

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观利率

LPR 下调对债市并非利空

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.05.16-2022.05.20）

2022年5月21日

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: 关注经济修复的节奏和空间, LPR 下调对债市并非利空。**

未来是现在的积累, 复工复产、防疫政策和社会流动直接关系到市场预期和宽信用稳增长的效果。4 月经济数据大幅下行使得宽信用稳增长再度加码。继 5 月 15 日首套房降息后, 20 日 5 年期 LPR 下调 15bp, 宽信用稳地产态度明确。此外, 本周稳增长举措还体现在财政、就业、数字经济等方面。未来是现在的积累, 经济循环的恢复状况值得关注。复工复产方面, 根据 5 月 16 日国新办经济数据新闻发布会信息, 截至当日, 上海 9000 多家规模以上工业企业中, 已经复工企业占比接近 50%。5 月 20 日, 上海市印发复工复产方案, 分三个阶段推进: 第一阶段, 至 5 月 21 日, 集中恢复产业链供应链; 第二阶段, 5 月 22 日至 5 月 31 日, 扩大复工复产; 第三阶段, 6 月 1 日以后加快全面复工复产。社会流动性方面, 我们构建的全国拥堵指数本周恢复至去年同期的 99.04%, 连续 3 周恢复。防疫政策方面, 我们依然坚持“动态清零”政策不动摇, 尤其是本轮疫情爆发区的防疫政策较为严格。

5 年期 LPR 下调, 兼具信号意义和现实意义。从调降驱动因素看, 政策推动是主因, 存款利率水平下降是客观基础。受本轮疫情爆发影响, 中央多次强调政策靠前发力充足发力并积极谋划增量政策工具。5 月 18 日稳增长稳市场主体保就业座谈会进一步提出已出台政策要尽快落到位, 看得准的新举措能用尽用, 5 月份能出尽出, 努力使经济较快回归正常轨道。2022 年 4 月, 在央行指导下, 利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制。这一机制的建立, 可促进银行跟踪市场利率变化, 提升存款利率市场化定价能力, 维护存款市场良性竞争秩序。该机制对银行既有柔性指导又有适当激励。4 月最后一周, 全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%, 较前一周下降 10 个基点。叠加 4 月 25 日降准实施共同促进本次 LPR 的单边下调。**从调降目的看,**主要在于推动中长期贷款, 稳地产信号明确。今年 1-4 月社会融资规模整体不低, 尤其是一季度社融规模创近 5 年最高, 但其中存在住户贷款占比较低和企业中长期贷款占比较低两个结构性问题, 前者表明终端需求不足, 后者预示企业对未来预期不足, 降低资本支出。同时长短端贷款利率差高位也使得企业更倾向于短期融资, 如调降前 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 利差在 90bp 高位 (调降后为 75bp), 今年一季度一般贷款利率仍高于票据融资利率 258bp, 维持在 2015 年以来高位。房地产方面, 央行 5 月 15 日已明确“LPR-20bp”的首套房贷下限, 此次 LPR 下调将进一步降低购房成本, 释放住房合理需求, 同时对于房企融资和管理房企信用风险也有积极意义。**从调降幅度看,**此次 5 年期 LPR 调降 15bp, 是 2019 年 8 月以来降幅最大的一次, 在政策“5 月能出尽出”的要求下, 显示央行稳信贷, 降低融资成本的决心。





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：收益率陡峭化下移.....	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 (%)	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
图 13: 全国拥堵指数: 周平均.....	6
图 14: LPR 和国债收益率走势 (%)	6
图 15: 企业、住户加杠杆和 10Y 国债收益率 (亿元、%)	7

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 100 亿元，1000 亿元到期 1 年期 MLF 等量续作。下周有 500 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	05-16	05-17	05-18	05-19	05-20	合计
7D	-100	0	0	0	0	-100

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

上周，货币市场资金面整体充裕。截止 5 月 20 日，DR001+0.94bp 至 1.3209%，DR007+3.43bp 至 1.5839%，R001+1.24bp 至 1.3835%，R007+5.47bp 至 1.6860%。截止 5 月 20 日，SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.3220%、1.6650%，较前一周分别+1.20bp、-0.60bp。银行体系中长期资金利率亦维持较低水平。截止 5 月 20 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.0979%、2.2554%，分别较 5 月 13 日-13.01bp、-12.01bp。

2.市场回顾：收益率陡峭化下移

上周，收益率全线下行，5 年 LPR 下调，长端利率下行有限。截止 5 月 20 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周-2.40bp、-0.59bp 至 2.7900%、2.9927%，1Y 国债、国开债收益率分别-5.60bp、-6.55bp 至 1.9565%、2.0108%。收益率陡峭化下移的背后是一是资金面持续宽松。二是经济预期的博弈。一方面，经济数据下行、失业率高、疫情持续时间较长、防疫政策需更科学合理等导致的经济信心不足；另一方面，上海疫情持续缓和、复工复产逐步推进、宽信用政策加码带来经济复苏预期。周五，5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.45%，宽信用稳地产信号明确，对债市有些压制，10Y 国债和国开债分别上行 1.26bp、0.85bp。

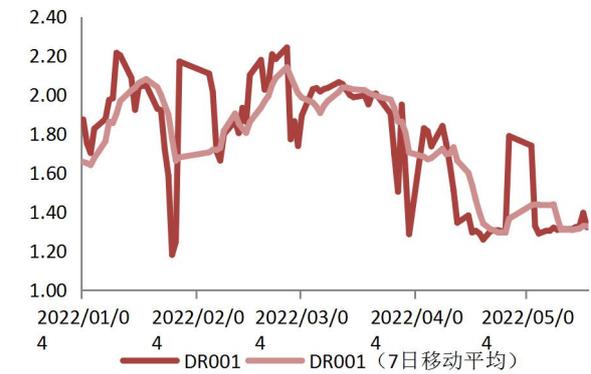


图 1：DR007 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

图 2：DR001 (%)



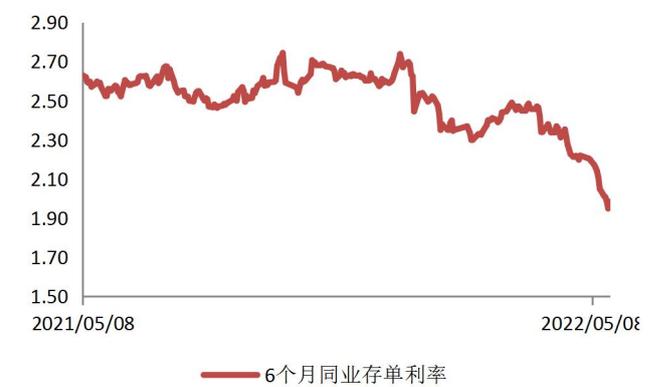
数据来源：wind 山西证券研究所

图 3：1Y 同业存单、MLF 利率 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

图 4：6 个月同业存单利率 (%)



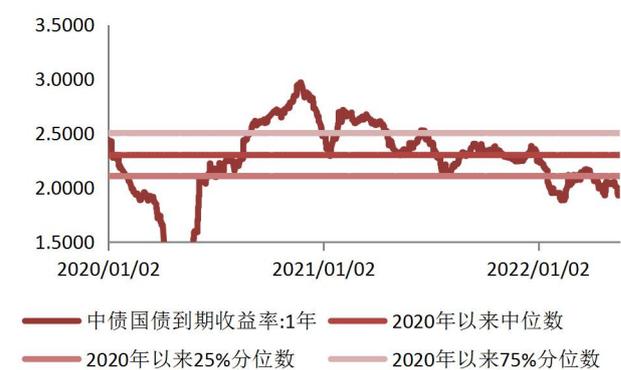
数据来源：wind 山西证券研究所

图 5：10Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

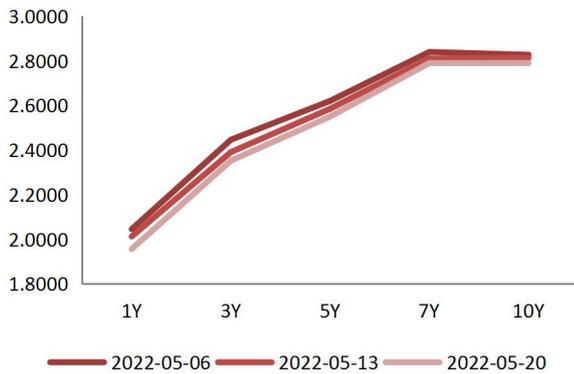
图 6：1Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

图 7：收益率曲线 (%)

图 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



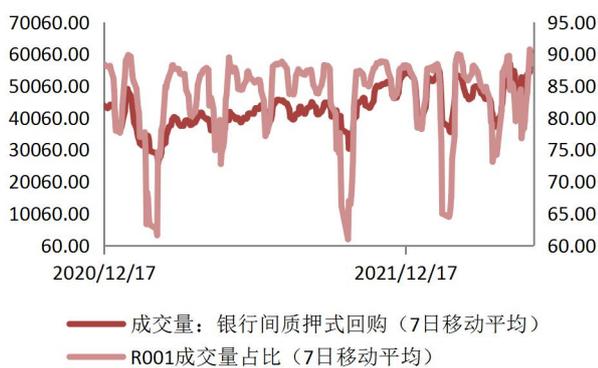
数据来源：wind 山西证券研究所

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



数据来源：wind 山西证券研究所

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，%）



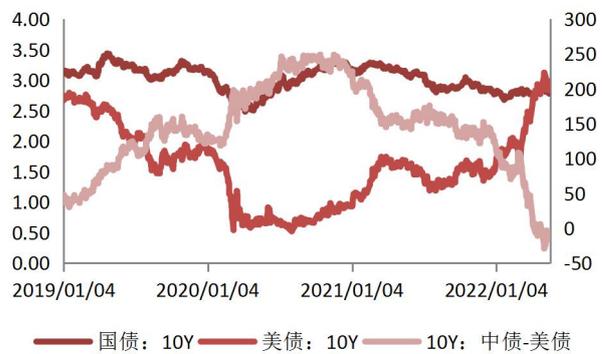
数据来源：wind 山西证券研究所

图 13：全国拥堵指数：周平均



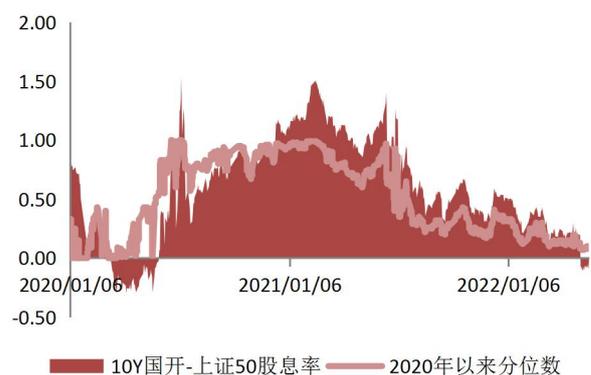
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差（bp）



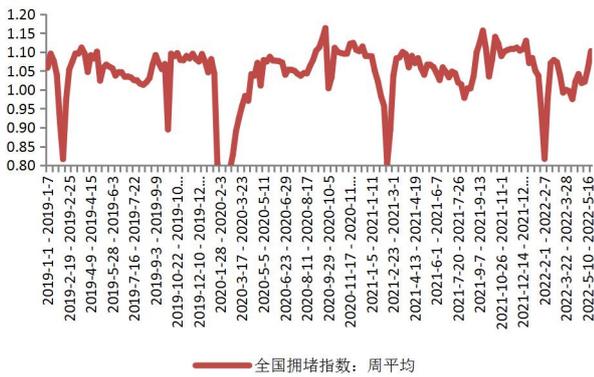
数据来源：wind 山西证券研究所

图 12：股债收益率比较（%）



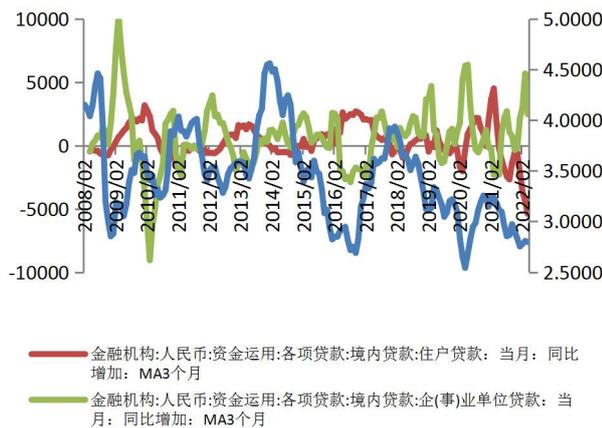
数据来源：wind 山西证券研究所

图 14：LPR 和国债收益率走势（%）



数据来源：wind 山西证券研究所

图 15：企业、住户加杠杆和 10Y 国债收益率（亿元、%）

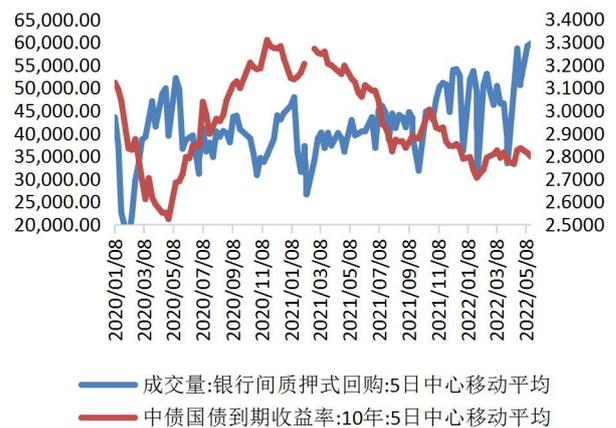


数据来源：wind 山西证券研究所



数据来源：wind 山西证券研究所

图 16：银行间质押式回购成交规模和 10Y 国债收益率



数据来源：wind 山西证券研究所

3.一周重要信息

5 年期 LPR 调降 15bp。5 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022 年 5 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.7%（上次为 3.70%），5 年期以上 LPR 为 4.45%（上次为 4.60%）。

加快和加力实施宏观政策 着力稳市场主体以稳增长保就业保民生。5 月 18 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在云南主持召开座谈会，研究部署进一步稳增长稳市场主体保就业。会议指出，受新一轮疫情、国际局势变化等超预期因素影响，3 月份以来特别是 4 月份部分经济指标明显转弱，一些重点地区

更为突出，物流不畅，部分行业和企业困难加剧，经济新的下行压力进一步加大。各地区各部门要增强紧迫感，挖掘政策潜力，看得准的新举措能用尽用，5月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间，努力使经济较快回归正常轨道。

财政部发布4月财政数据。1-4月累计，全国一般公共预算收入74293亿元，扣除留抵退税因素后增长5%，按自然口径计算下降4.8%；一般公共预算支出80933亿元，增长5.9%。主要税收收入项目中，国内增值税17676亿元，扣除留抵退税因素后增长1.8%，按自然口径计算下降28.9%。印花税1909亿元，同比增长19.3%；其中，证券交易印花税1250亿元，增长21.9%。1-4月累计，全国政府性基金预算收入17565亿元，同比下降27.6%；其中，国有土地使用权出让收入15012亿元，下降29.8%。财政部表示，下一步将进一步落实落细各项税费支持政策，加快大型企业增值税留抵退税等已定政策实施进度，也包括微型和小型，中型和大型要提前实施；加快实施进度，尽早尽快释放政策红利，帮助企业纾困解难，增强发展的内生动力，推动经济运行在合理区间。财政部还将落实好中央政治局会议要求，谋划好增量政策工具，全力扩大国内需求。

央行发布关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知。为坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，按照国务院有关部署，现就差别化住房信贷政策有关事项通知如下：1、对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。2、在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

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

