

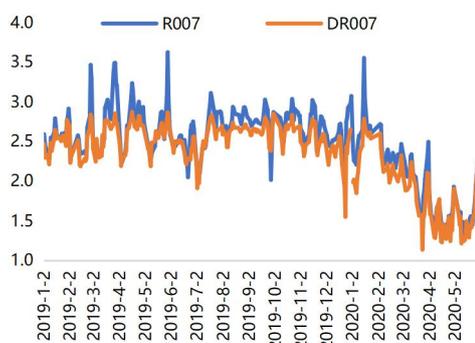
## 宽货币暂缓 5月债市大幅下挫

——2020年5月利率债月报

### 十年期国债收益率 (%)：



### 质押式回购利率 (%)：



### 中美 10 年期国债利差 (BP)：



### 分析师：

王青 冯琳

时间：2020年6月4日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

### 主要观点：

#### ● 债市运行环境：

- (1) **宏观经济运行：**5月内需延续渐进修复，基建、地产相关建筑链条发力明显；当月猪肉价格继续回落，CPI同比涨幅延续放缓；油价在上月大跌基础上V型上扬，国内工业品价格亦有所走高，估计PPI同比跌幅与4月大致持平。
- (2) **政策环境：**5月市场降息预期落空；《政府工作报告》对货币政策的表述略超预期，具体体现在“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，这意味着今年以M2和社融增速为代表的宽信用力度会进一步加大。
- (3) **流动性环境：**受地方债集中发行、企业所得税汇算清缴及央行流动性注入不及预期等因素影响，5月最后一周资金面明显收紧，7天和隔夜利率重回2%以上。**这显示5月宽货币进程暂缓，并带动市场预期出现逆转，成为当月债市重挫的主导原因。**
- (4) **中美利差：**5月美债收益率延续区间震荡，中美利差走阔，月末报205.5bp，较上月末扩大15.73bp。

● **一级市场：**5月利率债供给压力明显加大，尤其是专项债放量带动当月地方债供给规模大幅增加，加之资金利率中枢有所上移，二级市场收益率大幅上行，利率债发行利率同步走高。

● **二级市场：**5月降息预期落空，资金利率中枢有所上移；内需延续边际修复，月内公布的4月出口数据超出预期；欧美开始重启经济，全球货

币宽松加码力度在边际上也有所减弱。在此背景下，5月债券收益率整体上扬，其中，长端上行幅度小于中短端，或因市场对未来经济偏弱、通胀下行仍有预期，以及中美矛盾升级压制风险偏好。

- **6月利率债市场展望：**展望6月，如果央行继续按兵不动，债市将延续震荡调整，但今年货币政策宽松取向已成定局，收益率上行有顶(2.9%)；若6月央行采取降准、降息行动，资金面过紧预期得到修正，债市将迎来修复性行情，但在基本面改善影响下，收益率下行有底(2.6%)，曲线或将再度陡峭化。我们判断第二种情况出现的可能性更大。5月CPI同比将下破3.0%，外部风险阶段性缓和，人民币贬值压力可控，6月央行有望下调MLF和7天期逆回购利率。另外，考虑到6月利率债供给压力依然较大，降准的可能性也无法排除。

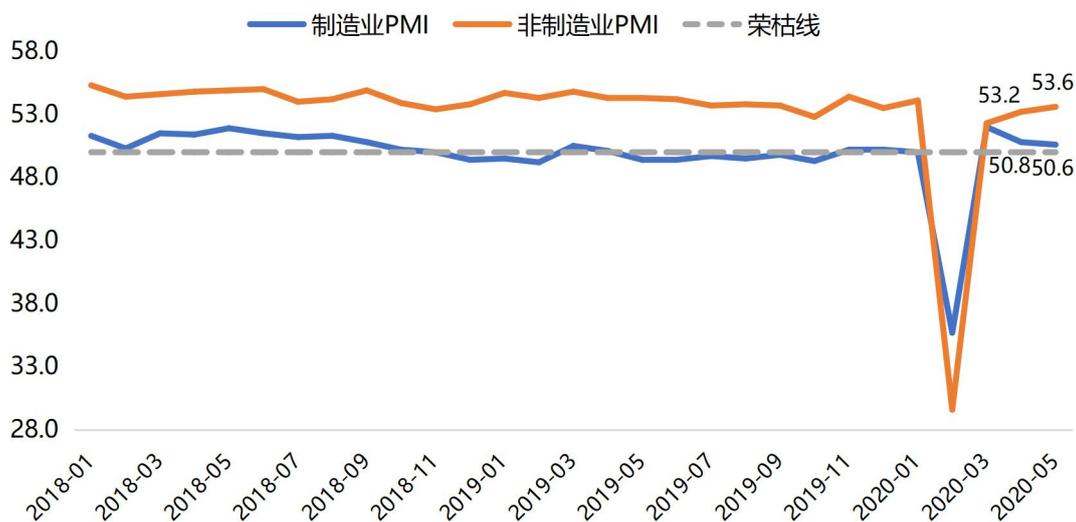
## 1. 债市运行环境

### 1.1 宏观经济运行

**内需延续修复，基建、地产相关的建筑链条发力明显，但外需下行压力较大、就业形势严峻，中美矛盾升级加剧外部环境不确定性，后续经济回升仍需关注外需走势和国内政策对冲力度**

在国内新冠疫情得到有效控制，经济活动持续恢复的背景下，5月制造业PMI为50.6%，连续第三个月维持在扩张区间，但较上月小幅下滑0.2个百分点。当月服务业和建筑业生产活动积极恢复，尤其是基建工程和房地产项目加速赶工，建筑业商务活动指数高位上行，并已连续两个月高于上年平均扩张速度。可以看到，3月以来发改委审批平台项目增速加快，4月企业中长期贷款同比大幅多增——这在很大程度上受基建项目融资拉动，同期挖掘机、重卡销量放量，这些指标均指向基建投资的发力，也与5月PMI数据显示的基建等链条景气度较高、工业品价格回暖相印证。

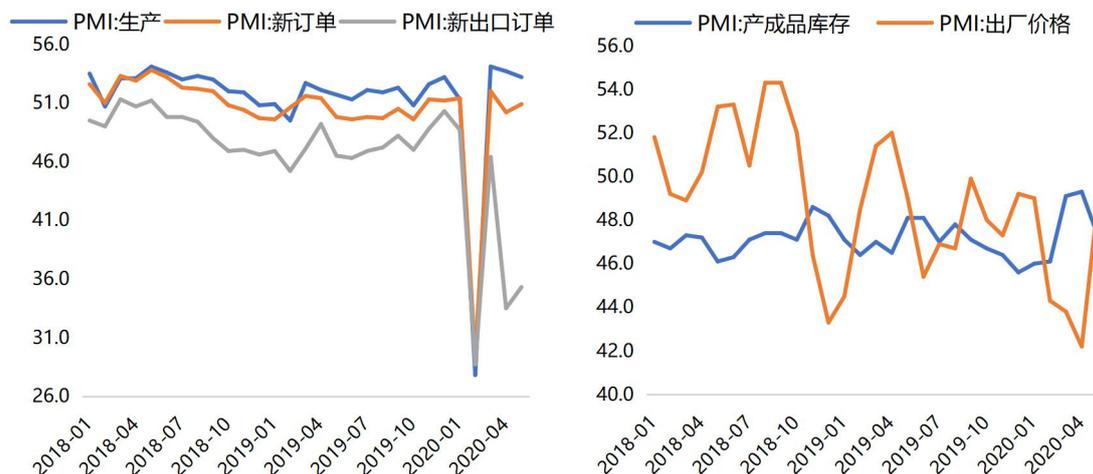
图1 制造业和非制造业PMI指数（季节调整）



数据来源：WIND，东方金诚

从制造业 PMI 各分项来看，5 月生产指数为 53.2%，低于上月 0.5 个百分点，生产端景气度环比维持扩张，但扩张幅度连续两个月小幅放缓，这也是当月制造业 PMI 小幅下行的主要原因。5 月新订单指数为 50.9%，较上月回升 0.7 个百分点，其与生产指数之间的差值缩小，需求复苏开始显露出追赶生产的迹象，这也反映于产成品库存指数的回落。此外，5 月出口相关指数边际上升，但仍处于深度收缩区间；国际油价 V 字上涨，工业品价格修复，短期内 PPI 下行压力有望小幅缓和。

图 2 制造业 PMI 各主要分项走势



数据来源：WIND，东方金诚

从需求侧来看，5 月内需延续渐进改善。汽车销售方面，前三周主力厂家乘用车零售量日均 3.7 万台，同比下降 5%，降幅较上月略有收窄；当月乘用车批发量同比表现较好，这与去年 5 月初国六实施的消息影响经销商提货，造成基数偏低，以及 3 月以来汽车零售回暖带动经销商补库有关。商品房销售方面，5 月 1 日-30 日 30 大中城市商品房成交套数和成交面积同比下降 6.7%和 4.0%，降幅较 4 月的-18.7%和-19.5%明显收敛。

表 1 5 月汽车销售延续改善

	乘用车当周日均批 发量: 辆	乘用车当周日均批发 量:同比 %	乘用车当周日均零 售量: 辆	乘用车当周日均零 售量:同比 %
2020-01-31	34325	-50	38611	-49
2020-02-09	1098	-94	811	-96
2020-02-16	2419	-93	4098	-89
2020-02-23	2822	-93	5411	-83
2020-02-29	13,090	-74	16,500	-63
2020-03-08	12,569	-68	16,325	-51
2020-03-15	15,720	-67	21,696	-44
2020-03-22	23,976	-53	25,842	-40
2020-03-31	54,810	-33	53,897	-24
2020-04-06	22,785	<b>-33</b>	21,976	<b>-35</b>
2020-04-12	36,106	<b>11</b>	33,438	<b>14</b>
2020-04-19	40,669	<b>6</b>	36,964	<b>-0.5</b>
2020-04-25	48,955	<b>15</b>	48,794	<b>12</b>
2020-05-10	28,499	<b>9</b>	32,006	<b>-7</b>
2020-05-17	41,404	<b>16</b>	39,118	<b>-3</b>
2020-05-24	48,529	<b>25</b>	41,267	<b>-5</b>

数据来源: WIND, 东方金诚

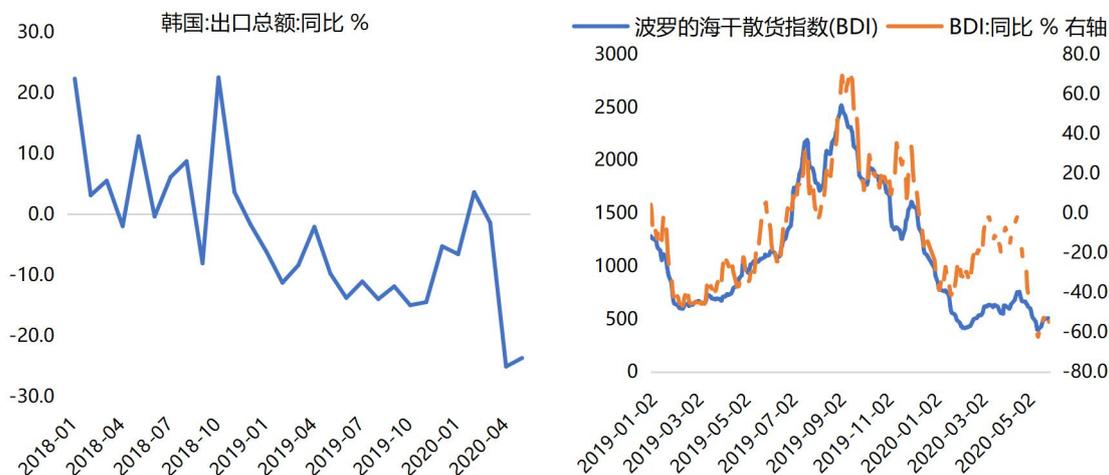
**表 2 5 月房地产市场进一步恢复**

	30 大中城市商品 房成交套数	30 大中城市商品房 成交套数:同比 %	30 大中城市商品房 成交面积: 万平方米	30 大中城市商品房 成交面积:同比 %
2020-02-02	436	-98	5	-98
2020-02-09	406	-75	4	-79
2020-02-16	3,403	-82	36	-82
2020-02-23	7,559	-73	82	-73
2020-03-01	12,935	-56	135	-56
2020-03-08	15,354	-49	168	-47
2020-03-15	16,655	-45	185	-42
2020-03-22	21,756	-42	228	-41
2020-03-29	24,732	-39	273	-35
2020-04-05	26,348	<b>1</b>	274	<b>-0.5</b>
2020-04-12	23,002	<b>-31</b>	241	<b>-32</b>
2020-04-19	27,580	<b>-23</b>	295	<b>-21</b>
2020-04-26	31,696	<b>-17</b>	330	<b>-18</b>
2020-05-03	27,519	<b>16</b>	287	<b>15</b>
2020-05-10	26,120	<b>-33</b>	279	<b>-30</b>
2020-05-17	33,532	<b>-16</b>	349	<b>-14</b>
2020-05-24	36,186	<b>9</b>	380	<b>6</b>

数据来源: WIND, 东方金诚

外需方面，我们注意到，4月出口数据意外走强，这首先与上年同期基数偏低有关，同时，外贸企业从接单到出口之间的“时间差”也在一定程度上解释了4月出口增速较高的原因。此外，近期防疫物品出口增速加快，对整体出口也起到一定的拉动作用。不过，从韩国4-5月出口、海外主要经济体PMI以及BDI指数等指标来看，出口走强的趋势恐难以持续，出口下行压力将在未来几个月的数据中得到体现。

图3 相关指标显示后续出口数据下行压力较大



数据来源：WIND，东方金诚

从供给侧来看，高频数据方面，5月高炉开工率和六大发电厂日均耗煤量均有所拉升，并达到疫情发生以来的高位，二者绝对值与往年同期基本持平，疫情对生产端的负面冲击已逐步淡化。这意味着尽管本月PMI指数较上月略有下行，但这主要源于当月生产环比扩张的企业占比收窄，并不代表制造业扩张力度减弱；同时，建筑业回暖对发电耗煤、高炉开工率等指标也有拉升作用——预计5月工业增加值同比增速会进一步上行。

图4 发电厂耗煤量



数据来源：WIND，东方金诚

图 5 全国高炉开工率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

整体上看，5月综合PMI产出指数为53.4%，与上月持平，新冠疫情爆发之后连续3个月保持在扩张区间，显示出在国内疫情得到有效控制、复工复产持续推进的背景下，企业生产经营状况保持积极的边际变化。当前海外疫情仍处高发局面，短期内欧美经济重启对我国出口带动作用有限，后续需密切关注新出口订单走势。预计伴随“两会”后国内宏观政策实施力度加大，内需修复势头有望延续，6月制造业PMI有望继续处于扩张区间，包括建筑业在内的非制造业仍将处于高景气状态，这将带动二季度GDP同比增速恢复至2.0%左右的正增长水平。

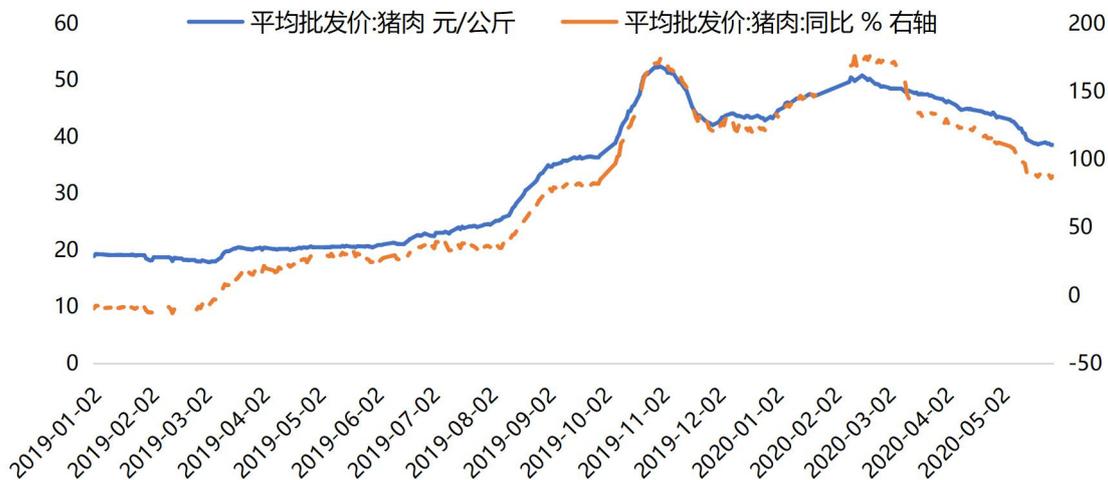
**5月猪肉和蔬菜价格继续回落，CPI同比涨幅延续放缓；国际油价在上月**

## 大跌基础上 V 型上扬，国内工业品价格亦有所走高，估计 5 月 PPI 环比略有回升，同比跌幅与上月大致持平

CPI 方面，高频数据显示，5 月猪肉价格延续回落，同比涨幅收敛；28 种重点监测蔬菜价格亦有所走低，月内同比为负；7 种重点监测水果价格环比略有上涨，但因基数走高同比跌幅扩大。这意味着 5 月食品 CPI 同比涨幅继续回落，从而带动 5 月 CPI 同比涨幅降至 3.0% 以下。

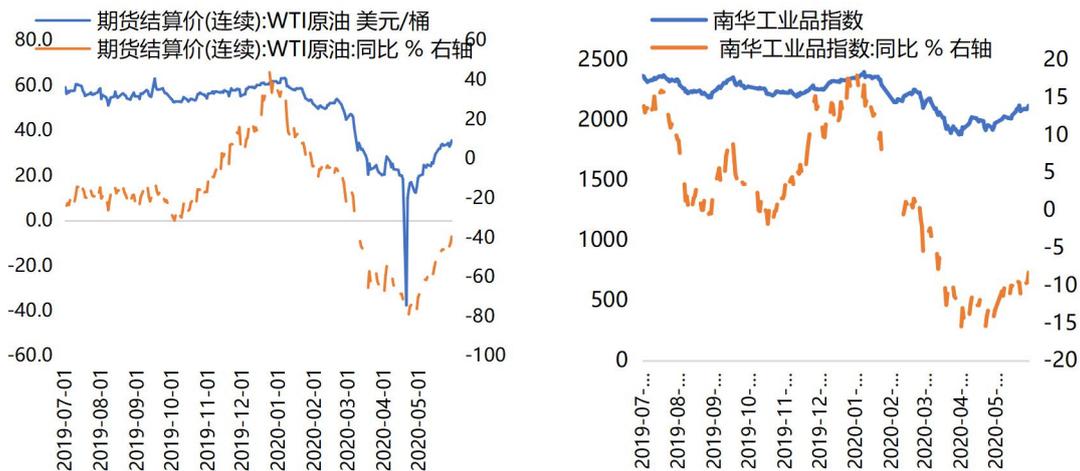
PPI 方面，主要受全球产油国减产推动，5 月国际油价在上两个月的暴跌后开启 V 字上扬走势，WTI 现货价格从 4 月底的个位数直线拉升至 35 美元左右。此外伴随基建、地产相关链条景气度回升，国内工业品价格亦有所走高。估计 5 月 PPI 环比略有回升，同比跌幅与上月大致持平。

图 6 5 月猪肉价格延续回落



数据来源：WIND，东方金诚

图 7 5 月油价 V 型回升，国内工业品价格回暖



数据来源：WIND，东方金诚

## 1.2 政策环境

### 5 月央行货币政策保持较强定力，市场降息预期落空

在国内宏观政策逆周期调节需求增大背景下，市场对 5 月降息抱有较高期待。但央行货币政策操作保持了较强定力——14 日缩量续作 MLF 并保持利率不变，26 日重启逆回购操作，同样维持了中标利率的持平。我们认为，或主要有以下原因：

首先，经过 2 月以来的持续降息、降准及大规模流动性注入之后，货币市场利率中枢显著下移，央行或认为银行体系流动性总量已经处于合理充裕水平，短期内进一步引导资金利率下行的需求较低。

更为重要的是，央行发布的一季度银行家问卷调查显示，一季度贷款审批指数环比快速上升 14.1 个百分点至 64.7%，已明显高于 2009 年第二季度的上一个高点水平（57.2%）。这意味着当前信贷环境已明显改善。但一季度贷款需求指数环比仅上升 0.7 个百分点至 66.0%，比 2009 年二季度要低 17.7 个百分点，其中小型企业贷款需求指数环比下降 1 个百分点。这表明，实体经

济的贷款需求并未随着信贷环境改善而同步上升。

由此，当前宏观政策的侧重点或是通过强有力的财政政策、产业政策拉动消费和投资，带动企业贷款需求明显上升，从而充分发挥现有灵活货币政策在提振短期经济增长动能方面的潜力。否则，货币宽松没有实体经济资金需求配合，易于引发金融空转套利抬头，甚至房地产泡沫快速膨胀。

### **《政府工作报告》中货币政策表述略超市场预期，宽信用将进一步发力**

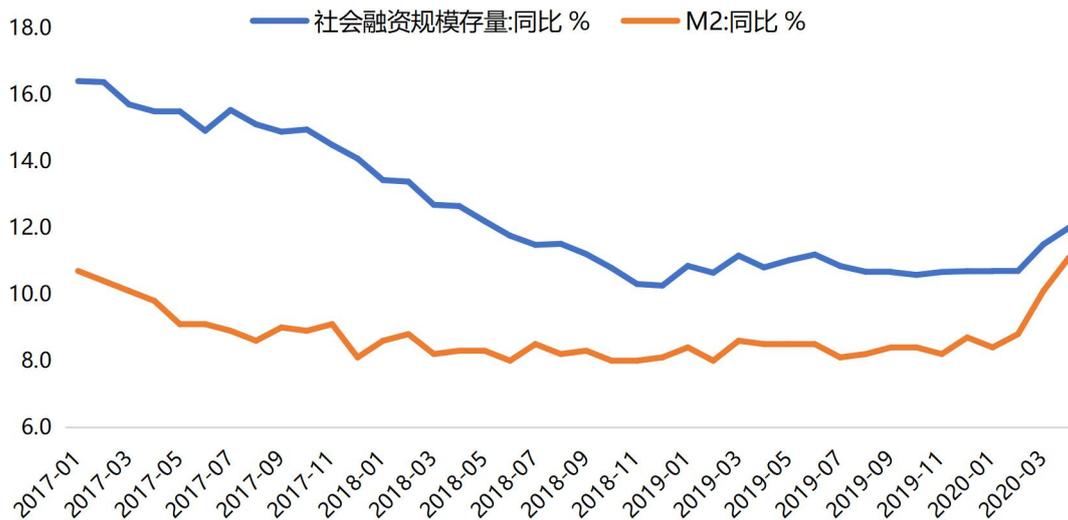
5月22日，疫情特殊背景下的十三届全国人大三次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》，其中对货币政策的表述略超市场预期。这具体体现在“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”的表述上。此前央行发布的四季度货币政策执行报告中，相关表述为“促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”。两相比较，《政府工作报告》的政策表述更加积极，这意味着今年以M2和社融增速为代表的宽信用力度会进一步加大，也意味着在疫情特殊时期，监管层对宏观杠杆率短期上行的容忍度在增加。

未来货币政策在降息降准及再贷款等手段方面仍有边际宽松空间。我们预计年内MLF利率有可能进一步下调40个基点，这将引导企业贷款利率持续下行100个基点左右；同时，年内还将有两次全面降准空间，总体幅度约在1个百分点上下，将释放长期资金约1.6万亿。这一方面有助于提升银行放贷能力，还能与财政政策相配合，确保专项债及特别国债顺利发行。另外，为进一步实施精准滴灌，专项再贷款额度还有进一步扩大空间，再贷款利率也存在小幅下调的可能。

总体上，两会后货币政策将量价配合、多管齐下，下半年M2和社融存

量增速有可能达到 14%-15%左右，将较当前（4 月末）11%-12%的增速进一步加快，并显著高于上年末 8.7%（M2 同比）和 10.7%（社融存量同比）的增长水平。

图 8 今年以来 M2 及社融存量增速已有明显回升



数据来源：WIND，东方金诚

### 央行创设两项直达实体经济的新工具，加强对中小微企业融资支持

6月1日，央行联合银保监会、财政部、发改委、工信部印发了《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》。

《延期还本付息通知》强调，对于普惠小微贷款，银行业金融机构要应延尽延。同时，央行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%，缓解小微企业再融资压力，以保证存量贷款稳定，避免抽贷、断贷、停贷导致的企业资金链断裂。

《信用贷款支持通知》明确，自 2020 年 6 月 1 日起，央行通过创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，以促进银行加大小微企业信用贷款投放。对于央行购买贷款的资金，银行应于购买之日起满一年时按原金额返还，这相当于为银行提供了期限为 1 年的零成本融资；但相应贷款不能出表，信用风险以及可能的坏账损失依然由银行承担。

从对债市的影响来看，此举在向银行体系释放流动性的同时，也表明货币政策将更多转向直达实体经济的宽信用，政策出台后市场对降准、降息的预期有所降温，总体看对债市影响偏利空。

那么新的政策工具能不能代替降准、降息呢？我们认为，新工具创设的目的是激励中小银行加大对小微企业信贷支持，主要起到“救急”作用。但在企业普遍复工后，当前最大的问题是订单不足，因此下一步仍需要总量型货币政策出手，提振消费、投资等总需求，才能从根本上缓解包括中小微企业在内的实体经济经营压力。6 月 2 日，央行副行长潘功胜也表示，“两项新的政策工具和现有的货币政策工具、降息降准政策工具并不矛盾”。

### **1.3 流动性环境**

5 月中上旬流动性充裕，截至 25 日央行连续 37 个交易日未开展逆回购操作。5 月最后一周，资金面明显收紧，主要原因为地方债的集中发行、企业所得税汇算清缴等。为平抑资金面波动，央行 26 日重启 7 天期逆回购，但维持操作利率不变，市场降息预期落空，这也导致市场对后续货币政策理解的分歧加大。26-29 日，央行连续 4 个交易日开展 7 天期逆回购，月内无逆回购

到期，净投放资金 6700 亿。

5 月 14 日有 2000 亿 MLF 到期，次日央行缩量续作 1000 亿，操作利率不变，净回笼资金 1000 亿。此外，5 月定向降准释放约 2000 亿长期资金。

综合来看，5 月央行通过降准和公开市场操作净投放资金 7700 亿。

**表 3 5 月央行资金投放量**

单位：亿元	降准	TML F	逆回购				MLF	国库现金定存	合计
			7 天	14 天	28 天	63 天			
投放	2000	0	6700	0	0	0	1000	0	9700
到期	0	0	0				2000	0	2000
净投放	2000	0	6700				-1000	0	7700

数据来源：WIND，东方金诚

从资金利率来看，5 月最后一周，7 天期和隔夜利率均重回 2% 以上，带动月内资金利率均值较上月有所上行。展望 6 月资金面，利率债供给压力、增值税缴税、年中考核压力、外汇占款下降等负面因素相对明确，资金利率走势关键要看央行的态度和行动。在市场对后续货币政策理解分歧加大的情况下，对 6 月资金面的判断也存在一定分歧。

我们认为，在逆周期调节和降成本的政策导向下，短期内资金利率中枢即使不会进一步下移，大幅上行的风险也不大。可以看到，央行于 5 月 26 日重启逆回购操作，并逐日增大流动性注入，这同时也在向市场释放确保流动性合理充裕的信号。在本次重启逆回购操作之前，DR007 均值整体处于 1.4%-1.5% 左右，而这段时期央行曾连续 37 个交易日暂停逆回购。这样来看，或可将 1.5% 至 1.6% 视为当前市场利率波动区间的上限——一旦市场利率持续高于这一水平，就会触发央行流动性注入。

**表 4 质押式回购加权利率变动情况**

	2020年4月均值 (%)	2020年5月均值 (%)	变动 (BP)
R001	1.06	1.30	24.19
R007	1.57	1.62	4.67
DR001	0.99	1.24	24.73
DR007	1.46	1.54	7.78

数据来源: WIND, 东方金诚

图9 银行间/存款类机构质押式回购加权利率 (%)



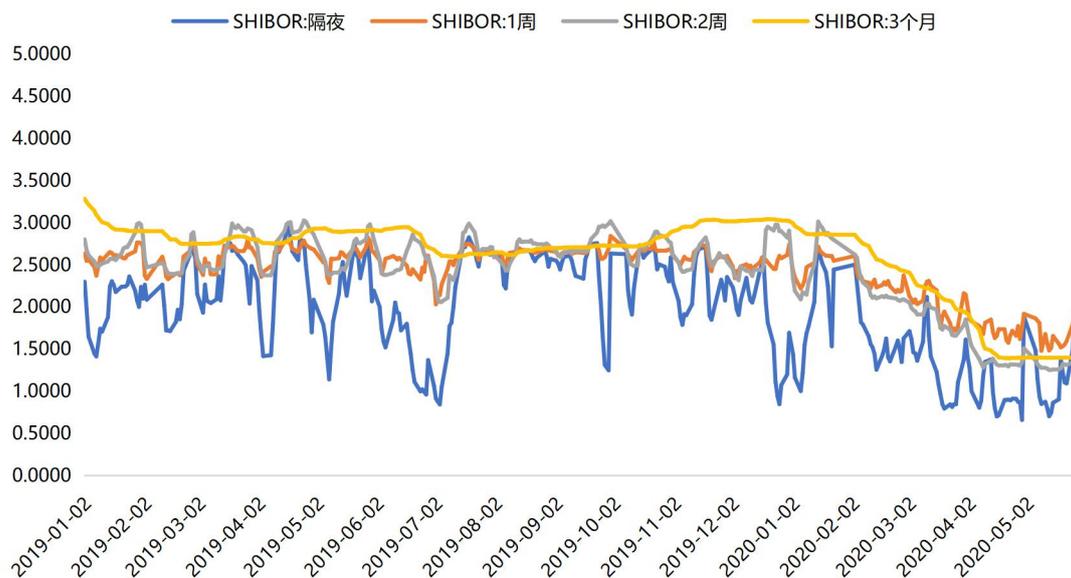
数据来源: WIND, 东方金诚

表5 上海银行间同业拆放利率变动情况

期限	2020年4月均值 (%)	2020年5月均值 (%)	变动 (BP)
隔夜	1.0096	1.2510	24.14
1W	1.7411	1.7214	-1.97
2W	1.3762	1.3903	1.40
1M	1.4155	1.3219	-9.36
3M	1.5127	1.4047	-10.80
6M	1.6089	1.4994	-10.95
9M	1.7081	1.6043	-10.39
1Y	1.8019	1.7058	-9.61

数据来源: WIND, 东方金诚

图10 上海银行间同业拆放利率走势 (%)

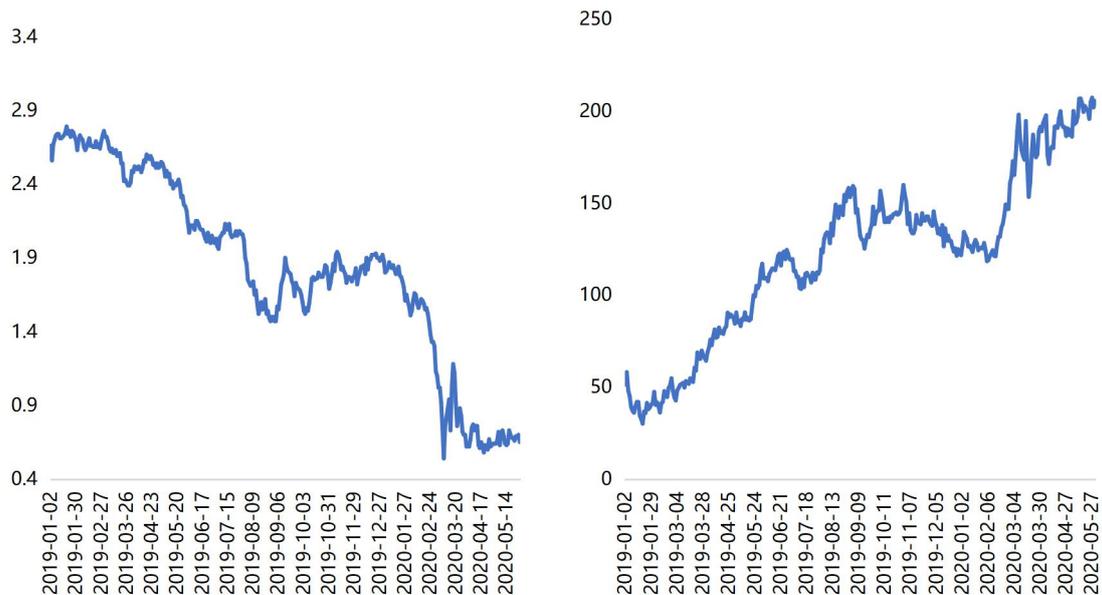


数据来源：WIND，东方金诚

#### 1.4 中美利差

5月美债收益率延续区间震荡，10年期美债收益率在0.63%-0.73%之间波动，月末报0.65%，较上月末上行1bp。从中美利差来看，5月中国10年期国债收益率上行16.73bp，带动当月中美利差走阔，月末报205.5bp，较上月末扩大15.73bp。

图 11 美国 10 年期国债收益率 (左, %) 及中美 10 年期国债利差 (右, BP)



数据来源：WIND，东方金诚

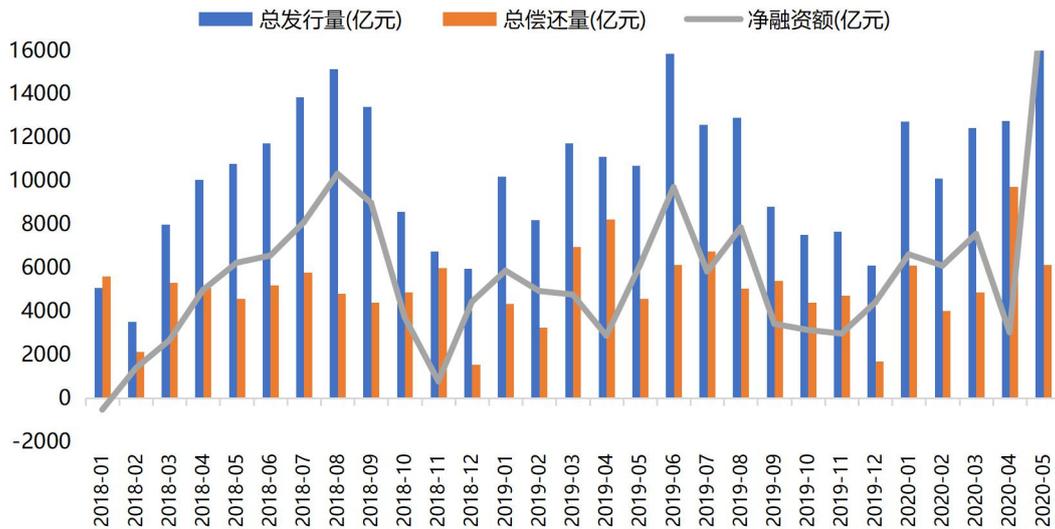
## 2. 一级市场

### 2.1 发行情况

5月利率债供给压力明显加大。当月共发行利率债480只，比上月增加305只，发行量环比增加12093亿元至24841亿元，当月到期量环比下降3600亿元，净融资额增加15693亿元至18694亿元。同比来看，5月利率债发行量和净融资额分别增加14120亿元和12570亿元。

分券种看，5月国债发行量和净融资额同比、环比均有所增加；政金债发行量环比下降，但净融资额大幅高于上月，且发行量和净融资额均高于上年同期；4月底第三批1万亿新增专项债额度陆续下达地方，这一部分额度需在5月份发行完毕，因此5月专项债放量带动当月地方债供给规模大幅增加。

图12 利率债发行与到期



数据来源：WIND，东方金诚

表 6 各类别利率债发行量与净融资额 (亿元)

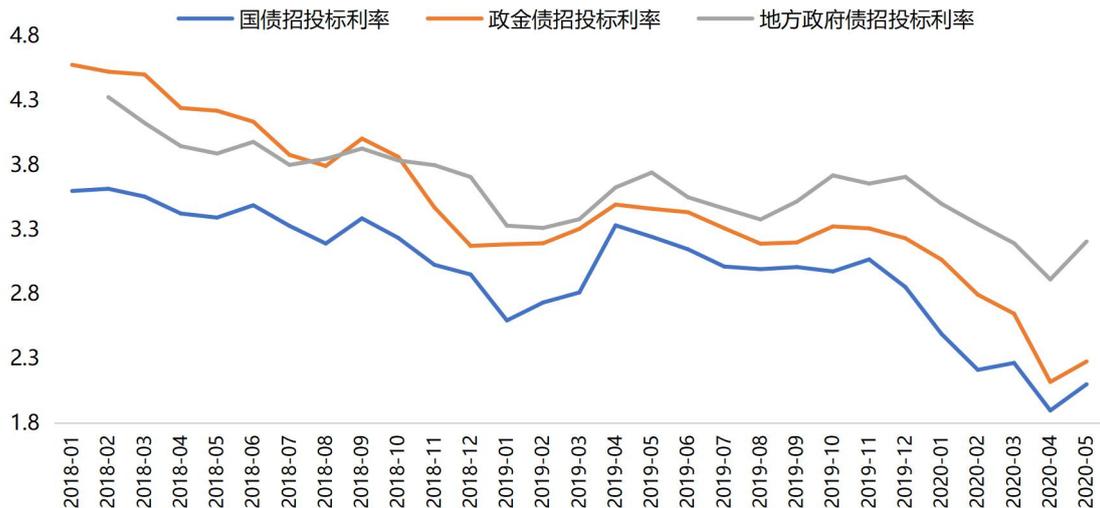
	发行量			净融资额		
	2020.05	2020.04	2019.05	2020.05	2020.04	2019.05
国债	6773	4366	4453	3349	715	2375
政金债	5043	5514	3224	3673	125	1591
地方政府债	13025	2868	3043	11672	2183	2159

数据来源：WIND，东方金诚

## 2.2 发行利率

5月利率债供给压力明显加大，资金利率中枢有所上移，二级市场收益率向上调整，利率债发行利率同步走高。其中，国债加权平均发行利率环比上行20.27bp，政金债加权平均发行利率环比上行15.56bp，地方债加权平均发行利率环比上行29.35bp。

图 13 利率债发行利率走势 (加权均值, %)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 二级市场

#### 3.1 到期收益率

5月央行货币宽松暂缓，市场降息预期落空；同时，受专项债大幅放量和企业所得税汇算清缴等因素影响，资金面边际收紧，资金利率中枢未能延续3、4月份连续较大幅度下移的趋势，且出现一定幅度的回升。而从基本面来看，5月高频数据显示内需延续边际修复，尤其是基建和地产相关链条景气回升明显，车市、楼市继续改善，月内公布的4月出口数据也超出预期；同时，欧美疫情有所控制，开始逐步重启经济，从全球来看，货币宽松加码的力度在边际上也有所减弱。

在这种背景下，5月债券收益率整体上扬，其中，短端在资金面收紧影响下，上行幅度较大，长端上行幅度相对较小，或因市场对未来经济偏弱、通胀下行仍有预期，以及中美矛盾升级压制市场风险偏好。

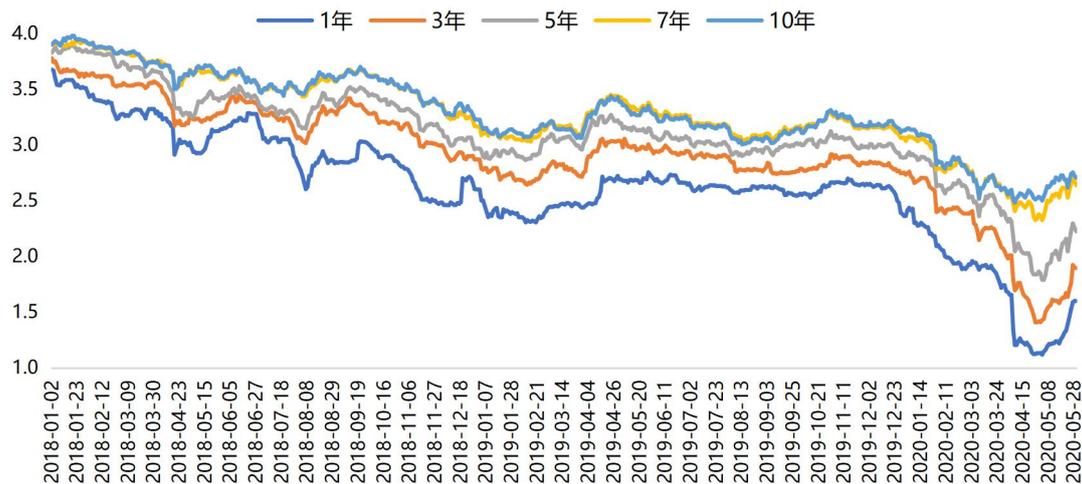
表7 5月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况 (BP)

国债	国开债	地方债 (AAA)
----	-----	-----------

1Y	45.45	1Y	59.50	1Y	39.30
3Y	45.43	3Y	47.44	3Y	25.68
5Y	43.55	5Y	46.33	5Y	28.80
7Y	27.32	7Y	40.08	7Y	14.04
10Y	16.73	10Y	17.35	10Y	19.70

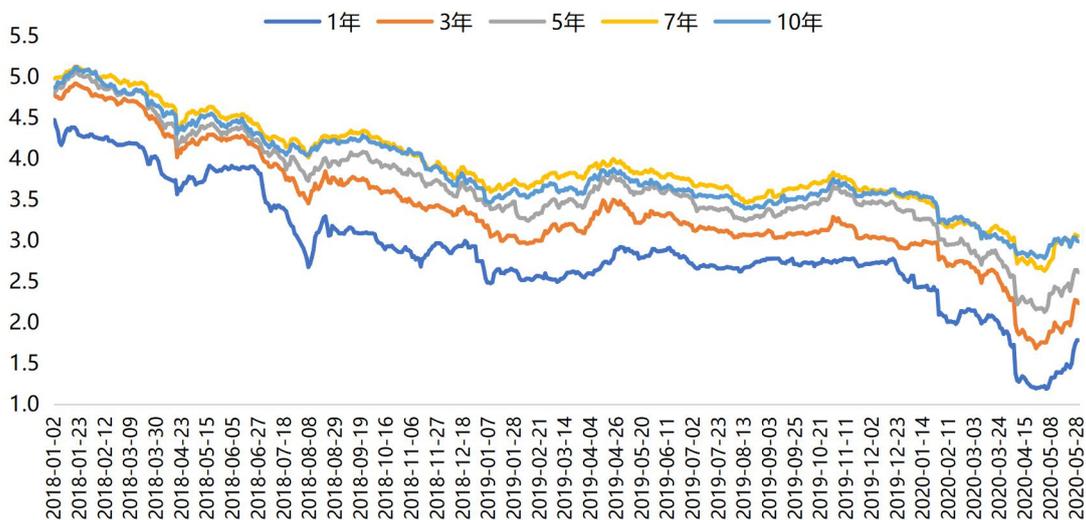
数据来源：WIND，东方金诚

图 14 各期限国债到期收益率 (%)



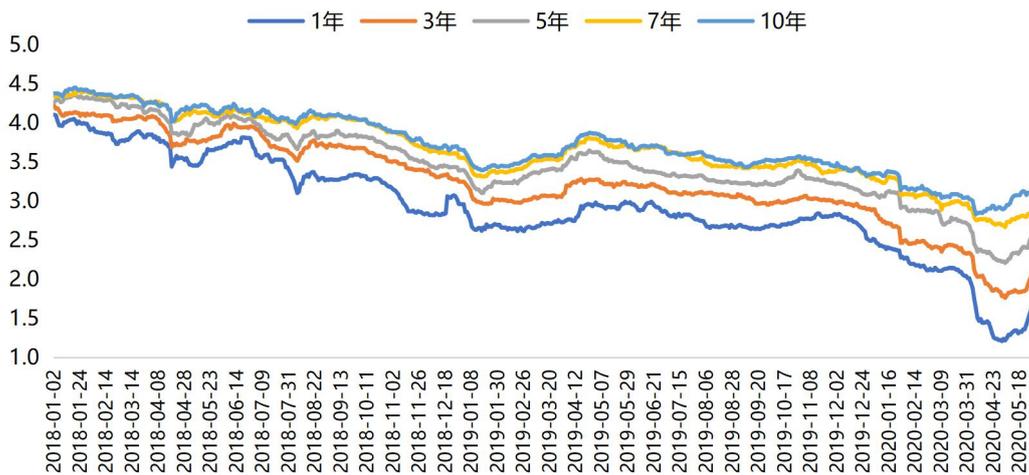
数据来源：WIND，东方金诚

图 15 各期限国开债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

图 16 各期限 AAA 级地方政府债到期收益率 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3.2 利差走势

5月国债收益率曲线现熊平形变，各期限利差多数收窄。其中，月末10Y-1Y利差较上月末扩大28.72bp至110.43bp。

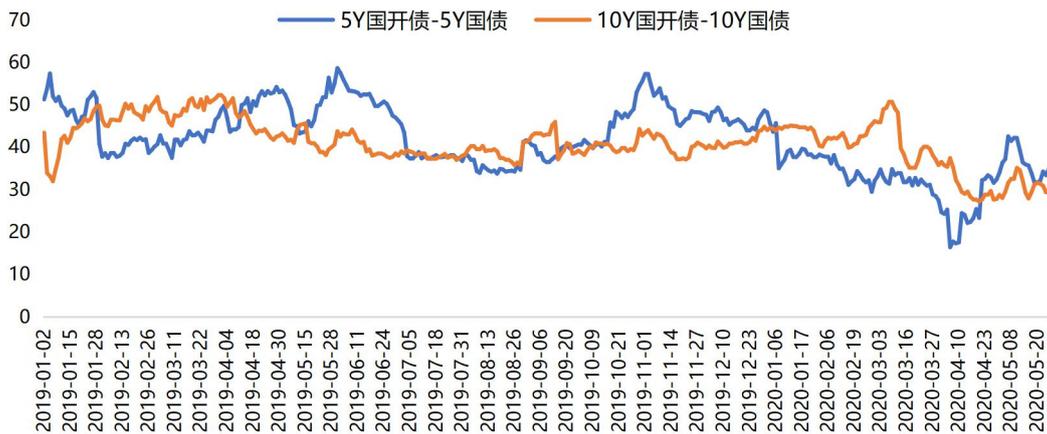
表8 5月国债期限利差变动情况 (BP)

	5月末	4月末	变动幅度
3Y-1Y	29.28	29.30	-0.02
5Y-3Y	33.03	34.91	-1.88
7Y-5Y	41.30	57.53	-16.23
10Y-7Y	6.82	17.41	-10.59
10Y-1Y	110.43	139.15	-28.72

数据来源：WIND，东方金诚

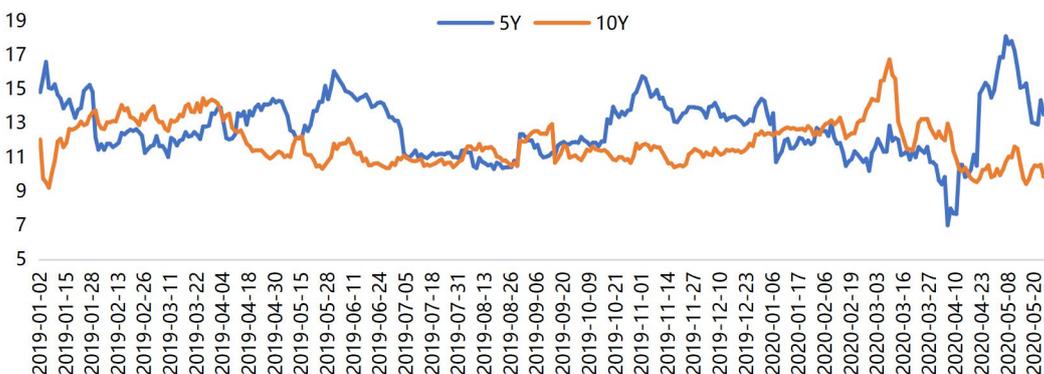
国开债和国债利差方面，5月末5年期国开债和国债利差较上月末小幅走阔2.78bp至39.09bp，10年期国开债和国债利差微幅上行0.62bp至28.62bp；同期5年期国开债隐含税率下降1.93个百分点，10年期国开债隐含税率下降0.37个百分点。

图17 国开债和国债利差走势 (BP)



数据来源：WIND，东方金诚

图 18 国开债隐含税率走势 (%)



数据来源：WIND，东方金诚

### 3. 6 月利率债市场展望

6月初债市遭遇暴跌，主要原因是央行创设了两项直达实体经济的新货币政策工具，被市场解读为是货币政策重心从宽货币加速转向宽信用的信号。因此，新工具推出后，市场对于6月降准、降息的预期降温，推升债市空头情绪。我们认为，新工具并不能取代降准、降息等总量型工具，货币政策仍需保持偏宽松的取向以提振总需求，同时为财政发力保驾护航，利率的过快上行也不符合当前的政策意图。

不过，尽管货币宽松的取向并未发生变化，宽松的节奏和力度却存在不确定性，可能与市场预期发生分歧，这也是近期市场情绪在乐观和悲观之间切换，

导致债市大涨大跌的主要原因。我们认为，6月债市方向关键要看央行的行动。如果央行继续按兵不动，债市将延续震荡调整，但今年货币政策宽松取向已成定局，收益率上行有顶（2.9%）；若6月央行采取降准、降息行动，资金面过紧预期得到修正，债市将迎来修复性行情，但在国内经济逐步回暖叠加海外经济陆续重启的影响下，收益率下探至前期低点的可能性也很小，预计下行的底在2.6%，收益率曲线或将再度陡峭化。

我们判断第二种情况出现的可能性更大。5月CPI同比将下破3.0%，外部风险阶段性缓和，人民币贬值压力可控，6月央行有望下调MLF招标利率，下调幅度或在10个基点左右。作为政策利率体系的一部分，6月央行7天期逆回购利率也有可能联动调整。另外，考虑到新工具可以理解为是变相对中小银行实施定向降准，6月降准的概率有所下降，但利率债供给压力依然较大，降准的可能性无法排除。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。