

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观利率

## 资金面宽松，债市情绪高涨

报告原因：定期报告

——国内宏观利率周报（2022.08.01-2022.08.05）

2022年8月6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

**核心观点：资金面和“资产荒”逻辑持续演绎，经济预期下修兑现或成为后市博弈焦点**

本周资金面宽松，债市情绪高涨。央行逆回购全周维持 20 亿元地量，但金融市场资金面极度充裕，周五 DR001 和 DR007 分别报收 1.02%、1.30%。周四银行间质押式回购成交量突破 7 万亿元。7 月 PMI 走弱，台海局势紧张、地产纾困实质性进展较慢以及国内浙江、海南疫情局势扰动经济预期。近期国常会、政治局会议、央行下半年工作会议均未看到明显的增量政策。本周收益率走势的主导逻辑仍是资金面、资产荒及中短期经济担忧。全周看，10 年国债、国开债收益率分别 -2.2bp、-3.5bp 至 2.73%、2.90%，曲线陡峭化下移。但 10 年国债收益率在 2.70% 附近受到止盈盘的支撑。

对于后市，资金面宽松和“资产荒”决定了市场更为关注经济中短期扰动。疫情、楼市和台海局势风波之后，预计市场关注点将移至经济预期下修是否兑现。欠配逻辑下收益率下行机会可能还有，但三季度若无更多增量利好配合，收益率则更多是震荡中枢降低而非趋势性下行，毕竟经济长期修复逻辑还未完全破坏。具体来看：

第一，经济修复面临的挑战不断增加。一是 7 月 PMI 数据显示经济边际下行。二是疫情、楼市问题和台海局势等因素不断叠加，持续扰动经济内生动力。三是经济目标淡化，增量政策有限，未来通过政策强力拉动经济恢复的可能性下降。但政治局会议强调稳就业、稳楼市，贷款平稳增长和实际贷款利率稳中有降的政策导向下，经济也大概率不会负向循环。因此，债市要在经济层面寻找机会，未来的可能着力点是中短期经济预期下修是否兑现。

第二，狭义资金面短期有望维持宽松。当前货币政策同时强调总量和结构。无论是出于对冲经济增量不利因素，还是维稳经济需求角度，下半年货币政策大概率不会收紧，但在维持实体经济流动性充裕和金融市场空转方面寻求平衡是大概率事件。预计资金面终将缓慢收敛，但宽松可能还将保持一段时期。另外，也要关注货币市场利率和 10 年国债收益率低位运行下 5 年期 LPR 下调的可能性。

第三，“资产荒”逻辑延续。7 月末，1 年期国股银票转贴现利率创 2022 年新低，或显示实体融资需求不足。7 月信用债净融资额约为去年同期的 1/5 左右，AA+ 以上信用债净融额为负。与此同时，随着定期存款利率下降，居民存款通过理财、基金等加速进入债券等中低风险市场，进一步加剧“资产荒”。

**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：收益率全线下行，曲线牛陡.....	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: 国股银票转贴利率 (%) .....	7
图 14: 信用债净融资额 (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 60 亿元，下周有 100 亿元 7 天逆回购和 500 亿元国库现金定存到期。

表 1：央行逆回购周度净投放情况（亿元）

逆回购期限	08-01	08-02	08-03	08-04	08-05	合计
7D	-30	-30	0	0	0	-60

数据来源：wind，中国人民银行网站

### 1.2 货币市场利率

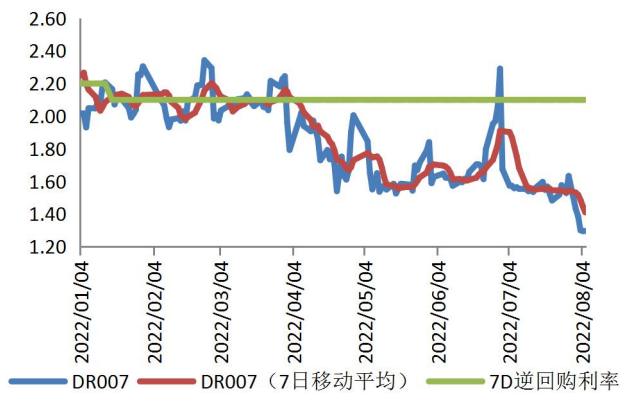
上周，货币市场资金面极度充裕。截止 8 月 5 日，DR001-25.52bp 至 1.0172%，DR007-33.66bp 至 1.2963%。银行体系中长期资金也相对充裕。截止 8 月 5 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 1.8379%、1.9672%，分别较 7 月 29 日-12.79bp、-25.58bp。SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.0190%、1.3840%，较前一周分别-25.30bp、-32.10bp。

## 2.市场回顾：收益率全线下行，曲线牛陡

本周资金面宽松，债市情绪高涨。全周 10 年国债、国开债收益率分别-2.2bp、-3.5bp 至 2.73%、2.90%，曲线陡峭化下移。但 10 年国债收益率在 2.70%附近受到止盈盘的支撑。金融市场资金面极度充裕，周五 DR001 和 DR007 分别报收 1.02%、1.30%。具体看：周一（8 月 1 日），主要回购利率普降，隔夜回购加权利率下行逾 10bp 至 1.17%附近，1 年和 10 年国债收益率单日分别下行 3.54bp、2.68bp。中国官方及财新 7 月 PMI 数据均走弱，经济担忧情绪发酵。周二（8 月 2 日），资金利率延续下行，其中隔夜回购加权利率再降逾 10bp 至 1.07%附近，七天期下行逾 4bp 至 1.38%附近。1Y 和 10Y 国债收益率单日分别下行 5.64bp、2.68bp。台海局势快速发酵，中国大陆及香港股市均大幅走弱。周三（8 月 3 日），隔夜回购利率跌至 1%关口，10 年国债收益率再度回落 1bp。周四（8 月 4 日）及周五（8 月 5 日），资金面充裕，国债收益率大幅回落，债市情绪高涨，质押式回购周四超过 7 万亿元，止盈压力显现。疫情方面，8 月 4 日旅游城市三亚进入区域管控状态。楼市方面，中国华融与阳光集团签署纾困战略合作协议；郑州出台房地产纾困基金设立运作方案，暂定规模 100 亿元。

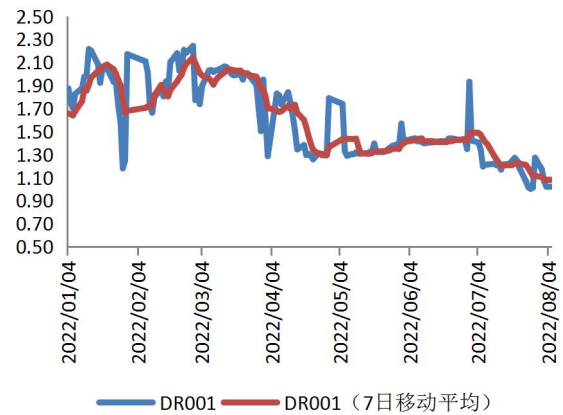


图 1: DR007 (%)



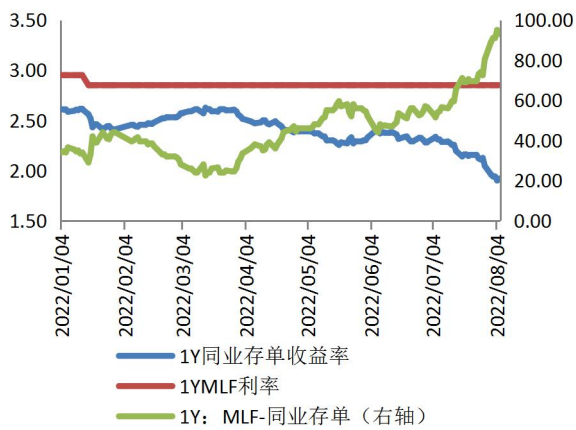
数据来源: wind 山西证券研究所

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

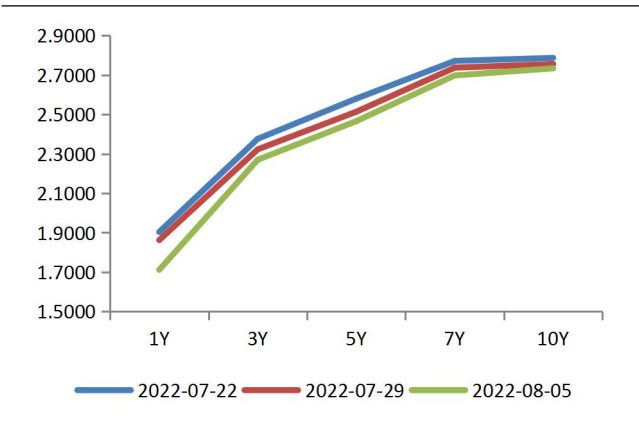
图 6: 1Y 国债收益率 (%)



数据来源: wind 山西证券研究所



图 7：收益率曲线（%）



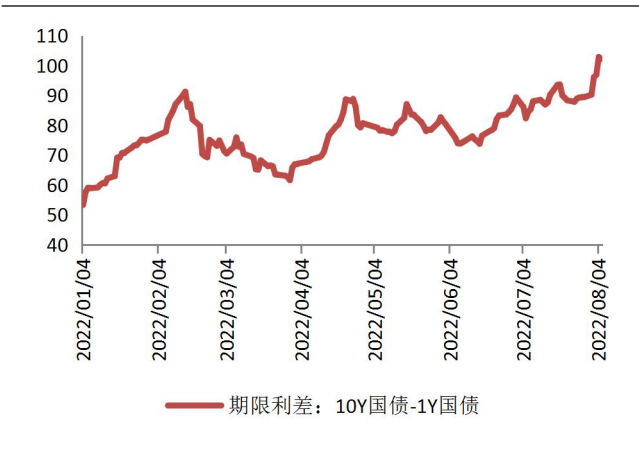
数据来源：wind 山西证券研究所

图 8：品种利差：10Y 国开债-10Y 国债（bp）



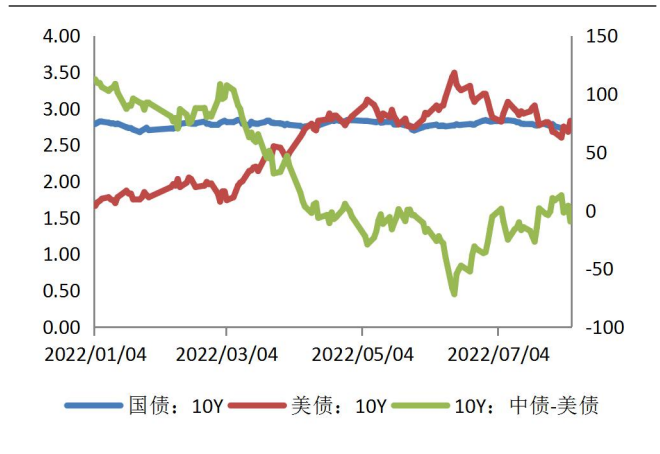
数据来源：wind 山西证券研究所

图 9：期限利差：10Y 国债-1Y 国债(bp)



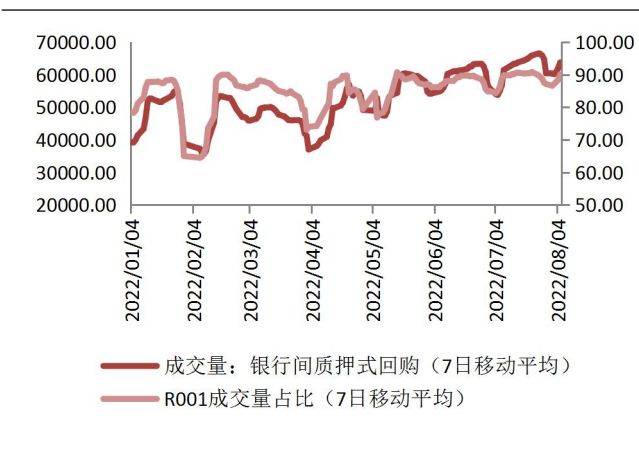
数据来源：wind 山西证券研究所

图 10：中美利差（bp）



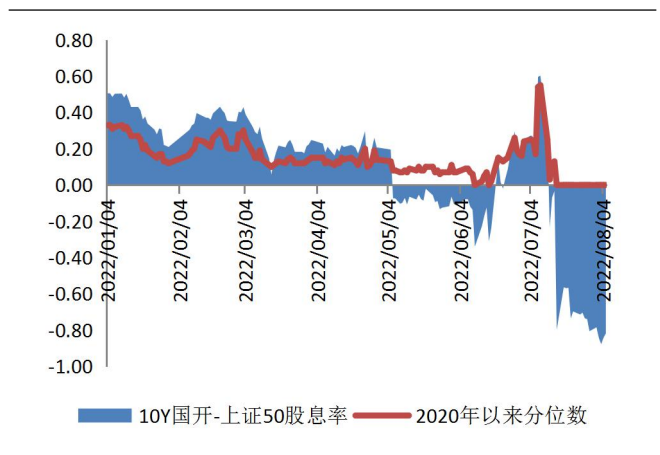
数据来源：wind 山西证券研究所

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

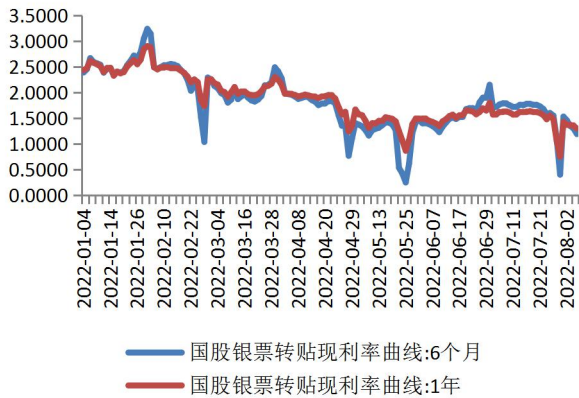
图 12：股债收益率比较（%）



数据来源：wind 山西证券研究所

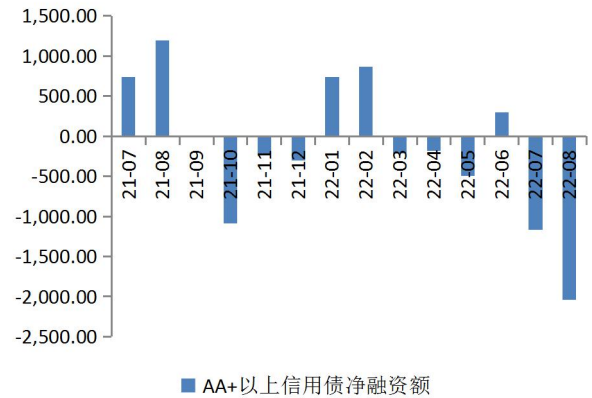


图 13：国股银票转贴利率（%）



数据来源：wind 山西证券研究所

图 14：信用债净融资额（亿元）



数据来源：wind 山西证券研究所

注：上述信用债仅包含企业债、公司债、中期票据和短期融资券

### 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

