

# GDP 4.8%，央行 23 条，债市怎么看？

## 一季度经济数据点评

一季度 GDP 增速跌破潜在增速下限，一季度季调环比低于 2011-2019 年最低水平，31 个大城市调查失业率超过 2020 年疫情冲击，达到 6%。这说明经济不是风险而是衰退。

**全年经济目标岌岌可危，我们预计：**参考历史，3 月以来疫情反复对一季度影响约 1 个百分点，对二季度经济影响约 1.5 个百分点，拖累全年 GDP 增长约 0.7 个百分点；**静态测算下全年 GDP 同比约 4.8%。**

### 经济目标是否会下修？

从政策角度出发，经济增长的底线仍然需要维护，所以大概率还是两手抓：一手抓防疫，一手抓经济。今年政府工作目标有两个 5.5：一个是 GDP5.5 左右，还有一个是调查失业率控制在 5.5 以内。即使不考虑 GDP，从就业角度，特别是结合疫情影响最大的 2020 年，当年目标对于就业的要求是 6%，目前最新是 5.8%，预计后续还会进一步上升，从这个角度考虑，即使不考虑 GDP，政策对于经济增长和就业的诉求已经到达底线，难以进一步调整。

### 经济承压，政策如何应对？

当前经济的核心困扰在于疫情和防疫措施，政策想要统筹防疫和经济发展，跨周期和逆周期等宏观政策就需要更大的灵活空间。货币政策首当其冲，央行 23 条举措快速落地，当然疫情冲击加大，三重压力之下，金融、财政、就业等政策几家抬也是规定动作。

我们一方面要看到动态清零决心之下对经济的影响深远，另一方面也需要合理估计，政策对动态清零的决心有多大，稳增长力度就会有多大。

当然，今时不同往日，现在政策发力之后，政策能否顺利落地生根？市场主体在连续打击之后能否配合？市场信心能否逐步恢复？这是决定债市后续是否会有进一步压力的根本。

**参考历史，一季度经济数据公布到二季度末，大部分年份债市利率有所下行。这个过程中有几个年份表现不佳，分别是熊市 2013 和 2017，大规模地方债冲击下的 2015，以及疫情冲击下的 2020。其中，2020 年行情最值得注意，政策引导经济逐步走出疫情，货币政策加码宽信用，其他部门政策一旦形成合力，央行货币政策逐步正常化，4 月以后，债市利率开始反转上行。**

**2020 年二季度行情演绎说明：**疫情出现拐点，政策形成合力，市场信心恢复，是央行启动货币政策正常化的三大前提，也是利率在降准降息中逐步回升的主要推力。

**2021 年 12 月降准后利率走势表明：**政策落地后，市场会关注政策效果和进一步发力情况，关注政策目的达成状态，一旦不及预期，利率仍有空间。

**疫情拐点，政策合力，市场信心，是当前债市三大关注点。**

周末降准，周一数据和政策逐步落地，市场关注疫情拐点，关注政策进一步着力，关注市场自身信心是否恢复，债市由此展开调整。

那么这个调整是否拐点信号，类似于 2020 年 4 月，还是阶段是摇摆，类似于 2021 年 12 月？

短期内，我们首先要看 20 日 LPR 是否调降以及调降幅度，如果 LPR 调降 10bp 且 5 年期 LPR 同步调降，政策宽信用力度无疑进一步上升；第二要看 4 月下旬国股票据利率走势，借以侧面观察实体融资需求和政策力度与效果，第三观察 PMI，借以观察市场主体信心。

如果上述方向均展现出积极宽信用倾向，债市需要谨慎应对。否则，债市可以维持参与，至少目前票息策略，城投杠杆是较优选择

最后还是要强调，二季度不乏机会，但是折腾也免不了。

**风险提示：**数据测算可能存在误差，疫情大规模蔓延，地产融资收紧，财政发力不及预期

### 作者

**孙彬彬** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

**隋修平** 联系人  
suixiuping@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：城投债：各等级利差下行 - 城投债利差动态跟踪 (2022-04-17)》 2022-04-17
- 2 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报 (2022-04-17)》 2022-04-17
- 3 《固定收益：产业债利差整体下行 - 产业债行业利差动态跟踪 (2022-4-16)》 2022-04-17

## 内容目录

1. 一季度数据怎么看？	4
2. 全年经济目标能否实现？	8
3. 宏观政策如何对冲？	12
3.1. 央行如何作为？	13
3.1.1. 货币政策还有进一步宽松吗？	13
3.2. 其他政策如何发力？	15
4. 债市怎么看？	16
4.1. 2020 年二季度行情怎么看？	17
4.2. 后续债市怎么看？	19
5. 小结	22

## 图表目录

图 1：开年经济数据情况	4
图 2：2022 年一季度 GDP 环比增速低于季节性	5
图 3：GDP 与规上工增同比情况	5
图 4：第三产业 GDP 分项（2019）	5
图 5：3 月失业率上行拖累居民收入	6
图 6：居民收入下行影响居民信心	6
图 7：中下游企业利润下滑明显	6
图 8：当前 M1 增速仍然维持在较低水平	7
图 9：3 月制造业投资与生产经营预期下滑	7
图 10：3 月票据融资和企业短贷同比多增而企业中长贷增量有限	7
图 11：地产投资与销售和开发环节增速差加大（当月同比）	8
图 12：疫情演变情况	8
图 13：2020 年第三季度到 2021 年末各地方疫情反复情况	9
图 14：剔除异常值后的各地经济增速对比	9
图 15：3 月以来疫情反复对经济影响（累计确诊 10 例以上）	10
图 16：疫情冲击下的全年经济	11
图 17：历史准备金率变动（%）	14
图 18：当前主要发展中经济体的存款准备金率（%）	14
图 19：稳增长时期需要居民加杠杆予以支持	16
图 20：居民加杠杆带动地产投资回暖	16
图 21：历史上的二季度债市表现	17
图 22：2020 年二季度债市行情	17
图 23：2020 年一季度末国内疫情已经得到有效控制	18
图 24：10 年国债利率与 PMI	19
图 25：10 年国债利率与社融同比	19
图 26：DR007 与 OMO7 天（%）	21

图 27: DR007 与 OMO7 天利率偏离的周平均值 (BP) .....	21
图 28: 剔除上海的疫情走势拐点出现在 3 月底、4 月初 .....	21
图 29: 上海本地疫情走势似乎也开始出现好转迹象 .....	21
表 1: 2020 年二季度国常会关于稳增长、宽信用的主要内容 .....	19

一季度经济数据出炉，实际 GDP 同比 4.8%，跌破潜在增速下限。3 月疫情冲击导致经济形势急转直下，哪些方面压力最大？全年经济增速如何维持在 5.5% 左右？央行 23 条举措怎么看？降息窗口是否已经关闭？

我们先从一季度经济数据入手。

## 1. 一季度数据怎么看？

一季度 GDP 同比增速 4.8%，季调环比 1.3%，经济增速跌破潜在增速下限，内外压力下经济压力进一步提升。

观察各项经济指标，3 月工业增加值同比 5.0%，一季度同比 6.5%；3 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资累计同比分别为 9.3%、10.5%、0.7%、15.6%，当月同比分别为 6.6%、11.8%、-2.4%、11.9%；3 月社会消费品零售总额同比 -3.5%，一季度同比 3.3%；3 月城镇调查失业率上行 0.3 个百分点至 5.8%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.6 个百分点至 6.0%。

3 月总体指标较 1-2 月有明显下滑。

图 1：开年经济数据情况

指标名称	指标类型	较前月	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-12	2022-02	2022-03	
生产	工业增加值	当月同比	-7.8	7.3	6.3	6.2	6.8	5.8	12.8	5.0
	服务业生产指数	当月同比	-6.2	7.7	-	6.7	6.2	5.3	-	-0.9
投资	固定资产投资	累计同比	-2.9	2.9	1.0	2.7	3.7	3.9	12.2	9.3
	基建投资	累计同比	-0.1	3.4	-0.7	3.0	3.3	1.8	8.6	8.5
	房地产投资	累计同比	-3.0	7.0	7.6	7.7	8.4	5.7	3.7	0.7
	制造业投资	累计同比	-5.3	-2.2	-3.0	-1.5	0.3	5.4	20.9	15.6
地产	商品房销售面积	累计同比	-4.2	2.6	11.0	9.9	9.3	2.2	-9.6	-13.8
	房屋新开工面积	累计同比	-5.3	-1.2	-4.9	-3.4	-4.1	-6.4	-12.2	-17.5
	房屋施工面积	累计同比	-0.8	3.7	6.9	6.8	6.4	4.4	1.8	1.0
	房屋竣工面积	累计同比	-1.7	-4.9	4.0	1.7	0.4	2.8	-9.8	-11.5
消费	社零	当月同比	-10.2	4.6	3.1	6.3	4.3	3.1	6.7	-3.5
	餐饮收入	当月同比	-25.3	0.4	-2.0	1.0	0.4	-0.9	8.9	-16.4
	商品零售	当月同比	-8.6	5.2	3.8	6.9	4.8	3.7	6.5	-2.1
	汽车以外消费品零售	当月同比	-10.0	4.4	2.8	5.7	4.0	3.7	7.0	-3.0
	汽车类零售额	当月同比	-11.4	6.4	5.8	10.4	7.7	-0.7	3.9	-7.5
出口	出口金额	当月同比	-0.6	18.0	23.0	10.2	16.7	19.4	15.3	14.7
就业	城镇调查失业率	率	0.3	5.2	5.5	5.3	5.1	5.1	5.5	5.8
	31大城市城镇调查失业率	率	0.6	5.1	5.5	5.3	5.2	5.1	5.4	6.0
	16-24岁失业率	率	0.7	12.3	13.1	13.6	13.6	14.3	15.3	16.0
	25-59岁失业率	率	0.4	4.7	5.0	4.8	4.6	4.4	4.8	5.2

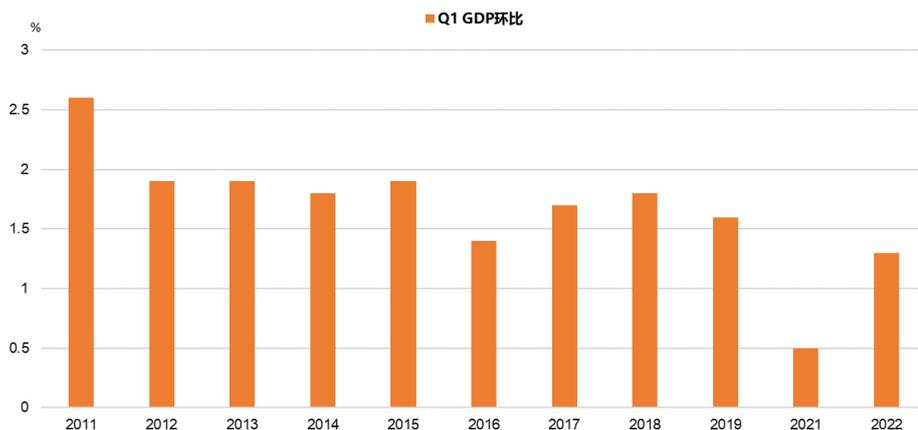
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除失业率外，其他指标的 2021 年数据为两年平均增速。

首先明确今年经济怎么看？一要看潜在增速，二要看环比。同比因为基数原因，今年大概率存在前低后高的形态，看环比能够比较客观反映经济真实状态。

一季度 GDP 低于此前易纲行长所作的潜在增速判断（5-6%），同时一季度 GDP 季调后环比也属于历史中罕见较低的增速，仅高于 2009、2020 和 2021，2021 年还受前一年基数影响，2022 年按照逻辑要与 2011-2019 对比，如果和疫情前十年对比，显然一季度 GDP 是严重低于预期，表现较弱。

图 2：2022 年一季度 GDP 环比增速低于季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于 2020 年受疫情影响环比下滑较多，参考意义不大，此处予以剔除

3 月经济下行，同时拖累一季度 GDP，其中反映了哪些问题？

● 经济压力从结构转向总量

2021 年底中央经济会议确定稳增长政策基调，1-2 月开门红初步实现，其中反映了部分结构性问题。（我们团队前期报告《数据落地、降息落空，债市怎么看？》，20220316）中有相应分析）

但进入 3 月以后，疫情冲击下，除基建投资，其他各项指标增速均有下滑，其中以消费和制造业投资下行幅度最大，经济压力从结构转向总量，内生动能进一步放缓。

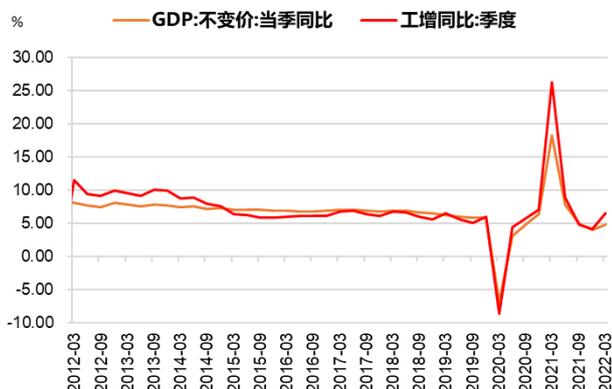
● GDP 与工增背离，小微企业和接触性行业承压

历史角度观察，2015 年以前工增增速略高于 GDP 增速，2015 年以后工增增速略低于 GDP 增速（或基本持平），疫情以后工增增速继续小幅高于 GDP 增速。

但 2022 年一季度工增同比 6.5%，GDP 增速仅 4.8%，两者大幅分化，一方面由于规模以下工业企业承压，另一方面则由于第三产业受疫情冲击更加明显。

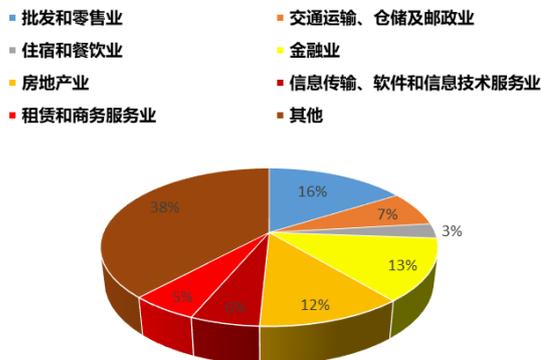
第三产业中，批发和零售业、交通运输、住宿餐饮、房地产业、租赁和商务服务业属于接触性行业，在疫情初期下行幅度最大（参考 2020 年初），占第三产业比重约 43%，加上其他项（居民服务和科教文卫等）后占比达到 80%以上，直接拖累经济增长。

图 3：GDP 与规上工增同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：第三产业 GDP 分项（2019）



资料来源：Wind，天风证券研究所

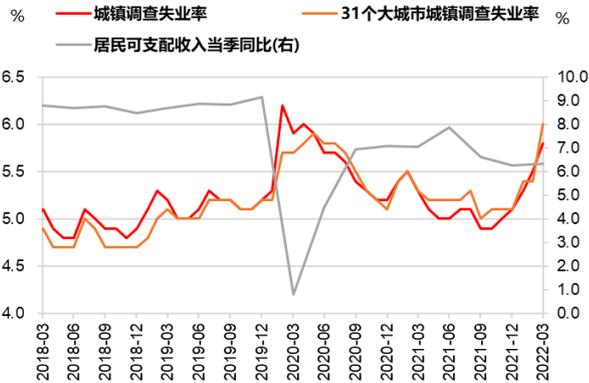
● 就业压力超过 2020 年，居民收入增长乏力

3 月失业率反季节性上行，31 个城市城镇调查失业率达到 2018 年以来新高，超过 2020

年疫情高峰，衰退已成事实。城镇调查失业率上行 0.3 个百分点至 5.8%，31 个大城市城镇调查失业率上行 0.6 个百分点至 6.0%。其中青年失业率上升更明显，16-24 岁人口失业率上行 0.7 个百分点至 16.0%，25-59 岁人口失业率上行 0.4 个百分点至 5.2%。

就业最直观的影响是居民收入，一季度全国居民可支配收入同比仅 6.3%，恢复仍然缓慢，对居民收入预期也有一定影响。

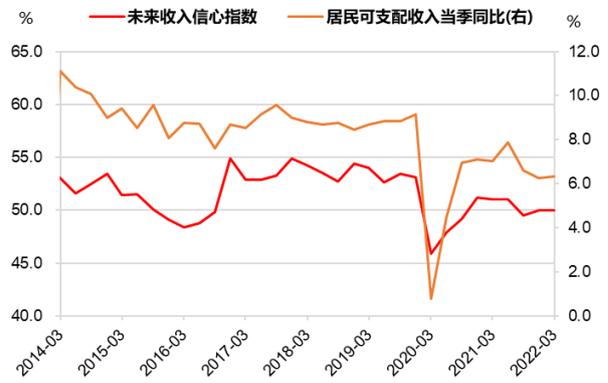
图 5：3 月失业率上行拖累居民收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021 年收入数据是两年平均增速

图 6：居民收入下行影响居民信心



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：其中未来收入信心指数调查是在 2 月进行<sup>1</sup>，因此没有展现出下滑趋势

### ● 企业经营压力进一步上升

从企业层面来看，一方面原材料价格持续上行影响中下游企业利润，另一方面疫情进一步冲击企业收入和预期。企业现金流压力增大，投资意愿下行，直观体现是信贷结构不佳，票据融资和短期贷款同比多增，中长期贷款增幅有限，M1 增速仍然维持在较低水平。

图 7：中下游企业利润下滑明显

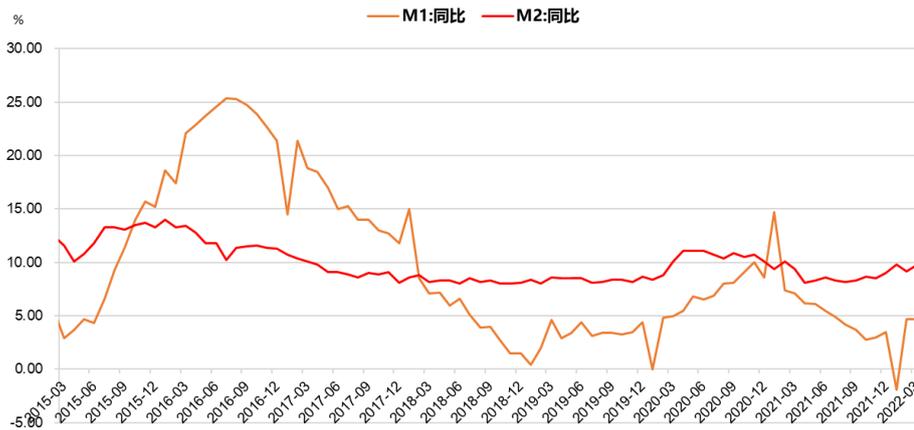
累计同比	行业	2020/12	2021/02	2021/11	2021/12	2022/02	2022/02-2021/12	2022/02-2021/02
采矿业	煤炭开采和洗选业	(21.10)	28.68	56.07	57.07	155.30	98.23	126.52
采矿业	石油和天然气开采业	(83.20)	(6.09)	5.93	7.25	156.70	149.45	162.79
采矿业	黑色金属矿采选业	74.90	134.82	76.28	93.24	15.50	77.74	(113.32)
采矿业	有色金属矿采选业	14.70	28.10	29.41	28.74	49.00	20.26	20.90
采矿业	非金属矿采选业	4.20	11.79	9.57	13.35	30.50	17.15	18.71
上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	(26.50)	—	65.16	54.37	(39.60)	33.97	—
上游	化学原料及化学制品制造业	20.90	41.80	49.40	50.68	27.30	23.38	(14.80)
上游	化学纤维制造业	(15.10)	41.76	54.00	45.45	(32.70)	78.15	(74.86)
上游	橡胶和塑料制品业	24.40	37.17	9.73	9.91	(31.80)	41.71	(68.97)
上游	非金属矿物制品业	2.70	8.54	8.17	8.34	5.20	3.14	(3.34)
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	(7.50)	56.01	35.67	27.41	(56.50)	33.91	(113.51)
上游	有色金属冶炼及压延加工业	20.30	114.38	65.87	61.16	63.80	2.64	(50.68)
中游	金属制品业	4.10	20.05	17.21	15.75	(0.60)	16.35	(20.65)
中游	通用设备制造业	13.00	25.73	11.80	10.63	(15.70)	26.33	(41.83)
中游	专用设备制造业	24.40	49.68	16.32	17.08	4.00	13.08	(45.68)
中游	汽车制造	4.00	131.44	1.76	2.94	(9.90)	12.84	(141.34)
中游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	(1.50)	22.55	6.03	(8.98)	(34.70)	25.72	(57.25)
中游	电气机械及器材制造业	6.00	29.92	9.90	9.06	5.70	3.36	(24.22)
中游	计算机、通信和其他电子设备制造业	17.20	179.09	22.55	27.59	(7.30)	34.89	(188.39)
中游	仪器仪表制造业	11.60	44.06	12.85	11.30	(14.90)	26.20	(58.96)
中游	其他制造业	(7.40)	19.67	5.64	7.20	29.20	22.00	9.58
中游	废弃资源综合利用业	(5.20)	15.36	11.54	17.12	42.10	24.98	26.74
下游	农副食品加工业	5.90	22.07	0.53	(1.94)	(29.40)	27.46	(51.77)
下游	食品制造业	6.40	5.82	2.08	3.10	12.30	9.20	6.48
下游	酒、饮料和精制茶制造业	8.90	13.86	12.99	16.25	32.50	16.25	18.84
下游	烟草制品业	25.40	29.28	17.74	13.81	9.10	4.71	(20.83)
下游	纺织业	7.90	(0.65)	6.04	5.98	13.10	7.12	13.25
下游	纺织服装、服饰业	(21.30)	(9.04)	(5.57)	(5.11)	5.00	10.11	14.04
下游	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	(20.70)	(9.99)	(11.00)	(10.28)	(2.70)	7.58	7.29
下游	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	(8.80)	(5.21)	(1.59)	1.56	1.60	0.04	6.81
下游	家具制造业	(11.10)	0.44	(4.23)	(5.29)	(15.20)	9.91	(15.64)
下游	造纸及纸制品业	21.20	48.25	14.60	13.83	(57.70)	17.53	(108.95)
下游	印刷业和记录媒介的复制	(5.70)	3.49	(4.16)	(3.09)	(11.20)	13.11	(145.9)
下游	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	(9.20)	(2.99)	1.02	4.04	10.50	6.46	13.49
下游	医药制造业	12.80	31.95	38.25	41.66	(17.60)	39.26	(43.55)
电热煤气	电力、热力的生产和供应业	3.40	7.99	(20.17)	(33.40)	(49.10)	15.70	(57.99)
电热煤气	燃气生产和供应业	7.70	17.28	12.72	12.92	(32.00)	44.92	(43.28)
电热煤气	水的生产和供应业	16.50	21.21	10.93	10.50	(25.70)	36.20	(46.91)

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2021 年数据为两年平均增速

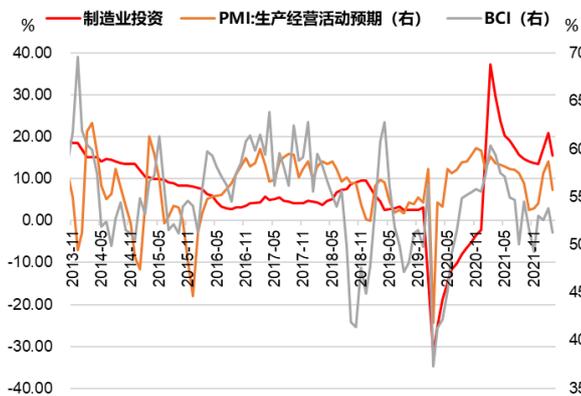
<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/116219/116229/2839584/index.html>.

图 8：当前 M1 增速仍然维持在较低水平



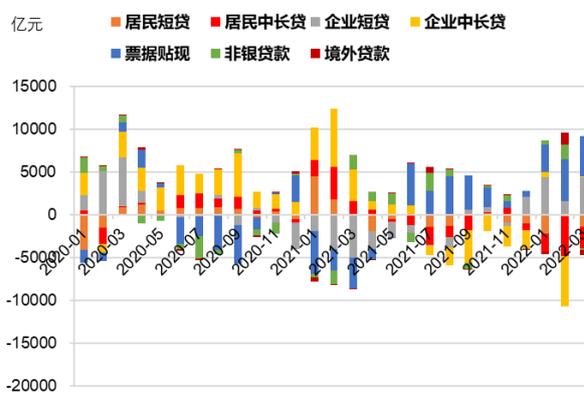
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：3 月制造业投资与生产经营预期下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：3 月票据融资和企业短贷同比多增而企业中长贷增量有限



资料来源：Wind，天风证券研究所

● 房地产仍然是大问题

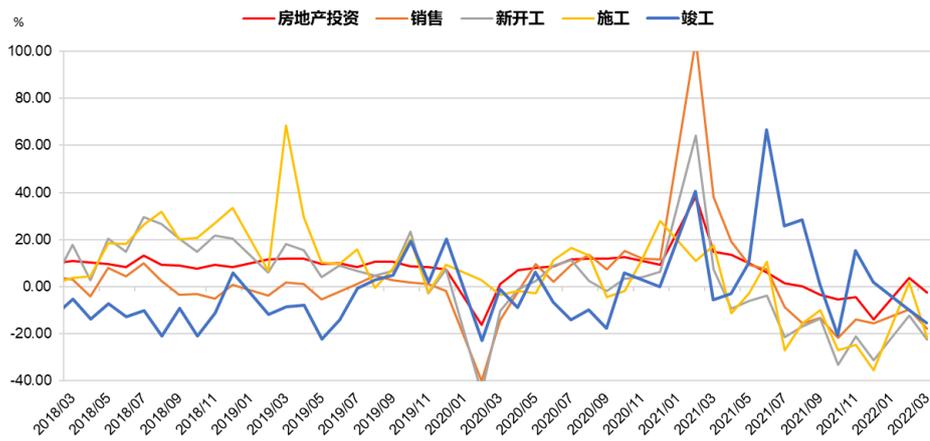
3 月地产投资当月同比下滑至负增长区间，销售和地产开发各环节均有不同程度回落。

投资与销售和开发环节增速差增大，主要源于政府投资，其一是保障房投资，其二是办公楼等计入房地产的部分，也侧面反映了商业地产更加低迷。根据国家统计局口径<sup>2</sup>，地产投资分为住宅、办公楼、商业营业用房、其他四大类，其中职工家属宿舍、学生宿舍等计入住宅，事业单位、机关、学校、医院等办公用房计入办公楼，中小学教学用房、图书馆、幼儿园、体育馆等计入其他类。

内因看地产，一方面占比高、波动大、牵涉行业广泛，对经济贡献显著；另一方面地产与信用周期息息相关，直接影响全社会杠杆。

<sup>2</sup> [http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjzd/qjtjzd/202103/t20210316\\_1814939.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/tjzd/qjtjzd/202103/t20210316_1814939.html)。

图 11：地产投资与销售和开发环节增速差加大（当月同比）



资料来源：Wind，天风证券研究所

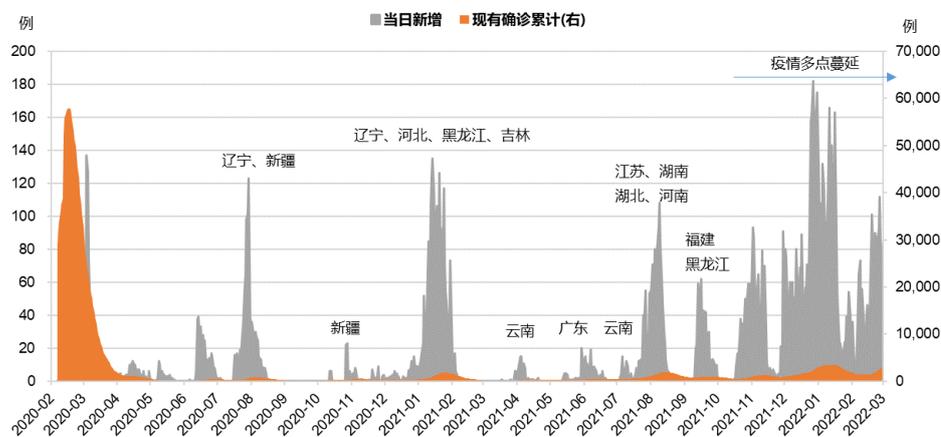
从一季度数据观察，疫情打破了经济复苏轨迹。那么，本轮疫情对经济冲击有多大？全年还能否实现 5.5%的经济增速目标？

## 2. 全年经济目标能否实现？

首先看疫情冲击对经济影响有多大？

从历史出发，我们参考 2020 年下半年以来疫情反复相对严重的城市，对比疫情对经济的影响状况。

图 12：疫情演变情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2020 年第三季度到 2021 年末各地方疫情反复情况

时间	省份	地级市	累计确诊	省份	地级市	累计确诊
2020Q3	新疆	乌鲁木齐	823	辽宁	大连	92
2020Q4	新疆	喀什	78			
2021Q1	辽宁	大连	51	河北	石家庄	866
	黑龙江	绥化	489	吉林	长春	105
		哈尔滨	146		通化	307
2021Q2	云南	德宏	93	广东	广州	173
2021Q3	云南	昆明	988	江苏	南京	243
	河南	郑州	138		扬州	570
	湖南	株洲	28	湖北	武汉	82
		张家界	72		荆门	43
2021Q4	福建	厦门	247	黑龙江	哈尔滨	94
		泉州	24		黑河	271
		莆田	208	内蒙古	呼伦贝尔	558
	甘肃	兰州	84		阿拉善	165
		天水	38	浙江	绍兴	387
	河北	石家庄	60		宁波	74
	河南	郑州	54	辽宁	大连	310

资料来源：Wind，天风证券研究所

通过对比分析，疫情对区域经济增速的影响与确诊人数有一定关系，但还受到各地方防疫政策、防疫水平、封控时间等因素影响，对地区 GDP 冲击从 0.5 个百分点到 10 个百分点不等。

图 14：剔除异常值后的各地经济增速对比

时间	省份	地级市	累计确诊	疫情当季增速差	疫情上季增速差	2016-2019年GDP增速差
2021Q1	河北	石家庄	866	(8.60)	0.66	3.28
2021Q2	云南	德宏	93	(12.68)	(2.60)	0.90
	广东	广州	173	0.76	1.20	(0.25)
2021Q3	江苏	南京	243	(3.63)	1.66	1.94
		扬州	570	(3.82)	(1.11)	2.33
	湖北	武汉	82	(2.01)	4.54	2.94
	河南	郑州	138	(7.92)	(0.20)	3.62
2021Q4	黑龙江	哈尔滨	94	(4.17)	(0.67)	(7.06)
	河北	石家庄	60	0.92	1.73	3.28
	浙江	绍兴	387	(1.71)	2.46	0.11

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们根据不同级别城市和疫情数量对疫情冲击幅度进行划分，此外还需要根据各地疫情持续时间、地方疫情防控政策进行调整，例如上海全面封控且持续时间较长，负面冲击更大；而对于中小城市来说，由于其商业活动相对较少，政策直达基层，疫情防控反而更快更有效。

具体而言，超一线城市疫情冲击分类为：200 例以下影响为 0.5%，200-400 例影响为 3%，400-600 例影响为 5%，600 以上影响 8%；一线或省会城市四个档位分界线是 50、100、400；其他中小城市分界线是 20、60、100，在此基础上灵活调整。

接下来根据 2019 年 GDP 占全国 GDP 的比重进行加权汇总，得到本轮疫情对季度经济冲击的比例。

根据结果，2022 年截至到最新的疫情对全年经济影响约 0.6~0.7 个百分点。

这种方法缺陷在于，一方面受疫情影响的城市可能对周边城市防疫和生产有外溢效应；另一方面由于各地方 GDP 加总大于全国 GDP，导致测算结果可能误差较大。此外，各城市冲击幅度也可能与实际有一定出入。

图 15：3 月以来疫情反复对经济影响（累计确诊 10 例以上）

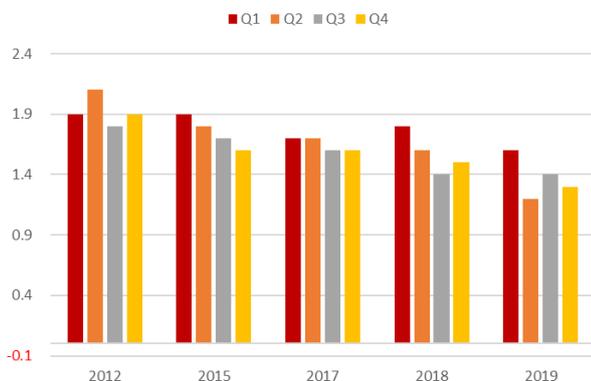
城市	累计确诊	2019年GDP占比	疫情冲击幅度	加权冲击幅度	城市	累计确诊	2019年GDP占比	疫情冲击幅度	加权冲击幅度
北京	361	3.97%	3.00%	0.12%	福建:厦门	151	0.67%	3.00%	0.02%
天津	674	1.58%	8.00%	0.13%	福建:漳州	17	0.53%	0.50%	0.00%
河北:石家庄	14	0.65%	0.50%	0.00%	福建:泉州	1117	1.12%	10.00%	0.11%
河北:唐山	31	0.77%	3.00%	0.02%	福建:莆田	62	0.29%	3.00%	0.01%
河北:邯郸	32	0.39%	3.00%	0.01%	福建:宁德	62	0.28%	3.00%	0.01%
河北:邢台	40	0.24%	3.00%	0.01%	江西:南昌	113	0.63%	3.00%	0.02%
河北:保定	19	0.42%	0.50%	0.00%	山东:济南	70	1.06%	3.00%	0.03%
河北:沧州	89	0.40%	8.00%	0.03%	山东:青岛	969	0.20%	10.00%	0.02%
河北:廊坊	275	0.36%	8.00%	0.03%	山东:淄博	47	0.41%	3.00%	0.01%
山西:太原	58	0.45%	3.00%	0.01%	山东:烟台	39	0.86%	3.00%	0.03%
山西:朔州	10	0.12%	0.50%	0.00%	山东:威海	78	0.33%	5.00%	0.02%
山西:晋中	10	0.16%	0.50%	0.00%	山东:滨州	202	0.28%	8.00%	0.02%
山西:运城	12	0.17%	0.50%	0.00%	山东:德州	75	0.34%	5.00%	0.02%
呼和浩特	64	0.31%	5.00%	0.02%	山东:临沂	17	0.52%	0.50%	0.00%
辽宁:沈阳	171	0.73%	5.00%	0.04%	河南:郑州	11	1.30%	0.50%	0.01%
辽宁:大连	163	0.79%	5.00%	0.04%	河南:焦作	14	0.31%	0.50%	0.00%
辽宁:鞍山	15	0.20%	0.50%	0.00%	河南:周口	80	0.36%	5.00%	0.02%
辽宁:营口	188	0.15%	8.00%	0.01%	湖北:武汉	28	0.70%	0.50%	0.00%
辽宁:葫芦岛	13	0.09%	0.50%	0.00%	湖南:长沙	17	1.30%	0.50%	0.01%
吉林:吉林	13638	1.32%	10.00%	0.13%	湖南:怀化	24	0.18%	3.00%	0.01%
吉林:松原	10	0.08%	3.00%	0.00%	广东:广州	312	2.65%	5.00%	0.13%
吉林:长春	23610	0.66%	10.00%	0.07%	广东:深圳	1435	3.02%	8.00%	0.24%
吉林:四平	220	0.09%	8.00%	0.01%	广东:珠海	125	0.39%	5.00%	0.02%
吉林:白城	103	0.06%	8.00%	0.00%	广东:佛山	36	1.21%	0.50%	0.01%
吉林:延边州	124	0.08%	8.00%	0.01%	广东:江门	33	0.35%	0.50%	0.00%
黑龙江:哈尔滨	450	0.59%	8.00%	0.05%	广东:湛江	13	0.34%	0.50%	0.00%
黑龙江:佳木斯	41	0.09%	5.00%	0.00%	广东:惠州	18	0.47%	0.50%	0.00%
黑龙江:牡丹江	23	0.09%	3.00%	0.00%	广东:东莞	178	1.07%	5.00%	0.05%
上海	25136	4.29%	10.00%	0.43%	广东:中山	35	0.35%	0.50%	0.00%
江苏:苏州	13	2.16%	3.00%	0.06%	广西:崇左	386	0.09%	8.00%	0.01%
江苏:南京	36	1.58%	3.00%	0.05%	广西:百色	13	0.14%	0.50%	0.00%
江苏:常州	30	0.83%	3.00%	0.02%	广西:钦州	22	0.15%	0.50%	0.00%
江苏:徐州	32	0.80%	3.00%	0.02%	广西:防城港	11	0.08%	0.50%	0.00%
江苏:南通	10	1.05%	0.50%	0.01%	海南:三亚	74	0.08%	3.00%	0.00%
江苏:连云港	150	0.35%	5.00%	0.02%	海南:海口	10	0.19%	0.50%	0.00%
江苏:宿迁	11	0.35%	0.50%	0.00%	重庆	74	2.65%	0.50%	0.01%
江苏:镇江	13	0.46%	0.50%	0.00%	四川:成都	506	0.79%	8.00%	0.06%
江苏:盐城	35	0.64%	3.00%	0.02%	云南:昆明	36	0.73%	0.50%	0.00%
浙江:杭州	103	0.60%	3.00%	0.02%	云南:德宏州	68	0.06%	5.00%	0.00%
浙江:宁波	57	1.35%	3.00%	0.04%	陕西:西安	137	1.05%	5.00%	0.05%
浙江:绍兴	13	0.65%	0.50%	0.00%	陕西:宝鸡	240	0.25%	8.00%	0.02%
浙江:湖州	24	0.35%	3.00%	0.01%	陕西:铜川	18	0.04%	0.50%	0.00%
浙江:嘉兴	120	0.60%	3.00%	0.02%	陕西:汉中	31	0.17%	0.50%	0.00%
浙江:金华	49	0.51%	3.00%	0.02%	甘肃:兰州	251	0.32%	8.00%	0.03%
浙江:衢州	98	0.18%	5.00%	0.01%	甘肃:白银	19	0.05%	0.50%	0.00%
福建:福州	10	1.05%	0.50%	0.01%					

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 一二季度分别受疫情影响多少？

我们在团队前期报告（《债市有机会，折腾免不了》，20220330）中提到，假设今年四个季度的季调环比不低于历史正常范围，三季度环比至少不高于二季度环比，实现全年 5.5%左右目标，对应一至四季度环比季调按照 1.5%、1.3%、1.3%、1.5%估计，2022 年一至四季度同比为 5.2%、5.2%、5.8%、5.7%。根据上述情形推测，全年能否实现 5.5 左右的目标，一季度同比实现 5.2%是下限要求。

图 16：经济季调环比的季节性（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：全年经济形态（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

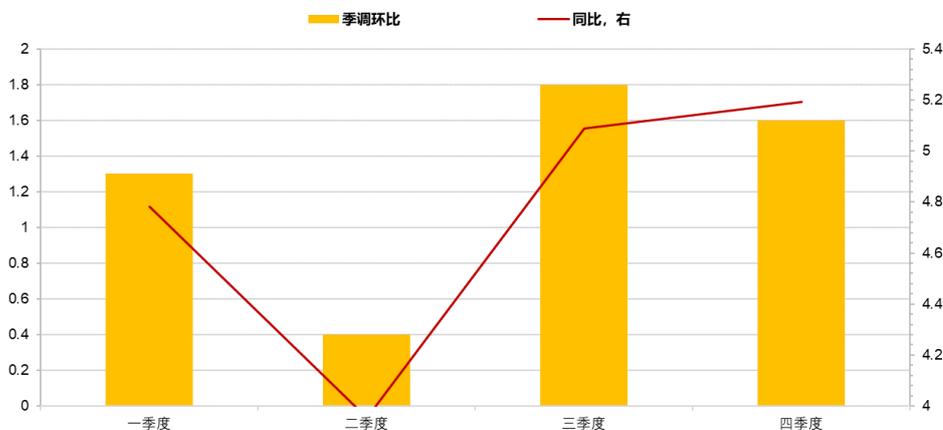
结合现在已经公布的一季度 4.8 的增速倒算，考虑 1-2 月开门红，合理假设，如果没有 3 月进一步疫情影响，一季度 GDP 同比大概率不止 5.2%，有可能达到 5.5%。如果二季度 GDP 环比维持在 1.2%~1.3%，则二季度 GDP 同比约 5.4~5.5%。

疫情冲击下，一季度同比 4.8%，影响可能在 0.7 个百分点左右，预计对二季度经济影响约 1.5~1.8 个百分点，对应二季度同比回落到 4%甚至更低。

### 进一步来看，全年经济增速大概是多少？

假设疫情在 5 月中旬前结束，经济渐进修复，即使第三季度 GDP 环比达到历史高点 1.8%，四季度 GDP 环比 1.6%，则三四季度 GDP 同比分别为 5.1%、5.2%，对应全年经济大约 4.8%，不仅无法完成全年经济目标，且低于潜在增速下限。

图 18：疫情冲击下的全年经济



资料来源：Wind，天风证券研究所

综上，实现全年经济目标面临客观困难，政策是否会考虑修正目标？

我们在《2022，经济形态可能是 M 型》一文中，通过对比十四五规划以及 2035 远景目标、经济潜在增速、就业目标要求和金融防风险诉求，认为 4.8% 可能是 2022 年经济增长的底线所在。对应目标设定预计在 5% 以上。

表 1：2022 年经济增长的底线

	对应 2022 年经济增长要求
2035 远景目标：经济总量或人均收入翻一番	4.73%
实际经济表现与潜在增速匹配	5%
就业目标：城镇新增就业目标为 1100 万人	4.8%
银行偿付能力的宏观轻度压力测试	4.78%

资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，2020 年 11 月，习总书记在《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉的说明》<sup>3</sup>中关于“十四五”和到 2035 年经济发展目标时提到：“关于‘十四五’和到 2035 年经济发展目标。

“在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出十四五经济增长速度目标，明确提出到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，**到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。**同时，考虑到未来一个时期外部环境不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。……党中央的建议主要是管大

<sup>3</sup> [http://www.banyuetan.org/wzqhjszjc/detail/20201104/1000200033138821604470658626584278\\_1.html](http://www.banyuetan.org/wzqhjszjc/detail/20201104/1000200033138821604470658626584278_1.html)。

方向、定大战略的。**综合考虑各方面因素，建议稿对“十四五”和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式。**编制规划《纲要》时可以在认真测算基础上提出相应的量化目标。”

——习近平：关于《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》的说明

比较有挑战的是二〇三五年远景目标，如果假设未来我国人口数量不变，那么到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标，就意味着未来 15 年平均增速 4.73%。当然，如果未来 15 年我国人口继续保持增长（即使增长缓慢），并且满足人均收入（≈人均 GDP）翻番的话，那么总量上的平均经济增速需要大于 4.73%。

需要考虑的是，我国经济增速仍会持续缓慢下降，这意味着最初几年的经济增长要求应该会显著高于 4.73%，最后几年会低于该值（假设期间不发生大的冲击）。我们甚至可以合理推断，5.5%左右或是十四五隐含的年均增速目标。

表 2：两会报告预期目标比较

指标	2012	2015	2019	2020	2021	2022
实际 GDP 增速目标 (%)	7.50	7.00	6-6.5	未提及	6 以上	<b>5.5 左右</b>
当年实际增速 (%)	7.80	6.90	6.10	2.30	8.10	
CPI (%)	4.00	3.00	3.00	3.50	3.00	<b>3.00 左右</b>
当年实际 CPI (%)	2.60	涨幅保持较低水平	2.90	2.50	0.90	
赤字额 (亿元)	8,000	16,200	27,600	37,600	35,700	
专项债 (亿元)	未提及	未提及	21,500	37,500	36,500	<b>36,500</b>
特别国债 (亿元)	未提及	未提及	未提及	10,000	不再发行	<b>不再发行</b>
赤字率 (%)	1.50	2.30	2.80	3.6 以上	3.20	<b>2.80</b>
M2 (%)	14.00	12.00	与国内生产总值名义增速相匹配	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	<b>与名义经济增速基本匹配</b>
当年实际 M2 (%)	19.10	12.40	10.70	13.30	10.30	
社会融资规模 (%)	保持合理增长	规模平稳增长	与国内生产总值名义增速相匹配	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	<b>与名义经济增速基本匹配</b>
当年实际社融 (%)	13.80	13.30	8.70	10.10	9.00	
新增就业人口 (万人)	900	1000	1,100	900	1,100 以上	<b>1,100 以上</b>
登记失业率 (%)	4.60	4.50	4.50	5.50	未提及	<b>未提及</b>
调查失业率 (%)	未提及	未提及	5.50	6.00	5.50 左右	<b>5.50 以内</b>
单位国内生产总值能耗 (%)	未提及	降低 3.1 以上	降低 3 左右	继续下降	降低 3 左右	<b>未提及</b>

资料来源：中国政府网，天风证券研究所。注：赤字额根据 8%的名义经济增速与 2.8%左右的赤字率预估。

从历年两会对比，今年政府工作目标有两个 5.5，一个是 GDP5.5 左右，还有一个是调查失业率控制在 5.5 以内。即使不考虑 GDP，从就业角度，特别是结合疫情影响最大的 2020 年，当年目标对于就业的要求是 6%，目前最新是 5.8%，预计后续还会进一步上升，从这个角度考虑，即使不考虑 GDP，政策对于经济增长和就业的诉求已经到达底线，不可能进一步修正。

所以需要关注宏观政策如何对冲和托底。

### 3. 宏观政策如何进一步托底经济？

当前经济的核心困扰在于疫情和防疫措施。

从政策角度出发，经济增长的底线仍然需要维护，所以大概率还是两手抓：一手抓防疫，一手抓经济。

新华社《当前经济问题十问》<sup>4</sup>中明确，当前政策“统筹防疫与经济发展”，封控措施不可避免带来短期经济冲击，但中国抗疫实践进一步印证：一时的“管”正是为了更好的“放”。

在此背景下，跨周期和逆周期等相应宏观政策会施展更大的灵活空间，其中货币政策一马当先，4月18日，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》<sup>5</sup>（以下简称《通知》），从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的23条政策举措。我们一并分析：

### 3.1. 央行如何作为？

易纲行长去年底采访稿《“稳”字上下功夫 增强服务实体经济能力》<sup>6</sup>中对2022年货币政策有清晰解读，核心就在于加大对实体支持力度：

“货币政策如何在“稳”字上下功夫？明年将推出哪些有利于市场主体的金融政策？如何防范化解金融风险？三个“稳”增强服务实体经济能力。一是货币信贷总量稳定增长。二是金融结构稳步优化。三是综合融资成本稳中有降。

#### 央行如何引导宽信用？

2021年第四季度货币政策执行报告央行提到四点：

一是保持流动性合理充裕；二是引导金融机构加大对实体经济的支持力度；三是发挥货币政策工具的总量和结构双重功能；四是推动企业综合融资成本稳中有降。

具体而言，《通知》中提到：

总量方面，1月央行调降MLF利率引导市场利率下行，此外通过降准和向中央财政上缴结存利润释放基础货币，开年以来相当于全面降准0.5个百分点，合计引导市场利率下行0.1~0.15个百分点，后续仍有5000多亿元待上缴。

结构性政策方面，加大再贷款、支农支小再贷款、减碳工具的支持力度，同时创设科技创新再贷款、普惠养老再贷款。

#### 3.1.1. 货币政策后续还会有哪些安排？

首先，本月的LPR调降值得期待。

此前央行向中央财政上缴结存利润，叠加诸多结构性工具运用，已经推动开年以来市场利率下行超过0.1个百分点（1月MLF调降幅度）。考虑到降准以及剩余的结存利润上缴加大流动性投放，降低银行负债成本，综合融资成本降低将进一步降低。此外，央行还推出了配套政策，鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调10个基点（BP）左右<sup>7</sup>，有利于压缩LPR点差。预计本月LPR调降幅度有可能达到10个bp，1年期和5年期同步调降。

第二，降准仍有空间，降息窗口并未关闭。

刘国强副行长在2021年金融统计数据新闻发布会上表示<sup>8</sup>，“降准之后，当前金融机构平均存款准备金率是8.4%，这个水平已经不高了，无论是与其他发展中经济体还是与我们历史上的存款准备金率相比，应该说存款准备金率的水平都不高了，下一步进一步调整的空间变小了。但是从另外一个角度看，空间变小了但仍然还有一定的空间，我们可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用。”

这说明，央行珍惜目前的货币空间，但仍有空间。

<sup>4</sup> [http://www.news.cn/2022-04/18/c\\_1128571933.htm](http://www.news.cn/2022-04/18/c_1128571933.htm)。

<sup>5</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4533227/index.html>。

<sup>6</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4436231/index.html>。

<sup>7</sup>

<https://finance.caixin.com/2022-04-15/101870748.html#:~:text=2022%E5%B9%B4%E6%9C%881,PA%EF%BC%89%E8%80%83%E6%A0%B8%E6%9C%89%E5%88%A9%E3%80%82>。

<sup>8</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4451702/index.html>

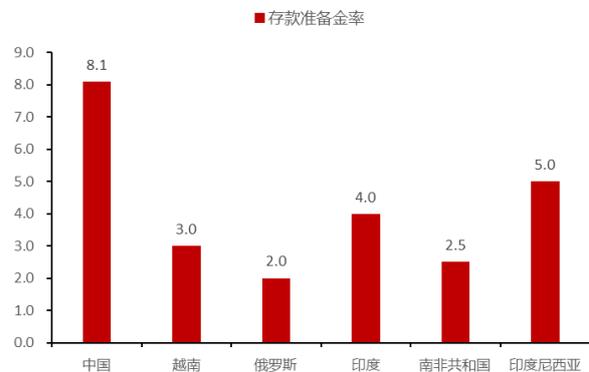
历史比较，我国金融机构人民币存款最低的准备金率水平为 6%，本次降息后，金融机构平均存款准备金率为 8.1%，仍有一定空间。横向比较，例如印度央行目前的存款准备金率为 4%，越南为 3%，我国存款准备金率也仍有一定程度的下调空间。

图 19：历史准备金率变动（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：当前主要发展中经济体的存款准备金率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

对于降息，市场普遍存在两点质疑，我们在此进行回应：

● **第一，央行需要关注物价和外围压力，但国内经济压力更加紧迫**

就目前而言，物价和外围因素仍然是或有压力，并未构成真正束缚，而核心困扰在于疫情和防疫措施。从政策角度出发，经济增长的底线仍然需要维护，经济增长的底线如何衡量？关键在于就业。

3月失业率并未季节性回落，反而有较大幅度上升，16-24岁人口失业率上升0.7个百分点，考虑到今年暑期毕业生人数创新高<sup>9</sup>，后续即使疫情消退，就业压力依然高企，甚至超过2020年。

新华社《当前经济问题十问》中进一步明确：第一，当前经济问题主要在于地缘政治冲突和国内疫情；第二，就业能否稳住是核心。

“4月18日，中国经济首季报出炉。一季度，经济运行延续恢复态势，主要指标增速基本稳定，发展质量效益有所提高，开局总体平稳。但世界局势复杂演变，国内疫情近期多发，有些突发因素超出预期，新的下行压力进一步加大。

从就业需求看，总量压力在加大。今年需要在城镇就业的新成长劳动力近1600万人，其中高校毕业生1076万人，二者均为近年新高。

从岗位供给看，不少企业和个体工商户面临的困难明显增加、招工放缓，甚至减员、裁员。原本吸纳就业较多的房地产、教育培训、互联网及接触性服务行业，招聘需求明显下滑。

从供需匹配看，“就业难”“招工难”并存的结构矛盾更加凸显。青年缓就业、慢就业现象增长，高校毕业生、农民工等重点群体就业问题突出。3月，16至24岁城镇青年调查失业率16%，为近几年同期最高值。

稳就业，成为当前经济工作的重中之重。”

稳增长是央行法定职责，货币政策以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标，黄金法则下央行降息是应有之义。

● **第二，央行降息不在于多大程度上解决经济的客观困难，而是传递政策态度，以及激发市场活力**

黄金法则下经济增速有跌破潜在增速下限可能，央行降息是应有之义，作用并不在于能多大程度上解决经济的实际困难，而是体现了货币政策主动作为、靠前发力，有利于提振市

<sup>9</sup> [http://www.moe.gov.cn/fbh/live/2021/53931/mtbd/202112/t20211229\\_591046.html](http://www.moe.gov.cn/fbh/live/2021/53931/mtbd/202112/t20211229_591046.html)

场信心，表明政策的态度。

“我们要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切，不能拖，拖久了，市场关切落空了，落空了就不关切了，不关切就“哀莫大于心死”，后面的事就难办了，所以我们不能拖，要走在前面，及时回应市场的普遍关切。

中期借贷便利和公开市场操作中标利率下降，体现了货币政策主动作为、靠前发力，有利于提振市场信心，通过 LPR 传导降低企业贷款利率，促进债券利率下行，推动企业综合融资成本稳中有降，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性，支持国债和地方债发行，稳定经济大盘，保持内部均衡和外部均衡的平衡。”

——2021 年金融统计数据新闻发布会文字实录<sup>10</sup>

### 3.2. 其他政策如何形成合力？

疫情冲击加大三重压力，金融、财政、货币、就业等政策几家抬也是规定动作。

**当前经济既有总量问题又有结构困扰，企业和居民资产负债表承压，政府需要率先加杠杆、财政需进一步发力。**

3 月 29 日国常会<sup>11</sup>部署用好政府债券扩大有效投资，要求“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕”；4 月 18 日要求进一步提升，要求地方需在 6 月底前完成大部分新增专项债发行工作<sup>12</sup>。

**考虑到经济新增下行压力需要加大力度对冲，预算已经下达，在很难追加预算的情况下，广义财政表外财政需要进一步加杠杆，对应就是城投融资政策调整，引导扩大有效投资。**

《通知》明确：加大对有效投资等金融支持力度。开发性、政策性银行要结合自身业务范围，加大对重点投资项目的资金支持力度。金融机构要主动对接重大项目，加大对水利、交通、管网、市政基础设施等领域惠民生、补短板项目和第五代移动通信（5G）、工业互联网、数据中心等新型基础设施建设的支持，推动新开工项目尽快开工，实现实物工作量。要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资。要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。做好民间投资、政府和社会资本合作的金融支持工作。金融机构对信贷增长缓慢的省（区）新增贷款占比要稳中有升。

**居民加杠杆，关键在于提供补贴和维护居民现金流。**我们在团队前期报告（《稳增长压力下，居民能否加杠杆？》，20220410）中曾经提到，历次稳增长时期居民部门扮演重要角色。

从居民日常消费和经营角度，最直接的方法是财政转移支付。

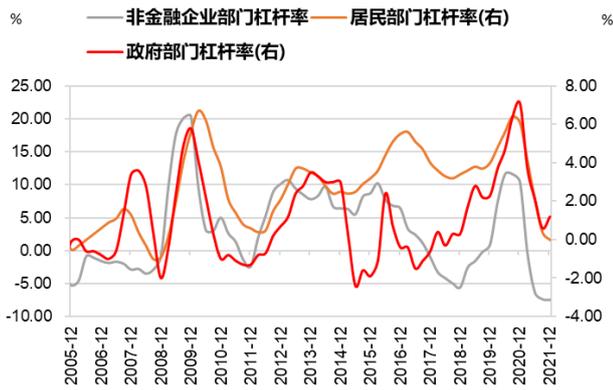
从住房杠杆角度，关键是给居民支点，而不仅仅是赋予杠杆空间，参考 2016 年棚改货币化对居民加杠杆能力的支持。

<sup>10</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4451702/index.html>。

<sup>11</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-03/31/content\\_5682739.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-03/31/content_5682739.htm)。

<sup>12</sup> <http://www.21jingji.com/article/20220418/herald/5a6d1c76d87212bed28624b700cc3e6a.html>。

图 21：稳增长时期需要居民加杠杆予以支持



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：居民加杠杆带动地产投资回暖



资料来源：Wind，天风证券研究所

《通知》中关于地产政策调整进一步释放了关键信号。

关于地产，4 月 14 日央行新闻发布会<sup>13</sup>刚提到“近期，房贷利率下调主要是发生在银行层面”，而本次则首次从中央层面要求最低首付比和最低贷款利率，同时两次强调不盲目抽贷、断贷、压贷。

“完善住房领域金融服务……因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，更好满足购房者合理住房需求，促进当地房地产市场平稳健康发展。”

金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放。商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务，稳妥有序开展并购贷款业务，加大并购债券融资支持力度，积极提供兼并收购财务顾问服务。

金融机构要在风险可控基础上，适度加大流动性贷款等支持力度，满足建筑企业合理融资需求，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持建筑企业融资连续稳定。”

此外，防疫政策也在逐步优化调整。

上海在疫情继续蔓延的情况下，工信部前方工作组赶赴上海摸排企业情况，集中资源优先保障 666 家重点企业复工复产。

《当前经济问题十问》中提到：

“上海，本轮疫情传播指数已由 2.27 下降到 1.23，4 月 16 日发布工业企业复工复产疫情防控指引……”

一方面坚持动态清零不动摇，为经济社会发展创造良好条件；另一方面坚持科学精准防控，防止层层加码“一刀切”，二者统筹兼顾，才能确保坚决打赢这场疫情防控攻坚战。”

当然，央行的态度很明确，现在就看其他部委和地方政府能否积极配合，形成合力。

#### 4. 债市怎么看？

参考历史，一季度经济数据公布到二季度末，大部分年份债市利率有所下行。这个过程中有几个年份表现不佳，分别是熊市 2013 和 2017，大规模地方债冲击下的 2015，以及疫情冲击下的 2020。其中，2020 年行情最值得注意，彼时也是政策引导经济逐步走出疫情，货币政策加码宽信用，其他部门政策继续加码，央行货币政策逐步正常化，4 月以后，债市利率开始反转上行。

<sup>13</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4530986/index.html>。

图 23：历史上的二季度债市表现

1季度数据	2季度末	10年国债	10年国开	1年国债	1年国开	中债总指数	国债总指数	国开总指数	信用债总指数
2012-04-13	2012-06-30	-20.24	-27.68	-53.79	-55.83	2.01	2.24	1.69	2.79
2013-04-15	2013-06-28	11.20	3.68	81.76	86.20	0.14	0.26	0.17	0.28
2014-04-16	2014-06-30	-29.89	-60.85	-13.60	-37.64	3.10	3.08	3.11	2.79
2015-04-15	2015-06-30	3.76	2.07	-133.51	-88.85	1.49	1.66	1.03	1.79
2016-04-15	2016-06-30	-7.40	-14.67	17.29	8.22	0.57	0.07	0.96	0.91
2017-04-17	2017-06-30	15.23	7.87	38.43	20.58	0.14	-0.59	0.75	0.82
2018-04-17	2018-06-30	-17.56	-28.18	-0.21	-6.37	1.83	1.64	1.84	0.62
2019-04-17	2019-06-30	-16.84	-23.72	-7.27	-1.93	1.55	1.46	1.49	1.18
2020-04-17	2020-06-30	26.40	26.44	95.07	94.35	-1.95	-1.88	-1.75	-0.41
2021-04-16	2021-06-30	-8.63	-4.02	-7.31	-13.66	0.97	0.91	0.99	0.95
变动均值		-4.39	-11.86	1.69	0.57	0.99	0.89	1.03	1.17
变动中位数		-7.97	-9.35	-3.74	-4.15	1.23	1.19	1.01	0.93

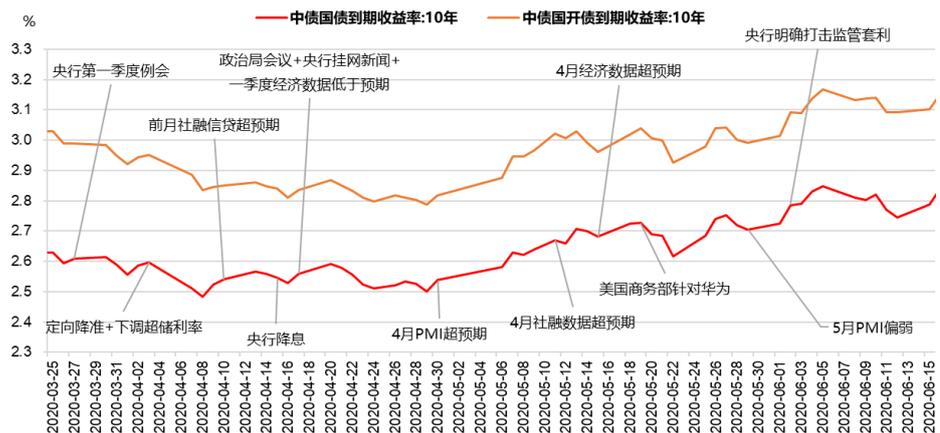
资料来源：Wind，天风证券研究所

从疫情角度考虑，当前宏观图景、政策诉求与 2020 年一季度末、二季度初有相似之处，4 月 13 日国常会<sup>14</sup>提到“鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率”，也与 2020 年 4 月 21 日国常会要求的“提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率，促进加强对小微企业的金融服务”类似。

串联细节，究竟是巧合，还是历史的重演？我们首先对 2020 年二季度债市进行复盘。

#### 4.1. 2020 年二季度行情怎么看？

图 24：2020 年二季度债市行情

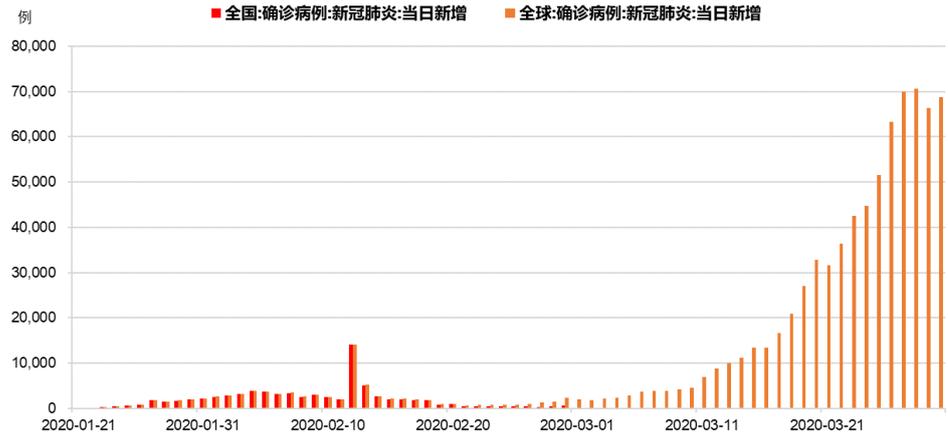


资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年二季度债市行情构筑在疫情动态清零与政策稳增长、宽信用诉求之下，其中疫情得到有效控制是前提。

<sup>14</sup> [http://www.gov.cn/premier/2022-04/13/content\\_5685114.htm](http://www.gov.cn/premier/2022-04/13/content_5685114.htm)。

图 25：2020 年一季度末国内疫情已经得到有效控制



资料来源：Wind，天风证券研究所

市场对疫情的认识是逐步加深的过程。3 月以来全球疫情大规模爆发，全球经济有同步下行风险，货币政策宽松预期下，债市利率持续下行。

到 3 月末，央行召开第一季度例会<sup>15</sup>，要求“下大力气疏通货币政策传导，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度”。

4 月 3 日央行定向降准，同时降低超储利率，意图在于“引导商业银行以更优惠的利率向中小微企业发放贷款，扩大涉农、外贸和受疫情影响较严重产业的信贷投放，增强对实体经济恢复和发展的支持力度；央行将超额准备金利率由 0.72% 下调至 0.35%，可推动银行提高资金使用效率，促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业”，市场解读为进一步宽松的价格信号，实际是进一步宽信用。

直到 4 月 10 日公布 3 月社融信贷数据，显著回升且超市场预期，市场开始关注宽信用进展。4 月 15 日央行降息 20 个 bp，但情绪反转之下债市利率横盘波动。

4 月 17 日政治局会议<sup>16</sup>召开，肯定防疫和经济恢复进展后，稳增长效果初步体现，同时政策进一步加码：

“我国经济展现出巨大韧性，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，应对疫情催生并推动了许多新产业新业态快速发展。

以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。”

市场对此解读不一，毕竟政治局会议难得提到降准降息，此外一季度经济数据公布，略低于市场预期，债市继续横盘波动。

直到 4 月 PMI 公布，回到荣枯线以上，同时明确两会召开时间，稳增长、宽信用、宽财政正式全面拉开帷幕，债市利率全面进入上行阶段。

<sup>15</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3997340/index.html>。

<sup>16</sup> [http://www.xinhuanet.com/2020-04/17/c\\_1125871992.htm](http://www.xinhuanet.com/2020-04/17/c_1125871992.htm)。

图 26：10 年国债利率与 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：10 年国债利率与社融同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

在此期间，政策始终将稳增长放在最突出的位置，政府部门率先作为。

表 3：2020 年二季度国常会关于稳增长、宽信用的主要内容

日期	主要内容
2020-03-31	再提前下达一批地方政府专项债额度带动扩大有效投资，进一步强化对中小微企业普惠性金融支持措施。
2020-04-07	积极应对疫情影响努力稳住外贸外资基本盘；决定延续实施普惠金融和小额贷款公司部分税收支持政策。
2020-04-14	要求落实落细今年以来出台的支持企业政策措施，助力企业渡难关；部署采取有力有效举措促进高校毕业生就业；确定加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生扩内需；决定延续西部大开发企业所得税优惠政策。
2020-04-21	部署加大对贫困人口、低保人员和失业人员的帮扶保障力度；决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率，促进加强对小微企业的金融服务；明确帮助服务业小微企业和个体工商户缓解房租压力的措施。
2020-04-28	部署加快推进信息网络等新型基础设施建设，推动产业和消费升级。
2020-05-06	加大稳企业保就业力度，精准有力及时推出 8 个方面 90 项政策措施。
2020-06-17	引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘；要求加快降费政策落地见效，为市场主体减负。
2020-07-01	增强金融服务中小微企业能力允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2020 年二季度行情演绎说明：疫情出现拐点，政策形成合力，市场信心恢复，是央行启动货币政策正常化的三大前提，也是利率在降准降息中逐步回升的主要推力。

#### 4.2. 2021 年 12 月降准后行情有何借鉴？

我们在《央行降准透露那些重要变化？》一文中，提到，在 4 月降准以后可以对比借鉴 2021 年 12 月降准后市场走势：

我们不妨先回顾去年 12 月降准至今年 1 月间的债市走势。

去年 12 月 3 日，总理在会见 IMF 总裁时表示，将适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度。消息发出后，10 年国债收益率有所下行。

12 月 6 日，央行如期降准，10 年国债并未继续下行，而是有所反弹。事后观察，降准后资金利率并未下行，而是有所回升，是推动国债利率调整的直接原因。

12 月 20 日，LPR 报价降低，同时国股票据利率大幅下行至贴近零利率，10 年国债收益率再度下行。直至 12 月 30 日，易纲行长接受新华社采访，进一步释放宽信用信号，国内利率在元旦后震荡回升。

2022 年 1 月 17 日，央行宣布降息，利率加速下行。

1 月 24 日，央行召开 2022 年货币信贷工作会议，再度释放宽信用信号，伴随着资金利率和国股票据利率的调整，债市阶段性拐点出现。

图 28：去年 12 月降准后的 10 年国债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

对比可见，市场交易降息，但是央行并没有降息，反而是降准，靴子落地利率回升，随后市场进一步观察政策诉求和央行行为，在调降 LPR 后，市场国股票据利率走低，给出了市场需求弱，而政策力度偏低的组合，市场由此进一步交易衰退和降息，利率再度开始下探。

2021 年 12 月降准后利率走势表明：政策落地后，市场会关注政策效果和进一步发力情况，关注政策目的达成状态，一旦不及预期，利率仍有空间。

### 4.3. 后续债市怎么看？

疫情拐点，政策合力，市场信心，是当前债市三大关注点。

今年债券市场关键是稳增长中宏观杠杆的变化，这是今年震荡市的根本，至于震荡向上还是震荡向下，对应就是看稳增长的效果。

周末降准，周一数据和政策逐步落地，市场关注疫情拐点，关注政策进一步着力，关注市场自身信心是否恢复，所以债市由此展开调整。

那么这个调整是确定的拐点，类似于 2020 年 4 月，还是阶段是摇摆，类似于 2021 年 12 月？

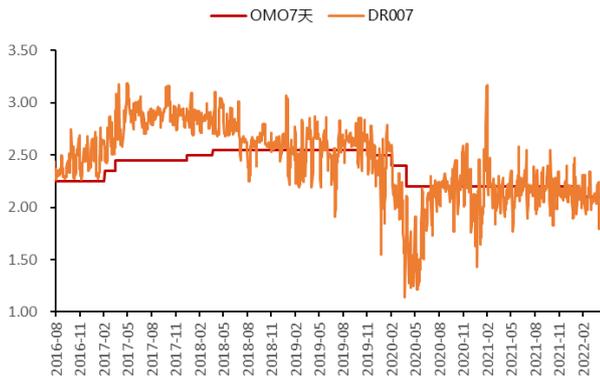
着眼当下，首先关注短端，资金利率会如何？

央行在 2021 年三季度货币政策执行报告中明确<sup>17</sup>，观察市场利率才是判断流动性松紧程度的科学方法。

3 月国内疫情防控明显收紧后，DR007 相对于 OMO7 天利率的向下偏离明显加大，过去两周平均的偏差幅度分别为 -19.6BP、-20.6BP。相较而言，2021 年 1-9 月，DR007 与 OMO7 天的平均偏离幅度仅为 -2BP。从上述角度观察，当前流动性一方面是合理充裕。另一方面此次降准对于流动性有增量支持，因此，对于资金面有正面作用，就看后续央行是否默许资金利率向下波动。

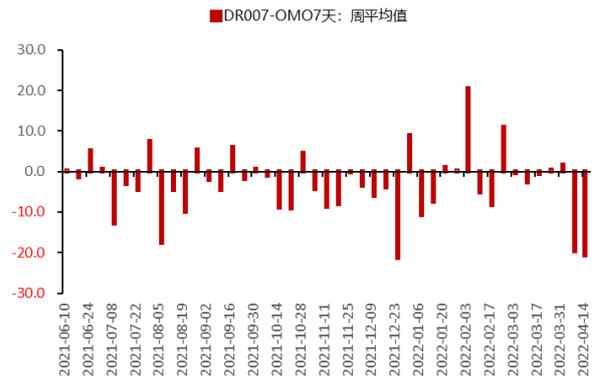
<sup>17</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4246985/4393892/2021111919371343936.pdf>

图 29：DR007 与 OMO7 天 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 30：DR007 与 OMO7 天利率偏离的周平均值 (BP)

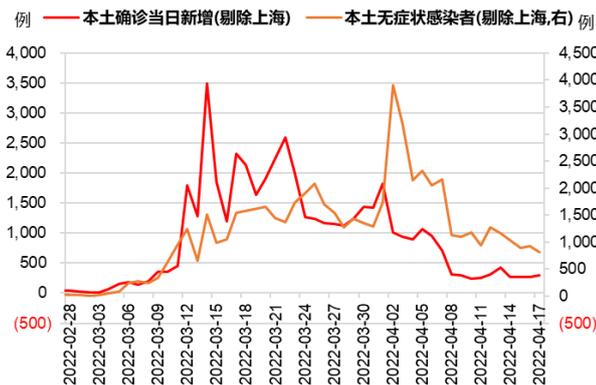


资料来源：WIND、天风证券研究所

其次关注疫情。

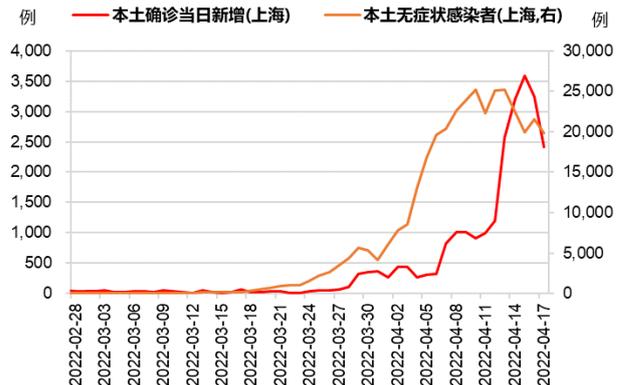
参考 2020，我们首要观察疫情走势，当前疫情拐点可能已经确认，这就意味着债市交易空间可能有限。剔除上海后，全国疫情走势在 3 月底、4 月初就已经出现拐点；上海本地疫情走势似乎也已经到达高点，当然后续可能是一个长尾。

图 31：剔除上海的疫情走势拐点出现在 3 月底、4 月初



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：上海本地疫情走势似乎也开始出现好转迹象



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，要观察货币以外政策运用，关注 23 条举措以及其他部门行动能否形成合力。

动态清零能否更加科学化？当动态清零总方针不变的情况下，政策可能还会有哪些举措？这是需要思考的。政策最终的目的是要提振经济，改变经济下行压力持续加大的局面，避免信贷塌方，挽回市场信心。

我们一方面要看到动态清零决心之下对经济的影响深远，另一方面也需要合理估计，政策对动态清零的决心有多大，稳增长力度就会有有多大。

《通知》下发明确的进一步政策信号，市场需要关注政策形成合力的可能，关注政府加杠杆与市场主体行为变化。

当然，今时不同往日，现在政策发力之后，政策能否顺利落地生根？市场主体在连续打击之后能否配合？市场信心能否逐步恢复？这是决定债市后续是否会有进一步压力的根本。

短期内，我们首先要看 20 日 LPR 是否调降以及调降幅度，如果 LPR 调降 10bp 且 5 年期 LPR 同步调降，政策宽信用力度无疑进一步上升；第二要看 4 月下旬国股票据利率走势，借以侧面观察实体融资需求和政策力度与效果，第三观察 PMI，借以观察市场主体信心。

如果上述方向均展现出积极宽信用倾向，债市需要谨慎应对。否则，债市可以维持参与，至少目前息票策略，城投杠杆是较优选择。

## 5. 小结

一季度 GDP 增速跌破潜在增速下限，一季度季调环比低于 2011-2019 年最低水平，31 个大城市调查失业率超过 2020 年疫情冲击，达到 6%。这说明经济不是风险而是衰退。

**全年经济目标岌岌可危，我们预计：**参考历史，3 月以来疫情反复对一季度影响约 1 个百分点，对二季度经济影响约 1.5 个百分点，拖累全年 GDP 增长约 0.7 个百分点，**静态测算下全年 GDP 同比约 4.8%。**

**经济目标是否会下修？**

从政策角度出发，经济增长的底线仍然需要维护，所以大概率还是两手抓：一手抓防疫，一手抓经济。今年政府工作目标有两个 5.5：一个是 GDP5.5 左右，还有一个是调查失业率控制在 5.5 以内。即使不考虑 GDP，从就业角度，特别是结合疫情影响最大的 2020 年，当年目标对于就业的要求是 6%，目前最新是 5.8%，预计后续还会进一步上升，从这个角度考虑，即使不考虑 GDP，政策对于经济增长和就业的诉求已经到达底线，难以进一步调整。

**经济承压，政策如何应对？**

当前经济的核心困扰在于疫情和防疫措施，政策想要统筹防疫和经济发展，跨周期和逆周期等宏观政策就需要更大的灵活空间。货币政策首当其冲，央行 23 条举措快速落地，当然**疫情冲击加大，三重压力之下，金融、财政、就业等政策几家抬也是规定动作。**

我们一方面要看到动态清零决心之下对经济的影响深远，另一方面也需要合理估计，政策对动态清零的决心有多大，稳增长力度就会有多大。

当然，今时不同往日，现在政策发力之后，政策能否顺利落地生根？市场主体在连续打击之后能否配合？市场信心能否逐步恢复？这是决定债市后续是否会有进一步压力的根本。

**参考历史，**一季度经济数据公布到二季度末，大部分年份债市利率有所下行。这个过程中有几个年份表现不佳，分别是**大熊市 2013 和 2017，大规模地方债冲击下的 2015，以及疫情冲击下的 2020。**其中，2020 年行情最值得注意，政策引导经济逐步走出疫情，货币政策加码宽信用，其他部门政策一旦形成合力，央行货币政策逐步正常化，4 月以后，债市利率开始反转上行。

**2020 年二季度行情演绎说明：**疫情出现拐点，政策形成合力，市场信心恢复，是央行启动货币政策正常化的三大前提，也是利率在降准降息中逐步回升的主要推力。

**2021 年 12 月降准后利率走势表明：**政策落地后，市场会关注政策效果和进一步发力情况，关注政策目的达成状态，一旦不及预期，利率仍有空间。

**疫情拐点，政策合力，市场信心，是当前债市三大关注点。**

周末降准，周一数据和政策逐步落地，市场关注疫情拐点，关注政策进一步着力，关注市场自身信心是否恢复，债市由此展开调整。

那么这个调整是否拐点信号，类似于 2020 年 4 月，还是阶段是摇摆，类似于 2021 年 12 月？

短期内，我们首先要看 20 日 LPR 是否调降以及调降幅度，如果 LPR 调降 10bp 且 5 年期 LPR 同步调降，政策宽信用力度无疑进一步上升；第二要看 4 月下旬国股票据利率走势，借以侧面观察实体融资需求和政策力度与效果，第三观察 PMI，借以观察市场主体信心。

如果上述方向均展现出积极宽信用倾向，债市需要谨慎应对。否则，债市可以维持参与，至少目前票息策略，城投杠杆是较优选择

最后还是要强调，二季度不乏机会，但是折腾也免不了。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com