

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14日

金融数据落地，关注5月LPR

——国内宏观利率周报（2022.05.09-2022.05.13）

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：关注经济修复进度和贷款利率，经济基本面、货币政策和资金面对债市仍有支撑**

4月金融数据落地，对市场扰动或告一段落，下周即将公布4月经济数据，此后市场预计将更加聚焦于稳增长和宽信用以及复工复产情况。

高频数据方面，进入5月，钢厂开工率、国内PTA开工率等数据均有所回升。据央视新闻报道，5月13日最新的全国物流保通保畅运行数据显示，全国货运物流总体有序运行，持续恢复向好。5月13日，国家铁路运输货物量环比上升0.34%，全国高速公路货车通行车辆数环比上升0.95%，邮政快递揽收件数环比下降0.7%，投递件数环比上升1.2%。

央行一季度货币政策执行报告以专栏形式阐释存款利率市场化调整机制，4月央行指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。从实际情况看，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调其1年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。新的机制建立后，银行的存款利率市场化程度更高，在当前市场利率总体有所下行的背景下，有利于银行稳定负债成本，促进实际贷款利率进一步下行。

我们判断本轮经济的初期修复可能不会太快，但宽信用稳增长政策支撑下，好转可期，未来还需评判通胀、稳就业等情况对于经济复苏深度和持续性的影响。上周央行提出“积极主动谋划增量的政策工具，稳定信贷总量，降低融资成本，强化对重点领域和薄弱环节的金融支持力度”，在稳增长任务放在首位的情况下，货币政策降准降息窗口尚未关闭，社融的超预期下降也需要政策加大对冲，但通胀和汇率对货币政策的制约还将持续。短期看，经济基本面、货币政策和资金面对债市仍有支撑，但疫后经济修复速度和宽信用的推进更需加强关注。

➤ **市场回顾：资金面充裕，债市加杠杆重现，收益率整体下移**

疫情扰动，4月出口及金融数据不及预期，央行提出积极主动谋划增量的政策工具，资金面充裕等因素支撑收益率下行，但通胀超预期，特别国债发行预期等扰动市场。截止5月13日，10Y国债、国开债收益率分别较上周-1.23bp、-2.64bp至2.8140%、2.9986%，1Y国债、国开债收益率分别-2.98bp、-5.53bp至2.0125%、2.0763%。

➤ **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：收益率整体下移.....	4
3.一周重要信息.....	7
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 (%)	6
图 8 : 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (BP)	6
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，央行逆回购净投放 300 亿元。下周有 600 亿元 7D 逆回购和 1000 亿元 1 年期 MLF 到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	05-09	05-10	05-11	05-12	05-13	合计
7D	100	100	100	0	0	300

数据来源：wind，中国人民银行网站

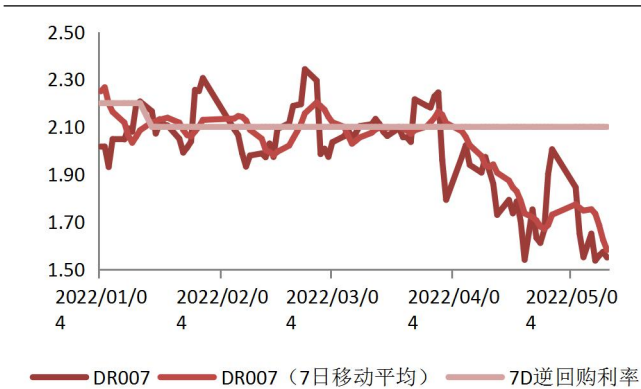
1.2 货币市场利率

上周，货币市场资金面充裕。截止 5 月 13 日，DR001+2.28bp 至 1.3115%，DR007-0.13bp 至 1.5496%，R001+7.05bp 至 1.3711%，R007-1.21bp 至 1.6313%。截止 5 月 6 日，SHIBORO/N、SHIBOR1W 分别报收 1.3100%、1.6710%，较前一周分别+1.60bp、-2.80bp。银行体系中长期资金利率亦维持较低水平。截止 5 月 13 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.2604%、2.3766%，分别较 5 月 7 日+7.98bp、-4.02bp。

2.市场回顾：收益率整体下移

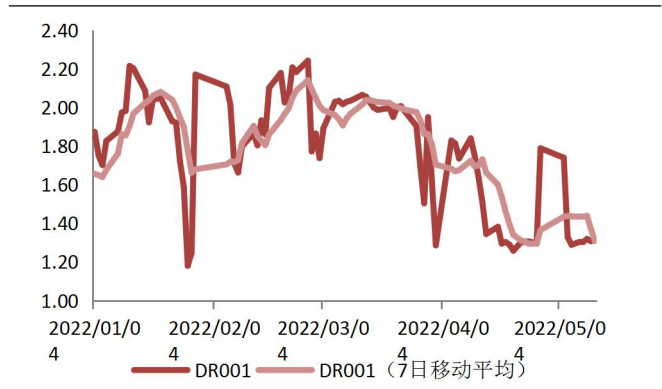
上周，收益率整体波动下移。截止 5 月 13 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周-1.23bp、-2.64bp 至 2.8140%、2.9986%，1Y 国债、国开债收益率分别-2.98bp、-5.53bp 至 2.0125%、2.0763%。疫情扰动，4 月出口及金融数据不及预期，央行提出积极主动谋划增量的政策工具，资金面充裕等因素支撑收益率下行，但通胀超预期，特别国债发行传言等因素扰动市场。

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 (%)



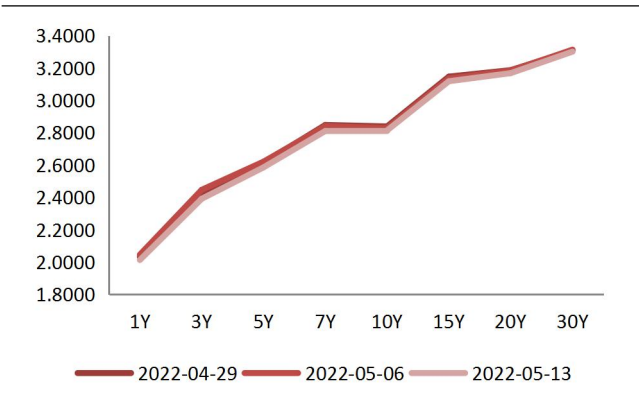
数据来源：wind

图 6：1Y 国债收益率 (%)



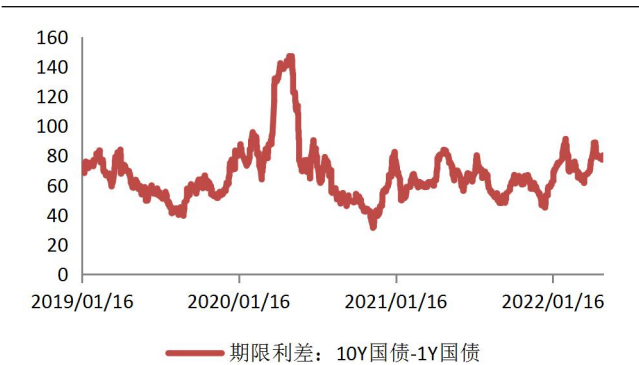
数据来源：wind

图 7：收益率曲线（%）



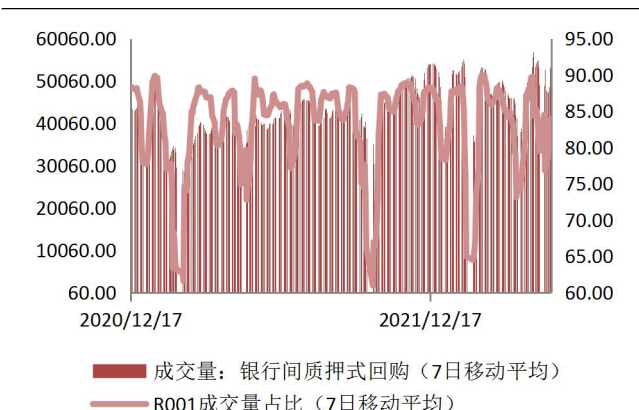
数据来源：wind

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



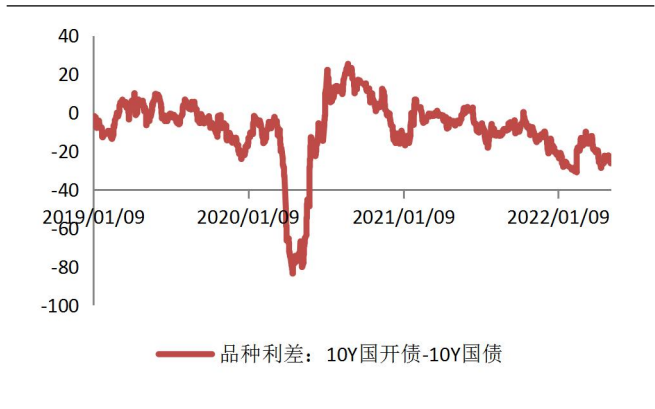
数据来源：wind

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，%）



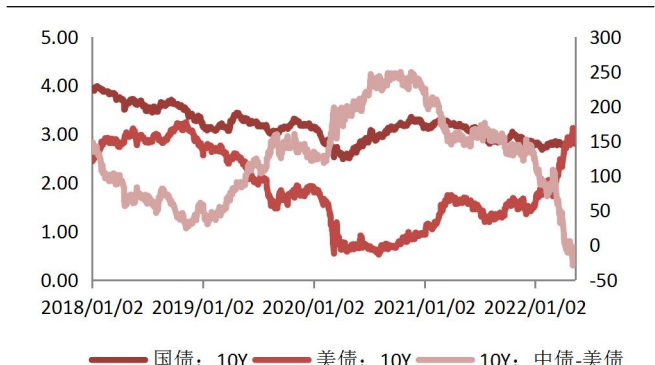
数据来源：wind

图 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债（bp）



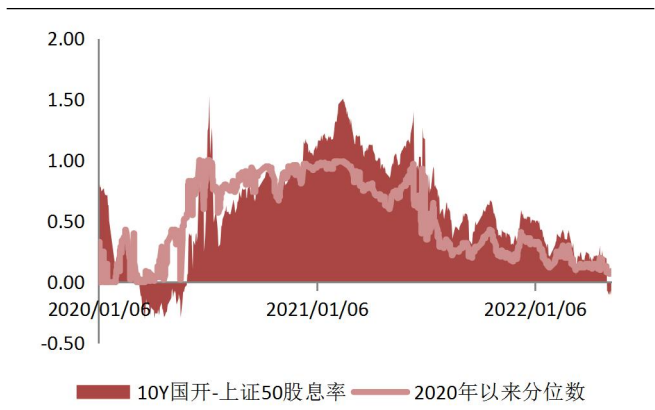
数据来源：wind

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

3.一周重要信息

美国4月通胀率略有下降，但仍高于预期。5月11日公布的美国4月CPI同比升8.3%，虽从40年高位回落，但仍然超过市场预期（8.1%），前值升8.5%；环比升0.3%，预期升0.2%，前值升1.2%。美国4月核心CPI同比升6.2%，预期6%，前值6.5%；环比升0.6%，预期0.4%，前值0.3%。

出口数据不及预期。海关总署5月9日公布，中国4月出口（以人民币计）同比增1.9%，前值增12.9%；进口降2%，前值降1.7%；贸易顺差3250.8亿美元，前值3005.8亿元。中国4月出口（以美元计）同比增3.9%，预期增5.3%，前值增14.7%；进口同比持平，预期降2.5%，前值降0.1%；贸易顺差511.2亿美元，预期561.92亿美元，前值473.8亿美元。

商务部等14部门发布关于开展内外贸一体化试点的通知。商务部网站5月10日显示，商务部等14部门发布《关于开展内外贸一体化试点的通知》，力争用3年时间，在完善内外贸一体化调控体系，促进内外贸法律法规、监管体制、经营资质、质量标准、检验检疫、认证认可衔接等方面积极创新、先行先试，培育一批内外贸一体化经营企业，打造一批内外贸融合发展平台，形成一批具有国际竞争力、融合发展的产业集群，建立健全促进内外贸一体化发展的体制机制，形成可复制推广的经验和模式，为促进内外贸融合发展发挥示范带动作用。

4月CPI温和上涨，PPI涨幅回落。国家统计局5月11日公布，4月CPI环比上涨0.4%，同比上涨2.1%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.9%，涨幅比上月回落0.2个百分点。4月PPI环比和同比涨幅均有所回落。

国务院常务会议：财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘。5月11日，国务院常务会议指出，一是财政货币政策要以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降融资成本等都着力指向稳市场主体稳岗稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。要进一步运用多种政策工具，调动地方积极性并压实责任，切实稳岗稳就业。二是确保物价稳定。要确保粮食产量和供应稳定，夯实稳物价基础。在做好疫情防控同时进一步畅通物流特别是重点地区物流，维护产业链供应链稳定。三是确保能源供应。在前期支持基础上，再向中央发电企业拨付500亿元可再生能源补贴，通过国有资本经营预算注资100亿元，支持煤电企业纾困和多发电。要优化政策，安全有序释放先进煤炭产能。决不允许出现拉闸限电。四是对当前有困难的企业，给予住房公积金政策支持，年底前申请即可缓缴，预计减缓企业负担900多亿元。职工未正常偿还公积金贷款，不作逾期处理。五是抓紧研究养老保险费缓缴政策扩围、延长期限的措施，指导地方对中小微企业、个体工商户水电气等费用予以补贴。会议指出，要按市场化法治化原则，通过发行不动产投资信托基金等方式，盘活基础设施等存量资产，以拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。指导地方拿出有吸引力项目示范，对参与投资各类市场主体一视同仁。



抓紧谋划推出增量政策工具 加强相机调控。5月12日，中共中央宣传部举行“中国这十年”系列主题新闻发布会。下一阶段，人民银行会加强跨周期政策调节，加快落实已经出台的政策措施，积极主动谋划增量的政策工具，稳定信贷总量，降低融资成本，强化对重点领域和薄弱环节的金融支持力度，加大对实体经济的进一步支持。

4月M2同比增速扩大至10.5%，社会融资规模增量为9102亿元。央行有关负责人表示，4月人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多，反映出近期疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。1-4月企业贷款利率为4.39%，同比下降0.25个百分点，保持在有统计记录以来的低位。下一阶段将稳增长放在更加突出的位置，加大稳健货币政策的实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加快落实已出台的政策措施，积极主动谋划增量政策工具，支持经济运行在合理区间。

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。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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，本报告的任一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：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

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

