

利率债短端强势、长债震荡上行，曲线走陡

摘要:

市场宽松跨季后，月初资金市场延续宽松，各期限资金利率下行，DR001 下行 8BP 至 1.23%，DR007 下行 10BP 至 1.34%，DR014 下行 7BP 至 1.42%。央行方面，全周公开市场逆回购净回笼资金 1702 亿元，3 月公开市场国债买卖净投放资金 500 亿元，周五盘后央行公告 4 月 7 日将开展 8000 亿 3 个月期限买断式逆回购操作，净回笼 3000 亿。下周公开市场共有 3040 亿 7 天逆回购、1.1 万亿买断式逆回购（已宣布续作 8000 亿）、700 亿国库现金定存到期，政府债券合计净缴款约 3500 亿，预计资金市场宽松格局继续维持。

3 月 PMI 数据显示产需两端均有改善，价格指数大幅上行。3 月制造业 PMI 录得 50.4%，环比走升 1.4%，重回扩张区间，结束连续 2 个月收缩态势，经济景气水平回升。从制造业 PMI 分项看，生产指数和新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。3 月主要原材料购进价格指数为 63.9%，比 2 月提高 9.1%，持续高于荣枯线且当月提高幅度较大，出厂价格指数为 55.4%，比 2 月提高 4.8 个百分点，连续 3 个月高于 50，上游价格正在向下游传导，上游企业效益较好。3 月非制造业 PMI 录得 50.2%，小幅上升至荣枯线之上。其中，建筑业商务活动指数为 49.3%，比 2 月上升 1.1 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比 2 月上升 0.2 个百分点。

本周长债先强后弱，短债在资金宽松支撑下大幅走强，后半周受 PMI 回升、供给等因素影响长债震荡偏上行。根据中债国债收益率曲线，截至 4 月 3 日，1 年期国债收益率 1.24%，较上周五下行 1.6BP；5 年期国债收 1.55%，较上周五上行 0.3BP；10 年期国债收 1.82%，较上周五上行 0.3BP；30 年国债收 2.37%，较上周五上行 2.25BP。

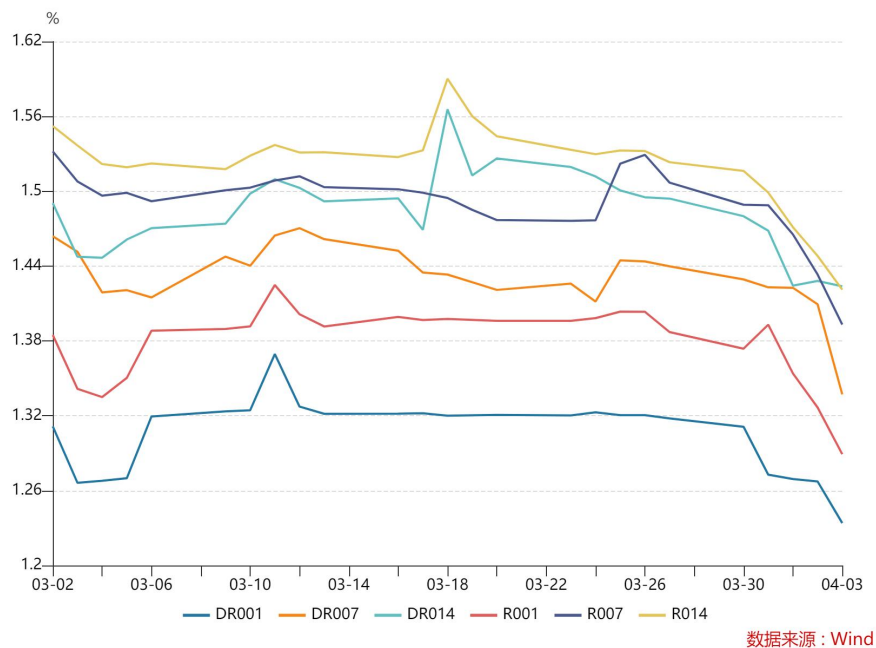
长债方面，下周需重点关注物价指数等经济数据等情况，若 3 月通胀数据回升较快，叠加 3 月 PMI 的同步好转，债市有开始对通胀预期重定价的可能，十年期国债后续仍有向上突破 1.90% 可能；但如若通胀不如预期，则长债有望继续维持宽幅震荡格局，十年期国债预计继续在 1.75-1.85% 区间震荡。短债方面，尽管短期资金宽松格局较难改变，但资金利率下行空间已比较有限，尤其在短期降息概率不大的背景下，继续博弈短端大幅下行的胜率较为有限。

一、资金市场宽松，各期限利率下行明显。

市场宽松跨季后，月初资金市场延续宽松，各期限资金利率下行，DR001 下行 8BP 至 1.23%，DR007 下行 10BP 至 1.34%，DR014 下行 7BP 至 1.42%。央行方面，全周公开市场逆回购净回笼资金 1702 亿元，3 月公开市场国债买卖净投放资金 500 亿元，周五盘后央行公告 4 月 7 日将开展 8000 亿 3 个月期限买断式逆回购操作，本月 3 个月买断式逆回购净回笼 3000 亿。机构融出方面，大型银行净融出资金余额先回落再回升至 5.3 万亿附近水平，而货币基金净融出余额由季末当天的 8890 亿逐步回落至 2752 亿附近，跨季后市场资金大幅下行，对于货基而言融出逆回购的性价比下降（相较于 1.4% 的同业活期存款）。存单方面，各期限 AAA 存单收益率除较 3 月 27 日下行，3M、6M、9M、1Y 期限存单分别下行 5.5BP、6.3BP、4.8BP、6.5BP、4.1BP 至 1.37%、1.398%、1.45%、1.48%。

一季度货币政策委员会例会召开，关注以下要点：一是对于外部环境的动荡冲击，央行强调要“维护金融市场稳定运行”，无需过度担忧国内金融资产的流动性危机；二是在国内经济“供强需弱”的背景下，央行的政策工具短期预计仍将集中在需求端施策，目前结构性工具仍是首选，关注央行对扩大内需、科技创新、中小微企业等新动能、新质生产力领域的金融支持，短期内降准降息等总量工具预计难以落地。下周公开市场共有 3040 亿 7 天逆回购、1.1 万亿买断式逆回购（已宣布续作 8000 亿）、700 亿国库现金定存到期，政府债券合计净缴款约 3500 亿，预计资金市场宽松格局继续维持。

图 1 近期资金利率走势



二、PMI 回升，上游涨价明显。

3月PMI数据显示产需两端均有改善,价格指数大幅上行。3月制造业PMI录得50.4%,环比走升1.4个百分点,重回扩张区间,结束连续2个月收缩态势,经济景气水平回升。从制造业PMI分项看,生产指数和新订单指数均高于临界点,原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。生产指数为51.4%,比2月上升1.8%,制造业生产活动加快。新订单指数为51.6%,比2月上升3.0%,制造业市场需求景气水平明显改善。原材料库存指数为47.7%,比2月上升0.2%,制造业主要原材料库存量降幅有所收窄。从业人员指数为48.6%,比2月上升0.6%,制造业企业用工景气度回升。供应商配送时间指数为49.5%,比2月上升0.4%,低于临界点,制造业原材料供应商交货时间较2月延长。3月主要原材料购进价格指数为63.9,比2月提高9.1%,持续高于荣枯线且当月提高幅度较大,出厂价格指数为55.4,比2月提高4.8%,连续3个月高于50,上游价格正在向下游传导,上游企业效益较好。

3月非制造业PMI录得50.2%,小幅上升至荣枯线之上。3月非制造业商务活动指数为50.1%,比2月上升0.6%,时隔2个月重返荣枯线之上,非制造业景气水平有所改善。其中,建筑业商务活动指数为49.3%,比2月上升1.1%;服务业商务活动指数为50.2%,比2月上升0.5%。从服务业行业看,铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间;零售、住宿、餐饮、房地产等行业商务活动指数均低于临界点。

三、长端利率债先下后上,短端相对强势。

长债先强后弱,短债在资金宽松支撑下走强,后半周受PMI回升、供给等因素影响长债震荡偏上行。根据中债国债收益率曲线,截至4月3日,1年期国债收益率1.24%,较上周五下行1.6BP;5年期国债收1.55%,较上周五上行0.3BP;10年期国债收1.82%,较上周五上行0.3BP;30年国债收2.37%,较上周五上行2.25BP。

长债方面,下周需重点观察通胀等经济数据情况,若3月通胀数据回升较快,叠加3月PMI的同步好转,债市有对通胀风险再定价的可能,利空长债,则后续十年期国债依旧有向上突破1.90%可能;但如若通胀不如预期,则长债有望继续维持宽幅震荡格局,十年期国债预计继续在1.75-1.85%的区间震荡。短债方面,尽管短期资金宽松格局较难改变,但资金利率下行空间已比较有限,尤其在短期降息概率不大的背景下,继续博弈短端下行的胜率较为有限。

图2 国债、国开债收益率曲线期限结构

