

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

近期收益率下行逻辑能否持续演绎？

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.07.18-2022.07.22）

2022年7月23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: 短期“资金面宽松+经济复苏延后预期”的收益率下行逻辑并不稳固

本周央行公开市场操作从120亿元到70亿元再到30亿元,但税期缴款后资金面依然充裕,央行并无意过度收紧流动性。总理强调货币政策合理适度、不超发,LPR利率维持不变。7月战略性新兴产业采购经理人指数EPMI环比回落,疫情和断供事件持续发酵。周三、周四10年国债收益率快速回落,周五反弹2.35bp。截止周五,10年国债、国开债收益率分别+0.13bp、-5.36bp至2.79%、3.00%。

近期收益率下行的主要逻辑在于“短期资金面宽松+经济复苏延后预期”。第一,窄幅震荡格局并未打破,收益率绝对水平处于年初以来中等位置。10年国债年初至7月15日均值是2.7877%,7月15日当天为2.7857%,这决定了缺乏强力增量信息情况下市场本身可上可下,情绪成为短期主导因素。第二,尽管经济重镇本轮疫情可控,但全国新增病例发展较快,截止7月21日当日新增确诊及无症状感染者949例。目前全球疫情出现反弹,暑期国内人员流动量加大,全国疫情防控形势依然严峻复杂。第三,楼市断贷事件导致房地产销售、外源融资、投资整个链条预期偏悲观,市场对“停工—销售下滑—房企现金流恶化—停工”恶性循环有一定担忧。第四,宏观政策上并无明显增量对冲,7月LPR维持不变,复苏延后预期和现阶段资金面宽松形成共振,短期有利债市。第五,债券供求不平衡,市场配置需求较强。

短期收益率能否延续下行关键还是要看上述因素演绎,疫情和楼市断贷仍是关键。从持续时长看,两者均较难预测,我们更倾向于认为密集筛查和局部封控情况下疫情得到控制是大概率事件,而楼市问题目前由地方党委政府牵头“保交楼”工作,银保监会和银行相配合,随着各地方案出台,有以时间换空间的可能。从经济冲击看,拥堵指数等指标显示目前社会流动性并未受到太大影响。相较于7月上旬,7月中旬30大中城市商品房成交量同比并未继续恶化。另外,总理本周再度强调“不超发货币,不预支未来”,强化市场对三季度稳增长政策搭配预期,即一揽子政策逐渐落地效应会充分发挥,基建是重要支撑。综上,从近期收益率下行逻辑的两个因素看,资金面短期维持宽松较为确定,但需关注央行是否通过公开市场操作对债券市场杠杆“持续提示”,“经济复苏延后预期”是否能持续演绎不确定性较大。当前收益率持续下行概率不大,可能再度转入窄幅震荡。

➤ 风险提示

疫情发展形势超预期;通胀大幅上行;商品房销售状况恶化;居民信心恢复不及预期;资金面快速收敛。





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：收益率多数下行.....	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: 拥堵指数.....	7
图 14: 地铁客运量.....	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 130 亿元，下周有 280 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	07-18	07-19	07-20	07-21	07-22	合计
7D	90	40	0	0	0	130

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

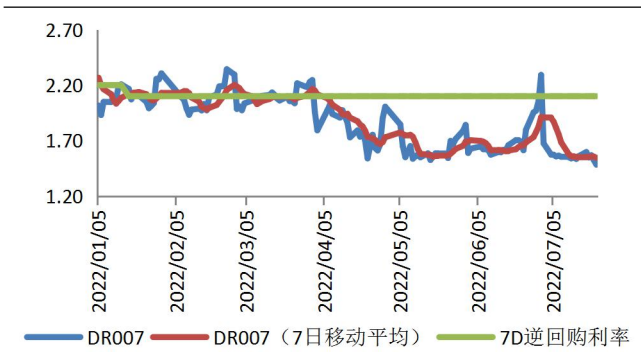
上周，货币市场资金面充裕。截止 7 月 22 日，DR001-2.54bp 至 1.1874%，DR007-7.76bp 至 1.4826%。银行体系中长期资金也相对充裕。截止 7 月 22 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 1.6976%、1.9252%，分别较 7 月 15 日-11.24bp、-5.07bp。SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.1940%、1.6350%，较前一周分别-1.70bp、+4.20bp。

2.市场回顾：收益率多数下行

本周三、周四 10 年国债收益率快速回落，周五反弹 2.35bp。截止周五，10 年国债、国开债收益率分别+ 0.13bp、-5.36bp 至 2.79%、3.00%。不同期限利率债收益率多数下行，收益率曲线波动不大。周一（7 月 18 日），1Y 和 10Y 国债收益率分别下行 3.49bp、0.20bp。央行逆回购扩大至 120 亿元但资金利率有所回升。金融时报消息称多个涉及“停贷”风险楼盘项目复工，各方全力以赴“保交楼”。北京启动餐饮消费券发放。周二（7 月 19 日），国债收益率变化不大。央行逆回购 70 亿元，流动性宽松程度收敛。工信部总工程师田玉龙表示，正认真研究免征新能源汽车购置税延期的问题，将尽快出台有关结果。交通运输部研究加快推进公路沿线充电设施建设。周三（7 月 20 日），10 年国债收益率回落 1.49bp。逆回购降至 30 亿元，资金利率明显回升。总理在世界经济论坛全球企业家视频特别对话会指出，宏观政策既精准有力又合理适度，不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平。7 月战略性新兴产业采购经理人指数 EPMI 环比回落 4.3 个点至 48.2，结束了 5 月以来的连续回升趋势，景气绝对水平也回到收缩区间。周四（7 月 21 日），

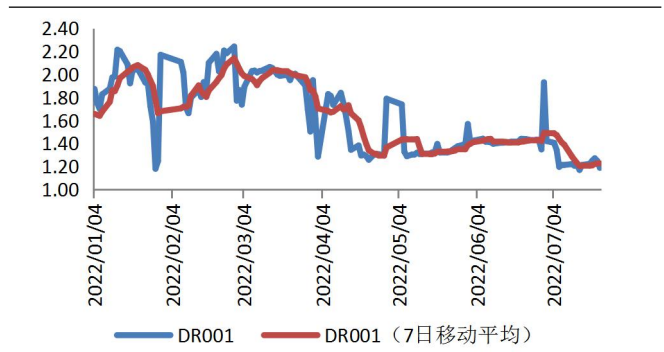
10 年国债收益率回落 0.75bp。银行间资金面充裕，主要回购利率整体小幅回落。亚行下调亚洲发展中地区 GDP 预测。中国疾控中心指出感染来源明确、传播链清晰、未发生社区传播，则无需对发生疫情的区域开展全员核酸检测。周五（7 月 22 日），债市小幅调整，关键期限收益率上行约 2-3BP。7 月 21 日召开的国务院常务会议部署持续扩大有效需求的政策举措，增强经济恢复发展拉动力；确定进一步规范行政裁量权，决定取消和调整一批罚款事项。

图 1：DR007 (%)



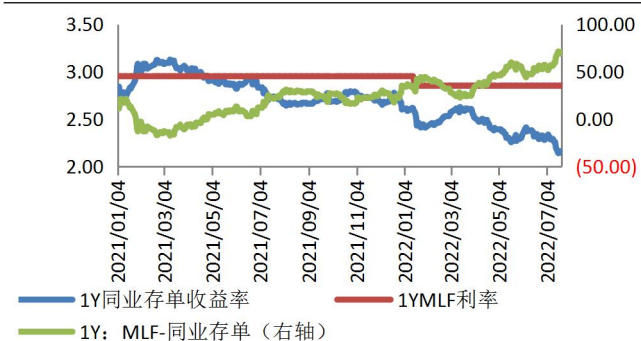
数据来源：wind 山西证券研究所

图 2：DR001 (%)



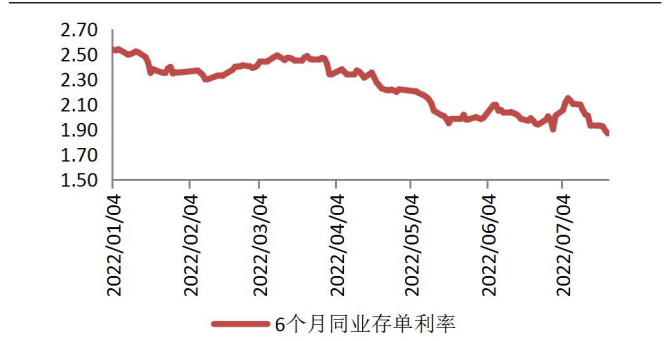
数据来源：wind 山西证券研究所

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 (%)



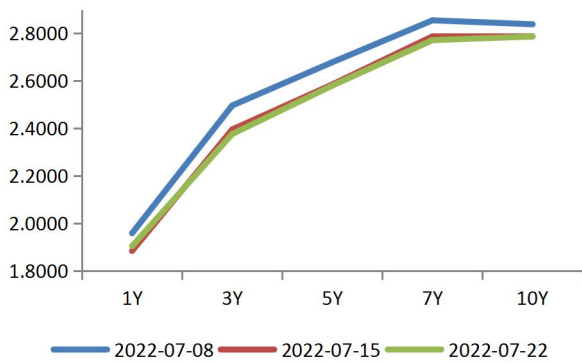
数据来源：wind 山西证券研究所

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）



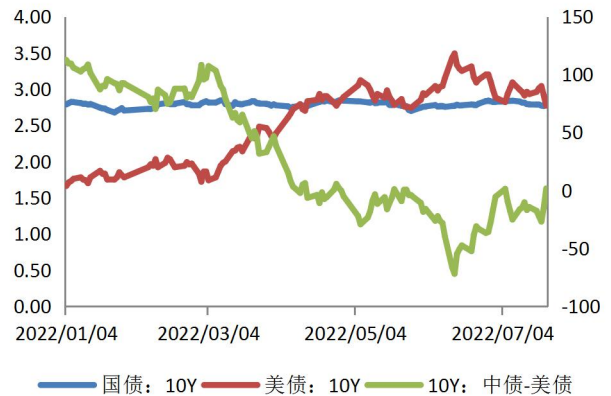
数据来源：wind 山西证券研究所

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



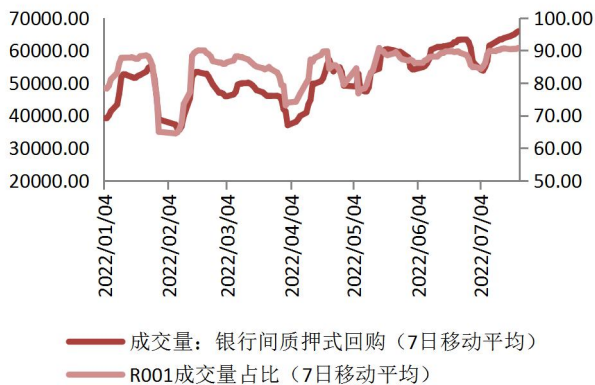
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差（bp）



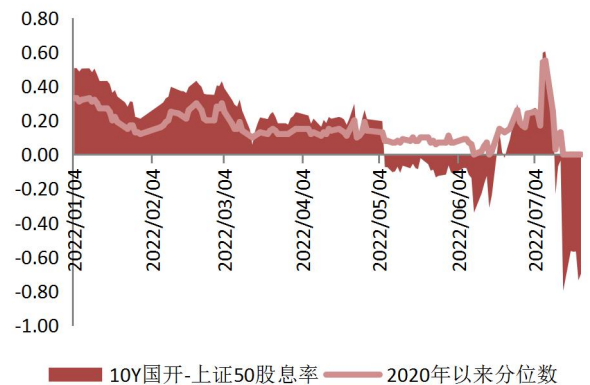
数据来源：wind 山西证券研究所

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

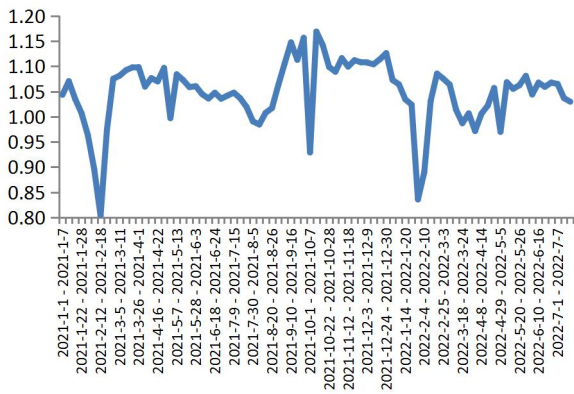
图 12：股债收益率比较（%）



数据来源：wind 山西证券研究所

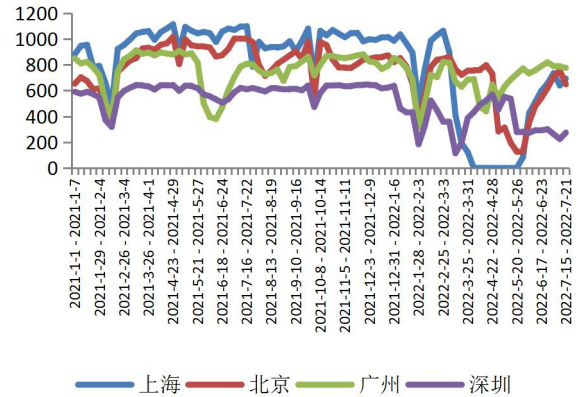


图 13：拥堵指数



数据来源：wind 山西证券研究所

图 14：地铁客流量



数据来源：wind 山西证券研究所

3.风险提示

疫情发展形势超预期；通胀大幅上行；商品房销售状况恶化；居民信心恢复不及预期；资金面快速收敛。

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

