

# 中国固定收益市场介绍与债券投资框架

东方红 资产管理<sup>®</sup>

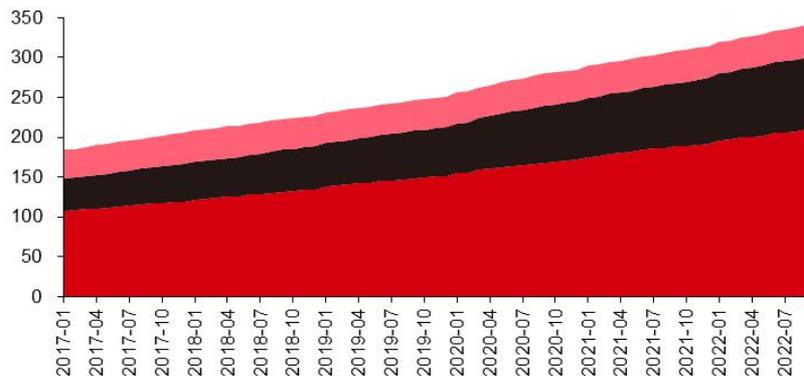
价值投资始于2005

# 中国债券市场概况

- 我国融资体系目前仍以间接融资为主，人民币贷款在社融中的占比常年在六成以上，但近年来作为直接融资的债券在社融中的占比也持续提升：截至2022年9月，企业债券与政府债券合计占比已达到26.6%。
- 截至2022年10月，债券市场存量已达到140.39万亿元（2021年国内名义GDP的1.23倍）。债券类型分布上，利率债余额占比（以下占比均指余额占比）58.0%，信用债占比31.8%，同业存单占比10.2%。期限分布上，剩余期限在1年以内的债券占比最高，为27.17%。
- 2012年5月以来，债券市场单月净融资均为正值（发行量>到期偿还量+提前兑付量+回售量+赎回量）。

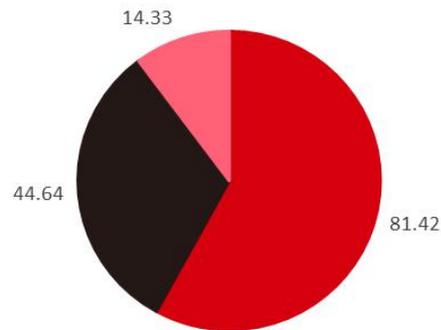
社融存量结构（万亿元）

■ 人民币贷款 ■ 债券（企业债券+政府债券） ■ 其他



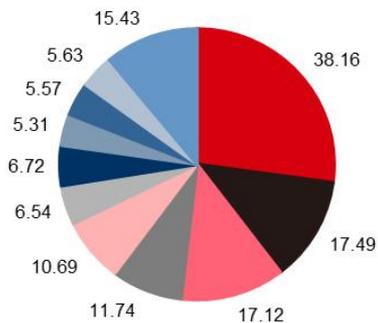
债市存量结构（万亿元）

■ 利率债 ■ 信用债 ■ 同业存单



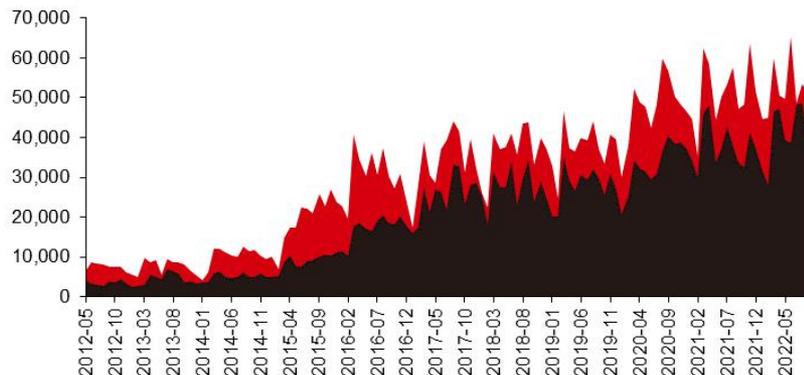
债券剩余期限分布（万亿元）

■ 1年以内 ■ 1-2年 ■ 2-3年 ■ 3-4年 ■ 4-5年 ■ 5-6年  
■ 6-7年 ■ 7-8年 ■ 8-9年 ■ 9-10年 ■ 10年以上



债券市场整体（亿元）

■ 总发行量 ■ 总偿还量（到期偿还量+提前兑付量+回售量+赎回量）





## 投资者

商业银行  
政策性银行  
非银金融机构  
非金融机构  
个人投资者

## 产品

利率债  
信用债  
同业存单

## 市场

交易所市场  
银行间市场

## 监管机构

央行  
银保监会  
银行间市场交易商协会  
财政部  
发改委  
证监会

# 投资者结构

- 传统上商业银行是债券市场最主要的投资者。但以银行理财及其委外为代表的广义基金，在2015年之后迅速成为债券市场最关键的边际配置和交易力量。广义基金的目标收益要求、风险偏好、券种选择与商业银行有显著差异。
- 截至2022年8月，根据中债登和上清所披露的主要券种投资者持有结构数据，银行间债券市场中，商业银行持有的债券余额为65.29万亿元，广义基金为36.02万亿元，远高于境外机构、保险机构、证券公司、信用社等其他主体。
- 在记账式国债、地方政府债上商业银行持有量要远高于广义基金，在金融债上商业银行持有量略高于广义基金，而在企业债、超短融、短融、中票、PPN、其他公司信用类债券、同业存单、熊猫债上，广义基金的持有量远高于商业银行。

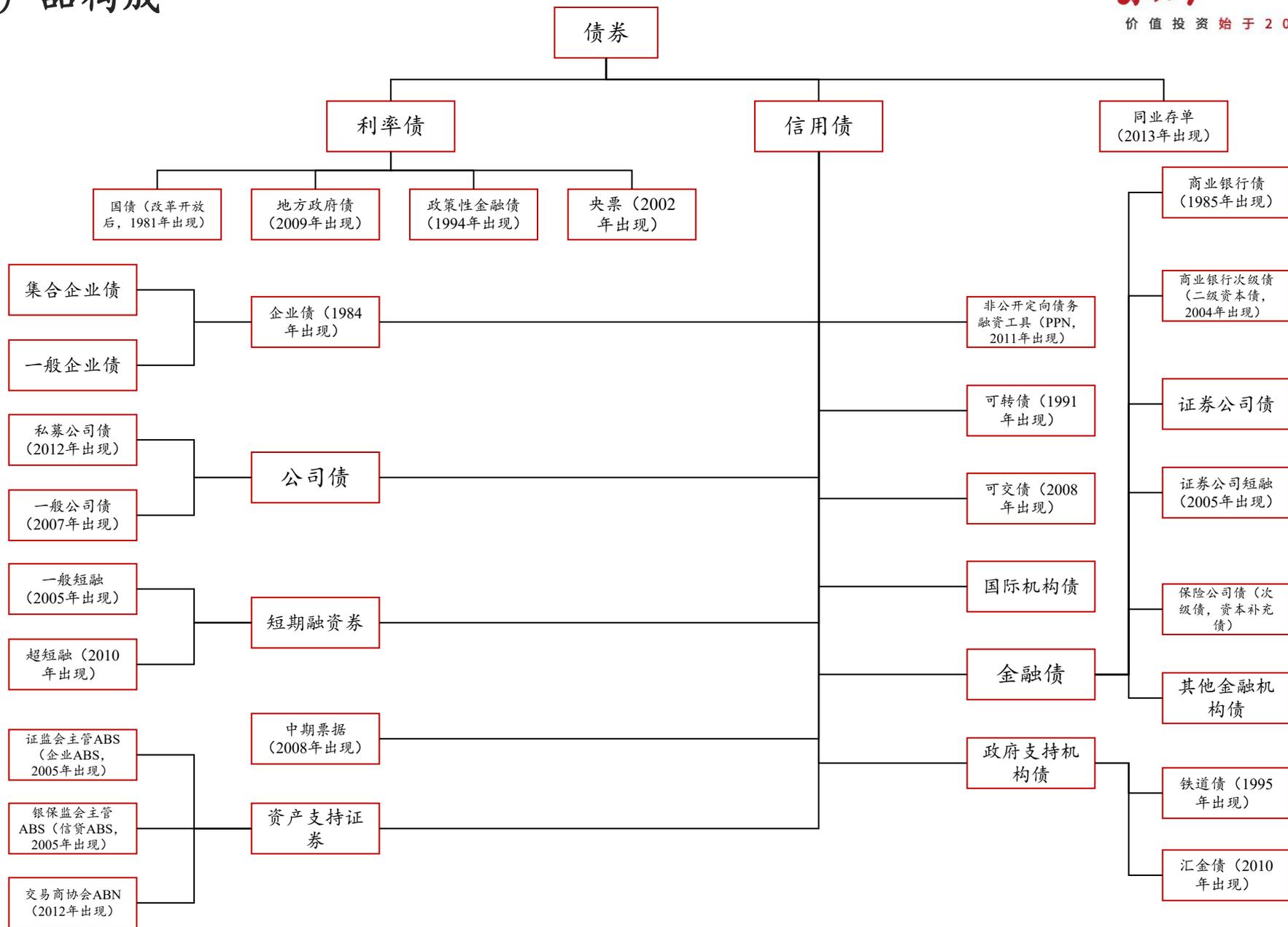
中债登+上清所的投资者结构统计（截至2022年8月，中债登数据为其银行间债券市场）

亿元	商业银行	信用社	保险机构	证券公司	广义基金（非法人类产品）	境外机构	其他	合计
记账式国债	143,072.83	2,339.50	5,949.98	6,477.35	18,303.10	23,252.07	21,407.65	220,802.49
地方政府债	288,238.21	1,655.66	12,395.76	4,258.23	14,855.71	99.90	13,080.78	334,584.25
金融债	135,622.97	6,180.80	10,950.47	3,647.33	127,593.68	8,558.95	4,536.98	297,091.18
企业债	4,892.12	48.66	622.66	1,901.74	9,826.43	44.06	106.41	17,442.07
超短融	4,820.83	14.92	44.13	255.84	15,959.26	5.15	606.87	21,707.00
短融	860.30	11.65	7.63	129.86	4,319.92	10.11	278.65	5,618.12
中票	13,406.76	282.38	2,001.56	4,499.50	59,532.98	749.34	6,649.37	87,121.88
PPN	4,335.78	79.93	0.00	710.08	16,411.68	0.72	2,805.39	24,343.57
其他公司信用类债券	2,751.12	0.50	4.76	260.46	4,957.94	24.15	652.80	8,651.71
同业存单	36,974.51	4,592.56	157.80	1,425.43	81,890.65	1,181.75	13,649.25	139,871.96
ABS（含信贷ABS）	17,484.10	0.00	107.89	619.80	5,700.52	278.04	725.11	24,915.45
熊猫债	457.01	5.50	9.30	41.71	855.67	296.73	37.88	1,703.80
合计	652,916.54	15,212.06	32,251.92	24,227.31	360,207.54	34,500.97	64,537.13	1,183,853.47

商业银行和广义基金的债券持有结构（截至2022年8月）

券种持有量占比（%）	记账式国债	地方政府债	金融债	企业债	超短融	短融	中票	PPN	其他公司信用类债券	同业存单	ABS（含信贷ABS）	熊猫债
商业银行	21.91	44.15	20.77	0.75	0.74	0.13	2.05	0.66	0.42	5.66	2.68	0.07
广义基金	5.08	4.12	35.42	2.73	4.43	1.20	16.53	4.56	1.38	22.73	1.58	0.24

注：本页数据来源为中债登和上清所



# 产品：利率债

- 国债
  - 类型：分为记账式（1995年出现，可交易转让，面向机构和个人）、凭证式（1994年出现，不可交易转让，仅面向个人）、储蓄（2006年出现，不可交易转让，仅面向个人）三类。
  - 特别国债：历史上财政部分别在1998年、2007年和2020年三次新发（区别于存量特别国债到期后的续发）特别国债，以补充工农中建四大商业银行资本金、注册成立中投公司管理外汇，以及应对疫情冲击。特别国债不列入财政赤字，收支纳入中央政府性基金预算而非一般公共预算。
  - 作用：中央一般公共预算赤字（或称中央财政赤字）通过发行国债加以弥补，因此国债净发行规模=中央财政赤字规模。
  - 体量：截至2022年10月，国债余额24.69万亿元。
  - 10年期国债收益率是最具代表性的债券市场利率。
- 地方政府债
  - 类型：按偿债资金来源的差异，可分为地方政府一般债（约定以一般公共预算收入还本付息，但实际上可以通过发行地方政府再融资一般债还本）和专项债（约定以特定公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息，但实际上可以通过发行地方政府再融资专项债还本）。按募集资金用途的差异，可分为地方政府置换债（用于置换地方政府存量债务），新增债，再融资债（借新还本）。
  - 额度：每年的人代会（通常在当年的3月召开，2020年受疫情影响，延至5月召开）确定当年的地方政府一般债及专项债额度。由于2018年以来经济整体下行压力偏大，2018年12月下旬的十三届全国人大常委会第七次会议授权国务院可以在2019年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增限额（一般债和专项债），但提前下达的地方债限额也都是到次年1月才开始发行。
  - 体量：截至2022年10月，地方政府债余额34.67万亿元，其中一般债14.30亿元，专项债20.36亿元。
- 政策性金融债
  - 特点：由三大政策性银行（国开、农发、口行）发行，募集资金用于国家基础产业建设和区域经济建设，有准政府信用背书。政策性金融债的YTM通常高于相同期限的国债，这是由于国债免征利息税。
  - 除了发行金融债，三大政策性银行还可以通过质押（高等级债券资产和优质信贷资产）向央行申请PSL来融资。
  - 2022年6月1日国常会提出调增政策性银行8,000亿元信贷额度，6月29日国常会提出通过发行金融债券等筹资3,000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。8月24日国常会增加3,000亿元以上政策性开发性金融工具额度。

# 产品：信用债

- 按融资主体分类，信用债可分为产业债（融资主体来自非地方融资平台的实体经济，地产债也归入产业债），城投债（融资主体为地方融资平台），去掉政策性金融债后的金融债（融资主体来自商业银行、证券公司、保险公司等金融部门）。
- 过去数年间，城投债和金融债（除去政策性金融债）在信用债中的占比持续上升，产业债的占比则持续下降，从2013年的近七成降至目前的四成。
  - 产业债占比的持续下降，一方面是城投债发债规模快速上升导致的被动下降，另一方面则是债券相较银行贷款，对发债主体的负面舆情更为敏感（直接表现为二级市场价格的波动），一部分非地方融资平台的实体经济发债主体，在可以选择银行贷款融资的情况下，逐渐退出了债券市场，不再新发债。
  - 城投债在信用债市场的地位不断提升。

	城投债余额 (Wind口径, 亿元)	城投债余额 在信用债中 的占比 (%)	金融债余额 (除去政策 性金融债, 亿元)	金融债余额 在信用债中 的占比 (%)	产业债余额 (亿元)	产业债余额 在信用债中 的占比 (%)
2022年	138,427.61	33.47	110,008.87	26.60	165,206.01	39.94
2021年	126,556.55	29.67	100,601.79	23.59	199,353.57	46.74
2020年	102,816.86	26.62	87,453.19	22.64	195,977.96	50.74
2019年	79,849.86	24.28	71,220.88	21.66	177,811.48	54.07
2018年	67,533.50	23.66	59,156.33	20.73	158,698.92	55.61
2017年	63,449.70	25.11	49,729.90	19.68	139,470.75	55.20
2016年	58,025.20	25.02	41,083.70	17.72	132,779.22	57.26
2015年	43,202.65	22.97	34,440.20	18.31	110,424.66	58.72
2014年	33,524.13	23.11	24,084.41	16.60	87,467.10	60.29
2013年	20,576.95	18.37	17,466.07	15.59	73,999.25	66.05

注：本页数据来源均为Wind

# 信用债：城投债

全国分地区的城投债热力图（截至2022年10月，存量的单位为亿元，城投债存量规模越高的地区，颜色越深，公司即指地方融资平台）



省份	存量 (亿元)	数量 (只)	公司 (家)
江苏	27,916.97	4,766	576
浙江	18,850.90	2,408	429
山东	12,104.35	1,475	248
四川	9,518.76	1,273	227
湖南	8,050.93	1,123	179
湖北	6,571.69	806	137
重庆	6,274.53	853	121
江西	6,233.43	781	141
安徽	5,092.02	734	140
河南	4,888.47	720	106
广东	4,366.41	412	71
福建	3,925.37	567	82
天津	3,522.48	409	41
陕西	3,053.27	353	73
贵州	2,837.93	401	123
广西	2,453.31	357	55
上海	2,401.21	230	51
北京	1,899.33	154	30
河北	1,659.12	208	33
新疆	1,371.87	206	38
云南	1,241.96	188	49
吉林	1,146.67	112	17
山西	1,009.94	117	16
甘肃	743.67	82	16
辽宁	332.44	65	27
黑龙江	256.48	41	10
西藏	215.53	16	3
宁夏	199.60	32	7
海南	133.00	14	4
内蒙古	126.30	23	9
青海	93.40	19	2

注：本页数据来源均为Wind

# 信用债：城投债

全国分地区的城投债利差热力图（截至2022年10月，利差的单位为bp，城投债利差越高的地区，颜色越深，隐含的违约风险越高）



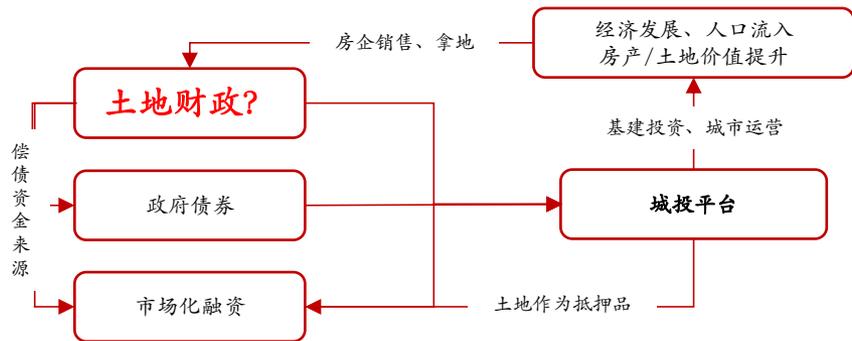
省份	利差 (bp)	债项评级
云南	490.65	AAA
天津	329.65	AAA
贵州	193.95	AAA
甘肃	173.11	AAA
吉林	163.43	AAA
广西	149.17	AAA
河南	143.59	AAA
重庆	143.01	AAA
陕西	142.30	AAA
辽宁	140.79	AAA
湖南	129.20	AAA
四川	120.86	AAA
江西	111.60	AAA
山西	106.28	AAA
湖北	91.35	AAA
安徽	87.45	AAA
宁夏	83.94	AAA
山东	80.40	AAA
新疆	61.28	AAA
江苏	60.80	AAA
内蒙古	60.56	AAA
河北	60.40	AAA
海南	59.12	AAA
浙江	57.10	AAA
黑龙江	52.92	AAA
北京	46.71	AAA
上海	40.19	AAA
福建	34.78	AAA
广东	32.98	AAA



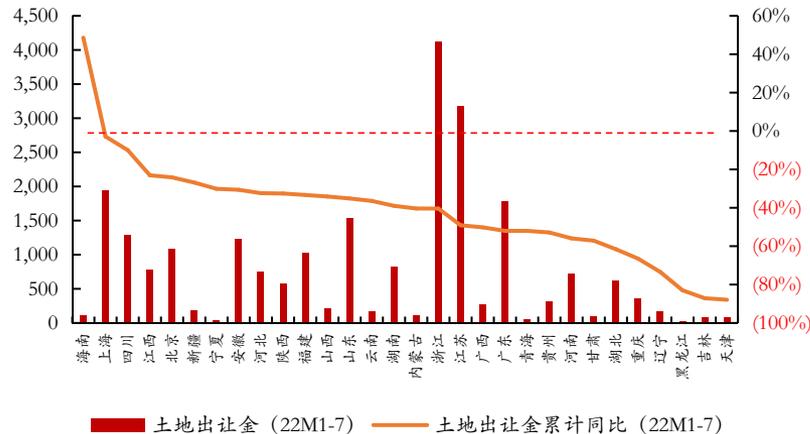
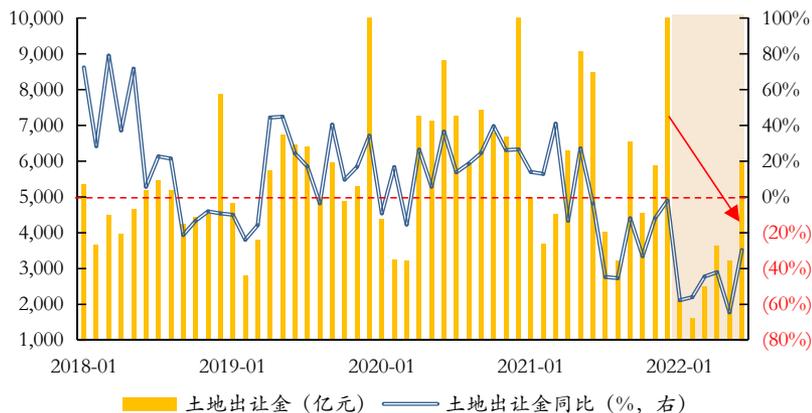
注：本页数据来源均为Wind

# 信用债：城投债

过去10年，中国经济发展高度依赖地产基建循环驱动，地方政府土地财政依赖度持续提升，但随着国内持续推进房地产去金融化和经济结构转型，房地产行业正经历大幅出清的过程，土地财政同步承压，传统地产基建循环正面临变局，而城投平台作为链条中的一环，亦面临较大挑战，资金来源各方面均受到压制，区域分化凸显，需要保持谨慎。

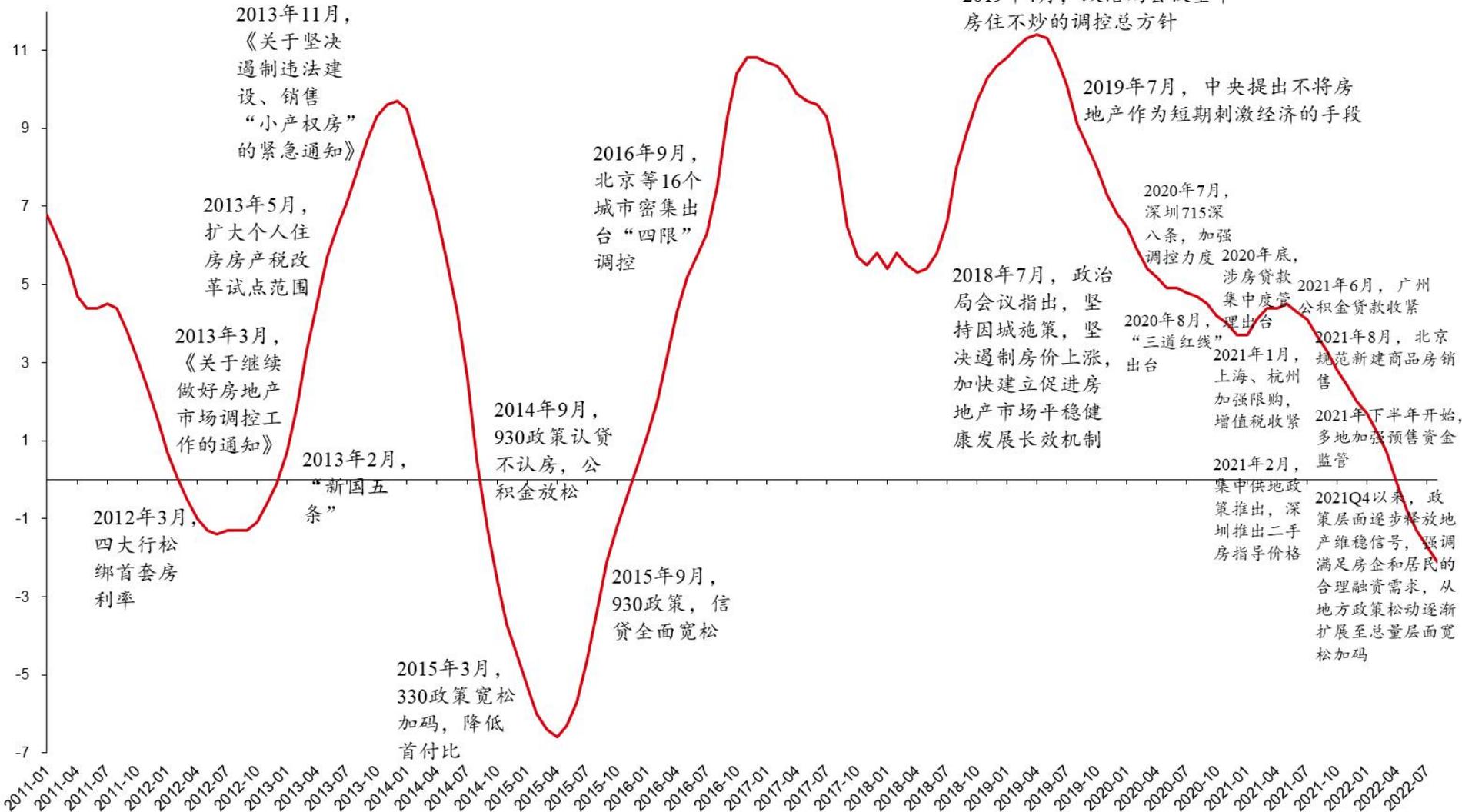


土地财政方面，从21年6月起，全国土地出让金同比持续下滑，22年1-7月，累计同比下滑42%，超1/3省份降幅超过50%，最直观的影响是，其对于地方政府债券以及城投平台市场化融资还本付息的保障程度显著减弱。



注：本页数据来源均为Wind

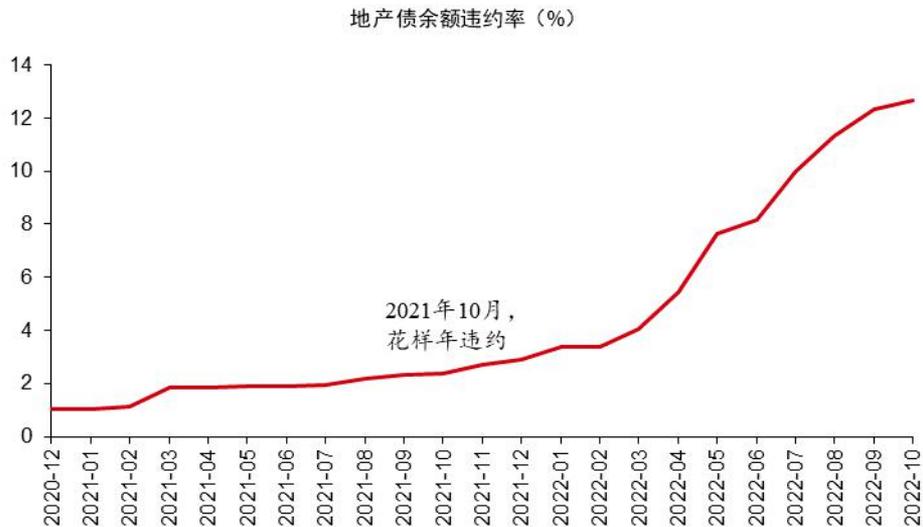
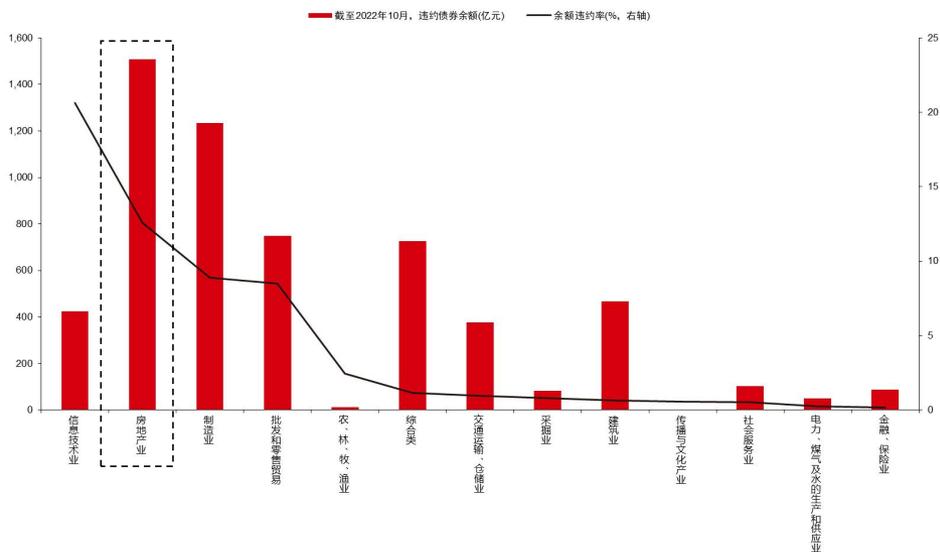
70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比(%)



注：本页数据来源为Wind

# 信用债：地产债

自2021年10月，花样年违约以来，地产债违约率急剧上升。



## 中债估值

选择日期 2021-09-01 ~ 2022-10-01  全部  推荐  不推荐

估价收益率(%) 估价净价 估价全价



- 政策：从21年11月起央行开始纠偏，到今年各地政府频繁出台刺激政策，尤其4月以来强二线城市的放松，政策面的右侧已经明确。但“房住不炒”的主基调不会改变，目前政策的主要目标是“救行业”而非“救企业”，流动性对央国企结构性宽松，民企面临的融资环境恶劣，仍需积极自救、不能躺平。
- 市场：3月疫情前已观察到热点一二线城市的触底迹象，如新房售楼处到访量和二手房带看量的回升，但疫情导致3-5月销售继续大幅下行。6月以来随着疫情影响减弱、各地刺激政策频出且力度加大，热点一二线和少数强三线出现复苏迹象，6月新房和二手房的成交量均出现环比回升，基本面底部已基本明确，但反弹可持续性仍需观察。城市之间分化加剧，多数三四线城市仍在探底，房价仍有下行压力，叠加房企烂尾现象明显增多，去化压力仍较大。
- 行业：目前政策底已过、市场底刚到，但民企基本面与行业出现割裂，7-8月境内外债券集中到期，未来几个月内可能还会看到一些民企出现风险。过去高杠杆、高周转、高表外的企业本轮受冲击最大，龙头央国企的集中度将进一步提升。三道红线、银行两道红线、集中供地、预售监管等政策将成为新常态，以往表外加杠杆扩张、表内用财务技巧粉饰报表、资金高速周转的游戏无法继续，行业彻底从暴力粗放转向合规稳健，回归制造业属性，进入低毛利、低杠杆、重管理、重品质的时代。

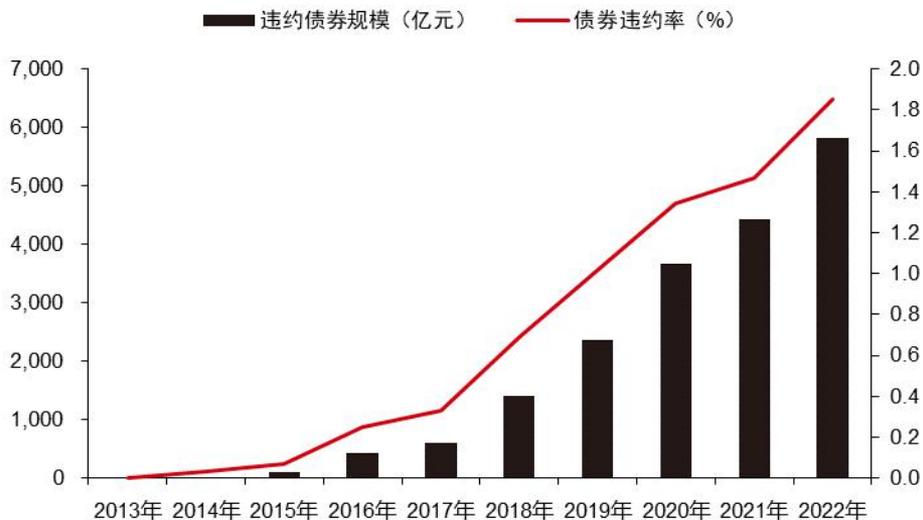
2015-2022M8房地产行业利差



# 信用债的违约风险整体上升

■ 2014年以来，信用债违约呈现四个特征：

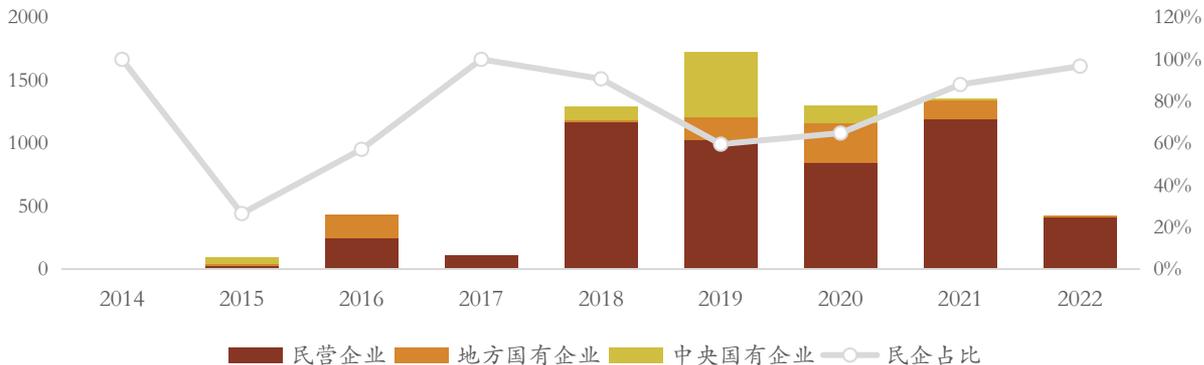
- 趋势上，违约规模和违约率（违约债券余额/信用债余额）持续上升，违约债券里国企在发债主体中的占比，以及高评级债券的占比整体上升。
- 类型上，违约债券发债主体所属行业分布极为广泛。
- 动因上，不少违约债券发债主体表现出非常弱的偿债意愿，城投属性、国资背景、子公司核心资产、信用风险边际改善、高评级（如AAA）主体、剩余期限较短等诸多审视维度均被证明不可笃信。
- 市场反馈上，暴露出一定违约风险的信用债的价格可以被砸到很低水平，且不同于股票市场存在大量散户，信用债市场的参与者以机构为主，流动性本来就比较差，很容易在全市场范围内形成对存在信用风险的发债主体的一致预期，进而发生流动性踩踏。



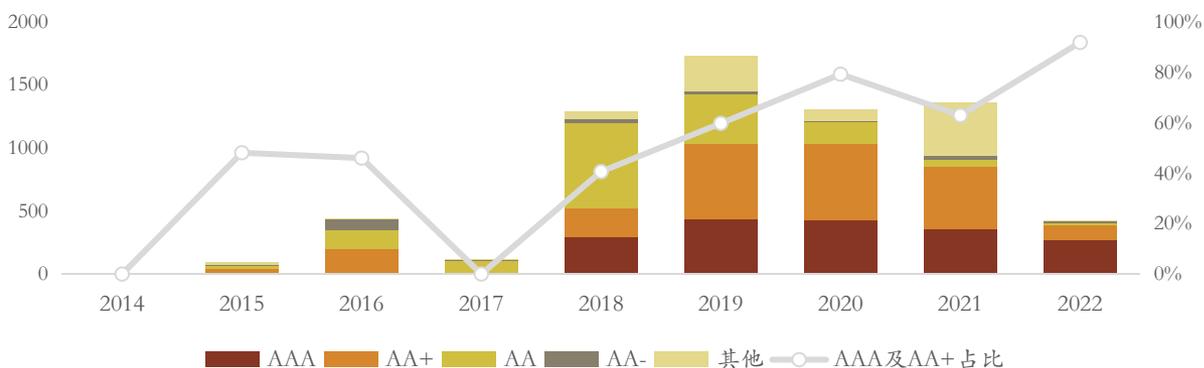
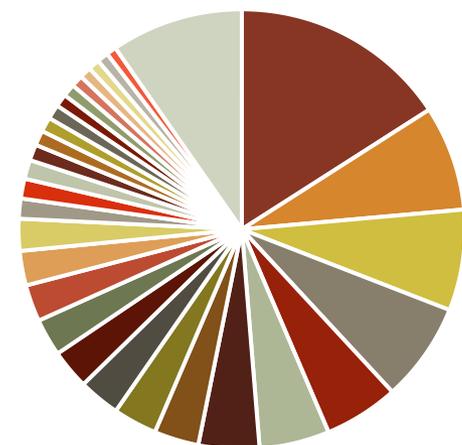
年份	违约债券个数 (只)	违约债券规模 (亿元)
2022年 (截至10月)	154	717.04
2021年	195	1,861.39
2020年	183	1,849.12
2019年	206	1,659.03
2018年	138	1,239.90

# 信用债的违约风险整体上升

### 历年违约信用债规模走势



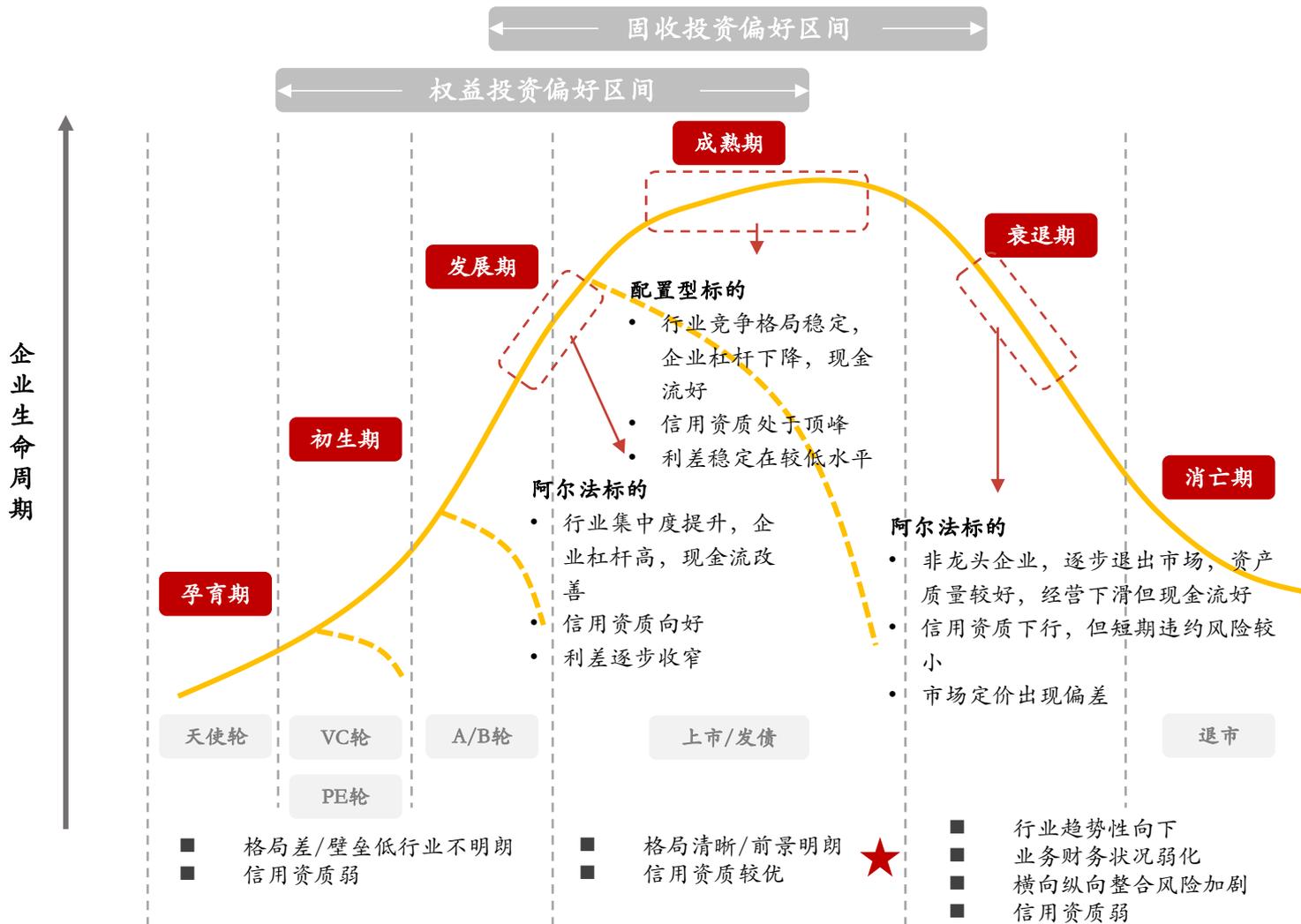
### 违约信用债行业分布



- 房地产开发
- 综合类行业
- 互联网软件与服务
- 航空
- 多领域控股
- 中药
- 通信设备
- 基础化工
- 机场服务
- 海港与服务
- 煤炭与消费用燃料
- 西药
- 工业机械
- 建筑产品
- 电气部件与设备
- 其他多元金融服务
- 建筑与工程
- 石油与天然气的炼制和销售
- 电力
- 汽车制造
- 贸易公司与工业品经销商
- 食品加工与肉类
- 多样化房地产活动
- 售货目录零售
- 机动车零配件与设备
- 钢铁
- 化肥与农用化工
- 电子元件
- 多元化工
- 其他

注：本页数据来源均为Wind

# 信用债投资与权益投资的差异



■ 不同于股票的交易都发生在证券交易所，债券的交易以银行间市场为主，交易所和柜台/自贸区的占比很低。

## 银行间市场

- 交易类型：询价交易，交易双方自行协商交易要素。
- 交易方式：若非做市商，则为单边报价、点击成交，即报价方发出要约报价，受价方点击或匹配成交。做市商进行双边报价。

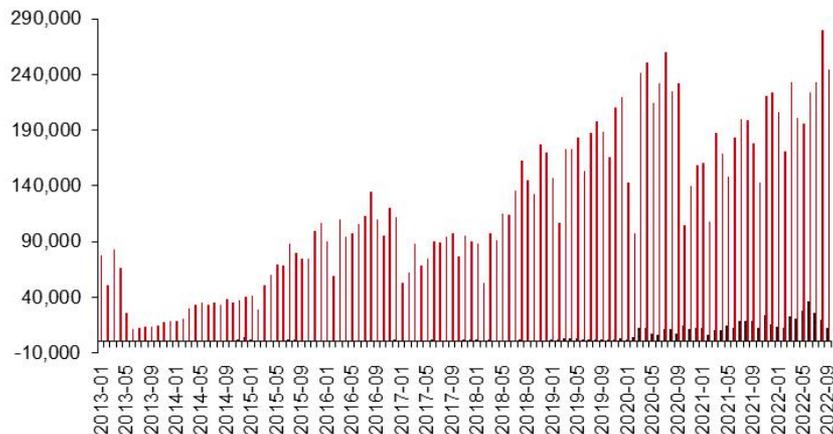
## 交易所市场

- 交易类型：一种是自由竞价、撮合成交，采取价格优先、时间优先的原则，开盘时采用集合竞价，日常交易时间采用连续竞价；另一种是大宗交易，包括协议交易（交易双方互为指定交易对手方，协商确定交易价格及数量）和盘后定价（收盘后按时间优先原则，以收盘价或成交量加权均价对大宗交易申报逐笔连续撮合）两类。

## 柜台/自贸区市场

- 柜台交易营业时间内，开办银行对债券进行连续双边报价，在其开办柜台交易的营业网点挂出全行统一的债券买卖价格及对应YTM。

■ 银行间净价成交额(亿元) ■ 交易所成交额(亿元)



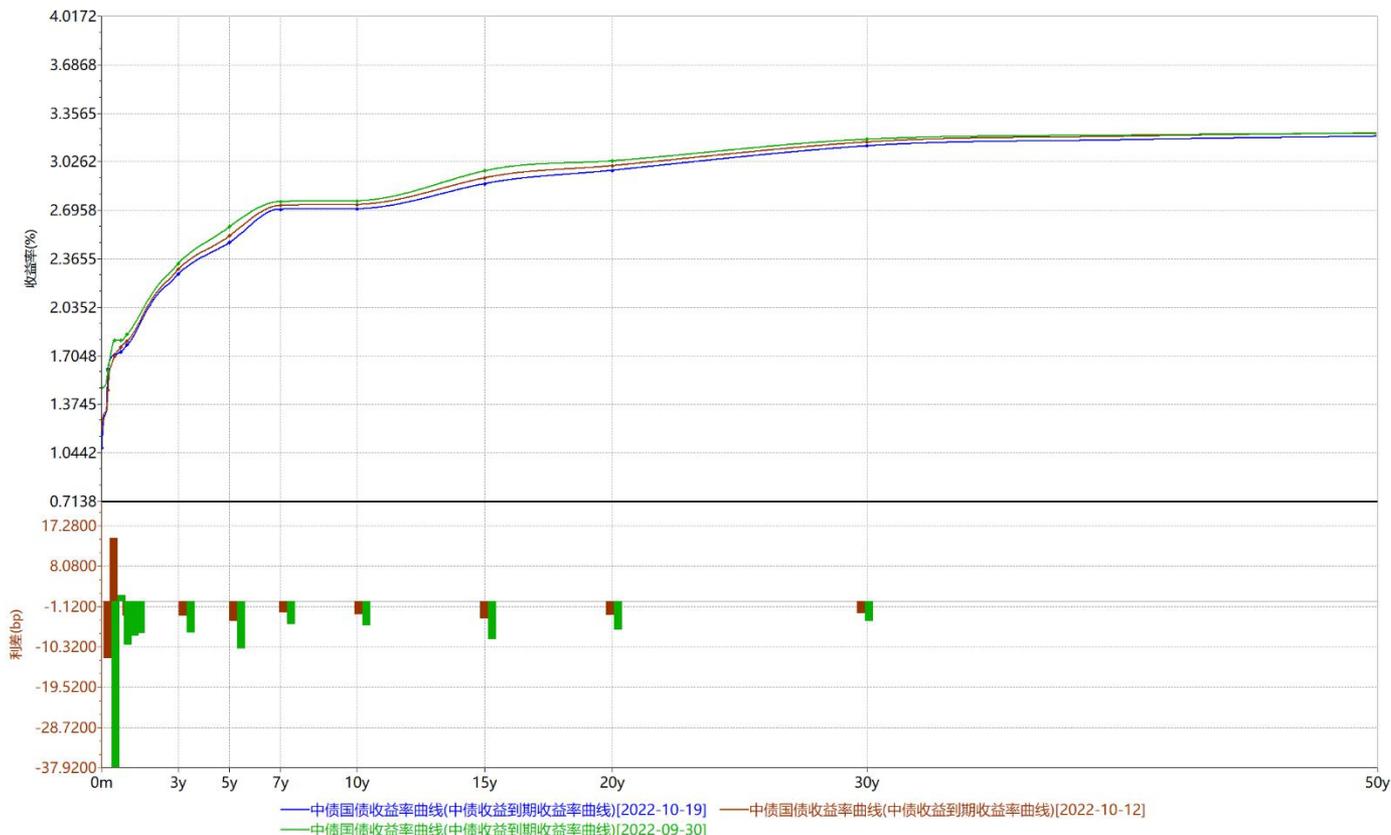
# 债券定价：收益率曲线

## ■ 到期收益率（YTM, yield to maturity）：

- 投资者以现价买入债券，持有至到期，所获得的年化回报率。
- 债券未来所有现金流按照YTM贴现，现值恰好等于债券现价。

$$P(r, N, C_t, F) = \sum_{t=1}^N \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{F}{(1+r)^N}$$

## ■ 计算出特定类型/评级/剩余期限债券的到期收益率，将剩余期限-到期收益率对应的各点连接起来，即构成到期收益率曲线。

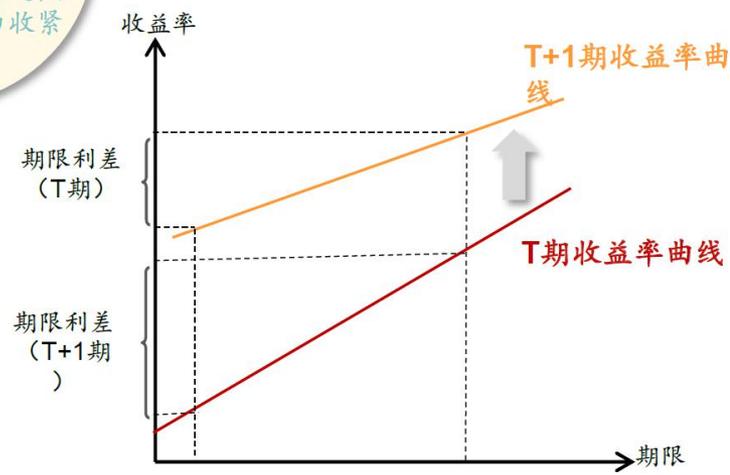
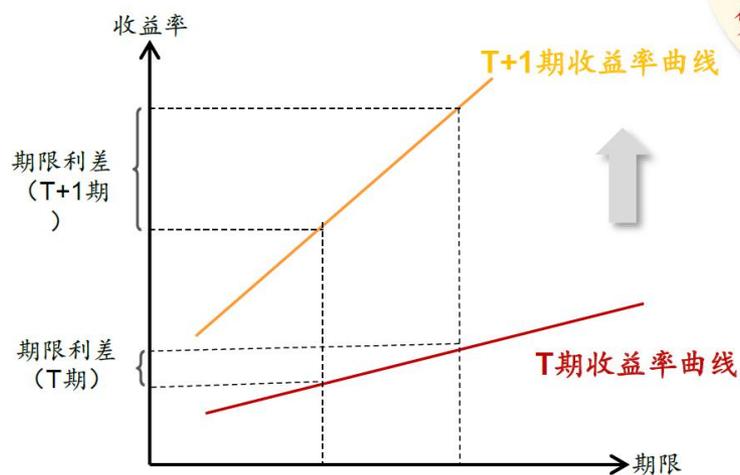
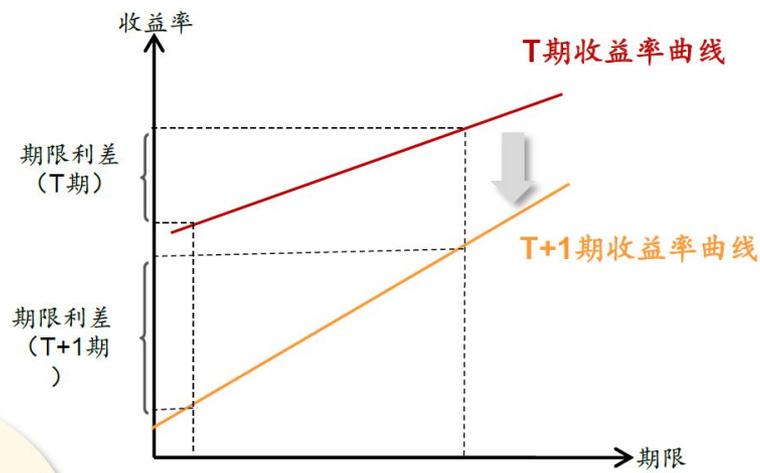
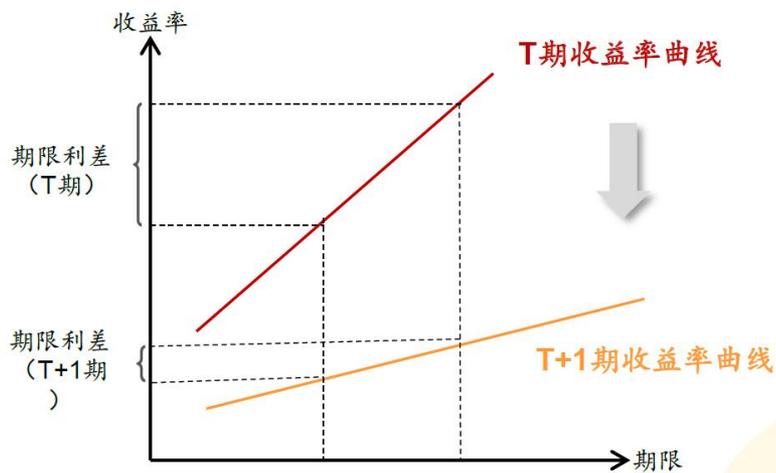


注：本页数据来源为Wind

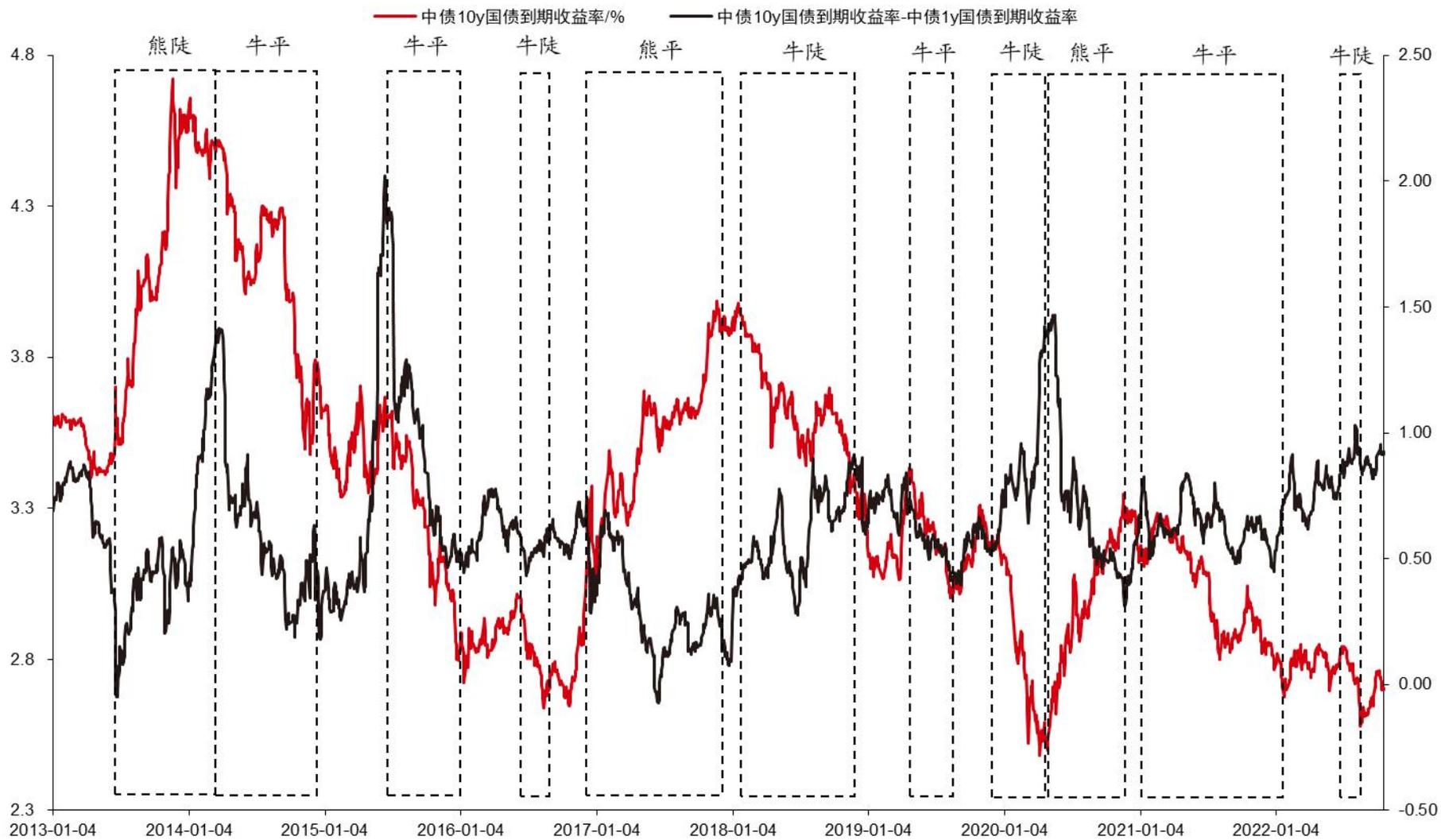
数据来源:Wind

# 债券定价：收益率曲线

■ 根据曲线形态（平/陡）和曲线移动方向（下/上，对应牛/熊）的不同，收益率曲线可分为牛平、牛陡、熊平、熊陡。



# 债券定价：收益率曲线



注：本页数据来源为Wind

## 政策性利率

- 公开市场操作 (OMO) 利率：逆回购利率，国库定存利率，SLO利率，SLF利率，MLF利率，PSL利率
- 其他：再贷款、再贴现利率，超额准备金利率，存款基准利率

## 货币市场利率

- 同业拆借：同业拆借利率 (SHIBOR)，存单发行利率
- 银行间债券回购：存款类机构质押式回购利率 (DR)，银行间质押式回购利率 (R)
- 交易所债券回购：上交所回购利率 (GC/RC/FRGC)，深交所回购利率 (R-)

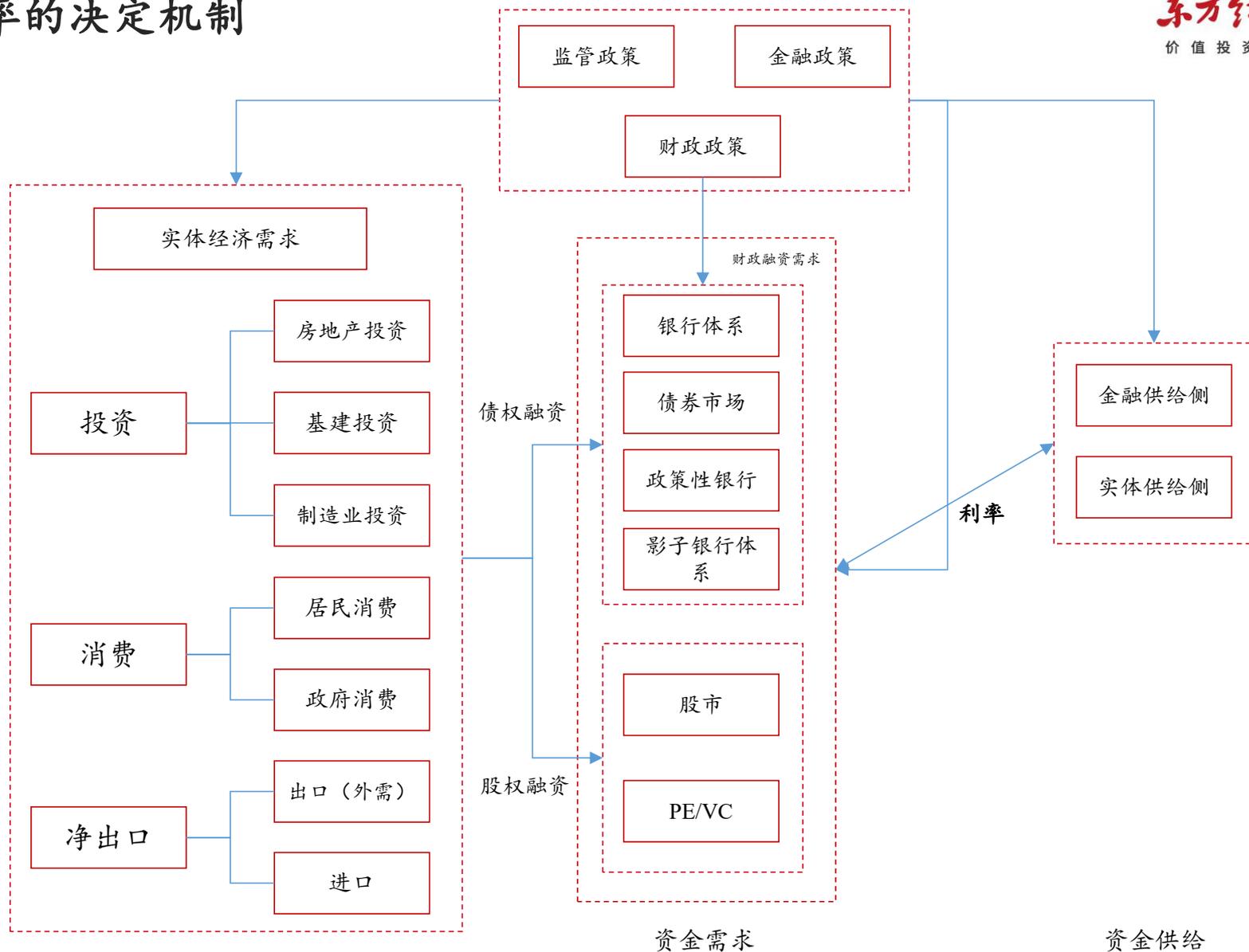
## 债券市场利率

- 一级市场：发行利率 (票面利率)
- 二级市场：到期收益率
- 衍生品市场：IRS-Repo, IRS-Shibor

## 信贷市场利率

- 存款类金融机构：一般贷款利率 (在LPR基础上加减点生成，而LPR是18家报价行在MLF利率基础上加点报价形成)，存款利率 (存款利率自律约定上限由存款基准利率加点确定)。

# 利率的决定机制



## 双支柱金融调控政策框架

### 货币政策

- 最终目标：多目标制（经济增长，物价稳定，充分就业，国际收支平衡，隐性目标：金融稳定，金融改革和开放，发展金融市场）
- 中间目标：数量型（M2，新增人民币贷款，社会融资规模）/价格型（DR007）
- 工具：公开市场操作（逆回购，SLF，SLO，PSL，MLF/TMLF，国库现金定存），再贷款、再贴现，存款准备金率，超额准备金利率，存款基准利率，CBS，央票
- 具体操作：利率走廊，上限为SLF利率（被动投放流动性），下限为7天期逆回购利率（主动投放流动性）

### 宏观审慎政策

- 差别准备金动态调整机制：金融机构适用的存款准备金率与其规模、所处地区、业务情况、风险情况等指标挂钩，一行一策。
- 合意贷款管控：央行每年根据资本充足率、存贷比等指标测算出各商业银行的新增信贷额度，并限定银行在额度内投放信贷。同时，央行还会实时监控各银行的信贷投放规模和结构，监控结果会对银行次年的信贷额度产生影响。
- 宏观审慎评估体系（MPA）：资本和杠杆情况，资产负债情况，流动性，定价行为，资产质量，跨境融资风险和信贷政策执行

# 流动性：六因素模型

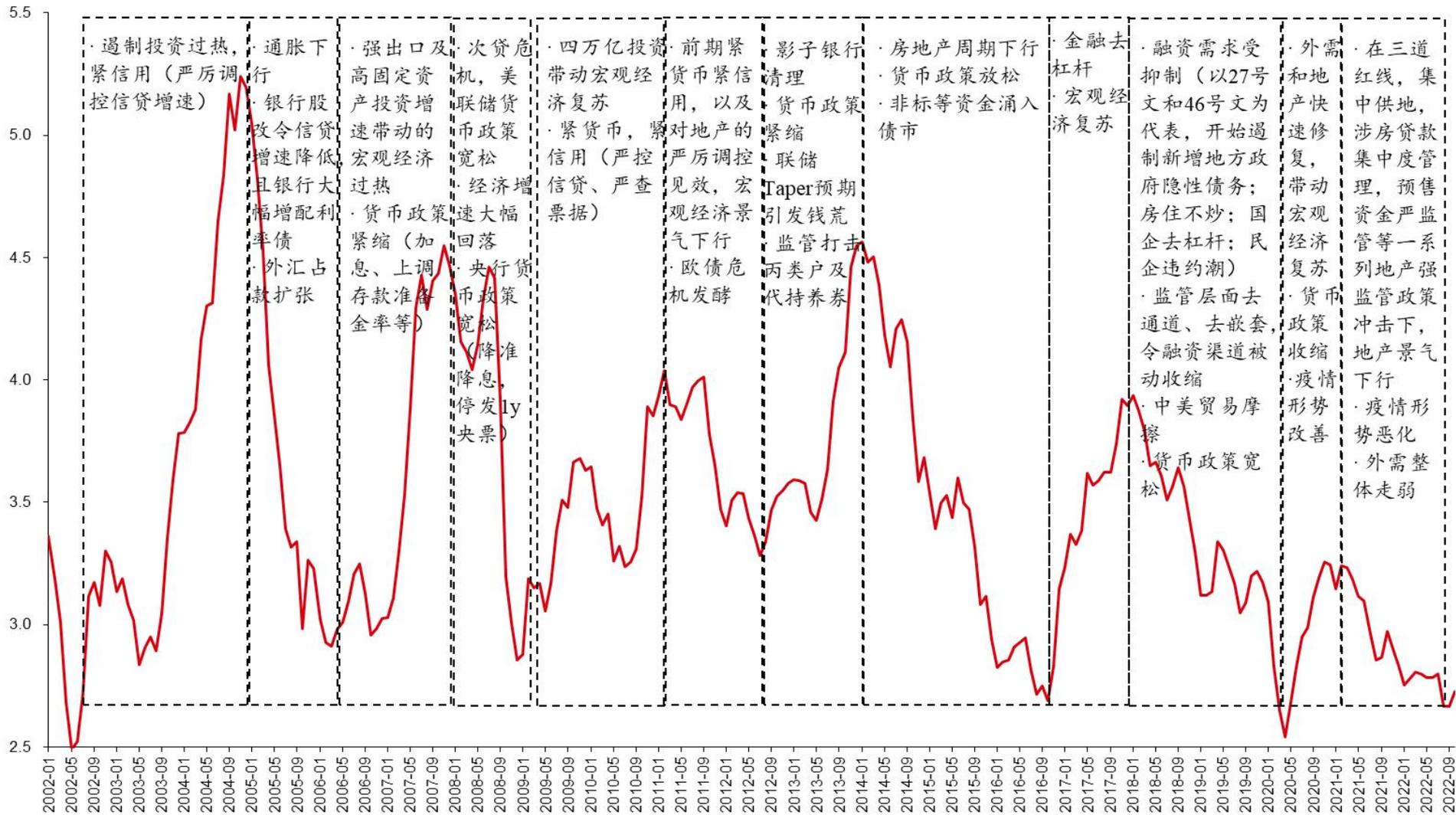
央行动用货币政策工具	存款缴准	外汇占款	M0环比变化	财政存款环比变化	支付机构备付金交存
反映在央行资产负债表中的对其他存款性公司债权一项	每月5、15、25号存款类金融机构依据前旬的存款基数补退缴准备金	进入2019年以后，外汇占款环比变动皆不足百亿，对流动性影响极为有限，基本可以忽略不计	1月或2月通常是全年M0环比变化的峰值，9月通常也是M0环比变化的局部峰值	地方债发行净融资额+财政收支差额	支付机构客户备付金集中交存比例为100%

## 其他影响流动性的因素

- 税期
- 机构加杠杆的需求
- IPO打新需求
- 股市涨跌对债市资金的分流
- 银行开展同业业务
- MPA、流动性覆盖率（LCR）、流动性匹配率（LMR）考核

# 20年债市复盘

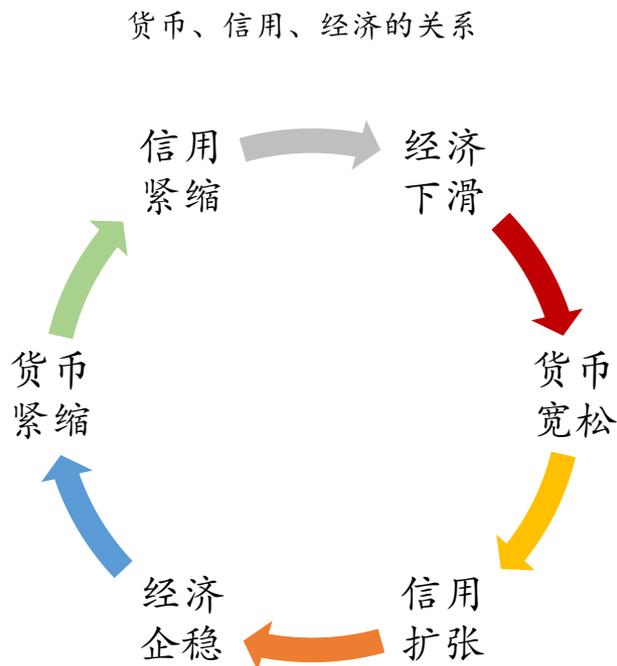
中债10y国债到期收益率(%)



注: 本页数据来源为Wind

# 利率分析框架

- 本质上，利率水平由资金供需关系决定。货币决定供给，经济决定需求，信用作为中介变量决定了货币政策作用于实体经济的传导效果，近年来关注度也有所上升。由此形成了货币、信用、经济三大因素，三者各自运行、又相互影响，共同构成驱动利率运行的逻辑。
- 每当周期开始步入“经济下滑→货币宽松→信用扩张”过程，一场债券牛市蓄势待发；当周期开始步入“经济企稳→货币紧缩→信用收缩”过程，债券转熊也难以避免；如此周期首尾相连，循环往复，带来了债市的牛熊切换。期间，宽货币是债市的生命线，宽货币向宽信用攻坚发力的过程往往带来主升浪。



# 利率分析框架：经济

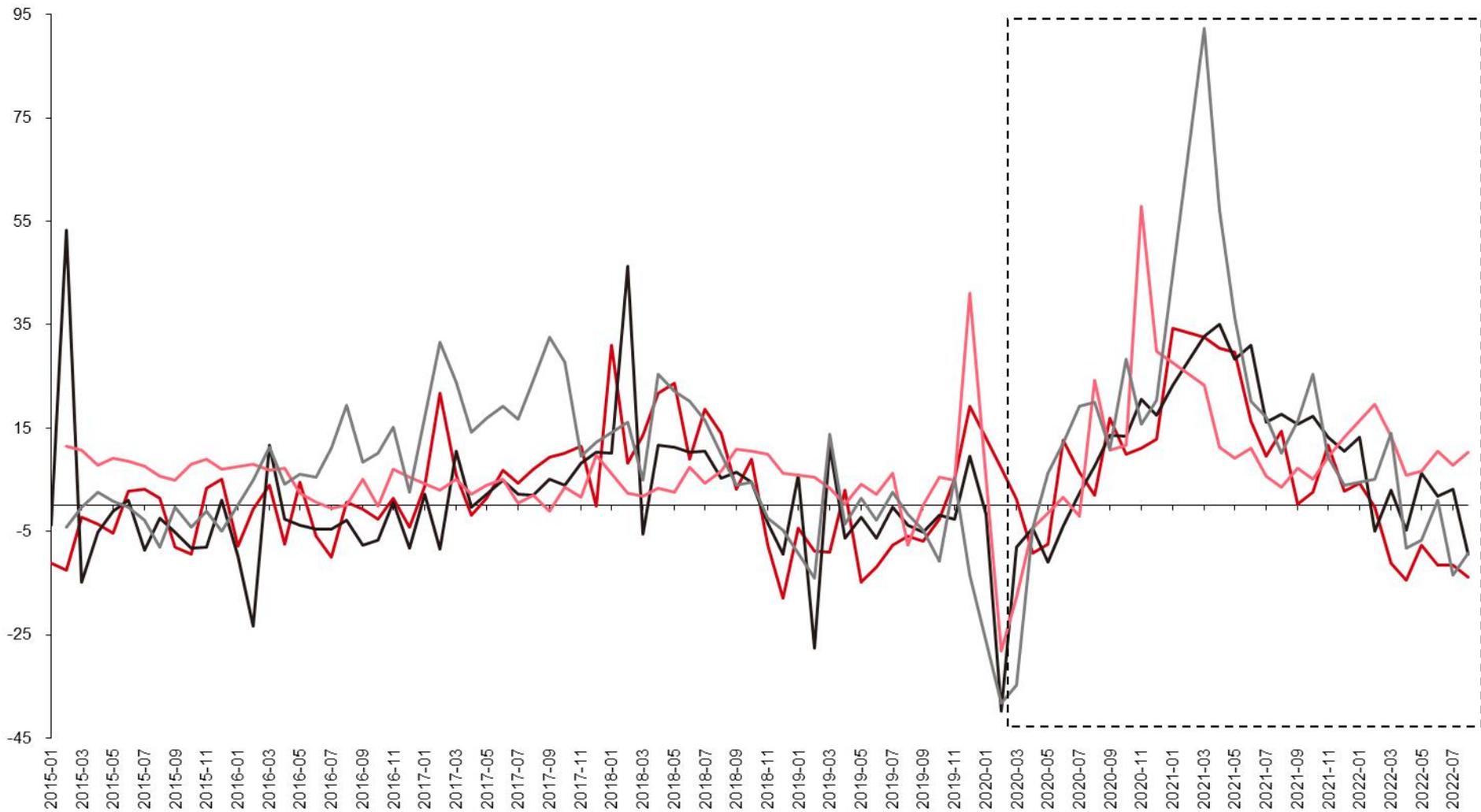
- 宏观指标。利率水平由资金供需关系决定。按照这一原则，在众多宏观指标中，融资需求越多的指标，对利率的影响越大。三大产业中，第二产业如工业增加值数据更为重要；三架马车中，投资数据相对于出口和消费而言也更为重要。固定资产投资主要由三部分组成：制造业投资、基建投资、房地产开发投资。
- 经济的“先行指标”。PMI（采购经理指数）是国家统计局每月最早发布的经济指标，加之PMI有13个分类指标，几乎覆盖了企业生产经营的各个方面，能够为市场掌握经济运行情况提供及时又丰富的信息，同时全球已有30多个国家或地区建立了这种简单、快速、科学的景气调查方式，可以掌握全球经济周期的位置与国别之间分化。
- 比“先行指标”走得更快：高频指标。所谓“高频”指标，是相对于GDP、工业增加值、投资、消费、出口等“低频”指标而言的。搭建一套高频指标跟踪体系，从而为理解宏观经济运行提供微观证据。比如30城商品房销售数据、二手房挂牌价数据、土地成交数据、电厂耗煤和高炉开工数据、钢铁煤炭水泥玻璃等工业品价格数据、出口集装箱运价数据、地铁客运量数据、货运物流指标数据之类。
- 经济增长的“影子”：通货膨胀。为了支持经济复苏，无论是实施扩张的货币政策还是财政政策，都会推动货币供应量增加，而货币供应量超过流通中的实际需求时，通货膨胀势所难免。温和通胀有一定好处，比如通胀带来的“货币幻觉”对刺激消费有一定作用，而恶性通胀则会“侵蚀”经济复苏的成果。

部分高频指标示例

行业	高频指标	频率	单位	数据来源
汽车制造	全钢胎开工率	日	%	Wind
	半钢胎开工率			
黑色金属冶炼及压延加工业	重点企业粗钢旬度日产量	旬	万吨/日	Wind
	重点企业钢材旬度日产量			
	163家钢厂高炉开工率	周	%	Mysteel/Wind
163家钢厂高炉产能利用率	Mysteel			
化学原料及化学制品制造业	烯烃开工率	周	%	Wind
	PTA开工率			
	PX开工率	日		
	涤纶短纤装置负荷率			
有色金属冶炼及压延加工业	铝加工龙头企业开工率	周	%	SMM
	沪终端线螺采购量	周	万吨	西本新干线
建材	Mysteel建筑钢材成交量	日	万吨	Mysteel
	螺纹钢和线材表观消费量	周	万吨	Mysteel
	水泥价格指数	日	点	Wind
	中国玻璃价格指数	日	点	Wind
	浮法玻璃产能利用率	周	%	Wind
地产	100大中城市供应土地占地面积	周	万平方米	Wind
	100大中城市成交土地溢价率		%	
	30大中城市商品房成交面积	日	万平方米	
汽车类消费	乘联会厂家零售乘用车/批发乘用车	周	辆	Wind
石油及制品类消费	布伦特原油现货价	日	美元/桶	Wind
服装鞋帽、针、纺织品类消费	柯桥纺织总类价格指数	周	-	Wind
出口	上海出口集装箱运价指数（SCFI综合指数）	周	-	Wind
	中国出口集装箱运价指数（CCFI综合指数）			
进口	中国进口干散货运价指数（CDFI综合指数）	日	-	

# 利率分析框架：经济

— 实际进口同比/%    — 实际出口同比/%    — 二产投资月度同比 (%)    — 工业企业利润总额月度同比 (%)



注：本页数据来源为Wind

# 利率分析框架：货币

- 央行的数量调控。央行通过资产扩张创造基础货币，并通过调节基础货币来调控商业银行创造广义货币的能力。2015年以前，央行主要通过市场上买入外汇相应投放基础货币，为了吸收多余的流动性，还通过发行央票、提高准备金率等方式，进行了大规模的流动性对冲。2015年以后，我国国际收支更趋平衡，外汇流入开始减少，人民银行开始通过公开市场操作向市场投放基础货币，货币政策的自主性和主动性进一步提高。此外，央行调整法定存款准备金率时，基础货币的总量不变，但是基础货币的结构是变化的，即法定准备金和超额准备金之间转换，也会影响银行体系流动性的实际情况。
- 央行的利率调控。央行近几年的利率调控成果可以总结为“MLF→LPR→贷款利率”。首先，培育央行政策利率体系。形成以7天逆回购利率为短期政策利率和以1年MLF利率为中期政策利率的政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率为中枢波动。其次，用改革的办法疏通货币政策传导。2019年8月的LPR改革后，LPR以MLF利率为基础加点形成，LPR取代贷款基准利率成为贷款利率的定价基准。由此，解决了存在已久的“利率双规制”问题，使得货币市场利率和贷款市场利率都更好地体现央行政策利率调控的影响。
- 日常跟踪：实践中，我们观察货币政策取向主要看央行政策利率（7天逆回购利率和1年MLF利率）是否变化，观察流动性的松紧情况主要看货币市场基准利率（DR007）一段时间内的运行情况。另外，季度的央行货币政策委员会例会、季度的货币政策执行报告、半年度的金融数据发布会也是重要的观察窗口。

货币缺口为季调后M2与其长期趋势值的偏离，信贷缺口为季调后金融机构各项贷款余额与其长期趋势值的偏离

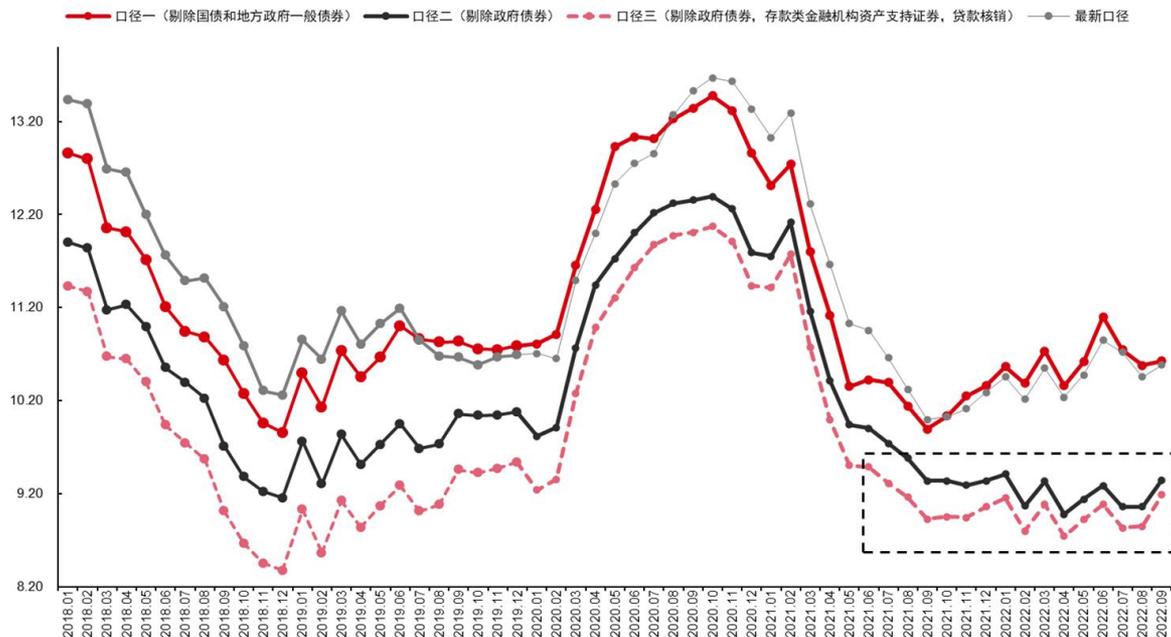


注：本页数据来源为Wind

# 利率分析框架：信用

- 什么是信用？央行通过资产扩张创造基础货币，商业银行则通过发放贷款等资产扩张创造广义货币，前者属于货币的范畴，后者则属于信用的范畴。如果把央行看成资金的“总闸门”，那么商业银行就是传导央行资金的“引水渠”。“引水渠”通畅，央行投放的资金将顺利传导至实体经济，否则可能大量淤积于银行体系内部，这涉及到货币政策传导有效性的问题。
- 狭义信用：信贷。狭义的信用是指银行体系发放贷款从而派生存款，引起货币供应量增加的过程。长期以来，我国金融市场以银行为主导，以间接融资（信贷）为主要融资方式。贷款在所有社会融资中占比较高（2002年占比一度超过90%），基本能反映社会融资的全貌，贷款需求与经济增长也密切相关。从信贷结构看，一是以部门划分为：企业贷款、居民贷款和非银贷款，二是以期限划分为：票据融资、短期贷款和中长期贷款。按照占比排序：企业中长期贷款>居民中长期贷款>企业短期贷款>居民短期贷款>票据融资>非银贷款。
- 广义信用：社融。广义的信用指标，目前普遍使用的是社会融资规模。随着金融体系发展，贷款占整体社会融资的比重下降，直接融资、表外融资等其他融资方式兴起，也开始具有信用创造的功能，对贷款呈现替代效应，因此，口径更宽的社融指标应运而生。虽然社融指标在口径变更过程中也受到质疑（如政府债券的纳入是否合理），但由于这一指标对社会融资的覆盖面较广，加之从政策层面到市场层面对其重视度较高，仍是考察信用扩张的重要指标。
- 日常跟踪：高融资属性的实体部门表现、银行间票据市场松紧情况、信贷经理的调研反馈情况，均是观察信贷投放情况的线索。

不同口径下的社融存量同比增速 (%)

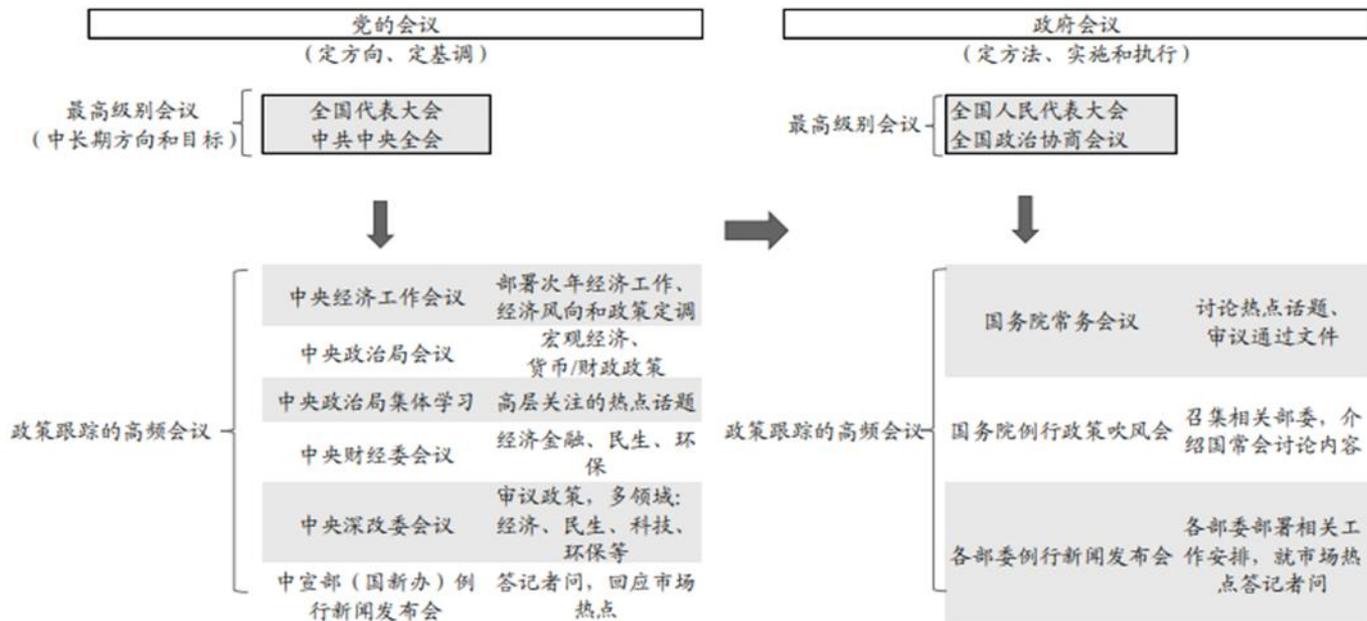


注：本页数据来源为Wind

# 利率分析框架：政策

- 除经济、货币、信用三大要素的影响之外，政策环境也同样重要。尤其是重磅的产业政策出台往往会给市场带来颠覆性冲击，且有时是突发的。跟踪政策踪迹，博弈政策方向，也是债市交易中必不可少的一环。

## 重要会议跟踪



## 风险提示

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。