

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

关注社会流动向好的信号

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报 (2022.06.27-2022.07.01)

2022年7月2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: PMI 数据不及预期, 但需关注社会流动向好的信号

在疫情平稳和稳增长政策下, 市场对 6 月经济复苏有一定期待, 但更多是边走边看。6 月 30 日 PMI 数据公布之前, 收益率明显上行, 但并非对数据有多高期待, 而是对卫健委新版新冠防控方案宣布缩短隔离管控时间信息的过度反应。6 月 PMI 数据不及预期和本身就不高的经济预期相印证, 市场延续“弱复苏”预期。

央行上周对货币政策表态偏暖, 这意味着在重要会议召开前, 货币政策和其他稳增长政策预期可能同步扰动市场, “货币先行”经验有利于市场情绪。资金面上, 在公开市场投放下, 7 月 1 日 DR007 已回落至 1.67%, 资金面安全过季, 央行呵护态度明显。

值得关注的是, 本周全国、北京、上海交通拥堵指数已分别恢复至去年同期的 103.7% (前值 101.1%)、108.5% (前值 86.4%)、102.4% (前值 96.0%)。2020 年“债熊”前, 社会流动也经历了快速恢复, 建议对此保持关注。若上述数据恢复连续性较好, 则需警惕收益率上行压力, 若数据继续反复, 则弱复苏、宽货币预期下, 债市有望继续区间波动。

➤ 市场回顾: 收益率较上周陡峭

本周 10Y 国债收益率冲高回落, 1Y 收益率在资金面宽松下继续下降。截止 7 月 1 日, 10Y 国债、国开债收益率分别较上周+2.77bp、+5.04bp 至 2.8255%、3.0563%, 1Y 国债、国开债收益率分别-3.29bp、-2.46bp 至 1.9324%、2.0063%。周一 (6.27), 10Y 国债收益率快速攀升至 2.83%。上海有序放开堂食; 央行货币政策委员会委员提出积极的财政政策需要加大力度, 可考虑上调赤字水平或发行特别国债; 第十三届全国政协常委杨伟民提出应出台增量政策等消息对债市偏空。但下午收盘后, 易纲再提货币政策将继续从总量上发力。此外, 季末资金价格收紧、股市上涨等影响市场情绪。周二 (6.28), 10Y 国债收益率再度攀升至 2.84%。卫健委新版新冠防控方案宣布缩短隔离管控时间一度主导市场看空情绪; 发改委提出常态化充实完善政策储备工具箱, 将适时及时出台。周三 (6.29), 10Y 国债收益率回落至 2.83%。央行二季度例会提出加大稳健货币政策实施力度, 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 主动应对, 提振市场信心。周四 (6.30), 制造业 PMI 低于预期, 10Y 国债收益率回落至 2.82%。周五 (7.1) 消息面平稳, 市场波动不大。

➤ 风险提示

疫情反复; 通胀大幅上行; 商品房销售恢复不及预期; 居民信心恢复慢于预期等。





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.....	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，央行逆回购净投放 500 亿元。下周有 1000 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	06-27	06-28	06-29	06-30	07-01	合计
7D	900	1000	900	700	-500	3000

数据来源：wind，中国人民银行网站

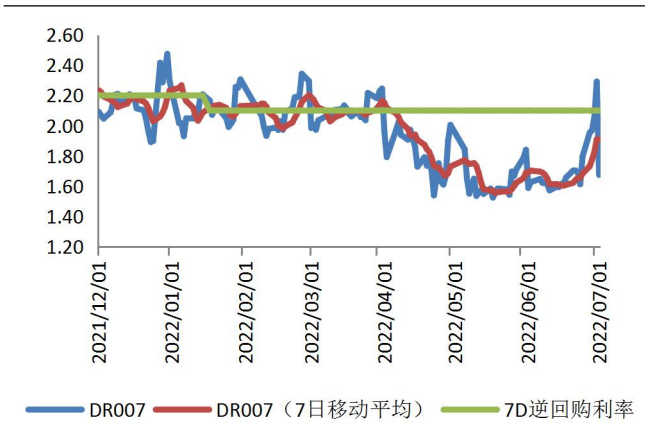
1.2 货币市场利率

上周，货币市场资金面由紧趋松。截止 7 月 1 日，DR001-0.85bp 至 1.4208%，DR007-12.30bp 至 1.6748%，R001+1.21bp 至 1.5046%，R007-48.45bp 至 1.7633%。银行体系中长期资金利率回升。截止 7 月 1 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.3325%、2.2363%，分别较 6 月 24 日+34.25bp、+9.34bp。SHIBORO/N、SHIBOR1W 分别报收 1.4410%、1.7980%，较前一周分别+0.60bp、-5.20bp。

2.市场回顾：收益率陡峭化

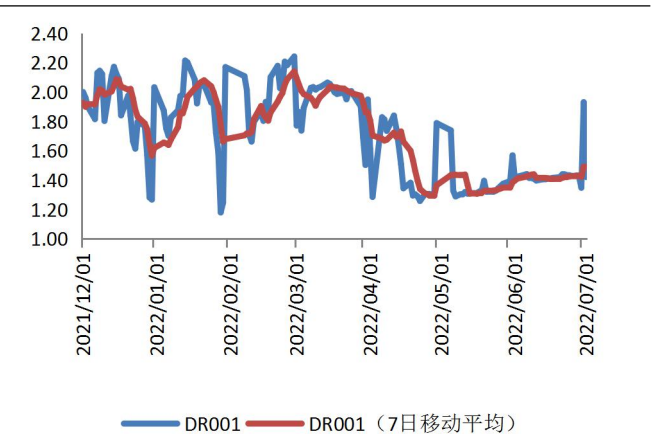
本周 10Y 国债收益率冲高回落，1Y 收益率在资金面宽松下继续下降。截止 7 月 1 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周+2.77bp、+5.04bp 至 2.8255%、3.0563%，1Y 国债、国开债收益率分别-3.29bp、-2.46bp 至 1.9324%、2.0063%。周一（6.27），10Y 国债收益率快速攀升至 2.83%。上海有序放开堂食；央行货币政策委员会委员提出积极的财政政策需要加大力度，可考虑上调赤字水平或发行特别国债；第十三届全国政协常委杨伟民提出应出台增量政策等消息对债市偏空。但下午收盘后，易纲再提货币政策将继续从总量上发力。此外，季末资金价格收紧、股市上涨等影响市场情绪。周二（6.28），10Y 国债收益率再度攀升至 2.84%。卫健委新版新冠防控方案宣布缩短隔离管控时间一度主导市场看空情绪；发改委提出常态化充实完善政策储备工具箱，将适时及时出台。周三（6.29），10Y 国债收益率回落至 2.83%。央行二季度例会提出加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振市场信心。周四（6.30），制造业 PMI 低于预期，10Y 国债收益率回落至 2.82%。周五(7.1)消息面平稳，市场波动不大。

图 1: DR007 (%)



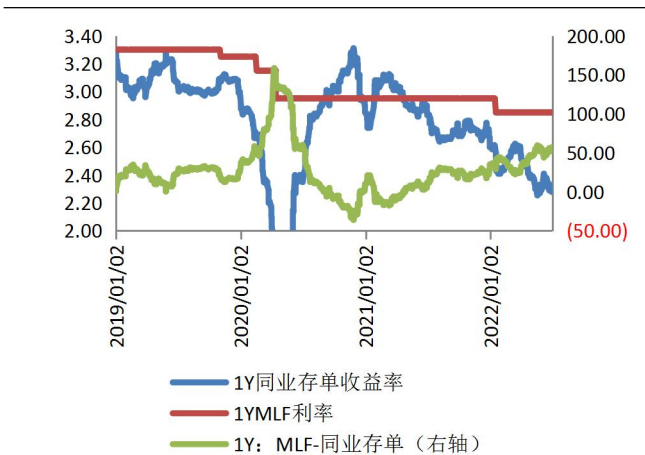
数据来源: wind 山西证券研究所

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 (%)



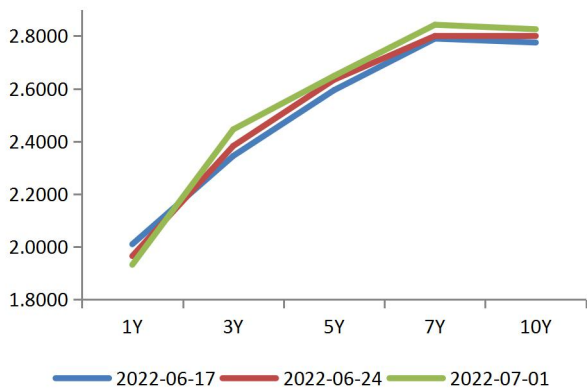
数据来源: wind 山西证券研究所

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 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债 (bp)



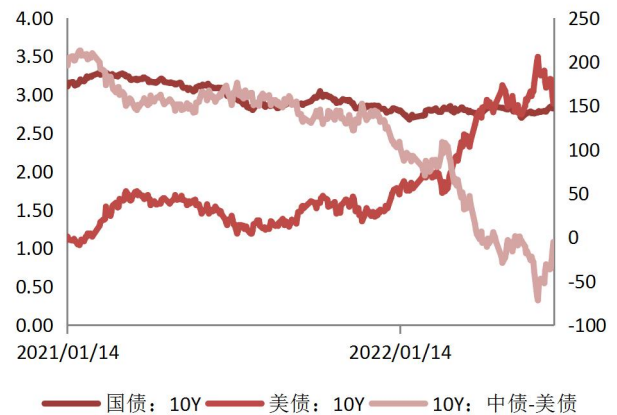
数据来源：wind 山西证券研究所

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



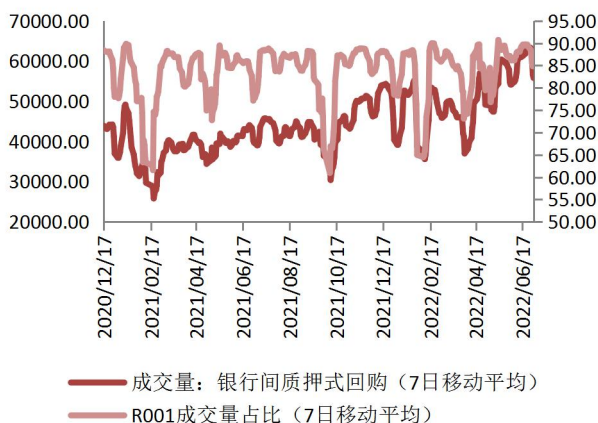
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差 (bp)



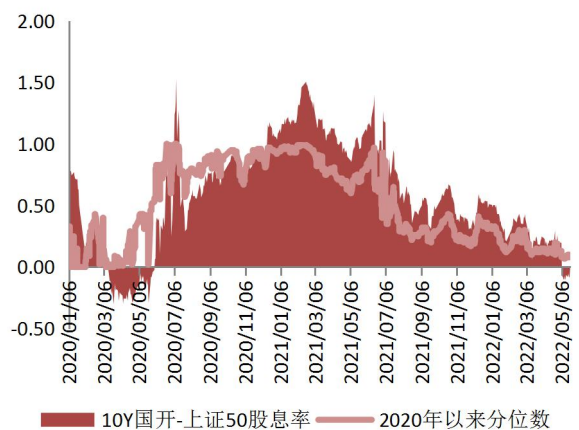
数据来源：wind 山西证券研究所

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

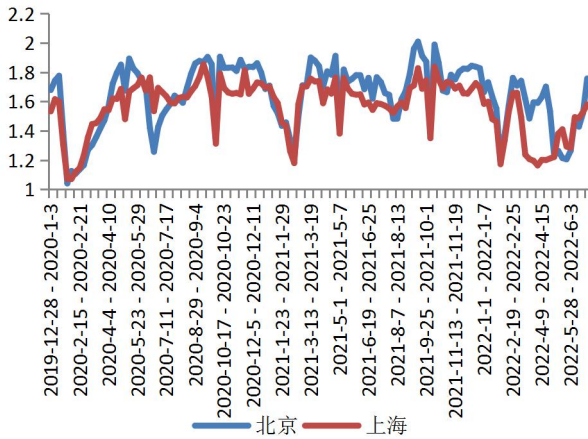
图 12：股债收益率比较 (%)



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；商品房销售恢复不及预期；居民信心恢复慢于预期等。

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

