

本周 (5.22-5.28) 流动性宽松, 7 天资金开始跨月, 10 年期国债围绕 2.70% 波动。

➤ **本周 (5.22-5.28) 债券市场进入政策博弈行情, 银行与非银分歧再现。**

当前债市行情主要由政策驱动, 交易型属性较强的机构参与度较高。在基本面没有新的变化的情况下, 市场定价围绕政策博弈。而银行与非银分歧再现, 非银机构中交易属性强的证券公司大量买入利率债。

银行机构均净卖出利率债。 农村金融机构本周净卖出国债 147.89 亿元, 主要集中在 1-5Y 的中短期品种、20-30Y 的超长期品种。

非银机构均净买入利率债。 证券公司净买入国债 64.7 亿元, 主要集中在 7-10Y; 基金净买入国债 100.83 亿元, 主要集中在期限小于 1 年的短期品种和 20-30Y 的超长期品种。

➤ **除政策外, 资金利率或是当前影响债市最关注的交易变量。**

当前基本面分歧不大, 除却仍有分歧的政策之外, 市场目前高度博弈资金面。

银行体系资金融出规模继续加大, 但资金利率仍平稳。 周三 (5.24) 国有大行单日资金净融出规模创年内新高, 然而资金利率偏平稳, DR001 维持在 1.4% 左右。

非银机构杠杆活跃度一度创年内新高, 但 10 年期国债难以有效突破 2.7%。 周三 (5.23)、周四 (5.24), 基金、理财等非银机构单日净融入资金规模纷纷创年内新高, 但 10 年期国债一度突破 2.70% 后, 又回到了 2.71% 的位置。

➤ **资金面博弈方向之一, 若政策利率下调, 债市走强空间打开。**

今年以来 DR007 仍与央行逆回购利率的偏离不大。与隔夜利率持续较低不同, 7 天资金利率今年以来在 2.0% 的中枢附近波动, 即使当前资金面宽松, 也并没有出现类似于去年二季度和三季度的偏离幅度。

目前 DR007 与 DR001 的差值已创过去 5 年同期最高。 4 月以来, 隔夜利率大幅低于 7 天利率, DR007 与 DR001 的差值实际上是过去 5 年同期的最高水平。

央行逆回购利率仍制约利率下行。 当前利率曲线难以进一步下移的核心, 或在于央行政策利率约束。3 月以来, 期限利差持续压缩, 10 年期国债与 1 年期国债利差一度创近 1 年的新低, 1 年期国债利率与 DR007 利率也来到了低位。

若央行下调 OMO\MLF 利率, 或打开 10 年期国债利率下行的空间, 打开新一轮债市做多空间。 后续我们对此保持关注。

➤ **资金面博弈方向之二, 若信贷投放加速, 资金面或收敛, 债市做多情绪降温。**

年初至今, 资金面波动节奏可以分为三段: 资金面行情演化, 核心变动在于信贷投放节奏。第一段时期 (1-2 月) 大行信贷投放力度较强, 小行信贷投放力度弱, 资金面偏紧。第二段时期 (3 月) 大行信贷投放力度走弱, 中小行信贷投放边际改善, 资金面转松。第三段时期 (4 月) 信贷需求大幅走弱, 资金面边际宽松。

本周票据利率有所反弹, 6 月银行信贷投放仍存在冲量的可能性。若未来大行信贷投放加速, 资金面或边际收紧, 短期内影响债券市场做多情绪。

➤ **下周关注: 跨月因素扰动资金面, 票据利率波动。**

下周资金面可能因跨月因素扰动, 建议关注票据利率变动情况。

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

9 月财政数据点评: 财政“疲态”的两点启示 -2022/10/26

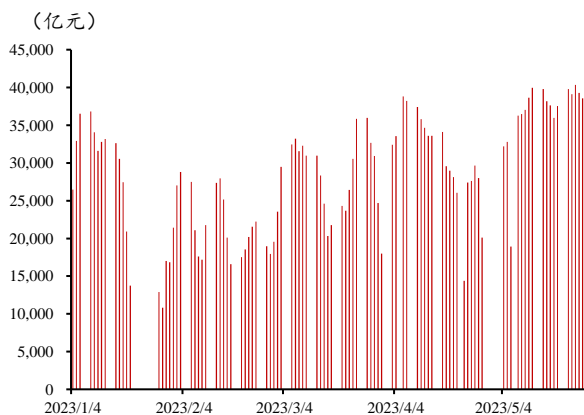
2. 宏观专题研究: 四季度美债利率或在 4%-2022/10/25

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

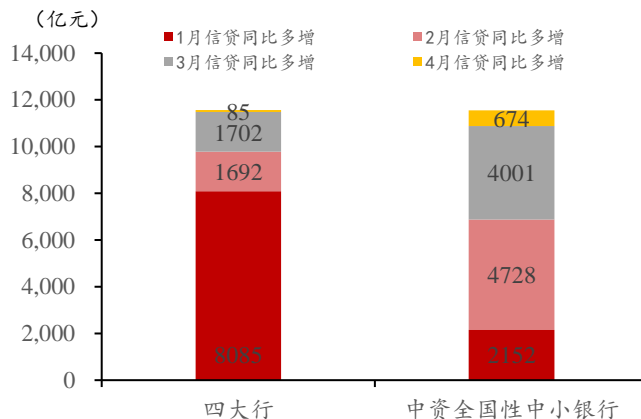
5. 月度高频数据追踪: 数据真空期, 我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：国有大行质押式回购净融出规模



资料来源：CFETS，民生证券研究院

图 2：各类银行信贷投放同比多增



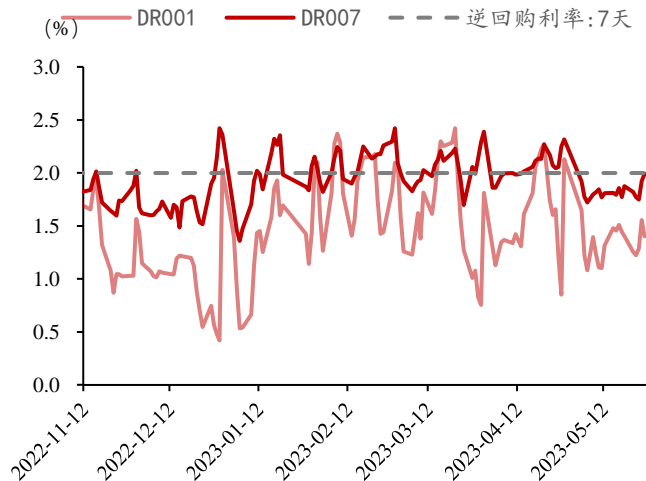
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：DR007 与 DR001 差值



资料来源：CFETS，民生证券研究院

图 4：DR001、DR007 和逆回购利率



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