

【华福固收】如何看待当前贷款利率水平？

——周观点 20240224

团队成员

每周一谈
如何看待当前贷款利率水平？

本周二月LPR报价出炉，LPR1Y持平于3.45%，LPR5Y下调25BP至3.95%，单次下调幅度创LPR改革以来新高。在上周的周观点中，我们便谈到LPR进一步调降的必要性很高，同时认为今年LPR调降的幅度将高于去年。本周LPR创下历史最大幅度的下调印证了我们的预期，但在下调之后，我们仍认为当前贷款利率水平偏高，并认为今年LPR还会进一步下调，预计今年还会下调30BP以上，本周我们谈谈如何看待当前贷款利率水平。

(1) 实际贷款利率处于近年高位。2019年8月20日LPR报价机制改革以来，LPR1Y和LPR5Y呈现一路下行的趋势：自2019年8月20日至2024年2月20日，LPR1Y从4.25%下行至3.45%，累计下行80BP，LPR5Y从4.85%下行至3.95%，累计下行90BP。但我们如果从央行更关注的实际利率来看，虽然整体利率中枢在下行，但由于通胀为负，因此实际利率并不低，实际利率处于近年高位。

(2) 贷款回报率难以覆盖贷款成本。我们分别对企业部门、居民部门的贷款回报率与贷款成本进行对比分析。企业部门方面，我们以总资产收益率ROA作为企业部门的贷款回报率，与其面临的贷款成本进行比较。全部A股上市公司（剔除金融业公司）的ROA中位数和平均数2.47%和2.52%，远低于LPR1Y 3.45%的利率和LPR5Y 3.95%的利率。若将样本扩大到全社会企业，相关ROA数据预计更低，因此企业部门面临的贷款利率水平仍然偏高。居民部门方面，由于房贷是居民部门最主要的负债，房产是居民部门最主要的资产，因此我们重点对比分析房贷利率与房产回报率之间的关系。本次LPR5Y下调25BP至3.95%，但是对于存量房贷来说，需等待至次年1月方可适用最新的LPR进行重定价，且考虑到在前几年地产调控中，房贷利率往往是LPR加点，因此存量房贷客户实际面临的房贷利率水平基本比3.95%高出不少。即使仅考虑新增房贷部分，在当前房地产市场环境下，相较于购房的回报率，4%左右的房贷利率成本仍明显偏高。与持有债券的收益来源于票息收入和资本利得两方面类似，居民持有住房的收益来源于租金收入和房价变化，2016年后主要城市的租金回报率基本全面下行至2%以下，远低于持有住房所需付出的成本即房贷利率，不过在之前房价上涨的大趋势中，由房价上涨带来的收益弥补了房贷成本和租金回报率之间的差值，因此居民的购房需求依然能保持旺盛。但近年来房价变化不仅没有贡献收益，反而带来损失，在租金回报率不足2%和房价下跌的背景下，4%左右的房贷利率着实难以激发居民购房需求。

(3) 债券与贷款的比价。作为企业部门两类重要的负债来源，债券与贷款的利率比价对于衡量贷款成本的高低具有重要意义。通过对比LPR价格和同期限中债中短期票据到期收益率水平，可以看出去年底以来，债券收益率下行速度明显快于LPR下调速度，“LPR-债券收益率”的价差明显扩大，企业从债券市场融资的资金成本相较于从银行贷款的资金成本具有更明显的优势，这也部分解释了1月份金融数据中企业债券净融资同比大幅多增3197亿元的现象。因此在债券收益率快速明显下行的背景下，基于债券与贷款成本的比价，当前贷款利率对于企业来说吸引力仍有待进一步提升。

复盘

本周MLF平价续作，LPR5Y调降25BP，资金面整体维持宽松态势，虽然股市表现较好，但无碍债市走出牛陡行情。以周五收盘价计，1年期国债240002较前一周下行16BP至1.76%，1年期国开债230216较前一周下行20BP至1.85%；10年期国债230026较前一周下行4.1BP至2.399%，10年期国开债230210较前一周下行4.75BP至2.5925%。超长债方面，30年国债230023较前一周下行6.25BP至2.5775%，20年国开债210220较前一周下行5BP至2.66%。

周观察

1、中央全面深化改革委员会、中央财经委员会第四次会议召开。2、五年期贷款市场报价利率（LPR）从4.2%下调至3.95%。3、214个城市已建立房地产融资协调机制。4、多家银行密集下调存款利率。5、国常会部署进一步做好防范化解地方债务风险工作。

本周展望

综合来看，当前资金面对债市仍然较为友好，预计同业存单收益率仍有较大的下行空间，但考虑到下周跨月对资金价格的影响和本周短端利率债收益率下行幅度较大的事实，短期内短债收益率可能出现震荡整理。长债方面，本周在LPR利率下调、多家银行存款利率下调等因素的推动下，长债收益率亦有所下行，周五10年期国债收盘价继2月5日后再次下破2.40%。考虑到2月5日下破2.40%是在股市连续大幅下跌后市场风险偏好极低、对经济基本面悲观和对2月MLF降息具有强烈预期三重利多因素下实现的，而当前市场风险偏好已明显回暖、1月金融数据开门红部分修正市场悲观预期、2月MLF降息落空，即上述三重利多因素都有所减弱，因此我们认为本次下破2.40%仍然难以持续，短期内2.40%仍是债券收益率进一步下行的强阻力位，或在此点位有所反弹，不过反弹幅度亦相对有限。

风险提示

市场风险超预期、政策边际变化。

分析师：李清荷

执业证书编号：S0210522080001

邮箱：lqh3793@hfzq.com.cn

相关报告

1、《关注高YTM转债投资机会》—

2024.02.22

2、《如何理解LPR不对称调降？——2月20

日降息点评》—2024.02.20

3、《周观点：春节要闻知多少？》—

2024.02.17

正文目录

1 周观点：如何看待当前贷款利率水平？	1
1.1 每周一谈：如何看待当前贷款利率水平？	1
1.2 复盘	3
1.3 周观察	3
1.4 本周展望	4
2 流动性周度跟踪	5
3 债券估值周度跟踪	7
4 风险提示	10

图表目录

图表 1: 1 年期 LPR 衡量的实际利率 (2 月通胀数据暂按预估值)	1
图表 2: 5 年期 LPR 衡量的实际利率 (2 月通胀数据暂按预估值)	1
图表 3: LPR1Y-中债中短期票据到期收益率(AAA):1 年 (%)	3
图表 4: LPR5Y-中债中短期票据到期收益率(AAA):5 年 (%)	3
图表 5: 央行公开市场操作 (亿元)	5
图表 6: 质押式回购资金价格与逆回购利率走势	6
图表 7: 质押式日回购量走势	6
图表 8: 各期限 SHIBOR 报价周度平均值 (%)	6
图表 9: 各期限国债收益率	6
图表 10: 同业存单发行与到期情况	6
图表 11: 国股银票转贴现利率	7
图表 12: 各期限同存收益率和一年期 MLF 利率	7
图表 13: 各类型利率债发行与到期情况 (亿元)	7
图表 14: 本周和上周最后一个交易日绝对利率水平及本周近三年历史分位数 (%)	8
图表 15: 本周和上周最后一个交易日利率变动情况	9
图表 16: 品种利差情况 (利率债与国债比、信用债与国开债比) 及近三年历史分位数	9
图表 17: 期限利差情况及近三年历史分位数	10

1 周观点：如何看待当前贷款利率水平？

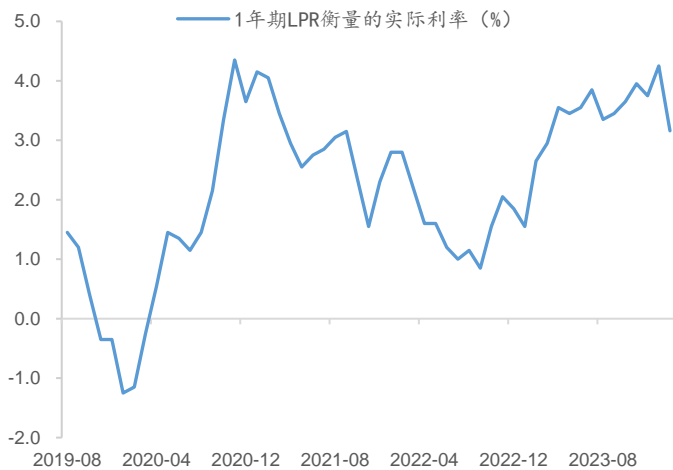
1.1 每周一谈：如何看待当前贷款利率水平？

本周二 2 月 LPR 报价出炉，LPR1Y 持平于 3.45%，LPR5Y 下调 25BP 至 3.95%，单次下调幅度创 LPR 改革以来新高。在上周的周观点中，我们便谈到 LPR 进一步调降的必要性很高，同时认为今年 LPR 调降的幅度将高于去年。本周 LPR 创下历史最大幅度的下调印证了我们的预期，但在下调之后，我们仍认为当前贷款利率水平偏高，并认为今年 LPR 还会进一步下调，预计今年还会下调 30BP 以上，本周我们谈谈如何看待当前贷款利率水平。

1. 实际贷款利率处于近年高位

2019 年 8 月 20 日 LPR 报价机制改革以来，LPR1Y 和 LPR5Y 呈现一路下行的趋势：自 2019 年 8 月 20 日至 2024 年 2 月 20 日，LPR1Y 从 4.25% 下行至 3.45%，累计下行 80BP，LPR5Y 从 4.85% 下行至 3.95%，累计下行 90BP。但我们如果从央行更关注的实际利率来看，虽然整体利率中枢在下行，但由于通胀为负，因此实际利率并不低，实际利率处于近年高位。

图表 1：1 年期 LPR 衡量的实际利率（2 月通胀数据暂按预估值）



来源：WIND，华福证券研究所

图表 2：5 年期 LPR 衡量的实际利率（2 月通胀数据暂按预估值）



来源：WIND，华福证券研究所

2. 贷款回报率难以覆盖贷款成本

我们分别对企业部门、居民部门的贷款回报率与贷款成本进行对比分析。

企业部门方面，我们以总资产收益率 ROA 作为企业部门的贷款回报率，与其面临的贷款成本进行比较。根据数据的可获得性，我们选取全部 A 股上市公司（剔除金融业公司）作为样本，样本的 ROA 中位数和平均数 2.47% 和 2.52%，远低于 LPR1Y 3.45% 的利率和 LPR5Y 3.95% 的利率。考虑到上市公司是中国优秀企业的代表，若将样本扩大到全社会企业，相关 ROA 数据可能更低，且相较于上市公司可

从股票市场融资，非上市公司对贷款融资的依赖度更大，更低的 ROA 水平和更高的贷款依赖度约束下，贷款利率明显高于 ROA 水平的情况无疑将加重企业经营和经济复苏的难度，因此企业部门面临的贷款利率水平仍然偏高。

居民部门方面，由于房贷是居民部门最主要的负债，房产是居民部门最主要的资产，因此我们重点对比分析房贷利率与房产回报率之间的关系。本次 LPR5Y 下调 25BP 至 3.95%，但是对于存量房贷来说，需等待至次年 1 月方可适用最新的 LPR 进行重定价，且考虑到在前几年地产调控中，房贷利率往往是 LPR 加点（如上海在 2021 年 7 月 24 日至 2023 年 12 月 14 日之间的首套房贷款利率为 LPR+35BP），因此存量房贷客户实际面临的房贷利率水平基本比 3.95% 高出不少。即使仅考虑新增房贷部分，在当前地产市场环境下，相较于购房的回报率，4% 左右的房贷利率成本仍明显偏高。与持有债券的收益来源于票息收入和资本利得两方面类似，居民持有住房的收益来源于租金收入和房价变化，其中租金收入方面，根据中原地产按月统计的住宅租金回报率数据，1 月北京、上海、广州、深圳、天津、成都的租金回报率分别为 1.36%、1.70%、1.51%、1.57%、1.80%、1.65%，事实上，2016 年后上述租金回报率基本全面下行至 2% 以下，远低于持有住房所需付出的成本即房贷利率，不过在之前房价上涨的大趋势中，由房价上涨带来的收益弥补了房贷成本和租金回报率之间的差值，因此居民的购房需求依然能保持旺盛。但近年来房价变化不仅没有贡献收益，反而带来损失，在租金回报率不足 2% 和房价下跌的背景下，4% 左右的房贷利率着实难以激发居民购房需求。

3. 债券与贷款的比价

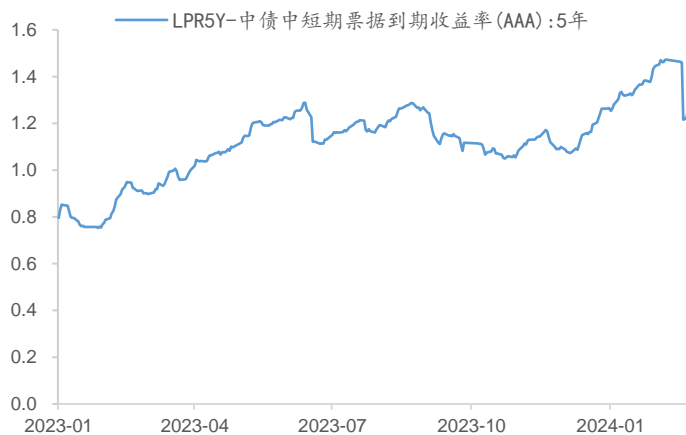
作为企业部门两类重要的负债来源，债券与贷款的利率比价对于衡量贷款成本的高低具有重要意义。通过对比 LPR 价格和同期限中债中短期票据到期收益率水平，可以看出去年底以来，债券收益率下行速度明显快于 LPR 下调速度，“LPR-债券收益率”的价差明显扩大，企业从债券市场融资的资金成本相较于从银行贷款的资金成本具有更明显的优势，这也部分解释了 1 月份金融数据中企业债券净融资同比大幅多增 3197 亿元的现象。因此在债券收益率快速明显下行的背景下，基于债券与贷款成本的比价，当前贷款利率对于企业来说吸引力仍有待进一步提升。

图表 3: LPR1Y-中债中短期票据到期收益率(AAA):1年 (%)



来源: WIND, 华福证券研究所

图表 4: LPR5Y-中债中短期票据到期收益率(AAA):5年 (%)



来源: WIND, 华福证券研究所

1.2 复盘

本周 MLF 平价续作, LPR5Y 调降 25BP, 资金面整体维持宽松态势, 虽然股市表现较好, 但无碍债市走出牛陡行情。以周五收盘价计, 1 年期国债 240002 较前一周下行 16BP 至 1.76%, 1 年期国开债 230216 较前一周下行 20BP 至 1.85%; 10 年期国债 230026 较前一周下行 4.1BP 至 2.399%, 10 年期国开债 230210 较前一周下行 4.75BP 至 2.5925%。超长债方面, 30 年国债 230023 较前一周下行 6.25BP 至 2.5775%, 20 年国开债 210220 较前一周下行 5BP 至 2.66%。

1.3 周观察

1、中央全面深化改革委员会、中央财经委员会第四次会议召开:2月19日, 中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议, 强调增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力, 进一步提升基层应急管理能力, 强调要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度, 提高土地要素配置精准性和利用效率, 推动形成主体功能约束有效、国土开发协调有序的空间发展格局, 增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力; 2月23日, 习近平主持召开中央财经委员会第四次会议, 研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题, 研究有效降低全社会物流成本问题, 强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新 有效降低全社会物流成本。

2、五年期贷款市场报价利率(LPR)从4.2%下调至3.95%: 2月20日, 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布称, 将一年期贷款市场报价利率(LPR)维持在3.45%, 五年期贷款市场报价利率(LPR)从4.2%下调至3.95%。此次非对称调降 LPR 基本符合近期市场预期, 因此, 消息一出, 市场整体反应相对平淡,

10年期国债活跃券 230026 成交价下行 1bps 左右又重新回到 2.43 附近，整体成交在 2.42-2.43 附近震荡。去年以来，1年期 MLF 利率在 6 月和 8 月分别调降 10bps 和 15bps，而基于 MLF 加点的 LPR 利率并未完全跟进幅度。1年期 LPR 在 6 月和 8 月分别调降 10bps，而 5 年期 LPR 仅在 6 月调降 10bps，8 月并未调整。因此，此次 MLF 未动，却单独调降 5 年期 LPR 利率具备基础。且去年 12 月以来，央行大额投放流动性，叠加重启 PSL、银行调降存款利率以及 2 月初降准落地，银行间市场流动性宽裕，银行负债端成本明显下行，这也打开了 LPR 利率的调降空间，且调降后有助于提高企业信贷需求和居民购房需求。此外，目前虽然利率中枢在下行，但由于通胀为负，因此实际利率并不低，实体经济融资成本仍有调降必要。

3、214 个城市已建立房地产融资协调机制：住建部表示，截至 2 月 20 日，全国 29 个省份 214 个城市已建立城市房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及 5349 个项目，且已有 57 个城市 162 个项目获得银行融资共 294.3 亿元，较春节假期前增加 113 亿元。另据中国银行、建设银行、农业银行、邮储银行和部分股份制银行有关数据，已对“白名单”项目审批贷款 1236 亿元。据不完全统计，截至 2 月 23 日，已有 25 家地产企业披露入围房地产项目“白名单”情况。从 1 月住建部和金管局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》以来，各地和相关金融机构紧锣密鼓抓好落实，协调机制落地见效持续取得新进展，房地产企业资金紧张的局面有望显著缓解。

4、多家银行密集下调存款利率：2 月 22 日上海证券报报道，吉林、广西等地银多家银行密集下调存款利率，主要集中，下调幅度从 10 个基点至 60 个基点不等。当前商业银行净息差处于较低位置，银行经营压力较大，本周 5 年期 LPR 下调后，中长期贷款利率随之下降，银行净息差面临进一步下降压力，因此中小银行下调了存款利率以稳定净息差。国有大行多于去年 12 月已经调降存款利率，本次中小银行也是跟随大行调降存款利率。

5、国常会部署进一步做好防范化解地方债务风险工作：2 月 23 日，李强主持召开国务院常务会议部署进一步做好防范化解地方债务风险工作。根据 2023 年中央经济工作会议的部署，统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险是 2024 年的重点工作之一，从去年 7 月中共中央政治局会议提出制定实施一揽子化债方案后，各地发行了约 1.4 万亿元特殊再融资债，同时央行推动金融机构与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险。此外，国常会也研究更大力度吸引和利用外资的政策举措，并审议通过《关于进一步优化支付服务提升支付便利性的意见》。

1.4 本周展望

资金方面，下周（2月26日-3月1日）共有5320亿元逆回购到期，周一至周五到期量分别为1370亿、410亿、490亿、580亿、2470亿。近期资金面整体呈现宽松态势，但下周随着月末来临，资金价格料将有所抬升。

经济方面，下周除PMI数据之外，暂无重要经济数据公布。市场对于经济方面的关注点主要在于对即将到来的重要会议，比如两会中关于经济方面的政策定调。本周市场对于赤字率提升和国债增发的预期再度上升，短期内需警惕政策方面的不确定性对债市多头情绪的影响。

综合来看，当前资金面对债市仍然较为友好，预计同业存单收益率仍有较大的下行空间，但考虑到下周跨月对资金价格的影响和本周短端利率债收益率下行幅度较大的事实，短期内短债收益率可能出现震荡整理。长债方面，本周在LPR利率下调、多家银行存款利率下调等因素的推动下，长债收益率亦有所下行，周五10年国债收盘价继2月5日后再次下破2.40%。考虑到2月5日下破2.40%是在股市连续大幅下跌后市场风险偏好极低、对经济基本面悲观和对2月MLF降息具有强烈预期三重利多因素下实现的，而当前市场风险偏好已明显回暖、1月金融数据开门红部分修正市场悲观预期、2月MLF降息落空，即上述三重利多因素都有所减弱，因此我们认为本次下破2.40%仍然难以持续，短期内2.40%仍是债券收益率进一步下行的强阻力位，或在此点位有所反弹，不过反弹幅度亦相对有限。

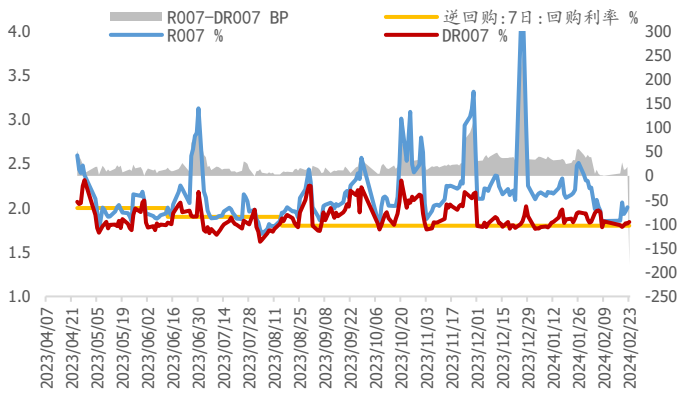
2 流动性周度跟踪

图表5：央行公开市场操作（亿元）

当周周五	投放量		回笼量		净投放量
	逆回购	MLF投放	逆回购到期	MLF到期	
2024/1/5	2140	0	26640	0	-24230
2024/1/12	2270	0	4160	0	-1890
2024/1/19	15670	9950	2270	7790	15560
2024/1/26	19770	0	15670	0	4100
2024/2/2	17470	0	19770	0	-2300
2024/2/9	13590	0	17330	0	-3740
2024/2/16	1050	5000	1910	4990	-850
2024/2/23	4270	0	11820	0	-7550
2024/3/1	-	-	5320	-	-

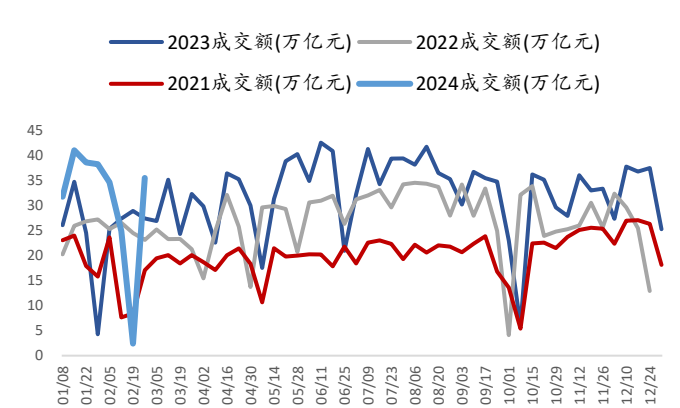
资料来源：iFind, 华福证券研究所

图表 6: 质押式回购资金价格与逆回购利率走势



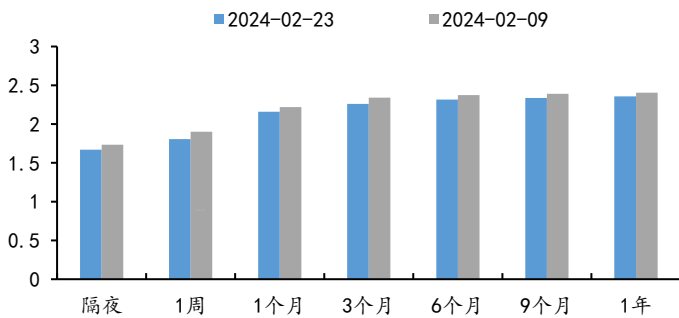
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 7: 质押式日回购量走势



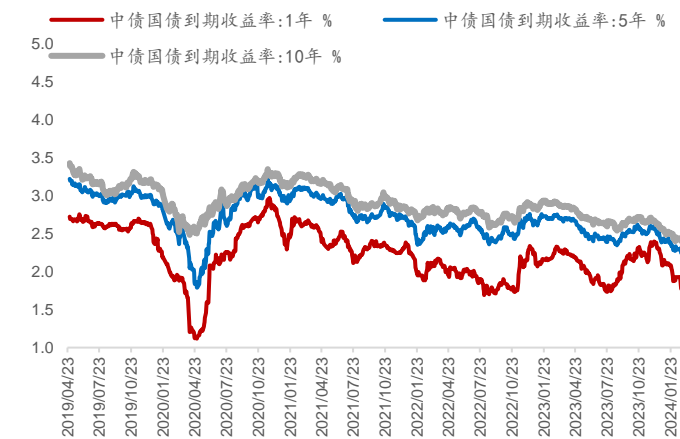
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 8: 各期限 SHIBOR 报价周度平均值 (%)



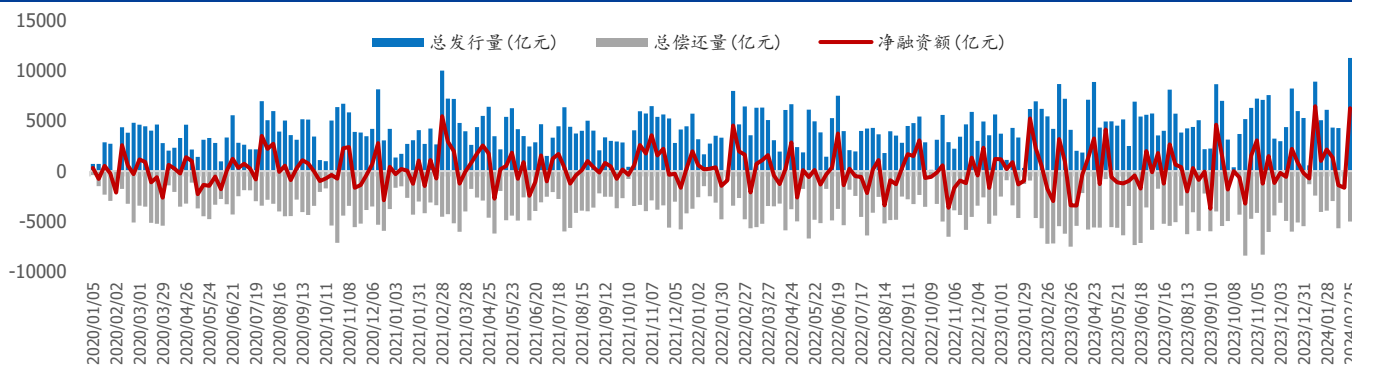
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 9: 各期限国债收益率



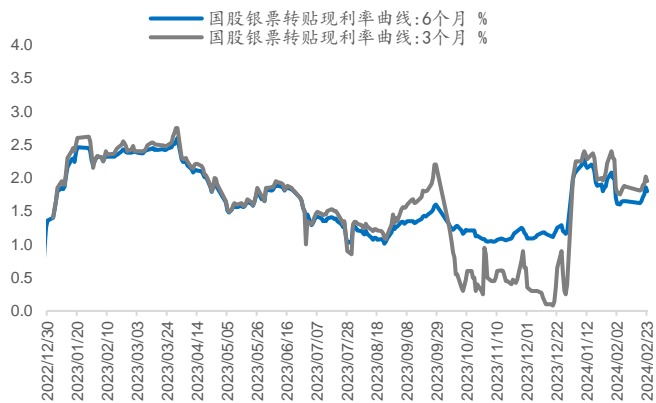
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 10: 同业存单发行与到期情况



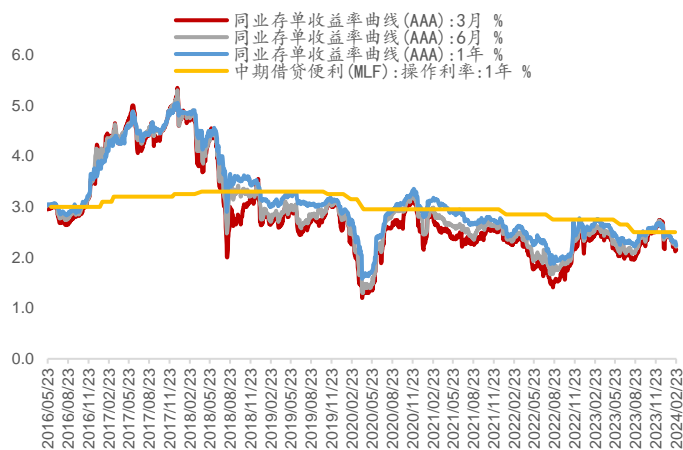
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 11: 国股银票转贴现利率



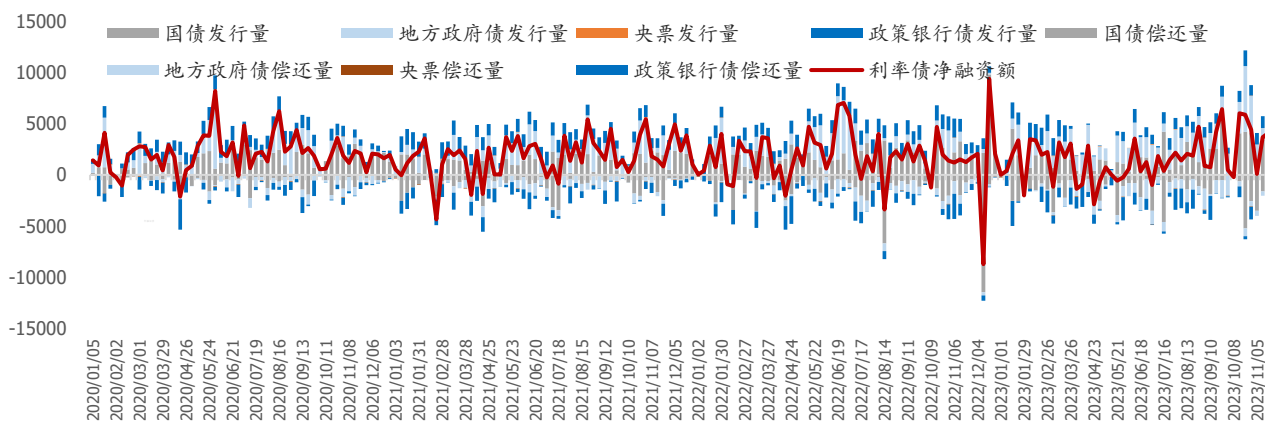
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 12: 各期限同存收益率和一年期MLF利率



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 13: 各类型利率债发行与到期情况 (亿元)



来源: iFind, 华福证券研究所

3 债券估值周度跟踪

图表 14: 本周和上周最后一个交易日绝对利率水平及本周近三年历史分位数 (%)

绝对利率水平 (%)									
2024/2/23	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	2.26	2.28	2.23	2.00
3个月	-	-	-	-	-	2.32	2.34	2.26	2.15
6个月	-	-	-	-	-	2.32	2.35	2.32	2.21
9个月	-	-	-	-	-	2.32	2.35	2.33	2.22
1年	1.77	1.88	1.88	1.89	2.03	2.34	2.37	2.36	2.23
2年	-	-	-	-	-	2.41	2.44	2.47	-
3年	2.12	2.21	2.24	2.22	2.28	2.52	2.56	2.57	-
4年	-	-	-	-	-	2.61	2.67	2.65	-
5年	2.25	2.35	2.38	2.37	2.43	2.67	2.71	2.71	-
6年	-	-	-	-	-	2.72	2.80	2.72	-
7年	2.38	2.54	2.54	2.55	2.54	2.73	2.81	2.73	-
8年	-	-	-	-	-	2.74	2.83	2.74	-
9年	-	-	-	-	-	2.74	2.83	2.75	-
10年	2.40	2.56	2.61	2.61	2.58	2.74	2.83	2.78	-
15年	2.47	2.66	2.63	2.63	-	-	-	2.88	-
30年	2.58	2.68	-	2.68	-	-	-	3.07	-
历史分位数 (本周)	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	35.9%	33.8%	30.8%	34.9%
3个月	-	-	-	-	-	24.5%	26.3%	27.1%	29.2%
6个月	-	-	-	-	-	17.5%	18.2%	24.0%	26.4%
9个月	-	-	-	-	-	11.7%	12.5%	15.7%	15.3%
1年	5.6%	6.0%	4.3%	4.4%	18.7%	10.5%	12.2%	14.0%	11.5%
2年	-	-	-	-	-	7.1%	1.4%	9.1%	-
3年	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	-
4年	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	-
5年	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-
6年	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	-
7年	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-
8年	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	-
9年	-	-	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	-
10年	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-
15年	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-	0.1%	-
30年	0.0%	0.1%	-	0.3%	-	-	-	0.0%	-
2024/2/9	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	2.19	2.22	2.28	1.96
3个月	-	-	-	-	-	2.39	2.45	2.37	2.17
6个月	-	-	-	-	-	2.40	2.49	2.41	2.24
9个月	-	-	-	-	-	2.41	2.49	2.43	2.27
1年	1.93	2.05	2.04	2.04	0.00	2.45	2.54	2.45	2.30
2年	-	-	-	-	-	2.55	2.59	2.55	-
3年	2.19	2.33	2.32	2.33	0.00	2.65	2.70	2.63	-
4年	-	-	-	-	-	2.72	2.77	2.68	-
5年	2.29	2.44	2.44	2.46	0.00	2.76	2.79	2.74	-
6年	-	-	-	-	-	2.77	2.86	2.75	-
7年	2.43	2.59	2.60	2.62	0.00	2.77	2.86	2.77	-
8年	-	-	-	-	-	2.78	2.87	2.77	-
9年	-	-	-	-	-	2.78	2.87	2.78	-
10年	2.43	2.61	2.65	2.65	0.00	2.80	2.89	2.78	-
15年	2.51	2.70	2.67	2.67	-	-	-	2.89	-
30年	2.65	2.71	-	2.70	-	-	-	3.11	-

来源: iFind、华福证券研究所

图表 15: 本周和上周最后一个交易日利率变动情况

利率变动 (BP)	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	↑ 6.6	↑ 5.1	↓ -5.7	↑ 4.0
3个月	-	-	-	-	-	↓ -6.5	↓ -10.7	↓ -11.5	↓ -2.5
6个月	-	-	-	-	-	↓ -8.1	↓ -14.1	↓ -9.1	↓ -3.0
9个月	-	-	-	-	-	↓ -8.9	↓ -14.2	↓ -10.3	↓ -4.9
1年	↓ -15.7	↓ -17.0	↓ -15.5	↓ -15.3	↑ 203.1	↓ -11.4	↓ -17.3	↓ -8.8	↓ -6.3
2年	-	-	-	-	-	↓ -14.2	↓ -15.0	↓ -7.6	-
3年	↑ -6.6	↓ -11.6	↓ -8.6	↓ -11.3	↑ 227.7	↓ -13.4	↓ -13.9	↓ -5.6	-
4年	-	-	-	-	-	↓ -10.9	↓ -10.6	↓ -2.7	-
5年	↑ -3.9	↓ -8.9	↓ -6.8	↓ -9.2	↑ 242.6	↓ -9.7	↓ -8.6	↓ -2.8	-
6年	-	-	-	-	-	↓ -4.3	↓ -5.3	↓ -2.9	-
7年	↑ -4.9	↓ -5.2	↓ -6.1	↓ -7.1	↑ 254.4	↓ -3.8	↓ -4.8	↓ -3.3	-
8年	-	-	-	-	-	↓ -3.8	↓ -3.8	↓ -2.8	-
9年	-	-	-	-	-	↓ -4.3	↓ -4.3	↓ -2.0	-
10年	↑ -2.9	↓ -5.0	↓ -4.2	↓ -3.8	↑ 258.0	↓ -5.9	↓ -5.9	↓ -0.1	-
15年	↑ -3.9	↓ -4.3	↓ -4.1	↓ -4.1	-	-	-	↓ -1.4	-
30年	↑ -7.0	↓ -3.0	-	↓ -2.3	-	-	-	↓ -3.1	-

来源: iFind、华福证券研究所

图表 16: 品种利差情况 (利率债与国债比、信用债与国开债比) 及近三年历史分位数

品种利差 (BP)	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	61.0	62.9	58.0	35.4
3个月	-	-	-	-	-	57.5	59.4	51.3	40.5
6个月	-	-	-	-	-	51.8	54.8	51.8	41.3
9个月	-	-	-	-	-	47.4	50.4	48.1	37.6
1年	-	11.4	11.2	11.6	26.1	45.2	48.2	48.1	34.9
2年	-	-	-	-	-	22.2	25.4	28.4	-
3年	-	9.1	11.4	9.5	15.4	30.6	34.8	36.0	-
4年	-	-	-	-	-	29.1	34.6	33.1	-
5年	-	9.9	12.6	12.2	17.6	31.9	35.8	36.3	-
6年	-	-	-	-	-	25.8	33.8	25.5	-
7年	-	15.4	15.7	16.5	16.3	19.4	27.5	19.9	-
8年	-	-	-	-	-	14.7	23.7	15.0	-
9年	-	-	-	-	-	14.0	23.0	15.5	-
10年	-	15.4	21.2	21.0	18.0	18.6	27.6	22.8	-
15年	-	18.9	16.3	16.5	-	-	-	21.9	-
30年	-	10.0	-	9.9	-	-	-	39.3	-
历史分位数 (本周)	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
1个月	-	-	-	-	-	59.2%	58.4%	59.1%	52.8%
3个月	-	-	-	-	-	62.9%	65.9%	72.7%	77.7%
6个月	-	-	-	-	-	72.9%	72.1%	89.1%	93.3%
9个月	-	-	-	-	-	71.7%	63.3%	94.7%	94.1%
1年	-	39.1%	38.7%	5.6%	99.3%	56.9%	44.5%	91.2%	87.2%
2年	-	-	-	-	-	9.9%	19.3%	26.7%	-
3年	-	12.7%	9.3%	1.2%	45.5%	5.2%	16.9%	45.9%	-
4年	-	-	-	-	-	0.0%	15.9%	15.5%	-
5年	-	17.9%	2.4%	26.9%	37.1%	0.1%	16.4%	5.2%	-
6年	-	-	-	-	-	1.2%	16.7%	1.1%	-
7年	-	26.3%	26.3%	13.6%	39.3%	1.1%	16.7%	0.8%	-
8年	-	-	-	-	-	0.5%	16.4%	0.7%	-
9年	-	-	-	-	-	0.1%	16.0%	0.8%	-
10年	-	31.3%	16.4%	1.1%	13.6%	0.0%	15.9%	1.1%	-
15年	-	22.5%	2.7%	29.1%	-	-	-	1.1%	-
30年	-	23.2%	35.3%	-	-	-	-	3.7%	-

来源: iFind、华福证券研究所

图表 17: 期限利差情况及近三年历史分位数

期限利差 (BP)									
	利率债					信用债			
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
3Y-1Y	35.4	33.0	35.6	33.2	24.7	18.5	19.7	20.9	-
5Y-1Y	48.0	46.5	49.3	48.5	39.5	33.2	34.1	34.7	-
5Y-3Y	12.6	13.4	13.8	15.3	14.8	14.8	14.4	13.8	-
7Y-1Y	61.1	65.1	65.6	65.9	51.4	39.4	44.5	37.0	-
7Y-3Y	25.8	32.1	30.1	32.8	26.7	20.9	24.8	16.0	-
7Y-5Y	13.2	18.7	16.3	17.4	11.9	6.1	10.3	2.2	-
10Y-1Y	63.1	67.1	73.1	72.4	55.0	40.5	46.6	41.8	-
10Y-3Y	27.8	34.1	37.5	39.3	30.3	22.0	26.9	20.9	-
10Y-5Y	15.1	20.6	23.8	23.9	15.5	7.3	12.4	7.1	-
10Y-7Y	2.0	2.0	7.5	6.5	3.6	1.1	2.1	4.8	-
15Y-1Y	69.9	77.4	75.0	74.7	-	-	-	51.2	-
15Y-3Y	34.5	44.3	39.4	41.5	-	-	-	30.3	-
15Y-5Y	21.9	30.9	25.6	26.2	-	-	-	16.5	-
15Y-7Y	8.7	12.2	9.3	8.7	-	-	-	14.3	-
15Y-10Y	6.7	10.3	1.9	2.2	-	-	-	9.4	-
30Y-1Y	81.1	79.7	-	79.4	-	-	-	70.9	-
30Y-3Y	45.8	46.6	-	46.2	-	-	-	50.0	-
30Y-5Y	33.1	33.2	-	30.9	-	-	-	36.2	-
30Y-7Y	20.0	14.5	-	13.5	-	-	-	34.0	-
30Y-10Y	18.0	12.6	-	6.9	-	-	-	29.2	-
30Y-15Y	11.3	2.3	-	4.7	-	-	-	19.7	-
历史分位数 (本周)									
	国债	国开债	口行债	农发债	地方债	银行二级资本债	银行永续债	城投债	同业存单
3Y-1Y	61.1%	37.9%	37.9%	33.5%	13.7%	3.2%	21.2%	11.6%	-
5Y-1Y	49.1%	31.5%	28.4%	26.9%	13.3%	4.5%	22.1%	7.7%	-
5Y-3Y	16.5%	27.1%	8.0%	16.4%	14.8%	6.9%	22.4%	3.2%	-
7Y-1Y	37.7%	30.7%	35.2%	34.8%	12.4%	5.1%	22.5%	3.7%	-
7Y-3Y	11.7%	25.9%	28.3%	36.9%	13.9%	7.9%	25.1%	0.7%	-
7Y-5Y	14.4%	39.9%	52.3%	65.3%	16.4%	33.5%	58.8%	0.8%	-
10Y-1Y	40.8%	31.5%	28.8%	28.0%	6.1%	2.4%	18.8%	3.1%	-
10Y-3Y	17.1%	28.1%	26.7%	27.6%	3.6%	3.9%	21.2%	1.7%	-
10Y-5Y	27.9%	47.6%	47.7%	44.0%	4.1%	18.9%	44.5%	1.7%	-
10Y-7Y	70.3%	65.2%	43.9%	31.2%	6.3%	8.3%	25.1%	12.0%	-
15Y-1Y	15.2%	22.0%	16.1%	18.4%	-	-	-	4.7%	-
15Y-3Y	9.2%	11.1%	4.5%	6.5%	-	-	-	1.9%	-
15Y-5Y	5.1%	7.7%	6.3%	4.8%	-	-	-	1.9%	-
15Y-7Y	3.1%	5.3%	1.6%	1.5%	-	-	-	9.3%	-
15Y-10Y	0.7%	1.5%	0.9%	0.1%	-	-	-	17.1%	-
30Y-1Y	12.9%	14.1%	-	27.5%	-	-	-	6.5%	-
30Y-3Y	2.1%	3.7%	-	18.4%	-	-	-	5.3%	-
30Y-5Y	0.7%	2.4%	-	17.1%	-	-	-	7.7%	-
30Y-7Y	0.4%	1.7%	-	15.6%	-	-	-	27.5%	-
30Y-10Y	0.0%	1.3%	-	15.9%	-	-	-	50.9%	-
30Y-15Y	0.0%	1.5%	-	19.6%	-	-	-	89.6%	-

来源: iFind、华福证券研究所

4 风险提示

市场风险超预期。市场出现超预期风险事件,易引发系统性风险,影响债券市场整体走势。

政策边际变化。市场政策不确定性较大,将影响市场整体情况,进而带来投资风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn