

2018 周度报告 · 2018. 04. 20

## 降准与逆回购对冲税期，债市强势上行

—宏观热点债市周评

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 目录：

1. 经济方面：一季度宏观数据，关注三大变化
  - 1.1 GDP：17 外需向 18 内需转化（内需 VS 外需）
  - 1.2 供给端：上游和下游缺口变化（方向有望缩窄）
  - 1.3 需求端：投资结构超预期变化（房地产 VS 基建）
2. 热点事件：全面降低存款准备金，直接利好债市
3. 流动性跟踪：对冲税期与法定缴存，净投放 4790 亿元
4. 国债期货：降准叠加逆回购，债市强势上涨

### 正文：

#### 1. 经济方面：一季度宏观数据，关注三大变化

##### 1.1 GDP：17 外需向 18 内需转化（内需 VS 外需）

中国一季度 GDP 同比 6.8%，预期 6.8%，去年四季度 6.8%，去年全年为 6.9%。其中，三大需求消费、投资、净出口对 GDP 的贡献率分别为 77.8%，31.3%，-9.1%。今年随着贸易战的全面爆发，17 年超预期的出口贡献将会减弱，随着央行降准的实施，今年的经济可能更加侧重于内需的发力。

##### 1.2 供给端：上游和下游缺口变化（方向有望缩窄）

一季度工业增加值 6.8%，与 2017 年持平。具体来看，1-3 月上游采矿业工业增加值累计同比 0.9%，中游制造业累计同比 7%，下游电力、燃气和水的生产与供应业累计同比 10.8%，在去产能、调结构、环保限产的供给侧改革已有明显成效的背景下，上游采矿业减产料将边际放缓，而下游公用事业供应处于高位，警惕上下游供应缺口的收窄。

##### 1.3 需求端：投资结构超预期变化（房地产 VS 基建）

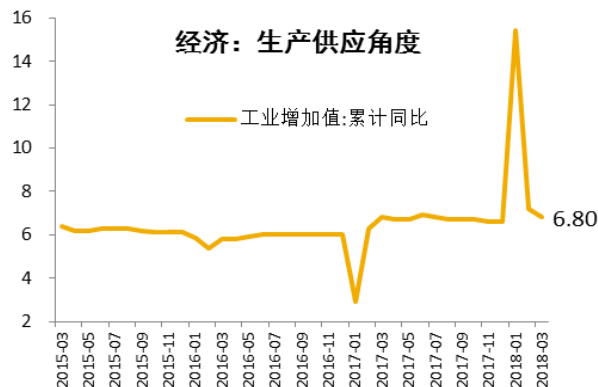
投资增速回落，地产表现略超预期。3 月房地产市场的积极信号在于，新开工面积增速与房地产投资增速回升，但销售面积、开发资金来源增速继续回落，土地购置面积增速虽略有回升等仍然低位；对于关键的投资增速回升，部分跟新开工好转有关，但更多可能还是跟土地购置费的支撑有关。基建投资增速继续放缓，

符合预期。制造业投资增速继续低迷，“周期”开启迹象尚不明显。

1: GDP 季度同比 (%)



图 2: 工业增加值 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 3: 上中下游工业增加值 (%)

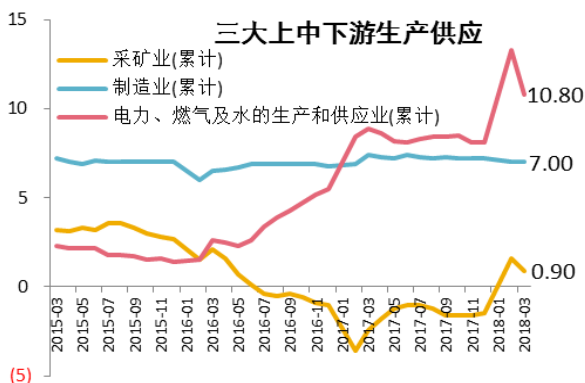
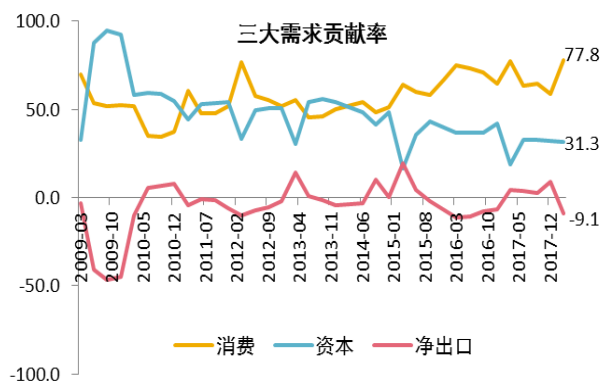


图 4: 三大需求对 GDP 贡献率 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 5: 固定资产投资分项 (%)

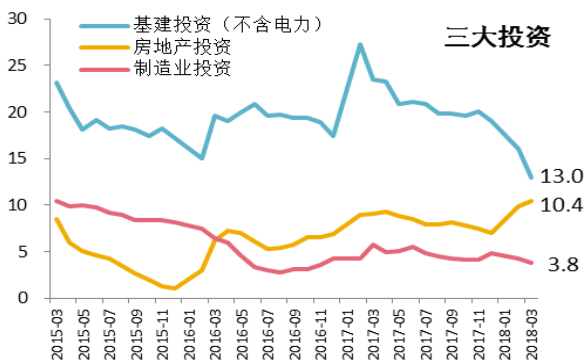
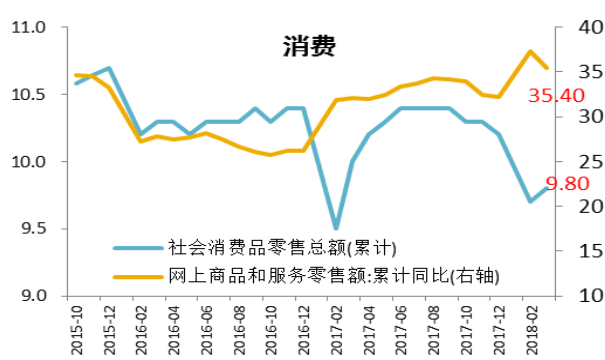


图 6: 社会消费品零售总额 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

## 2. 热点事件: 全面降低存款准备金, 直接利好债市

4月17日, 为引导金融机构加大对小微企业的支持力度, 增加银行体系资金的稳定性, 优化流动性结构,

中国人民银行决定，从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。

中国人民银行将继续实施稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

随着外需今年的高度不确定性，今年货币政策理应有所转向，由中性偏紧转向适度扩大内需。

央行普降存款准备金，对债市直接利好。

### 3. 流动性跟踪：对冲税期与法定缴存，净投放 4790 亿元

#### 3.1 公开市场操作：

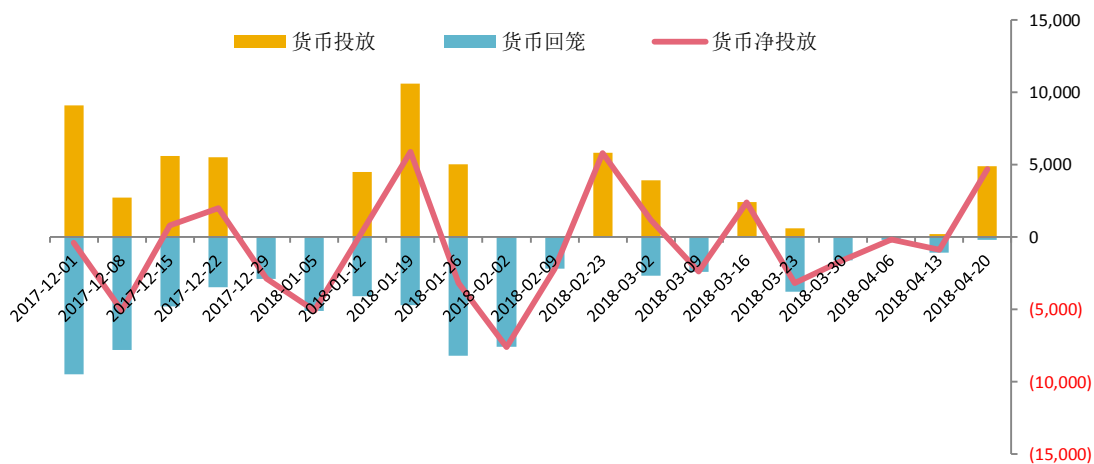
本周（2018.4.15-3.20）公开市场逆回购投放 4900 亿元，MLF 中期投放 3765 亿元，本周资金回笼 3875 亿元，净投放资金 4790 亿元。为对冲税期、政府债券发行缴款、金融机构缴存法定存款准备金和央行逆回购到期等因素的影响，央行在公开市场同时进行逆回购投放和中期借贷便利续作，整体来看，投放力度还是相对偏大的。

下周有 5200 亿元逆回购到期，进一步关注央行的投放力度的变化。

表 1：本周央行公开市场操作明细

日期	逆回购操作 (亿元)				MLF 1 年	投放 _亿元	回笼 _亿元	净投放 _亿元
	7 天	14 天	28 天	63 天				
2018-04-15							-100	-100
2018-04-16	800	700				1500	-100	1400
2018-04-17					3765	3765	-3675	90
2018-04-18	1500					1500		1500
2018-04-19	1900					1900		1900
2018-04-20						-	-	-

图 8：周度公开市场净投放量（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

#### 3.2 银行间货币市场利率：

本周，shibor 利率短端上行，月度以上宽松下行，银行间质押式回购和存款类机构质押式回购加权利率月度以内资金上行，R007 与 DR007 的利差为 1.55，二者的利差扩大。

银行间市场金融机构与商业银行之间的资金分层现象加剧，非银机构相对于存款类机构的资金相对偏紧。

图 9：银行间货币市场利率

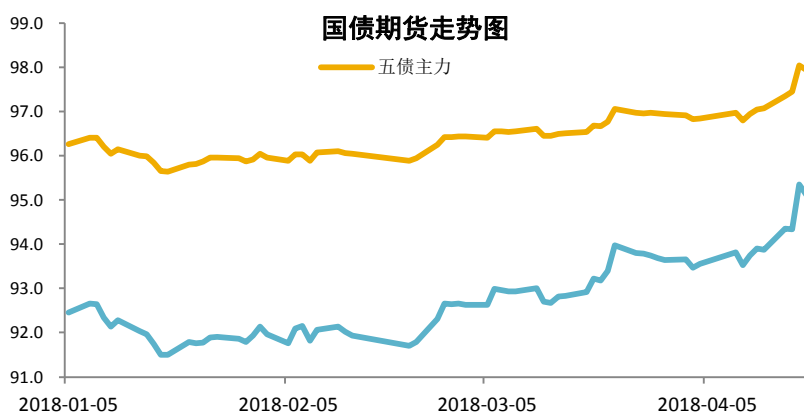
日期	SHIBIOR					R			DR			价差 R007-DR007
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014	
2018-04-20	2.7470	2.8930	3.8000	3.7610	4.0170	3.3733	4.5972	4.9359	2.8367	3.0441	4.4296	1.5531
2018-04-13	2.5570	2.7980	3.6710	3.8250	4.1790	2.5910	2.7892	3.2072	2.5413	2.6966	3.1634	0.0926
变化 (BP)	19.00	9.50	12.90	-6.40	-16.20	78.23	180.80	172.87	29.54	34.75	126.62	146.05

数据来源：wind, 中辉期货研发部

#### 4. 国债期货：降准叠加逆回购，债市强势上涨

4 月是税收大月，过去几年，4 月份财政存款净增量多在 5000 亿元以上，月中缴税高峰料在万亿元级别，对短期流动性供求的影响不容小视。不过，央行在 17 日宣布以降准置换 MLF，次日继续通过公开市场净投放平抑税期扰动，尽显央行对银行体系流动性的呵护之意。4 月份流动性压力最大的时期正在平稳度过，央行公开市场操作与降准双管齐下，料流动性波动已至阶段性高点。

随着降准释放大量长效低成本资金，流动性内在稳定性将得到提升，结构性分层矛盾有望得到缓解，今年流动性形势将好于去年，货币市场利率中枢可能继续小幅下行。不过后续追涨的安全边际已经大幅降低，多数投资者在逼空行情下陷入到一种“看空做多”的状态。考虑到目前仍处于结构性去杠杆的环境中，且金融监管箭在弦上，中期仍需对货币政策态度做进一步确认。



## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688