

## 信义山证汇通天下

## 宏观利率

## 经济环比改善，收益率震荡向上

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.05.30-2022.06.02）

2022 年 6 月 5 日

## 投资要点

## ➤ 核心观点：经济环比改善，收益率震荡向上。

本周是 5 月以来长端收益率反弹最大的一周，其背后不单有资金利率低位回升的因素，更多是经济环比改善、疫情好转、上海解封带来的预期改善。5 月制造业 PMI 回升到 49.6%，高于一致预期。

只有经济循环的客观环境正常，政策才能推动经济周期向前演绎。尽管目前经济所处的周期环境，包括通胀、库存、企业利润等现状仍不利于经济复苏，但随着稳增长、助企纾困、保供稳价等政策的不断落实，若疫情态势平稳，周期有望恢复向上动力，虽然这一过程可能迂回反复。5 月 28 日至 6 月 3 日，以 GDP 加权的全国 100 个城市拥堵指数为去年同期的 99%，其中上海、北京分别为去年同期的 71%、78%，上海社会流动有所恢复，北京社会流动则连续两周下降。

在一系列稳增长安排下，货币政策有望“补给式”宽松。6 月 2 日，央行外汇局新闻发布会上提出“综合运用多种货币政策工具，加大流动性的投放力度”。在经济环比改善和 5YLPDR 下降的情况下，5 月最后一周国股银票转贴现利率回升或预示 5 月信贷不差。结构性货币政策工具或成为“补给式”宽松的主要力量，但传统工具大概率仍会按部就班。

资金面最为宽松的时期可能已经过去。截止 6 月 2 日，DR007 移动平均（7 天）自 5 月下旬持续回升至本周的 1.70%。尽管在呵护经济复苏的情况下，央行仍将保持资金面的相对宽松，但在信贷修复和债券供给增加的情况下，资金利率的绝对位置可能难以触及前低。

综上，我们判断收益率向上的力量正在集聚，但鉴于工业增加值等“显性”的经济指标和经济预期合力形成还需时日，收益率更可能边走边看，震荡向上，但 3% 的顶部难以突破。

## 市场回顾：曲线陡峭化上移。

截止 6 月 2 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周+6.27bp、+6.31bp 至 2.7601%、2.9884%，1Y 国债、国开债收益率分别+4.31bp、+2.09bp 至 1.9564%、1.9643%。稳增长宽信用政策持续释放。继 5 月 25 日全国稳增长会议后，各部委各省份稳增长政策层层展开。基建、消费仍是本周稳增长政策主要提及的抓手，企业纾困、兜底就业民生仍是财政发力点。金融政策方面，6 月 2 日，中国银保监会发布《关于进一步做好受疫情影响困难行业企业等金融服务的通知》，包括十二个部分共 42 条，主要从加大信贷支持力度、做好接续融资安排、适当提高不良贷款容忍度、持续提升服务效率、创新信贷服务模式、完善考核激励机制、发挥保险保障功能等多个方面，对进一步做好受疫情影响暂时遇困行业企业等的金融服务提出了工作要求。同日，人民银行在“解读国务院常务会部署扎实稳住经济的有关金融政策”新闻发布会上也提出正在逐项细化一揽子政策措施中涉及货币金融的

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>



## 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：曲线陡峭化上移..... | 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 |
| 图 13: 全国拥堵指数.....                         | 7 |
| 图 14: 国股银票转贴利率.....                       | 7 |

## 1.流动性及资金面回顾

### 1.1 公开市场操作

上周，央行逆回购投放 300 亿元，完全对冲到期量。下周有 500 亿元 7D 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 | 05-30 | 05-31 | 06-01 | 06-02 | 06-03 | 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，货币市场资金面整体仍松。截止 6 月 2 日，DR001+4.83bp 至 1.4233%，DR007-8.64bp 至 1.6274%，R001+4.72bp 至 1.4831%，R007-15.06bp 至 1.67406%。截止 6 月 2 日，SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.4320%、1.6740%，较前一周分别+5.10bp、-10.30bp。银行体系中长期资金利率有所回升。截止 6 月 2 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 2.0938%、2.1606%，分别较 5 月 27 日+10.11bp、+0.06bp。

## 2.市场回顾：曲线陡峭化上移

截止 6 月 2 日，10Y 国债、国开债收益率分别较上周+6.27bp、+6.31bp 至 2.7601%、2.9884%，1Y 国债、国开债收益率分别+4.31bp、+2.09bp 至 1.9564%、1.9643%。

本周是 5 月以来长端收益率反弹最大的一周，其背后不单有资金利率低位回升的因素，更多是经济环比改善带来的预期改善。

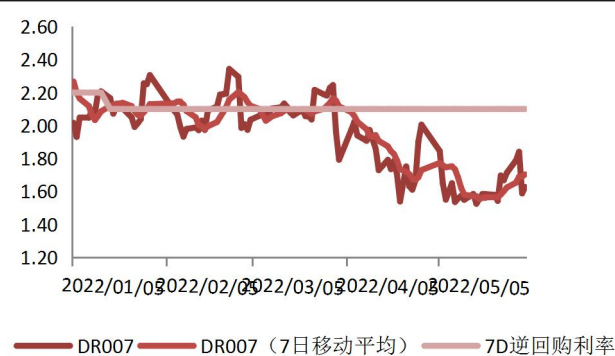
一是经济环比改善。5 月制造业 PMI 回升到 49.6%，环比改善是同比改善的前提，尽管还存在结构性和未来恢复速度的问题，但改善的方向是确定的。上海解封，北京疫情得到有效控制，本轮疫情冲击接近尾声。5 月 28 日至 6 月 3 日，以 GDP 加权的全国拥堵指数为去年同期的 99%，其中上海、北京分别达到去年同期的 71%、78%，上海社会流动有所恢复，北京社会流动则连续两周下降。

二是稳增长宽信用政策持续释放。继 5 月 25 日全国稳增长会议召开后，各部委各省份稳增长政策层层展开。基建、消费仍是本周稳增长政策的主要抓手，企业纾困、兜底就业民生仍是财政发力点。金融

政策方面，6月2日，中国银保监会发布《关于进一步做好受疫情影响困难行业企业等金融服务的通知》，包括十二个部分共42条，主要从加大信贷支持力度、做好接续融资安排、适当提高不良贷款容忍度、持续提升服务效率、创新信贷服务模式、完善考核激励机制、发挥保险保障功能等多个方面，对进一步做好受疫情影响暂时遇困行业企业等的金融服务提出了工作要求。同日，人民银行在“解读国务院常务会议部署扎实稳住经济的有关金融政策”新闻发布会上也提出正在逐项细化一揽子政策措施中涉及货币金融的具体内容，确保尽快落地见效。

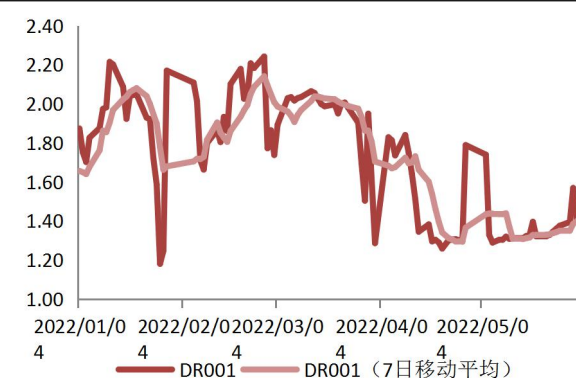
三是资金面最为宽松的时期可能已经过去。截止6月2日，DR007移动平均（7天）自5月下旬持续回升至本周的1.70%。尽管在呵护经济复苏的情况下，央行仍将保持资金面的相对宽松，但在信贷修复和债券供给增加的情况下，资金利率的绝对位置可能难以触及前低。

图 1：DR007 (%)



数据来源：wind 山西证券研究所

图 2：DR001 (%)



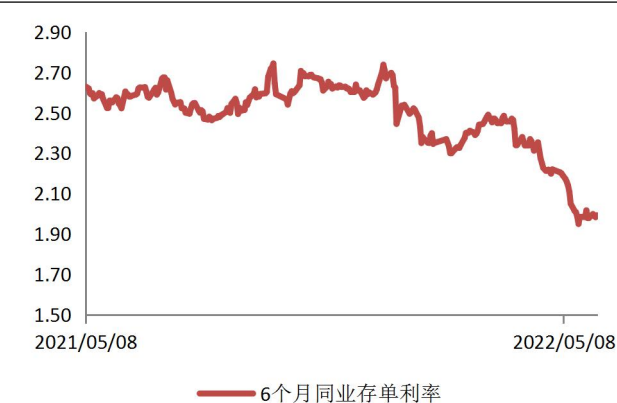
数据来源：wind 山西证券研究所

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 (%)

图 6：1Y 国债收益率 (%)



图 7: 收益率曲线 (%)



图 8: 品种利差: 10Y 国开债-10Y 国债 (bp)

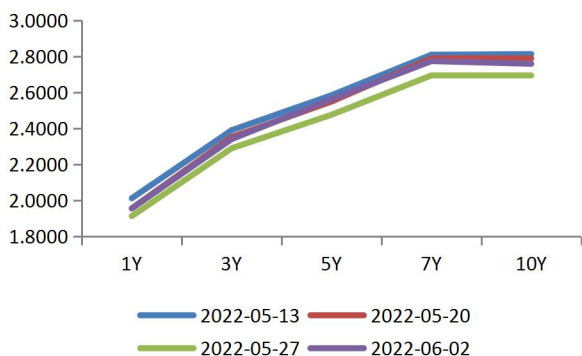


图 9: 期限利差: 10Y 国债-1Y 国债(bp)

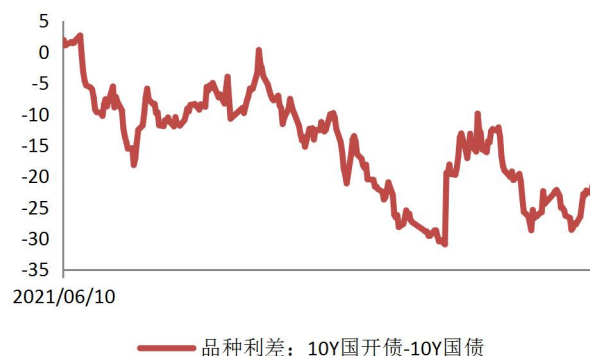


图 10: 中美利差 (bp)

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_42598](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42598)

