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

宏观利率：

报告要点：

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

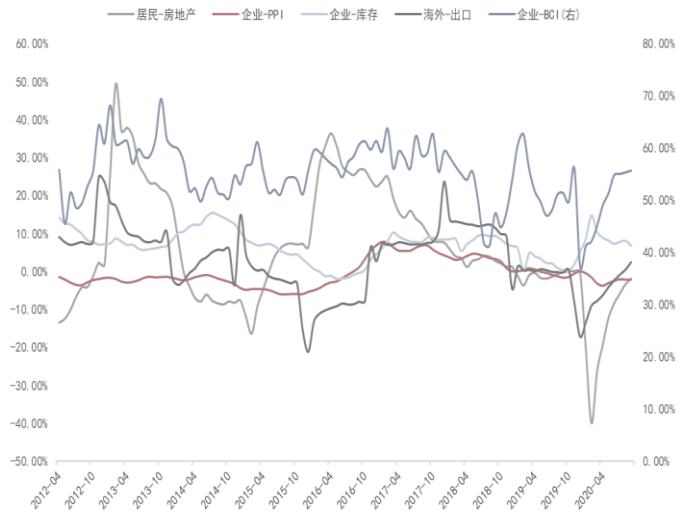
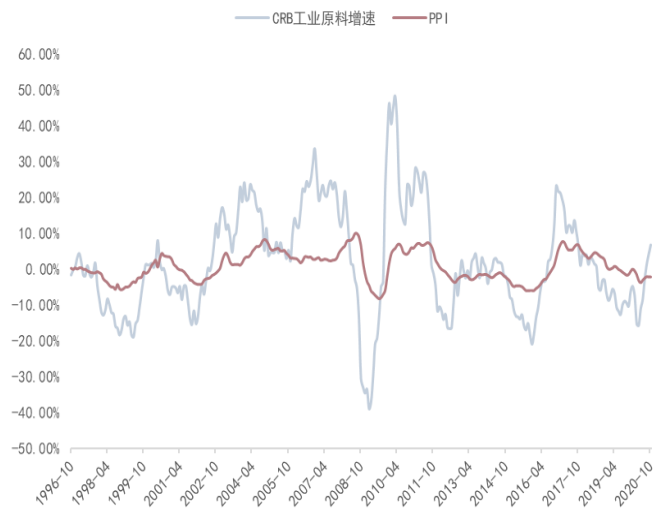


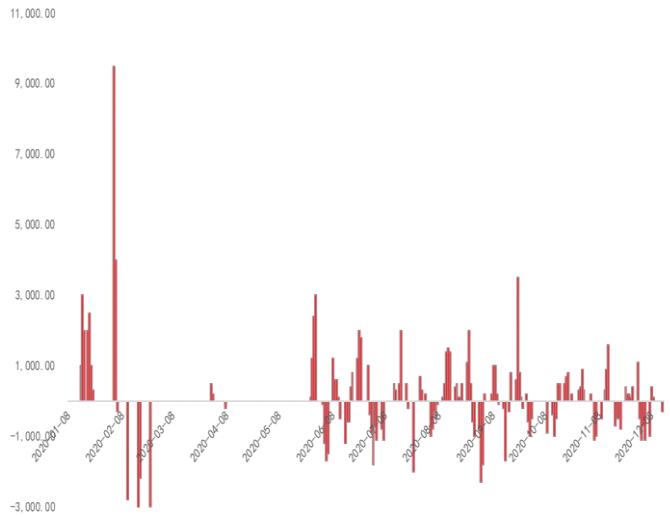
图 2：CRB 指数和 PPI 延续涨势



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。

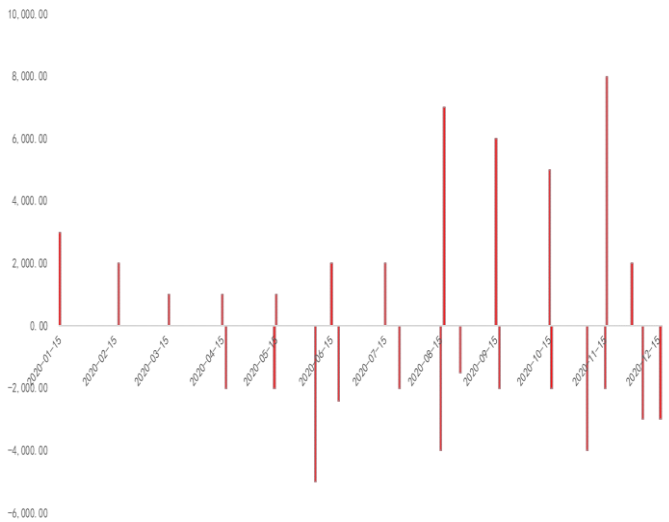
数据来源：wind、五矿经易

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

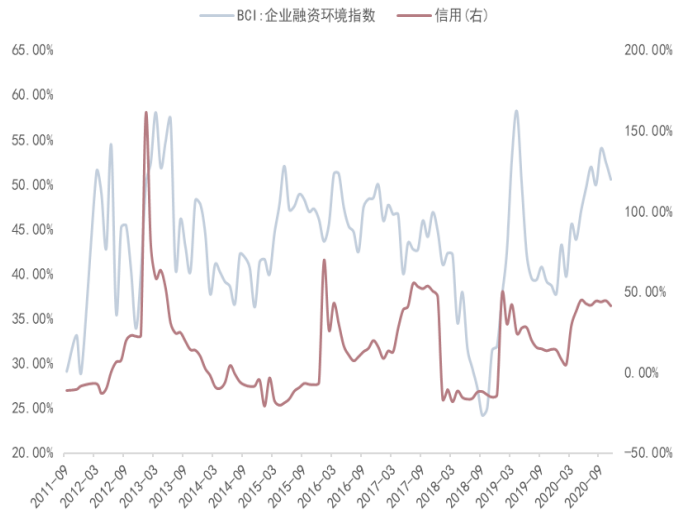


另外，随着经济的持续复苏，明年的财政赤字力度大概率削减，也会对社融形成压力；信用利差和信托收益率均已拐头向上，反映融资成本在上升，企业融资将面临阻碍。

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

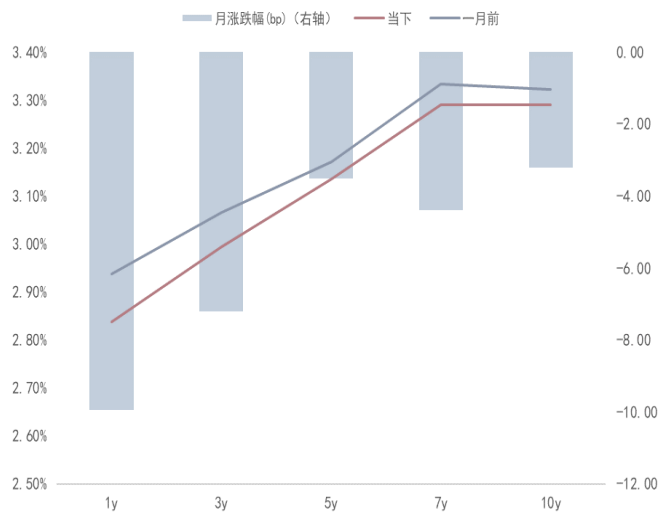


三、利率

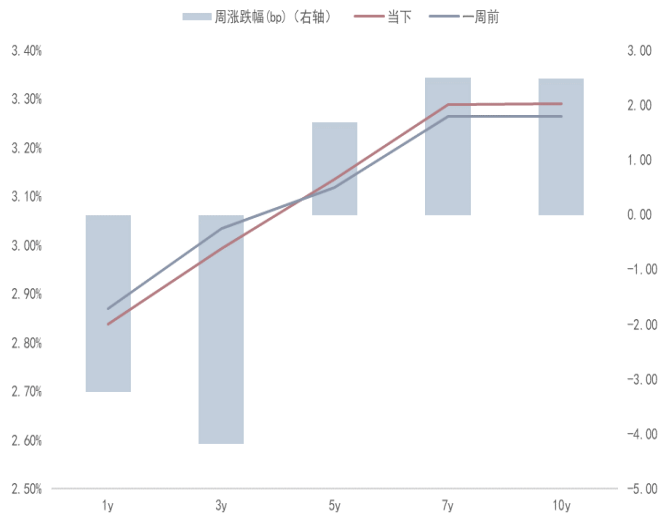
1、3、5、7、10 年国债利率分别为 2.8387%、2.9937%、3.1352%、3.2899%和 3.2902%，分别月变化 5.4bp、1.15bp、8.7bp、3.19bp 和 5.97bp，月度利率上行；分别周变化-3.23bp、-4.18bp、1.69bp、2.5bp 和 2.49bp，周度利率长上短下，曲线陡峭化。

图 9：国债利率月变化

图 10：国债利率周变化



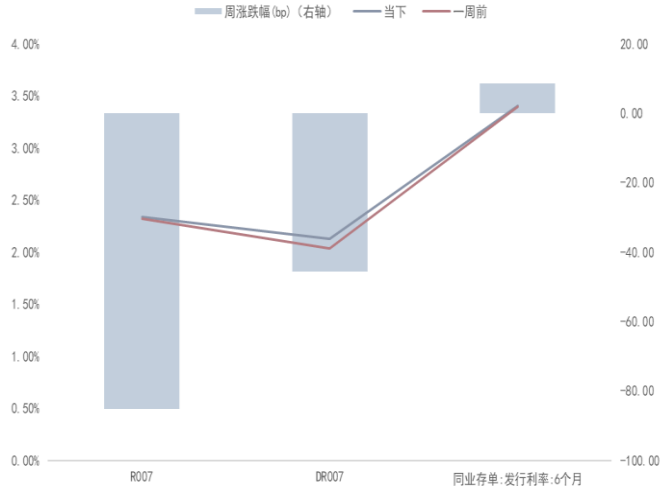
数据来源：wind、五矿经易



数据来源：wind、五矿经易

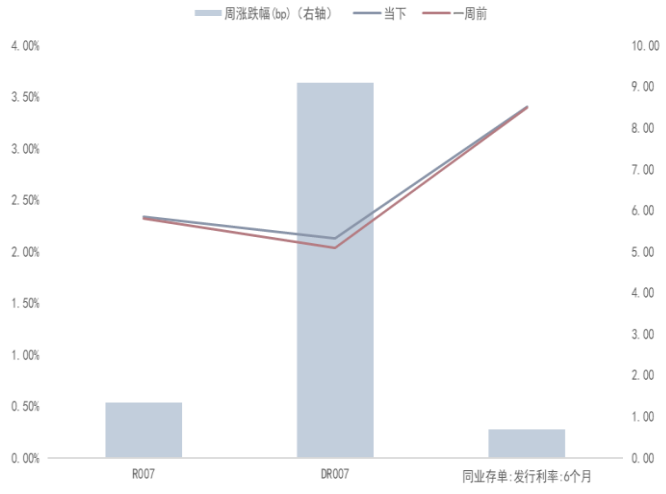
R007、DR007 和同业存单发行利率分别为 2.3391%、2.1281%和 3.4085%，分别月变化-85.1bp、-45.48bp 和 8.75bp，月度资金面边际转松；分别周变化 1.34bp、9.09bp 和-1.05bp，周度资金面略收紧。如果看近期趋势的话，回购利率体现出资金面转松，但存单利率体现出资金面仍紧。

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



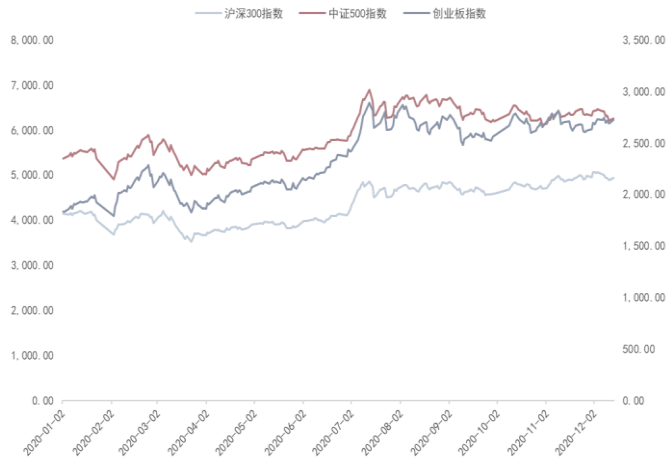
数据来源：wind、五矿经易

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。

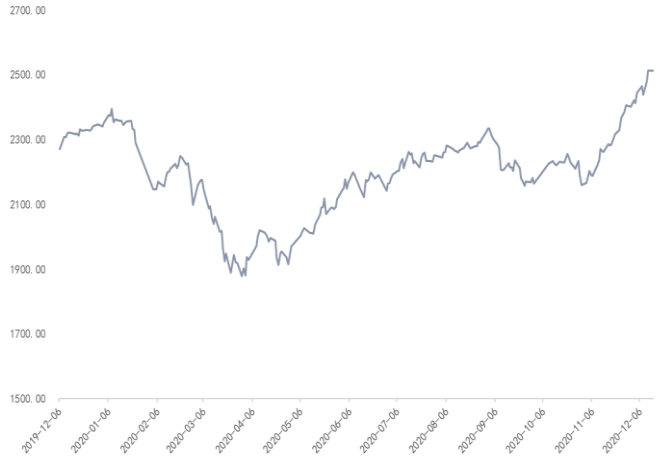
从资产配置的角度来看，商品、股市或房地产等风险资产出现拐点几乎是利率出现拐点的必要但不充分条件，因为资金本就是在这几类资产中分配权重的，在三类风险资产没有出现明确的转熊拐点时，债市很难持续看多。

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

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿经易期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为**五矿经易期货有限公司**所有。本刊所含文字、数据和图表未经**五矿经易期货有限公司**书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

五矿经易期货分支机构

深圳总部
深圳市福田区益田路6009号新世界中心48层
电话：400-888-5398
0755-83753764

业务一部
电话：0755-83252740

业务二部
电话：028-85053476

业务三部
电话：0755-83752356

业务四部
电话：010-68331868-183

产业服务部
电话：0755-82771926

深圳营业部
深圳市福田区益田路6009号新世界中心2702
电话：0755-88267287

北京分公司
北京市海淀区首体南路6号新世纪世行饭店写字楼1253室
电话：010-68332068

上海世纪大道分公司
上海市浦东新区向城路288号国华人寿金融大厦902、903、905
电话：021-58784529

成都分公司
成都高新区天府大道北段1288号1幢3单元12层1204、1205
电话：028-86131072

青岛分公司
山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼409
电话：0532-85780820

北京广安路营业部
北京市丰台区广安路9号院6号楼408、409
电话：010-64185322

广州营业部
广东省广州市天河区珠江西路17 号广晟国际大厦24楼2407
电话：020-29117582

湛江营业部
湛江开发区乐山东路35号银隆广场A1210室
电话：0759-2201026

天津营业部
天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广场2101-2102
电话：022-23778878

大连星海营业部
辽宁省大连市沙河口区会展路67号3单元12层3号
电话：0411-81824490

宁波营业部

浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼1205室

电话：0574-87330527

郑州营业部

郑州市未来路69号未来大厦16层1612号

电话：0371-65619030

杭州营业部

浙江省杭州市江干区万银大厦1408室

电话：0571-81969926

济南营业部

山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室

电话：0531-83192255

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2011号、2106B号

电话：0411-84800452

西安营业部

陕西省西安市新城区纬什街新科路1号楼一层

电话：029-87572985

无锡营业部

无锡市湖滨区隐秀路800号710室

电话：0510-85100710

重庆营业部

重庆市江北区江北城西大街25号平安财富中心11-1

电话：023-67078086

南通营业部

江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室

电话：0513-81026015

浙江台州营业部

浙江省台州市椒江区爱华新台州大厦8-A

电话：0576-89811511

昆明营业部

云南省昆明市盘龙区北京路612号银海国际公寓D座3201室

电话：0871-63338532

长春营业部

吉林省长春市朝阳区明德路4号（人民大街4111号）兆丰国际11层1102室

电话：0431-89665686

厦门营业部

厦门市思明区观音山宜兰路5号天瑞·99商务中心1602单元

电话：0592-5020072