

“债牛”走到了哪一阶段

本周资金面继续维持宽松，在多重利好因素的催化下，债券市场继续走强，10年期国债利率一度突破 2.7% 的点位。

➤ 利好因素不断，但债市开始对利好有所钝化

本周债券市场利好消息不断，刺激债市行情加速，十年期国债利率本周下行 2.7BP，甚至一度跌破 2.70% 的点位。

4月 PMI 数据走弱是本轮行情加速器。4月 PMI 公布后，10年期国债收益率加速下行，至今下行幅度已达 7.3BP。与之作为参照的是，整个4月，10年期国债收益率下行幅度仅 7.4BP。

但值得注意的是，4月通胀与社融数据不及预期，并未引发国债收益率大幅下行。尤其是社融数据公布后，市场反应明显钝化。

一方面，债券市场对4月社融数据有所预期，但另一方面，更说明当前债券市场对经济较为悲观的预期，即使在社融数据偏弱的情况下，收益率也难以进一步下行。

那么当前市场情绪的极点到了吗？我们从两个维度来看当前市场的状态：

➤ 维度一：资金面的宽松持续，央行持续“地量”投放流动性

本周资金利率维持低位，资金面几乎没有波动，甚至本周央行持续 20 亿投放流动性，并没有在债券市场引发讨论。

债市加杠杆继续活跃。质押式回购成交量重回 8 万亿，再创新高。证券公司、基金、理财等非银机构仍在继续加杠杆，另外，农商行融入资金规模也持续维持在年内高位。

银行体系流动性相当充裕。尽管央行“地量”投放流动性，但国有大行在质押式回购市场融出规模创年内新高，本周五单日净融出规模更是逼近 4 万亿，创年内新高。而城商行也持续在质押式回购融出资金。

展望资金面后续，央行持续“地量”投放的信号仍有参考意义，短期内资金面的利空因素可能多于利多因素，尤其是下周一 MLF 缩量续作的可能性加大。

➤ 维度二：银行与非银分歧消退，买盘力量向短久期品种转移

在4月下旬，我们指出，当时银行与非银还是处于分歧状态，但5月之后，农商行机构也已经加入多头阵营。根据 CFETS 数据统计，农村金融机构本周净买入国债 200.32 亿元，但主要集中在 <1Y 以及 7-10Y；

而非银中买入力量最为突出的基金也将注意力转向短久期品种。本周基金净买入国债 117 亿元、主要集中在 <1Y 以及 20-30Y；政金债 637.11 亿元，其中主要集中在买入 1-3Y、7-10Y；

分歧消退同时也意味着短期交易空间减小，当前 10 年期国债利率基本回到去年理财赎回潮之前的水平，买盘力量逐步向短久期品种也在情理之中。

➤ 下周关注：本月 MLF、LPR 公布

5月 MLF+LPR 即将公布。4月经济数据走弱，市场当前对降息存在预期，尤其是本周五债券市场对于市场传言反应剧烈，如果 MLF 或 LPR 调整，有望打开 10 年期国债利率进一步下行的空间。

风险提示：地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

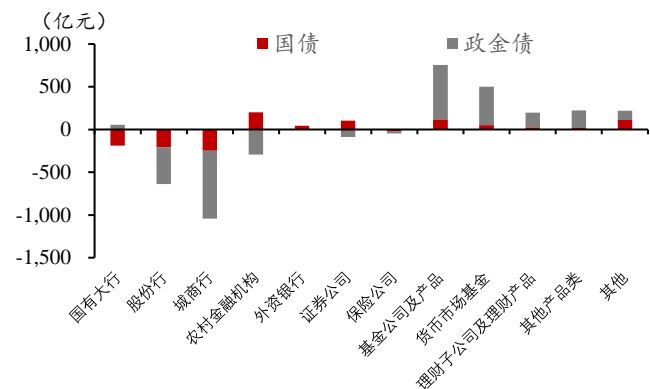
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

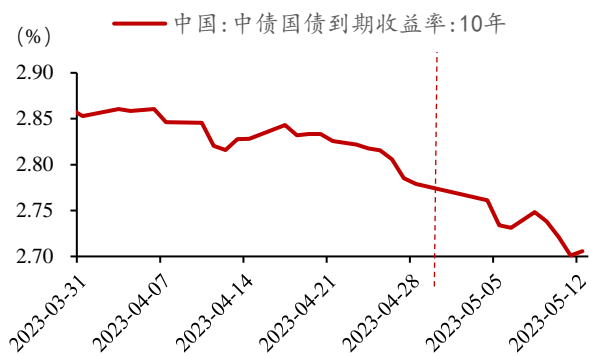
- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 2.宏观专题研究：四季度美债利率或在 4%-2022/10/25
- 3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1: 2023.5.8 -2023.5.12 现券净买入规模



资料来源: CFETS, 民生证券研究院

图 2: 10 年期国债利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026