

信义山证汇通天下

宏观利率

2.70%的阶段性底部能否突破？

报告原因: 定期报告

——国内宏观利率周报（2022.07.25-2022.07.29）

2022年7月31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: 2.70%的阶段性底部能否突破? 概率不大。

资金面宽松, 债市杠杆创新高, 收益率下行。资金面宽松、经济环比下行及对远期经济担忧、欠配等仍是本周收益率下行主要因素。本周央行继续通过公开市场操作精细化调控资金面, 货币市场资金面全周延续宽松。周二银行间质押式回购成交量冲击 6.8 万亿元历史新高, 周四及周五有所回落, 但仍高于 5 月及 6 月最后两个交易日。政策面看, 28 日政治局会议并没有大幅刺激政策, 29 日国常会部署进一步扩需求举措, 推动有效投资和增加消费, 但同时强调不能“萝卜快了不洗泥”。7 月 PMI 不及预期, 经济景气度有所回落, 恢复基础尚需稳固。全周看, 10 年国债、国开债收益率分别-3.1bp、-7.0bp 至 2.76%、3.28%, 期限利差仍处高位。

往前看, 10 年国债收益率 2.85% 的顶部短期较为明确, 那么 2.70% 的阶段性底部能否突破? 我们认为概率不大。

第一, 年初以来, 10 年国债收益率两次向下突破 2.70% 的时点分别发生在 1 月下旬和 5 月下旬。很显然当前债市面对的宏观环境、政策环境等不及 1 月份友好, 尤其是本周政治局会议和国常会均传递出不会出台大幅刺激政策, 这一方面引发远端经济担忧, 另一方面也制约货币政策想象空间。当前情况和 5 月下旬更具有可比性, 通胀、货币政策预期、资金利率水平平均比较相似。不同之处主要是经济层面, 和 5 月疫后复苏相比, 当前经济复苏力度不足叠加疫情和楼市停贷影响, 市场对短期和长期经济预期较 5 月偏弱。但近期收益率持续下行不断消化经济放缓预期, 后续基本面若没有增量利多, 上述利好逻辑也难以持续演绎。

第二, 资金面宽松可能不足以推动收益率持续下行。7 月以来资金面持续宽松, 但可以看出 7 月 18 日至 22 日这段期间, 10 年国债收益率走向震荡, 而在 28 日政治局会议增量政策不及预期后重新回落。可见资金面宽松对债市的支撑仍需要基本面配合, 否则难以推动收益率持续下行。央行本周逆回购操作量 20-30 亿元, 具有明显提示作用。

第三, 虽然债市目前依然欠配, 但债券供需并非收益率走势的主导因素。当前 10 年国债 2.75% 的收益率水平对于银行等配置机构来说吸引力并不大。本周国内新增病例情况已明显好转, 楼市政策也在持续探索, 一定程度影响配置情绪。

➤ 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

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 120 亿元，下周有 160 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	07-25	07-26	07-27	07-28	07-29	合计
7D	-70	-20	-10	-10	-10	-120

数据来源：wind，中国人民银行网站

1.2 货币市场利率

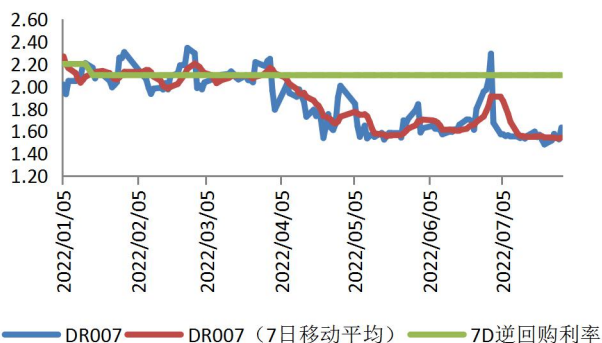
上周，货币市场资金面充裕。截止 7 月 29 日，DR001+8.50bp 至 1.2724%，DR007+15.03bp 至 1.6329%。银行体系中长期资金也相对充裕。截止 7 月 29 日，银行同业存单 3M、6M 发行利率分别为 1.9658%、2.2230%，分别较 7 月 22 日+2.74bp、+4.06bp。SHIBOR0/N、SHIBOR1W 分别报收 1.2540%、1.7050%，较前一周分别+6.0bp、+7.0bp。

2.市场回顾：收益率下行

本周一至周四，市场增量信息有限，10 年国债收益率震荡于 2.77%至 2.79%，新增病例数量下滑以及房地产开发贷传闻对市场偏利空，但 28 日政治局会议后，收益率快速下降。全周看，10 年国债、国开债收益率分别-3.1bp、-7.0bp 至 2.76 %、3.28%，期限利差仍处高位。具体看，周一（7 月 25 日），隔夜质押式回购加权利率下行至 1.06%附近，创 2021 年 1 月 8 日以来新低，1Y 和 10Y 国债收益率微幅下行 0.29bp、0.80bp。周二（7 月 26 日），银行间市场资金面延续宽松，隔夜回购加权利率下行近 5bp 逼近 1%关口，创 2021 年 1 月 8 日以来新低。中国房地产业协会与浙江省房地产业协会 7 月 26-27 日在杭州市联合主办“房地产纾困项目与金融机构对接商洽会”，但市场对房地产风险化解的预期依旧很谨慎。周三（7 月 27 日），收益率几无波动。央行逆回购操作降至 20 亿元，但资金面仍非常宽松。周四（7 月 28 日），10 年国债收益率上行 1.5bp。1 万亿元房地产开发贷款传言和北京重新对国际入境客运直飞航班开放对债市偏不利。中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作，增量政策工具有限。周五（7 月 29 日），市场主要消化政治局增量政策不及预期信息，10 年国债收益率下降 2.9bp。市场对利空

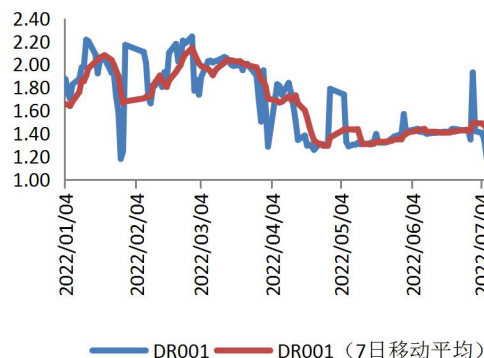
信息钝化，如国家发展改革委召开推进有效投资重大项目协调机制第一次会议；商务部等13部门：开展国家电“以旧换新”活动，推进绿色智能家电下乡等。晚间，国务院常务会议部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费等。

图 1：DR007 (%)



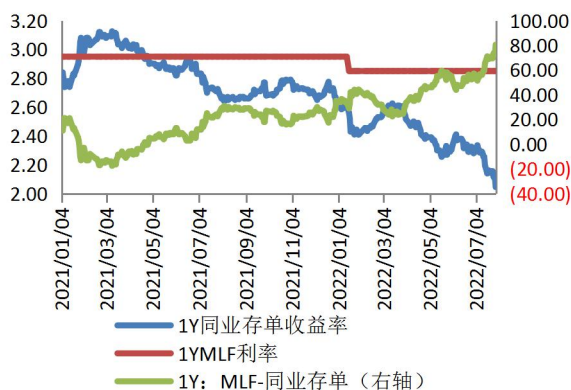
数据来源：wind 山西证券研究所

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 (%)



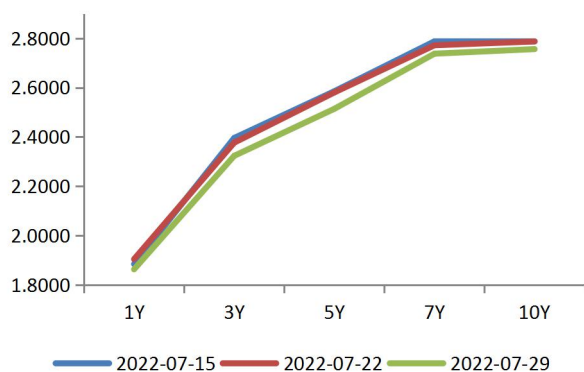
数据来源：wind 山西证券研究所

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，%）



图 12：股债收益率比较（%）



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_44647

