿票据融资。而 M0 的春节错位发放导致 M1 与 M2 增速双双下滑并不用担心，因为新增存款仍然大幅同比多增。

对于利率债市场而言，1 月信贷数据超预期，市场持续调整；2 月份低于预期之后，利率债再次迎来做多窗口。

六、风险提示

经济数据表现超预期；

地方房地产调控超预期；

肉禽价格上涨导致通胀预期再起；

贸易谈判进展超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com

华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。