

## 信义山证 汇通天下

## 宏观利率

## 经济数据弱于预期，收益率明显下行

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.07.11-2022.07.15）

2022年7月16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>**核心观点: 经济数据弱于预期, 多空因素僵持, 收益率进一步下行空间有限**

本周利率债各期限收益率明显下行。国内外疫情反弹、商品房“停贷潮”、资金面宽松等助推收益率下行，估值上，10 年国债收益率再度触及年初以来高位，叠加股市回调等，债市情绪面偏暖。天量社融、超预期的出口数据和美国通胀“爆表”等对市场影响有限，收益率反而走出“利空出尽的利好”意味。截止周五，10 年国债、国开债收益率分别下行 5.27bp、2.98bp 至 2.7857%、3.0536%，收益率曲线陡峭化下移。

短期看，收益率或仍具一定下行空间。第一，疫情对居民就业、收入和信心影响偏长期，消费恢复偏慢。大额商品、购房需求等支出不愿不足。若商品房销售放缓趋势难以扭转，房地产投资拐点也将延后。第二，近期政策面以推动存量政策落地见效为主，强力增量政策有限，经济弱债强逻辑有望继续演绎。第三，资金面宽松，央行提出“未来根据经济增长情况、物价形势等合理搭配政策工具”，货币政策预期平稳。第四，市场配置需求较强，而专项债发行压力已过，供需力量对债市有利。

但上述力量能否打破目前收益率僵持格局？我们认为概率还不大。相较于 4-5 月的“超低增速+低通胀+高失业率”状态，当前国内经济正逐步走向“合理增速+温和通胀+结构性失业”局面，宏观环境对债市友好度有所下降。政策上，相较于今年一季度，6 月经济数据不及预期的背后并无太强的降息预期，同时财政政策空间有限的情况下稳增长增量政策面临掣肘。相应地，近期收益率走势可能是弱“V”型。

近期关注房地产政策边际变化，尤其是“保交楼、保民生、保稳定”的推进度；一揽子稳增长政策的落地和效果；政治局等重要会议；国内疫情及全球疫情走势等。

**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：收益率曲线陡峭化下移.....	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

## 1.流动性及资金面回顾

### 1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购净投放为 0；1 年期 MLF 等量等价续作；国库现金定存 1 个月 400 亿元，利率 3.05%。下周有 150 亿元 7 天逆回购到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	07-11	07-12	07-13	07-14	07-15	合计
7D	0	0	0	0	0	0

数据来源：wind，中国人民银行网站

### 1.2 货币市场利率

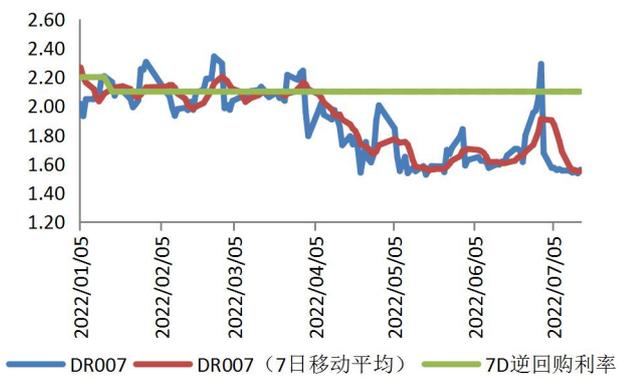
上周，货币市场资金面非常宽松。截止 7 月 15 日，DR001-0.02bp 至 1.2128%，DR007+0.60bp 至 1.5602%，R001-0.19bp 至 1.2812%，R007-2.89bp 至 1.5871%。银行体系中长期资金也相对充裕。截止 7 月 15 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 1.9759%、2.1997%，分别较 7 月 8 日+6.62bp、-5.91bp。SHIBORO/N、SHIBOR1W 分别报收 1.2110%、1.5930%，较前一周分别-0.50bp、-5.80bp。

## 2.市场回顾：收益率曲线陡峭化下移

本周利率债各期限收益率明显下行，曲线陡峭化下移。截止 7 月 15 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周-5.27bp、-2.98bp 至 2.7857%、3.0536%，1Y 国债、国开债收益率分别-7.47bp、-5.92bp 至 1.8837%、1.9938%。周一，1Y 和 10Y 国债收益率分别下行 1.67bp、1.18bp。债市支撑因素主要包括国内部分地区疫情反弹、资金面宽松、股市下跌及人民币汇率贬值等。金融数据总量和结构超预期，但对债市影响有限。周二，消息面平稳，资金利率明显下行，带动 10Y 国债收益率单日常下行 1.5bp。周三，出口数据超预期，但楼市“停贷”潮发酵，长端收益率微幅下行。晚间，美国通胀再次“爆表”，加息 100 个基点预期上升。周四，1Y 和 10Y 国债收益率分别下行 1.67bp、1.18bp。银保监会对“停贷”事件进行回应，引导金融机构市场化参与风险处置；资金面宽松，隔夜回购加权利率跌破 1.2%关口，创 2021 年 1 月 8 日以来新低；亚太股市大跌；油价跌幅扩大；总理在经济形势专家和企业家座谈会上强调着力巩固经济恢复基础，推动经济尽快回归正常轨道，并提出“要保持宏观政策连续性，既要有力，尤其要加大稳经济一

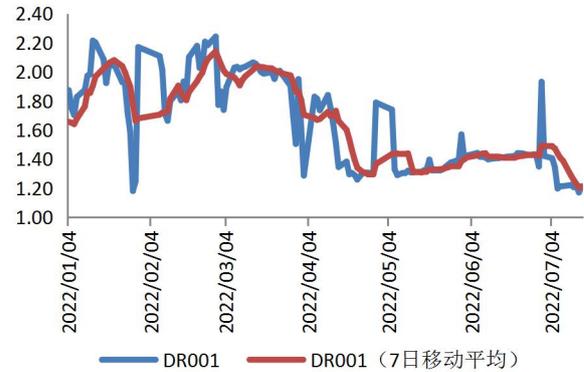
揽子政策等实施力度，又要合理适度，不预支未来”。周五，经济数据低于预期，但MLF等量续作显示央行态度，收益率短端下行幅度大于长端。

图 1：DR007 (%)



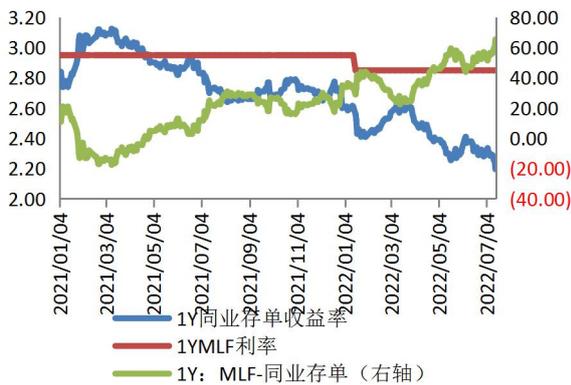
数据来源：wind 山西证券研究所

图 2：DR001 (%)



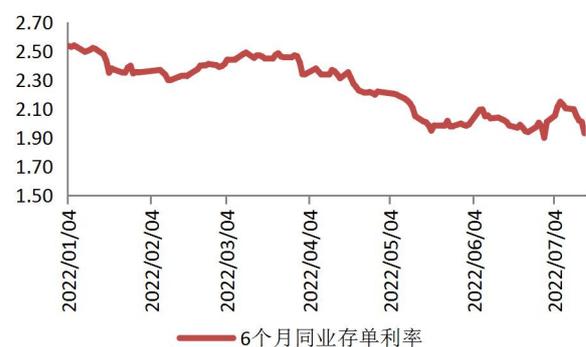
数据来源：wind 山西证券研究所

图 3：1Y 同业存单、MLF 利率 (%)



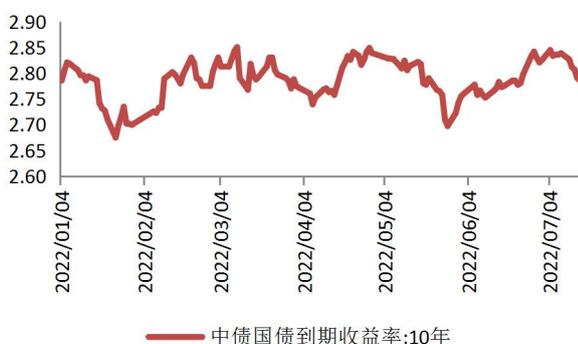
数据来源：wind 山西证券研究所

图 4：6 个月同业存单利率 (%)



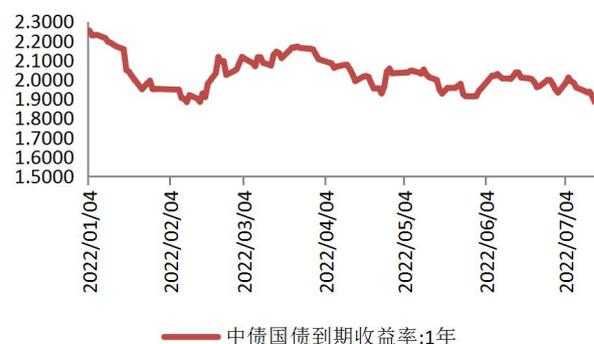
数据来源：wind 山西证券研究所

图 5：10Y 国债收益率 (%)



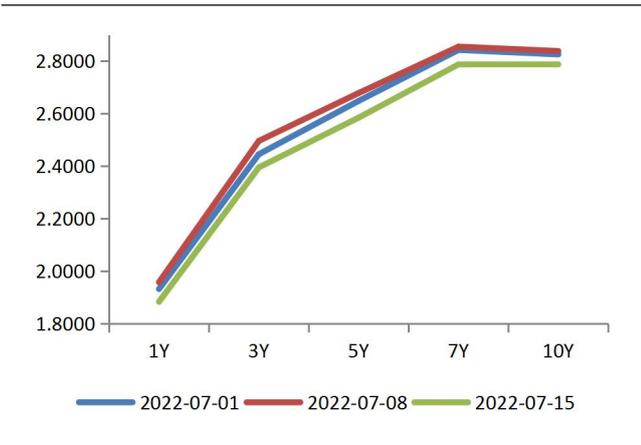
数据来源：wind 山西证券研究所

图 6：1Y 国债收益率 (%)



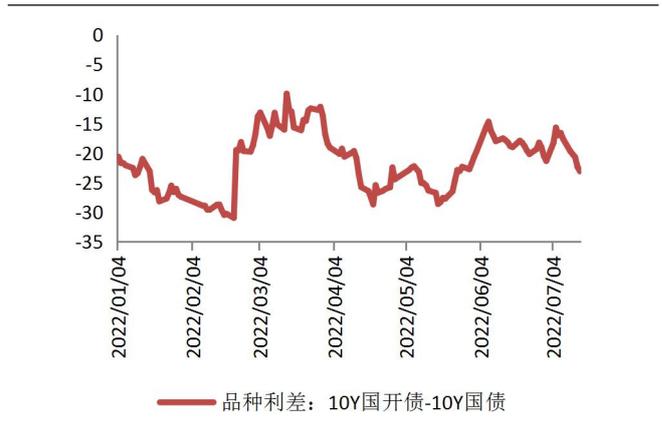
数据来源：wind 山西证券研究所

图 7：收益率曲线（%）



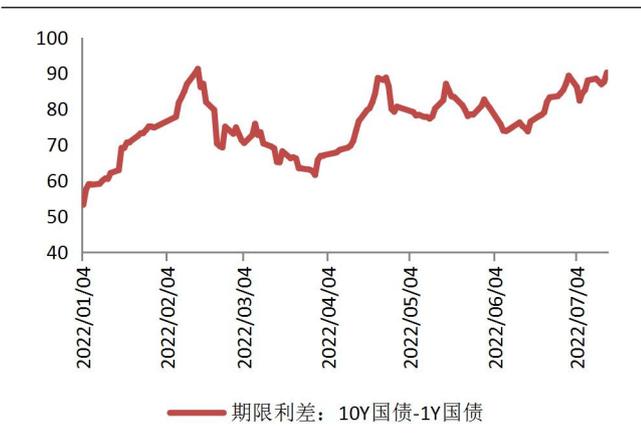
数据来源：wind 山西证券研究所

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)



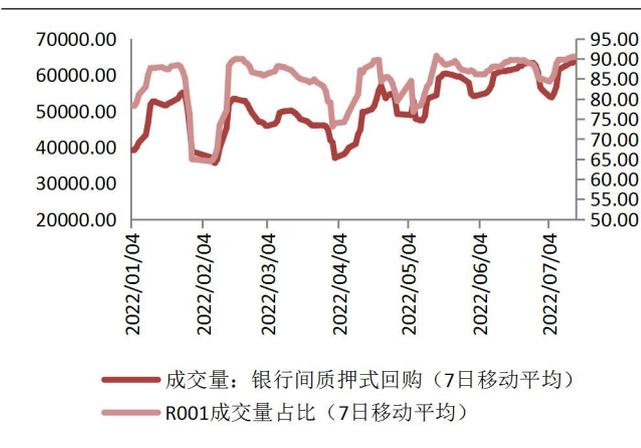
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差（bp）



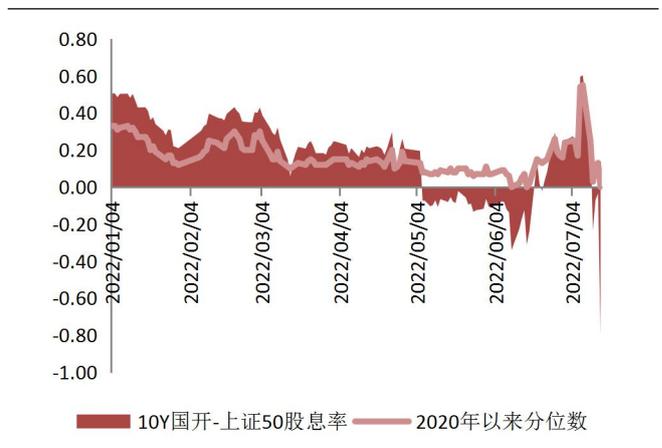
数据来源：wind 山西证券研究所

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



### 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

