

南京银行资金运营中心金融市场研究部，王丽君 邓露 刘怡庆

内容摘要：

宏观经济方面，6 月经济数据显示经济延续修复趋势，其中较为亮眼的是基建和消费，主要受稳增长政策提振。地产投资增速继续下滑，且新开工增速较低将会形成持续拖累。出口增速保持较强的韧性，但进口增速回落幅度较大，显示内需疲弱。失业率从高位下降至 5.5% 的目标水平，降幅较为显著，但青年团体失业率仍处于高位。从各地区二季度增长情况来看，长三角、北京、广东受疫情影响降幅较大。但其余地区二季度 GDP 增速也普遍下滑，显示经济内生增长动力较弱，稳增长压力仍然较大。

5 月以来利率在低位震荡，DR07 始终处于公开市场 OMO 操作利率以下的水平，资金面宽松。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。但国内疫情尚未得到完全控制，企业全面复工复产仍需时间，客观上要求货币政策不能收紧。预计资金利率将维持低位震荡。

6 月收益率仍然未摆脱区间震荡格局。一方面，随着经济逐步修复，收益率有所上行；另一方面资金面一直较为宽松，使得利率上行幅度有限。从经济基本面来看，尽管 6 月数据全面回升，但在疫情反复、地产风波的冲击下，市场对后续增长预期仍然较为悲观。社融增速持续回升，但主要受政府债券支撑，下半年有一定回落压力。由于本次疫情后经济的修复速度慢于 2020 年，资金面宽松状态持续的时间可能较长，对债市形成一定保护。但近期央行在公开市场缩量投放，资金利率预计缓慢向政策利率回归。对于债券市场而言，短期内震荡格局延续，中期可能受资金利率向政策利率收敛影响而上行。目前收益率曲线较陡，建议交易盘关注资金利率拐点，可做平 7Y 与 1Y 期限利差，配置盘可在利率上行中逐步介入，品种上 3Y、7Y 政金债更优。

目录

一、宏观经济：稳增长效果显现，内生增长动力仍然较弱.....	3
(一) 基建投资继续上行，固定资产投资降幅放缓。.....	3
1、基建投资继续上行，固定资产投资降幅放缓。.....	3
2、地产投资继续下行，销售回升，新开工较弱。.....	4
3、消费增速超预期反弹，家电、汽车增幅较大。.....	6
4、失业率大幅下降，青年团体失业率仍然处于高位。.....	7
5、出口韧性延续，进口回落显示内需较弱.....	7
(二) 长三角地区生产修复，汽车生产加速。.....	10
(三) CPI 继续上行，PPI 延续下行趋势。.....	11
1、猪肉价格和旅游价格带动 CPI 上行。.....	11
2、9 月 CPI 或上行至 3%以上，PPI 延续下行趋势。.....	12
二、流动性及货币政策：资金宽松延续，社融总量结构双改善。.....	14
(一) 流动性回顾：月初流动性重新转松，资金利率整体下行。.....	14
(二) 金融数据：企业逐步复工复产，数据总量超预期结构改善明显.....	18
(三) 下阶段流动性展望：稳增长措施持续发力，资金利率缓慢回归。.....	20
三、利率债策略：关注资金利率拐点，做平收益率曲线。.....	20
(一) 利率债走势回顾.....	20
1、收益率先上后下，曲线继续走陡。.....	20
2、隐含税率处于较低水平。.....	23
(二) 利率债影响因素分析.....	23
1、稳增长效果显现，但内生增长动力仍然较弱。.....	23
2、CPI 上行压力较大，但暂时不构成制约。.....	24
3、社融回升速度较慢，政府债券为主要支撑。.....	24
4、资金利率处于低位，央行缩量投放。.....	25
5、下半年债券供给集中在国债和政金债。.....	28
6、中美利差倒挂，资金流出压力持续，对下半年货币政策形成制约。.....	28
(三) 利率债策略：经济恢复不稳定，关注资金利率拐点。.....	30

一、宏观经济：稳增长效果显现，内生增长动力仍然较弱

6 月份以来，上海封闭结束，经济逐步从底部开始回升。6 月经济数据延续修复的趋势，稳增长效果显现，基建、消费增速均超出预期。但经济内生增长动力仍然较弱，地产投资下行持续形成拖累，二季度除受疫情影响的地区外，其他地区 GDP 增速也普遍回落。

从 6 月 PMI 来看，生产恢复快于需求。整体制造业 PMI 回升 0.6 个百分点至 50.2%，其中生产和新订单分别反弹 3.1、2.2 个百分点。价格指数回落，随着大宗商品价格涨势减缓以及物流成本下降，企业成本压力有所缓解。非制造业方面，疫情影响减弱，基建投资加速发力，土木工程建筑活动保持较强增势；居民日常消费和出行活动恢复较快，消费相关服务业呈现强势恢复态势。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	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
2022-06	50.2	52.8	50.4	49.5	44.2	48.6	51.1	49.2	46.3	52.0	48.1	48.7	51.3	55.2
2022-05	49.6	49.7	48.2	46.2	45.0	49.3	48.4	45.1	49.5	55.8	47.9	47.6	44.1	53.9
变动	0.6	3.1	2.2	3.3	-0.8	-0.7	2.7	4.1	-3.2	-3.8	0.2	1.1	7.2	1.3

（一）基建投资继续上行，固定资产投资降幅放缓。

1、基建投资继续上行，固定资产投资降幅放缓。

1-6 月，固定资产投资累计同比增速为 6.1%，增速较前值（6.2%）下降 0.1 个百分点，固定资产投资增速下降的速度有所放缓。

从当月增速来看，基建和制造业回升，地产投资当月同比增速继续下滑。在宽财政持续发力的背景下，基建增速持续上行。向后看随着政策性金融工具逐步发行，预计也能对后续基建形成支撑，基建有望保持较高增速。

图表 2 固定资产投资当月同比增速 (%)

指标名称	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建
2022-06	5.62%	-9.41%	9.92%	12.04%
2022-05	4.60%	-7.81%	7.06%	7.90%
2022-04	6.77%	-2.70%	12.20%	8.26%
2022-03	6.60%	-2.39%	15.60%	10.48%

从制造业各行业来看，除化工制品外，其余行业累计同比增速悉数下行。制造业投资下行一方面是受疫情影响，工业生产恢复较慢，另一方面也与库存周期有关。本轮库存周期自2020年初开始回升，到目前已经持续约30个月，按照总库存周期4年左右测算，后续库存周期预计回落。5月工业企业产成品库存增速已经开始回落，显示企业逐步进入主动去库存阶段。从行业来看，制造业投资累计同比增速降幅较大的主要为有色冶炼、金属制品、设备制造等，高新技术产业降幅相对较小。

2、地产投资继续下行，销售回升，新开工较弱。

2022年6月，房地产投资累计增速-5.4%，较前值（-4%）下降1.4个百分点，地产投资延续下行趋势，且降幅较前值扩大。

从当月增速来看，销售增速继续回升，带动资金来源有较大幅度改善。但新开工、竣工增速继续下行，显示地产企业当前施工进度仍然较慢。具体来看，销售增速从-31.77%回升至-18.28%，反弹幅度较大，主要受疫情修复、限购放开拉动。资金来源当月同比增速反弹9.8个百分点至-23.6%，显示在销售加快的提振下，开发商回款速度加快。

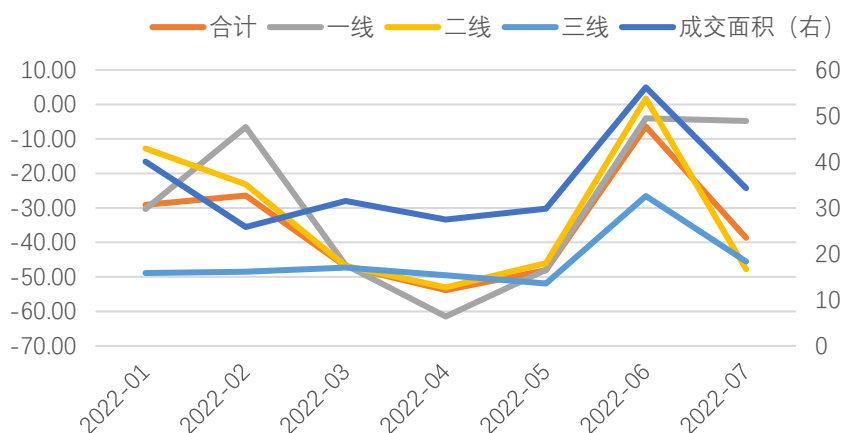
除销售和资金来源外，其余分项继续下滑。当月新开工增速继续下降3.2个百分点至-45%，购地面积下降9.7个百分点至-52.8%，显示当前地产企业信心仍然不足，对未来预期较为悲观。竣工仍然处于下行周期，6月下降9.5个百分点至-40.7%，对地产投资也形成拖累。

图表 3 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
2021年12月	-15.64	-13.91	-31.15	1.91	-19.28	-33.22
2021年11月	-13.97	-4.30	-21.03	15.41	-7.01	-12.52
变动	-1.7	-9.6	-10.1	-13.5	-12.3	-20.7

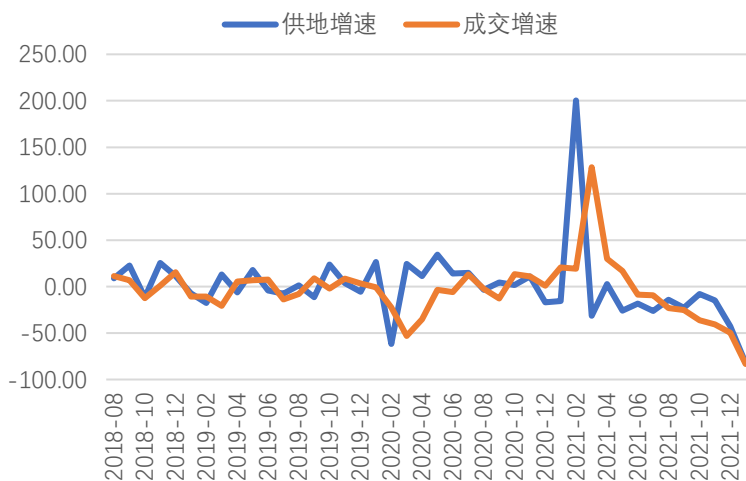
30大中城市地产销售数据显示，6月地产销售快速反弹后，7月前两周再度下滑。同比增速从-6.39%下降至-38.39%。其中二、三线城市降幅较大，一线城市降幅相对较小。具体来看，二线城市销售同比增速从1.76%下降至-47.3%，三线城市从-26.54%下降至-40.89%，一线城市从-4%下降至-10.66%。二、三线城市销售增速的回落显示当前的限购放开效果有限，地产回升的可持续性尚待观察。

图表4 30大中城市日均成交面积同比增速 (%)



从土地成交情况来看，6月土地市场成交增速有所反弹，但7月再度下滑。7月每周成交面积为1624万平，较6月的1748万平下降，同比增速从-15%下降至-22%。供地面积增速同步下降，每周平均供地面积从6月的2222万平下降至1857万平，同比增速从15.97%下降至-15.4%。

图表5 100大中城市土地成交面积同比增速 (%)

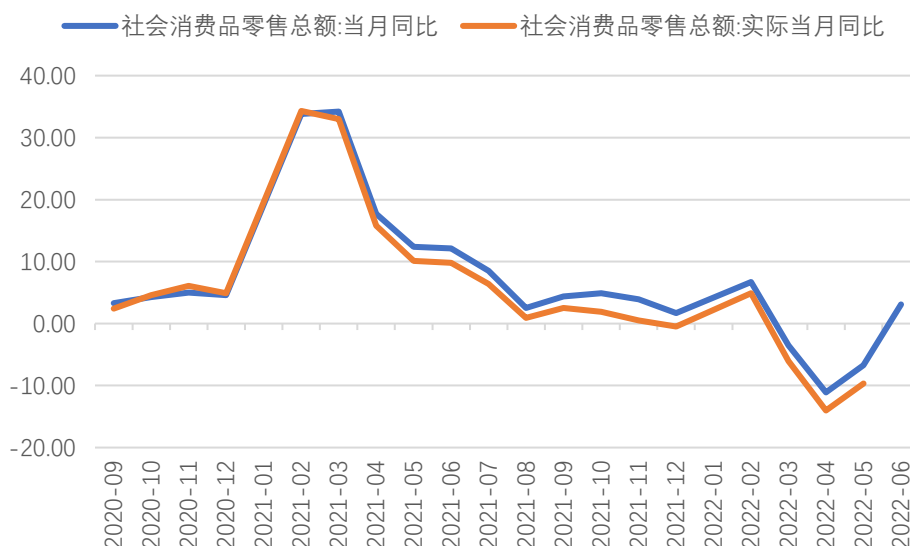


3、消费增速超预期反弹，家电、汽车增幅较大。

6月消费增速超预期反弹，从-6.7%上升至3.1%，其中城镇消费反弹幅度更大。

从细项看，对6月消费形成提振的主要有以下三点：一是上海疫情后报复性消费，各分项消费增速全面反弹。二是6月618促销活动拉动，化妆品、日用品、通讯器材当月消费增速分别提高19.1、23.6、11个百分点至8.1%、8.1%、6.6%。三是近期实施的消费刺激政策效果开始显现，汽车、家电消费增幅较大；汽车当月消费增速从-16%反弹至13.9%，家电当月消费增速从-10.6%反弹至3.2%。

图表6 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



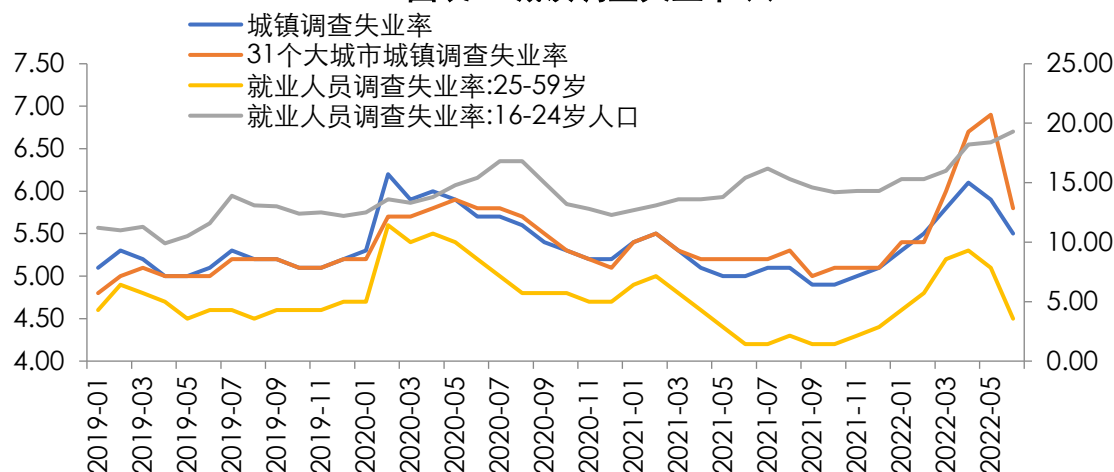
向后看消费增速可能难以维持6月的反弹速度，回升速度可能放缓。一方面6月促销对后续消费形成一定挤压；另一方面居民储蓄意愿较强，支出增速降幅远大于收入增速降幅。二季度城镇居民人均可支配收入增速从5.4%下降至3.6%，而消费性支出增速从5.7%大幅下降至0.8%，降幅达到4.9个百分点。同时二季度央行调查问卷也显示，更多储蓄占比从54.7%上升至58.3%，显示在经济下行压力加大的背景下，居民预防性储蓄意愿增强。

4、失业率大幅下降，青年团体失业率仍然处于高位。

6月，全国城镇调查失业率5.5%，较5月下降0.4个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.8%，较前值下降0.9个百分点。6月失业率快速下行的主要原因是疫情的影响消除，用人需求逐步恢复至正常水平。

从年龄结构来看，青年团体失业率继续上升，中年团体失业率大幅下降。16-24岁群体调查失业率从18.4%进一步上升至19.3%，25-59岁群体人口调查失业率从5.1%大幅下降至4.5%。青年团体失业率继续攀升，主要是季节性原因，6、7月为毕业季，失业率普遍出现阶段性上升。向后看7月可能仍然处于较高位置，8月或开始回落。

图表 7 城镇调查失业率(%)



从PMI指数看，6月PMI从业人员指数继续回升，显示大中型企业用人需求继续恢复。BCI企业招工前瞻指数也同步回升，但回升幅度较小，仍然远低于本轮疫情前的水平，显示本轮疫情对小微企业的冲击较大，其预期仍然较为悲观。

5、出口韧性延续，进口回落显示内需较弱

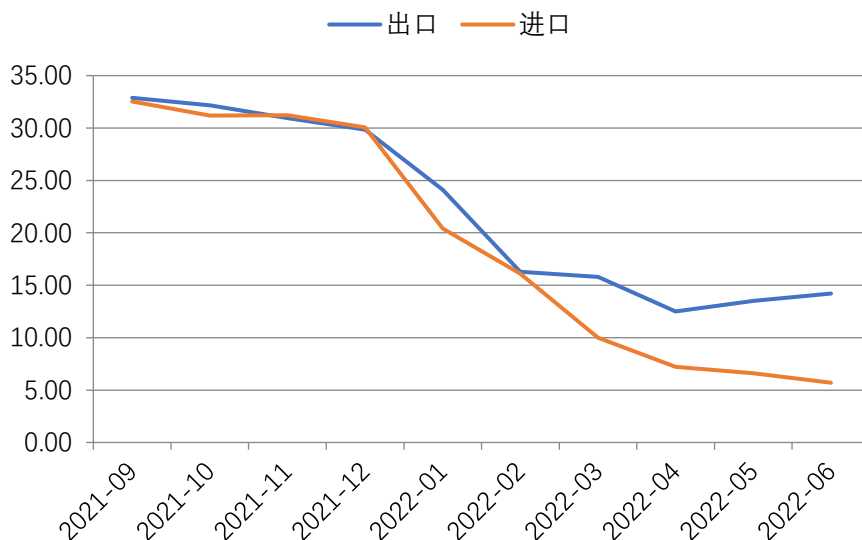
从进出口数据来看，6月出口韧性延续，出口增速超预期反弹，但进口增速低于预期，显示内需较为疲弱。

(1) 出口延续反弹趋势，外需逐步回落。

按美元计，6月份出口当月环比增长7.7%，同比增长17.9%。1-6月累计同比

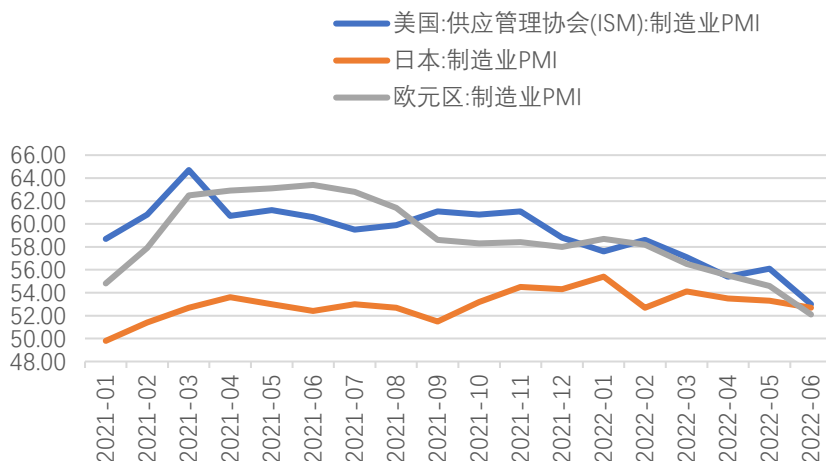
增速从13.5%上升至14.2%，出口增速延续反弹趋势，略超出市场预期。

图表 8 中国进出口累计增速（以美元计，%）



6月出口延续反弹趋势，主要原因一是积压订单集中释放，二是海外出行类需求继续回升，三是新能源产业链产品保持强劲增速。向后看，近期海外需求回落的幅度较大，且前期积压订单释放后，将对后续出口形成下行压力。但由于我国光伏及新能源汽车产业链较为完善，而2022年全球面临能源紧张局面，对新能源需求或将提高，能够对出口形成一定支撑。

图表 9 美、欧、日制造业 PMI 指数



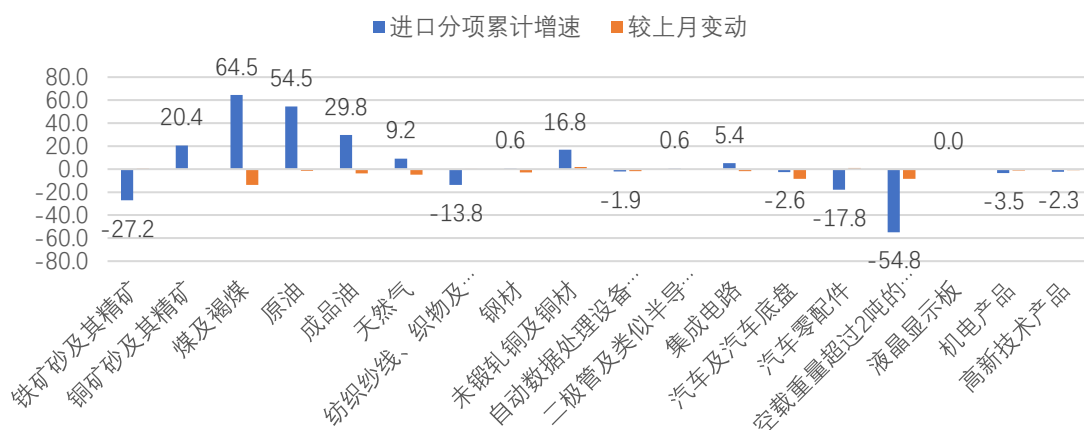
(2) 进口增速低于预期，能源类进口回落

6月进口当月同比增速从4.1%下降至1%，累计同比增速从6.6%下降至5.7%，进口增速在5月反弹后再度下行。

从进口产品类别看，6月进口呈现以下几个特点：一是能源类进口量价均有

所回落，6月随着国内煤炭供应提高，进口煤炭数量有所减少，价格也从高位回落。带动煤炭进口累计同比增速从78.2%下降至64.5%，原油进口累计同比增速从56.1%下降至54.5%，天然气进口累计同比增速从54%下降至49%。二是多个行业进口累计同比增速较上月回落，显示内需整体较为疲弱。

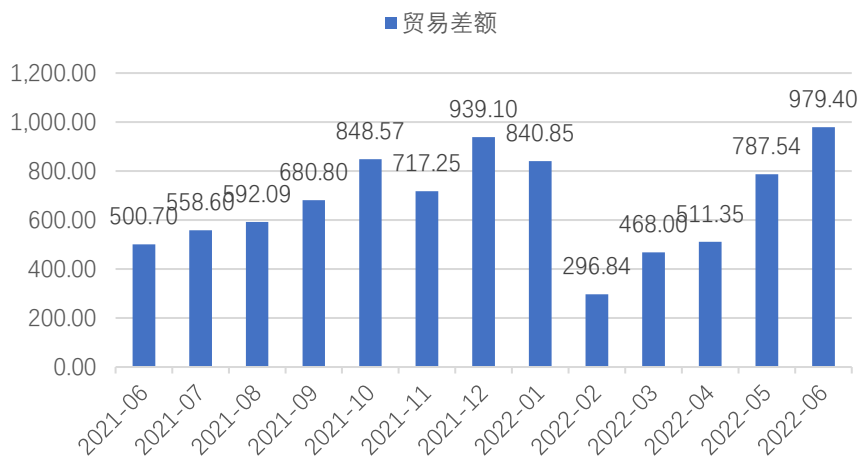
图表 10 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差继续扩大。

按美元计，6月我国贸易顺差为979亿美元，贸易顺差较上月继续扩大。2022年以来，受出口保持韧性、进口回落的影响，贸易顺差一直保持在较高位置。向后看，随着海外需求的回落以及国内稳增长政策的实施，贸易顺差可能有所缩窄。

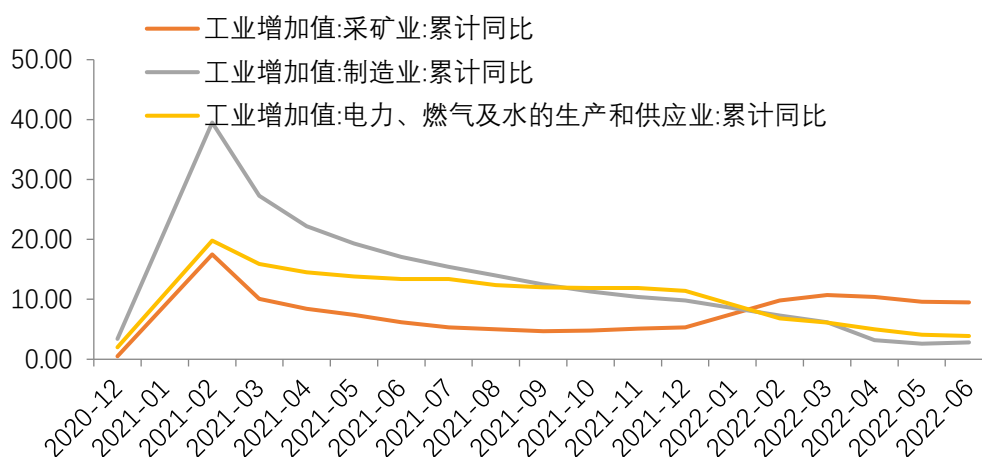
图表 11 贸易差额当月值（单位：亿美元）



（二）长三角地区生产修复，汽车生产加速。

1-6月份，规模以上工业增加值同比增长3.4%，较前值（3.3%）回升0.1个百分点。当月增速从0.7%反弹至3.9%，略低于市场预期，显示6月疫情后生产继续修复，但修复速度较慢。

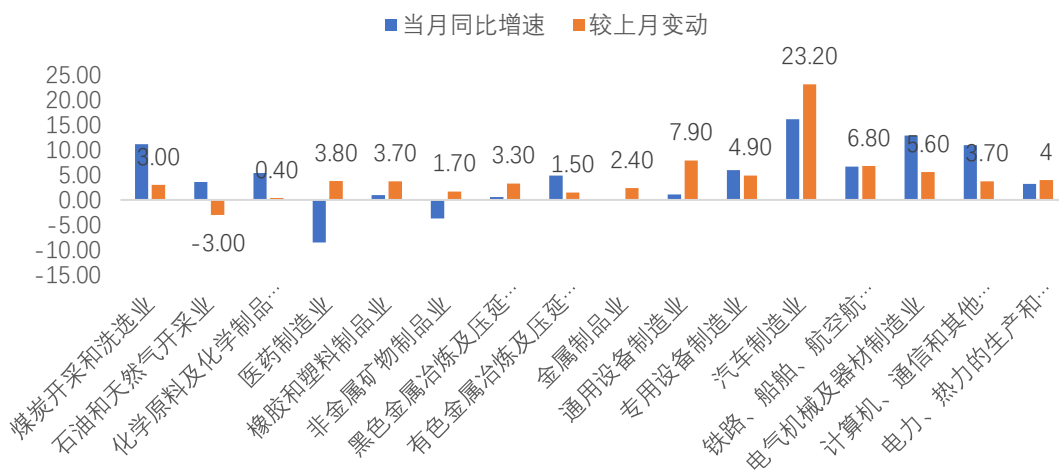
图表 12 规模以上工业增加值累计同比增速（%）



从当月同比增速看，6月高技术产业反弹幅度最大，从4.3%上升至8.4%，主要受长三角地区生产恢复拉动。制造业、电力燃气及水的供应业反弹幅度次之，分别提高3.3、3.1个百分点至3.4%、3.3%。上游采矿业反弹幅度较小，仅提高1.7个百分点至8.7%。

从行业看，6月长三角地区密集的设备制造业、汽车制造业反弹幅度较大，中上游行业反弹幅度较小。具体来看，汽车制造业大幅反弹23.2个百分点至16.2%，通用设备、专用设备制造业分别反弹7.9、4.9个百分点至1.1%、6%，电器机械及器材制造业反弹5.6个百分点至12.9%，铁路船舶和其他运输设备制造业反弹6.8个百分点至6.7%，或受基建增速提高拉动。

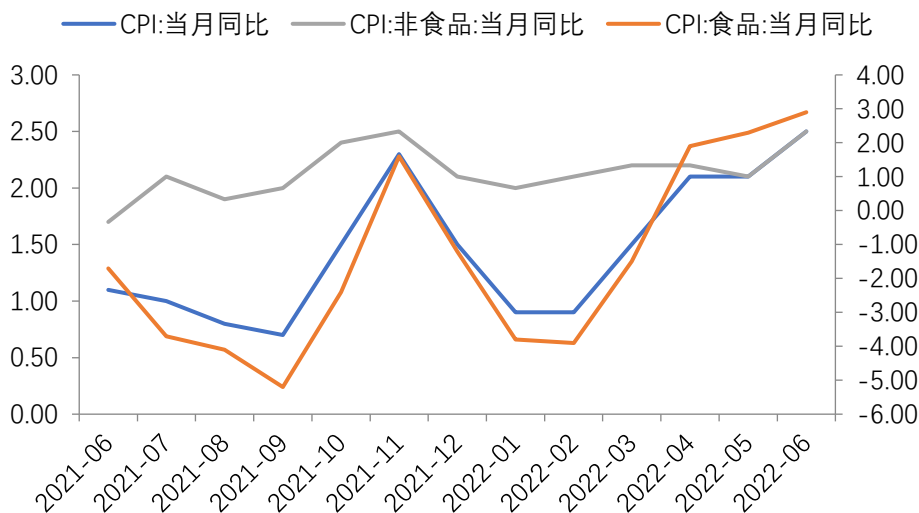
图表 13 规模以上企业工业增加值当月同比增速（分行业，%）



（三）CPI 继续上行，PPI 延续下行趋势。

从通胀数据来看，6 月通胀基本符合市场预期。CPI 继续上行至 2.5%，PPI 延续下行趋势，从 6.4%下降至 6.1%。

图表 14 CPI 变化趋势 (%)



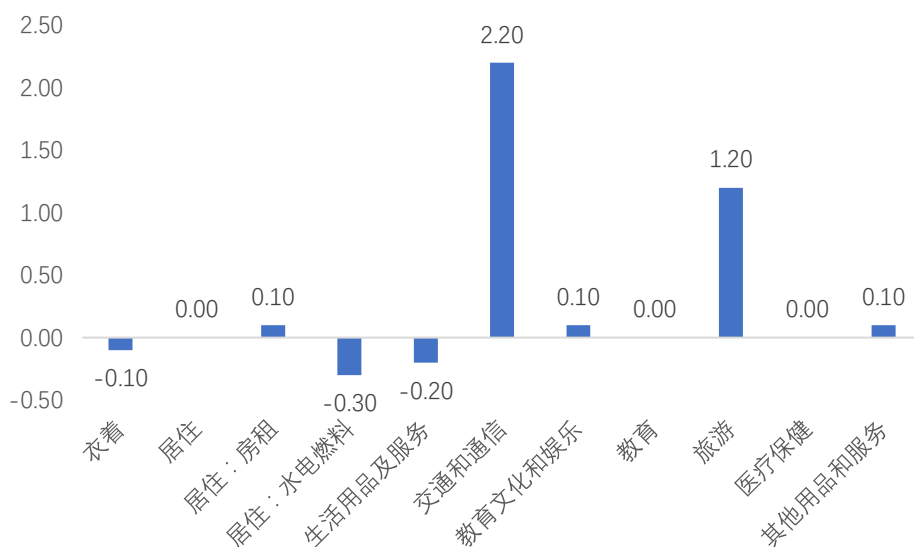
1、猪肉价格和旅游价格带动 CPI 上行。

猪肉价格预计将持续对 CPI 形成拉动。6 月受部分养殖户压栏惜售、疫情趋

稳消费需求有所增加等因素影响，猪肉价格继续上涨，环比上涨 2.9%，同比增速从-21.1%回升至-6%。从高频数据看，6 月份以来，22 个省市猪肉价格持续回升，7 月 1 日已经上升至 24.21 元/公斤，5 月能繁母猪存栏量为 4192 万头，较前值小幅回升。总体而言新一轮的猪肉上涨周期开启，但在十四五规划中能繁母猪不低於 3700 万头的控制下，猪肉价格上涨幅度预计低於上一轮。

6 月非食品价格环比上涨 0.4%，涨幅有所扩大，但主要受石油、旅游价格环比上涨的影响，真实消费需求改善幅度有限。具体而言，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨 6.7%和 7.2%，涨幅比上月分别扩大 6.1 和 6.6 个百分点。疫情后服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格分别上涨 19.2%和 1.2%，涨幅比上月分别扩大 15.0 和 0.8 个百分点，宾馆住宿价格由上月下降 0.7%转为上涨 0.3%。

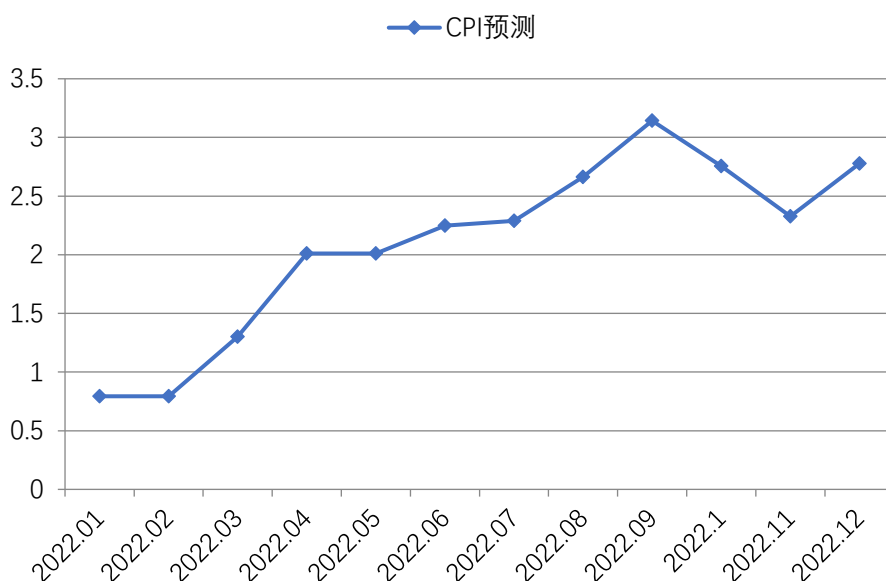
图表 15 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)



2、9 月 CPI 或上行至 3%以上，PPI 延续下行趋势。

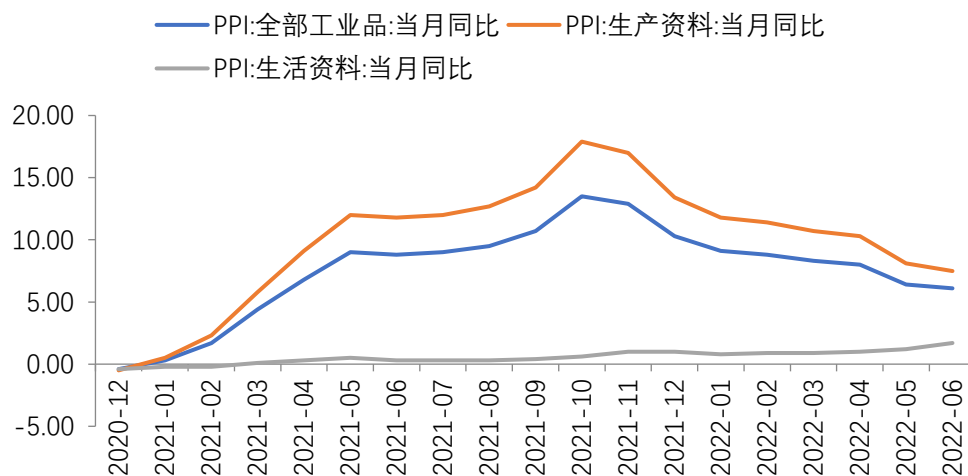
对CPI后续走势进行测算，随着基数逐步回落，以及粮食价格和猪肉价格的持续上涨，后续CPI预计继续上行，9月可能上行至3%以上。

图表 16 CPI 走势预测 (%)

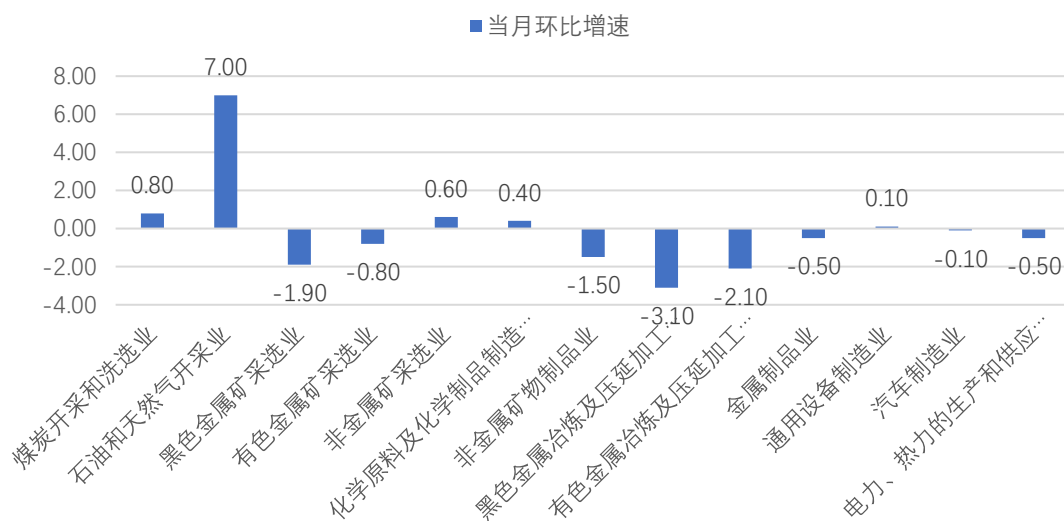


PPI方面，环比与上月持平，同比增速从6.4%下降至6.1%，延续下行趋势。

图表 17 PPI 及分项走势



从行业来看，6月环比上涨较多的仍然是上游能源类商品，下跌的主要为中下游工业品。其中石油和天然气开采业价格环比上涨7%，煤炭开采业环比上涨0.8%，显示当前能源供需格局仍然较为紧张。其余行业价格多数环比下降，其中黑色金属、有色金属冶炼环比降幅较大，分别环比下跌3.1%、2.1%，显示尽管疫情后陆续开工，但中下游需求仍然较弱。尤其是黑色金属环比降幅更大，可能受到地产需求下滑的冲击。

图表 18 PPI 分项当月环比增速 (%)


6月中下旬以来，多数工业品价格从高位回落，主要受到欧美国家通胀高企、货币政策加速收紧背景下，衰退预期增强的影响。国际铜价大幅下行，原油价格高位回落，国内螺纹钢、焦炭价格小幅反弹后再度下行。向后看，在海外需求走弱、国内需求提振有限的背景下，预计后续PPI延续下降趋势。

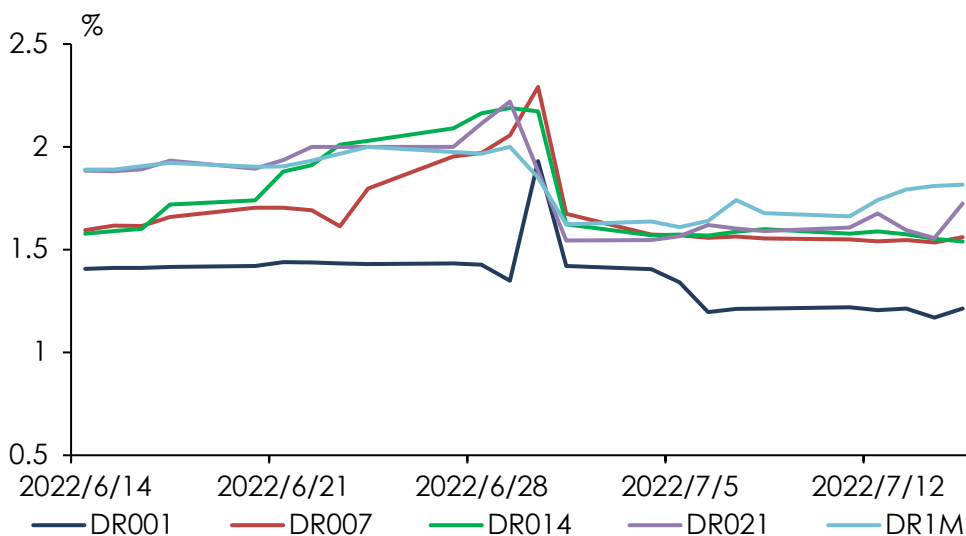
二、流动性及货币政策：资金宽松延续，社融总量结构双改善。

(一) 流动性回顾：月初流动性重新转松，资金利率整体下行。

央行从7月4日起每日开展30亿元逆回购，但月初流动性重新转松，资金利率相较上月下行，整体处于低位，流动性合理充裕。

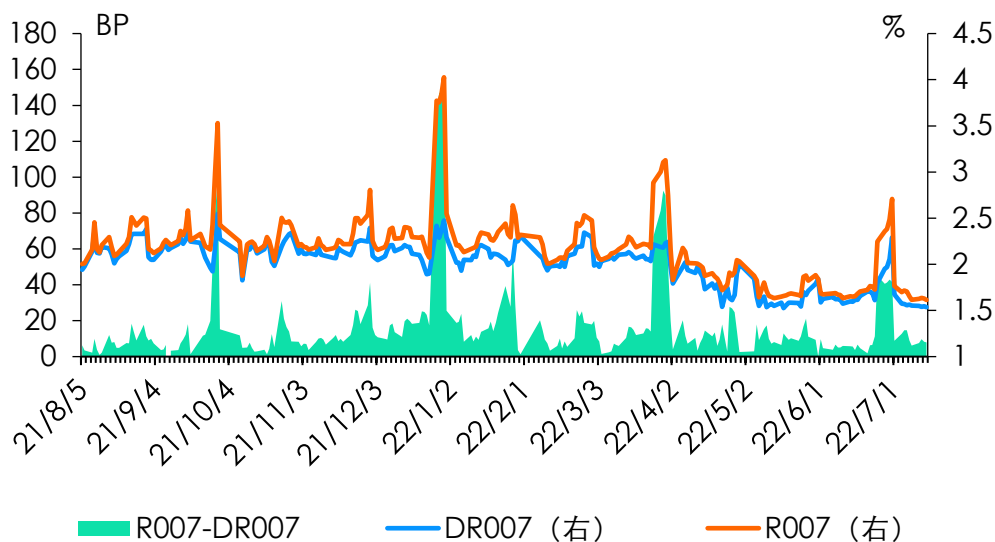
具体来看，截至7月15日，央行累计开展11期逆回购操作，投放金额400亿元，操作利率维持在2.1%。结合到期量来看，7月上半月央行净回笼为4350亿元，回收了跨季释放的流动性。短期资金方面，7月以来短期资金利率处于低位，具体来看，截至7月15日，DR001均值为1.26%，DR007均值为1.57%，DR014均值为1.58%，DR021均值为1.59%，DR1M均值为1.69%，DR3M均值为1.66%。

图表 19 各期限短期资金利率处于低位 (%)



虽然央行在 7 月缩量进行公开市场操作，但是资金面整体仍宽松，流动性分层较 6 月末税期减小，无论是存款类金融机构或是非银机构在 7 月上半月的流动性压力都不大。截至 7 月 15 日，R007-DR007 的均值为 9.96bp，较 6 月的均值 14.52bp 下降。

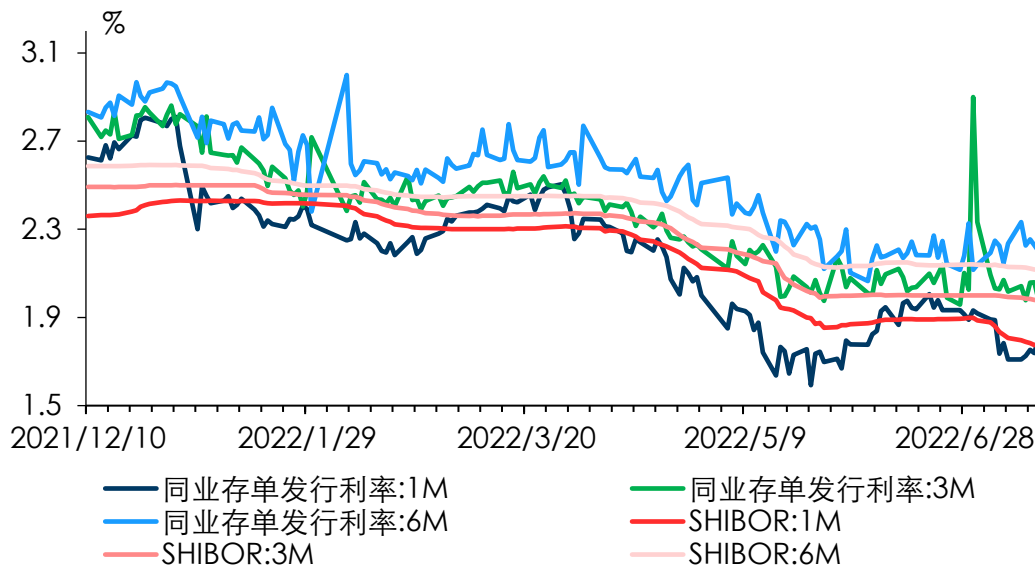
图表 20 流动性分层改善



长期资金价格方面，1M 同业存单发行利率相较 6 月末下行后略有回升，3M 和 6M 同业存单发行利率从 6 月末回落后呈震荡走势，1M Shibor 利率下行明显，3M 和 6M Shibor 利率略微下行。具体来看，同业存单方面，至 7 月 15 日，同业

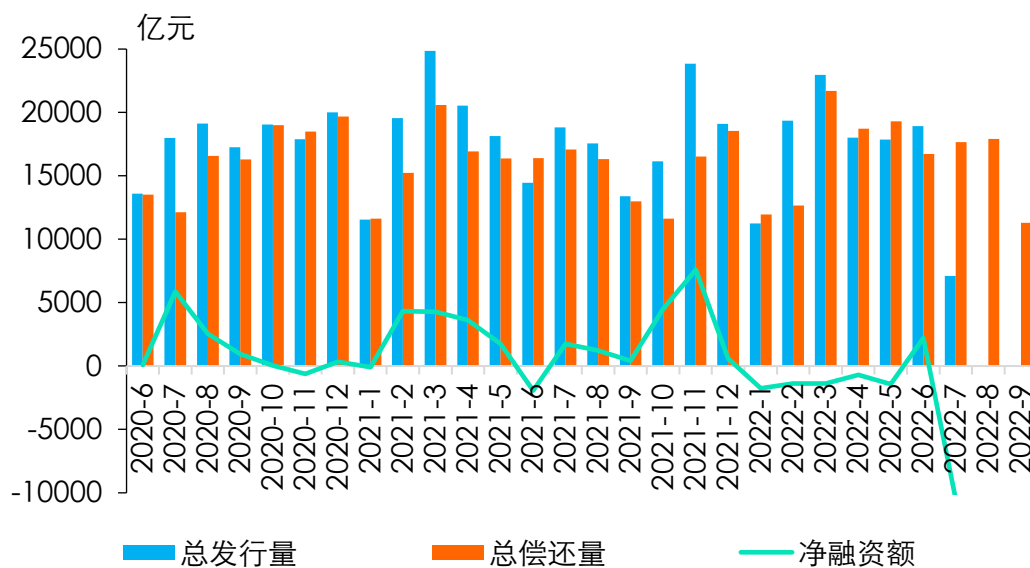
存单各期限平均利率：1M为1.79%，3M为2.06%，6M为2.22%，分别较6月均值下行11bp、4bp和上行3bp；Shibor方面，截至7月15日，各期限平均利率：1M为1.82%，3M为1.99%，6M为2.13%，分别较6月均值下行7bp、1bp和1bp。

图表 21 长期资金价格中枢多数下行



向后看，7月与8月单月同业存单偿还量合计超过了3.5万亿元，偿还压力不小，可能会给长期资金利率带来一定扰动。但7月以来疫情反复，且地产风险事件频发，预期短期内宽货币环境延续，长期资金利率上行幅度有限。

图表 22 同业存单发行与到期情况（亿元）

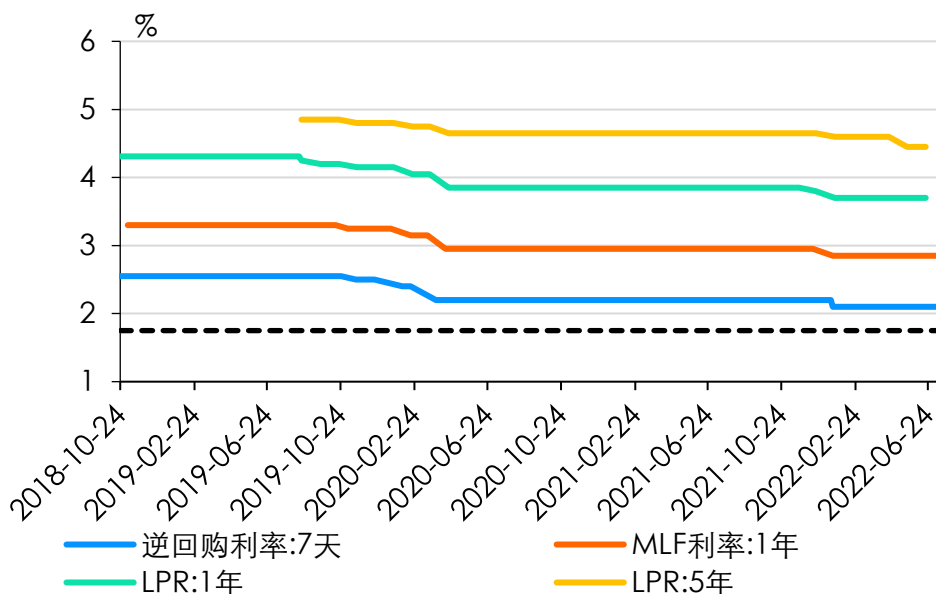


利率走廊方面，自年初央行调降中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点后，暂无其他变化情况。LPR方面，在年初

1年期LPR下调10bp和5年期以上LPR下调5bp，5月5年期以上LPR下调15bp后也暂未变动。

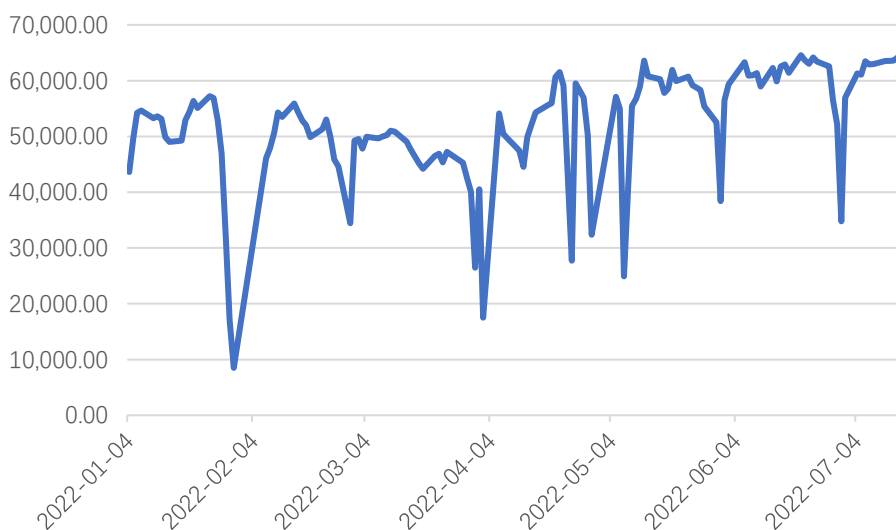
向后看，近期公布的二季度GDP和6月规模以上工业增加值均不及预期，但6月金融数据数量超预期结构也有所改善，美国通胀水平居高不下，美联储加息预期强烈，预计后续降息可能不大。

图表 23 利率走廊变化 (%)



7月以来银行间质押式回购日成交量维持高位，除了跨季后第一个工作日之外，其余交易日的日成交量均在6万亿之上。在流动性宽松的环境下，机构加杠杆的意向也较强。

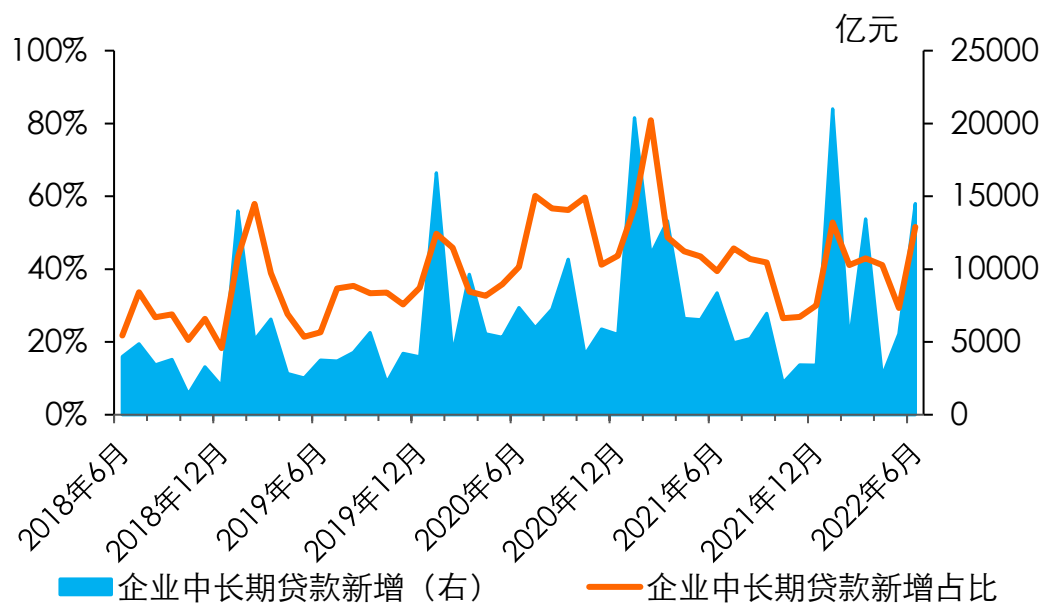
图表 24 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



（二）金融数据：企业逐步复工复产，数据总量超预期结构改善明显

总体来看，6月金融数据总量超预期，结构改善明显。总量方面，新增人民币贷款同比多增。结构方面，新增人民币贷款中长期占比的环比与同比均上升。居民长端贷款也有所恢复，主要是购房购车等需求集中修复，需关注地产政策是否有进一步放松以及地产行业销售回暖信号。企业端，随着企业复工复产有序开展，专项债发行量创历史新高，带动大量基建配套贷款，整体的贷款需求有所反弹，结构大为改善。未来除了信贷数据总量的持续性需要进一步观察，由于近期地产行业的信用风险暴露仍在继续，信贷数据结构的改善的持续性也需要进一步观察。

图表 25 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



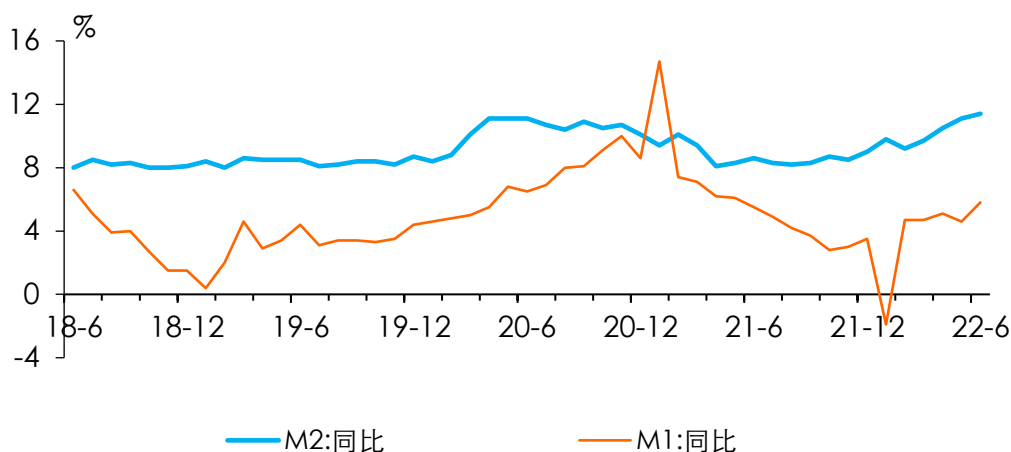
6月社融新增表现为同比多增。社融增量的主要贡献来自于人民币贷款与政府债券的增量，前者在国内企业大力推进复工复产影响下表现较上月大为改善，实体的需求有所恢复。后者则是今年以来稳增长抓手中的重要角色，年初以来一直表现为同比多增，本月的新增量更是来到了年内的高点，随着专项债发行基本结束，预计下月将从高位回落。

图表 26 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	票据融资	企业债券	股票	政府债券
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	61722	41988	1031	428	-680	4733	5802	1439	6026
2022年2月	12279	9084	480	-74	-751	-4228	3719	585	2722
2022年3月	46525	32291	239	107	-259	287	3711	958	7074
2022年4月	9420	3616	-760	-2	-615	-2557	3745	1166	3912
2022年5月	28358	18230	-240	-132	-619	-1068	308	292	10582
2022年6月	51733	30540	-291	-380	-828	1066	2183	589	16216
2021年6月	37017	23182	701	-474	-1046	-221	3927	956	7508

6月M2同比增速11.4%，高于预期值10.8%和前值11.1%。M1同比增速5.8%，前值4.6%。M1与M2剪刀差较上月有所缩小，宽货币向宽信用的传递逐渐顺畅，随着地产政策放松和央行结构性政策发力，预计未来宽货币向宽信用的传递会继续边际改善。

图表 27 M2及M1同比增速 (%)



尽管本次金融数据表现为总量同比多增，有着超预期的表现，但数据发布后，各关键期限的国债活跃券收益率盘后略有下行，主要是因为当前疫情有所反复，低利率的特征没有改变，债市杠杆水平仍处高位。向后看疫情是否得到有效控制和稳增长具体的落实情况仍是债券市场短期内最大的影响因素。货币环境方面，预计利率仍将维持低位震荡，需警惕国内外通胀上行对货币政策的边际影响。宽

信用方面，需关注下旬政治局会议政策定调。

(三)下阶段流动性展望:稳增长措施持续发力,资金利率缓慢回归。

7月以来利率多下行，整体处于低位，DR007 始终处于公开市场 OMO 操作利率以下的水平，央行缩量开展公开市场操作回收跨季释放的流动性，引导资金利率向政策利率回归，流动性合理充裕。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。企业已逐步复工复产，但国内疫情仍有反复，二季度 GDP 和 6 月规模以上工业增加值均不及预期，房地产销售数据回落，部分楼盘断供停贷，货币政策恐难收紧。7 月公开市场到期压力较小，资金面边际收敛，预计资金利率将缓慢回归政策利率。货币政策方面，央行在金融数据发布会上已言明，总量上保持流动性合理充裕，加大对实体经济的信贷支持力度，结构上继续用好结构性货币政策工具，突出金融支持重点领域。预计后续基础设施建设投资将持续发力，助力宏观经济稳定发展。

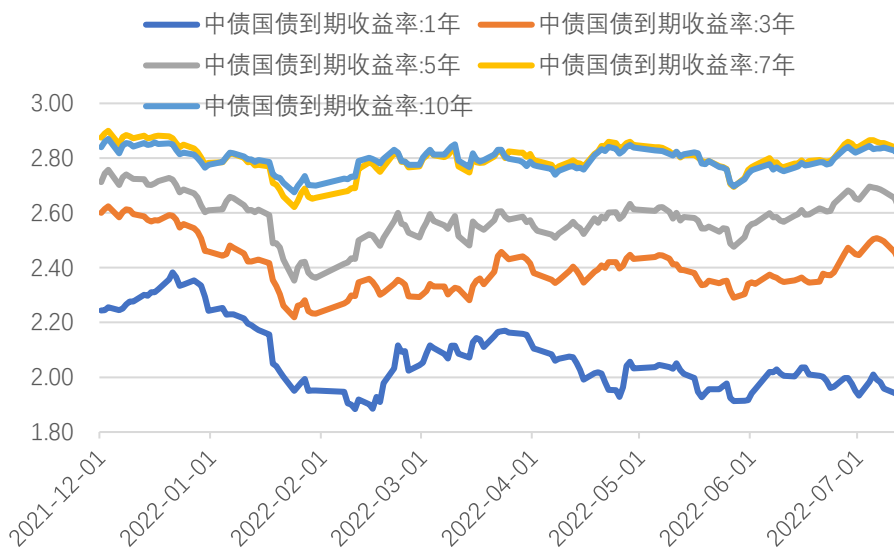
三、利率债策略：关注资金利率拐点，做平收益率曲线。

(一) 利率债走势回顾

1、收益率先上后下，曲线继续走陡。

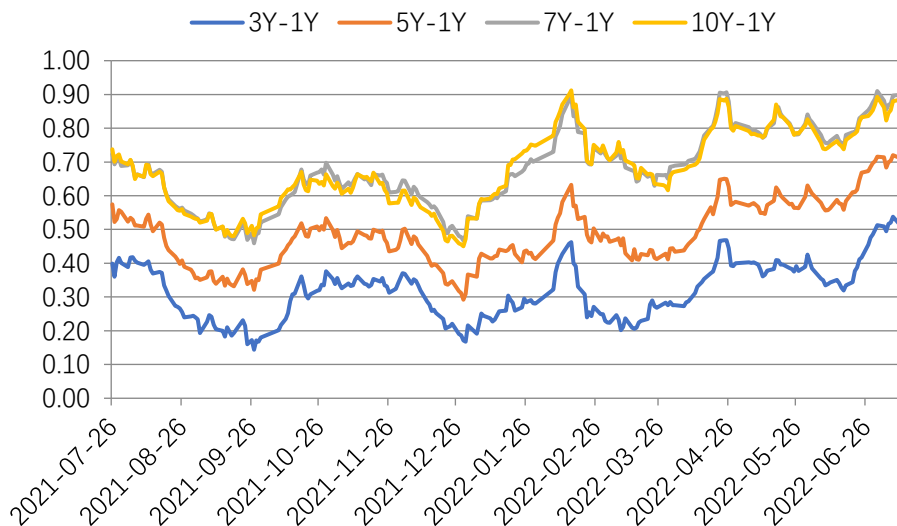
6月中下旬以来，收益率整体呈现先上后下的走势。一方面随着疫情控制后经济复苏、社融回升，收益率有所上行。但后续疫情反复叠加房贷断供等冲击，债券收益率再度下行。

图表 28 国债期限利差走势 (%)



从曲线形态来看，由于资金面持续宽松，短端下行幅度较大，收益率曲线继续走陡。

图表 29 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数均比较低。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 7.6%、4.8%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 15.5%、18.8%、14.3%、11%、7.6%。国开债关键期限所处的分位数分别为 9.2%、8.6%、7%、5.1%、4.8%。

图表 30 国债关键期限分位数

2022/7/13	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	1.94	2.43	2.61	2.81	2.81	3.32
历史均值	2.62	2.95	3.15	3.35	3.43	4.01
当前-均值	-0.68	-0.52	-0.54	-0.54	-0.63	-0.69
分位数	15.5%	18.8%	14.3%	10.9%	7.6%	4.8%

图表 31 国开债关键期限分位数

2022/7/13	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	2.03	2.60	2.80	3.06	3.06	3.37
历史均值	3.07	3.50	3.74	3.94	4.00	4.43
当前-均值	-1.04	-0.90	-0.94	-0.88	-0.94	-1.06
分位数	9.2%	8.6%	7.0%	5.1%	4.8%	1.6%

从期限利差来看，目前国债收益率曲线相对而言更为陡峭，各期限利差基本处于 80%左右分位数，其中 3Y、5Y 较陡。国开债收益率曲线期限利差处于 70~80%分位数，其中 3Y、7Y 较陡。

图表 32 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.49	0.68	0.87	0.87
历史均值	0.32	0.53	0.73	0.81
当前-均值	0.17	0.14	0.15	0.06
历史分位数	84.80%	80.40%	79.00%	72.30%

图表 33 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	0.57	0.77	1.03	1.03
历史均值(近10年)	0.43	0.67	0.87	0.93
当前-均值	0.14	0.10	0.16	0.10
历史分位数	80.10%	70.70%	74.20%	70.20%

2、隐含税率处于较低水平。

6月中下旬以来，国开债各期限隐含税率大多上行，3Y期小幅下行。目前各关键期限的隐含税率分别为4%、7%、7%、8%、8%，所处的历史分位数分别为12.9%、4%、2%、4%、7%。隐含税率虽有所回升但整体仍处于较低水平。

图表 34 国开债隐含税率分位数

2022/7/13	期限				
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年
当前水平	0.04	0.07	0.07	0.08	0.08
历史均值	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14
当前-均值	-0.09	-0.09	-0.08	-0.07	-0.05
分位数	12.90%	4.00%	2%	4%	7%

(二) 利率债影响因素分析

近期，对债市形成支撑的主要是资金利率处于低位，向后看，经济基本面继续修复，但不确定性较强。广义流动性持续扩张但结构欠佳，中美利差缩窄也带来一定资金外流压力，货币政策目标可能变得更为多元化。

1、稳增长效果显现，但内生增长动力仍然较弱。

6月经济数据显示经济延续修复趋势，但较为亮眼的主要是基建和消费，主要受稳增长政策提振。地产投资增速继续下滑，且新开工增速较低将会形成持续拖累。失业率从高位下降至5.5%的目标水平，降幅较为显著，但青年团体失业率仍处于高位。从各地区二季度增长情况来看，长三角、北京、广东受疫情影响较大，其余地区也普遍下滑，显示经济内生增长动力较弱。

对于债券市场，失业率的大幅下降形成利空，但当前我国经济恢复的不确定性较强，近期地产停贷也使得市场担忧加重，后续稳增长的压力仍然较大。

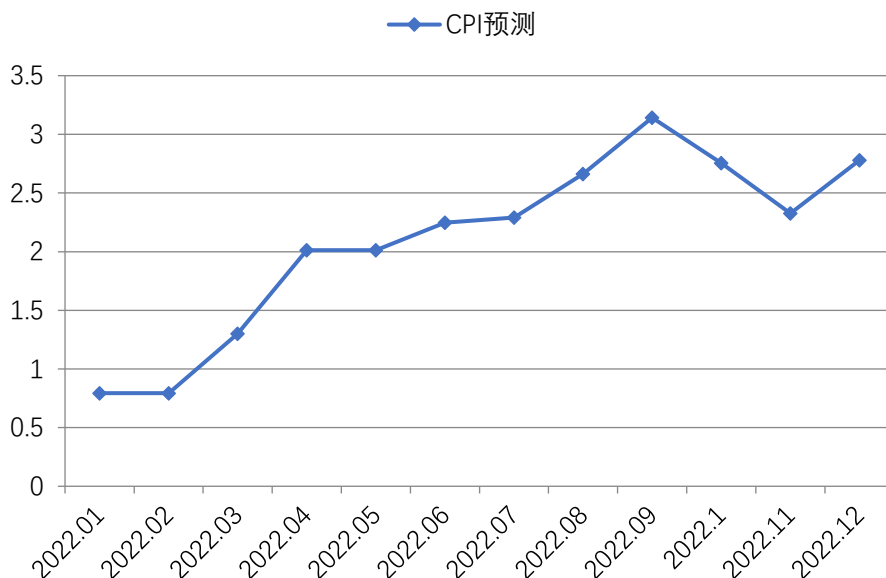
2、CPI 上行压力较大，但暂时不构成制约。

6 月 CPI 继续上行至 2.5%，PPI 延续下行趋势。尽管通胀继续上行，但目前对货币政策尚不构成制约。

从 CPI 分项看，引起 CPI 上行的主要是猪肉价格的周期性回升以及疫情解封后旅游价格的上涨。按照测算，随着基数逐步回落，以及猪肉价格的持续上涨，后续 CPI 预计继续上行，9 月可能上行至 3%以上。参照 2019 年经验，CPI 上行对货币政策的影响有限，但会在一定程度上限制政策宽松的空间。

从 PPI 来看，6 月延续下行趋势。从行业来看，6 月环比上涨较多的仍然是上游能源类商品，下跌的主要为中下游工业品。显示尽管疫情后陆续开工，但中下游需求仍然较弱。尤其是黑色金属环比降幅更大，可能受到地产需求下滑的冲击。从高频数据看，6 月中下旬以来，多数工业品价格从高位回落，主要受欧美国家通胀高企、货币政策加速收紧背景下，衰退预期增强的影响。向后看，在海外需求走弱、国内需求提振有限的背景下，预计后续 PPI 延续下降趋势。

图表 35 CPI 走势预测 (%)

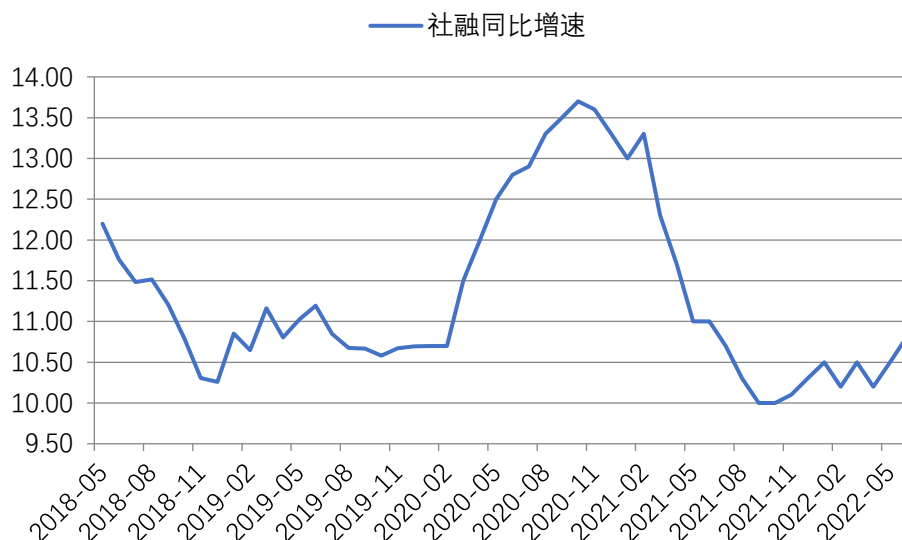


3、社融回升速度较慢，政府债券为主要支撑。

在经济走弱的背景下，宽信用成为当前货币政策的重点。从 6 月社融数据来看，广义流动性延续扩张趋势，社融同比增速从 10.5%继续回升至 10.8%。

从社融结构来看，当月略有改善，企业中长期贷款多增较多，但主要支撑仍然为政府债券。6月社融同比多增1.47万亿，其中政府债券同比多增8676亿，占比达到一半以上。而从上半年来看，社融同比多增3.26万亿，其中政府债券多增2.2万亿，占比达到三分之二以上。

图表 36 社融增速持续回升 (%)



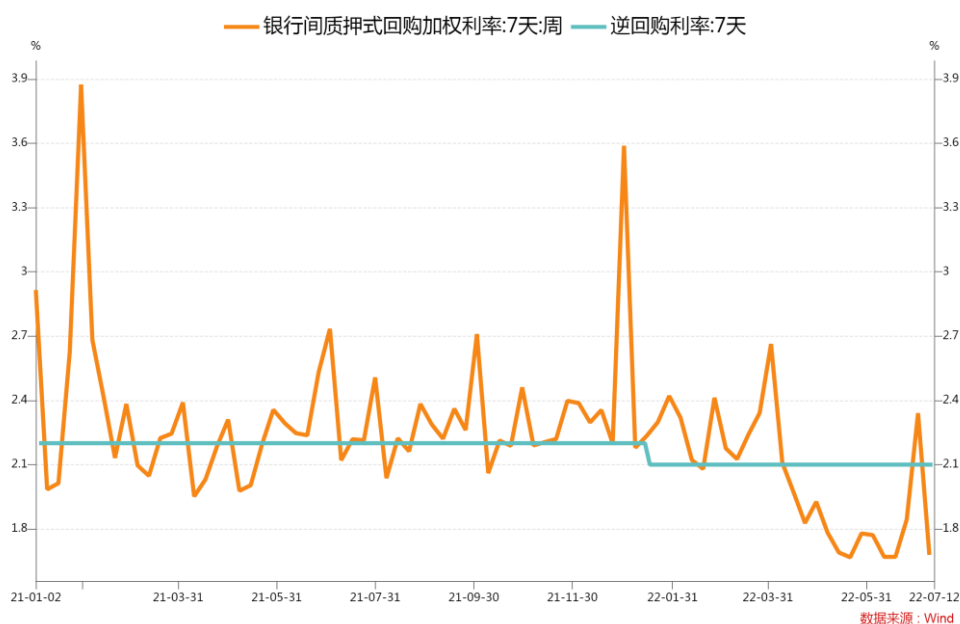
鉴于地方债6月底已基本发行结束，下半年仅剩国债发行，政府债券对社融的支撑将会减弱，这使得市场对社融回升的可持续性存疑。向后看目前微观主体活力尚未完全恢复，但地产销售低位回暖、政策性金融工具发行在即，可能对社融形成一定支撑。总体而言，与2020年疫情后相比，本轮社融回升的速度和幅度均比较弱。

4、资金利率处于低位，央行缩量投放。

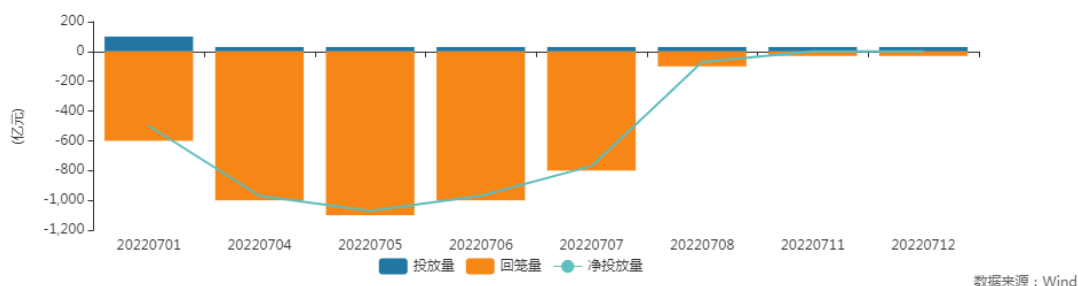
4月疫情爆发后，资金利率一直处于较低状态。银行间隔夜质押式回购利率在1.3~1.4%之间，7天质押式回购利率在1.7%附近，对收益率形成较强的保护。

央行缩量投放，资金仍然较为充裕。7月4日以来，央行在公开市场投放量下降至30亿，一度引发市场对资金面收紧的预期。但从资金利率来看，缩量后资金利率不仅没有上行，且较前期有所下行。主要原因是6月底为财政投放大月，资金集中释放带来较多流动性。

图表 37 银行间 7 天质押式回购利率 (%)

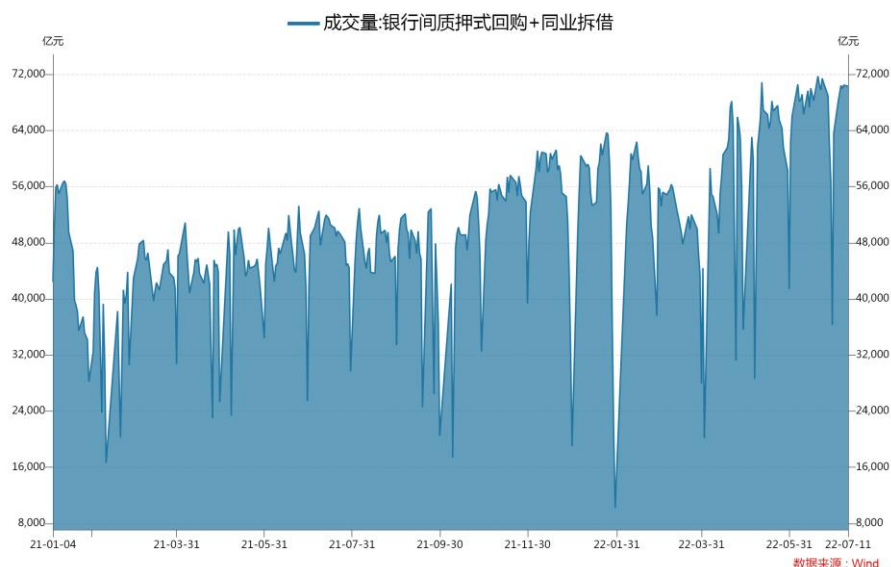


图表 38 央行公开市场投放与回笼 (亿元)



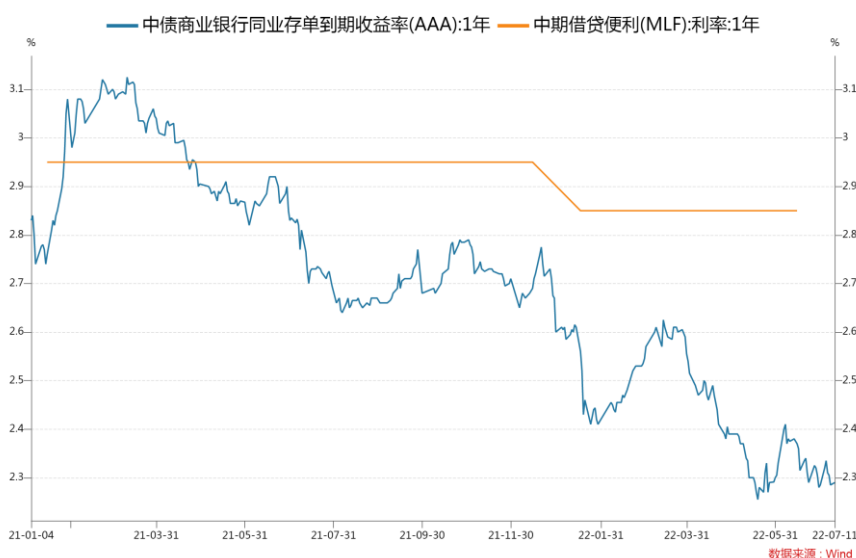
因此，央行缩量投放的主要目的一是对冲财政资金，二是对当前债券市场攀升的杠杆率形成提醒。由于资金利率长期低位，债券市场杠杆率持续攀升，银行间质押式回购与拆借成交量之和从以往的 5.6 万亿左右攀升至 7 万亿附近，市场结构较为脆弱。本次央行缩量投放也具有传递信号的作用，对不断攀升的杠杆形成一定震慑。

图表 39 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）



资金利率预计逐步向政策利率收敛。目前货币市场利率处于较低位置，银行间 7 天质押式回购利率较政策利率（2.1%）低 40BP 左右，1Y 期 AAA 同业存单利率（2.3%附近）比同期限 MLF 利率（2.85%）低约 55BP。目前资金利率低位所持续的时间已经较长，但在经济复苏尚不稳定、信用扩张乏力的背景下，预计短期内也难以收紧，但中期预计将向政策利率收敛。

图表 40 AAA 级 1Y 期同业存单收益率（%）



5、下半年债券供给集中在国债和政金债。

截至 6 月末，地方政府债券发行基本结束，而上半年国债和政金债的发行进度较慢，预计下半年供给将增大。

按照数据统计，截至 7 月 11 日，地方债发行进度已经完成 93%，而国债发行进度仅为 30%，下半年约需净新增国债 1.85 万亿，月均规模为 3000 亿左右。政金债方面，2020 年后政金债作为准财政补充工具，净增规模上行至 2 万亿以上。今年国常会又出台了政策性金融工具为基建项目补充资本金，规模约为 3000 亿。按照 2022 年政金债新增 2.5 万亿测算，上半年仅净增 7189，下半年仍需净增 1.8 万亿左右，月均规模近 6000 亿。国债和政金债合计，月均供给规模达到 9000 亿左右。

图表 41 政府债券净增规模（亿元，截至 7.11）

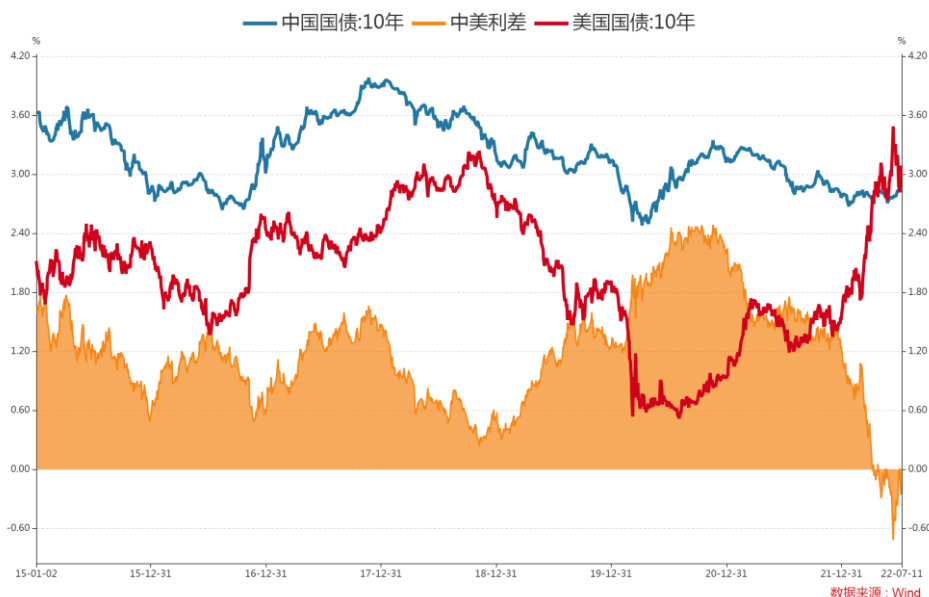
	全年额度	至今净增规模	剩余规模	至今发行进度
国债	26500	8044	18456	30%
地方债	43700	40845	687	93%
合计	70200	48889	19143	70%

与往年相比，下半年供给压力相对较小。2020 年和 2021 年下半年，国债、地方债和政金债合计月均新增规模约为 9785 亿左右，按照 2022 年下半年月均 9000 亿预估，下半年供给压力将低于往年同期。从债券持有结构来看，国债、地方债的持有机构主要为商业银行，政金债的持有机构主要为基金和理财产品，下半年地方债供给下降，可能使得商业银行面临一定配置压力。

6、中美利差倒挂，资金流出压力持续，对下半年货币政策形成制约。

2022 年 5 月以来，随着美债快速上行至 3% 以上，10Y 中美利差进入倒挂状态，倒挂幅度一度扩大至 50BP，后随着美债高位回落下降至 16BP。

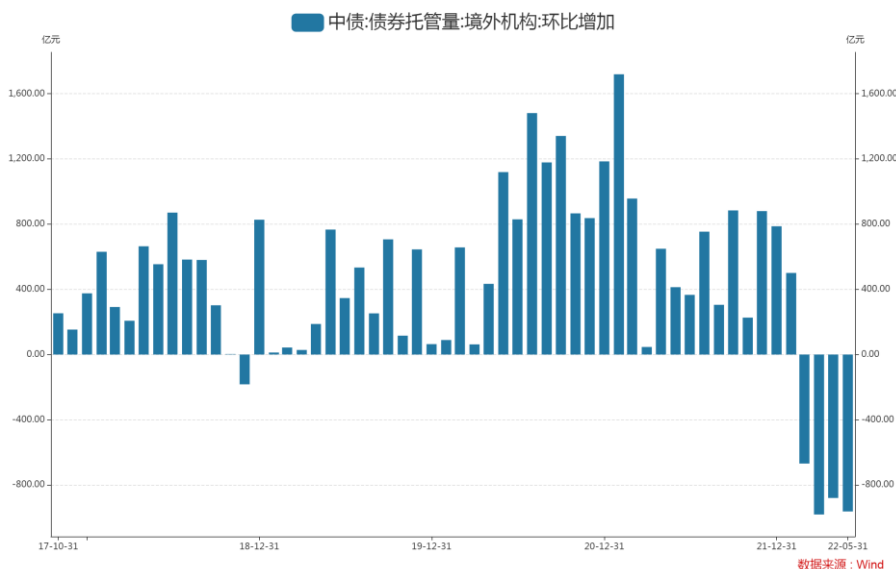
图表 42 中美利差走势 (%)



从影响路径来看，中美利差对国内债市的影响主要是通过境外机构资金流动情况，以及由此所引发的央行货币政策的态度变化。2022 年 2 月以来，随着美债收益率持续上升，境外机构已经连续 4 个月减持中国债券，月均规模约为 900 亿左右，带来一定资金外流压力。参照 2018 年，彼时美债利率也为上行趋势，但境外机构流出规模并不大，对国内债市的影响也有限，中国国债收益率走出了下行的独立趋势。

向后看，2022 年下半年中美利差倒挂可能会对我国货币政策产生一定约束。一方面，随着外资对我国债券市场参与程度的加深，资金流出的干扰增强，央行的独立性有所削弱。另一方面海外通胀上行趋势较强，预计货币政策将加速收紧予以应对，可能会加大中美货币政策的周期错位现象。

图表 43 境外机构债券托管量变化（亿元）



（三）利率债策略：经济恢复不稳定，关注资金利率拐点。

6月疫情得到逐步控制后，收益率仍然未摆脱区间震荡格局。一方面，随着经济逐步修复，收益率有所上行；另一方面资金面一直较为宽松，使得利率上行幅度有限。从经济基本面来看，尽管6月数据全面回升，但在疫情反复、地产危机的冲击下，市场对后续增长预期仍然较为悲观。社融增速持续回升，但主要受政府债券支撑，下半年有一定回落压力。由于本次疫情后经济的修复速度慢于2020年，资金面宽松状态持续的时间可能较长，对债市形成一定保护。但近期央行在公开市场缩量投放，释放出一定紧缩信号。对于债券市场而言，短期内震荡格局延续，中期可能受资金利率向政策利率收敛影响而上行。目前收益率曲线较陡，建议交易盘关注资金利率拐点，可做平7Y与1Y期限利差，配置盘可在利率上行中逐步介入，品种上3Y、7Y政金债更优。