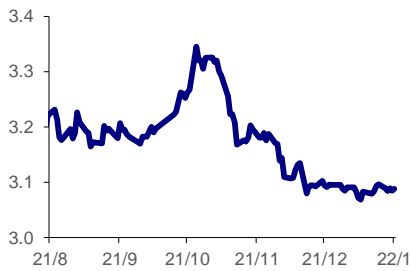


收益率指标 (2022/1/14)

期限	国债(%)
1Y	2.17
2Y	2.37
3Y	2.43
5Y	2.61
7Y	2.78
10Y	2.79
15Y	3.11

十年国开债收益率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

相关研究

- 《美债利率飙升对中债的影响》  
2022.01.09
- 《政府债供给展望与利率新低的思考》  
2022.01.03
- 《宽松预期仍高》2021.12.26

分析师:姜珺珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

## 如何跟踪 1Y 期 LPR 降息预期?

### 投资要点:

#### • 当前市场降息预期如何? 22 年 1Y 期 LPR 首次降息是否临近?

**一年期 LPR 利率互换隐含 5BP 降息预期。**1 月 14 日该指标隐含的降息预期为 5.1BP, 已达到一个降息步长, 去年 12 月 1Y 期 LPR 下调前两日隐含降息预期分别为 5.3BP/7.2BP, 这意味着当前市场对于 1 月降息 5BP 的预期已经较为充分。若 1Y 期 LPR 下调 5BP 是符合预期的, 下调 10BP 可能会超预期, 若本次不降 1Y 期 LPR 则下次降息预期依然是较高的。

**但浮息国开债并未隐含明显的降息预期。**当国开浮息-固息利差大幅走扩时降息或即将到来。20/3/2-20/4/17 国开浮息-固息利差上行 41BP, 对应 20 年 4 月 1Y 期 LPR 下调 20BP, 21/7/7-21/12/17 国开浮息-固息利差累计上行约 15BP, 对应 21 年 12 月 1Y 期 LPR 下调 5BP 且期间两次降准。21 年 12 月 20 日以来, 国开浮息-固息利差窄幅震荡, 并未出现趋势性大幅上行。

我们认为, 结合海内外经济和政策形势, 我国宽松政策的时间窗口期在上半年 (甚至是一季度+二季度前半段) 是较为合适的, 总量和结构性宽松政策均可期。但另一方面市场预期也较为充分, 如 21 年 12 月底机构抢跑带动利率新低、曲线平坦化, 前文所述 LPR 利率互换也隐含了 5BP 降息预期。建议关注 MLF17 日量价操作, 若 1Y 期 LPR 利率不降则下次降息预期依然较高, 如果下调 5BP 是符合预期, 下调 10BP 可能会超预期。近期疫情呈现多省扩散趋势, 叠加宽松预期仍在, 维持 1 月十年国债利率或在 2.7%~2.9% 区间波动的判断。

#### • 基本面: 宽信用成色不足, 出口保持韧性, 通胀或继续下降

21 年 12 月社融存量数据显示, 宽信用兑现不达预期, 信贷总量结构均偏弱。出口表现继续超预期, 两年平均增速 19.5%, 为 21 年年内第三高增长水平。1 月以来中观高频数据显示产需弱改善。钢材产量降幅收窄, 沿海月均耗煤量改善, 汽车零售和批发销量同比增速一升一降, 30 城商品房和百城土地成交面积同比降幅扩大, 出口综合指数增速继续回落, 行业开工率仍处于低位。物价方面, 21 年 12 月通胀双降, 预计 1 月通胀或继续下行。

#### • 政策面: 保就业稳经济大盘, 地方债力争 Q1 形成实物。

#### • 上周回顾: 资金面平稳, 债市齐涨

**资金利率上行。**上周, 央行资金净投放 100 亿元; R001、R007 周均值分别+25BP/+5BP; DR001、DR007 周均值分别+26BP/+12BP; 3M Shibor 利率持平、3M 存单发行利率先下后上, 国股银票 1M/3M/1Y 转贴现利率震荡下行。

**供给大幅提升。**上周, 利率债净供给环比增加 2379 亿元。一级市场招投标方面, 国债、农发债需求较好, 国开债、进出口行债需求一般。截至 1 月 14 日, 未来一周国债计划发行规模为 1450 亿元、地方债计划发行规模为 1795 亿元。

**债市整体上涨, 隐含税率上行。**上周, 国内疫情继续散发, 债市供给回升, 通胀数据双降, 宽信用不及预期, 资金面整体均衡, 债市整体上涨。其中 10Y/30Y 国债利率仍处于低位 (10%分位数及以下), 国债期限利差大多走阔, 国开债期限利差大多收窄, 10 年国开债隐含税率有所抬升。

## 目 录

1. 基本面：宽信用成色不足，出口保持韧性 .....	4
2. 货币市场：资金利率上行 .....	5
3. 一级市场：供给大增，需求改善 .....	6
4. 二级市场：牛陡行情 .....	8
5. 政策聚焦&债市展望：宽松预期较高 .....	10
5.1 保就业稳经济大盘，地方债力争 Q1 形成实物 .....	10
5.2 如何跟踪 1Y 期 LPR 降息预期？ .....	10

## 表目录

表 1 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 1 月 14 日） .....	7
表 2 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（截至 2022/1/14） .....	9
表 3 至 1 月 14 日当周财政金融政策梳理 .....	10

## 图目录

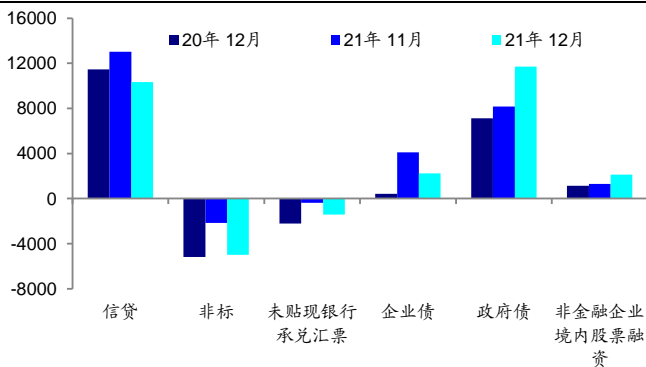
图 1	社融各分项当月值 (亿元)	4
图 2	出口增速 (%)	4
图 3	沿海八省日耗煤量 (万吨)	5
图 4	PPI 同比实际增速与预测值 (%)	5
图 5	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 1 月 14 日)	6
图 6	隔夜回购利率 (%)	6
图 7	七天回购利率 (%)	6
图 8	三个月 shibor 和存单发行利率 (%)	6
图 9	国股银票转贴现收益率 (%)	6
图 10	国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)	7
图 11	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	7
图 12	各期限固息国债认购倍数 (倍)	7
图 13	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	8
图 14	同业存单发行利率 (%)	8
图 15	利率债收益率 (%)	9
图 16	LPR 利率互换隐含降息预期 (%)	11
图 17	1YLPR 利率与浮息-固息国开债利差 (% , BP)	11

## 1. 基本面：宽信用成色不足，出口保持韧性

**宽信用缓慢开启，信贷总量结构双弱。**21年12月社融存量同比增速继续小幅反弹0.2个百分点至10.3%，显示宽信用继续启动但力度不及预期，其增速回升依旧是仰仗企业债和政府债大幅同比多增近6400亿元拉动，而信贷总量偏弱，当月新增1.03万亿元、同比少增1100多亿元且结构仍不佳，其中居民企业中长贷均同比少增而票据融资继续同比多增，显示实体融资需求较弱，宽信用兑现不及预期。展望后续，年初信贷开门红，且政策强调稳经济大盘、政策提前发力以及抓紧发行今年已下达的专项债，预计社融增速回升力度或加快。此外，社融-M2增速差缩窄至1.3个百分点。其中，M2增速回升0.5个百分点至9%，虽然信贷投放不及预期拖累M2、但财政存款大幅减少1.03万亿元显著正向支撑M2增速上行。

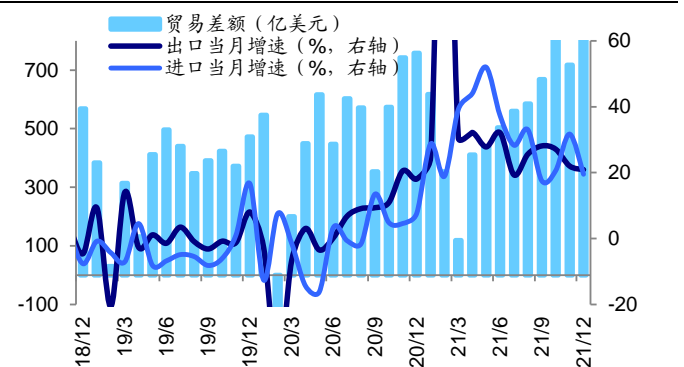
**出口表现继续超预期。**21年12月出口增速小幅放缓至20.9%，两年平均增速19.5%，好于市场预期，为21年年内第三高增长水平。其中对美国的出口回升幅度较大，两年平均增速创21年以来新高，美国经济增长继续受到持续的供应链中断和劳动力短缺的限制，同时截至1月13日美国有26个州的平均单日新增确诊病例达到疫情暴发以来的最高<sup>1</sup>，对我国出口形成一定支撑，此外对欧盟和韩国的出口增速也处于较高水平。

图1 社融各分项当月值（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

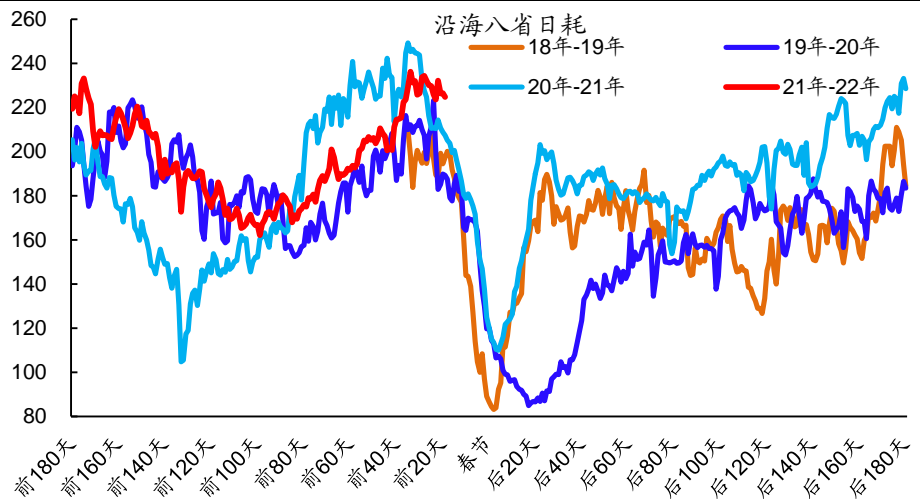
图2 出口增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，21年数据为两年平均增速

**1月以来，产需弱改善。**从1月以来的中观高频数据来看，一方面，需求好坏参半，30城商品房成交面积和百城土地成交面积同比降幅扩大，其中一二线商品房成交面积降幅缩窄但三线降幅扩大，汽车零售和批发销量同比增速一升一降，出口SCFI、CCFI综合指数环比同比增速继续回落。另一方面，工业生产弱中企稳，样本钢企钢材产量同比降幅持续收窄，沿海八省月均耗煤量同比环比均改善，行业开工率仍处于低位。

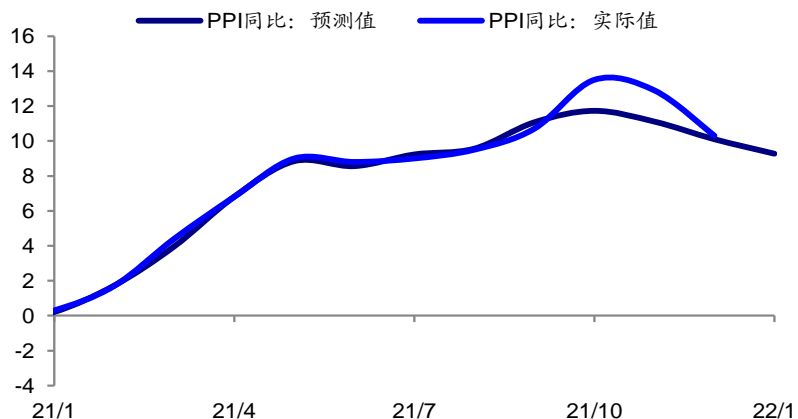
<sup>1</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1721916709092441990&wfr=spider&for=pc>

**图3 沿海八省日耗煤量（万吨）**


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据更新至 22 年 1 月 13 日

**21 年 12 月通胀读数双降。**随着我国保供稳价政策落实力度不断，叠加国际原油价格回调等，去年 12 月 PPI 同比继续放缓至 10.3%。CPI 方面，鲜菜和水果涨幅放缓、猪价降幅扩大、国际原油价格下调、国内疫情散发抑制消费等因素使得 CPI 同比增速回落至 1.5%。

**预计 1 月通胀或继续下降。**虽然 1 月以来水果同比涨幅走阔，而且 CPI 同期基数转负，但 1 月以来猪价同比降幅扩大，鲜菜同比涨幅转负，受疫情影响消费仍被抑制叠加生猪出栏有所加快，我们预计 1 月 CPI 同比增速或继续小幅回落；PPI 方面，1 月以来国际原油价格继续反弹但同比涨势回落，国内钢价、油价同比增速均放缓且煤价增速转负，生产资料价格指数同比增长回落，保供稳价政策继续发挥效力，我们预计 1 月 PPI 或继续回落至 9.3% 左右。

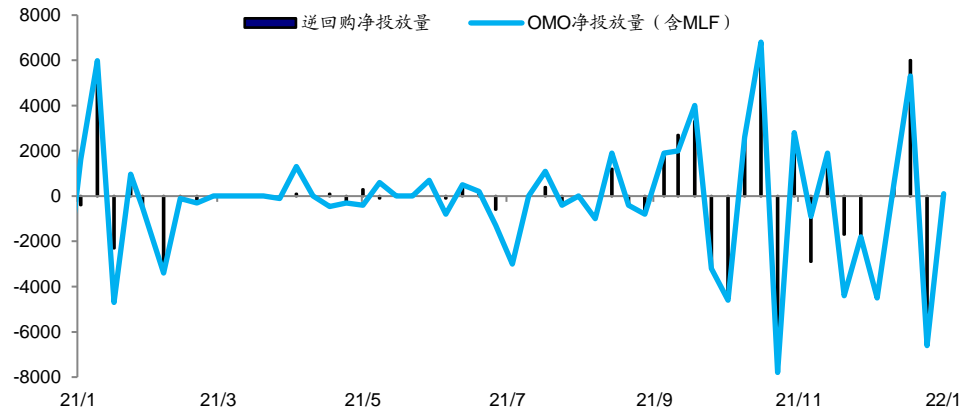
**图4 PPI 同比实际增速与预测值（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所测算，22 年 1 月为预测值

## 2. 货币市场：资金利率上行

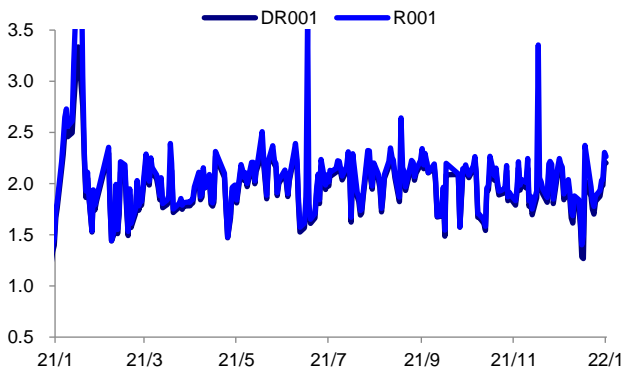
**央行资金净投放 100 亿元。**上周，央行公开市场逆回购投放 500 亿元、逆回购到期 400 亿元，公开市场净投放 100 亿元。**资金利率上行**，具体来说，R001 均值上行 25BP 至 2.11%，R007 均值上行 5BP 至 2.23%；DR001 均值上行 26BP 至 2.05%，DR007 均值上行 12BP 至 2.12%。3M Shibor 利率持平、3M 存单发行利率先下后上，国股银票 1M、3M、1Y 转贴现利率震荡下行。

图5 每周公开市场投放规模(亿元,更新至1月14日)



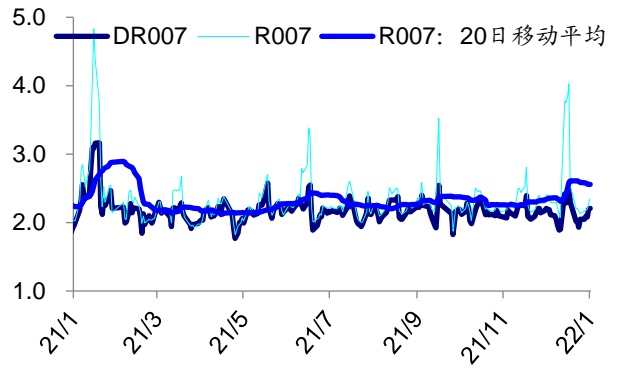
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 隔夜回购利率(%)



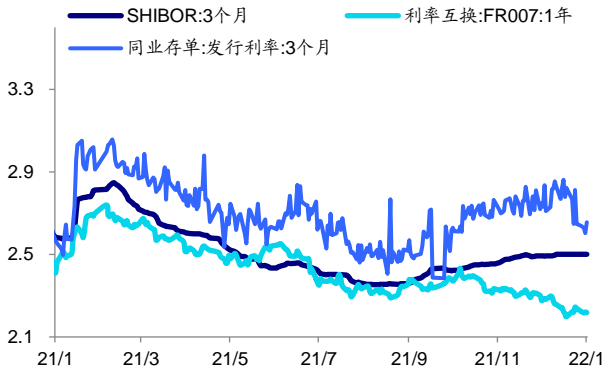
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图7 七天回购利率(%)



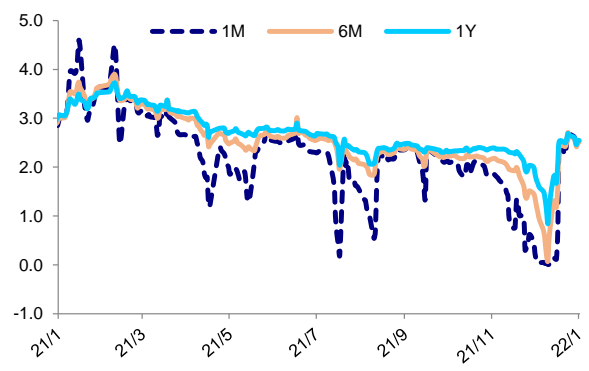
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 三个月shibor和存单发行利率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

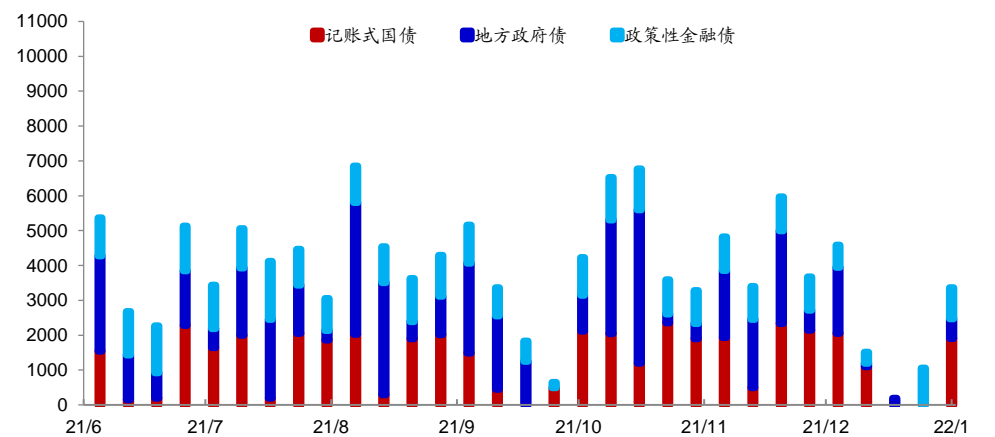
图9 国股银票转贴现收益率(%)



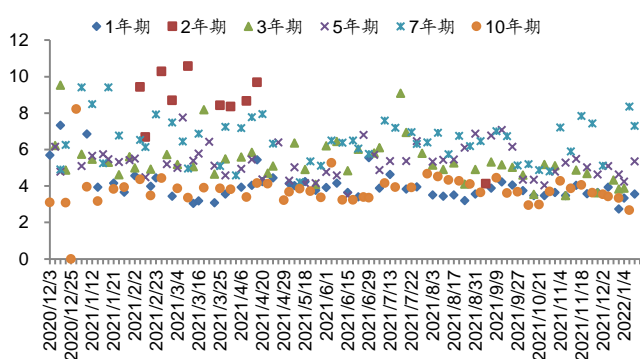
资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3. 一级市场: 供给大增, 需求改善

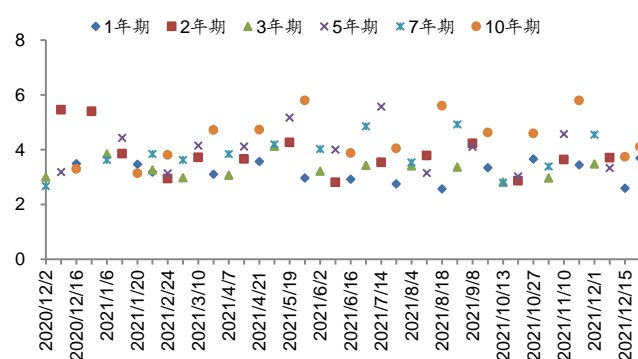
上周, 利率债净供给 2780 亿元, 环比增加 2379 亿元。总发行量 3683 亿元, 环比增加 2631 亿元。其中, 记账式国债发行 1910 亿元, 环比增加 1910 亿元; 政金债发行 1207 亿元, 环比增加 155 亿元; 地方债发行 566 亿元, 环比增加 566 亿元。截至 1 月 14 日, 未来一周国债计划发行规模为 1450 亿元, 地方债计划发行规模为 1795 亿元, 环比大幅提升。

**图10 国债、政金债、地方债发行规模对比（亿元）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图11 各期限固息国开债认购倍数（倍）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图12 各期限固息国债认购倍数（倍）**


资料来源：WIND，海通证券研究所

上周，利率债一级市场招投标需求分化，国债+政金债总计划发行规模 3100 亿元，实际发行规模 3117 亿元。国债、农发债需求较好，国开债、进出口行债需求一般，具体来说：

国债需求较好，22 贴现国债 01、21 附息国债 14（续 3）的认购倍数分别为 4.43 倍、4.31 倍，需求较好；21 附息国债 17（续 2）、22 附息国债 01 的认购倍数分别为 4.1 倍、3.69 倍，需求尚可。

农发债需求较好，21 农发清发 03（增发 18）、18 农发 13（增 18）、21 农发清发 04（增发 15）、21 农发 08（增 17）的认购倍数分别为 7.3 倍、6.46 倍、6.26 倍、5.68 倍，需求较好；21 农发 09（增 2）、21 农发 10（增 7）、21 农发 11（增 8）的认购倍数分别为 5.11 倍、3.63 倍、3.52 倍，需求一般。

国开债需求一般，21 国开 09（增 17）的认购倍数为 7.3 倍，需求较好；22 国开 05 的认购倍数为 4.31 倍，需求尚可；21 国开 08（增 14）、21 国开 20（增发）、21 国开 18（增 6）、22 国开 01 的认购倍数分别为 5.35、5.09、4.79、3.56 倍，需求一般。

进出口行债需求一般，21 进出 22（增 13）、21 进出 13（增 9）、21 进出 08（增 5）、22 进出 662、21 进出 05（增 29）、21 进出 10（增 22）的认购倍数分别为 4.58 倍、4.43 倍、4.07 倍、3.68 倍、3.58 倍、2.85 倍，需求一般。

**表 1 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 1 月 14 日）**

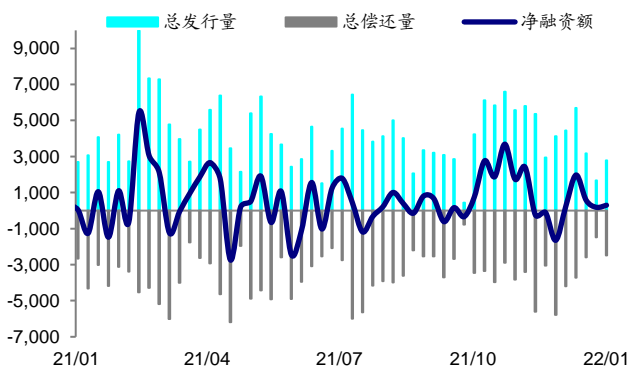
发行起始日	债券简称	计划发行 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	中标利率(%)	招标 标的	发行前一日二级 市场利率(%)	发行当日二级 市场利率(%)	认购倍数 (倍)
国债+政金债:	上周已发行	3100	3117						
2022/1/10	21 农发 08(增 17)	70	70	5	2.78	价格	2.86	2.84	5.68

2022/1/10	21 农发 09(增 2)	30	30	3	2.69	价格	2.60	2.57	5.11
2022/1/11	21 农发清发 03(增发 18)	30	31	2	2.27	价格	2.37	2.36	7.30
2022/1/11	21 国开 09(增 17)	20	20	7	2.95	价格	2.99	2.98	7.30
2022/1/11	21 国开 08(增 14)	80	80	5	2.69	价格	2.78	2.77	5.35
2022/1/11	21 国开 20(增发)	30	30	20	3.37	价格	3.41	3.40	5.09
2022/1/11	21 农发清发 04(增发 15)	30	35	7	2.94	价格	2.99	2.99	6.26
2022/1/11	22 国开 01	120	120	1	2.09	利率	2.31	2.30	3.56
2022/1/12	21 农发 10(增 7)	80	90	10	3.12	价格	3.16	3.16	3.63
2022/1/12	21 附息国债 17(续 2)	700	700	10	2.76	价格	2.80	2.80	4.10
2022/1/12	18 农发 13(增 18)	30	31	5	2.30	价格	2.44	2.44	6.46
2022/1/12	22 附息国债 01	710	710	1	2.10	利率	2.20	2.19	3.69
2022/1/12	21 农发 11(增 8)	70	70	1	2.04	价格	2.23	2.24	3.52
2022/1/13	21 国开 18(增 6)	80	80	3	2.44	价格	2.54	2.54	4.79
2022/1/13	21 进出 05(增 29)	60	60	5	2.76	价格	2.80	2.80	3.58
2022/1/13	21 进出 10(增 22)	80	80	10	3.12	价格	3.15	3.15	2.85
2022/1/13	22 进出 662	40	40	88D	1.90	价格	2.12	2.16	3.68
2022/1/13	22 国开 05	200	200	10	3.00	利率	3.09	3.08	4.31
2022/1/13	21 进出 13(增 9)	40	40	3	2.51	价格	2.57	2.57	4.43
2022/1/14	21 附息国债 14(续 3)	200	200	30	3.32	价格	3.32	3.32	4.31
2022/1/14	21 进出 08(增 5)	50	50	1	2.06	价格	2.26	2.25	4.07
2022/1/14	22 贴现国债 01	300	300	91D	1.91	价格	2.03	2.03	4.43
2022/1/14	21 进出 22(增 13)	50	50	2	2.36	价格	2.44	2.44	4.58
<b>国债、政金债 未来一周计划发行</b>		<b>1450、190</b>							
2022/1/17	21 农发 06(增 18)	60		3		价格			
2022/1/17	21 农发 08(增 18)	70		5		价格			
2022/1/18	21 农发清发 03(增发 19)	30		2		价格			
2022/1/18	21 农发清发 04(增发 16)	30		7		价格			
2022/1/19	21 附息国债 15(续 3)	600		2		价格			
2022/1/19	22 附息国债 02	650		5		利率			
2022/1/21	22 贴现国债 02	200		182D		价格			
<b>地方债 未来一周计划发行</b>		<b>1795</b>							

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**存单量升价跌。**上周, 同业存单发行 2795 亿元、环比增加 1124 亿元, 到期 2496 亿元, 净发行量 299 亿元、环比增加 117 亿元; 股份制银行 1 年同业存单发行利率下行 1bp 至 2.64%。

图13 同业存单发行量和净融资额 (亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图14 同业存单发行利率 (%)

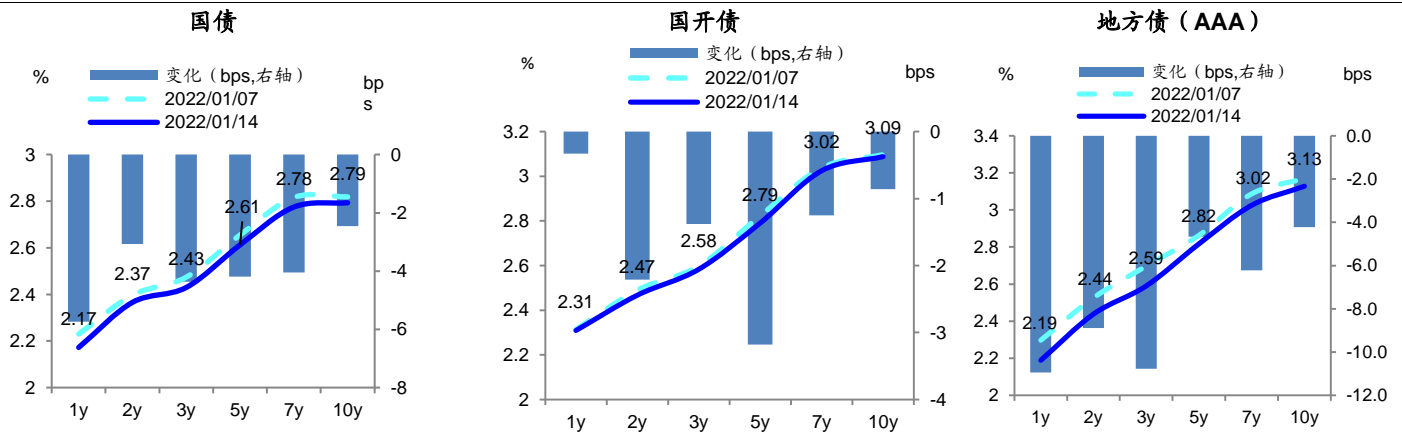


资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 4. 二级市场: 牛陡行情

**债市整体上涨。**上周, 国内疫情继续散发, 债市供给回升, 21 年 12 月通胀数据双降, PPI 与 CPI “剪刀差” 收窄, 社融增速继续回升但力度不及预期, 资金利率抬升但 DR007 周均值依旧低于政策利率, 显示资金面整体均衡, 债市整体上涨。具体来看, 1 年期国债收益率下行 6BP 至 2.17%, 10 年期国债收益率下行 2BP 至 2.79%; 1 年期国开债收益率持平在 2.31%, 10 年期国开债收益率下行 1BP 至 3.09%。



**图15 利率债收益率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**短债利率仍偏高, 长债和超长债利率仍低, 国开债收益率整体更低。**从收益率绝对水平来看, 至 1 月 14 日 30Y 国债利率处于低位、分位数仅为 5% (滚动三年分位数, 下同), 整体来看长债和超长债利率整体偏低, 除 3M 国债利率偏高、处于 36% 分位数, 其余中短期国债利率尚可、处于 9%~16% 分位数区间。相比于国债, 国开债收益率所处分位数水平整体更低, 除 3M、1Y 期限位于 38%、16% 分位数之外, 其余期限分位数皆处于 9% 分位数及以下。

**表 2 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率 (截至 2022/1/14)**

		利率水平 (%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	2.10	2.44	2.76	2.95	3.09	3.10	3.71
	当前水平	2.03	2.17	2.43	2.61	2.78	2.79	3.33
	当前分位数	36	16	14	13	9	10	5
国开债	中位数	2.24	2.59	3.06	3.31	3.49	3.53	4.13
	当前水平	2.14	2.31	2.58	2.79	3.02	3.09	3.49
	当前分位数	38	16	8	7	6	9	0
		期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年		
国债	中位数 (bp)	30	16	17	62	60		
	当前水平 (bp)	26	18	18	62	53		
	当前分位数 (%)	32	64	59	50	16		
	上周末分位数 (%)	28	63	46	37	22		
国开债	中位数 (bp)	45	24	20	88	58		
	当前水平 (bp)	27	21	30	78	40		
	当前分位数 (%)	5	31	91	17	7		
	上周末分位数 (%)	6	42	83	19	11		
国开债隐含税率 (%)		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
		中位数	5.11	9.82	11.34	12.19	11.38	9.96
当前利率水平		5.94	5.95	6.39	8.26	9.54	4.58	
当前分位数		62	7	3	9	10	4	

注: 数据为滚动三年分位数

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**国债、国开债期限利差分化。**上周, 10Y-1Y 国债利差走阔 3BP 至 62BP; 5Y-3Y 国债期限利差最陡, 处于 64% 分位数; 国开债曲线 10Y-5Y 期限利差最陡 (处于 91% 分位数), 10Y-5Y 国开债期限利差比国债更为陡峭。整体来看, 国债除 30Y-10Y 利差收窄之外, 其余均走阔; 国开债除 10Y-5Y 利差走阔之外, 其余均收窄。

**隐含税率仍处低位。**从隐含税率来看, 至 1 月 14 日 10 年期国开债隐含税率先上后下至 9.54%, 位于 10% 分位数; 1 年期国开债隐含税率持续上行至 5.94%, 位于 62% 分位数, 其余期限隐含税率整体小幅抬升但所处分位数整体偏低 (均处于 9% 分位数及

以下)。

## 5. 政策聚焦&债市展望：宽松预期较高

### 5.1 保就业稳经济大盘，地方债力争 Q1 形成实物

- 政策强调保就业政策要更加积极有为，以助力稳经济大盘。
- 国常会表示当前经济运行处于爬坡过坎的关口，这与我们 1 月 9 日周报《美债利率飙升对中债的影响》提到的“虽然近期经济环比改善但上半年同比下行压力仍较大”一致。同时政策强调“尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。抓紧发行今年已下达的专项债...力争在一季度形成更多实物工作量”，显示基建投资提前发力正在加快落到实处，Q1 基建投资有望稳中向好托底经济。另外，截至 1 月 14 日，Q1 地方债计划发行约 1.15 万亿元，其中新增专项债 7400 多亿元且发行计划仍在继续披露中，叠加政策持续推进 102 项重大工程项和专项规划重点项目实施，将进一步撬动上半年的基建投资。

表 3 至 1 月 14 日当周财政金融政策梳理

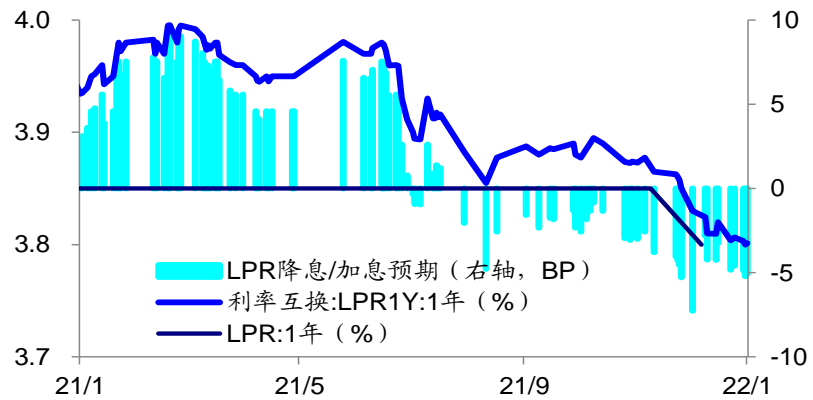
日期	文件/会议/讲话等	相关内容
1/10	全国就业工作座谈会暨国务院就业工作领导小组全体会议	国务院副总理、国务院就业工作领导小组组长胡春华表示： <b>更加积极有为做好各项就业工作，确保就业大局稳定</b> ……今年是进入全面建设社会主义现代化国家、向第二个百年奋斗目标进军新征程的重要一年，做好就业工作、促进经济社会大局稳定，具有特殊重要意义。
1/10	国务院常务会议	会议指出， <b>当前经济运行处于爬坡过坎的关口</b> 。要按照中央经济工作会议要求，把稳增长放在更加突出的位置，坚定实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资，这对顶住经济新的下行压力、确保一季度和上半年经济平稳运行具有重要意义。一要加快推进“十四五”规划《纲要》确定的 102 项重大工程项目和专项规划重点项目实施...特别是前期已论证多年的重大水利项目要推动抓紧实施...二要按照资金跟着项目走的要求， <b>尽快将去年四季度发行的 1.2 万亿元地方政府专项债券资金落到具体项目。抓紧发行今年已下达的专项债，用好中央预算内投资，重点安排在建和能够尽快开工的项目，撬动更多社会投资，力争在一季度形成更多实物工作量</b> 。三要深化投资项目审批制度改革，推行承诺制、区域评估等创新举措。研究出台盘活存量资产的政策措施。
1/11	国务院办公厅关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见	(一)进一步发挥海外仓带动作用。(二)做好大宗商品进口工作。(三)挖掘消费品进口潜力。(四)缓解国际物流压力。(五)新培育一批外贸创新发展试点。(六)稳定加工贸易发展。(七)培育贸易双循环企业。(八)提升贸易自由化便利化水平。(九)加快推进贸易调整援助。(十)巩固提升出口信用保险作用。(十一)持续培育发展短期险项下的保单融资业务。(十二)抓实抓好外贸信贷投放。(十三)提升外贸企业应对汇率风险能力。(十四)积极稳妥推进人民币跨境贸易结算。(十五)进一步稳定外贸领域就业。 高度重视做好跨周期调节，特别是要稳定中小微外贸企业预期，切实支持中小微外贸企业降成本，将减税降费等措施落实到位，继续整治乱收费、乱罚款等问题， <b>多措并举稳定外贸</b> 。

资料来源：中国政府网，新华社，海通证券研究所整理

### 5.2 如何跟踪 1Y 期 LPR 降息预期？

**当前市场降息预期如何？22 年 1Y 期 LPR 首次降息是否临近？**从一年期 LPR 利率互换隐含降息预期来看，至 1 月 14 日该指标隐含的降息预期为 5.1BP，已达到一个降息步长，去年 12 月 1Y 期 LPR 下调前两日隐含降息预期分别为 5.3BP/7.2BP，这意味着当前市场对于 1 月降息 5BP 的预期已经较为充分。若 1Y 期 LPR 下调 5BP 是符合预期的，下调 10BP 可能会超预期，若本次不降 1Y 期 LPR 则下次降息预期依然是较高的。

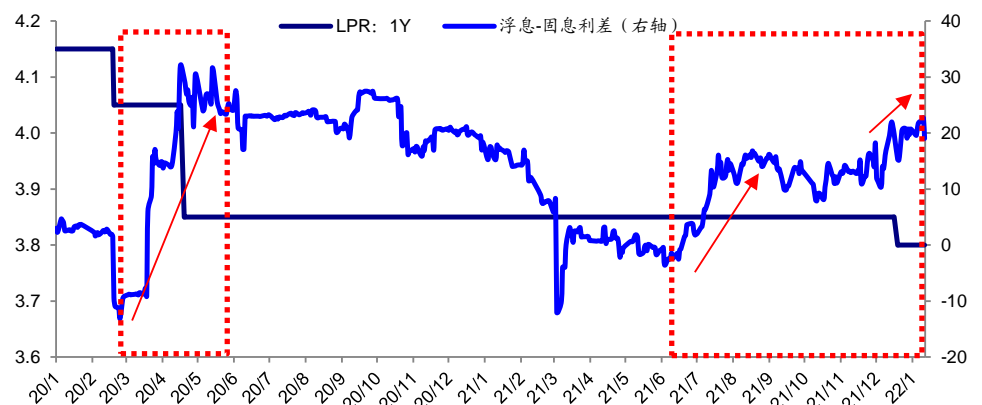
图16 LPR 利率互换隐含降息预期 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所；数据截至1月14日

但浮息国开债并未隐含明显的降息预期。从挂钩1年期LPR利率的国开浮息债隐含降息预期来看，当国开浮息-固息利差大幅走扩时降息或即将到来，历史上20/3/2-20/4/17国开浮息-固息利差快速上行41BP，对应20年4月20日1Y期LPR下调20BP，以及去年7月、12月两次降准，带动国开浮息-固息利差累计上行约15BP（21/7/7-21/12/17），对应21年12月20日1Y期LPR下调5BP。21年12月20日以来，国开浮息-固息利差窄幅震荡，并未出现趋势性大幅上行，这意味着当前降息时点或尚未到来。

图17 1YLPR 利率与浮息-固息国开债利差 (%，BP)



资料来源：Wind，海通证券研究所；数据截至1月14日

总的来说，总量和结构性宽松政策依旧可期。其一、我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，且21年12月社融增速虽回升但低于市场预期且结构恶化，显示宽信用回升力度偏弱，叠加今年上半年经济同比下行压力仍较大（1月10日国常会表示当前经济运行处于爬坡过坎的关口），我们认为货币宽松更进一步的可能性很大。其二、21年12月PPI继续快速回落，CPI同比放缓，通胀剪刀差继续缩窄，预计PPI或继续大幅回落、CPI全年或先稳后升但总体破3%概率或不大，显示通胀对政策的掣肘或不断减弱。其三、21年12月美联储继续偏鹰，缩表和加息预期均提前，至1月14日CME“美联储观察”显示美联储3月加息25个基点的概率为83.1%，同时我国政策强调提前发力，所以我们认为我国宽松政策的时间窗口期在上半年（甚至是一季度+二季度前半段）是较为合适的。

但另一方面市场预期也较为充分，如21年12月底机构抢跑带动利率新低、曲线平坦化，前文所述LPR利率互换也隐含了5BP降息预期。建议关注MLF17日量价操作，若1Y期LPR利率不降则下次降息预期依然较高，如果下调5BP或符合预期，下调10BP或超预期。近期疫情呈现多省扩散趋势，叠加宽松预期仍在，维持1月十年国债利率或在2.7%~2.9%区间波动的判断。

## 信息披露

### 分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
联系人  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓悦(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
联系人  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com  
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
联系人  
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
联系人  
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com  
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
李殊醒 02163411361 lsx11330@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
梁广楷(010)56760096 lgb12371@htsec.com  
联系人  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
联系人  
余玫翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
联系人  
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

### 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com  
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com  
余金花 sjh13785@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚洲洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wyj13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 sj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com