

南京银行资金运营中心金融市场研究部，王丽君 任翌 刘怡庆

内容摘要：

宏观经济方面，3 月经济数据整体较弱，疫情对经济的影响逐步显现，其中对消费的冲击最为明显，对投资和生产的影响初步显现。从需求端来看，地产销售也呈现加速下行趋势，反映近期出台的放松政策效果有限。3 月消费增速大幅下滑为负增长，其中餐饮消费受疫情影响降幅较大，地产相关消费、汽车消费也降幅较大，显示在疫情快速传播下，居民预防性储蓄意愿再度提高，消费意愿走弱。3 月数据较为亮眼的是基建投资，在一系列稳增长政策的拉动下，基建投资增速上行至 10% 附近，略高于市场预期。从生产端来看，3 月生产增速有所回落，但煤炭开采、受基建拉动的黑色、有色金属冶炼生产增速有所提高。其余行业受疫情影响，存在供应链中断或无法复工复产的现象，生产增速均下滑，尤其以汽车行业最为明显。向后看，疫情对经济的影响仍然在持续，预计 4 月服务性消费继续下行，投资、生产也将会有明显的体现。

4 月以来，在季末时点过后资金面总体偏宽，短期资金利率与长期资金利率均有所下行。随着 4 月 MLF 降息落空以及降准幅度不及预期，货币政策宽松的博弈告一段落，偏宽的货币政策将会转稳。向后看，4 月为缴税大约，且 4、5 月同业存单到期压力不小，资金利率有一定的上行压力，但预期央行会在月末前加大净投放力度，流动性在阶段性承压后会维持不缺不溢。此外，国常会中也提及了更多结构性政策的内容，预期未来更多结构性政策将出台。

利率债策略方面，3 月下旬以来，收益率维持窄幅震荡。从基本面看，受疫情扩散的影响，4 月经济下行压力增大。但对于债券市场而言，目前基本面回落是短期的，对后续稳增长政策下经济持续修复的担忧仍然存在。货币政策短期内延续宽货币，但海外货币政策收紧的约束不断增强，物价也有一定上涨压力，货币政策继续宽松所面临的约束在增多。总体而言短期内货币环境较为宽松，利率上行风险有限，但进一步宽松不确定性较大且博弈空间有限，建议交易盘保持谨

慎，小幅参与、快进快出。从中长期看，疫情获将逐步控制、稳增长政策持续发力，同时物价也有一定上涨压力、境外机构需求减弱，可能带来利率拐点，建议关注中长期上行风险和配置机会。

目录

一、宏观经济走势：疫情冲击显现，物价有上行压力。	3
(一) 疫情影响显现，经济下行压力增大。	3
1、疫情和地缘冲突影响较大，关注中小企业经营压力。	3
2、供给冲击、需求收缩、成本上升、预期转弱压力有所加大。	5
3、疫情冲击显现，接触性服务业明显下降	6
(二) 疫情冲击消费，基建投资增速持续回升。	7
1、基建投资增速达到 10%以上，地产投资加速下滑。	7
2、地产投资增速下行至零附近，销售继续走弱。	8
3、消费增速大幅下滑至负增长，消费意愿继续走弱。	11
4、失业率大幅攀升，主要受疫情影响。	12
5、出口或受疫情干扰，进口大幅下行显示内需疲弱。	13
(三) 工业生产受疫情影响回落，上游采矿业生产加速。	16
(四) 能源、粮食价格上涨带动通胀上行，关注疫情影响。	18
二、流动性及货币政策：降准落地降息落空，货币政策转向中性	22
(一) 流动性回顾：二季度初资金面偏宽，各期限资金利率均下行。	22
(二) 金融数据：稳增长咬定青山不放松，金融数据柳暗花明又一村。	26
(三) 金融稳定：设立金融稳定保障基金，重视风险防范	28
(四) 全面降准：疫情超预期扰动下降准及时托底稳增长，但降准幅度不及预期。	29
(五) 下阶段货币政策展望：宽松货币政策告一段落，结构性政策仍可期。	31
三、利率债策略：货币政策宽松空间有限，保持谨慎。	32
(一) 利率债走势回顾。	32
1、收益率窄幅震荡，收益率曲线走陡。	32
2、隐含税率再度回落。	34

(二) 利率债影响因素分析。.....	35
1、经济增长受疫情冲击，消费、地产下行压力较大。.....	35
2、社融增速继续回升，居民信用扩张放缓。.....	36
3、货币政策小幅度降准，后续约束增强。.....	37
4、疫情冲击经济，预计5月初影响逐步减弱。.....	38
5、中美国债收益率倒挂，外资流出压力增大。.....	39
(三) 利率债策略：货币政策宽松空间有限，保持谨慎。.....	40

一、宏观经济走势：疫情冲击显现，物价有上行压力。

从经济前瞻指数来看，3月份制造业PMI为49.5%，比上月回落0.7个百分点，在连续4个月运行在50%以上后落入收缩区间。受国内多地疫情散发和地缘政治冲突等多方面因素影响，我国经济面临供给冲击、成本上升、需求收缩和预期转弱的压力有所加大，经济增速整体有所回调。政策层面，需强化就业优先政策，加强对中小企业的结构性支持力度，有效降低企业税费负担和融资成本；同时，应继续做好大宗商品保供稳价工作，缓解中下游企业成本上升压力，维持市场主体稳定。

图表 1 制造业 PMI 指数变动 (%)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2022-03	49.5	49.5	48.8	47.2	46.1	48.9	48.7	46.9	56.7	66.1	47.3	48.6	46.5	55.7
2022-02	50.2	50.4	50.7	49.0	45.2	47.3	50.9	48.6	54.1	60.0	48.1	49.2	48.2	58.7
变动	-0.7	-0.9	-1.9	-1.8	0.9	1.6	-2.2	-1.7	2.6	6.1	-0.8	-0.6	-1.7	-3.0

(一) 疫情影响显现，经济下行压力增大。

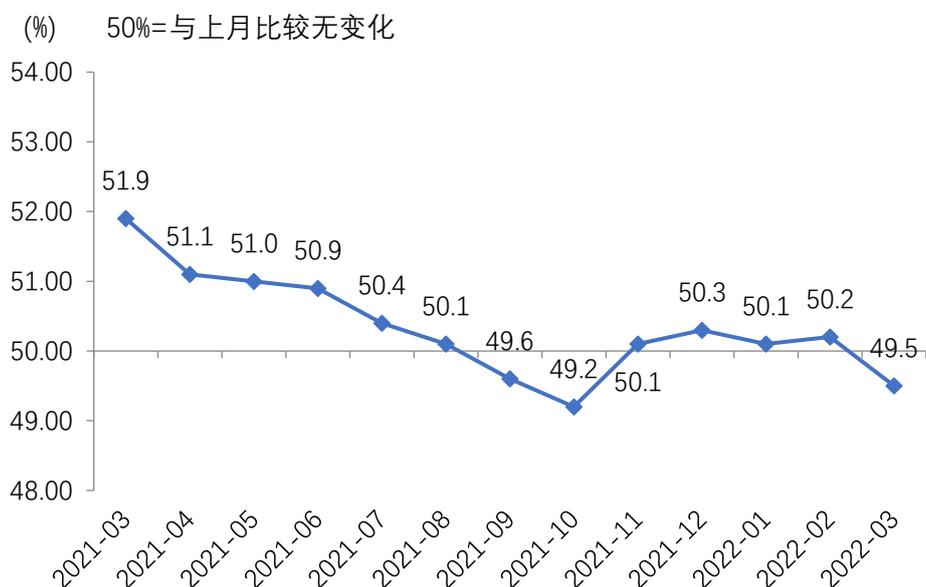
1、疫情和地缘冲突影响较大，关注中小企业经营压力。

3月份，制造业PMI为49.5%，较上月下降0.7个百分点，在连续4个月运

行在 50%以上后落入收缩区间。

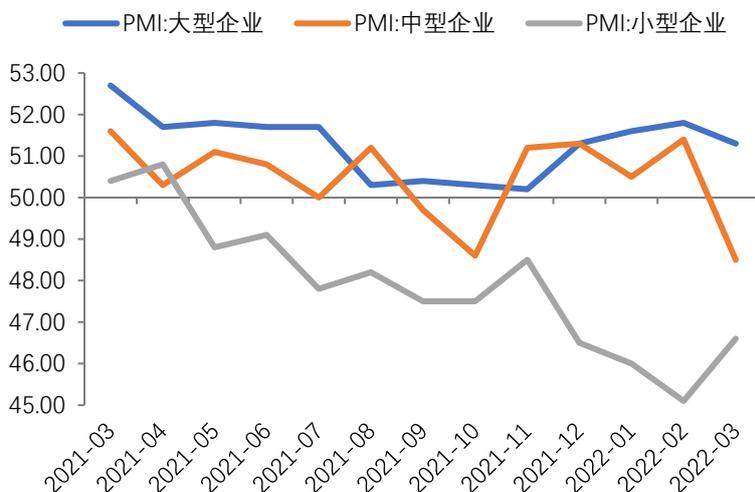
从行业情况看，基础原材料行业回升，对宏观经济有所支撑。基础原材料行业 PMI 为 49.5%，较上月上升 1.2 个百分点。供给方面，重要原材料和初级产品保供稳价相关政策取得较好成效，基础原材料行业生产指数较上月上升 3.9 个百分点至 50.1%。需求方面，国内制造业中下游行业对基础原材料需求整体稳定，同时地缘政治冲突导致部分国外需求向我国转移。基础原材料行业的新订单指数和新出口订单指数分别较上月上升 0.6 和 1.5 个百分点至 48.6%和 48.1%。装备制造业、高技术制造业和消费品行业的市场需求收缩均较为明显。装备制造业受地缘政治冲突和大宗商品价格上升影响较大，新订单指数和新出口订单指数均较上月下降超过 3 个百分点至 49%以下。高技术制造业的市场需求也明显收缩，其中新出口订单指数下降超过 6 个百分点，表明外部需求波动较大。消费品行业受疫情影响较大，新订单指数较上月下降超过 4 个百分点至 49%以下，新出口订单指数也较上月下降接近 4 个百分点。

图表 2 制造业 PMI 指数（%，季调）



从企业规模看，关注中小企业经营压力。2022年3月份，大、中型企业PMI分别为51.3%和48.5%，分别低于上月0.5个百分点和2.9个百分点，景气水平均有所下降。小型企业PMI为46.6%，比上月上升1.5个百分点，但仍低于临界点。能源、基础原材料等价格高位运行，疫情影响扩大，小企业经营所面临的压力仍然较大。

图表 3 制造业 PMI 指数 (%，季调)



2、供给冲击、需求收缩、成本上升、预期转弱压力有所加大。

从分类指数看，构成制造业PMI的5个分类指数均低于临界点。

供应链运行受阻，供给冲击压力增加。3月份，受国内疫情多点散发以及国际地缘政治冲突持续等短期因素影响，我国制造业供应链运行受阻，导致供给冲击压力增加。生产指数较上月下降0.9个百分点至49.5%，在连续4个月运行在50%以上后落入收缩区间，生产经营活动增速有所放缓。从行业来看，装备制造业、高技术制造业和消费品行业的生产指数较上月均有明显下降。

需求收缩压力上升，经济发展动力减弱。3月份，国内疫情多点散发直接影响到市场需求，地缘政治冲突和市场价格上升对国内外市场需求也有所抑制，结合来看，市场需求有所收缩，经济内生动力减弱。新订单指数较上月明显下降1.9个百分点至48.8%，在短暂回升至50%以上后再次回落至收缩区间。新出口订单指数为47.2%，较上月明显下降1.8个百分点，结束了两连升走势。

原材料价格高涨，企业成本压力加大。地缘政治冲突导致国际大宗商品市场波动，我国制造业相关原材料价格也快速上涨，购进价格指数较上月上升6.1个百分点至66.1%的高位，企业调查显示，反映原材料成本高的企业比重较上月上升2.6个百分点，连续2个月保持在60%以上。出厂价格指数为56.7%，高于上月2.6个百分点，出厂价格指数涨幅明显低于购进价格指数，压缩企业利润空

间。

进出口指数持续运行在临界点以下。3月份，新出口订单指数为47.2%，比上月回落1.8个百分点，连续11个月运行在50%临界点以下。进口指数为46.9%，较上月回落1.7个百分点。地缘政治冲突和国外疫情持续扩散影响到国际市场上部分原材料产品的供给，我国进口相应有所减少。进口减少主要集中于装备制造业、高技术制造业和消费品行业，三大行业的进口指数均较上月明显下降。

短期因素仍在持续，企业预期转弱。当前国内疫情多点散发仍在持续，国际地缘政治冲突尚未得到实质性缓和，企业预期有所转弱。采购量也有所收缩。采购量指数较上月下降2.2个百分点至48.7%。生产经营活动预期指数较上月下降3个百分点至55.7%。但相比2021年四季度均值53.9%，当前生产经营活动预期指数仍处于较好水平，企业预期整体保持相对乐观。

3、疫情冲击显现，接触性服务业明显下降

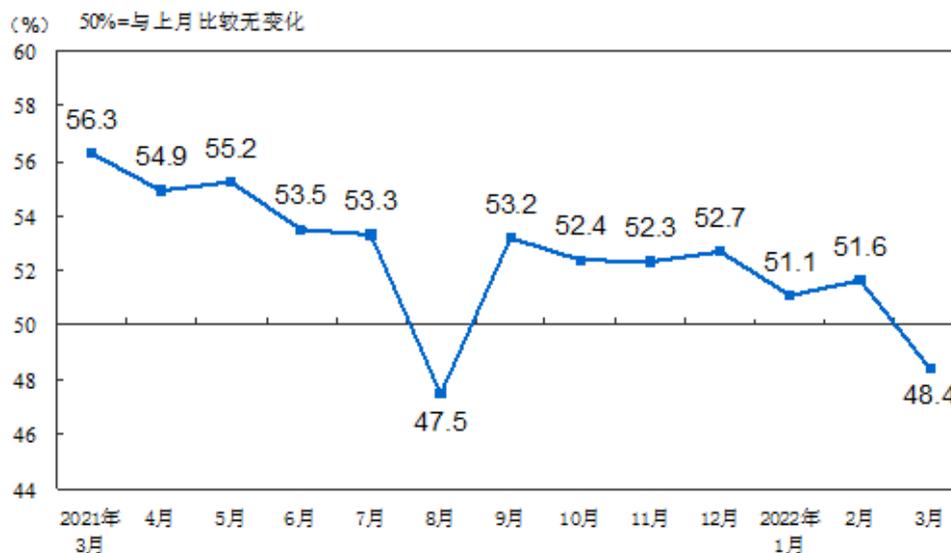
3月份，非制造业商务活动指数为48.4%，比上月下降3.2个百分点，疫情和地缘政治冲突影响下，非制造业景气度下降。

疫情影响较大，接触性服务业明显下降。2022年3月份，疫情蔓延较广，波及多个城市，对于实物消费和服务消费都产生实质性影响，对接触性服务业的影响更为直接，相关消费需求受到明显抑制。从行业数据变化看，交通运输、住宿餐饮、文体娱乐以及旅游相关行业的商务活动指数和新订单指数较上月均有明显下降。疫情的蔓延也进一步影响了上述行业就业和市场预期，从业人员指数和业务活动预期指数较上月均有不同程度下降。

建筑业保持活跃，投资稳增长作用较为稳定。建筑业商务活动指数较上月上升0.5个百分点至58.1%，连续2个月环比上升。为了促进投资发挥稳增长的关键作用，政府出台了多项政策措施和指引，并运用包括专项债和引入社会资本等多种手段保障投资建设的资金来源，为基础设施建设带来持续动力。同时，绿色建筑和装配式建筑也成为地方政府重点鼓励的方向，为建筑业发展带来新的增长点。

金融业活动稳定发力，助力实体经济发展。金融业商务活动指数较上月有所上升，连续 2 个月稳定在 60% 以上，表明金融业走势稳中趋升。今年以来，金融机构支持实体经济发展的方向十分明确。国务院金融委会议提出货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。国常会也提出要及时运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持信贷和社会融资适度增长。3 月金融业活动保持活跃预示着金融对实体经济的支持力度将继续显现。

图表 4 非制造业 PMI 指数 (%，季调)



(二) 疫情冲击消费，基建投资增速持续回升。

1、基建投资增速达到 10% 以上，地产投资加速下滑。

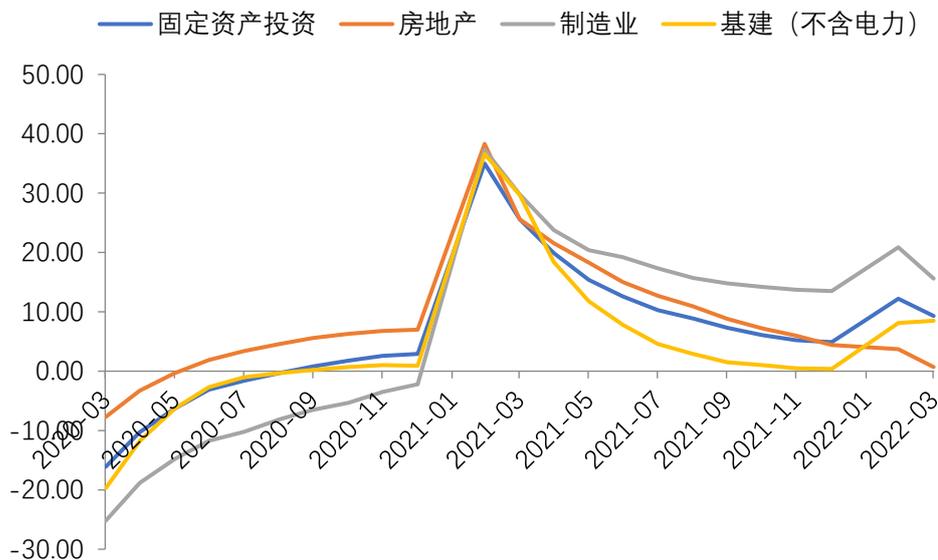
1-3 月固定资产投资累计同比增速为 9.3%，增速较前值（12.2%）下回升 2.9 个百分点，固定资产投资增速延续下行趋势，下行幅度较前值有所降低。

从绝对水平看，房地产、制造业和基建投资的累计同比增速分别为 0.7%（前值 3.7%）、15.6%（前值 20.9%），10.48%（前值 8.61%）。其中基建投资增速持续上升，较前值提高 1.9 个百分点，制造业投资和地产投资增速分别下滑 5.3、3 个百分点。

从当月增速来看，基建投资当月同比增速继续抬升至 11.79%，显示 3 月稳增长具有明显效果。制造业投资当月同比增速从 20.9% 下降至 11.9%。地产投资

当月同比增速从 4.4% 下降至 -2.4%，降幅较前值扩大，当月投资增速已经为负增长，显示地产投资加速下行。

图表 6 固定资产投资累计同比增速 (%)



受益于去年底以来的稳增长政策，财政支出力度逐步加大，今年一季度多个项目开工，对基建投资形成了有效拉动，一季度基建投资增速达到了10%以上。从行业来看，新老基建增速均有明显回升。具体来看，与2021年相比，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速从1.1%上升至19.3%，交通运输、仓储和邮政业累计同比增速从1.6%上升至9.6%，水利、环境和公共设施管理业累计同比增速从-1.2%上升至8%，增速反弹幅度均比较大。此外，高新技术产业固定资产投资额累计同比增速也在持续上升，从去年底的17.1%上升至27%，其中高技术制造业投资累计同比增速从22.2%上升至32.7%，高技术服务业累计同比增速从7.9%上升至14.5%。

2、地产投资增速下行至零附近，销售继续走弱。

2022年3月，房地产投资累计增速0.7%，较前值（3.7%）下降3个百分点。3月地产投资延续下行趋势，且下行速度进一步加快，房地产投资增速已经下行至零附近。

从各分项来看，除购地面积增速有所回升外，其余各分项均下行。其中销售和新开工增速下行幅度最大。销售累计同比增速从-9.6%下降至-13.8%，当月增速从-9.6%下降至-17.7%，降幅比较大。对新开工投资也形成拖累，新开工当月同比增速从-12.2%下降至-22.2%，累计同比增速从-12.2%下降至-17.5%。竣工的支撑继续减弱，当月同比增速从-9.8%下降至-15.5%。资金来源当月同比增速也从-17.7%下降至-23%，也受到销售回款放缓的影响。但购地面积增速有小幅回升，当月同比增速从-42.3%回升至-40.97%，受一季度多地地产政策放松影响，房地产企业拿地意愿有所回升。

图表 7 房地产分项当月同比增速 (%)

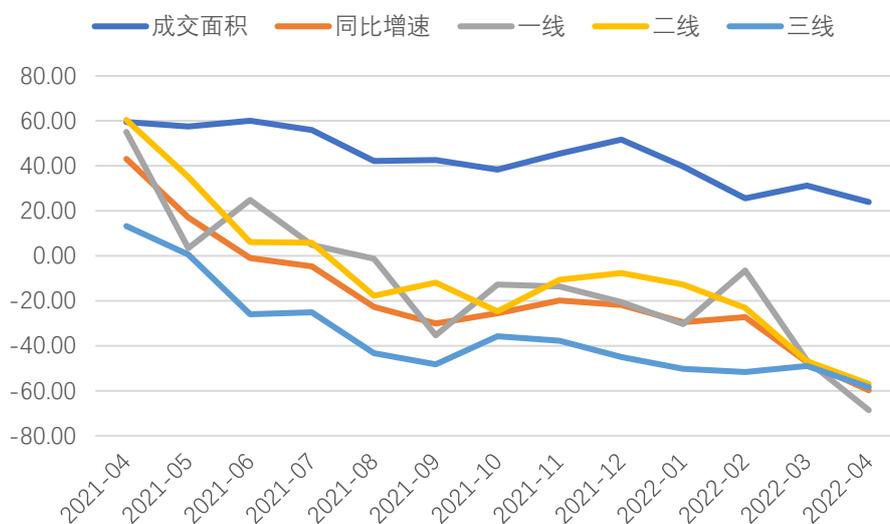
房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2022年3月	-17.70	-2.39	-22.24	-15.50	-23.00	-40.97
2022年2月	-9.60	3.70	-12.20	-9.80	-17.70	-42.30
变动	-8.1	-6.1	-10.0	-5.7	-5.3	1.3

图表 8 房地产分项累计同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2022年3月	-13.80	0.70	-17.50	-11.50	-19.60	-41.80
2022年2月	-9.60	3.70	-12.20	-9.80	-17.70	-42.30
变动	-4.2	-3.0	-5.3	-1.7	-1.9	0.5

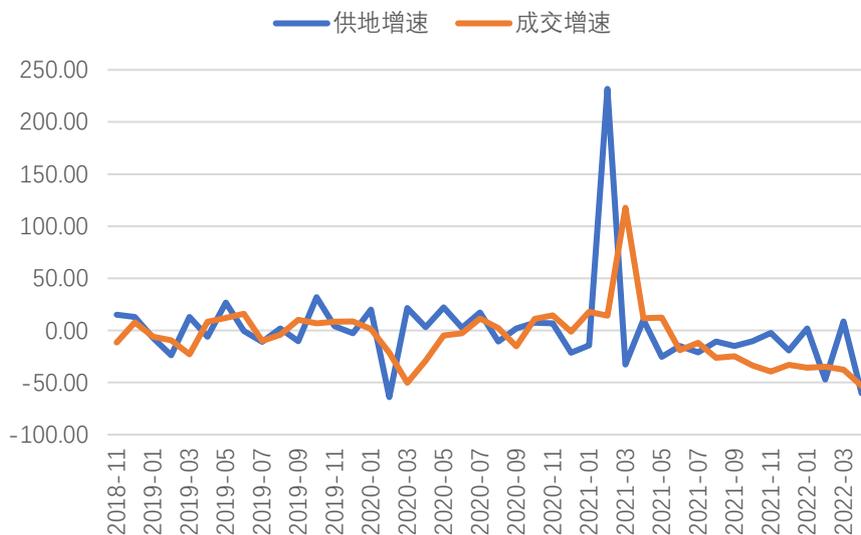
30大中城市地产销售数据显示，4月地产销售继续下滑，同比增速从-47.33%下降至-59.78%。尽管近期多个城市出台了房地产放松政策，但目前来看政策效果有限，地产销售仍然处于低迷状态，4月进一步下滑可能也受到疫情影响。其中一线城市下滑幅度最大，同比增速从-46.5%下降至-68.6%，二线城市同比增速从-46.84%下降至-56.95%，三线城市同比增速从-48.94%下降至-58.4%。

图表 9 30 大中城市日均成交面积同比增速 (%)



从土地成交情况来看，4 月土地市场成交持续下滑。4 月平均每周成交面积为 763 万平，较 3 月的 1283 万平下降，同比增速下降至-53%。供地面积下增速下降至-60%。从土地溢价率来看，3 月份短暂回升至 5%左右，4 月再度下滑至 0，房地产企业略有回暖的拿地意愿再次被疫情所影响。

图表 10 100 大中城市土地成交面积同比增速 (%)

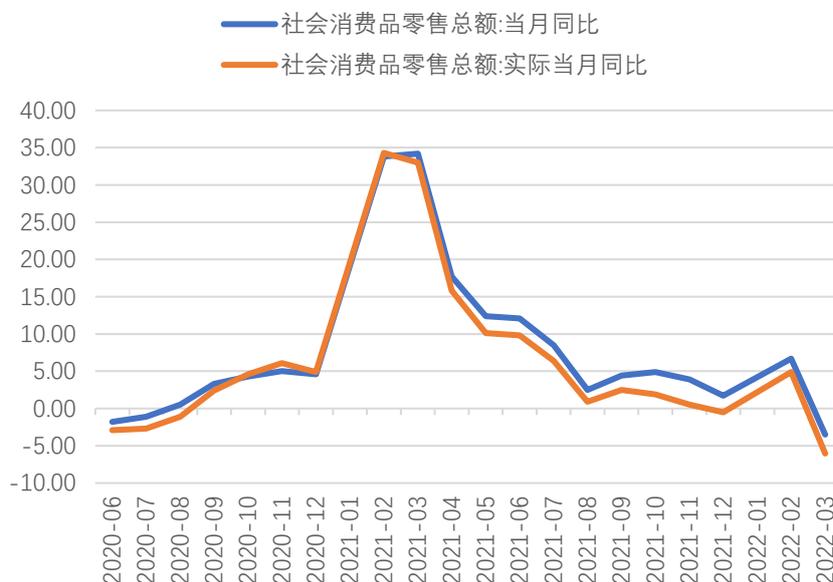


3、消费增速大幅下滑至负增长，消费意愿继续走弱。

3月当月消费同比增速为-3.5%，较前值大幅下降10.2个百分点，3月当月消费为负增长。实际当月消费增速从4.9%下降至-6%，降幅更大，显示3月消费受疫情的冲击较大。

从细项看，对3月消费形成拖累的主要有以下四点：一是疫情扩散影响，餐饮类消费增速大幅下滑，1-2月餐饮类消费短暂回升至8.9%，但3月以来吉林、上海疫情加重，餐饮类消费再度回落至-16.4%。与2020年疫情相比，当时餐饮类消费增速大幅下滑至-40%左右，而上海封城基本从4月开始，因此疫情对餐饮消费的影响尚未完全体现出来，4月预计继续下行。二是家电、家具、装潢等地产类消费。3月当月同比增速分别较前值下降17、2.8、5.8个百分点，其中家电可能受节假日消费挤出影响，但地产类消费整体呈现下滑趋势。三是汽车类消费，当月同比增速从3.9下降至-7.5%。四是石油及制品类消费，受油价从高位回落以及基数抬升影响，当月同比增速从25.6%下降至10.5%。

图表 11 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



从收入增速来看，2022年一季度收入增速继续下滑，且居民预期较为悲观，消费意愿持续下降。一季度城镇居民人均可支配收入增速从8.2%下降至5.4%，下降2.8个百分点。人均消费性支出增速从12.2%下降至5.7%，下降6.5个百分点。收入增速的下滑一方面受经济增速整体放缓影响，另一方面也与2021

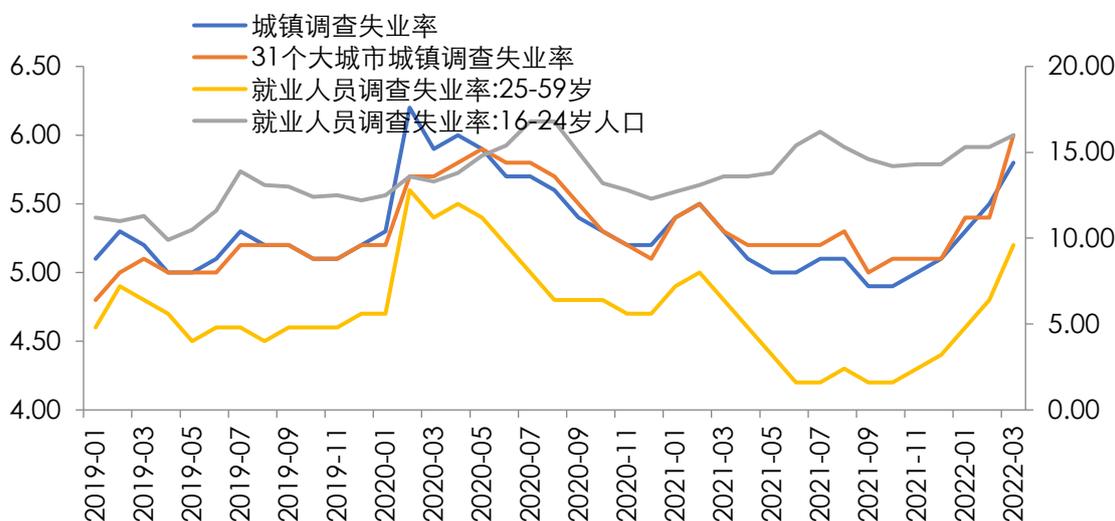
年一季度基数较高有关。从央行公布的储户问卷调查来看，一季度选择更多储蓄的占比明显上升，从51.8%上升至54.7%，高于2020年一季度的53%，储蓄意愿的大幅提高显示在持续的经济下行压力下，居民预防性储蓄需求上升，消费意愿继续走低。向后看，4月份疫情对消费的影响仍然持续，尤其是服务类消费受封城冲击较大，而日用品、食品类消费受囤货需求爆发影响，可能有所提升。

4、失业率大幅攀升，主要受疫情影响。

3月，全国城镇调查失业率5.8%，较2月继续提高0.3个百分点。31个大城市城镇调查失业率为6%，较前值大幅提高0.6个百分点。

从历史同期走势来看，在经历了春节期间的失业率上升后，3月失业率一般呈现下降走势。但今年失业率反而大幅攀升，主要是受到新冠疫情扩散的影响。而且31个大城市失业率上升幅度大于全国，也是与本轮疫情在一二线城市扩散更为严重有关。

图表 12 城镇调查失业率(%)



25-59岁群体人口调查失业率为5.2%，较2月提高0.4个百分点。16-24岁群体调查失业率为16%，较2月上升0.7个百分点。显示3月失业率的上升是全面的，各个年龄段均受到不同程度的影响。

从PMI指数看，3月PMI从业人员指数从49.2%下降至48.6%，企业生产经营活动预期指数从58.7%下降至55.7%；BCI企业招工前瞻指数从70.93%下降至

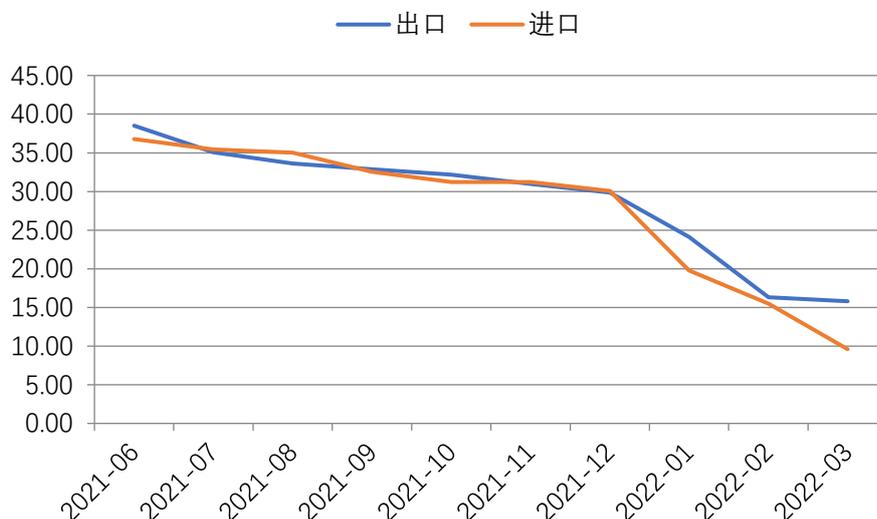
66.17%，显示在疫情清零政策的持续管控下，企业对前景较为悲观，用人需求持续下滑，预计4月失业率仍有进一步上升的压力。

5、出口或受疫情干扰，进口大幅下行显示内需疲弱。

(1) 出口保持韧性，但受疫情干扰可能加速下行。

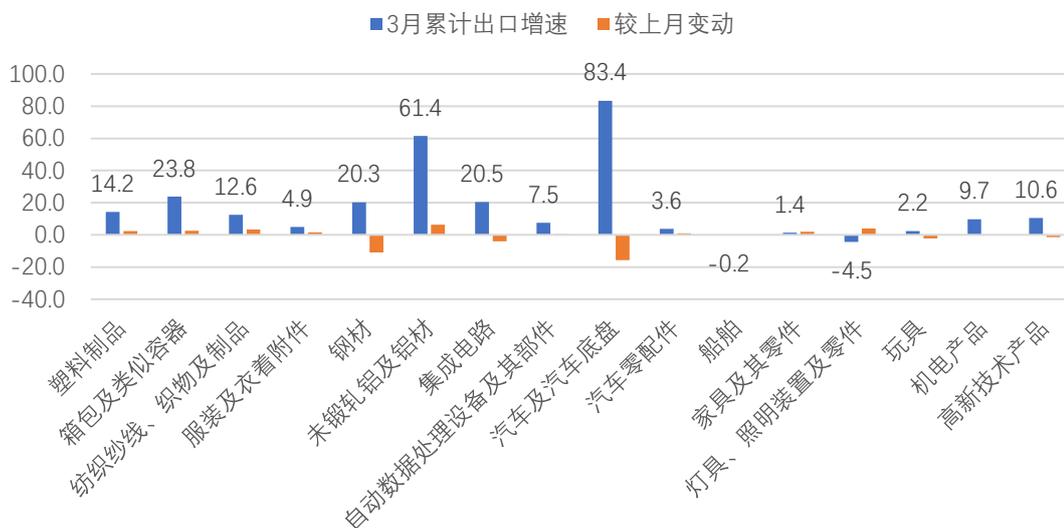
按美元计，3月份出口累计同比增速为15.8%，较前值降低0.5个百分点，略高于市场预期。当月出口同比增速为14.7%，较前值提高8.5个百分点。

图表 13 中国进出口累计增速（以美元计，%）



从出口产品类别来看，3月出口具有以下特点：一是出行类及防疫用品类出口增速持续回升，或受到各个国家陆续开放、出行限制减少的刺激。塑料制品、箱包类、纺织纱线分别累计同比增长14.2%、23.8%、12.6%，分别较上月提高2.3、2.6、3.4个百分点。二是电子产品类出口增速仍然较高，但边际开始下滑。集成电路、高新基数产品分别累计同比增长20.5%、10.6%，分别较上月降低3.9、1.5个百分点。三是上游部分工业品保持较高增速，未锻造铝及铝材累计同比增长61.4%，较上月提高6.25个百分点，可能仍然受到国际环保成本抬升的影响，国内产品具备成本优势。

图表 14 出口细分项累积同比增速 (%)



分地区来看，1-3月我国对印度、澳大利亚、俄罗斯、欧盟出口增速最高，增速均在25%以上，分别为28.3%、27.3%、25.9%、23.3%。其中对澳大利亚、欧盟出口增速继续提高，可能受疫情管控放开后，外出类产品需求回升影响。对俄罗斯出口增速下降15.6个百分点，主要受3月俄乌战争爆发的影响。对美国出口增速小幅回升2.9个百分点，而从美国密歇根大学消费者信心指数来看，2022年以来持续下滑，显示其内需走弱。但美国从我国出口仍然保持较高增速，或因其国内产业链修复尚需时间。

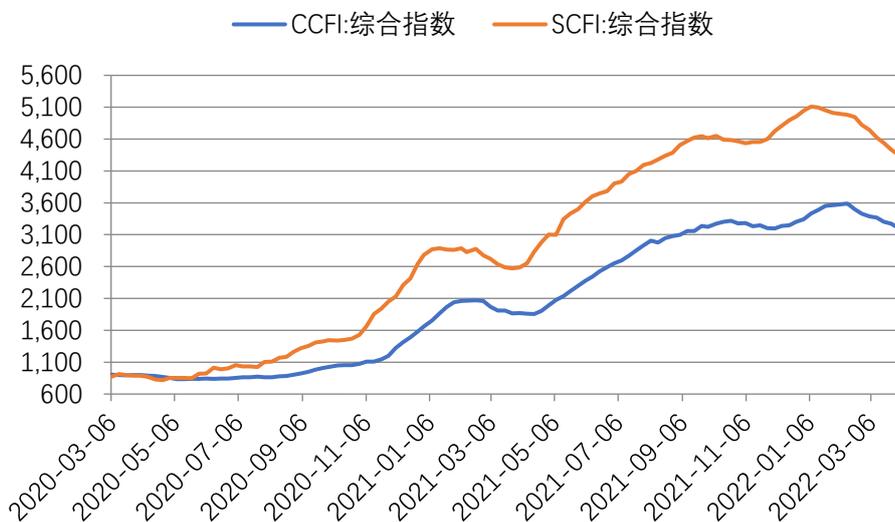
从出口集装箱指数看，自2月中旬份以来，中国出口集装箱运价指数（CCFI）和上海出口集装箱运价指数（SCFI）均从高位回落，显示运力紧张有所缓解，出口需求或开始下滑。从下行幅度和时间来看，目前指数已经持续下跌2个月，较高点下行约15%，与前两年相比，下行时间较长。

从海外需求来看，3月美国和欧洲制造业PMI下行幅度均比较大。美国制造业PMI从58.6%下降至57.1%，欧元区制造业PMI从58.2%下降至56.5%，显示随着各类补贴政策的退出，海外需求正在逐步走弱。

整体而言，2022年出口增速延续下行趋势，出口累计增速从去年的30%左右逐步下降至15%附近。向后看，高频数据显示主要出口国如欧盟、美国的需求继续走弱，出口运价指数持续下行，预计出口增速将会继续走弱。同时，近期国内疫情管控措施也对产业链、供应链形成较大的干扰，从而对出口也形成拖

累。后续关注疫情对我国生产端的影响程度，若恢复较慢可能加速出口下行。

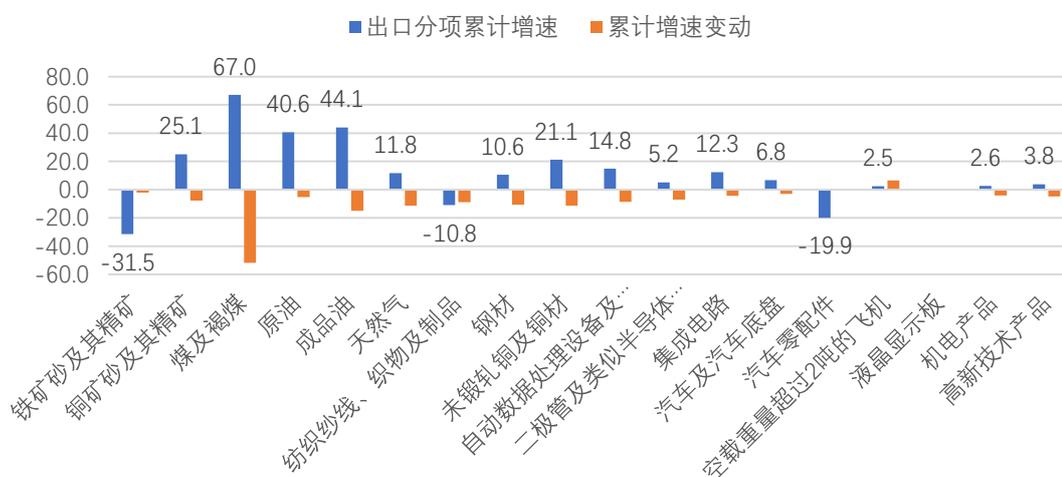
图表 15 集装箱运价指数走势



(2) 内需疲弱、价格下行共同拖累进口。

按美元计，3月进口同比增速9.6%，较上月降低5.9个百分点，当月同比增速由正转负，从10.4%下降至-0.1%，进口大幅低于市场预期。

从进口产品类别看，3月出口较弱主要是以下几点原因：一是能源类进口增速下降。1-3月煤炭、原油、成品油仍然保持较高增速，进口累计增速分别为67%、41%、44%，但较前值均有所回落，尤其是煤炭进口增速下降约52个百分点，原油和成品油分别下降5、15个百分点。能源类产品进口增速的下降一方面与国内煤炭供应增加有关，另一方面也受3月中下旬能源价格下跌的影响，波罗的海干散货指数3月中旬以来持续下跌。二是其余各类产品的进口需求均回落，显示国内需求较为疲弱。如钢材、铜材以及高新技术产品类，进口累计增速均回落2~10个百分点左右。具体而言，上游原材料铁矿石、铜矿沙进口增速分别下降2.1、7.8个百分点，钢材、铜材下降10.6、11.4个百分点，集成电路、高新技术产品增速下降4.3、4.8个百分点。

图表 16 进口细项金额同比增速 (%)


(3) 贸易顺差季节性降低，后续汇率存在贬值压力。

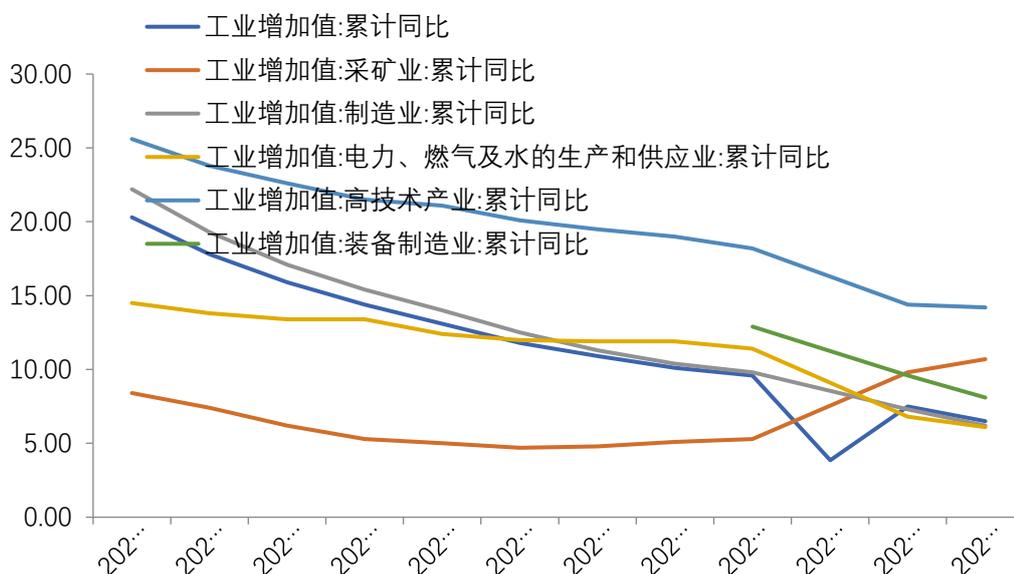
按美元计，3月我国贸易顺差为474亿美元，贸易顺差较上月扩大，但较1-2月贸易顺差均值（580亿美元）下降。从往年数据来看，3月贸易差额下行具有一定季节性规律，或受到1-2月春节前密集出口挤压的影响。

随着出口增速的下行，经常项目下贸易顺差金额预计也将逐步降低，叠加资本项下资金流出压力的增大，汇率贬值的压力在逐步增大。近期随着美债收益率上行至2.7%以上，中美利差快速缩窄，部分期限出现倒挂，使得外资流出压力逐步增大。向后看，随着出口增速的持续下行，贸易项下顺差对汇率的支撑也将减弱，人民币具有一定贬值压力。对于国内货币政策而言，海外收紧的影响力度增大，独立性或受到一定影响。

(三) 工业生产受疫情影响回落，上游采矿业生产加速。

1-3月份，规模以上工业增加值同比增长6.5%，较前值（7.5%）回落1个百分点。受3月疫情影响，多数行业生产均有所放缓，但由于能源类价格高位、供给短缺，上游采矿业生产加速，累计同比增速从9.8%上升至10.7%。

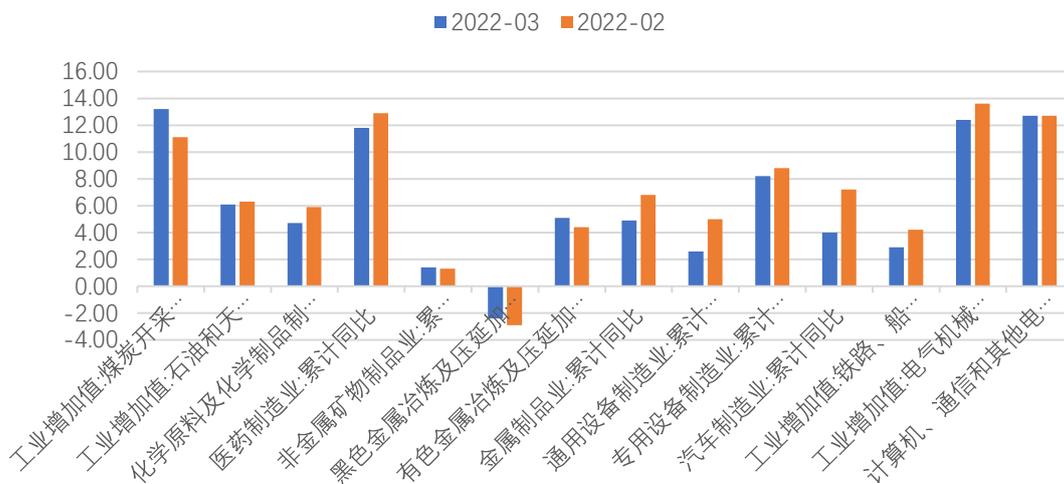
图表 17 规模以上工业增加值累计同比增速



从当月同比增速看，3月采矿业增速明显上升，从9.8%上升至12.2%，主要受煤炭生产旺盛拉动。其他行业当月同比增速均下行，其中高技术产业受影响较小，当月同比增速下滑0.6个百分点至13.8%；制造业和电力燃气及水的生产供应业下滑幅度较大，分别较上月降低2.9、2.2个百分点。

从行业看，3月生产加速的一是煤炭行业，二是黑色、有色金属冶炼，或受基建投资拉动。具体来看，煤炭开采行业累计增速从11.1%上行至13.2%，黑色金属冶炼累计同比增速从-2.9%上升至-2.4%，有色金属冶炼累计同比增速从4.4%上升至5.1%，非金属矿物制品业累计同比增速从1.3%上升至1.4%。下游的设备制造业、汽车制造业增速均有所下行，其中汽车制造业增速下行幅度最大，可能受疫情扩散、供应链中断的负面影响。具体而言，金属制品、通用设备、专用设备累计同比增速分别下行1.9、2.4、0.6个百分点，汽车制造业累计同比增速从7.2%下降3个百分点至4%。

图表 18 规模以上企业工业增加值累计同比增速（分行业，%）

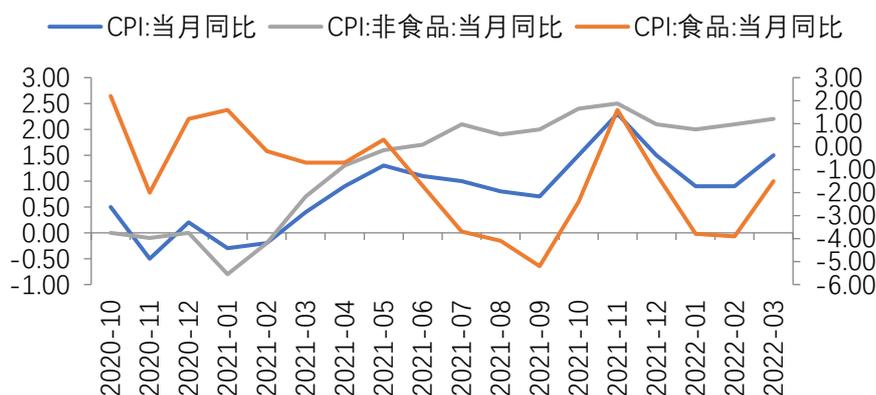


(四) 能源、粮食价格上涨带动通胀上行，关注疫情影响。

1、受疫情和国际大宗商品价格上涨影响，CPI 涨幅扩大。

3 月 CPI 同比上涨 1.5%，较上月提高 0.6 个百分点，环比与上月持平。其中，食品价格环比下跌 1.2%，价格由涨转跌；非食品价格环比上涨 0.3%，继续保持上涨趋势。

图表 19 CPI 变化趋势 (%)



从食品环比增速看，受疫情及国际粮食价格上涨影响，3 月粮食、食用油、鸡蛋类环比上涨，猪肉价格继续下跌。具体来看，受节后消费需求回落及供给充足等因素影响，猪肉价格环比下降 9.3%，鸡肉、鸭肉、牛肉、羊肉、水产品和鲜果价格降幅在 1.0%—2.3%之间。受国际小麦、玉米和大豆等价格上涨及国内疫情影响，面粉、食用植物油、鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 1.7%、0.6%、0.4%和 0.3%。

从同比增速看，粮食、蛋类同比增速上升幅度较大，前者从 1.5% 上升至 2%，后者从 2.6% 上升至 7%，猪肉价格同比增速仍然处于低位，从 -42.5% 小幅回升至 -41.4%。

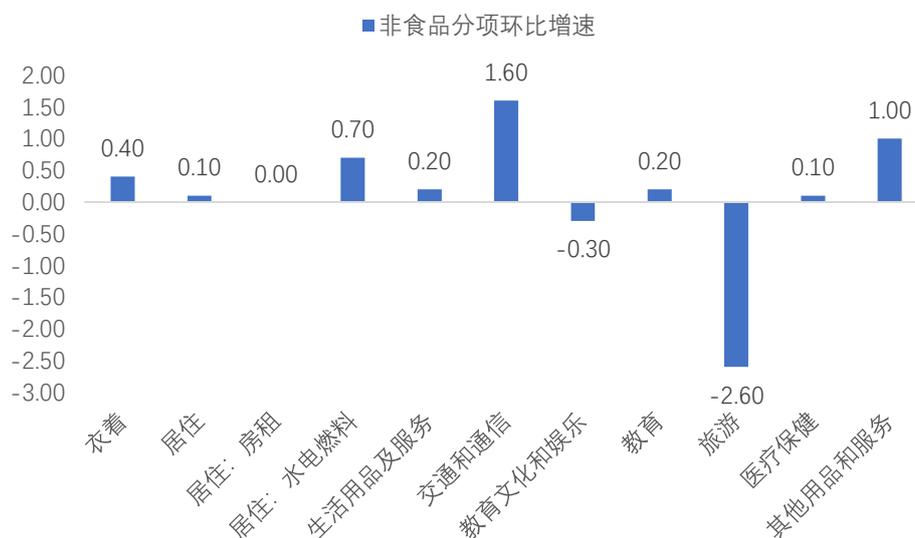
从高频数据看，猪肉价格仍然处于下降趋势，但下降速度有所放缓，4 月以来受疫情影响小幅上涨。农业部重点监测的蔬菜价格环比下跌，但水果价格有所上涨。

2、非食品：能源类价格继续上涨，旅游价格下跌。

非食品价格环比上涨 0.3%，继续保持上涨趋势，但增速较上月回落 0.1 个百分点。同比增速从 2.1% 上升至 2.2%，主要受能源价格上涨带动。

从分项看，3 月份上涨最多的主要是受能源价格推动的两类，一是交通和通信，环比上涨 1.6%，涨幅较上月进一步扩大；二是居住项下的水电燃料，环比上涨 0.7%，较上月大幅提高 0.1 个百分点，主要受俄乌战争局势下天然气价格涨幅较大影响。降幅较大的主要是旅游类，环比下跌 2.6%，节后需求回落叠加疫情影响，飞机票、电影及演出票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降 10.0%、7.6%、3.5% 和 2.6%。

图表 20 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）

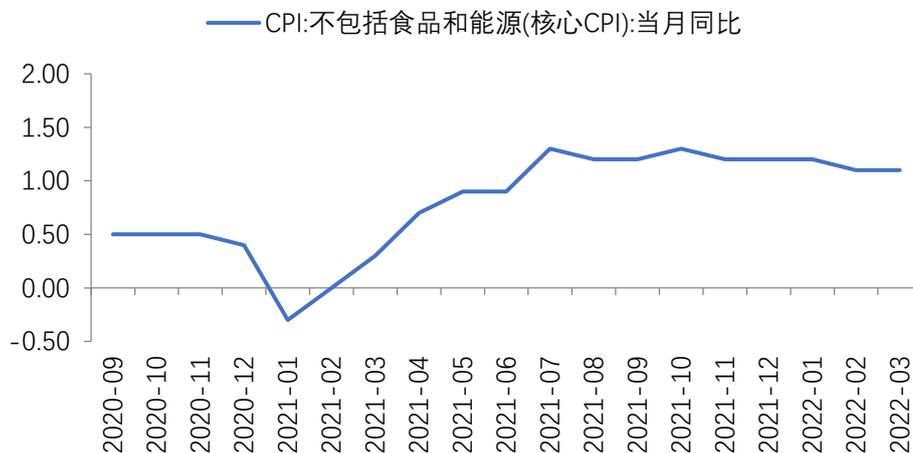


3 月份扣除食品和能源的核心 CPI 环比下跌 0.1%，增速降低 0.3 个百分点，同比增速 1.1%，与上月持平。

CPI 非食品分项中除能源外，受疫情散发影响，旅游类价格环比下跌较多，

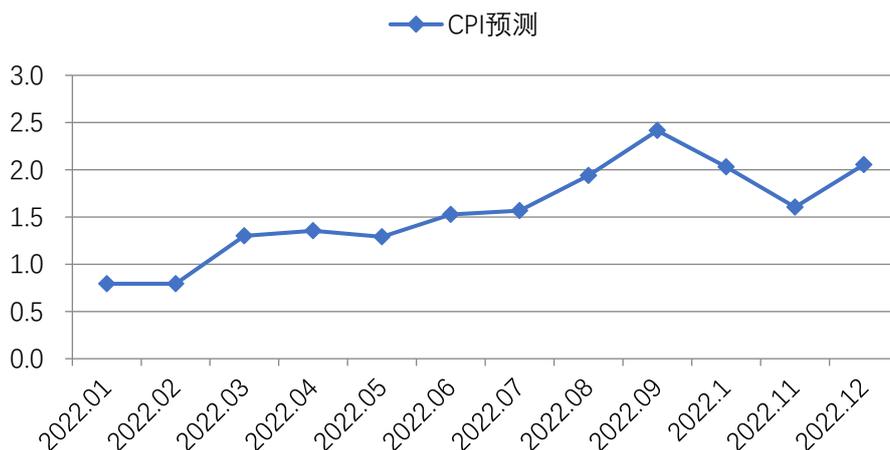
对核心CPI形成拖累，3月环比下跌0.1%。向后看随着能源价格向下游的传导以及国内产业链中断对生产的干扰，核心CPI有一定上行压力。

图表 21 CPI（不包括食品和能源）同比增速



对CPI后续走势进行测算，随着基数逐步回落，预计后续CPI逐步上行。3月已经上升至1.5%，后续随着新一轮猪肉价格上涨周期的开始以及能源价格的向下传导，预计CPI持续上行。从测算结果来看，二季度预计在1.5%附近，三季度可能上升至2.5%。

图表 22 CPI 走势预测 (%)

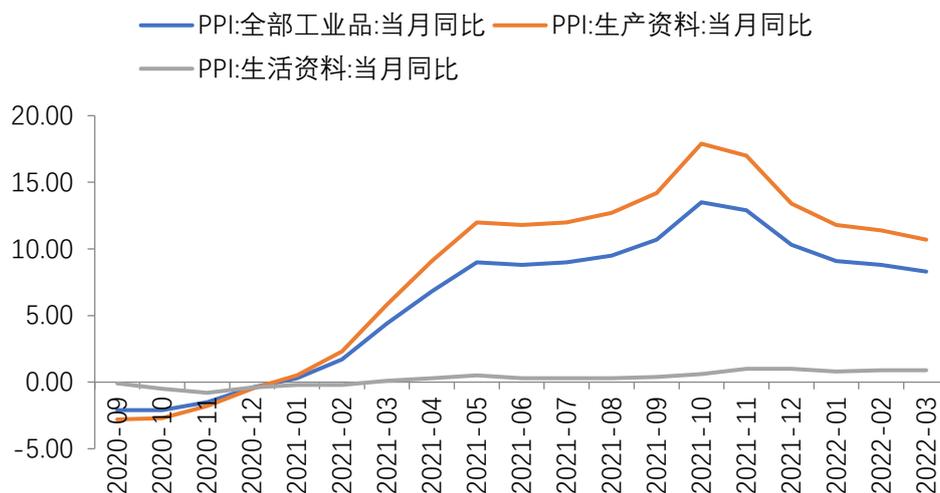


3、5) PPI继续下行，但环比增速扩大。

3月PPI同比上涨8.3%，较上月降低0.5个百分点；环比增速继续扩大，从0.5%上行至1.1%，其中中上游价格的涨幅较为明显，采掘工业和原材料工业分

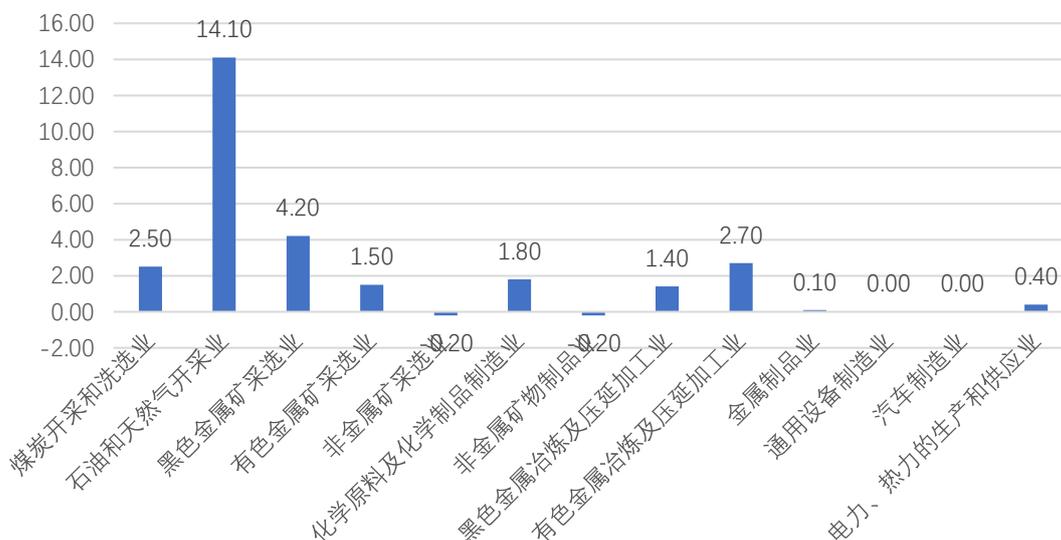
别环比上涨4.8%、2.9%，涨幅均有所扩大，主要受俄罗斯和乌克兰地缘冲突加剧的影响下，全球大宗商品价格上涨带动。生活资料价格环比上涨0.2%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，显示中上游原材料价格的上涨正在向下游传导。

图表 23 PPI 及分项走势



从PPI分项来看，3月除水泥之外，其余工业品价格多数环比上涨。其中能源类的石油和天然气、煤炭涨幅较多，分别环比上涨14.1%、2.5%，涨幅较2月进一步扩大。带动下游的化工制品类也环比上涨1.8%。受基建发力拉动，黑色、有色金属类也环比上涨。黑色、有色金属采选分别环比上涨4.2%、1.5%；黑色、有色金属冶炼分别环比上涨1.4%、2.7%。下游的金属制品、通用设备、汽车制造业价格基本与上月持平。

图表 24 PPI 分项当月环比增速 (%)



从同比增速看，煤炭（53.9%）、石油（47.4%）同比增速仍然保持在高位，主要是受到俄乌战争石油禁运、以及相关工业品出口受限的影响。其余类工业品受基数抬升影响，同比增速大多下降。

从高频数据看，3月后能源类工业品价格大幅上涨，但随着俄乌冲突逐步缓解，原油价格从高位开始回落，预计后续能源类对PPI的拉动将逐步减弱。同时随着国内基建陆续施工，而供应端受到疫情干扰，相关工业品价格开始上涨，如焦炭、螺纹钢等。向后看，PPI的基数继续抬升，预计PPI同比增速延续下行趋势，但国内工业品价格开始上涨可能使得PPI下行速度放缓。

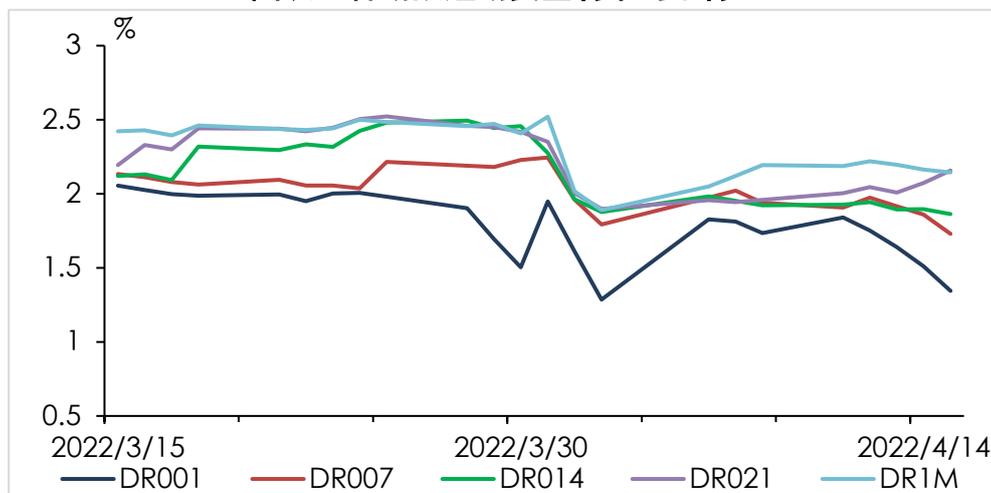
二、流动性及货币政策：降准落地降息落空，货币政策转向中性

（一）流动性回顾：二季度初资金面偏宽，各期限资金利率均下行。

二季度初，资金面整体偏宽，尽管公开市场操作总体表现为净回笼，但一季度末央行为稳定季末时点的流动性而加大了公开市场净投放，因此4月上半月资金利率并无上行压力。截至4月15日，央行累计开展10期逆回购操作，投放金额1100亿元；1期MLF操作，投放金额1500亿元（续作量与到期量相同），公开市场操作利息均未变化。

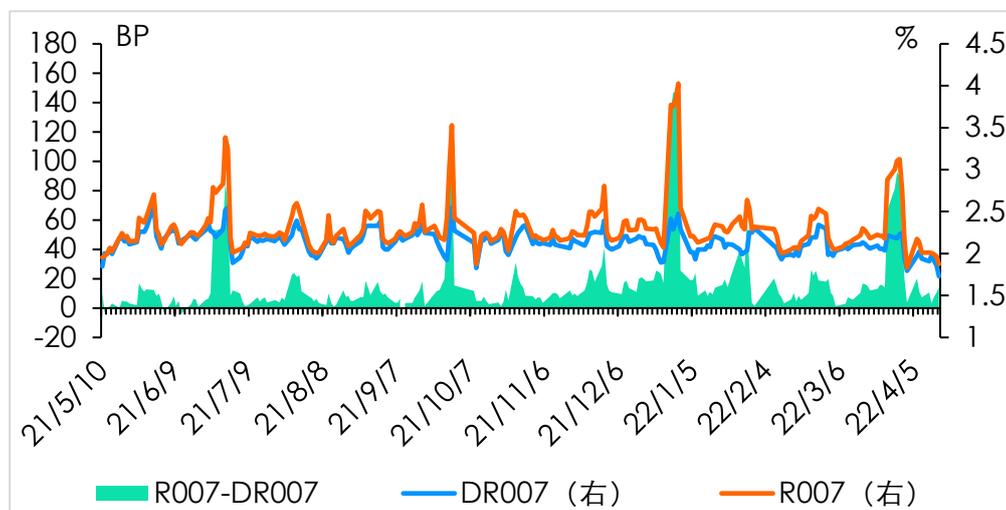
短期资金价格从季末回落后，多数时间处于2.10%的价格中枢以下。截至4月15日，DR001均值为1.64%，DR007均值为1.91%，DR014均值为1.92%，DR021均值为2.00%，DR1M均值为2.12%，DR3M均值为2.17%。

图表 各期限短期资金利率均下行



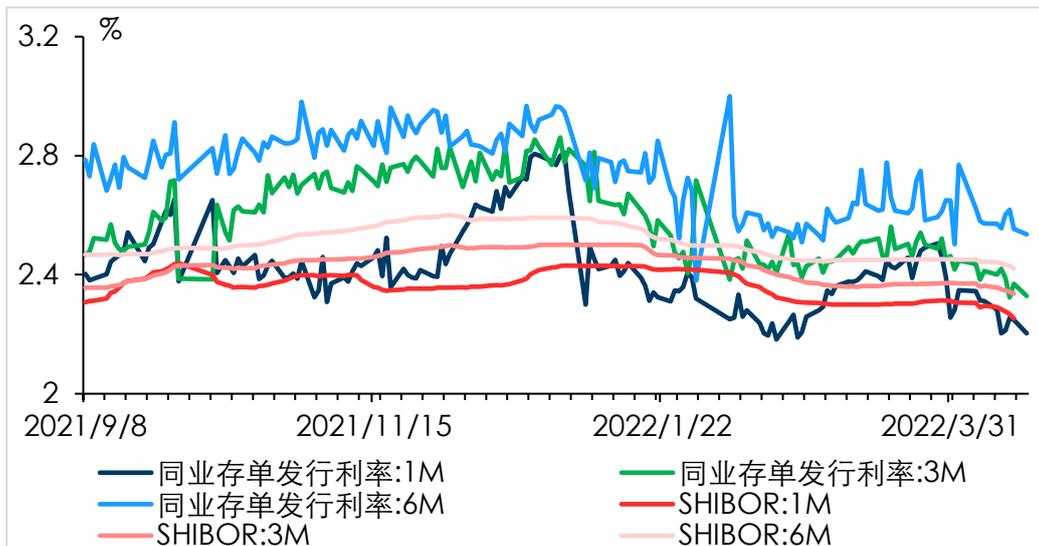
在资金面宽松的环境下，流动性分层自然也较小，无论是存款类金融机构或是非银机构在二季度初流动性压力都不大。截至4月15日，R007-DR007的均值为10.94bp，较3月的均值24.97下降不少。向后看，4月为缴税大约，在下半月流动性分层可能会边际上行。

图表 流动性分层较好



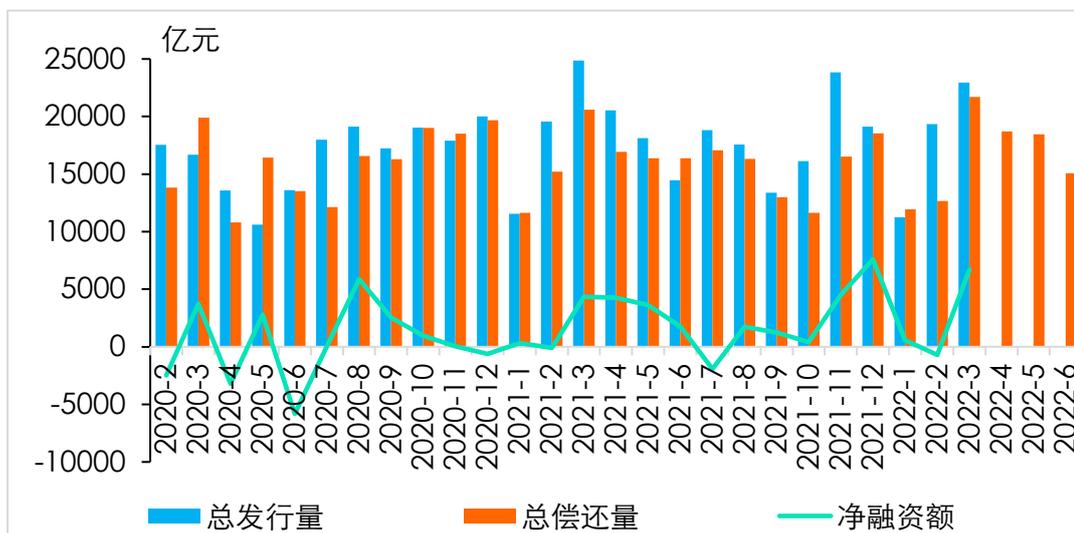
长期资金价格方面，同业存单发行利率显著下行，Shibor 利率小幅下行。具体来看，同业存单方面，至4月15日，同业存单各期限平均利率：1M为2.28%，3M为2.40%，6M为2.59%，分别较3月均值下行12bp、9bp和4bp；Shibor方面，截至4月15日，各期限平均利率：1M为2.29%，3M为2.36%，6M为2.44%，分别较3月均值下行2bp、1bp和1bp。

图表 长期资金价格中枢有所下降



向后看，4月与5月单月同业存单偿还量都超过了2.66万亿元，偿还压力不小，可能会给长期利率带来一定扰动。3月和4月MLF降息预期落空叠加税期扰动带来的影响，预计长期资金价格有一定上行压力。

图表 同业存单发行与到期情况（亿元）

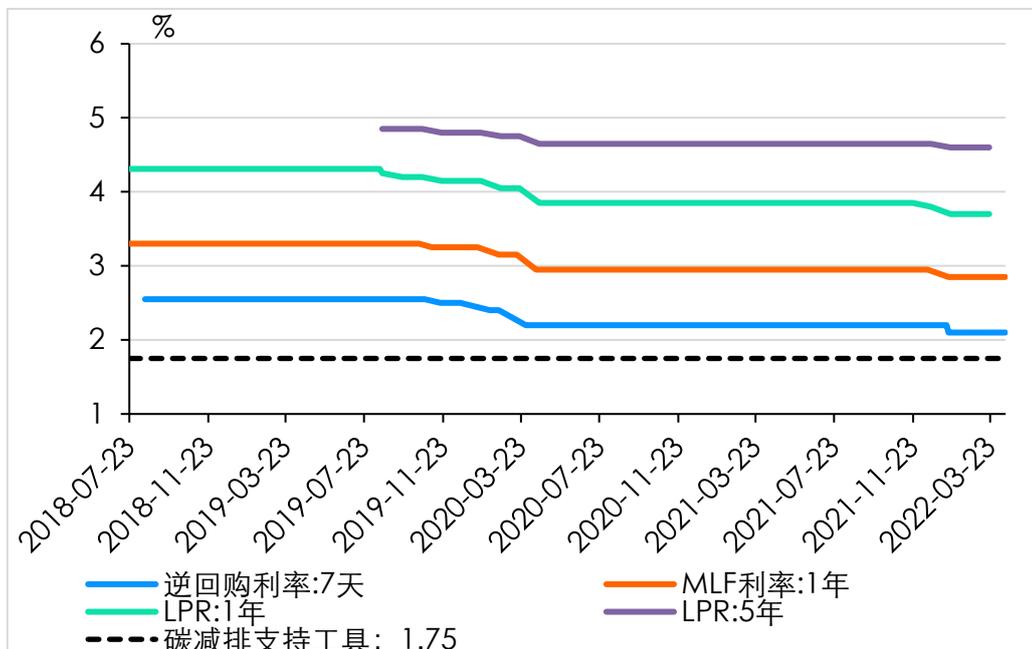


利率走廊方面，自1月央行调降中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点后，暂无其他变化情况。此前有部分机构认为4月是货币政策窗口期，可能会有降息操作，但目前预期已落空。

LPR方面，在年初1年期LPR下调10bp和5年期以上LPR下调5bp后也暂未变动。4月15日，央行宣布将于4月25日全面降准，因此本月20日LPR的

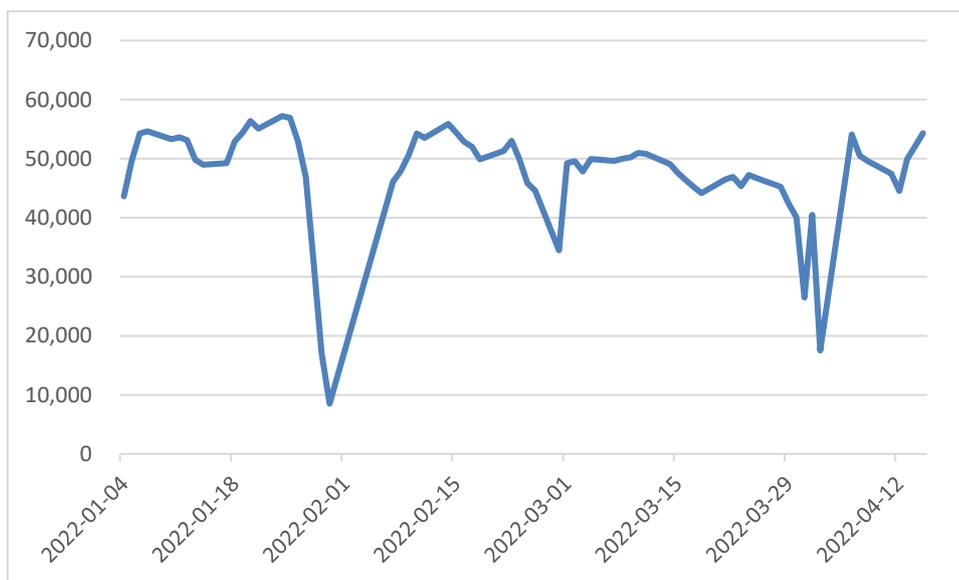
调降有一定概率。

图表 30 利率走廊变化 (%)



在季末流动性相对紧张的时点过后，债市杠杆水平有所反弹，剔除清明节前最后一个交易日（节假日前债市杠杆率普遍较低），4月以来银行间质押式回购成交量均值为4.92万亿元。向后看，4月为缴税大约，4月下半月资金利率有边际上行的压力，债市杠杆水平可能会小幅下行。

图表 31 银行间质押式回购日成交量 (亿元)

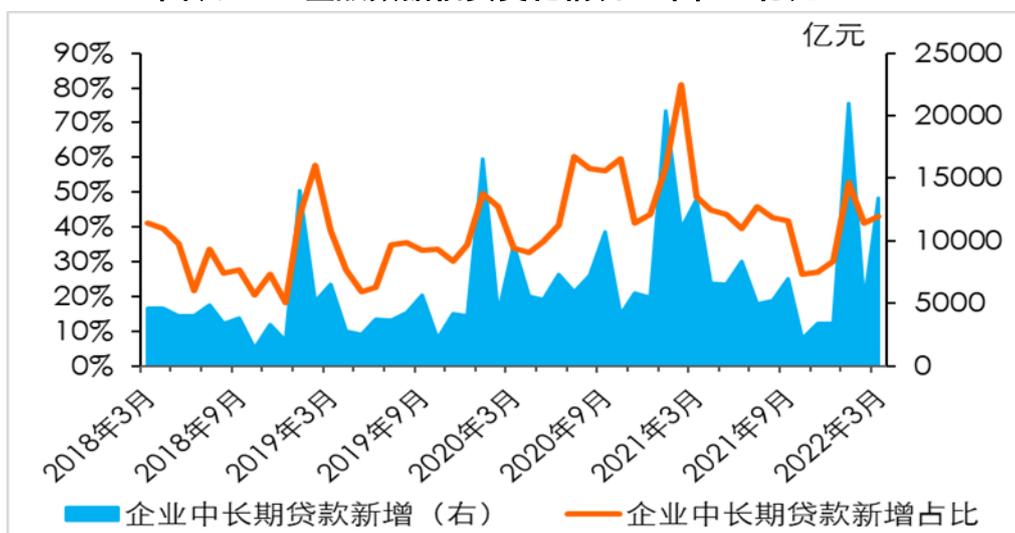


(二)金融数据:稳增长咬定青山不放松,金融数据柳暗花明又一村。

3月金融数据高于预期,在1月与2月金融数据的“热”与“冷”后,3月信贷数据总量表现较好,但结构上的边际改善仍有待观察。

从不同结构分项上来看,3月以来多地疫情反复对当地社会生活的正常运行产生一定影响,居民消费受到不可抗力的影响,短端贷款表现不佳;居民中长贷仍表现低迷,尽管3月以来多地房贷利率出现了下调以激发居民的合理购房需求,但疫情的反复客观上对于居民的购房行为也造成一定影响。此外,近期地产股的集体上行可窥探出市场对于地产上纠偏政策持续推出有所期待,后续地产是否边际好转仍有待观察。企业贷款短期贷款的新增量占比仍大,企业贷款结构边际改善的拐点尚未出现。前瞻性数据3月PMI显示在疫情影响下经济运行出现了回调,但国常会上李克强总理提出财政政策将纾困保市场主体、兜底就业,预计企业中长期贷款的新增情况长期向好。3月票据冲量的情况尚未得到改变。

图表 32 金融数据信贷变化情况(单位:亿元)



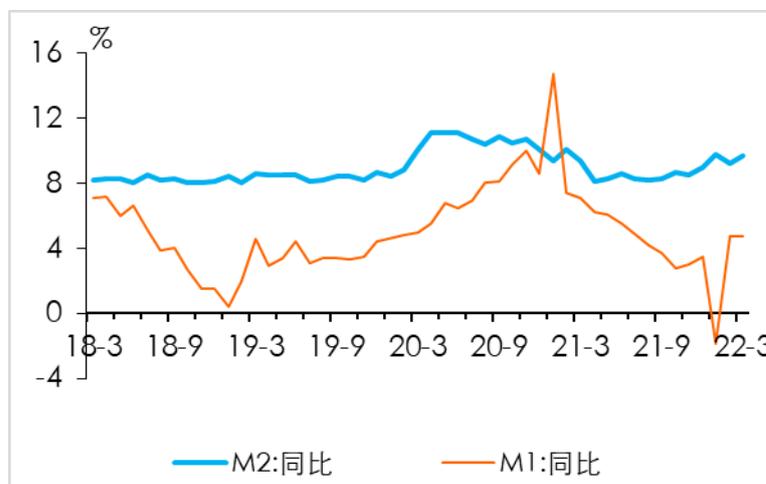
3月社融新增表现超预期,表外与表内融资双双表现较好。向后看,3月以来多地疫情出现反复,上海尤其严重,短期内可能使得经济承压,社融数据料将受到一定影响。不过国常会坚定了今年5.5%的目标,中国经济长期向好的趋势不变。此外,2月下旬俄乌战争带来的避险情绪仍在,但边际上对我国股市的冲击在不断减小,股市短期回调后有所反弹,股票融资也表现为同比多增。较上月不变的是,政府债券融资的数据表现仍然出彩,其主要受财政前置驱动。

图表 33 社会融资规模各细项新增 (亿元)

日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票	政府债券
2021年2月	17243	13413	464	-100	-936	639	1356	693	1017
2021年3月	33762	27511	282	-42	-1791	-2296	3807	783	3131
2021年4月	18570	12840	-272	-213	-1328	-2152	3624	814	3739
2021年5月	19522	14294	7	-408	-1295	-926	-1077	717	6701
2021年6月	37017	23182	701	-474	-1046	-221	3927	956	7508
2021年7月	10752	8391	-78	-151	-1571	-2316	3091	938	1820
2021年8月	29893	12713	347	177	-1362	127	4649	1478	9738
2021年9月	29026	17755	-19	-22	-2098	14	1137	772	8066
2021年10月	16176	7752	-33	-173	-1061	-886	2261	846	6167
2021年11月	25983	13021	-134	35	-2190	-383	4006	1294	8158
2021年12月	23682	10350	-649	-416	-4553	-1419	2167	2075	11674
2022年1月	61750	41988	1031	428	-680	4733	5829	1439	6026
2022年2月	11928	9084	480	-74	-751	-4228	3377	585	2722
2022年3月	46500	31328	239	106	-259	286	3894	958	7052

3月M1与M2剪刀差较上月进一步收窄，疫情的反复对企业运转的资金投入产生一定影响。从存款分项来看，在地方债快节奏发行的同时财政资金投产效率较高。非银存款受到3月固收+和理财产品赎回压力的影响有所减少。3月股市波动较大叠加疫情出现反复，居民的风险偏好有所下降带动居民存款增加。疫情同时也对供应链造成冲击，从而影响企业的正常投产节奏。

图表 34 M2及M1同比增速 (%)



（三）金融稳定：设立金融稳定保障基金，重视风险防范

4月6日，央行发布消息称起草了《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》。关于制定金融稳定法的必要性，央行在《起草说明》中指出，一是要健全我国金融法治体系的迫切需要，二是为防范化解重大金融风险提供坚实的制度保障，三是及时总结重大风险攻坚战经验，提升系统性金融风险防控能力。在《起草说明》中较为重要的一点是央行明确了金融稳定保障基金的设立，这也是对此前2022年政府工作报告在防范化解重大风险方面首次提及“设立金融稳定保障基金”的工作要求作出行动上的落实。

从国际上的经验来看，设立金融稳定保障基金是部分发达经济体处置金融风险的普遍做法之一。在国内，目前也已经有多种金融领域子行业保障基金成立，为化解和处置细分领域的风险积累了一定的经验，但直至2022年还尚未出现金融稳定保障基金。与行业保障基金不同的是，金融稳定保障基金主要为重大风险处置积蓄后备资金，处置范围不一样，其相当于在现有的风险处置机制框架上再多加了一层“兜底”的防护罩，理论上不会轻易动用。从资金来源上来看，金融稳定基金的资金来源主要有三：一是由金融机构以“生前遗嘱”的形式缴纳资金；二是财政资金直接注资或发行政府债券；三是被处置的金融机构在危机结束后归还资金。取之于市场，差别化收费。从海外实践经验来看，金融稳定保障基金的余额仅限于存放在银行存款或投向安全性较高、流动性较强的资产，国内现有的行业保障基金情况也与此类似。从风险处置方式上来看，发达国家的市场化风险处置大致可以分为四类：一是破产清算；二是收购和承接；三是由过桥银行承接问题机构的业务并继续经营管理；四是持续经营救助。预计我国金融稳定保障基金对于风险处置预计将基于成本最小化和市场化原则在以上方式中择优考虑，其中破产清算和收购承接的使用频率可能较高。

总体而言，防范金融风险在近年中多次重要会议中屡屡被提及，金融稳定法的设立将保障金融机构、金融市场和金融基础设施持续发挥关键功能，不断提高金融体系抵御风险和服务实体经济的能力，防止单体局部风险演化为系统性全局性风险，守住不发生系统性金融风险的底线。

（四）全面降准：疫情超预期扰动下降准及时托底稳增长，但降准幅度不及预期。

2022年4月15日，央行发布公告，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

4月13日，李克强总理召开国务院常务会议指出，适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本。本次降准对总理的指示迅速作出落实，也是继去年7月和12月央行全面降准后的再一次全面降准。根据以往经验来看，在国常会提及降准后，央行一般在两周内会宣布降准。

（2020年6月除外：2020年6月17日国常会提及“要综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，但其后两周内并未降准）

央行表示，本次降准共计释放长期资金约5300亿元。此外，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点，有利于加大对小微企业和“三农”的支持力度。此次降准降低金融机构资金成本每年约65亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。相较定向降准，全面降准更加能够稳定市场的信心和预期，实际支持力度也更强，在当下疫情爆发使得经济承压的宏观环境下更加合适。

图表 不同类别存款类金融机构准备金利率

准备金率	中小型存款类金融机构	大型存款类金融机构
2019-01-15	12.00	14.00
2019-01-25	11.50	13.50
2019-09-16	11.00	13.00

2020-01-06	10.50	12.50
2020-04-15	10.00	12.50
2020-05-15	9.50	12.50
2021-07-15	9.00	12.00
2021-12-15	8.50	11.50
2022-04-25	8.25	11.25

从市场预期角度来看，本次降准的时点以及全面降准的方式总体符合市场预期，但降准幅度不及预期，历史上降准幅度往往为 50bp，但本次仅有 25bp。

具体来看，在 3 月末央行货币政策委员会 2022 年第一季度例会中，关于国内外经济金融形势的措辞方面，央行将“全球疫情仍在持续演变”的表述调整为“国外疫情持续”。同时，央行还增加了“地缘政治冲突升级”、“国内疫情发生频次有所增多”的表述。当前经济外部面临着海外俄乌战争带来的扰动，内部面临着三重压力叠加疫情超预期升温的冲击，降准的必要性毋庸置疑。从货币政策基调来看，在降准前的央行一季度例会上，央行删去了上一次会议“稳健的货币政策要灵活适度”的表达，提出了“加大稳健的货币政策实施力度”。同时，关于利率市场化的措辞方面新增了“着力稳定银行负债成本”的表述。在降实体融资成本的同时，央行需要在负债端帮助银行稳定负债成本，稳定息差，体现出了二季度央行降准的可能性。此外，3 月中旬的金稳会关于货币政策也提到了货币政策要主动应对，措辞偏宽。从买方、卖方机构的预期上来看，本次国常会之前，在 3 月的公开市场操作降息预期落空后，大多机构认为 4 月份是货币政策窗口期。从货币政策开出的“药方”种类上来看，多数机构认为降准的概率大于降息。从降准的幅度上来看，本次降准不及预期，历史上降准幅度往往为 50bp，但本次仅有 25bp。当前经济困局中最关键的点为疫情的平息，而在疫情影响下供应链和消费活动的恢复拐点尚未出现，信贷的意愿受到不可抗力式的冲击仍未结束。尽管货币政策要有所作为，但简单的降准、降息更多是释放政策信号，实际效能不能过于夸大。央行有其自己的能力边界，对于如何防控疫情，激发微观主体活力，缓解供应链约束则需要更多其他政策的配合。

从本次降准宣布后债市的反应来看，曲线边际有所变陡。从国债活跃期限收益率变化来看，1 年期国债活跃券收益率下行 3bp，3 年期国债活跃券收益率下

行 2bp，10 年期国债活跃券收益率上行 2bp，超长期国债活跃券收益率上行 1.25bp。

图表 国常会提及降准后债市走势

债券						
利率债二级成交		信用债二级成交			NCD一级报价	
类型	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	超长期限
国债	220001.IB 2.015 3bp▼	190004.IB 2.24 2bp▼	220002.IB 2.515 0.5bp▲	220006.IB 2.78 0.25bp▼	220003.IB 2.7625 1.75bp▲	210014.IB 3.34 1.25bp▲
国开	220201.IB 2.175 3.5bp▼	200203.IB 2.56 1.5bp▼	210203.IB 2.705 1.5bp▲	190205.IB 3.0125 1.5bp▼	220205.IB 2.995 1.5bp▲	160205.IB 3.32 1bp▼
口行	210312.IB 2.19 1bp▼	190305.IB 2.4675 2.25bp▼	210305.IB 2.785 2.5bp▼	180310.IB 2.9675 1.75bp▼	220310.IB 3.11 0.75bp▼	
农发	200402.IB 2.235 4.5bp▼	190409.IB 2.525 2.5bp▼	220402.IB 2.825 1.5bp▼	190401.IB 3.01 2bp▼	190406.IB 3.065 1.25bp▼	

(五) 下阶段货币政策展望：宽松货币政策告一段落，结构性政策仍可期。

4 月以来，在季末时点过后资金面总体偏宽，短期资金利率与长期资金利率均有所下行。随着 4 月 MLF 降息落空以及降准幅度不及预期，货币政策宽松的博弈告一段落，偏宽的货币政策将会转稳。向后看，4 月为缴税大约，且 4、5 月同业存单到期压力不小，资金利率有一定的上行压力，但预期央行会在月末前加大净投放力度使得资金利率围绕政策利率波动，流动性在阶段性承压后会维持不缺不溢。此外，4 月以来新的结构性政策持续推出。4 月 13 日，央行营业管理部办理首批能源保供专项再贴现，加大对能源保供的金融支持。4 月 14 日，央行将通过科技创新专项再贷款引导金融机构进一步加大对科技创新企业的支持力度，总额度为 2000 亿元，利率为 1.75%，与此前推出的碳减排工具利率一致。此前国常会中也提及了更多结构性政策的内容，相较总量货币政策，结构性政策致力

于疏通货币政策传导的堵点，突出了货币政策的精准性，做到了“精准滴灌”，预期未来更多结构性政策将接踵而至。

三、利率债策略：货币政策宽松空间有限，保持谨慎。

（一）利率债走势回顾。

1、收益率窄幅震荡，收益率曲线走陡。

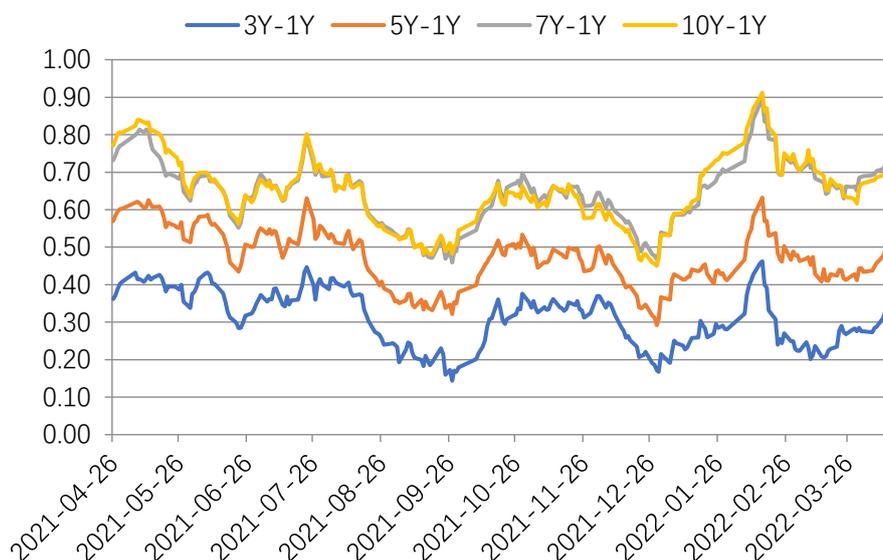
3月中下旬以来，利率债收益率维持窄幅震荡状态。带动收益率上行的主要因素有美债收益率的加速上行、3月信贷数据的超预期等，带动利率下行的因素主要包括疫情持续扩散、国常会提及降准等。总体而言收益率在上述各项因素的影响下窄幅震荡，10Y 国债收益率的震荡区间为 2.7%~2.9%。

图表 36 国债收益率走势 (%)



从期限利差来看，3月中下旬以来期限利差再度扩大。受4月6日国常会提及“适时运用多种货币政策”以及4月13日提及降准的影响，短端收益率下行幅度较大，收益率整体走陡，期限利差扩大。

图表 37 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数仍然比较低。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 4.7%、1.5%的分位数。

其中国债关键期限所处的分位数分别为 20%、13%、9%、7.3%、5.4%。国开债关键期限所处的分位数分别为 20.5%、8.3%、5.4%、3.2%、2.7%。

图表 38 国债关键期限分位数

2022/4/14	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	2.03	2.37	2.54	2.78	2.77	3.35
历史均值(近 10 年)	2.63	2.95	3.16	3.35	3.44	4.02
当前-均值	-0.60	-0.58	-0.61	-0.57	-0.67	-0.67
分位数	16.7%	13.5%	9.1%	7.1%	4.7%	4.4%

图表 39 国开债关键期限分位数

2022/4/14	期限(国开债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年
当前水平	2.20	2.53	2.71	3.02	2.99	3.41
历史均值(近 10 年)	3.09	3.52	3.76	3.96	4.01	4.45
当前-均值	-0.89	-0.99	-1.05	-0.94	-1.02	-1.04
分位数	13.8%	6.5%	3.8%	2.5%	1.5%	1.9%

目前国债期限利差处于 60%~70%分位数，收益率曲线较为陡峭，其中 3Y、7Y 较凸。国开债期限利差处于 25%~45%分位数，其中 7Y 较陡。

图表 40 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.34	0.52	0.75	0.74
历史均值（近10年）	0.32	0.53	0.72	0.81
当前-均值	0.02	-0.01	0.03	-0.07
国债期限利差历史分位数	64.70%	62.00%	69.40%	60.30%

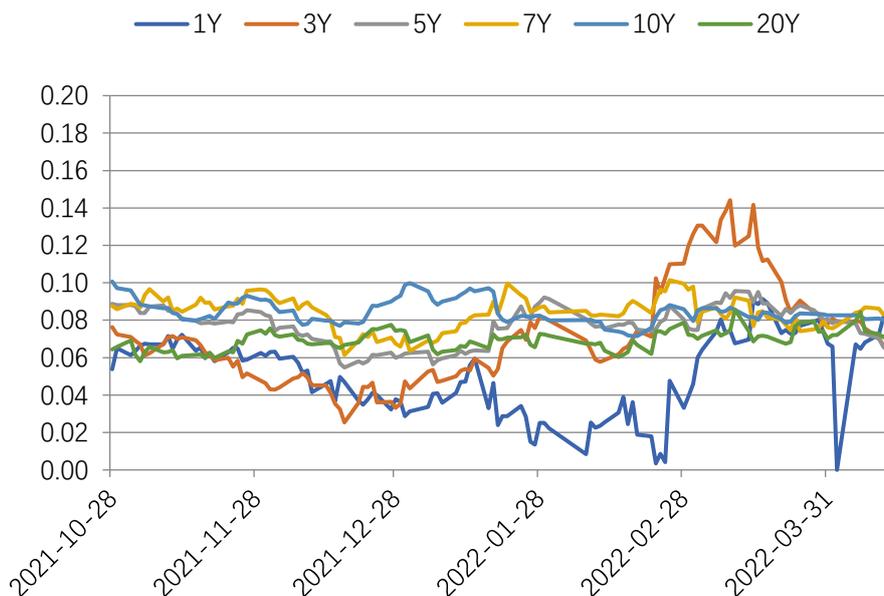
图表 41 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.32	0.50	0.81	0.79
历史均值（近10年）	0.43	0.67	0.87	0.93
当前-均值	-0.11	-0.17	-0.06	-0.14
国开债期限利差历史分位数	26.20%	27.30%	46.50%	41.50%

2、隐含税率再度回落。

3月以来，受国开债赎回压力较大影响，隐含税率出现较大幅度回升。但4月以来再度回落，其中中短端回落幅度较大。1Y国开债隐含税率从9%下行至8%，3Y从14%下行至6%，5Y从10%下行至6%，7Y、10Y变动幅度不大，隐含税率处于8%左右。

图表 42 国开债隐含税率



图表 43 国开债隐含税率分位数

2022/4/14	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	0.08	0.06	0.06	0.08	0.08
历史均值（近 10 年）	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14
当前-均值	-0.06	-0.09	-0.09	-0.07	-0.06
分位数	26.40%	2.60%	0%	3%	2%

（二）利率债影响因素分析。

1、经济增长受疫情冲击，消费、地产下行压力较大。

3 月经济数据整体较弱，疫情对经济的影响逐步显现，其中对消费的冲击最为明显，对投资和生产的影响初步显现。

从需求端来看，固定资产投资增速继续下行，其中地产投资下行速度加快，是主要拖累项。基建投资增速持续回升，在稳增长政策的推动下，一季度基建投资累计同比增速上行至 10% 附近。从细项看旧基建和高科技类新基建增速均有较大幅度抬升。3 月消费增速大幅下滑为负增长，其中餐饮消费受疫情影响降幅较大，地产相关消费、汽车消费也降幅较大，显示在疫情快速传播下，居民预防性储蓄意愿再度提高，消费意愿走弱。

从生产端来看，3 月生产增速有所回落，但煤炭开采、受基建拉动的黑色、有色金属冶炼生产增速有所提高。其余行业受疫情影响，存在供应链中断或无法复工复产的现象，生产增速均下滑，尤其以汽车行业最为明显。

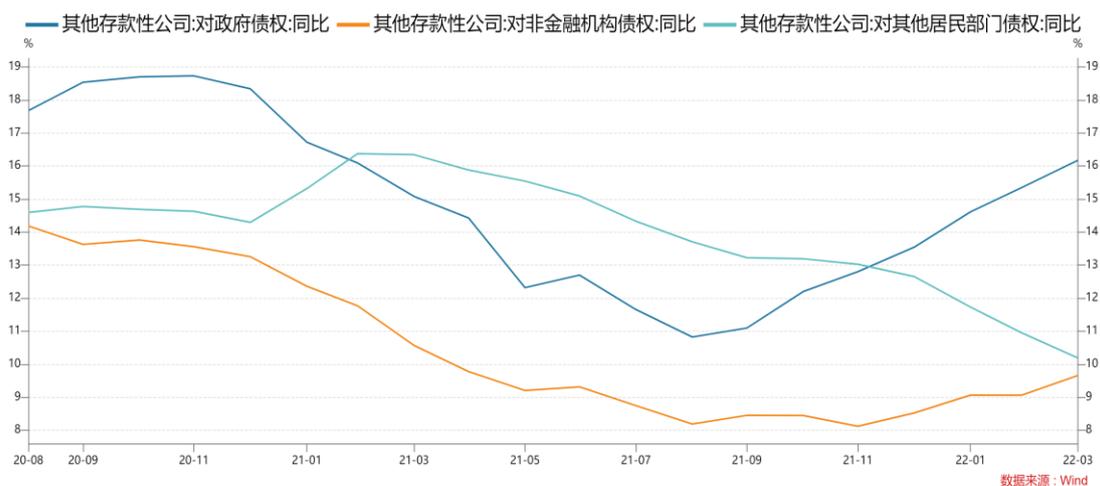
总体而言，在 1-2 月经济强劲修复后，3 月受疫情影响，经济下行压力再度增大，失业率快速攀升至 5.8%。此外，地产销售也呈现加速下行趋势，反映近期出台的放松政策效果有限。3 月数据较为亮眼的是基建投资，在一系列稳增长政策的拉动下，基建投资增速上行至 10% 附近，略高于市场预期。向后看，疫情对经济的影响仍然在持续，预计 4 月消费增速继续下滑，投资、生产也将会有明显的体现。

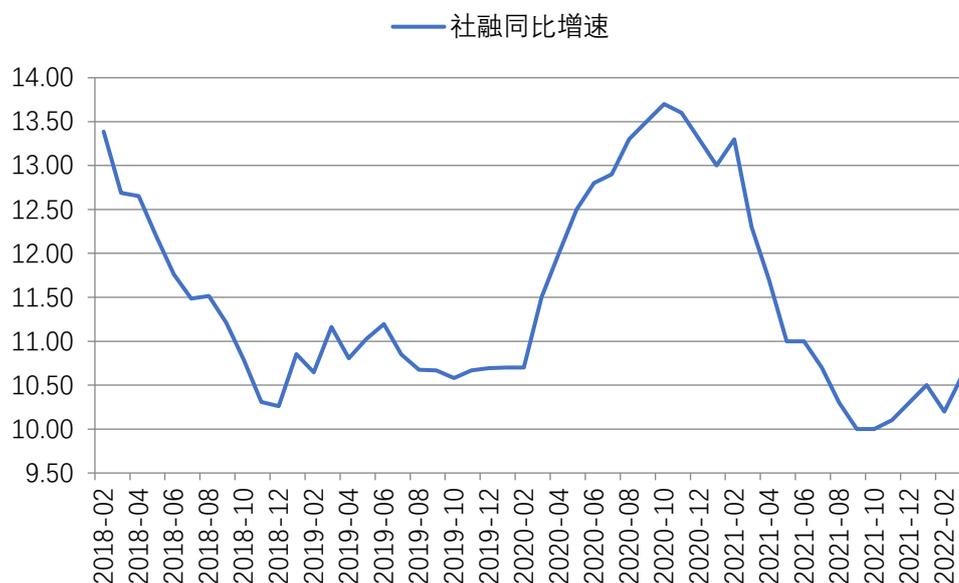
2、社融增速继续回升，居民信用扩张放缓。

自 1-2 月社融超预期后，市场较为关注的是宽信用的可持续性。从公布的 3 月社融数据来看，目前实施的宽信用的稳增长政策已经在持续发挥作用，社融增速延续增长趋势，进一步上升至 10.6%。

从信用扩张的结构来看，本次社融增长主要依靠政府信用的扩张，在 4.65 万亿新增社融中地方债新增达到 7052 亿。商业银行资产端对政府债券增速也持续上升，从 15.34% 上升至 16.17%。居民信用扩张有放缓的趋势，商业银行对居民部门债权增速从 10.95% 下降至 10.19%，呈现持续下滑趋势。对企业债权增速则呈现小幅上升的走势。总体而言社融的结构显示当前信用扩张主要是受到稳增长政策所推动，企业和居民部门加杠杆的意愿仍然比较弱。

图表 44 商业银行对各部门贷款同比增速 (%)



图表 45 社融同比增速 (%)


3、货币政策小幅度降准，后续约束增强。

随着疫情的持续扩散，经济下行压力也逐步增大，稳增长的重要性更加突出。因此对于货币政策而言，稳增长仍然是第一要务。在4月6日和4月13日国常会后，央行于4月15日宣布降准0.25个百分点，释放长期资金约5300亿元。

从以往历次降准幅度来看，每次降准一般为0.5或者1个百分点，而本次降准仅有0.25个百分点。主要原因一方面当前金融机构的存款准备金率已经处于较低水平，继续下降的空间有限。第二方面是当前货币政策所面临的约束也在增加。央行在《就下调金融机构存款准备金率答记者问》中，对此次降准后的综合考虑有两点：“一是密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定。二是密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”。显示物价和海外货币政策收缩对我国货币政策的约束逐步加大。

因此，本次降准是在疫情扩散、经济下行压力的背景下实施的，基本在市场预期之中。而近期我国供应链受疫情干扰可能带动物价上涨，同时中美利差收缩至0附近也带来资本外流压力，这两点对货币政策约束不断增强，本次降准可能是宽松的尾声，后续央行态度可能偏谨慎。

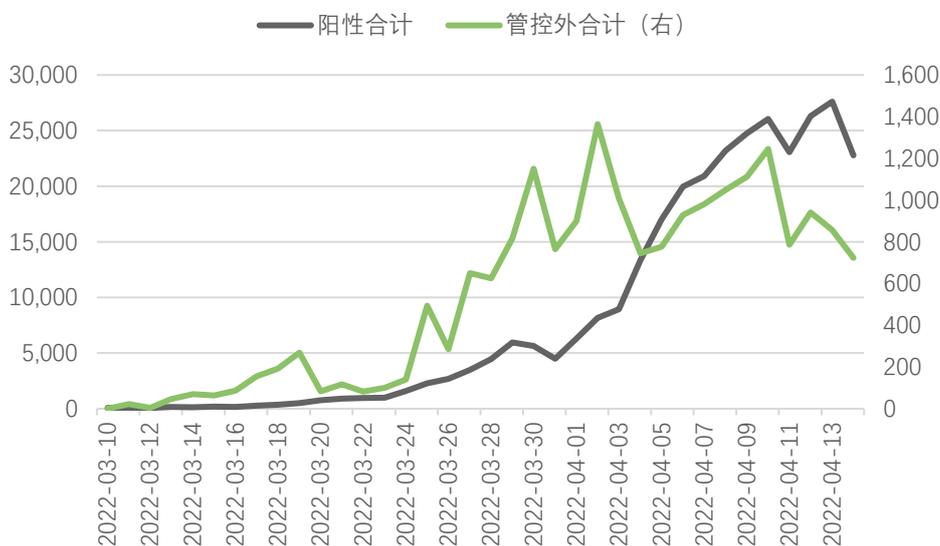
4、疫情冲击经济，预计 5 月初影响逐步减弱。

3 月 10 日以来，上海疫情逐步扩散。目前上海仍然处于静态管理中，对相关的产业链、供应链产生了较大影响，使得经济下行的压力增大。

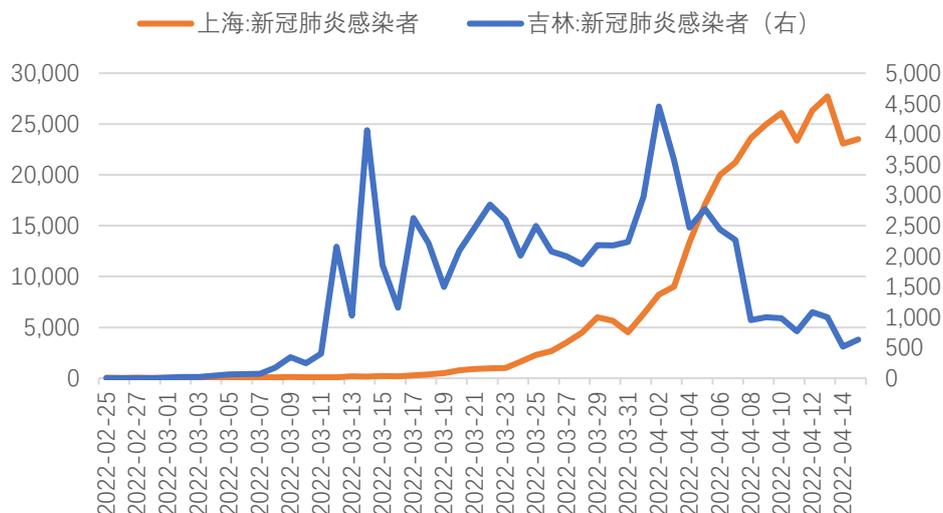
从 3 月份 PMI 数据来看，目前疫情的影响已经开始显现，PMI 指数下滑至景气指数下方。从上海市卫健委公布的数据来看，4 月 13 日确诊和无症状感染者总人数有见顶回落的迹象，其中管控外感染者在 4 月 1 日前快速上升，4 月 1 日后逐步回落，显示随着封城措施的实施，社会面新增在逐步回落。

由于奥米克荣具有极强的传播性，因此清零所需要的时间也较长。参照长春前期社会面清零的经验，从 3 月 12 日感染总人数快速上升开始，到 4 月 13 日实现社会面清零，全程大约 34 天。对比上海数据，感染总人数有两个快速上升的时点，一是 3 月 24 日，二是 4 月 2 日，按照 34 天清零计算，大约 4 月底至 5 月初能够实现社会面清零。鉴于上海市人口密度远高于长春，预计清零所需时间更长，乐观预计 5 月初疫情对经济的影响将逐步减弱。

图表 17 上海阳性总人数及管控外阳性人数统计（人）



图表 48 吉林、上海新冠肺炎感染者（人）



5、中美国债收益率倒挂, 外资流出压力增大。

4 月份以来, 美债收益率持续攀升, 10Y 美债收益率快速上行至 2.83%, 已经与我国 10Y 国债收益率出现倒挂, 中美利差继续缩窄至-6BP。我国与美联储货币政策的错位, 使得我国国内资产对境外机构的吸引力不断降低。从其债券持仓情况来看, 2 月境外机构减持 669 亿, 3 月继续减持 981 亿, 债券市场外资流出压力正在增大。向后看, 随着出口增速的放缓, 经常项下的贸易顺差金额预计也将减少, 叠加资本项下的流出压力, 汇率具有一定贬值压力, 可能加剧资金外流。对于债券市场而言, 境外机构的影响正在逐步增大, 其资金的撤出将会使得需求减少, 并给市场带来阶段性的抛售压力。

图表 49 中美利差持续压缩 (%)



图表 2 境外机构债权持仓量变化 (亿元)



(三) 利率债策略：货币政策宽松空间有限，保持谨慎。

3月下旬以来，收益率维持窄幅震荡。从基本面看，受疫情扩散的影响，4月经济下行压力增大。但对于债券市场而言，目前基本面回落是短期的，对后续稳增长政策下经济持续修复的担忧仍然存在。货币政策短期内延续宽货币，但海外货币政策收紧的约束不断增强，物价也有一定上涨压力，货币政策继续宽松所面临的约束在增多。总体而言短期内货币环境较为宽松，利率上行风险有限，但进

一步宽松不确定性较大且博弈空间有限，建议交易盘保持谨慎，小幅参与、快进快出。从中长期看，疫情获将逐步控制、稳增长政策持续发力，同时物价也有一定上涨压力、境外机构需求减弱，可能带来利率拐点，建议关注中长期上行风险和配置机会。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。