



5月经济平稳扩张 债市收益率持续下探

作者：邢博 黎轲

电话：010-58352880

邮箱：xingbo@xinhua.org

编辑：刘琼

审核：范珊珊

官方网站：www.cnfin.com

客服热线：400-6123115



5月份我国宏观经济保持平稳扩张态势，制造业生产保持稳定扩张态势。虽然翘尾因素导致CPI同比上涨，大宗商品价格上涨对PPI有一定影响，但价格水平总体稳定，国内工业品市场竞争比较充分，PPI上涨对CPI的传导有限，价格全年保持基本稳定有基础、有条件。社会融资规模增量同比短期回落，但中长期融资需求依然较高。

5月份货币政策保持稳健基调，公开市场操作量价均释放稳定信号。整体看，市场流动性稳中偏松，银行间市场资金利率中枢维持平稳，各期限同业存单收益率继续下探趋势。债券发行量收缩，地方政府债保持增量发行，但节奏较慢。而10年期国债收益率持续下滑趋势。

目录

一、宏观经济保持平稳扩张，流动性需求有所增加.....	3
二、货币政策保持稳健基调	5
三、货币市场利率走势分析	6
四、利率债市场走势分析.....	9

图表目录

图表 1：公开市场操作货币投放与回笼情况（单位：亿元）	5
图表 2：隔夜/1 周/1 年期限 SHIBOR 利率走势.....	7
图表 3：R001/R007 利率走势.....	8
图表 4：DR001/DR007 利率走势	8
图表 5：1 月/3 月/6 月/9 月/1 年同业存单（AAA+）到期收益率	9
图表 6：债券发行情况.....	10
图表 7：国债收益率走势	10

5月经济平稳扩张 债市收益率持续下探

5月份我国宏观经济保持平稳扩张态势，制造业生产保持稳定扩张态势。虽然翘尾因素导致CPI同比上涨，大宗商品价格上涨对PPI有一定影响，但价格水平总体稳定。国内工业品市场竞争比较充分，PPI上涨对CPI的传导有限，价格全年保持基本稳定有基础、有条件。社会融资规模增量同比短期回落，但中长期融资需求依然较高。

5月份货币政策保持稳健基调，公开市场操作量价均释放稳定信号。整体看，市场流动性稳中偏松，银行间市场资金利率中枢维持平稳，各期限同业存单收益率继续下探趋势。债券发行量收缩，地方政府债保持增量发行，但节奏较慢。而10年期国债收益率持续下滑趋势。

一、宏观经济保持平稳扩张，流动性需求有所增加

1. 制造业生产保持稳定扩张态势，PMI与上月变动不大

5月份，我国制造业采购经理指数为51.0%，比上月微落0.1个百分点，但仍位于临界点以上。非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为55.2%和54.2%，比上月上升0.3和0.4个百分点。总体来看，我国经济继续保持平稳扩张。

5月份，制造业生产扩张提速，生产指数为52.7%，高于上月0.5个百分点。其中，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于上月，且处于较高景气水平。然而，市场需求扩张步伐有所放缓，5月份新订单指数为51.3%，低于上月0.7个百分点，但仍位于景气区间。国外订单较上月减少明显，新出口订单指数为48.3%，低于上月2.1个百分点，回落至临界点以下。

2. 翘尾因素导致CPI同比涨幅扩大，价格水平总体稳定

5月份，居民消费价格总体稳定，同比保持上行趋势，全国居民消费价格同比上涨1.3%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，主要是去年价格变动的翘尾影响扩大所致。去年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，比上月扩大0.6个百分点。此外，新涨价因素影响CPI约为0.6个百分点，比上月回落0.2个百分点。具体来看，食品价格中淡水鱼价格上涨33.7%，涨幅扩大7.3个百分点，影响CPI上涨。非食品价格中，飞机票、汽油和柴油价格分别上涨32.3%、22.0%和24.2%，也对CPI上涨产生较大影响。

5月份，全国居民消费价格环比下降0.2%，降幅比上月收窄0.1个百分点。其中，猪肉供给的增加和鲜菜、鲜果的充足供应导致的价格下降，依然是影响CPI下降的主要因素。然而，影响CPI上涨的因素也在增加，例如，因供给减少、需求增加及饲料成本上涨，淡水鱼价格继续上涨；因国际原

油价格上涨，国内汽油和柴油价格均出现上涨；因原材料价格上涨，电冰箱、电视机、台式计算机和住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨。

3. 大宗商品价格上涨，PPI同比、环比涨幅扩大

5月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨9.0%，环比上涨1.6%；工业生产者购进价格同比上涨12.5%，环比上涨1.9%。1—5月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨4.4%，工业生产者购进价格上涨5.9%。

5月份我国工业品价格持续走高，PPI同比涨幅比上月扩大2.2个百分点。5月份主要行业价格涨幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格涨幅最大，为99.1%，扩大13.3个百分点；其次，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨38.1%，扩大8.1个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨34.3%，扩大10.5个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨30.4%，扩大3.5个百分点；煤炭开采和洗选业价格上涨29.7%，扩大16.4个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨20.9%，扩大3.4个百分点。

5月份PPI环比涨幅也比上月扩大0.7个百分点。其中，生产资料价格上涨2.1%，涨幅扩大0.9个百分点，是推动PPI上涨的主要因素。5月份，国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格大幅上涨，推动国内石油相关行业价格以及黑色金属冶炼和压延加工业价格、国内有色金属冶炼和压延加工业价格上涨。同时，由于火电厂“迎峰度夏、增加储备”，动力煤需求较旺，拉动煤炭开采和洗选业价格上涨。

4. 多因素致社融规模增量同比短期回落，但中长期融资需求依然较高

5月份，社会融资规模增量为1.92万亿元，比上年同期少1.27万亿元，比2019年同期多2081亿元。新增社融同比减少，除了与去年同期基数较高有关外，还与今年5月份政府债券发行节奏缓慢和信用市场遇冷有关。5月份政府债券净融资6701亿元，同比少4661亿元；企业债券融资净减少1336亿元，同比少4215亿元。

然而，5月份金融对实体经济融资需求的支持力度依然较高。5月份新增人民币贷款1.5万亿元，比上年同期多增143亿元，比2019年同期多增3127亿元。5月份新增贷款投放仍处于历史高位水平，尤其是中长期贷款投放增加明显，分部门看，住户贷款中，短期贷款增加1806亿元，中长期贷款增加4426亿元；企（事）业单位贷款中，短期贷款减少644亿元，中长期贷款增加6528亿元。中长期融资需求保持旺盛。

5月末社会融资规模存量为297.98万亿元，同比增长11%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为182.22万亿元，同比增长12.5%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为2.21万亿元，

同比下降11.1%；委托贷款余额为10.98万亿元，同比下降2.6%；信托贷款余额为5.74万亿元，同比下降22.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为3.52万亿元，同比增长0.7%；企业债券余额为28.26万亿元，同比增长7.1%；政府债券余额为47.75万亿元，同比增长17.1%；非金融企业境内股票余额为8.65万亿元，同比增长14.6%。

二、货币政策保持稳健基调

5月份，我国货币政策保持稳健基调。在近期大宗商品价格上涨和人民币兑美元汇率快速升值的背景下，人民银行积极做好大宗商品保供稳价工作，维持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，并将通胀预期纳入考量。因此，货币政策坚持稳健基调，继续发挥货币政策的连续性、稳定性和可持续性，强调不急转弯。人民银行行长易纲近期在陆家嘴论坛上表示，考虑到我国经济运行在合理区间内，在潜在产出水平附近，物价走势整体可控，货币政策要与新发展阶段相适应，要坚持“稳”字当头，坚持实施正常的货币政策，尤其是注重跨周期的供求平衡，把握好政策的力度和节奏。

5月末，广义货币(M2)余额227.55万亿元，同比增长8.3%，增速比上月末高0.2个百分点，比上年同期低2.8个百分点；狭义货币(M1)余额61.68万亿元，同比增长6.1%，增速分别比上月末和上年同期低0.1个和0.7个百分点；流通中货币(M0)余额8.42万亿元，同比增长5.6%。当月净回笼现金1626亿元。M2同比增速走高，除了与5月份信贷投放情况较好有关外，还受到财政存款走弱以及非银存款走高的影响。5月份财政性存款增加9257亿元，较去年同期少增3843亿元；非银行业金融机构存款增加7830亿元，而去年同期非银行业金融机构存款减少6736亿元。

5月份，人民银行共进行1次MLF投放，利率维持2.95%不变；共进行19次逆回购操作，7天逆回购中标利率均保持2.20%不变。

5月份，人民银行公开市场操作实现资金净回笼100亿元，其中，逆回购到期2000亿元，逆回购操作1900亿元，逆回购回笼流动性100亿元；其次，为对冲1000亿元MLF及TMLF到期，人民银行继续投放了1000亿元MLF及TMLF，实现整体资金面平稳；此外，国库现金定存到期700亿元，当月开展国库现金定存700亿元。5月份公开市场各工具操作量较前几个月都有所收窄，体现出流动性维持合理充裕。通过稳定的MLF和逆回购操作，人民银行继续向市场释放政策稳定信号。

图表 1：公开市场操作货币投放与回笼情况（单位：亿元）

日期	正回购		逆回购		国库现		MLF及TMLF	MLF及TMLF	公开市场净投 放(+)/净回笼 (-)
	操作	到期	操作	到期	金定存	金定存	投放	回笼	
1月	0	0	10690	12450	0	0	5000	5405	-2165
2月	0	0	8300	11440	0	0	2000	2000	-3140
3月	0	0	2300	2600	0	0	1000	1000	-300
4月	0	0	2200	2100	700	0	1500	1561	739
5月	0	0	1900	2000	700	700	1000	1000	-100

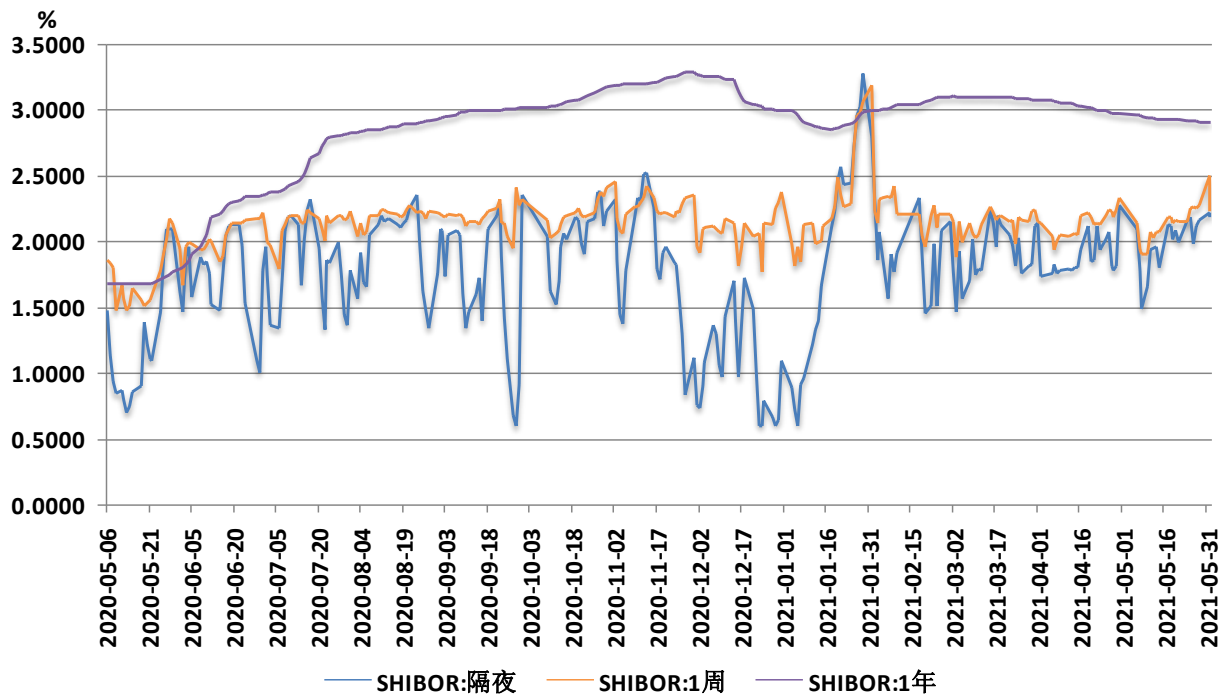
来源：中债登、新华财经

三、货币市场利率走势分析

1. 报价利率短端上行幅度收窄，长端持续走低

5月份，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）短端保持上行态势，但上行幅度有所减小，长端维持走低态势。具体来看，5月份隔夜SHIBOR均值较4月均值上升9.39BP；1周SHIBOR均值较4月均值微升0.5BP；而1年期SHIBOR均值较4月均值下行9.35BP。截至5月31日，隔夜SHIBOR达到2.2270%，1周SHIBOR达到2.5020%，1年期SHIBOR达到2.9110%。

图表 2：隔夜/1 周/1 年期限 SHIBOR 利率走势



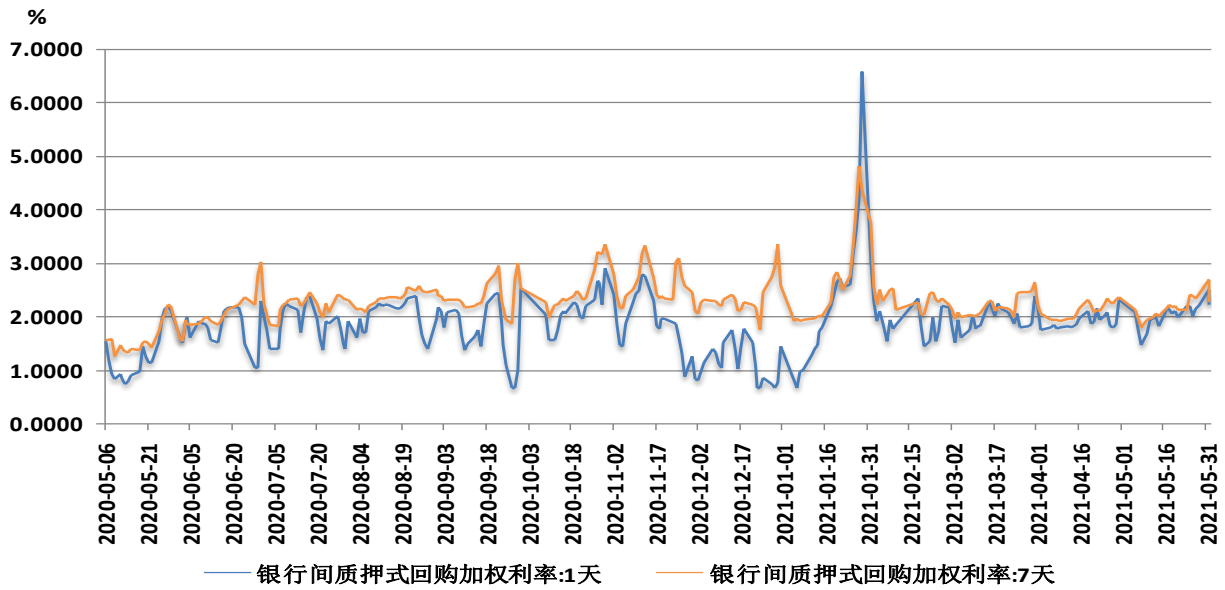
来源：wind、新华财经

2. 银行间市场资金利率中枢维持平稳

5月份，银行间市场资金利率走势基本保持平稳，R007和DR007中枢与上月相比变动不大，但受缴税影响，资金市场利率月末出现翘尾现象，当月波动幅度加大。具体来看，5月份DR007均值与4月份基本持平，微升1.02BP；R007均值较4月微升4.06BP。

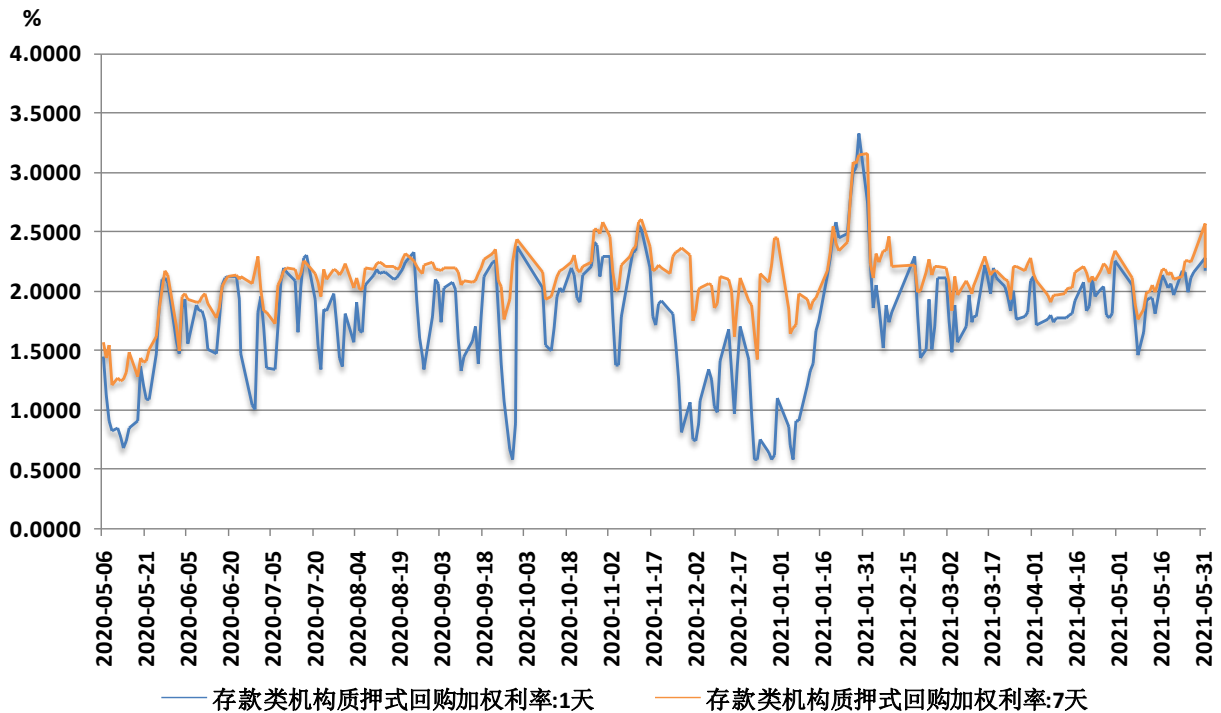
截至5月31日，银行质押式回购利率方面，R001较4月末上行19.39BP，至2.5069%；R007上行32.57BP，至2.7026%；存款类机构质押式回购利率方面，DR001上行1.94BP，至2.2818%，DR007上行23.21BP，至2.5786%。

图表 3: R001/R007 利率走势



来源: wind、新华财经

图表 4: DR001/DR007 利率走势



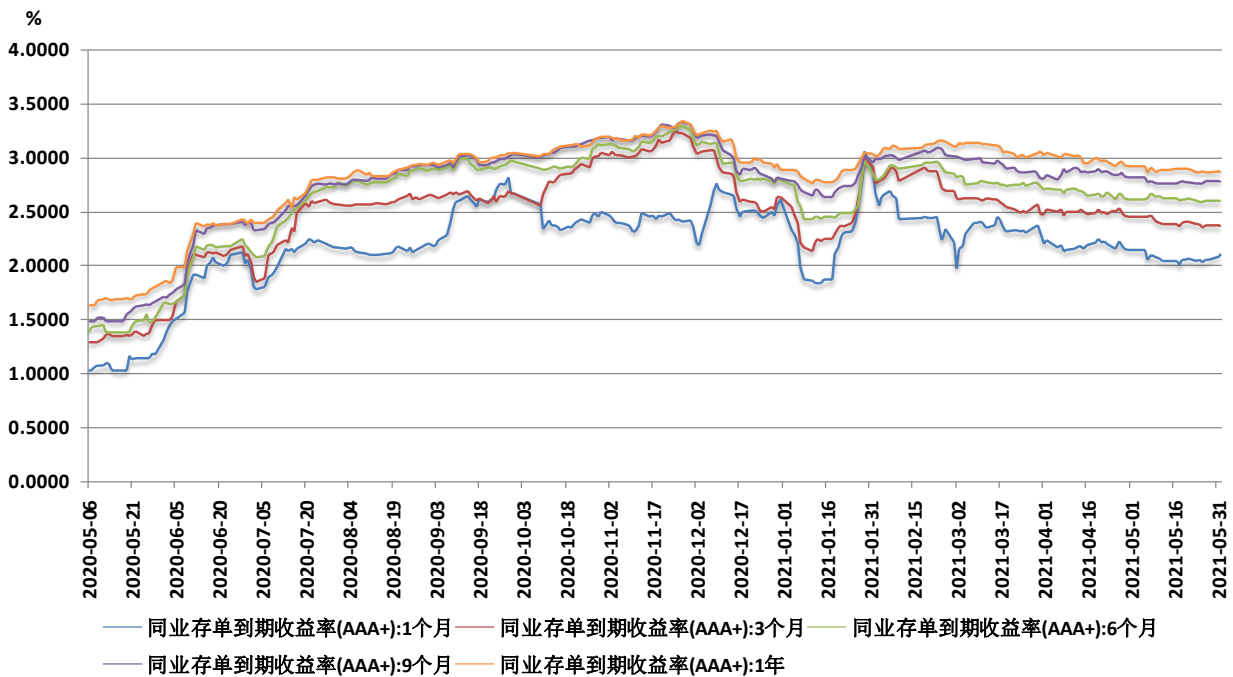
来源: wind、新华财经

3. 各期限同业存单收益率继续下探趋势

5月份，各期限同业存单到期收益率继续下探趋势，短期收益率下探幅度大于中长期收益率下探幅度。具体来看，1月期、3月期、6月期、9月期和1年期收益率5月份均值均较4月份有所下滑，下滑幅度分别为12.74BP、10.05BP、5.25BP、8.64BP和9.86BP。

截至5月31日，1月期、3月期、6月期、9月期和1年期收益率较4月末分别下滑5.99BP、8.52BP、1.36BP、3.25BP和5.20BP，至2.0880%、2.3627%、2.6006%、2.7895%和2.8759%。

图表 5：1 月/3 月/6 月/9 月/1 年同业存单（AAA+）到期收益率



来源：wind、新华财经

四、利率债市场走势分析

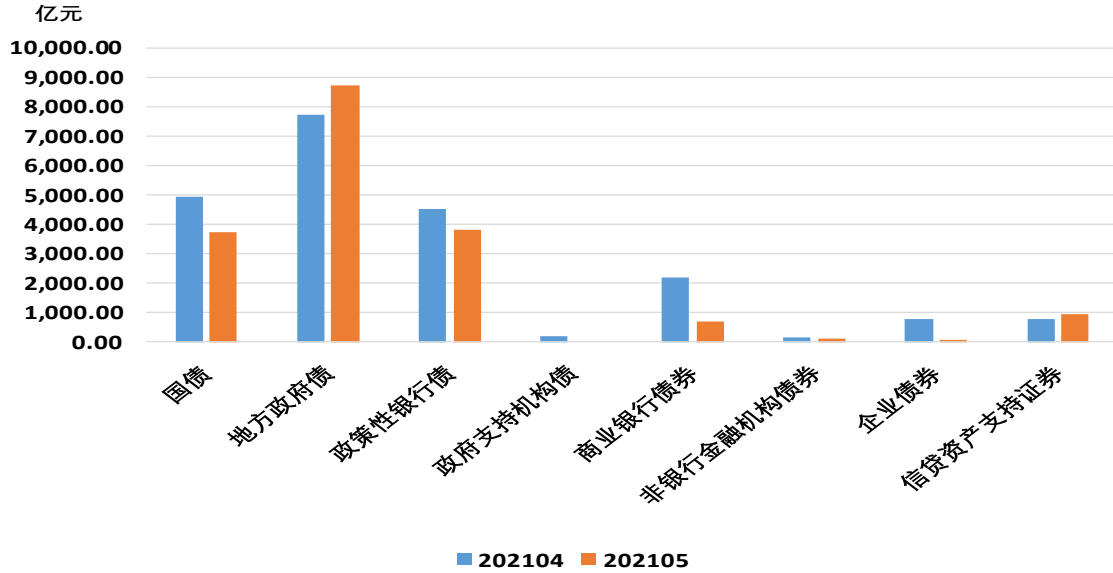
1. 债券发行量收缩，地方政府债保持增量发行，但节奏较慢

5月份，债券发行量达到18,220.80亿元，发行量较4月份减少3,183.65亿元，全年累计发行84,619.49亿元。其中，国债、地方政府债和政策性银行债发行量相对较大，分别为3,757.56亿元、8,753.43亿元和3,813.80亿元。

与4月份相比，国债、政策性银行债、政府支持机构债、商业银行债券、非银行金融机构债券和企业债券发行量均有所减少。其中，国债、商业银行债券、政策性银行债和企业债券发行量减少明显，分别减少1,200.84亿元、1,501.00亿元、722.20亿元和707.10亿元。地方政府债发行量保持

增长，但增长幅度较小，为995.20亿元。

图表 6：债券发行情况

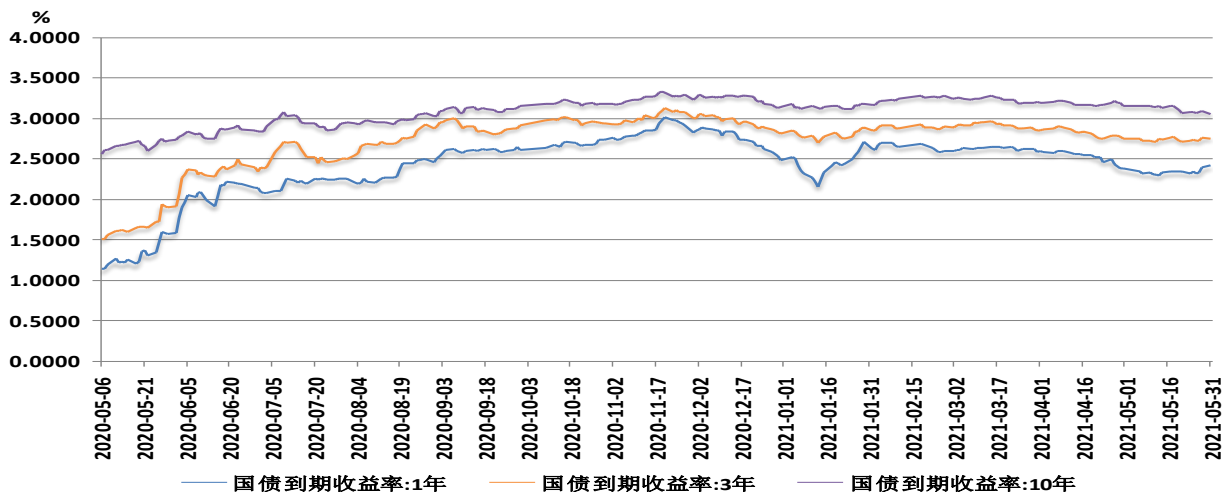


来源：中债登、新华财经

2. 10年期国债收益率持续下滑

5月份，中长期国债收益率持续震荡下滑趋势，短期收益率略有抬升。具体来看，截至5月31日，1年期国债收益率较4月末微升4.17BP，至2.4148%；3年期国债收益率下降0.16BP，至2.7545%；10年期国债收益率下降10.05BP，至3.0612%。

图表 7：国债收益率走势



来源：wind、新华财经

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。