

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因: 定期报告

2022年5月7日

结构性货币政策将继续推出

——国内宏观利率周报（2022.05.02-2022.05.06）

本报告分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

邮箱: guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码: S0760522030002

邮箱: zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点

➤ **核心观点: 短期博弈交易机会风险加大, 结构性货币政策将继续推出, 关注经济边际恢复情况**

上周, 我们提示在还未看到经济数据实质性改善的情况下, 政治局会议提出疫情要防住和经济要稳住, 保持政策冗余度, 利率存在交易机会。

短期看, 政治局会议后央行、银保监会等积极响应稳增长政策, 上海疫情持续好转并积极推动复产复商, 北京疫情虽有扰动但目前看相对可控、部分重点城市发放消费券助力经济恢复。5月6日, 央行货币政策司课题组发布研究成果《结构性货币政策工具精准出击, 助力市场主体纾困和实体经济发展》, 充分肯定了结构性政策工具对助力市场主体纾困和实体经济发展的重要支持作用, **同时提出结构性政策也有助于保持银行体系流动性合理充裕, 支持信贷增长, 未来央行还将尽快推出 1000 亿元再贷款支持交通运输、物流仓储业融资。**在中美利差倒挂加深、汇率贬值压力持续、通胀需要关注的情况下, 结构性政策已成为货币政策保持冗余度的重要内容。尽管总量型货币政策仍可能按部就班, **但需关注总量和结构之间的相对变化对市场的影响。**资金面 5 月大概率继续合理充裕, 但需关注缴税带来的摩擦。**整体上, 短期仍可博弈经济金融数据、疫情和复工复产不及预期等, 但风险加大。**

中期看, 若疫情相对可控、通胀相对温和、则在实体融资利率不断下行和稳增长政策不断兑现的情况下, 经济仍有望以时间换空间。根据央行 2022 年一季度金融机构贷款投向统计报告, 3 月新发放企业贷款利率、新发放普惠小微企业贷款利率、新发放个人住房贷款利率分别为 4.37%, 4.93%、5.42%, 其中企业贷款利率较年初下行 8bp, 普惠利率和房贷利率均较年初下行 17bp。

➤ **市场回顾: 资金面平稳, 收益率窄幅波动**

上周, 受节前 PMI 弱势、疫情担忧、资金面宽松、美联储鹰中偏鸽等因素影响, 收益率整体微幅下行。5月6日, 10Y 国债、国开债收益率分别较上周-1.1bp、-0.5bp 至 2.8273%、3.0275%, 1Y 国债、国开债收益率分别+1.3bp、+1.5bp 至 2.0454%、2.1432%。对于债市而言, 上周也有较多利空, 如政治局会议后中央及多部委继续发声稳增长、人民币对美元继续调贬、上海多措并举有序推进复产复工复市等。但整体而言, 保持政策冗余度和货币政策基调偏稳的情况下, 在经济见实效之前, 市场继续博弈交易机会。

➤ **风险提示: 疫情发展超预期; 房地产政策大幅调整; 通胀大幅上行; 美联储加息缩表超预期; 经济数据超预期。**





目录

1.流动性及资金面回顾.....	4
1.1 公开市场操作.....	4
1.2 货币市场利率.....	4
2.市场回顾：市场微幅波动，曲线平坦化.....	4
3.一周重要信息.....	6
4.风险提示.....	8



图表目录

图 1 : DR007 (%)	5
图 2 : DR001 (%)	5
图 3 : 1Y 同业存单、MLF 利率 (%)	5
图 4 : 6 个月同业存单利率 (%)	5
图 5 : 10Y 国债收益率 (%)	5
图 6 : 1Y 国债收益率 (%)	5
图 7 : 收益率曲线 (%)	5
图 8 : 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (BP)	5
图 9 : 期限利差: 10Y 国债-1Y 国债(BP)	6
图 10 : 中美利差 (BP)	6
图 11 : 银行间质押式回购成交量及隔夜回购成交量占比 (亿元, %)	6
图 12 : 股债收益率比较 (%)	6

1.流动性及资金面回顾

1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购净回笼 300 亿元。下周有 200 亿元 7D 逆回购到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	05-02	05-03	05-04	05-05	05-06	05-07	合计
7D	0	0	0	-400	0	100	-300

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

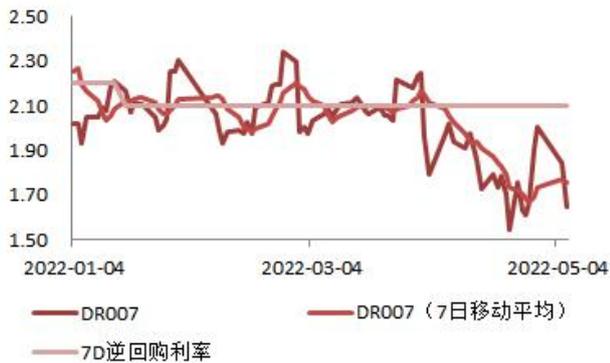
上周，货币市场短期利率全线回落。截止 5 月 6 日，DR001 下行 46bp 至 1.3275%，DR007 下行 36bp 至 1.6492%，R001 下行 53bp 至 1.3414%，R007 下行 20bp 至 1.8286%。截止 5 月 6 日，SHIBORO/N、SHIBOR1W 分别报收 1.3510%、1.7890%，较前一周分别下行 49bp、22bp。银行体系中长期资金利率亦维持较低水平。截止 5 月 6 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.2533%、2.3979%，分别较 4 月 29 日+10bp、-11bp。

2.市场回顾：长端微幅下行，曲线平坦化

上周，受节前 PMI 弱势、疫情担忧、资金面宽松、美联储鹰中偏鸽等因素影响，收益率整体微幅下行。截止 5 月 6 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周-1.1bp、-0.5bp 至 2.8273%、3.0275%，1Y 国债、国开债收益率分别+1.3bp、+1.5bp 至 2.0454%、2.1432%。对于债市而言，上周也有较多利空，如政治局会议后中央及多部委继续发声稳增长、人民币对美元继续调贬、上海多措并举有序推进复产复工复市等。但整体而言，保持政策冗余度和货币政策基调偏稳的情况下，在经济见实效之前，市场继续博弈交易机会。

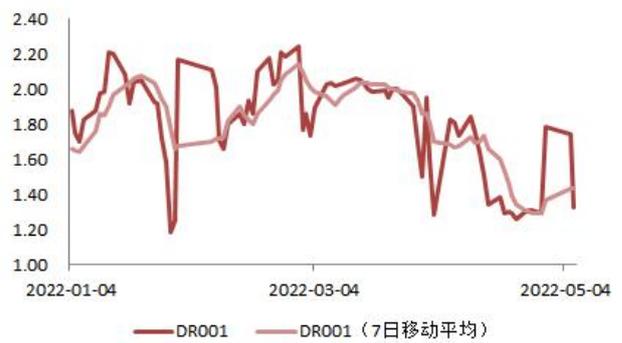


图 1：DR007 (%)



数据来源：wind

图 2：DR001 (%)



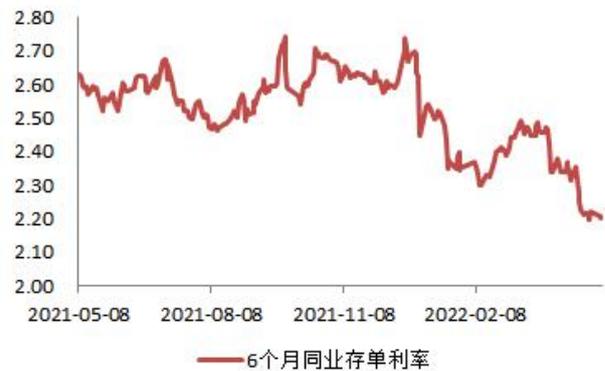
数据来源：wind

图 3：1Y 同业存单、MLF 利率 (%)



数据来源：wind

图 4：6 个月同业存单利率 (%)



数据来源：wind

图 5：10Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind

图 6：1Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind

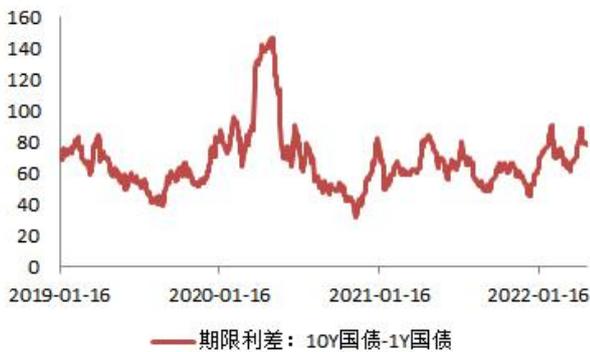
图 7：收益率曲线 (%)

图 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



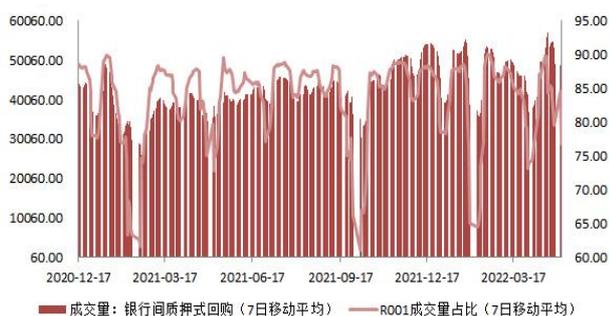
数据来源：wind

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



数据来源：wind

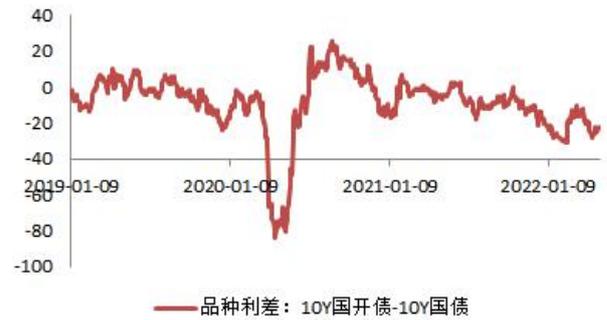
图 11：银行间质押式回购成交量及隔夜回购成交量占比（亿元，%）



数据来源：wind

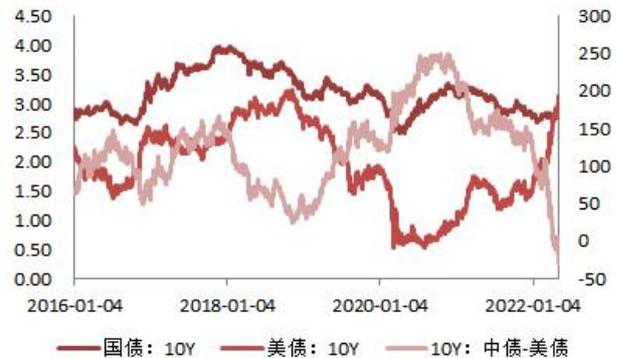
3.一周重要信息

美联储加息 50 个基点。5 月 4 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议决定提升联邦基金利率区



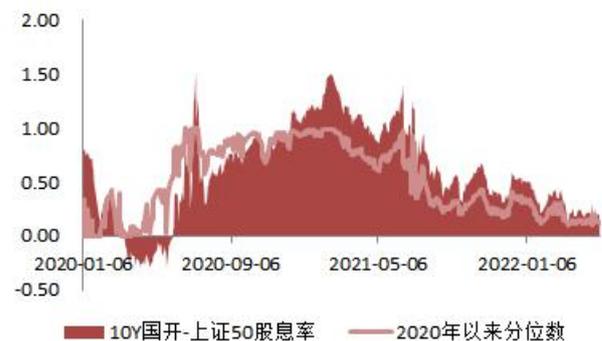
数据来源：wind

图 10：中美利差（bp）



数据来源：wind

图 12：股债收益率比较（%）



数据来源：wind

间至 0.75%-1.00% 区间，为 2000 年以来首次大幅加息 50 个基点；6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元。（来源：证券时报网）

美非农数据超预期但失业率不变。5 月 6 日，美国公布 4 月季调后非农就业人口新增 42.8 万人，预期增 39.1 万人，前值增 43.1 万人。美国 4 月失业率 3.6%，预期 3.5%，前值 3.6%。（来源：wind）

5 月 4 日，银保监会召开专题会议强调，鼓励拨备水平较高的大型银行及其他优质上市银行有序降低拨备覆盖率，释放更多信贷资源。支持发挥有效投资的关键作用，做好“十四五”规划重点领域和重大项目融资保障，支持适度超前开展基础设施投资。引导金融机构准确把握信贷政策，加强对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户的融资支持，提升融资便利度、降低综合融资成本。要督促银行保险机构坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。（来源：银保监会）

5 月 4 日，证监会召开专题会议，要求积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围，适时出台更多支持实体经济发展的政策措施。扎实推进资本市场全面深化改革，稳步推进股票发行注册制改革，推出科创板做市交易，丰富期货期权等市场风险管理工具，加快投资端改革步伐，积极引入长期投资者，进一步发挥机构投资者作用，激发市场活力。稳步扩大资本市场制度型开放。拓展境内外市场互联互通范围，深化内地与香港资本市场的合作，推进境内企业境外上市监管制度落地。（来源：证监会）

根据中指监测数据，2022 年五一假期期间（4 月 30 日-5 月 4 日），重点监测城市新建商品住宅成交面积较去年五一假期下降 52.3%。多数代表城市新房成交规模同比下降，其中武汉、苏州、温州同比下降均超五成。当前政策环境已明显改善，部分热点城市市场信心有所修复，但受疫情反复等因素影响，政策效果尚未明显传导至市场端。（来源：第一财经）

4 月财新中国服务业 PMI 降至 36.2，为 2020 年 3 月以来新低。据财新网报道，随着防疫措施收紧，4 月服务业经营活动受到的负面影响扩大，行业景气度在收缩区间进一步下降。5 月 5 日公布的 4 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 36.2，较 3 月下降 5.8 个百分点，连续第二个月创 2020 年 3 月以来新低。（来源：财新网）

中国人民银行增加 1000 亿元专项再贷款额度 支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备，以及煤电企业电煤保供。此次增加 1000 亿元额度后，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到 3000 亿元，有助于进一步释放煤炭先进产能，保障能源安全稳定供应，支持经济运行在合理区间。（来源：中国人民银行）

人民银行坚决落实金融支持稳经济工作措施。会议指出要加快推动已经确定的各项政策措施精准落地，用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构更好满足实体经济融资需求。优化金融服务，支持释放消费潜力，促进消费持续恢复。推动小微企业融资量增、面扩、价降，支持外贸、服务业、民航等困难行业纾困，加大对科技创新、专精特新企业金融支持力度。努力提升供应链金融发展水平，支持粮食、能源生产保供，保障物流畅通和促进产业链供应链稳定。要抓紧谋划增量政策工具，支持稳增长、稳就业、稳物价，为统筹疫情防控和经济社会发展营造良好货币金融环境。进一步有效管控金融风险，坚决守住不发生系统性金融风险底线。支持资本市场平稳运行。执行好房地产金融审慎管理制度，及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序，支持刚性和改善性住房需求。要对平台企业金融活动实施常态化金融监管，促进平台经济规范健康发展。（来源：中国人民银行）

央行货币政策司课题组：结构性货币政策工具精准出击，助力市场主体纾困和实体经济发展。据5月6日中国人民银行货币政策司课题组发布政策研究，当前国际形势仍然严峻复杂，国内疫情多点散发，宏观经济下行压力较大，市场主体面临的困难增加。尤其是以批发零售业、住宿餐饮业为代表的接触性、聚集性服务业，以交通物流业为代表的跨区域行业受到疫情影响较大，面临收入减少和成本刚性的双向压力，部分中小企业经营困难。面对当前的疫情防控和金融形势，为贯彻落实党中央“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求，人民银行主动作为，靠前发力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定宏观经济基本盘，提高政策精准导向和直达性，助力困难行业和小微企业纾困发展，强化对实体经济的支持力度，保持经济运行在合理区间。（来源：中国人民银行）

4.风险提示

疫情发展超预期；房地产政策大幅调整；通胀大幅上行；美联储加息缩表超预期；经济数据超预期。

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

