

央行需要释放更多流动性来延长经济复苏周期

——根据 2021 年 1—3 月份全国规模以上工业企业数据

曲一平

分析师

2021 年 04 月 29 日

SAC 执业证书编号: S1660521020001

quyiping@shgsec.com

摘要:

1. 中国工业增加值转正拐点是珍贵的复苏时点需要呵护

从过去 15 年规模以上工业增加值的分行业增速来看,本轮的复苏在中游情况更优,我们以 2019 年同期基点计算近 2 年复合平均增长率,绝大部分行业工业增加值边际复苏刚开始 3 个月左右,目前依然属于 2014 年开始的经济长期放缓周期中的局部反弹。当前中国工业增加值季度数据大面积转正拐点是过去 7 年来一个非常珍贵的复苏时点,政府和央行也值得进一步呵护复苏周期,延长工业复苏带来的经济改善。

2. 细分行业结构性复苏不均衡依然存在,复苏情况实际较弱,还需要更长的复苏周期

我们将 2021 年最新数据同 2019 年同期对比,并计算 2 年平均复合增长率。真实的分行业利润恢复情况依然分化较大,整体复苏力度较弱。利润恢复度最高的景气行业分别是黑色金属矿采选业、石化加工、化学纤维制造、有色金属冶炼和压延加工、计算机、通信和其他电子设备制造业等行业。而纺织服装产业链、传媒产业链、建筑材料产业链相关的细分行业呈现利润下降的不景气状态,行业利润恢复不均衡依然存在。

从过去 15 年规模以上工业利润增速热力图来看,42 个细分行业中,2021 年 1-3 月只有 8 个细分行业达到了历史前 10% 百分位区间,还有 14 个细分行业处在衰退区间。对比过去 20 年类似的工业复苏同期节点,2010 年 1 季度时有 33 个细分行业利润增速达到历史前 10% 百分位区间,有 1 个细分行业处于衰退区间;2017 年 1 季度有 11 个行业利润回到历史 10% 百分位区间,有 3 个细分行业处于衰退。

从宏观决策者角度,目前的经济复苏是 20 年来相对最弱的一轮工业复苏。如果在经济弱复苏刚刚延续一个季度的时点,就开始大幅收紧货币政策,那么无疑将会使去年流动性释放长期改善经济目的大打折扣。我们认为经济复苏的检验周期至少还要延续 2-3 个季度,尤其是目前多达 11 个细分行业需要逐渐走出衰退区间,才能佐证中国经济得到整体性恢复。

3. 中国二、三季度货币政策的最佳路径:推动短端利率下行同时进行公开市场操作扩量稳利率

从央行角度,在经济复苏中后段改变货币政策并引导利率变化,最为重要手段是管理公开市场操作利率。过去 20 年复苏中后段主要可以归纳为 2 个方式:

2010 年急促模式:在缩减公开市场操作发行量同时,大幅提高公开市场操作利率水平升息操作,当年实际升息幅度超 100bp。

2017 年温和模式:在扩张公开市场操作发行量同时,微幅提升公开市场操作利率,当年实际升息幅度仅 20bp。

而 2021 年我们认为央行正在效仿 2017 年的温和模式,就是从去年 4 季度先缩量公开市场操作发行量但利率基本不变,后续根据经济复苏节奏再酌情微调调节公开市场操作发行量和利率,尽量减小对经济的冲击。

由于本轮工业复苏的总体力度较弱,一季度权益市场挤泡沫也初步到位。我们认为央行在二、三季度继续在公开市场操作发行量收紧已经没有必要,未来适度扩张发行量并把公开市场操作利率保持在 2.3% 上下是最佳决策。

2021 年 2 季度以来,货币市场短端利率不断下降,就是央行为了对冲此前 2 个季度公开市场操作发行量大幅缩减后的流动性边际衰减。我们认为今年二季度有望成为全年流动性重新开始缓和的拐点,后续还需要 2-3 个季度经济复苏数据校验,来为央行货币政策提供后续决策依据。

风险提示:政策风险



内容目录

1. 中国工业增加值转正拐点是珍贵复苏时点需要呵护	3
2. 细分行业结构性复苏不均衡依然存在，复苏情况实际较弱	4
3. 中国二、三季度货币政策的最佳路径：推动短端利率下行同时公开市场操作扩量稳利率	7
4. 附录 1：统计局原始数据概览	8
5. 附录 2：近期短端利率变化一览	11
5.1 二季度以来货币市场短端利率继续下沉	11
5.2 国债、国开债长端利率上行，反映远期信用收紧一致共识	14

图表目录

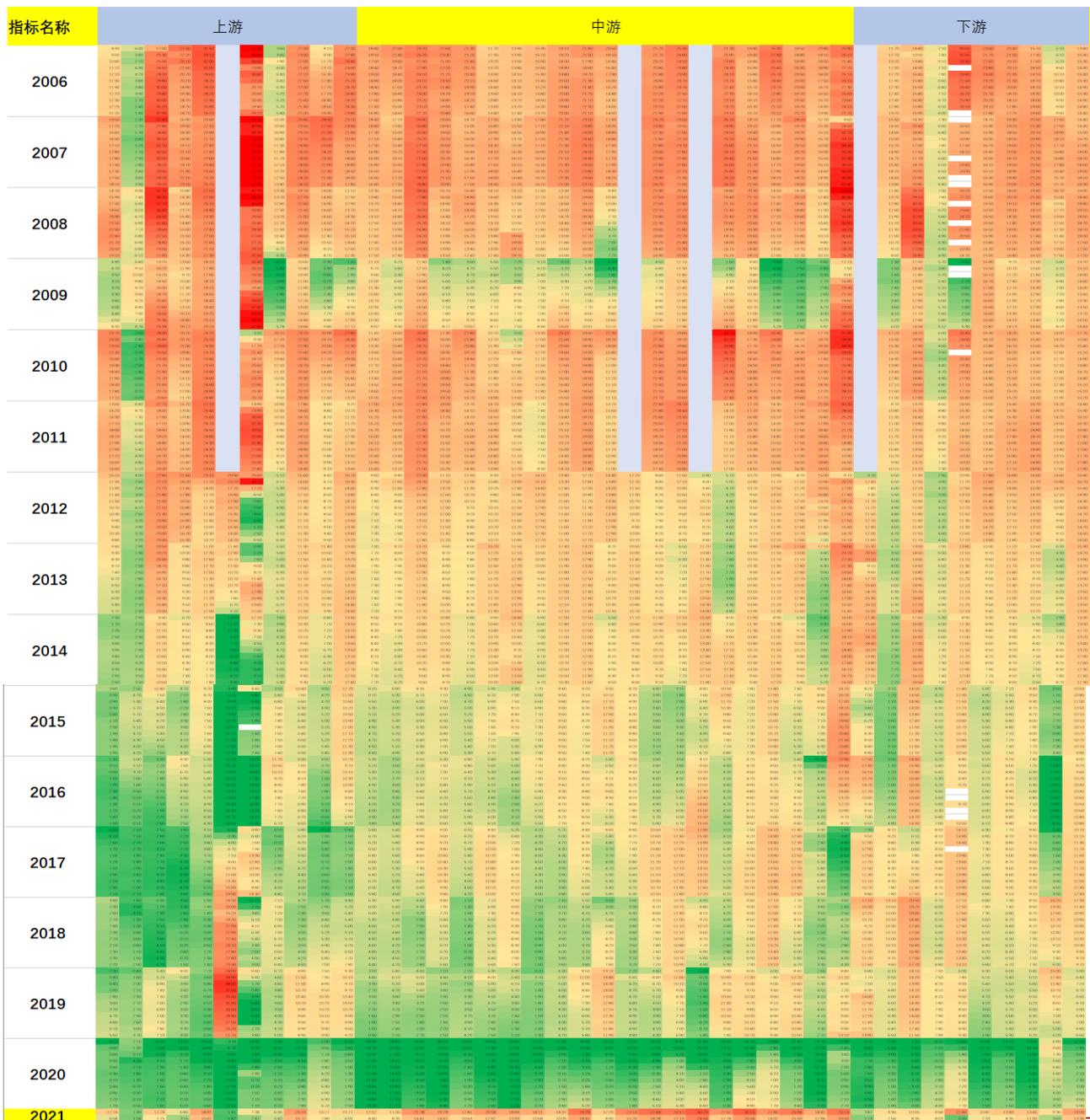
图 1：过去 15 年规模以上工业增加值增速热力图（细分行业百分位）	3
图 2：过去 15 年规模以上工业利润增速热力图（细分行业百分位）	6
图 3：银行间质押式回购利率	8
图 4：公开市场操作平均发行量和平均操作利率	7
图 5：DR001、DR007 与 DR014，%	12
图 6：R001、R007 与 R014，%	12
图 7：中期借贷便利（MLF）利率，%	12
图 8：中期借贷便利（MLF）月度操作情况，亿元	12
图 9：抵押补充贷款（PSL）月度操作情况，亿元	13
图 10：公开市场逆回购操作，亿元	13
图 11：逆回购利率情况，%	13
图 12：同业存单收益率，%	13
图 13：1M 存单收益率，%	13
图 14：3M 存单收益率，%	14
图 15：1Y 存单收益率，%	14
图 16：发行利率债的净供给月度状况，亿元	14
图 17：1 年国债、国开债收益率，%	15
图 18：3 年国债、国开债收益率，%	15
图 19：5 年国债、国开债收益率，%	15
图 20：10 年国债、国开债收益率，%	15
图 21：国债、国开债 10-1 利差，%	16
图 22：国债、国开债 10-3 利差，%	16
图 23：国债、国开债 10-5 利差，%	16
图 24：国债、国开债 10-7 利差，%	16
表 1：2021 年 1-3 月细分行业营收、营业成本、利润增速(对比 2019 年同期取 2 年复合平均增长率)	4
表 2：过去 20 年三轮工业复苏	5
表 3：同业存单到期收益率与 SHIBOR 对比变化	8
表 4：统计局公布 2021 年 1—3 月份规模以上工业企业经济效益指标	9
表 5：2021 年 1—3 月份规模以上工业企业主要财务指标	11
表 6：2021 年 1—3 月份规模以上工业企业经济效益指标	11
表 7：近期 DR 利率以及 R 利率变化	12
表 8：国债、国开债收益率对比变化	15
表 9：国债、国开债利差对比变化	16



1. 中国工业增加值转正拐点是珍贵复苏时点需要呵护

从过去 15 年规模以上工业增加值的分行行业增速来看,本轮的复苏在中游情况更优,我们以 2019 年同期基点计算近 2 年复合平均增长率,绝大部分行业工业增加值边际复苏刚开始 3 个月左右,目前依然属于 2014 年开始的经济长期放缓周期中的局部反弹。当前中国工业增加值季度数据大面积转正拐点是过去 7 年来一个非常珍贵复苏时点,政府和央行也值得进一步呵护复苏周期,延长工业复苏带来的经济改善。

图1: 过去 15 年规模以上工业增加值增速热力图 (细分行业百分位)



资料来源: Wind, 申港证券研究所



2. 细分行业结构性复苏不均衡依然存在，复苏情况实际较弱

我们将 2021 年最新数据同 2019 年同期对比，并计算 2 年平均复合增长率。下图可以发现，真实的分行业利润恢复情况依然分化较大，整体复苏力度较弱。利润恢复度最高的景气行业分别是黑色金属矿采选业、石化加工、化学纤维制造、有色金属冶炼和压延加工、计算机、通信和其他电子设备制造业等行业。而纺织服装产业链、传媒产业链、建筑材料产业链相关的细分行业呈现利润下降的不景气状态，利润恢复不均衡依然存在。

表1：2021年1-3月细分行业营收、营业成本、利润增速(对比2019年同期取2年复合平均增长率)

行业	2019年1-3月营收	2021年1-3月营业收入	营业收入与2019年对比2年平均复合增长率	2019年1-3月营业成本	2021年1-3月营业成本	营业成本与2019年对比2年平均复合增长率	2019年1-3月利润	2021年1-3月利润总额	利润与2019年对比2年平均复合增长率
总计	247225	274828	5%	224275	229127	1%	14137	18254	14%
煤炭开采和洗选业	5479	5621	1%	3927	3788	-2%	590	809	17%
石油和天然气开采业	1912	1979	2%	1144	1245	4%	436	411	-3%
黑色金属矿采选业	785	1230	25%	637	929	21%	38	144	94%
有色金属矿采选业	770	636	-9%	595	440	-14%	84	97	7%
非金属矿采选业	745	822	5%	580	621	4%	55	66	9%
开采专业及辅助性活动	574	348	-22%	516	340	-19%	26	-7	-113%
其他采矿业	6	3	-23%	4	3	-16%	0	0	-42%
农副食品加工业	11130	12121	4%	10074	10985	4%	378	458	10%
食品制造业	4467	4892	5%	3480	3825	5%	399	395	-1%
酒、饮料和精制茶制造业	3902	4090	2%	2553	2569	0%	624	768	11%
烟草制品业	3557	4288	10%	1146	1156	0%	432	645	22%
纺织业	6304	5237	-9%	5657	4655	-9%	215	169	-11%
纺织服装、服饰业	3762	2968	-11%	3194	2527	-11%	181	116	-20%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2751	2320	-8%	2380	2006	-8%	151	116	-12%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	1999	2057	1%	1768	1860	3%	88	64	-15%
家具制造业	1585	1637	2%	1322	1374	2%	82	67	-9%
造纸和纸制品业	3244	3401	2%	2838	2871	1%	129	248	38%
印刷和记录媒介复制业	1488	1535	2%	1253	1297	2%	82	71	-7%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3084	3011	-1%	2688	2623	-1%	139	125	-5%
石油、煤炭及其他燃料加工业	11390	12090	3%	9460	9640	1%	285	899	78%
化学原料和化学制品制造业	16328	17607	4%	13814	14350	2%	938	1689	34%
医药制造业	5981	6555	5%	3449	3594	2%	753	1148	23%
化学纤维制造业	2058	2153	2%	1896	1896	0%	51	137	63%
橡胶和塑料制品业	5837	6341	4%	5021	5305	3%	259	397	24%



非金属矿物制品业	11179	12996	8%	9324	10850	8%	784	858	5%
黑色金属冶炼和压延加工业	15964	20483	13%	14827	18837	13%	416	871	45%
有色金属冶炼和压延加工业	12325	14388	8%	11673	13269	7%	203	555	65%
金属制品业	7997	9325	8%	7011	8200	8%	306	367	9%
通用设备制造业	9077	9873	4%	7547	8112	4%	517	633	11%
专用设备制造业	7168	8253	7%	5789	6467	6%	462	708	24%
汽车制造业	19064	21163	5%	16168	18019	6%	1096	1321	10%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2480	2534	1%	2109	2162	1%	116	103	-6%
电气机械和器材制造业	14447	16763	8%	12240	14326	8%	646	838	14%
计算机、通信和其他电子设备制造业	23492	29957	13%	20845	26016	12%	669	1384	44%
仪器仪表制造业	1654	1764	3%	1286	1331	2%	102	141	17%
其他制造业	381	432	7%	322	364	6%	20	21	2%
废弃资源综合利用业	895	1601	34%	818	1504	36%	41	52	13%
金属制品、机械和设备修理业	249	281	6%	207	242	8%	15	5	-41%
电力、热力生产和供应业	18686	18261	-1%	16526	16310	-1%	1004	1081	4%
燃气生产和供应业	2408	2975	11%	13929	2599	-57%	123	227	36%
水的生产和供应业	624	835	16%	2130	622	-46%	39	60	24%

资料来源：统计局，申港证券研究所

从过去 15 年规模以上工业利润增速热力图来看，42 个细分行业中，2021 年 1-3 月只有 8 个细分行业达到了历史前 10% 百分位区间，还有 14 个细分行业处在衰退区间。对比过去 20 年类似的工业复苏节点，2010 年 1 季度时有 33 个细分行业利润增速达到历史前 10% 百分位区间，有 1 个细分行业处于衰退区间；2017 年 1 季度有 11 个行业利润回到历史 10% 百分位区间，有 3 个行业处于衰退的

表2：过去 20 年三轮工业复苏

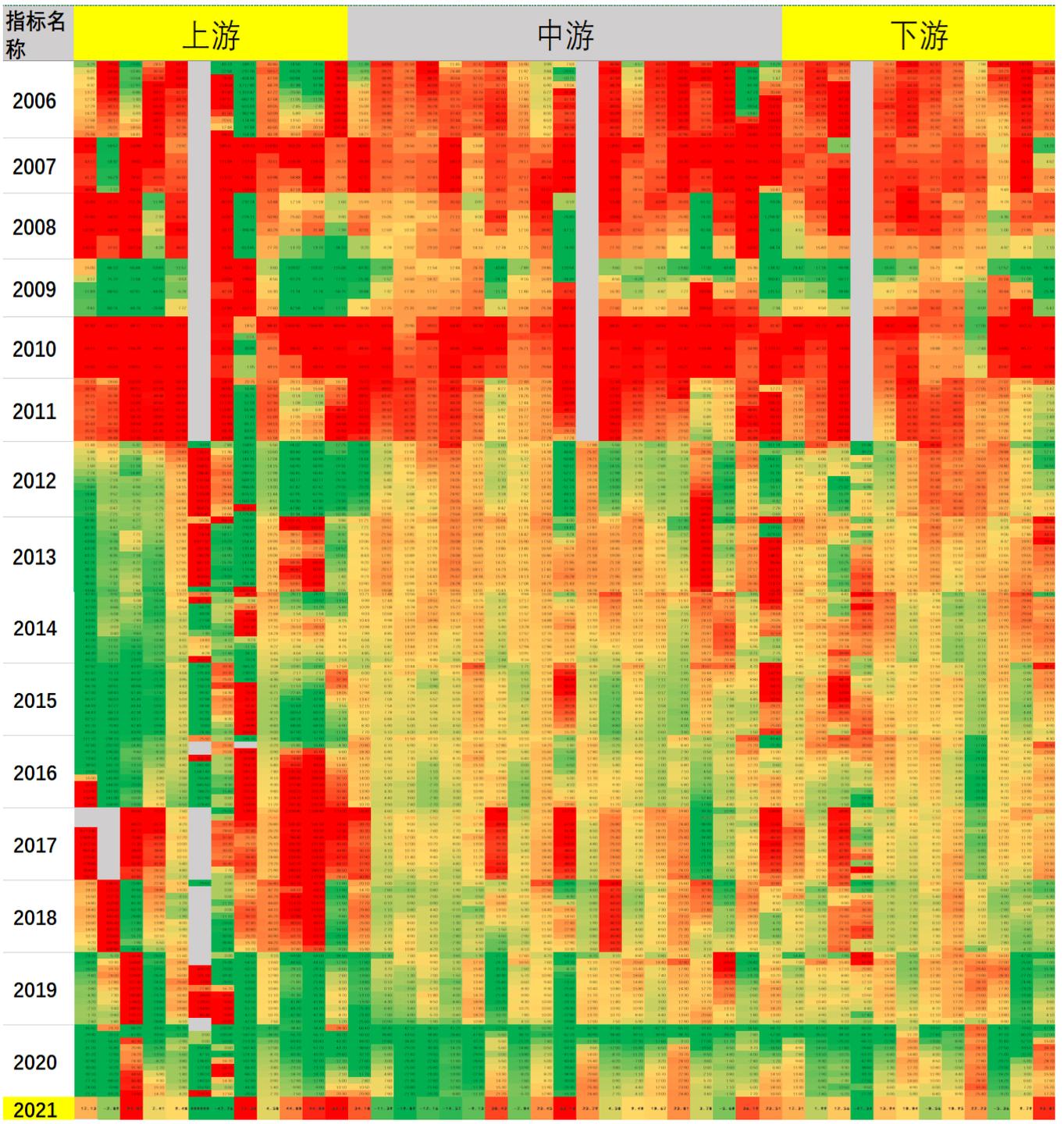
经济复苏牛	PPI 转正节点	PPI 高点	工业利润高点	补库存高点	PPI 转正后第一个季度细分行业利润恢复
2009-10 四万亿经济刺激复苏	2009.12	2010.5	2010.2	2011.3	33 个细分行业高度复苏，1 个细分行业衰退。
2016-17 供给侧改革复苏	2016.9	2017.3	2017.2	2017.4	11 个细分行业高度复苏，3 个细分行业衰退。
2020-21 疫情后复苏	2021.1	预计 2021.6	预计 2021.5	预计 2021 三季度	8 个细分行业高度复苏，11 个细分行业衰退。

资料来源：Wind，申港证券研究所

我们从宏观决策者角度，认为目前的经济复苏是 20 年来相对最弱的一轮工业复苏，如果在经济弱复苏刚刚延续一个季度的时点，就开始大幅收紧货币政策，那么无疑将会使去年流动性释放所获得长期改善经济目的大打折扣。我们认为经济复苏的检验周期至少还要延续 2-3 个季度，尤其是目前多达 11 个细分行业需要逐渐走出衰退区间，才能佐证中国经济得到整体性恢复。



图2：过去 15 年规模以上工业利润增速热力图（细分行业百分位）



资料来源：Wind，申港证券研究所



3. 中国二、三季度货币政策的最佳路径：推动短端利率下行同时 公开市场操作扩量稳利率

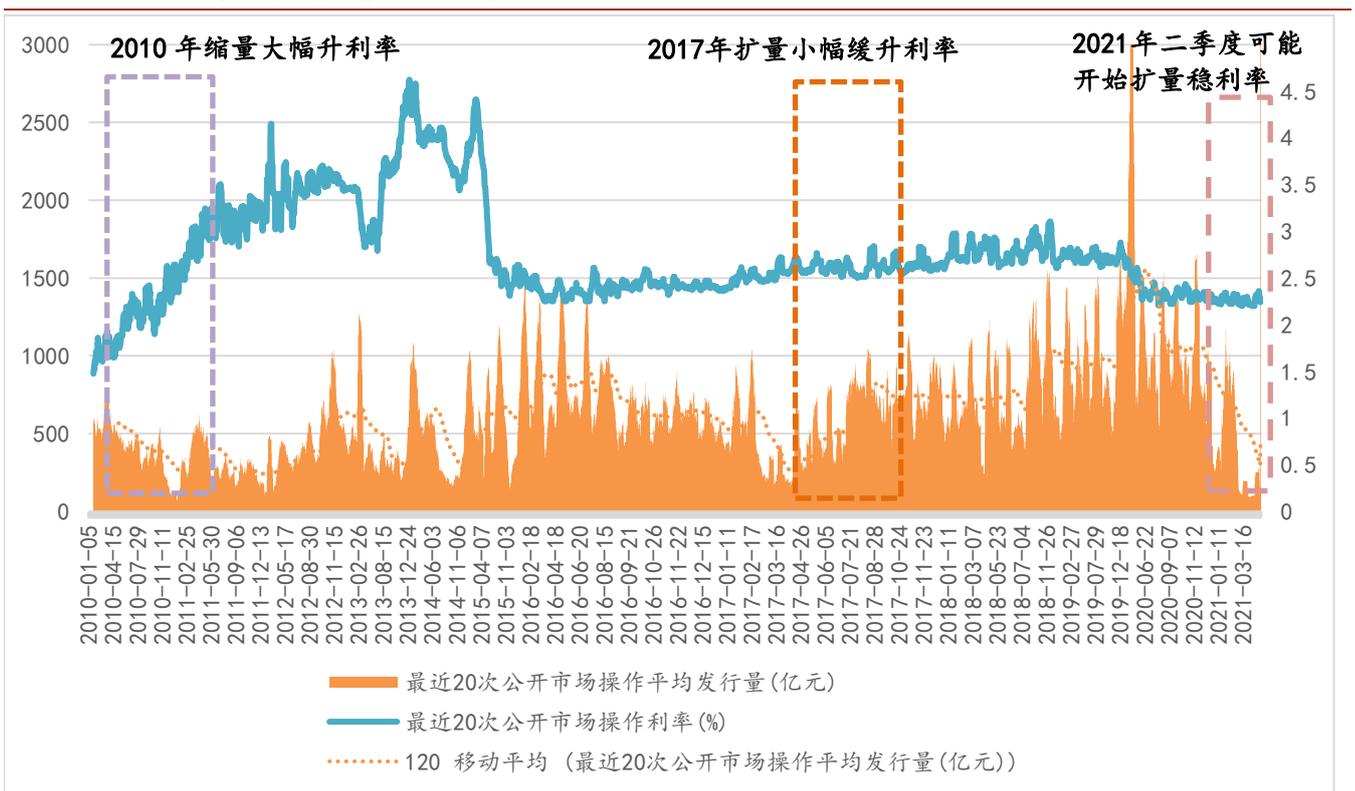
从央行角度，在经济复苏中后段改变货币政策并引导利率变化，最为重要手段是管理公开市场操作利率。过去 20 年复苏中后段主要可以归纳为 2 个方式：

2010 年急促模式：在缩减公开市场操作发行量同时，大幅提高公开市场操作利率水平升息操作，当年实际升息幅度超 100bp。

2017 年温和模式：在扩张公开市场操作发行量同时，微幅提升公开市场操作利率，当年实际升息幅度仅 20bp。

而 2021 年我们认为央行正在效仿 2017 年的温和模式，就是从去年 4 季度先缩量公开市场操作发行量但利率基本不变，后续根据经济复苏节奏再酌情微幅调节公开市场操作发行量和利率，尽量减小对经济的冲击。

图3：公开市场操作平均发行量和平均操作利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

由于本轮工业复苏的总体力度较弱，一季度权益市场挤泡沫也初步到位。我们认为央行在二、三季度继续在公开市场操作发行量收紧已经没有必要，未来适度扩张发行量并把公开市场操作利率保持在 2.3% 上下是最佳决策。

2021 年 2 季度以来，货币市场短端利率不断下降，就是央行为了对冲公开市场操作发行量大幅缩减后的流动性边际衰减。我们认为今年二季度有望成为全年流动性重新开始缓和的拐点，后续还需要 2-3 个季度经济复苏数据校验，来为央行货币政



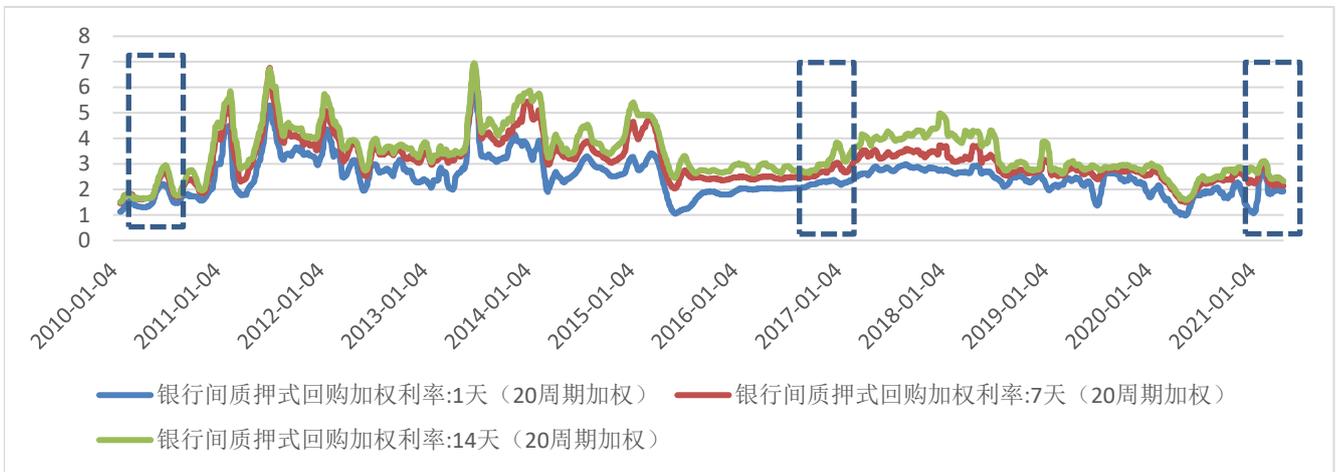
策提供后续决策依据。

表3: 同业存单到期收益率与 SHIBOR 对比变化

单位: bp	同业存单到 期收益率 (AAA):1 个 月	同业存单到 期收益率 (AAA):3 个 月	同业存单到 期收益率 (AAA):1 年	SHIBOR:1 个 月	SHIBOR:3 个 月	SHIBOR:1 年
年初以来涨跌	-13.07	-2.06	6.49	-14.20	-14.60	0.70
二季度以来涨跌	-3.05	-17.35	-15.64	-20.10	-21.30	-10.50
月初以来涨跌	-3.41	3.93	-40.71	-4.10	-3.50	-8.00
周度涨跌	-2.32	-2.32	-21.61	0.00	0.00	-2.60

资料来源: wind, 申港证券研究所

图4: 银行间质押式回购利率维持稳定



资料来源: 申港证券研究所

4. 附录 1: 统计局原始数据概览

1—3 月份, 全国规模以上工业企业实现利润总额 18253.8 亿元, 同比增长 1.37 倍 (按可比口径计算, 详见附注二), 比 2019 年 1—3 月份增长 50.2%, 两年平均增长 22.6%。

1—3 月份, 规模以上工业企业中, 国有控股企业实现利润总额 6165.4 亿元, 同比增长 1.99 倍; 股份制企业实现利润总额 12792.7 亿元, 增长 1.29 倍; 外商及港澳台商投资企业实现利润总额 5128.1 亿元, 增长 1.61 倍; 私营企业实现利润总额 5163.3 亿元, 增长 91.9%。

1—3 月份, 采矿业实现利润总额 1519.5 亿元, 同比增长 77.1%; 制造业实现利润总额 15366.3 亿元, 增长 1.58 倍; 电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 1368.0 亿元, 增长 56.9%。

1—3 月份, 在 41 个工业大类行业中, 39 个行业利润总额同比增加, 1 个行业



扭亏为盈，1 个行业实现减亏。主要行业利润情况如下：汽车制造业利润总额同比增长 8.43 倍，有色金属冶炼和压延加工业增长 4.71 倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.88 倍，化学原料和化学制品制造业增长 3.43 倍，电气机械和器材制造业增长 1.67 倍，专用设备制造业增长 1.46 倍，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.41 倍，通用设备制造业增长 1.19 倍，煤炭开采和洗选业增长 94.3%，非金属矿物制品业增长 69.1%，电力、热力生产和供应业增长 50.7%，纺织业增长 40.4%，农副食品加工业增长 28.9%，石油和天然气开采业增长 18.4%。

1—3 月份，规模以上工业企业实现营业收入 27.48 万亿元，同比增长 38.7%；发生营业成本 22.91 万亿元，增长 36.5%；营业收入利润率为 6.64%，同比提高 2.76 个百分点。

3 月末，规模以上工业企业资产总计 128.70 万亿元，同比增长 9.5%；负债合计 72.47 万亿元，增长 9.0%；所有者权益合计 56.23 万亿元，增长 10.1%；资产负债率为 56.3%，同比下降 0.3 个百分点。

3 月末，规模以上工业企业应收账款 16.59 万亿元，同比增长 17.1%；产成品存货 4.73 万亿元，增长 8.5%。

1—3 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 83.37 元，同比减少 1.36 元；每百元营业收入中的费用为 8.60 元，同比减少 1.04 元。

3 月末，规模以上工业企业每百元资产实现的营业收入为 86.0 元，同比增加 18.1 元；人均营业收入为 152.7 万元，同比增加 40.8 万元；产成品存货周转天数为 18.3 天，同比减少 4.7 天；应收账款平均回收期为 53.8 天，同比减少 10.2 天。

3 月份，规模以上工业企业实现利润总额 7111.8 亿元，同比增长 92.3%。

表4：统计局公布 2021 年 1—3 月份规模以上工业企业经济效益指标

行 业	营业收入 1-3 月	营业收入同比增长	营业成本 1-3 月	营业成本同比增长	利润总额 1-3 月	利润总额同比增长
总计	274828	38.7	229126.7	36.5	18253.8	137.3
煤炭开采和洗选业	5621.1	29.6	3787.9	22	808.8	94.3
石油和天然气开采业	1979.4	3.5	1244.6	2.5	411.2	18.4
黑色金属矿采选业	1230.1	57	929.1	46.5	143.5	780.4
有色金属矿采选业	635.7	29	439.8	21.1	96.8	95.2
非金属矿采选业	821.8	35.7	621.1	34.8	66.4	50.9
开采专业及辅助性活动	347.7	-6.9	339.5	-9.3	-7.2	(注1)
其他采矿业	3.3	153.8	3	150	0.1	(注2)
农副食品加工业	12121.4	26	10984.9	26.2	458.2	28.9
食品制造业	4891.6	23.2	3824.6	24.2	394.9	52.1
酒、饮料和精制茶制造业	4090.1	30.3	2568.7	28.2	767.5	44.1
烟草制品业	4287.7	13	1155.5	7.9	645.4	18.7
纺织业	5237.4	27.3	4654.6	26.8	168.8	40.4



纺织服装、服饰业	2968.2	16.5	2526.6	15.9	115.9	43.3
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	2320.2	17.7	2005.8	17.3	116.2	29.3
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	2056.5	39.2	1859.5	39.9	64	27.2
家具制造业	1637.1	39.9	1374.3	40.1	67.3	72.6
造纸和纸制品业	3401	37.3	2871.2	35.9	247.6	112.7
印刷和记录媒介复制业	1535.4	30.8	1297.3	31	71.2	49.3
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3011	35.6	2623.1	35.7	124.5	57
石油、煤炭及其他燃料加工业	12089.9	19.6	9640.1	6.6	899.1	(注3)
化学原料和化学制品制造业	17606.8	40.2	14349.5	32.8	1688.9	342.5
医药制造业	6555.1	33.5	3594.4	26.1	1147.6	88.7
化学纤维制造业	2153	40.7	1895.8	34.7	136.6	596.9
橡胶和塑料制品业	6341.3	44	5305.4	41.4	396.9	140
非金属矿物制品业	12996.2	40	10849.9	39.2	857.6	69.1
黑色金属冶炼和压延加工业	20483.1	50.5	18837.3	47.7	871.4	387.6
有色金属冶炼和压延加工业	14388.2	43	13269.1	39.2	555	471
金属制品业	9325.1	49.2	8200.3	48.6	366.6	116.7
通用设备制造业	9873.3	49.4	8111.6	48	633.2	118.7
专用设备制造业	8253.4	49.8	6467.1	47.2	707.6	145.5
汽车制造业	21162.7	71.5	18018.9	69.4	1320.8	843.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2534.1	37.8	2162.3	37.9	103.1	72.4
电气机械和器材制造业	16763.1	56.5	14325.8	56.1	838	166.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	29956.9	39.6	26016.4	37.6	1383.5	141.4
仪器仪表制造业	1764.4	46.1	1330.8	43.2	140.5	111
其他制造业	431.8	41.8	364.3	41.1	20.7	80
废弃资源综合利用业	1601.4	90.9	1503.6	92.8	52.2	99.2
金属制品、机械和设备修理业	280.6	5.3	242.4	2.1	5.3	194.4
电力、热力生产和供应业	18261.3	21.2	16309.7	20.9	1080.9	50.7
燃气生产和供应业	2974.5	26.2	2599.3	25.1	227.2	66.1
水的生产和供应业	835.1	26.2	621.6	21.6	59.8	234.1

资料来源：统计局，申港证券研究所



表5：2021年1—3月份规模以上工业企业主要财务指标

分 组	营业收	每百元	每百元	每百元	人 均	资 产	产 成	应 收 账
	入 利 润	营 业 收	营 业 收	资 产 实	营 业	负 债	品 存	款 平 均
	率	入 中 的	入 中 的	现 的 营	收 入	率	货 周	回 收 期
		成 本	费 用	业 收 入			转 天	数
	1-3 月	1-3 月	1-3 月	3 月 末	3 月 末	3 月 末	3 月 末	3 月 末
总计	6.64	83.37	8.60	86.0	152.7	56.3	18.3	53.8
其中：采矿业	14.28	69.23	11.82	41.5	101.9	60.5	13.6	41.0
制造业	6.35	83.53	8.69	101.0	150.3	55.2	20.2	55.1
电力、热力、燃气及水生产和供应业	6.20	88.49	6.10	40.7	260.1	59.1	0.8	46.2
其中：国有控股企业	8.17	79.64	7.21	62.1	241.5	57.0	13.3	41.0
其中：股份制企业	6.35	83.37	8.79	82.7	149.8	57.1	18.9	51.4
外商及港澳台商投资企业	7.85	83.39	8.40	98.3	161.8	53.4	17.9	64.3
其中：私营企业	4.94	86.16	8.77	117.8	122.7	58.2	19.9	51.3

资料来源：统计局，申港证券研究所

表6：2021年1—3月份规模以上工业企业经济效益指标

分 组	营业收入		营业成本		利润总额	
	1-3 月	同比增长	1-3 月	同比增长	1-3 月	同比增长
总计	274828.0	38.7	229126.7	36.5	18253.8	137.3
其中：采矿业	10639.1	25.1	7365.0	19.7	1519.5	77.1
制造业	242118.0	41.2	202231.1	38.9	15366.3	157.8
电力、热力、燃气及水生产和供应业	22070.9	22.0	19530.6	21.4	1368.0	56.9
其中：国有控股企业	75508.7	32.8	60132.6	29.1	6165.4	199.4
其中：股份制企业	201385.0	38.2	167893.8	36.1	12792.7	129.2
外商及港澳台商投资企业	65303.2	42.1	54453.6	39.3	5128.1	160.9
其中：私营企业	104494.3	41.0	90035.4	39.8	5163.3	91.9

资料来源：统计局，申港证券研究所

5. 附录 2：近期短端利率变化一览

5.1 二季度以来货币市场短端利率继续下沉

截止至最新日期，本周 DR001 运行在 1.84%-2.11%之间，DR007 运行在 2.08%-2.22%之间，DR014 运行在 2.28%-2.32%之间，相比上周有所抬升，资金面小幅收敛。2020 年 4 月以来，中期借贷便利（MLF）利率稳定在 2.95%水平，连续两月 MLF 净投放值位于零水平，中期流动性维持稳定；贷款补充贷款（PSL）自 2020 年初以来不断下降。逆回购方面，最新一周有 500 亿逆回购到期，但无逆回购净投放，7 天逆回购利率自 2020 年 3 月以来始终维持在 2.20%水平。

4 月第 4 周 1M 存单收益率下行 2bp 至 2.22%，3M 存单收益率下行 2bp 至 2.53%，1 年期存单收益率下行 6bp 至 2.96%，不管是中期还是短期资金成本都出现下沉。

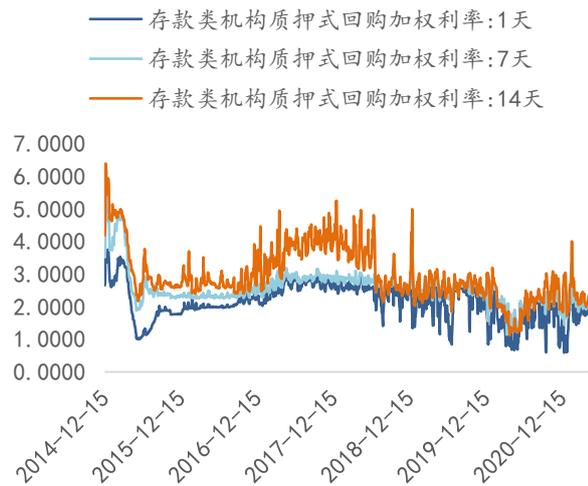


表7: 近期 DR 利率以及 R 利率变化

单位: bp	DR001	DR007	DR014	R001	R007	R014
年初以来涨跌	109.38	24.18	41.77	99.87	1.81	1.17
二季度以来涨跌	-16.56	-10.04	15.72	-22.24	-12.86	-0.47
月初以来涨跌	-17.25	-5.66	15.62	-23.64	-12.15	4.5
周度涨跌	-11.94	-11.97	-1.17	-15.21	-21.13	-7.5

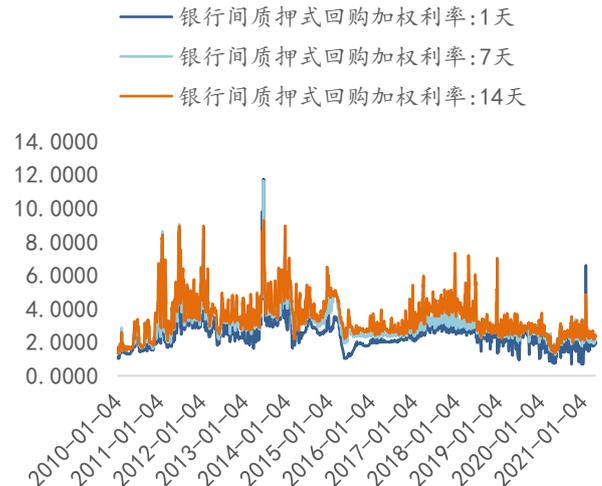
资料来源: wind, 申港证券研究所

图5: DR001、DR007 与 DR014, %



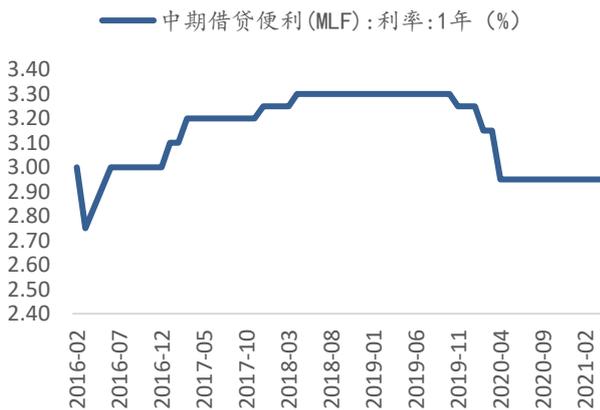
资料来源: wind, 申港证券研究所

图6: R001、R007 与 R014, %



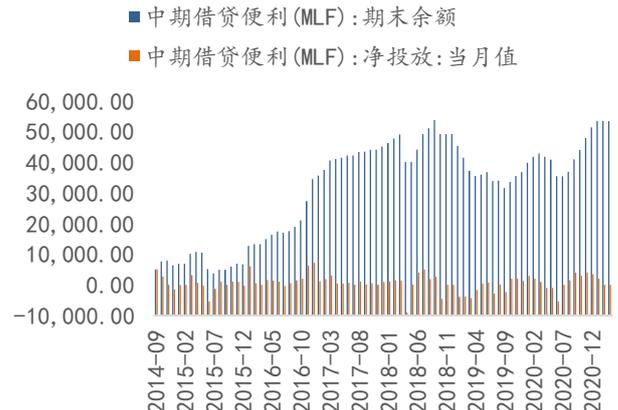
资料来源: wind, 申港证券研究所

图7: 中期借贷便利 (MLF) 利率, %



资料来源: wind, 申港证券研究所

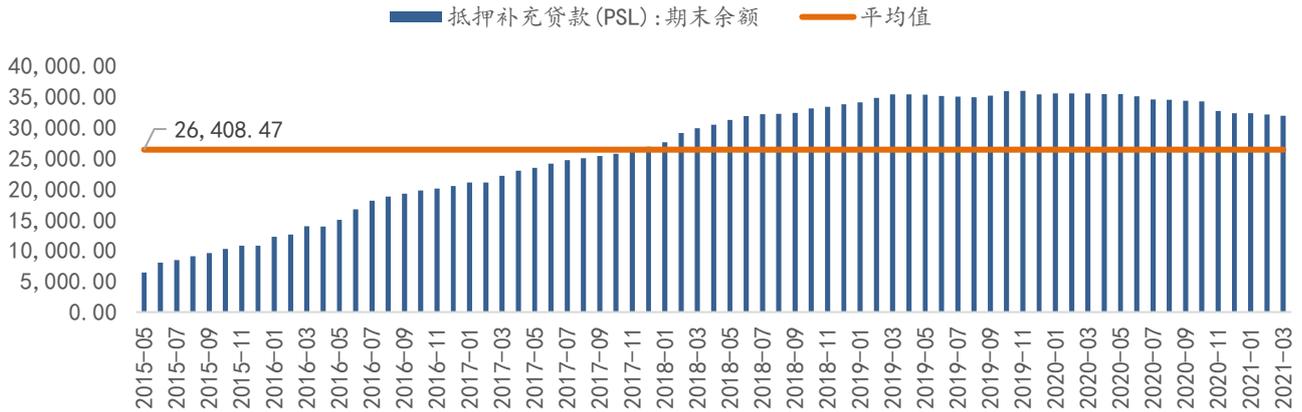
图8: 中期借贷便利 (MLF) 月度操作情况, 亿元



资料来源: wind, 申港证券研究所注: MLF 月度情况截止到3月。

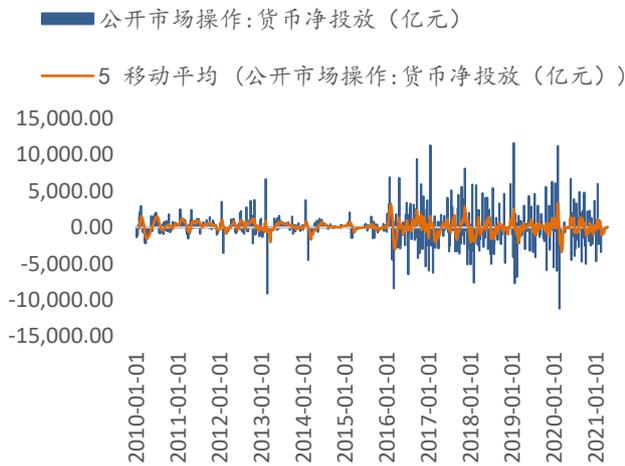


图9：抵押补充贷款（PSL）月度操作情况，亿元



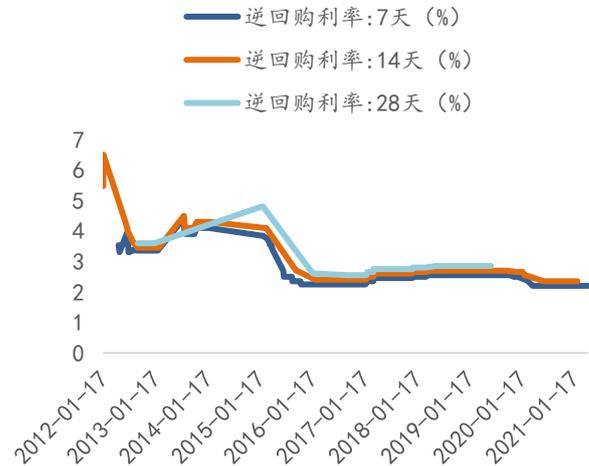
资料来源：wind，申港证券研究所 注：PSL 月度情况截至到3月。

图10：公开市场逆回购操作，亿元



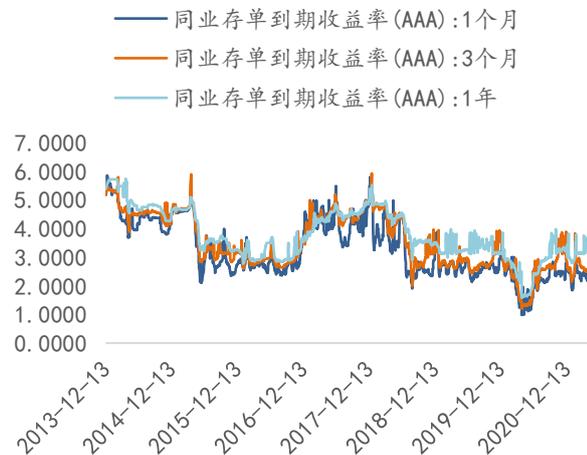
资料来源：wind，申港证券研究所

图11：逆回购利率情况，%



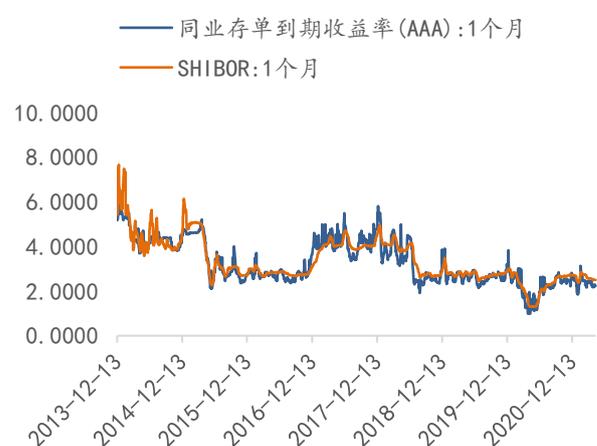
资料来源：wind，申港证券研究所

图12：同业存单收益率，%



资料来源：wind，申港证券研究所

图13：1M 存单收益率，%



资料来源：wind，申港证券研究所



图14: 3M 存单收益率, %



资料来源: wind, 申港证券研究所

图15: 1Y 存单收益率, %

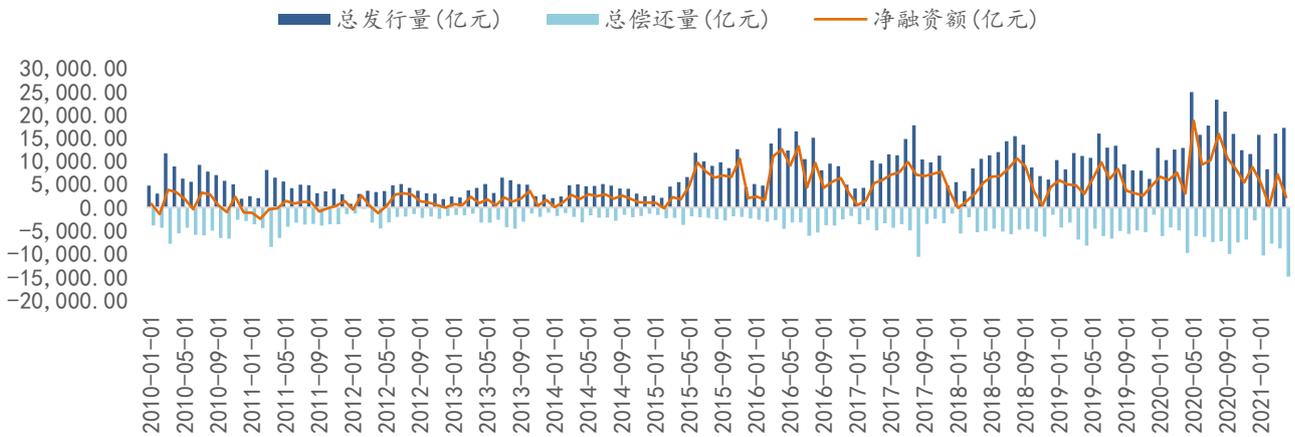


资料来源: wind, 申港证券研究所

一级市场：利率债净供给环比上周回升，市场情绪较好

4月第4周利率债发行利率债 5,066.97 亿元，利率债到期 2,311.23 亿元，净供给自上周下降又回升，市场情绪较好，其中国债总发行 1,234.70 亿元，地方政府债总发行 2,630.17 亿元，政策银行债总发行 1,102.10 亿元，政府支持机构债总发行 100.00 亿元。

图16: 发行利率债的净供给月度状况, 亿元



资料来源: wind, 申港证券研究所

5.2 国债、国开债长端利率上行，反映远期信用收紧一致共识

4月第41年国债、国开债收益率分别下行 13bp 至 2.39%、下行 11bp 至 2.53%，3年国债、国开债收益率分别下行 7bp 至 2.74%、下行 3bp 至 3.10%，5年国债、国开债收益率分别维持在 2.97% 水平、下行 1bp 至 3.29%，10年国债、国开债收益率分别上行 2bp 至 3.17%、上行 3bp 至 3.55%，总体体现长端利率上行。

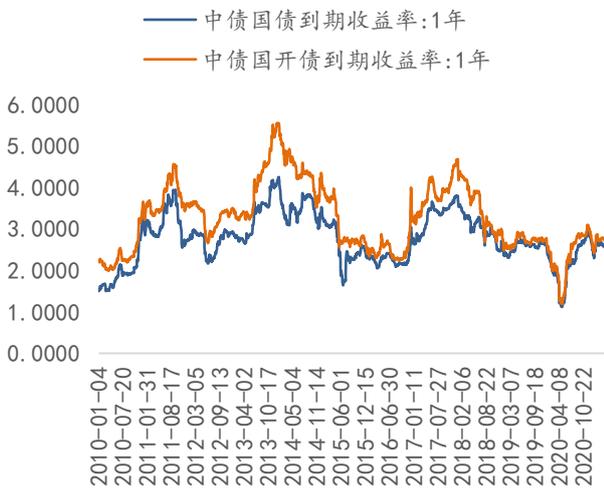


表8：国债、国开债收益率对比变化

单位: bp	中债国 债到 期收 益 率:1年	中债国 债到 期收 益 率:3年	中债国 债到 期收 益 率:5年	中债国 债到 期收 益 率:7年	中债国 债到 期收 益 率:10年	中债国 开债到 期收 益 率:1年	中债国 开债到 期收 益 率:3年	中债国 开债到 期收 益 率:5年	中债国 开债到 期收 益 率:7年	中债国 开债到 期收 益 率:10年
年初以来涨跌	-10.52	-13.51	-2.79	-7.75	-0.61	-5.91	1.67	-2.89	1.25	-3.08
二季度以来涨跌	-21.96	-15.52	-11.23	-9.46	-7.56	-22.34	-10.40	-13.97	-11.30	-16.34
月初以来涨跌	-19.06	-12.52	-2.57	-4.70	-2.41	-23.91	-9.13	-7.32	-8.72	-2.48
周度涨跌	-12.95	-6.86	0.20	1.01	1.60	-10.69	-3.17	-0.96	-2.54	2.60

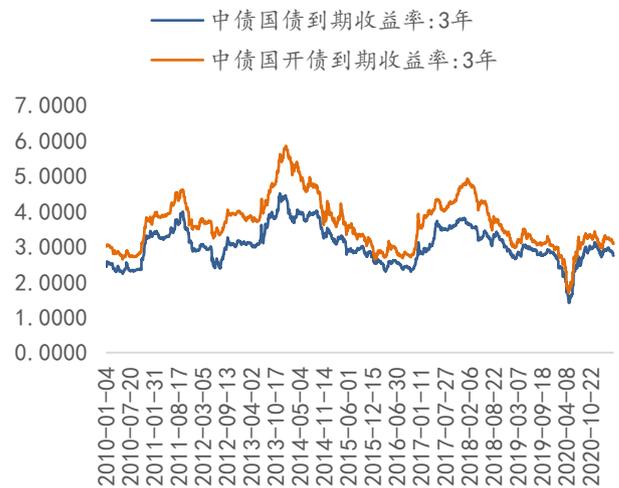
资料来源: wind, 申港证券研究所

图17：1年国债、国开债收益率，%



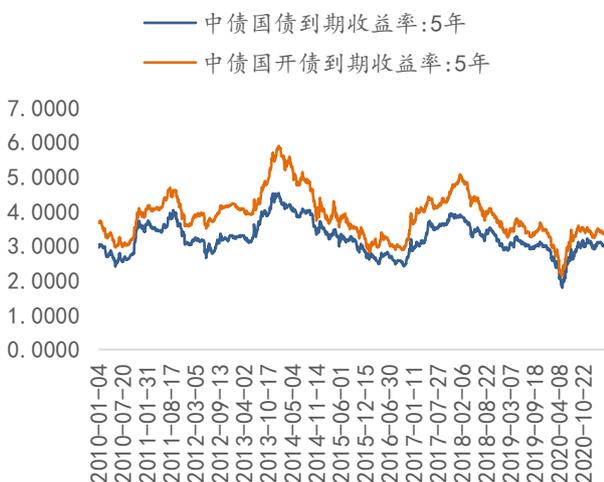
资料来源: wind, 申港证券研究所

图18：3年国债、国开债收益率，%



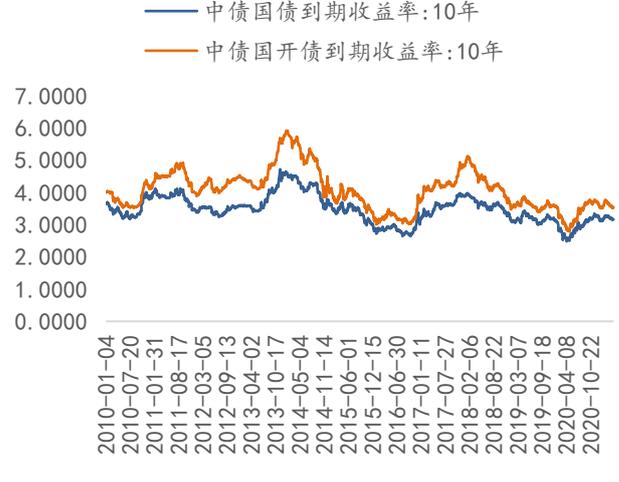
资料来源: wind, 申港证券研究所

图19：5年国债、国开债收益率，%



资料来源: wind, 申港证券研究所

图20：10年国债、国开债收益率，%



资料来源: wind, 申港证券研究所



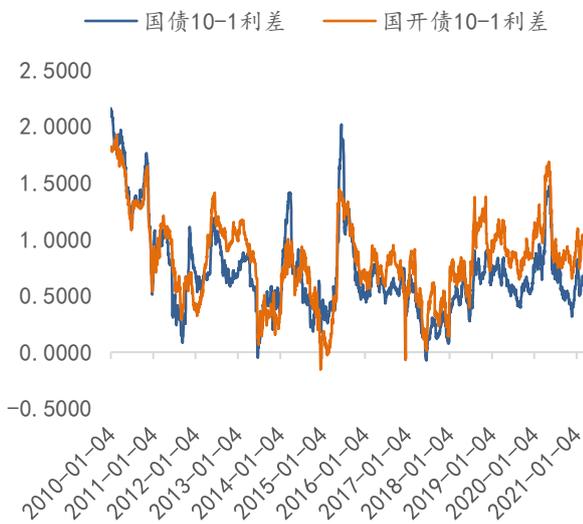
表9：国债、国开债利差对比变化

单位：bp	国债 10-1 利差	国开债 10-1 利差	国债 10-3 利差	国开债 10-3 利差	国债 10-5 利差	国开债 10-5 利差	国债 10-7 利差	国开债 10-7 利差
年初以来涨跌	9.91	2.83	12.90	-4.75	2.18	-0.19	7.14	-4.33
二季度以来涨跌	14.40	6.00	7.96	-5.94	3.67	-2.37	1.90	-5.04
月初以来涨跌	16.65	21.43	10.11	6.65	0.16	4.84	2.29	6.24
周度涨跌	14.55	13.29	8.46	5.77	1.40	3.56	0.59	5.14

资料来源：wind，申港证券研究所

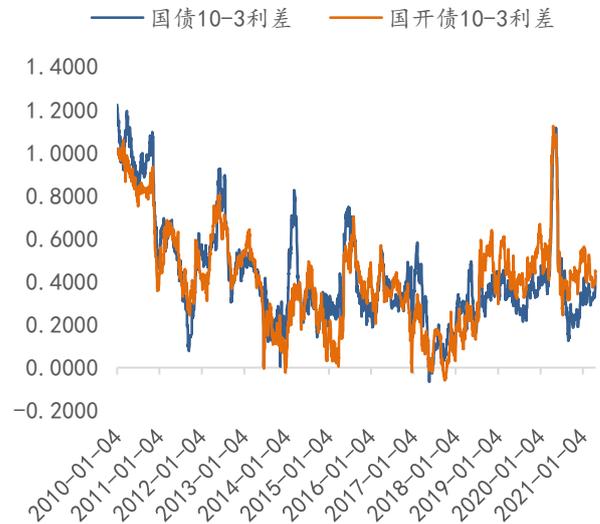
国债和国开债长端的信用利差不断扩张，显示着远期信用收紧态势没有本质改变。

图21：国债、国开债 10-1 利差，%



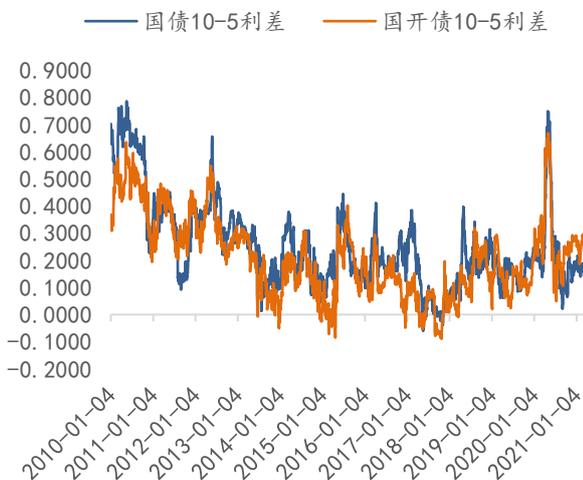
资料来源：wind，申港证券研究所

图22：国债、国开债 10-3 利差，%



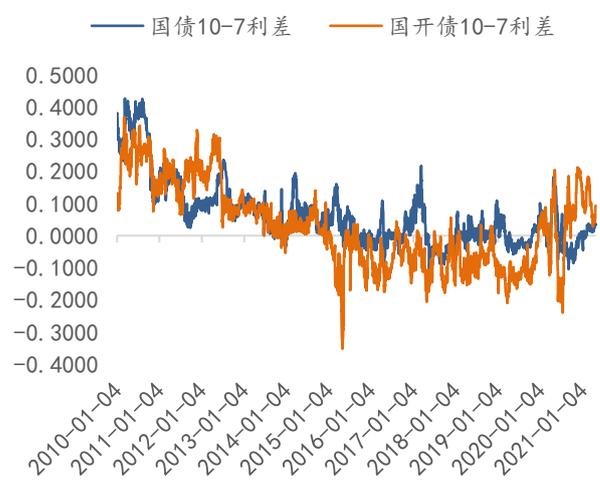
资料来源：wind，申港证券研究所

图23：国债、国开债 10-5 利差，%



资料来源：wind，申港证券研究所

图24：国债、国开债 10-7 利差，%



资料来源：wind，申港证券研究所



分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001，CIIA 注册国际投资分析师。浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7 年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF 有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

