

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

收益率短期或调整，但空间有限

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.06.06-2022.06.10）

2022年6月12日

投资要点

➤ 核心观点：债市6月存在压力，但调整空间有限

本周长端收益率小幅下行一是因为北京、上海的疫情再度引发忧虑；二是周五公布的通胀数据环比走低，不考虑其他因素的情况下，全年CPI维持在可控范围内的概率提升。资金面上周延续宽松态势，短端走升可能出于“最宽松阶段已经过去”的担忧，毕竟5月社融总量是改善的，边际上会对货币政策预期有一定影响。

至少目前看，6月债市存在压力，一是疫后经济复苏逻辑继续演绎，是否和一系列促消费政策、部分区域地产松绑政策形成共振还需观察，市场可能因此偏谨慎。从社会流动性看，上海、北京的流动性改善比较明显，6月4日至10日的拥堵指数均值恢复到去年同期的90.5%（前值77.9%）、83.1%（前值71.0%）。从商品房销售看，部分热点城市借政策之机加大推盘力度，但30大中城市6月1日至10日成交面积仍回落48.8%（5月为48.6%），销售情况只能说止跌但难言改善。二是货币政策大概率平静。M2回升有利于进一步发挥存款利率市场化调整机制作用，推动降低银行负债成本，进而带动降低企业融资成本，同时结构性再贷款也有利于补充银行体系流动性。美国5月通胀再次回升提升美联储紧缩的紧迫性，不利于宽货币预期，但国内大概率仍“以我为主”。三是资金面面临波动压力。信贷和债券供给对超储有一定消耗，同时商业银行面临半年末考核，近期同业存单利率已上行。

从长端收益率的影响因素看，尽管有疫后复工复产等带来的小复苏影响，但地产、微观主体信心、库存等带动周期向上的核心因素未有明显改善。政策方面，依然是财政政策和宽信用主导，压实地方和金融机构责任，而货币政策保持相对适宜的状态。通胀方面，5月通胀环比回落，有利于年内通胀保持在合理区间，但粮食、生活用品等可能仍具涨价动力，叠加能源问题、输入性通胀通胀等，未来面临不确定性。

综上，债市6月存在压力，但调整空间有限；中期看，收益率中枢抬升概率较大，关注疫情、经济、社融、资金面等因素反复调整中的交易机会。

➤ 市场回顾：利率曲线较上周平坦化

本周长端利率在前一周反弹的基础上回落约1bp，而短端回升明显。截止6月10日，10Y国债、国开债收益率分别较上周-0.75bp、-1.28bp至2.7526%、2.9756%，1Y国债、国开债收益率分别+4.87bp、+7.83bp至2.0051%、2.0426%。

消息层面，本周仍处于宽信用稳增长政策的落实期。6月8日，国常务会议听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，再次强调确保二季度经济合理增长，要求地方打通堵点、完善配套，充分发

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>



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：利率曲线较上周平坦化.....	4
3.风险提示.....	7



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
图 13: 上海、北京拥堵指数.....	7

1.流动性及资金面回顾

1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购投放 500 亿元，完全对冲到期量。下周有 500 亿元 7D 逆回购和 2000 亿元 1YMLF 到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	06-06	06-07	06-08	06-09	06-10	合计
7D	-100	0	0	0	100	0

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仍松。截止 6 月 10 日，DR001-2.62bp 至 1.3971%，DR007-5.46bp 至 1.5728%，R001-3.39bp 至 1.4492%，R007-4.14bp 至 1.6326%。银行体系中长期资金利率有所回升。截止 6 月 10 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.1026%、2.1948%，分别较 6 月 2 日+2.35bp、+9.10bp。截止 6 月 10 日，SHIBORO/N、SHIBOR1W 分别报收 1.4030%、1.6750%，较前一周分别-2.90bp、+0.10bp。

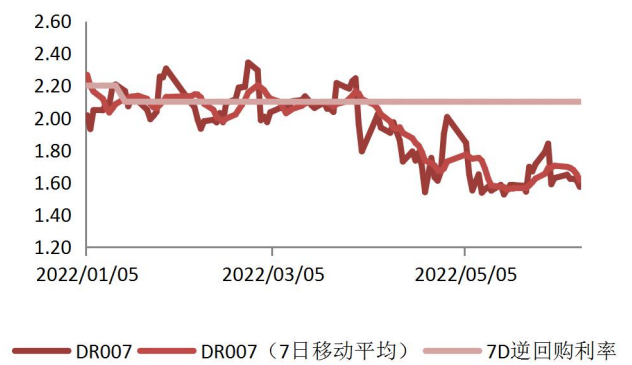
2.市场回顾：利率曲线较上周平坦化

本周长端利率在前一周反弹的基础上回落约 1bp，而短端回升明显。截止 6 月 10 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周-0.75bp、-1.28bp 至 2.7526%、2.9756%，1Y 国债、国开债收益率分别+4.87bp、+7.83bp 至 2.0051%、2.0426%。从长端收益率的影响因素看，尽管有疫后复工复产等带来的小复苏影响，但地产、微观主体信心、库存等带动周期向上的核心因素基础仍不牢固，本周长端小幅回调一是因为北京、上海的疫情再度引发忧虑。二是周五公布的通胀数据环比走低，不考虑其他因素的情况下，全年 CPI 维持在可控范围内的概率提升。资金面上周延续宽松态势，短端走升可能出于“最宽松阶段已经过去”的忧虑，毕竟 5 月社融总量改善，虽不至于改变货币政策方向，但边际上会有一些影响。

消息层面，本周仍处于宽信用稳增长政策的落实期。6 月 8 日，国常务会议听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，再次强调确保二季度经济合理增长，要求地方打通堵点、完善配套，充分发挥政策效应，尚未出台配套政策的、部门尚未出台实施细则的，要尽快推出。6 月 10 日，银保监会召开小

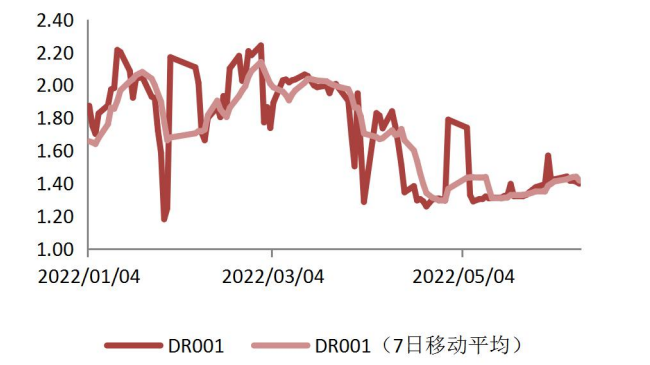
微金融工作专题会议，要求各级监管部门、各银行业金融机构要抢抓时间窗口，靠前担当作为，加快政策细化落实进度。提出各银行业金融机构是延期还本付息政策的具体执行者，要着眼于政策可见、可得、可操作，抓紧制定细化落实的办法。

图 1：DR007 (%)



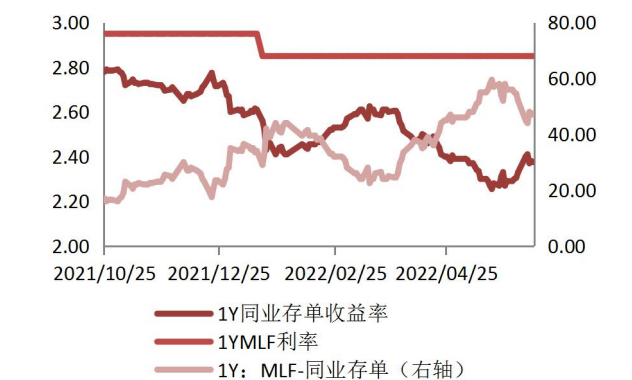
数据来源：wind 山西证券研究所

图 2：DR001 (%)



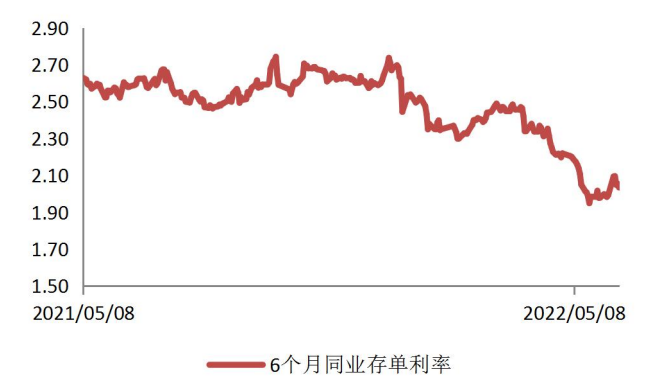
数据来源：wind 山西证券研究所

图 3：1Y 同业存单、MLF 利率 (%)



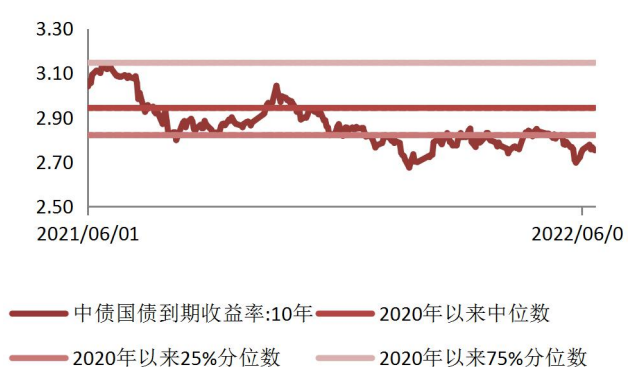
数据来源：wind 山西证券研究所

图 4：6 个月同业存单利率 (%)



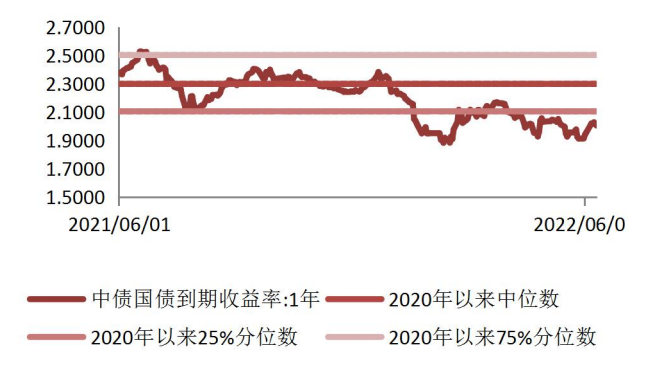
数据来源：wind 山西证券研究所

图 5：10Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

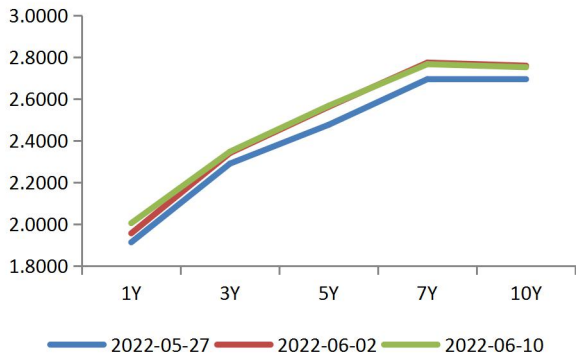
图 6：1Y 国债收益率 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所



图 7：收益率曲线（%）



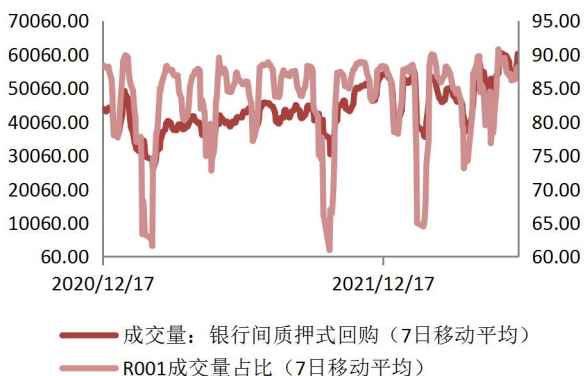
数据来源：wind 山西证券研究所

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



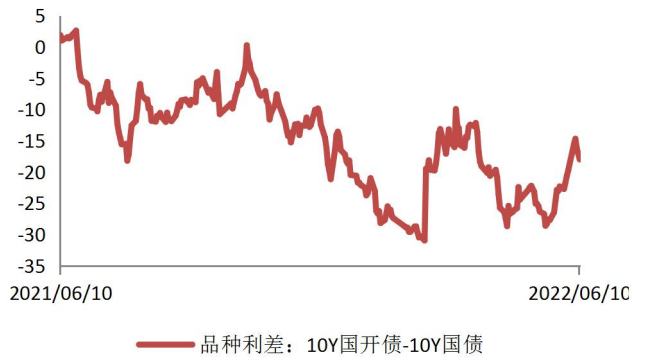
数据来源：wind 山西证券研究所

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，%）



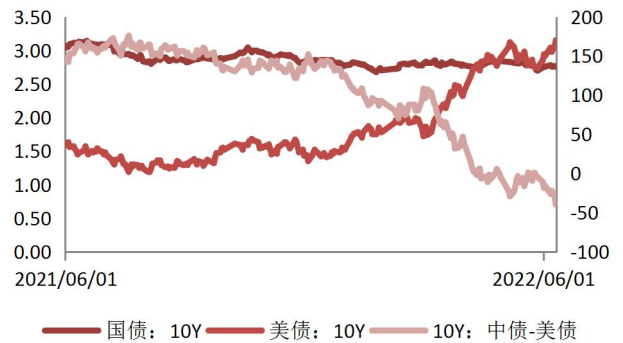
数据来源：wind 山西证券研究所

图 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债（bp）



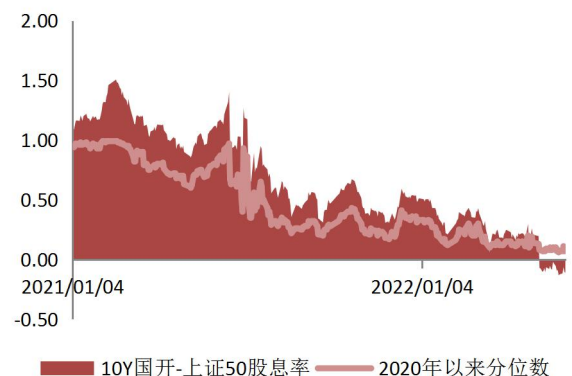
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差（bp）



数据来源：wind 山西证券研究所

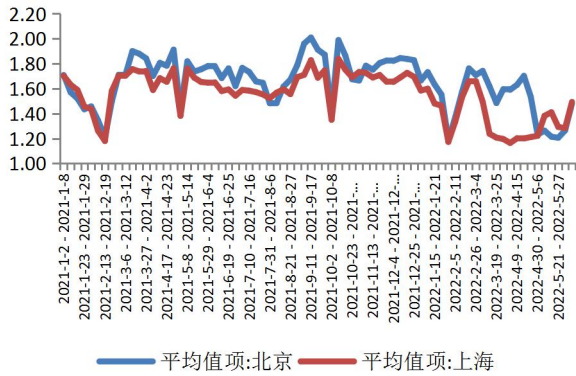
图 12：股债收益率比较（%）



数据来源：wind 山西证券研究所



图 13：上海、北京拥堵指数



数据来源：wind 山西证券研究所

3.风险提示

疫情反复；通胀大幅上行；房地产在政策边际松绑下恢复力度不足；居民信心恢复慢于预期；地缘政治风险等。

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

