

中信证券研究部



明明
首席 FICC 分析师
S1010517100001



章立聪
FICC 分析师
S1010514110002

核心观点

3 月以来到 4 月末，同业存单的发行量和净融资额大幅增加并维持高位，而在供给放量的情况下价格却有所下跌，我们认为同业存单到期和结存规模下降导致银行负债端紧张以及机构阶段性的避险需求是造成该现象的主因，但同业链条扩张并不显著，“资金空转”的问题暂不明显。预计未来存单供给稳定但需求萎缩，量价难跌，虽然长期来看存单价格上行空间有限，但是短期同业存单的价格变化将加重投资者对资金面变化的敏感程度，央行贷方地位提升，政策态度将成为关键变量。

■ 3 月以来同业存单发行规模显著增加，4 月到期量下降但发行力度不减，净融资额持续上行，同时发行利率略微下行。3 月份同业存单发行量和到期量均创历史新高，到 4 月份仍保持较高的净融资额。截至 2021 年 4 月末，我国同业存单存量为 122,201.6 亿元，较 2 月末增加了 8,992.8 亿元，有较大幅度的提升。价格方面，发行利率和到期收益率都基本保持窄幅波动、稳中略降的态势。

■ 广义基金尤其是货币基金大幅增持，其中或存在商业银行发行同业存单购买货币基金，货币基金再购买同业存单的循环链条，但我们认为这样的“资金空转”问题暂不明显，主要基于两点分析：从央行报表看，今年 1 季度银行股权与其他投资项与历史同期增量类似，商业银行发行同业存单并配置货币基金从而扩表的行为并不显著；从价格来看，同业存单发行利率与货币基金年化收益率仍有差距，即便考虑到对投资者从基金获得的收益免征 25% 企业所得税，其中的套利空间仍然相对有限。如果后续货币基金收益走高或同业存单利率走低，不排除银行在其中资金空转套利的可能。

■ 供给端负债承压和需求端避险需求提升是同业存单量增价跌的原因。3 月同业存单到期量创历史新高，同时结构性存款下降带来负债端压力，促使同业存单发行量激增。一季度股市的震荡和债市的信用风险催生了机构的避险需求，同业存单具有风险收益性价比高、期限较短、流动性较好等特点，能够发挥出阶段性避险的作用，需求量也同时上涨，从而使得发行量上涨时维持价格稳中有降。

■ 在到期续作压力和银行负债需求支撑下，预计同业存单发行量将维持高位；5 月政府债放量挤压同业存单发行空间，预计发行利率有所上行。从供给端看，未来三个月同业存单到期量分别为 15861.4 亿元、14948.3 亿元、13981.1 亿元，严峻的续作压力将持续至二季度以后；对高成本负债产品的严监管导致中小银行的揽储能力进一步受到挤压，负债结构恶化将提高同业存单发行需求。从需求端看，5 月是政府债的发行大月，国债+地方债预计有 9000 亿元的净融资，与政府债的市场竞争料将抬升同业存单的发行利率。

■ 考虑到“稳货币”的政策基调下存单利率不会过度偏离政策利率，长期来看存单价格上行空间有限，不会大幅提升银行负债端成本，也不会明显改变银行对债券资产的配置偏好；短期来看，同业存单价格在相对高位震荡会加重市场的不确定性，投资者对资金面变化将更加敏感，央行贷方地位提升，政策态度将成为关键变量。

目录

现象：发行规模创历史新高，发行利率略微下行	1
发行量与到期量显著增加，存量规模大幅上升	1
发行利率和到期收益率稳中略降	1
广义基金大幅增持	2
原因：供给端负债承压，需求端避险需求提升	3
同业存单到期和结存规模下降导致银行负债端紧张	3
从需求端看，机构阶段性避险需求提升	4
展望：供给稳定需求萎缩，同业存单量价难跌	5
同业存单续作压力不减，中小银行负债问题仍存	5
国内宏观	9
高频数据	9
通货膨胀：猪肉价格下跌、鸡蛋价格上涨、工业品价格全面上行	10
重大事件回顾	12
国际宏观：经济持续复苏，就业稳定回升	13
流动性监测：银质押利率全面上行	14
公开市场操作：流动性投放收紧	14
国际金融市场：欧美股市大体上行	15
美国市场：美股上周大体上行	15
债市数据盘点：利率债收益率大体下行	17
一级市场：本周计划 9 只利率债	17
二级市场：利率债收益率大体下行	18

插图目录

图 1：同业存单发行量、到期量与净融资额	1
图 2：同业存单存量规模	1
图 3：同业存单发行利率	2
图 4：AAA 级同业存单到期收益率	2
图 5：货币基金资产净值及占全部基金的比重	3
图 6：3 月同业存单到期量处于阶段性高点	4
图 7：结构性存款规模有所回落	4
图 8：一季度 A 股市场震荡下跌	4
图 9：未来三个月每星期同业存单到期量	5
图 10：中小银行稳定性负债增速不及贷款增速	6
图 11：国债净融资规模预测	6
图 12：5 月地方债净融资规模预测	7
图 13：债券投资占银行资金运用比例	8
图 14：中债登和上清所托管的商业银行投资债券比例	8
图 15：房地产成交量同比增速	9
图 16：住宅价格环比增速	9
图 17：主要航运指数	10
图 18：CCBFI 同比与出口同比	10
图 19：PMI	10
图 20：发电量及同比增速	10
图 21：三大高频物价指数	11
图 22：商务部农产品价格	11
图 23：猪肉价格	11
图 24：大宗商品价格	11
图 25：CRB 指数同比领先 PPI 同比	11
图 26：银行间回购加权利率	15
图 27：银行间回购加权利率周变动	15
图 28：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)	15
图 29：美国国债收益率	15
图 30：欧洲交易所指数	16
图 31：欧元区公债收益率	16
图 32：利率债发行到期	17
图 33：国债中标利率与二级市场水平	17
图 34：国开债中标利率与二级市场水平	17
图 35：进出口债中标利率与二级市场水平	17
图 36：农发债中标利率与二级市场水平	18
图 37：主要利率债产品上周变动	19
图 38：银行间国债收益率走势	19
图 39：银行间国债每日变动（相较上周末）	19
图 40：银行间国开行金融债收益率走势	19
图 41：银行间国开债每日变动（相较上周末）	19
图 42：银行间国开行定存浮息债扯平利率走势	20
图 43：国开定存浮息债每日变动（相较上周末）	20

图 44：银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率	20
图 45：国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周末）	20

表格目录

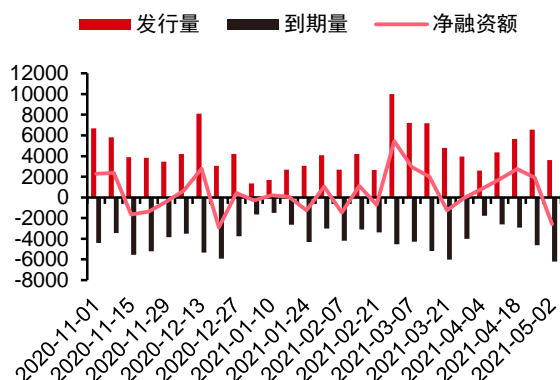
表 1：同业存单投资者结构	2
表 2：上周公开市场操作情况	14
表 3：上周发行利率债产品	18
表 4：本周计划发行利率债产品	18

■ 现象：发行规模创历史新高，发行利率略微下行

发行量与到期量显著增加，存量规模大幅上升

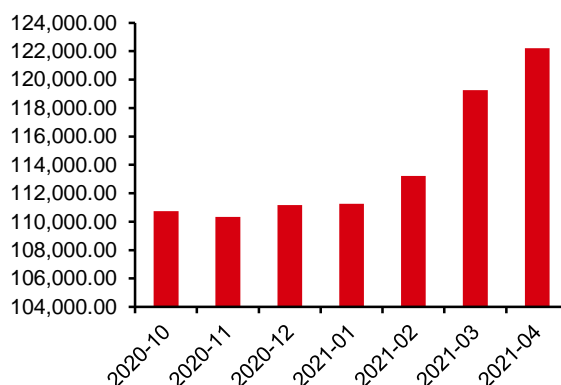
3月以来，同业存单的发行量和到期量显著提升，4月到期量下降但发行力度不减，净融资额持续上行。3月份同业存单发行量为26,994.4亿元，到期量为20,952.7亿元，均创历史新高，并打破了近半年来同业存单规模维持稳定的态势。进入4月份后，虽然到期压力有所回落，但净融资额依旧维持在2951.1亿元的高位。截至2021年4月末，我国同业存单存量为122,201.6亿元，较2月末增加了8,992.8亿元，有大幅度的提升。

图1：同业存单发行量、到期量与净融资额（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

图2：同业存单存量规模（亿元）

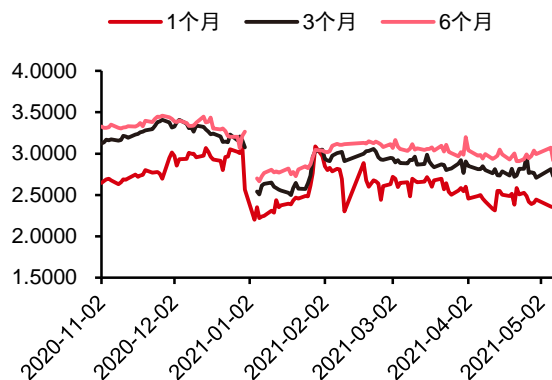


资料来源：wind，中信证券研究部

发行利率和到期收益率稳中略降

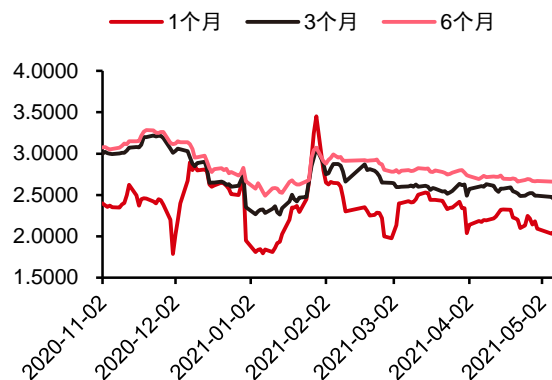
虽然同业存单净融资额上涨，但发行利率和到期收益率却没有受到明显影响，基本保持窄幅波动、稳中略降的态势。截至5月7日，1个月、3个月、6个月期同业存单发行利率分别较3月1日下降28bps、22bps、20bps。在发行量大幅上升时，发行成本仍保持稳定。同业存单到期收益率趋势与发行利率相似，整体较为平稳，但1个月期存单到期收益率波动幅度稍大。截至5月7日，1个月、3个月、6个月期同业存单到期收益率分别较3月1日上涨8bps、下降21bps、下降13bps，1月期存单收益率的上升是因为3月初正处阶段性的谷底。

图 3：同业存单发行利率(%)



资料来源：wind，中信证券研究部

图 4：AAA 级同业存单到期收益率(%)



资料来源：wind，中信证券研究部

广义基金大幅增持

从投资者结构看，同业存单的最主要持有者是商业银行和广义基金，3 月广义基金大幅增持，带动同业存单托管量大涨。根据上清所的数据，2021 年 3 月，存款类金融机构（商业银行）共持有同业存单 43,802.56 亿元，较上月减少 806.11 亿元；非法人类产品（广义基金）共持有同业存单 60,314.17 亿元，较上月增加 4,327.92 亿元。2021 年 3 月同业存单存量总量较上月增加 4,169.21 亿元，几乎全部来自广义基金的增持。

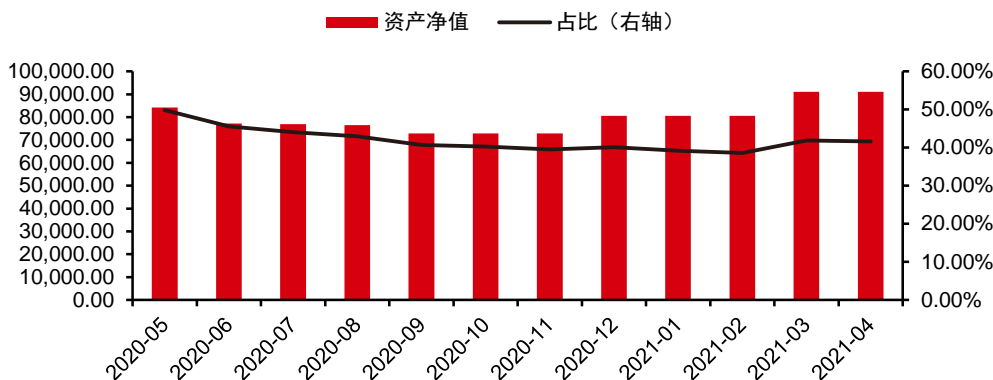
表 1：同业存单投资者结构（亿元）

投资者结构	3 月末	较上月增加值
政策性银行	5,107.30	187.75
存款类金融机构	43,802.56	-806.11
国有大型商业银行	8,440.00	357.53
股份制商业银行	1,673.28	-258.96
城市商业银行	5,147.57	-379.93
农商行及农合行	23,034.16	-97.42
村镇银行	93.10	-5.40
信用社	4,856.70	-355.75
外资银行	215.05	3.12
其他存款类金融机构	342.70	-69.30
保险类金融机构	275.00	69.10
证券公司	2,647.52	730.74
基金公司	15.20	0.40
其他金融机构	3,477.50	-14.40
非法人类产品	60,314.17	4,237.92
名义持有人账户(境内)	1,480.50	-88.11
境外机构	2,342.43	-148.08
其他	0.00	0.00
合计	119,462.18	4,169.21

资料来源：上清所官网，中信证券研究部

广义基金中，货币基金的资产净值和份额有明显增长，但从资产税后价格与央行报表来看，同业资金空转的问题并不显著。3 月份，货币基金的资产净值从 80,516.63 亿元增长至 91,083.77 亿元，占全部公募基金的份额也从 38.61% 上升至 41.89%，对比之下债基规模小幅下降。考虑到货币基金的主要配置资产以短久期的利率债、同业存单等为主，结合当前的市场情况，货币基金及其持有的同业存单同时大规模放量，我们认为其中或存在商业银行发行同业存单购买货币基金，货币基金再购买同业存单的链条。

图 5：货币基金资产净值（亿元）及占全部基金的比重（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

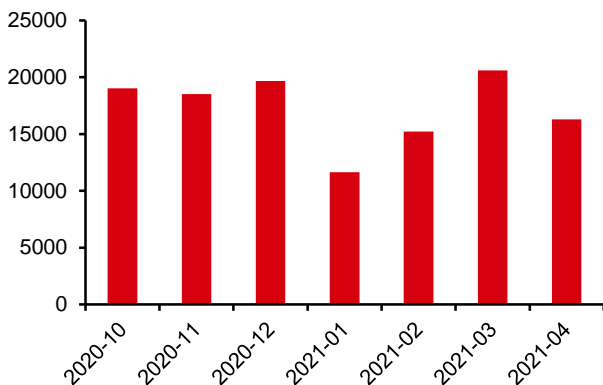
但我们认为这样的“资金空转”问题并不明显，主要基于两点分析：其一，从央行报表看，今年 1 季度银行股权与其他投资项增加了 5500 亿元左右，与历史同期增量类似，商业银行发行同业存单并货币基金从而扩表的同业链条并不显著；其二，从价格来看，目前同业存单发行利率在 2.9% 附近波动，而货币基金近期 7 日年化收益率在 2.1-2.3% 水平，基本没有超过 2.5%，即便考虑到对投资者从公募基金分配的收益中免征 25% 的企业所得税，其中的套利空间仍然相对有限。如果后续货基收益走高或同业存单利率走低，不排除资金空转的可能，届时监管部门出于引导资金“脱虚向实”的目的，可能会加大监管力度，但是短期内这一问题暂不严峻。

原因：供给端负债承压，需求端避险需求提升

同业存单到期和结存规模下降导致银行负债端紧张

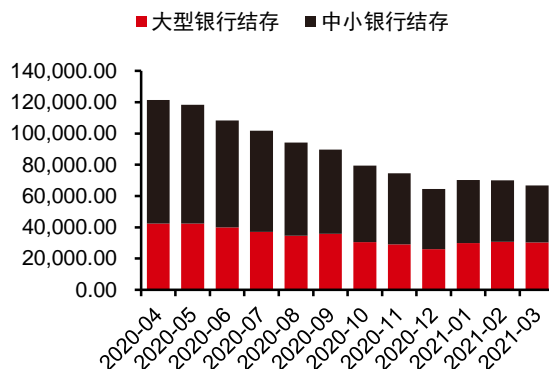
从供给端来看，3 月份同业存单到期量达 20,952.7 亿元，创历史新高，较 1 月份的 11,633.9 亿元和 2 月份的 15,225.5 亿元有明显的提升。除到期压力外，负债端的恶化也是存单供给量上升的重要因素。2021 年 1 月，随着监管压力的边际放松和年初的季节性揽储，结构性存款再度突破 7 万亿大关，较 2020 年 12 月增长 5,756.6 亿元。但 3 月份结构性存款再次回落至 66,681.8 亿元，较 2 月降低 3,282.2 亿元，是近期银行负债端缺口的重要因素。

图 6：3 月同业存单到期量处于阶段性高点（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 7：结构性存款规模有所回落（亿元）

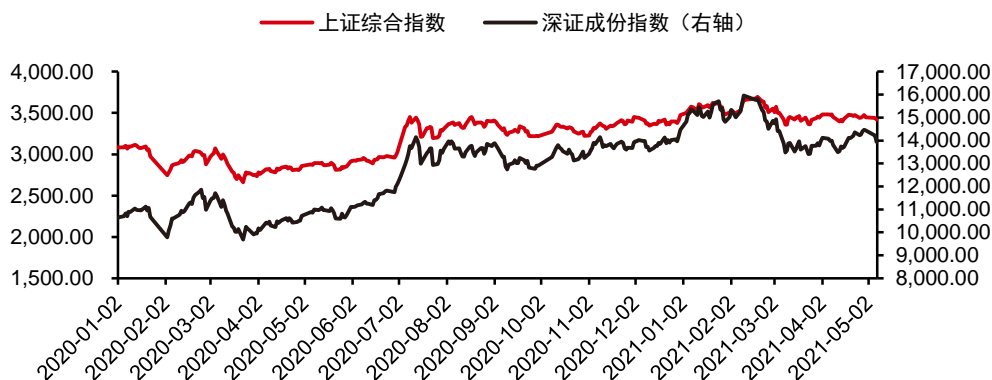


资料来源：wind，中信证券研究部

从需求端看，机构阶段性避险需求提升

一季度 A 股市场较为震荡，不少投资者心态趋于谨慎，此前流向股市的资金开始回流至相对稳健的债券市场。从上证综指和深证成指可以看出，股市行情从 2 月初开始震荡下跌，并在相对低位波动，未显露出明显的反弹态势。预计短期内股市还将处于结构性行情，随着广义流动性见顶回落，对 A 股整体有利的宏观环境可能已经接近尾声，选股不当的风险较大，在股市震荡的情况下，部分投资者选择调整持仓，减少权益类资产的配置而转向固定收益领域，以达到阶段性避险的目的。

图 8：一季度 A 股市场震荡下跌（点）



资料来源：wind，中信证券研究部

从债市内部来看，违约风险环伺，资金对信用债多持观望状态，更偏向于配置利率品种，而同业存单风险收益性价比、期限较短、流动性较好，满足了广义基金的配置需求。信用债一季度表现磕磕绊绊，除了关注央行态度和投放节奏外，更需要防范部分区域国企的债务协调结果对信用市场的冲击。2021 年信用债市场月均偿债压力已然不低，信用收缩的大环境同样也不支持大幅下沉的策略。投资者不得不降低投资收益预期，继续控制久期和信用风险敞口，在信用分化环境下抓住更多中高等级的交易或配置机会。在利率债品

种内部，同业存单风险收益性价比、期限较短、流动性较好，满足了广义基金的配置需求。

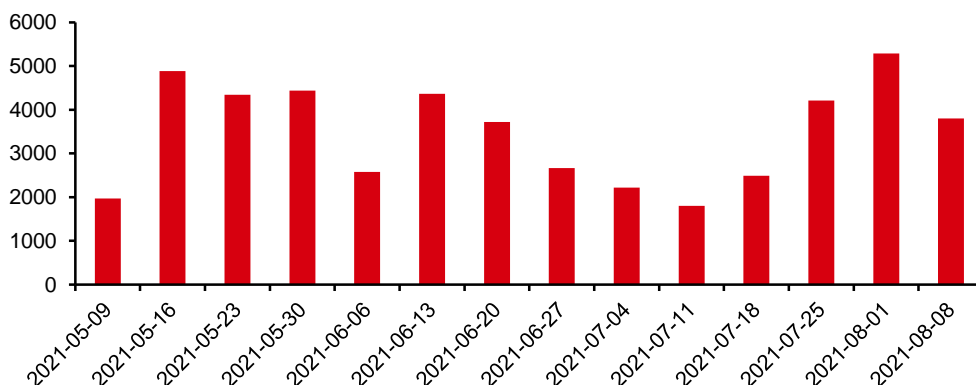
综上，在需求端，股市风险较大、预期表现不佳导致资金流向固定收益市场，而在债市内部投资者则更偏好于高等级短久期的配置策略，二者叠加导致同业存单在一季度收到青睐，发挥出阶段性避险的作用。

■ 展望：供给稳定需求萎缩，同业存单量价难跌

同业存单续作压力不减，中小银行负债问题仍存

造成三月四月同业存单放量的到期因素在短期内依然存在，严峻的续作压力将延续至二季度结束以后。截至目前，4、5、6、7月份同业存单到期量分别为16293.5亿元、15861.4亿元、14948.3亿元、13981.1亿元。不考虑其他方式对冲同业存单到期后的资金流出，那么在7月份结束之前，同业存单发行量将一直维持在较高水平。

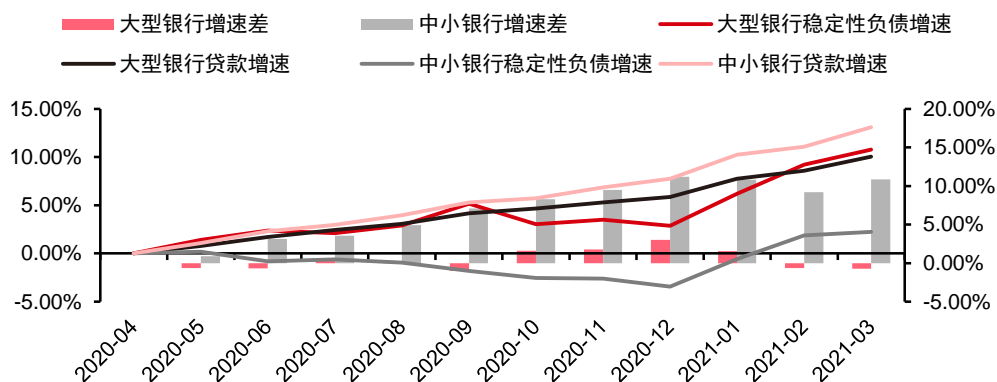
图9：未来三个月每星期同业存单到期量（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部

除了同业存单续作压力，中小银行自身的负债问题也亟待解决：不同于大型银行稳定性负债（定期存款+结构性存款）与贷款总额的相对增速保持稳定，中小银行负债结构呈现恶化趋势。与2020年4月相比，大型银行稳定性负债总额和贷款总额分别上涨11%和10%，数据相差不大，并不会对银行经营造成太大的影响；但中小银行稳定性负债总额和贷款总额的相对增幅并不乐观，前者仅上涨2%，远不及后者13%的涨幅。目前监管层已经对包括银行理财、结构性存款、“靠档计息”定期存款等几乎所有高成本负债产品进行了规范，同时明确禁止地方中小银行异地揽储。中小银行的揽储能力进一步受到挤压，预计未来存款向大型银行集中的趋势会更加凸显。中小银行的负债缺口将会推动其存单发行量的进一步上升。

图 10：中小银行稳定性负债增速不及贷款增速（%）

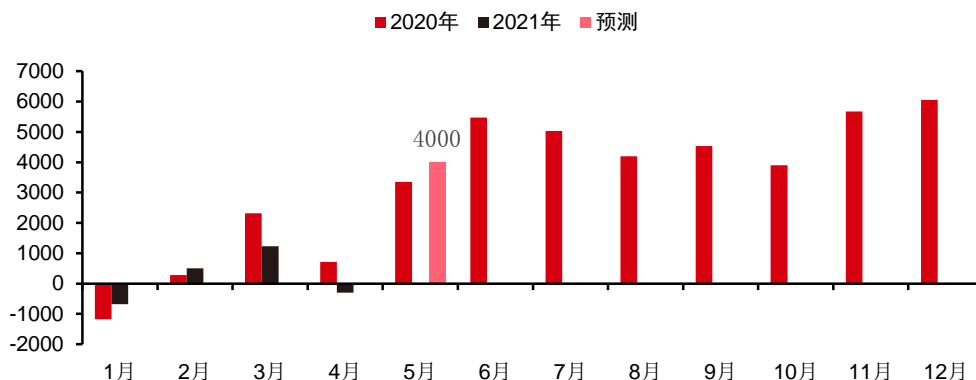


资料来源：wind，中信证券研究部

政府债放量将挤压同业存单需求

4 月国债发行的整体压力不大，5 月的国债供给压力或将有所增加。今年 5 月的国债到期量较小，仅 1700 亿元，但发行量预计较大。参考去年发行计划与今年发行计划的变化（同一期国债在两个月份之间的调整）以及近期每期国债的发行量进行估算，预计 5 月的国债发行量大概在 5700 亿元左右，形成 4000 亿元左右的国债净融资，或将高于去年同期。

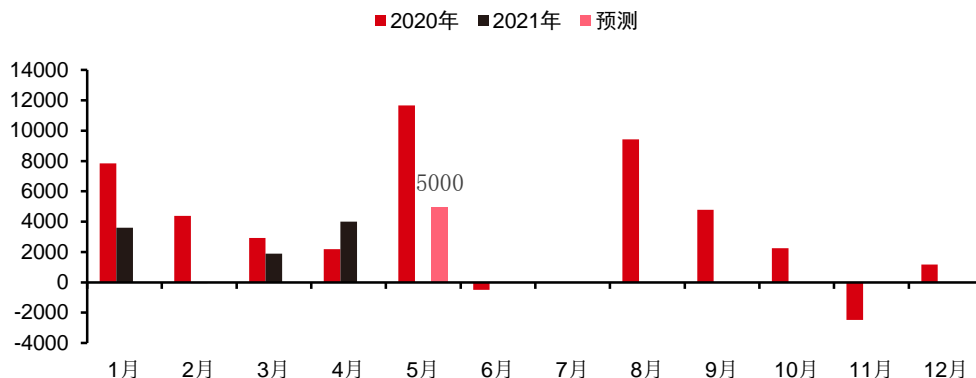
图 11：国债净融资规模预测（亿元）



资料来源：wind，中信证券研究部预测

二季度地方债供给高峰即将到来。2019-2020 年，新增债务限额均在上一年的 12 月底前下达至地方，规模达到万亿级；然而今年直到 3 月才下达提前批地方债额度 2.358 万亿元，额度下达较晚导致一季度地方债发行较同期锐减，相差 9600 亿元。考虑到今年公布的地方政府债额度下降为 3.65 万亿新增专项债和 0.82 万亿一般债，合计下降 2600 亿元，综合来看今年后三个季度地方政府需要比去年同期多融 7000 亿元。地方债后续供给会更加集中，即便平滑估计，匀一些到四季度发行，地方债在二季度的月均净融资额也会在 5000-6000 亿元之间。

图 12：5 月地方债净融资规模预测（亿元）

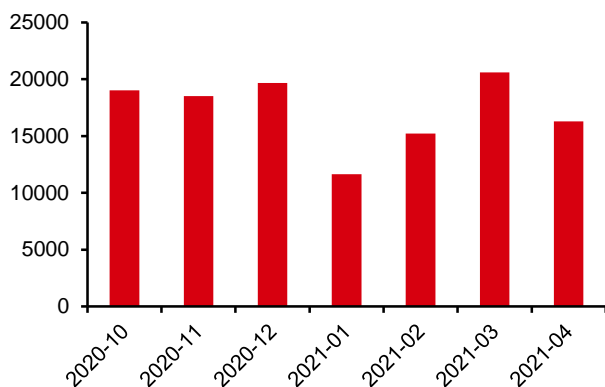


资料来源：wind，中信证券研究部预测

■ 影响：长期影响有限，短期放大资金面变化

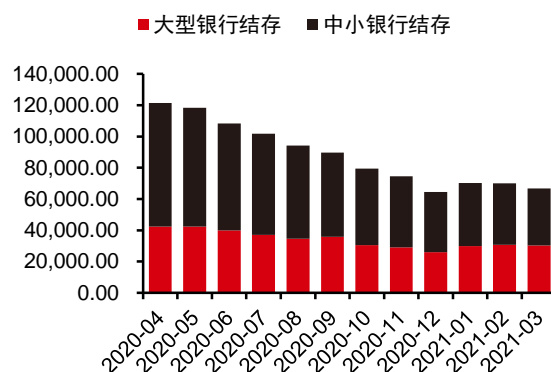
尽管同业存单量价难跌，但考虑到“稳货币”的政策基调下存单利率也不会过度偏离政策利率，因此长期来看存单价格的上行空间有限，不会大幅提升银行负债端成本，也不会明显改变银行对债券资产的配置偏好。在 2021 年第一季度央行金融统计数据新闻发布会上，央行货币政策司司长孙国峰表明“将按照稳健货币政策灵活精准、合理适度的要求，密切关注 4 月份财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境。”因此从长期来看，同业存单价格的天花板不会太高。另一方面，近年银行投向债市的资金比例保持稳定。虽然负债端压力和信贷需求对银行资本充足率构成了考验，但大型银行债券投资占资金运用比例稳定在 23% 左右，中小型银行债券投资占资金运用比例稳定在 18% 左右，预计这一比例在未来的变化空间也十分有限。从债券投资结构角度看，以利率债占比为主，中债登和上清所托管的商业银行投资债券中，利率债占到了 80%，有效稳定了市场预期。

图 13：债券投资占银行资金运用比例（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 14：中债登和上清所托管的商业银行投资债券比例（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

即便考虑到负债成本可能上升，银行有动力去拉高资产端的收益，从当前情况看可采取的策略空间并不大：第一种是信用下沉，但目前违约风险仍存，商业银行较低的风险偏好属性也决定其并不擅长这一方法来博取收益；第二种拉长久期，但近期债市仍在震荡，存在“最后一跌”的压力，目前延长久期的机会不算好，各家银行还处在谨慎观望的态度之中；第三种是加杠杆，但在今年稳杠杆的政策大环境下空间也不大。综上所述，同业存单对负债端成本的影响有限，暂时难以造成资产端债券配置的大幅波动，对债市的冲击有限。

然而，从短期来看，同业存单价格在相对高位震荡，也会加重市场的不确定性，投资者对资金面变化将更加敏感，央行贷方地位提升，政策态度将成为关键变量。随着部分工业品价格继续高位拉涨，监管层指出要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势，不排除通过边际收紧银行间流动性的方式来对通胀压力做出反应；4月央行小幅缩量61亿续做MLF，或许已经表明边际收紧的倾向。此前受益于较为宽松的资金面，即便面临缴税高峰，资金利率也保持稳定。5月份资金面在缴税、发债等多重因素冲击下，央行的贷方地位有望提升，届时如果没有加大公开市场操作力度予以对冲，市场的反应预计无法再像此前一样“冷静”，资金利率中枢较4月份可能上行。

国内宏观

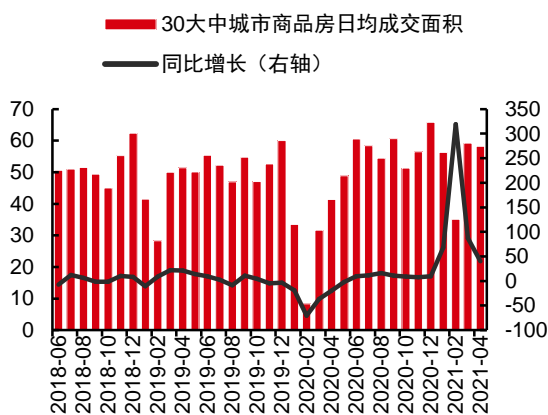
高频数据

房地产市场方面,截至5月8日,30大中城市商品房成交面积累计同比增加29.89%,其中一线城市累计同比上升67.09%,二线城市累计同比上升20.94%,三线城市累计同比上升22.41%。上周整体成交面积较前一周下跌50个百分点,一、二、三线城市周环比分别变动-53.64%、-53.30%、-39.90%。重点城市方面,北京、上海、深圳商品房成交面积累计同比涨跌幅分别为58.73%、49.02%、42.78%,周环比分别变动-82.19%、-55.83%、-30.33%。近日,住房和城乡建设部、国家发展改革委等6部门联合印发意见,明确要求各地加强住房租赁企业从业管理,开展住房租赁资金监管,禁止套取使用住房租赁消费贷款,合理调控住房租金水平。

高炉开工方面,截至5月7日,全国高炉开工率为62.02%,较上周上升了0.14%。本周高炉开工率有所回升,原因或为:钢价持续走强,需求保持强劲。但考虑到“碳中和”的宏观目标,唐山地区钢厂持续检修,未来高炉开工率预计将偏弱运行。

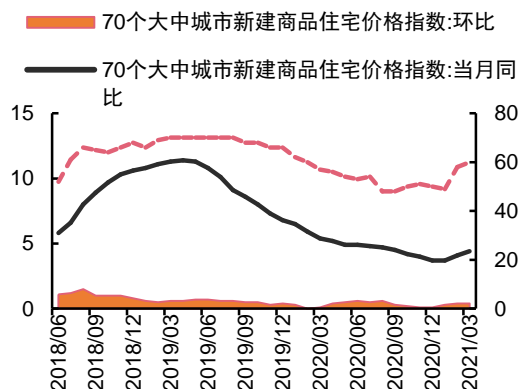
航运指数方面,截至5月7日,BDI指数上涨4.26%,收3183点。CDFI指数上涨5.37%。航运指数本周大幅走强,原因或为航运需求高增,港口集运运力仍在修复,预计未来随国际疫情恢复,航运指数将维持偏强运行。

图 15: 房地产成交量同比增速



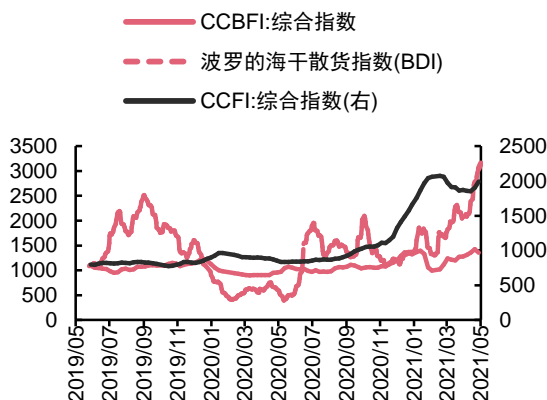
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 住宅价格环比增速



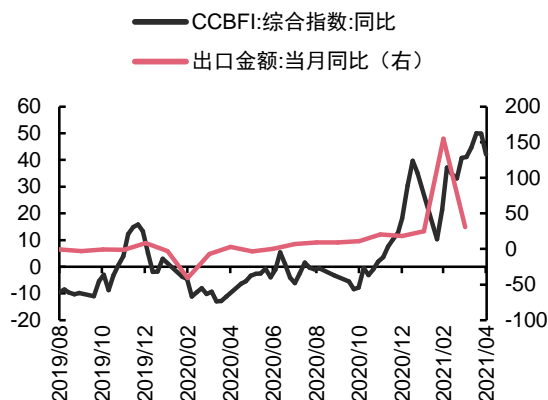
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17：主要航运指数



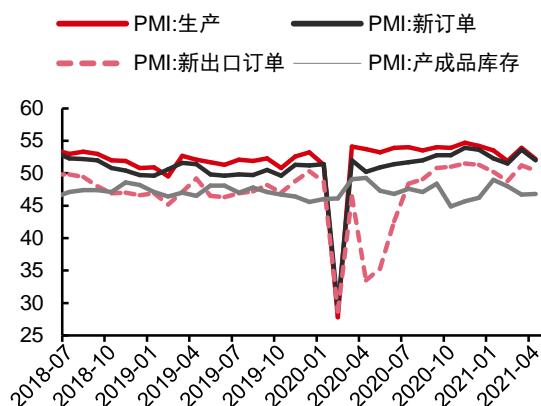
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：CCBFI 同比与出口同比



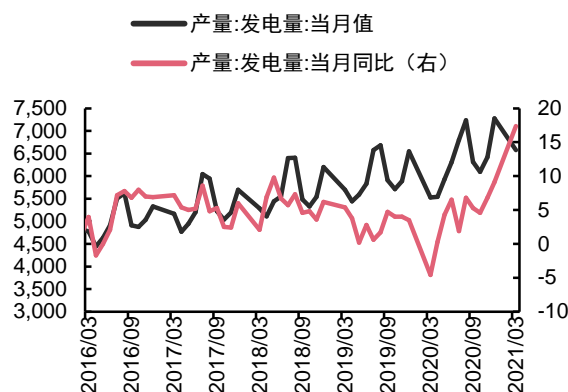
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：PMI



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：发电量及同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

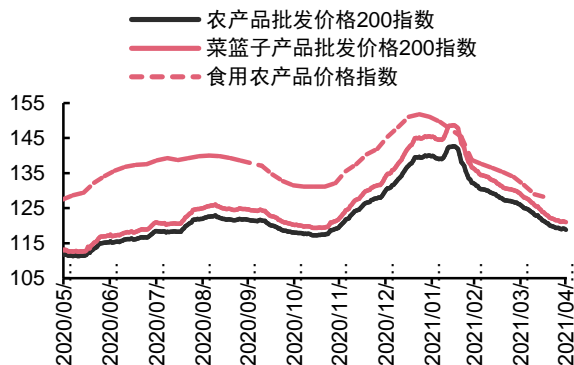
通货膨胀：猪肉价格下跌、鸡蛋价格上涨、工业品价格全面上行

截至 5 月 7 日，农业农村部 28 种重点监测蔬菜平均批发价较前周环比上升 3.52%。

从主要农产品来看，5 月 7 日，生意社公布的外三元猪肉价格为 21.38 元/千克，相较上周下跌 5.60%；鸡蛋价格为 8.92 元/千克，相较上周上涨 3.68%。本周蛋价走强，原因是“五一”假期备货的提振和近期电商平台促销，均带动鸡蛋市场走货加快。然而当下正处消费淡季，需求端或许难以支撑鸡蛋的高价，预计未来鸡蛋价格将偏弱运行。

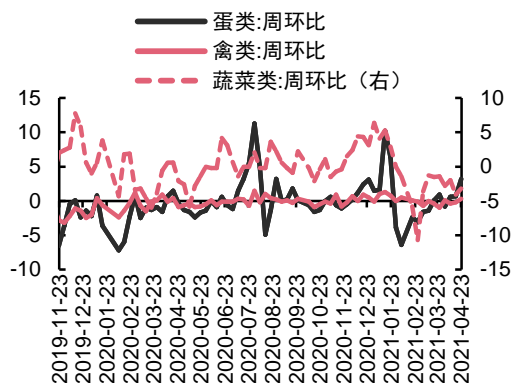
截至 5 月 7 日，南华工业品指数较前一周上涨 3.52%。能源价格方面，WTI 原油期货价格报收 64.9 美元/桶，较前周上涨 2.08%。钢铁产业链方面，Myspic 综合钢价指数为 210.15，较前一周上涨 5.15%。经销商螺纹钢价格为 5145.00 元/吨，较前周上涨 3.46%，上游澳洲铁矿石价格为 1395.00 元/吨，较前周上涨 6.14%。建材价格方面，水泥价格为 523.40 元/吨，较前周上涨 0.19%。本周大宗商品价格走强，随全球新冠疫苗有序分发、经济逐渐复苏，大宗商品需求料将得到释放。预计未来油价、钢价将延续强势运行。

图 21：三大高频物价指数



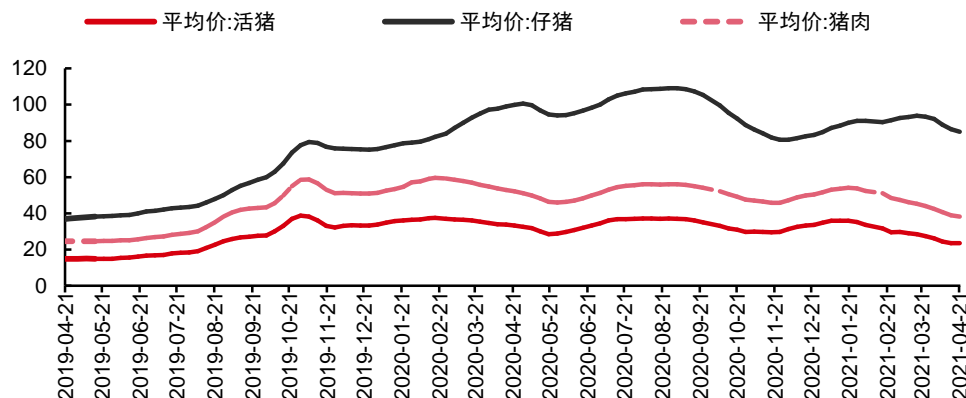
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：商务部农产品价格



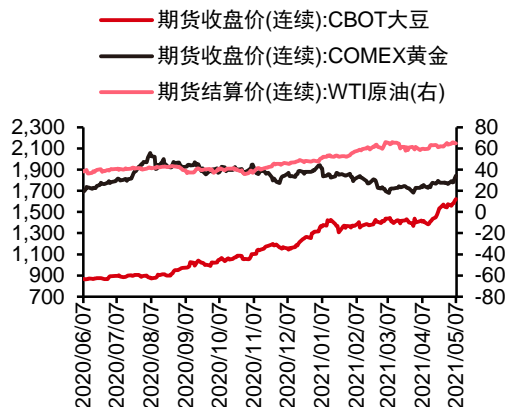
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：猪肉价格



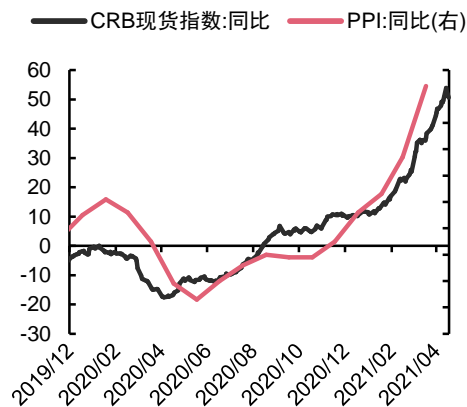
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：大宗商品价格



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：CRB 指数同比领先 PPI 同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

重大事件回顾

5月4日，交通运输部数据显示，假期前三天，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客总量超1.6亿人次。从5月4日开始全国铁路公路民航迎来返程车流，各地交通部门统筹疫情防控和运输组织，持续加大运力投放，确保旅客返程顺利。长三角、珠三角、京津冀、东北地区对多条客流集中方向高铁线路加大运能投入，4日当天全国铁路预计加开旅客列车1361列。公路方面，全国高速公路将迎来返程车流，全国收费公路对七座及七座以下小客车实行免费通行政策。（资料来源：交通运输部）

5月5日，据文化和旅游部数据中心测算，今年“五一”假期，全国国内旅游出游2.3亿人次，同比增长119.7%，按可比口径恢复至疫前同期的103.2%；实现国内旅游收入1132.3亿元，同比增长138.1%，按可比口径恢复至疫前同期的77.0%。交通运输部预计，“五一”假期共发送旅客2.67亿人次，日均5347.4万人次，比去年同期日均增长122.2%，比2019年同期日均增长0.3%。（资料来源：中国文化和旅游部）

5月6日，全国房贷利率“洼地”深圳开始上调利率，建设银行深圳分行率先行动，调整房贷利率首套房贷款利率执行LPR+45基点，相当于5.10%；二套房贷执行LPR+95基点，相当于5.60%，相比之前分别上调15个基点和35个基点。建行成为深圳首家明确上调房贷利率的银行，市场预期，深圳其他国有大行后续也有望跟进。（资料来源：央视财经）

5月7日，国家统计局副局长盛来运在接受记者采访时指出，要全面客观看待当前经济形势，我国现阶段潜在增长率在5.8%左右，当前经济仍处在恢复过程中，不能说完全恢复正常状态；今年GDP同比增速大概率是“前高后低”，但不能得出中国经济持续走弱判断，目前我国经济增长正向潜在增长率逼近，边际放缓是正常表现。国际通胀水平确实有所抬升，来自外部输入性通胀压力有所加大，但我国通胀水平总体处在可控状态，全年CPI涨幅将明显低于3%左右的预期目标。（资料来源：国家统计局）

5月8日，由证监会编著的《中国资本市场三十年》正式出版，全方位、系统梳理了资本市场在我国经济社会发展各历史阶段的功能、地位和作用，就中国资本市场发展进行了远景展望。证监会主席易会满作序提出，将落实“建制度、不干预、零容忍”方针，坚定不移深化资本市场改革开放，着力提高直接融资比重，以注册制和退市制度改革为抓手，全面加强基础制度建设，全面提升市场治理能力和水平，提高上市公司质量，强化市场功能发挥，促进投融资协同发展，持久优化市场生态，牢牢守住不发生系统性风险的底线，更好地服务经济社会高质量发展。（资料来源：财联社）

■ 国际宏观：经济持续复苏，就业稳定回升

美国方面：

5月3日，美国公布4月ISM制造业指数终值为60.7，预期65.1，前值64.7；4月ISM制造业物价支付指数终值为89.6，预期86，前值85.6；4月ISM制造业新订单指数终值为64.3，预期69.5，前值68。（资料来源：美国供应管理协会）

5月4日，美国公布3月贸易帐终值为-744亿美元，预期-734亿美元，前值-711亿美元；3月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值为1.2%，前值0.9%；3月耐用品订单环比终值为0.8%，前值0.5%。（资料来源：美国人口调查局）

5月5日，美国公布4月30日当周EIA汽油库存变动终值为73.7万桶，前值为9.2万桶，4月30日当周EIA原油库存变动终值为-799万桶，前值为9万桶；4月ISM非制造业指数终值为62.7，预期64.1，前值63.7。（资料来源：美国能源信息署、美国供应管理协会）

5月6日，美国公布4月24日当周续请失业救济人数为369万人，预期362万人，前值366万人；5月1日当周首次申请失业救济人数为49.8万人，预期53.8万人，前值55.3万人。（资料来源：美国劳工部）

5月7日，美国公布4月失业率终值为6.1%，预期5.8%，前值6%，4月非农就业人口变动终值为26.6万人，预期99.8万人，前值为91.6万人。（资料来源：美国劳工部）

欧洲方面：

5月3日，德国公布4月制造业PMI终值为58.9，预期59.2，前值59.2；3月零售销售环比终值为7.7%，预期3.3%，前值1.2%；3月零售销售同比终值为11%，预期-1.6%，前值-9%。（资料来源：德国联邦劳工局、IHS Markit）

5月4日，英国公布4月制造业PMI终值为60.9，预期60.7，前值60.7。（资料来源：IHS Markit）

5月5日，法国公布4月总和PMI终值为51.6，预期51.7，前值51.7；4月服务业PMI终值为50.3，预期50.4，前值50.4。（资料来源：IHS Markit）

5月6日，英国公布5月央行资产购买规模终值为8750亿英镑，预期8750亿英镑，前值8750亿英镑；5月央行企业债购买规模终值为200亿英镑，预期200亿英镑，前值为200亿英镑；央行政策利率终值为0.1%，预期0.1%，前值0.1%。（资料来源：英国央行）

5月7日，法国公布3月工业产出同比终值为13.7%，预期15.2%，前值-6.6%；3月工业产出环比终值为0.8%，预期2%，前值-4.7%。（资料来源：欧盟统计局）

日本方面：

5月7日,日本公布4月总和PMI终值为51,前值50.2,4月服务业PMI终值为49.5,前值为48.3。(资料来源:IHS Markit)

流动性监测：银质押利率全面上行

公开市场操作：流动性投放收紧

上周(5月6日-5月8日)有300亿元逆回购投放,600亿元逆回购到期,单周实现流动性净回笼300亿元。本周(5月10日-5月14日)有200亿元逆回购资金自然到期。

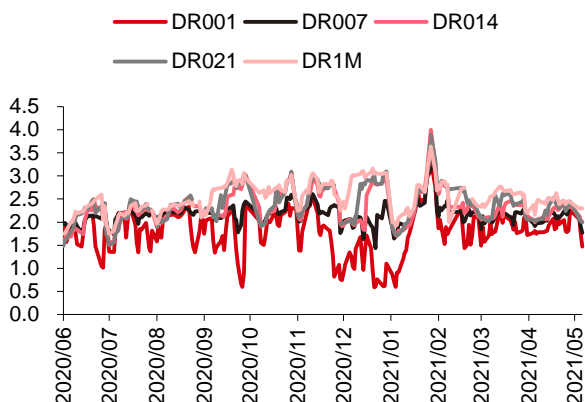
表2：上周公开市场操作情况(亿元)

	2021-5-4		2021-5-5		2021-5-6		2021-5-7		2021-5-8	
	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼	投放	回笼
7天逆回购					100	-500	100	-100	100	
14天逆回购										
28天逆回购										
6个月MLF										
1年期MLF										
1年期TMLF										
降准										
国库现金定存										
投放总计	300									
到期总计		-600								
净投放	0									

资料来源: Wind, 中信证券研究部

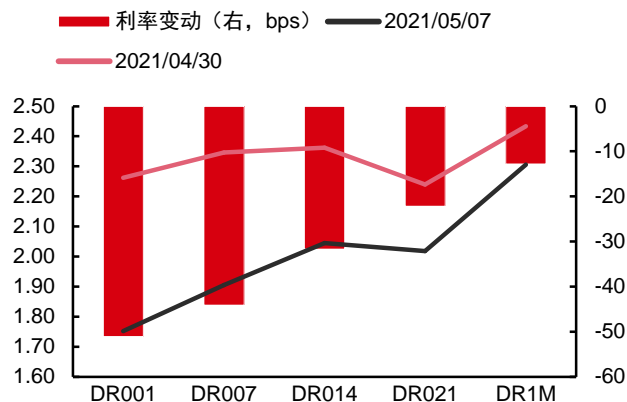
货币市场：银质押全面下行，SHIBOR全面下行。DR001加权平均利率为1.75%，较上周变动-51.07bps；DR007加权平均利率为1.91%，较上周变动-44.09bps；DR014加权平均利率为2.05%，较上周变动-31.67bps；DR021加权平均利率为2.02%，较上周变动-22.16bps；DR1M加权平均利率为2.31%，较上周变动-12.8bps。截至5月7日，SHIBOR方面,隔夜、7天、1个月、3个月对比上周分别变动-50.6bps、-39.6bps、-2.6bps、-1.1bps至1.78%、1.94%、2.46%、2.57%。

图 26：银行间回购加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：银行间回购加权利率周变动



资料来源：Wind，中信证券研究部

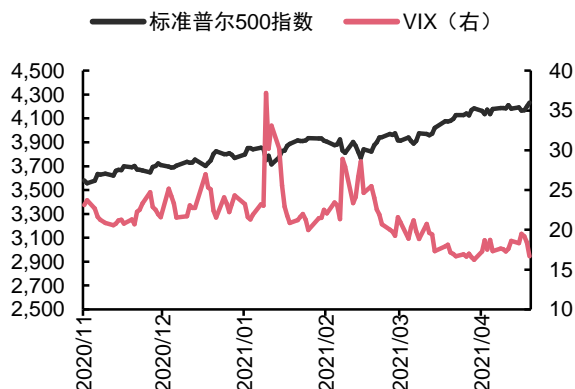
■ 国际金融市场：欧美股市大体上行

美国市场：美股上周大体上行

上周美国三大股指大体上行，道指周涨幅 2.67%，纳指周跌幅-1.51%，标普 500 指数周涨幅 1.23%。

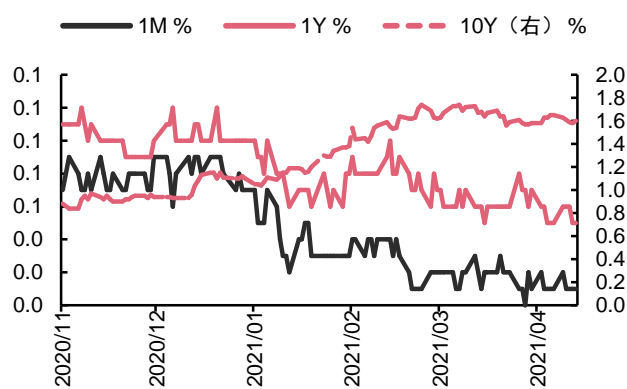
周一，美国公布 4 月 ISM 制造业指数终值为 60.7 高于预期，当日道指收涨 0.70%，纳指收跌-0.48%，标普 500 指数收涨 0.27%。周二，美国公布 3 月贸易帐终值为-744 亿美元低于预期，当日道指收涨 0.06%，纳指收跌-1.88%，标普 500 指数收跌-0.67%。周三，4 月 ISM 非制造业指数终值为 62.7 低于预期，当日道指收涨 0.29%，纳指收跌-0.37%，标普 500 指数收涨 0.07%。周四，道琼斯指数升至纪录新高，强劲的经济数据抵消了通胀担忧对大盘的影响，当日道指收涨 0.93%，纳指收涨 0.37%，标普 500 指数收涨 0.82%。周五，美国公布 4 月失业率终值为 6.1%高于预期，当日道指收涨 0.66%，纳指收跌 0.88%，标普 500 指数收跌 0.74%。

图 28：标普 500 和标普 500 波动率(VIX)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：美国国债收益率



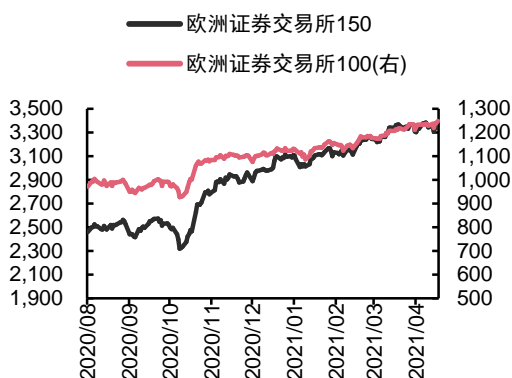
资料来源：Wind，中信证券研究部

欧洲市场：欧股上周全面上行

上周欧洲股市全面上行，英国富时 100 指数周涨幅 2.29%，德国 DAX 指数周涨幅 1.74%，法国 CAC40 指数周涨幅 1.85%。

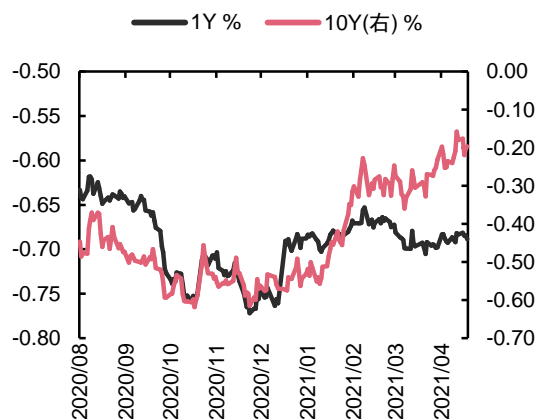
周一，德国公布 4 月制造业 PMI 终值为 58.9 低于预期，当日英国富时 100 指数收涨 0.00%，德国 DAX 指数收涨 0.66%，法国 CAC40 指数收涨 0.61%。周二，英国公布 4 月制造业 PMI 终值为 60.9 高于预期，当日英国富时 100 指数收跌-0.67%，德国 DAX 指数收跌-2.49%，法国 CAC40 指数收跌-0.89%。周三，法国公布 4 月总和 PMI 终值为 51.6 低于预期，当日英国富时 100 指数收涨 1.68%，德国 DAX 指数收涨 2.12%，法国 CAC40 指数收涨 1.40%。周四，英国央行暗示在有明显的经济反弹迹象之前，不会收紧货币政策，当日英国富时 100 指数收涨 0.52%，德国 DAX 指数收涨 0.17%，法国 CAC40 指数收涨 0.28%。周五，法国公布 3 月工业产出同比终值为 13.7% 高于前值，当日英国富时 100 指数收涨 0.76%，德国 DAX 指数收涨 1.34%，法国 CAC40 指数收涨 0.45%。

图 30：欧洲交易所指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：欧元区国债收益率（%）



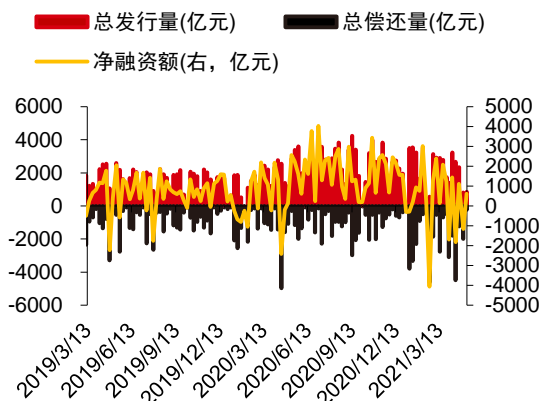
资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 债市数据盘点：利率债收益率大体下行

一级市场：本周计划 9 只利率债

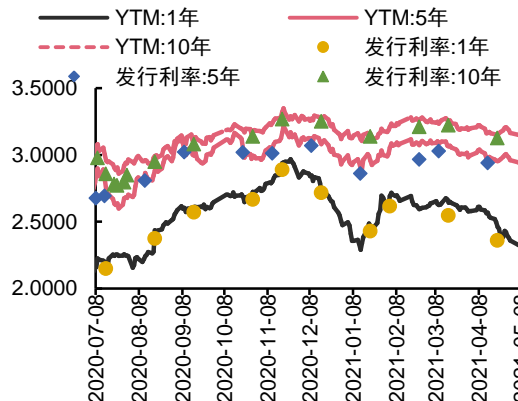
上周（5月3日-5月7日）一级市场共发行 8 只利率债，实际发行总额 843.2 亿元。
本周（5月10日-5月14日）计划发行 9 只利率债，计划发行总额 1540.00 亿元。

图 32：利率债发行到期



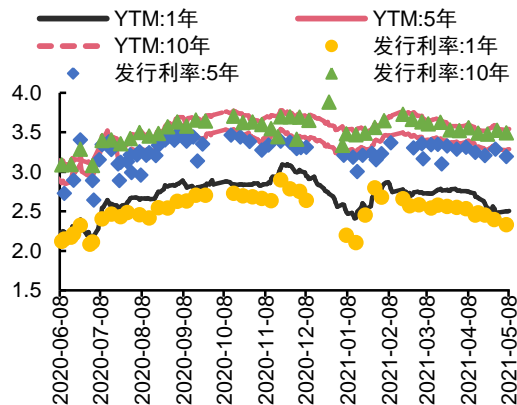
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：国债中标利率与二级市场水平



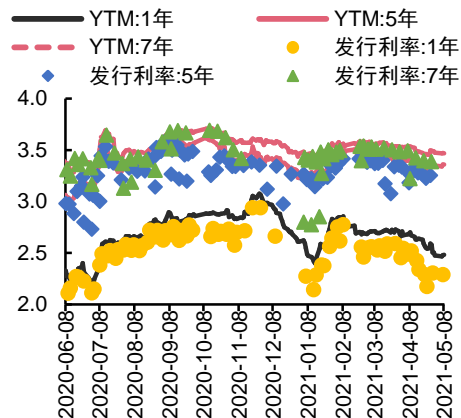
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：国开债中标利率与二级市场水平



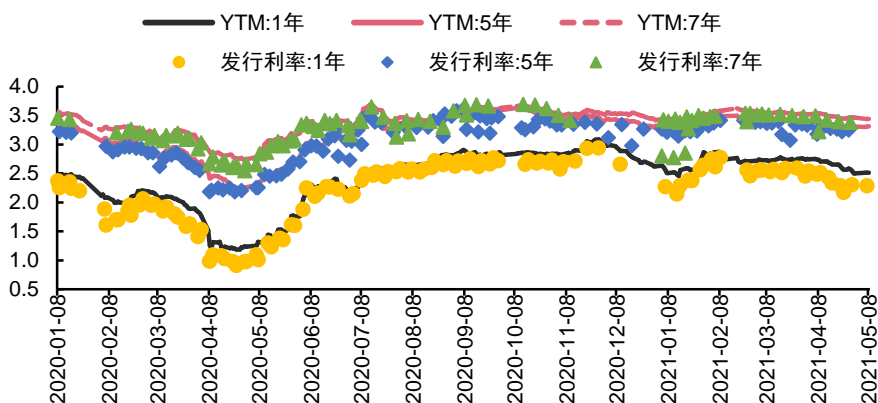
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：进出口债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：农发债中标利率与二级市场水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 3：上周发行利率债产品

交易代码	债券简称	发行起始日	发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
210301Z8.IB	21 进出 01(增 8)	2021-05-07	40.0000	1.0000	政策银行债
210303Z3.IB	21 进出 03(增 3)	2021-05-07	40.0000	3.0000	政策银行债
200311Z18.IB	20 进出 11(增 18)	2021-05-07	50.0000	10.0000	政策银行债
219921.IB	21 贴现国债 21	2021-05-07	150.9000	0.2493	国债
219920.IB	21 贴现国债 20	2021-05-07	152.3000	0.4986	国债
210206Z3.IB	21 国开 06(增 3)	2021-05-06	100.0000	1.0000	政策银行债
210203Z9.IB	21 国开 03(增 9)	2021-05-06	120.0000	5.0000	政策银行债
210205Z10.IB	21 国开 05(增 10)	2021-05-06	190.0000	10.0000	政策银行债
合计			800.00		

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 4：本周计划发行利率债产品

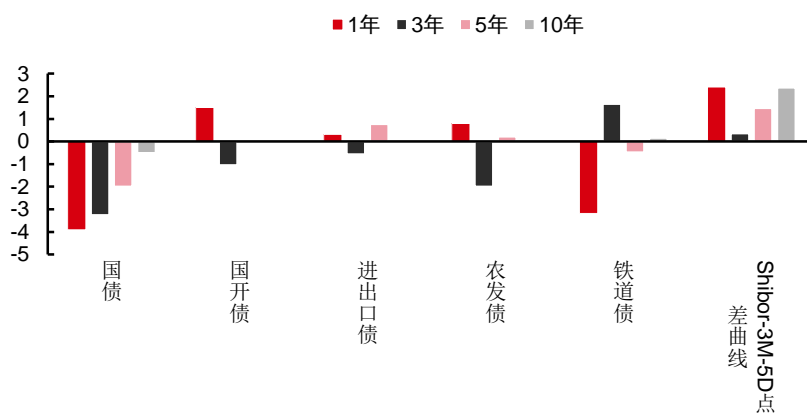
交易代码	债券简称	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	Wind 债券类型(二级)
210301Z8.IB	21 进出 01(增 8)	2021-05-07	40.0000	1.0000	政策银行债
210303Z3.IB	21 进出 03(增 3)	2021-05-07	40.0000	3.0000	政策银行债
200311Z18.IB	20 进出 11(增 18)	2021-05-07	50.0000	10.0000	政策银行债
219920.IB	21 贴现国债 20	2021-05-07	150.0000	0.4986	国债
210206Z3.IB	21 国开 06(增 3)	2021-05-06	100.0000	1.0000	政策银行债
210203Z9.IB	21 国开 03(增 9)	2021-05-06	120.0000	5.0000	政策银行债
210205Z10.IB	21 国开 05(增 10)	2021-05-06	190.0000	10.0000	政策银行债
合计			690.00		

资料来源：Wind，中信证券研究部

二级市场：利率债收益率大体下行

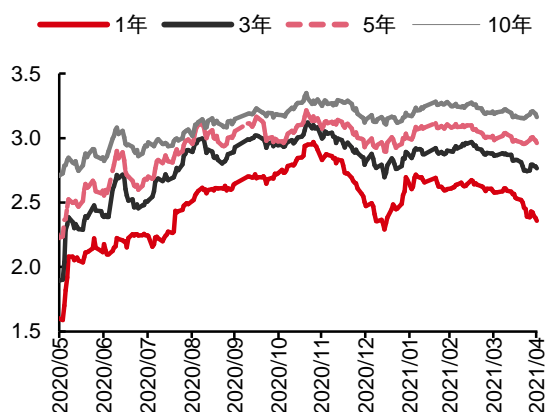
上周利率债收益率大体下行。截至 5 月 7 日，国债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动-3.91bps、-3.26bps、-1.99bps、-0.51bps。国开债方面，1 年期、3 年期、5 年期、10 年期分别变动 1.51bps、-1.05bps、0.01bps、0.01bps。

图 37：主要利率债产品上周变动



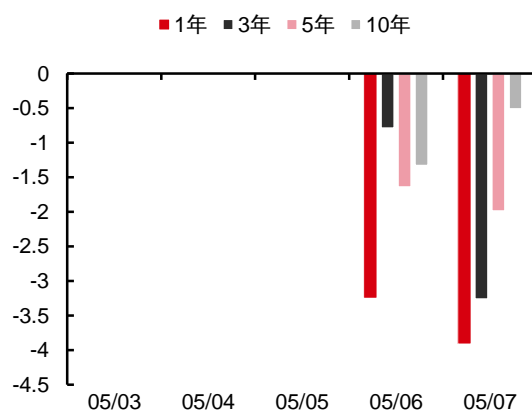
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：银行间国债收益率走势



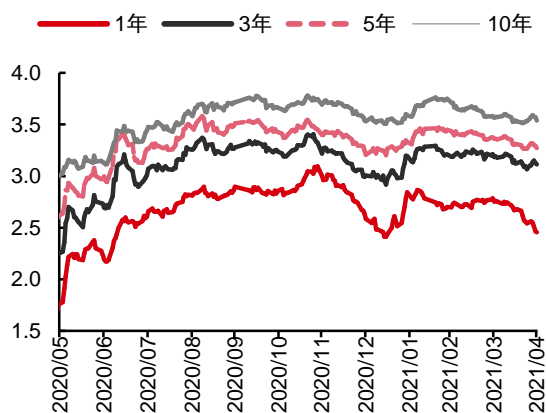
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 39：银行间国债每日变动（相较于周末）



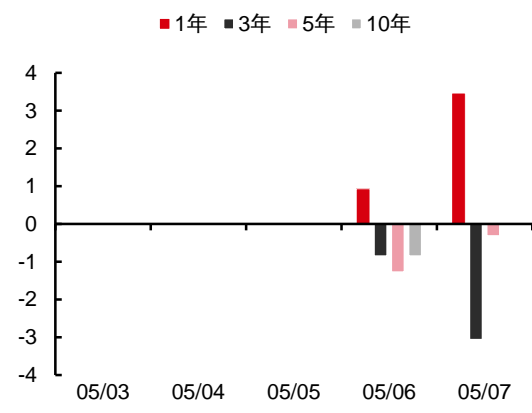
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 40：银行间国开债金融债收益率走势



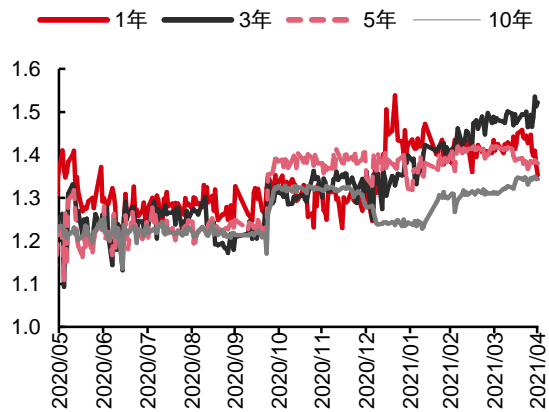
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：银行间国开债每日变动（相较于周末）



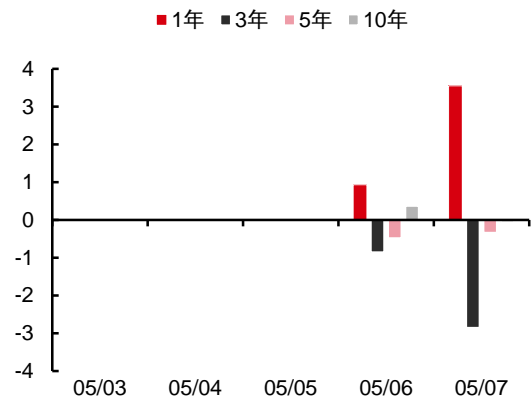
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 42：银行间国开行定存浮息债扯平利率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 43：国开定存浮息债每日变动（相较上周末）



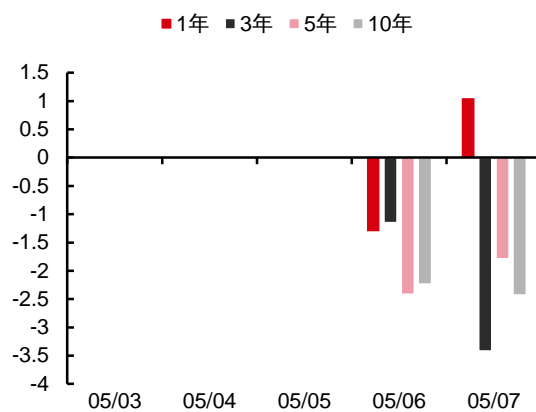
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 44：银行间国开行 SHIBOR 浮息债扯平利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：国开 SHIBOR 浮息债每日变动（相较上周末）



资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。