

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,7月数据显示在6月短暂的反弹后,经济下行压力再度增大。尤其是地产投资的加速下行,对相关行业的需求减弱,使得上下游产业链的生产增速也放缓。同时制造业投资逐步进入去库存周期,消费反弹也较为乏力,使得经济数据整体不及预期。7月表现较为亮眼的主要为基建投资和汽车制造业,基建仍然保持较高增速,汽车行业呈现供需两旺的局面,对经济形成一定支撑。

8月以来资金利率多下行,仍然处于低位,政策利率超预期下调10bp,传递出引导资金流向实体和推动降低企业综合融资成本的信号。向后看,货币政策预计仍以稳增长为主要目标,经济下行压力较大,短期内恐难收紧。但同时也面临海外货币政策收紧以及结构性通胀上行的压力,继续宽松的空间有限。预计资金面保持合理充裕,资金利率缓慢向政策利率回归。广义流动性方面,随着地产低位企稳及政策性银行开发性金融工具的发行,预计社融增速将再度回升。

7月以来收益率整体下行,主要原因一是经济下行压力增大,地产停贷使得预期更为悲观;二是资金面始终保持宽松,政策利率再度下调。向后看,从经济基本面来看,内外需仍有下行压力,短期内基建和汽车有一定支撑,基本面对债市有利。实体经济融资需求仍然较弱,使得狭义流动性被动宽松,资金利率向政策利率的收敛预计较为缓慢。海外货币政策加速收紧,短端中美利差倒挂幅度加大,资金流出压力仍存。目前债市收益率下行至震荡区间的下沿,做多情绪浓厚。建议交易盘谨慎追多,可择机做窄期限利差。配置盘继续盘活存量、结构调整,配置品种目前3Y、7Y政金债较优。

目录

一、宏观经济：经济下行压力增大，地产拖累显著.....	3
(一) 地产持续形成拖累，制造业及消费反弹乏力.....	3
1、地产投资拖累固定资产投资加速下行。.....	3
2、地产竣工开始回升，销售受停贷影响降幅较大。.....	4
3、消费反弹幅度不及预期，6月促销形成挤出。.....	6
4、失业率继续下降，结构性矛盾仍然突出。.....	6
5、出口延续反弹趋势，贸易顺差创新高.....	7
(二) 生产：地产相关行业受到拖累，汽车制造业增速回升。.....	10
(三) CPI 继续上行，PPI 延续下行趋势。.....	11
1、食品价格带动 CPI 环比上涨。.....	12
2、三季度 CPI 维持高位，PPI 延续下行趋势。.....	12
二、流动性及货币政策：资金面宽松，央行超预期降息。.....	14
(一) 流动性回顾：隔夜维持在 1%附近，资金利率整体下行。.....	14
(二) 金融数据：社融大幅低于预期，实体需求亟待提振.....	18
(三) 二季度货币政策：结构性通胀压力加大，丰富完善结构性货币政策工具.....	19
(四) 下阶段流动性展望：加大实体经济信贷支持，资金利率缓慢回归。.....	20
三、利率债策略：区间下沿谨慎追多，择机做窄期限利差。.....	20
(一) 利率债走势回顾.....	20
1、收益率整体下行。.....	20
2、隐含税率继续下行。.....	23
(二) 利率债影响因素分析.....	23
1、疫情反复、地产投资加速下行，经济下行压力增大。.....	23
2、下半年通胀中枢上移，对货币政策影响有限。.....	23
3、社融增速回落，融资需求较差。.....	24
4、资金被动宽松，银行间杠杆持续攀升。.....	25
5、后续利率债供给规模低于往年，机构存在一定配置压力。.....	26
6、中美利差短端倒挂幅度加重，债市资金流出压力仍然较大。.....	27

一、宏观经济：经济下行压力增大，地产拖累显著

7 月份以来，经济在短暂的反弹后再度回落。7 月经济数据显示下行压力再度加大，地产对供需两端的拖累显著，制造业逐步进入去库存阶段，消费反弹也较为乏力。

从 PMI 指数来看，制造业 PMI 在连续 2 个月环比上升后再次下降，且落入 50% 以下，表明经济运行受国内疫情散发、多地高温等因素影响有所波动。分项指数变化显示，7 月市场需求有所回落，企业生产经营活动放缓。但企业成本压力明显下降，就业保持相对稳定，新动能仍保持上升势头。非制造业保持较好的恢复节奏，就业相对稳定，企业成本压力趋缓，但需求恢复的稳定性偏弱。行业来看，随着政府扶持政策效果的持续释放，投资相关活动持续向好；停贷风波背景下，各地政府积极推动“保交楼”，地产相关活动改善；商品流通趋于顺畅，接触型服务业活动继续加快恢复。

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
2022-07	49.0	49.8	48.5	47.4	42.6	48.0	48.9	46.9	40.1	40.4	47.9	48.6	50.1	52.0
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
变动	-1.2	-3.0	-1.9	-2.1	-1.6	-0.6	-2.2	-2.3	-6.2	-11.6	-0.2	-0.1	-1.2	-3.2

(一) 地产持续形成拖累，制造业及消费反弹乏力

1、地产投资拖累固定资产投资加速下行。

1-7 月，固定资产投资累计同比增速为 5.7%，增速较前值（6.1%）下降 0.4 个百分点。固定资产投资增速加速下行，主要受地产投资和制造业投资的拖累。

从当月增速来看，固定资产投资增速整体从 5.62% 下降至 3.75%，降幅为 1.87

个百分点。其中地产和制造业降幅最大，基建投资增速小幅下行。向后看地产投资短期内预计维持低位，制造业投资进入去库存周期，基建投资仍然是支撑固定资产投资的主要因素。

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
2022-07	3.75%	-12.33%	7.55%	11.48%
2022-06	5.62%	-9.41%	9.92%	12.04%
2022-05	6.21%	-4.02%	10.60%	8.16%

从制造业各行业来看，7月多数行业累计同比增速下行，上行幅度较大的主要为医药制造业和汽车制造业。主要受疫情相关需求上升以及汽车消费刺激政策提振。其余多数行业累计同比增速下行。

2、地产竣工开始回升，销售受停贷影响降幅较大。

2022年7月，房地产投资累计增速-6.4%，较前值（-5.4%）下降1个百分点。当月同比增速从-9.4%下降至-12.3%，地产投资延续下行趋势。

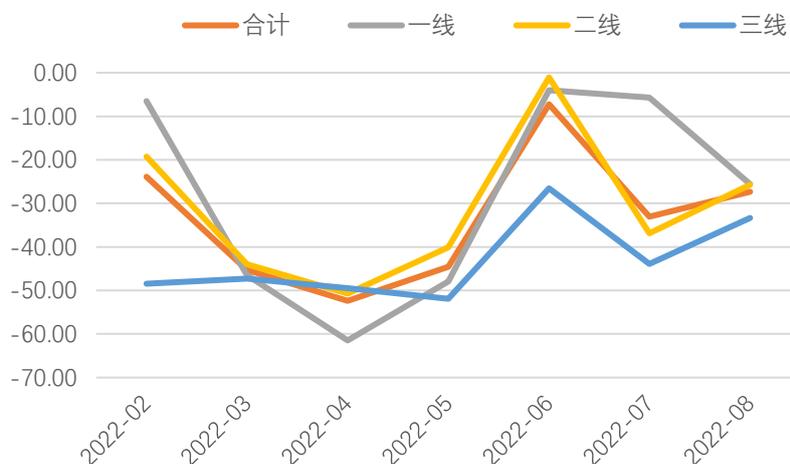
从当月增速来看，竣工和购地面积当月同比增速有所上行，其余分项继续下行。具体来看，竣工增速和购地面积增速分别回升4.7、5.5个百分点，与7月份停贷风波以来，各地纷纷出台保交楼政策有关。地产销售和新开工增速继续下行，显示7月份房地产市场仍然很低迷，尤其是销售增速受停贷影响降幅较大。

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
2022年7月	-28.88	-12.33	-45.39	-36.01	-25.82	-47.33
2022年6月	-18.28	-9.41	-45.08	-40.73	-23.59	-52.81
变动	-10.6	-2.9	-0.3	4.7	-2.2	5.5

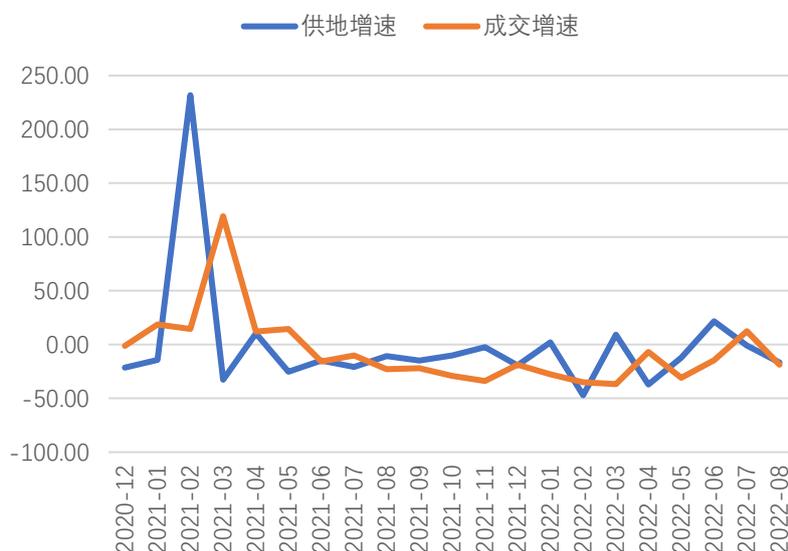
30大中城市地产销售数据显示，8月份地产销售增速有所回升，同比增速从-33%回升至-27.3%。其中一线城市销售增速下行，二、三线城市销售增速反弹。具体来看，一线城市销售同比增速从-5.73%下降至-25.55%，二线城市销售同比增速从-36.85%反弹至-25.69%，三线城市销售同比增速从-43.92%反弹至-33.34%。二、三线城市销量的回升显示近期的保交楼及限购放松政策对预期有所提振。

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，7月土地市场成交增速有所反弹，但8月上旬再度下滑。8月每周成交面积为1218万平，较7月的2347万平下降，同比增速从12.55%下降至-18.78%。供地面积增速同步下降，每周平均供地面积从7月的2174万平下降至1954万平，同比增速从-0.92%下降至-16.54%。

图表 5 100 大中城市土地成交面积同比增速 (%)



向后看，随着7月政治局会议提出落实地方政府责任保交楼，预计各地将陆续出台解决方案，带动竣工增速继续回升。但销售增速的回升可能较为缓慢，一方面各地限购、首付比例等逐步放开能够对销售有所提振，但另一方面居民资产负债表仍处于修复过程中，收入预期下降，倾向于多储蓄、少投资，购房

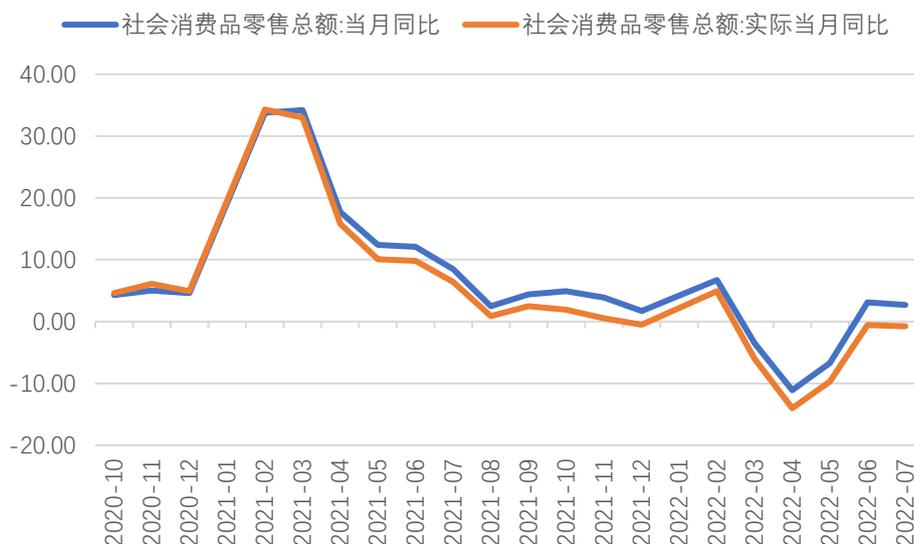
热情较低，将使得销售回升较为缓慢。

3、消费反弹幅度不及预期，6月促销形成挤出。

7月消费当月同比增速从3.1%回落至2.7%，低于市场预期。

从细项看，7月消费增速回升的分项主要有餐饮、家电家具、金银珠宝，其余分项增速均回落。主要呈现以下特点：一是线下消费继续修复，餐饮当月同比增速从-4%反弹至-1.5%。二是6月促销活动对7月消费形成一定挤出，化妆品、日用品类消费增速降幅较大，分别回落7.4、3.6个百分点。三是汽车消费增速高位回落，从13.9%下降至9.7%。

图表6 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



向后看消费增速的反弹可能较为曲折，一方面疫情期间居民预防性储蓄意愿较强，消费意愿恢复较慢。另一方面近期奥密克戎在多地反弹，对居民出行、旅游等行业也形成不利影响。但汽车消费数据较好，7、8月乘用车销量增速均保持高位，能够对消费形成一定提振。

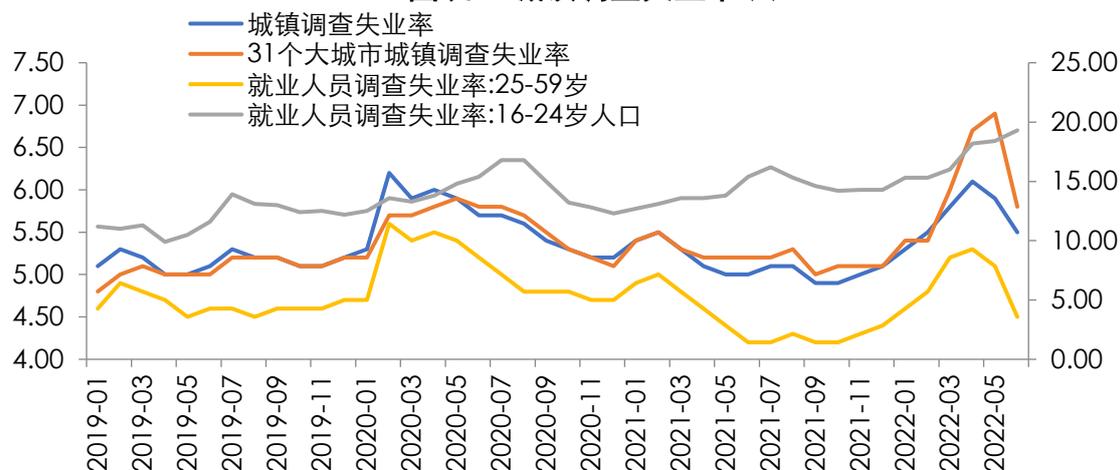
4、失业率继续下降，结构性矛盾仍然突出。

7月，全国城镇调查失业率5.4%，较6月下降0.1个百分点。31个大城市

城镇调查失业率为 5.6%，较前值下降 0.2 个百分点。

7 月调查失业率延续下行趋势，但年龄结构矛盾仍然突出。16-24 岁群体调查失业率从 19.3% 进一步上升至 19.9%，25-59 岁群体人口调查失业率从 4.5% 下降至 4.3%。青年团体失业率继续攀升，与毕业季季节性升高也有关系，8 月预计能够从高位逐步回落。

图表 7 城镇调查失业率(%)



从PMI指数看，7月PMI从业人员再度下降，从48.7%下降至48.6%。BCI企业招工前瞻指数小幅反弹，从51.67%反弹至55.64%，显示中小企业用人需求有所改善。

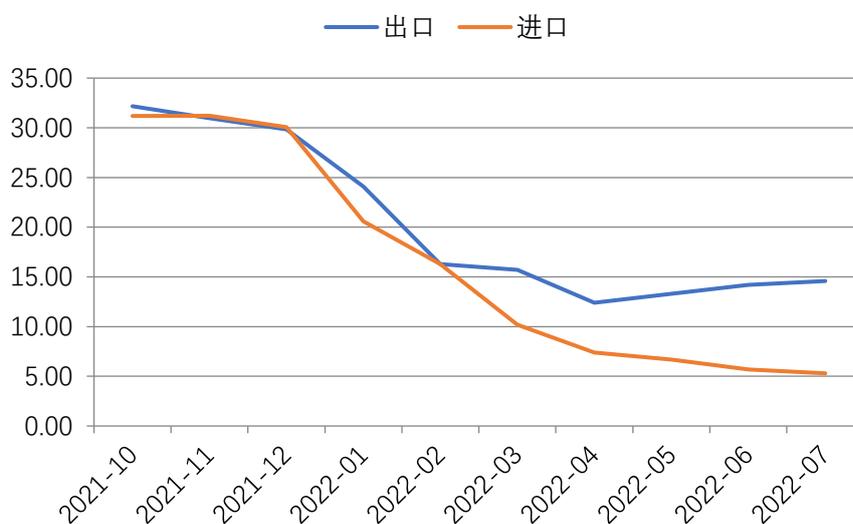
5、出口延续反弹趋势，贸易顺差创新高

从进出口数据来看，7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，贸易顺差继续扩大。

(1) 出口继续反弹，国内产业链竞争优势仍然较强。

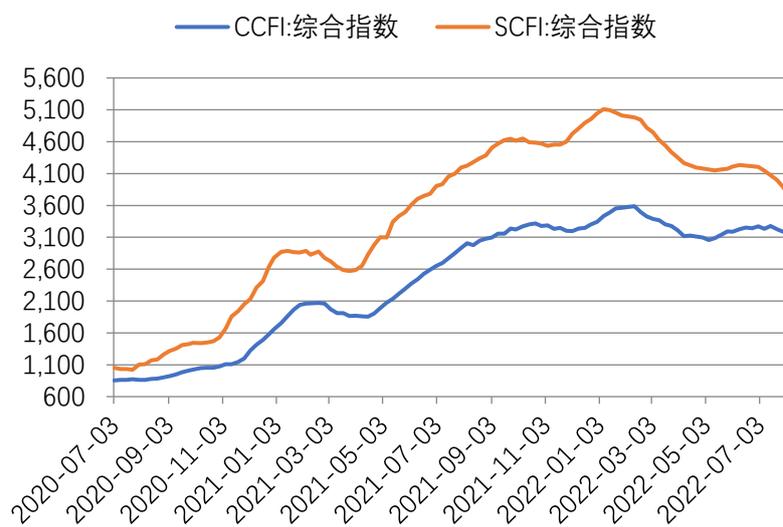
按美元计，7月份出口累计同比增速为14.6%，较前值提高0.4个百分点，出口增速延续反弹趋势。当月出口同比增速为18%，较前值小幅反弹0.1个百分点。

图表 8 中国进出口累计增速（以美元计，%）



7月出口增速高于预期。主要拉动一是前期积压订单的反弹，二是海外出行类产品需求较好，三是汽车行业出口保持较高景气度。预计短期内上述三点仍然能够对出口形成一定支撑。但从高频数据来看，7月以来出口集装箱运价指数再度下行，显示海运需求逐步下降。发达经济体PMI也持续回落，外需下行将对出口形成拖累。

图表 9 集装箱运价指数走势 (%)

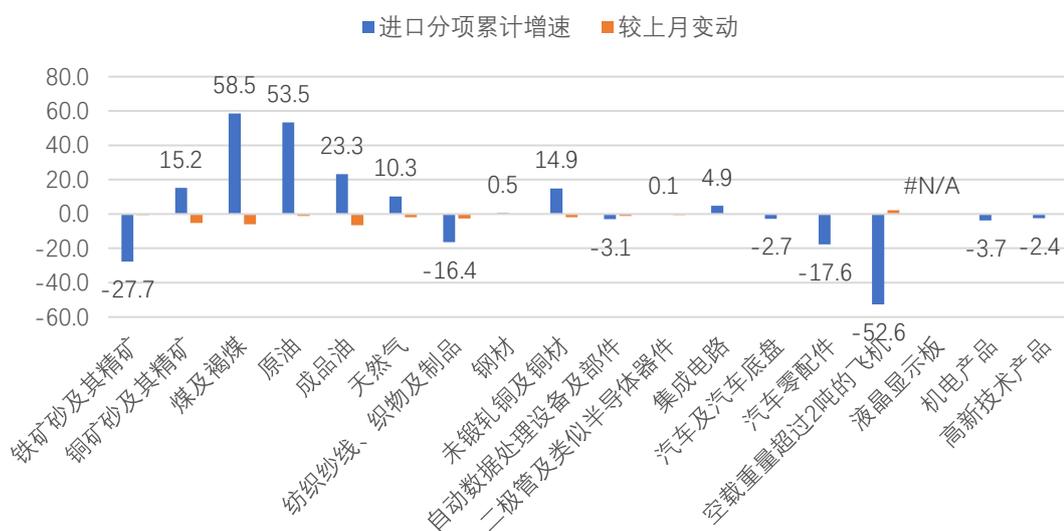


(2) 进口增速小幅反弹，但仍低于预期

7月进口当月同比增速从1%反弹至2.3%，累计同比增速从5.7%下降至5.3%，进口增速消费反弹，但仍低于预期。

7月进口主要呈现以下特点：一是能源类进口累计增速继续下滑。二是电子产品类进口增速降幅相对较小，一方面与我国相关行业景气度较高有关，另一方面临近9月，新款iphone发布前备货需求拉动相关零部件进口。此外，从东盟进口增速近年来持续上行至6%，仅次于俄罗斯，显示RCEP成立后，成员国间贸易有所改善。

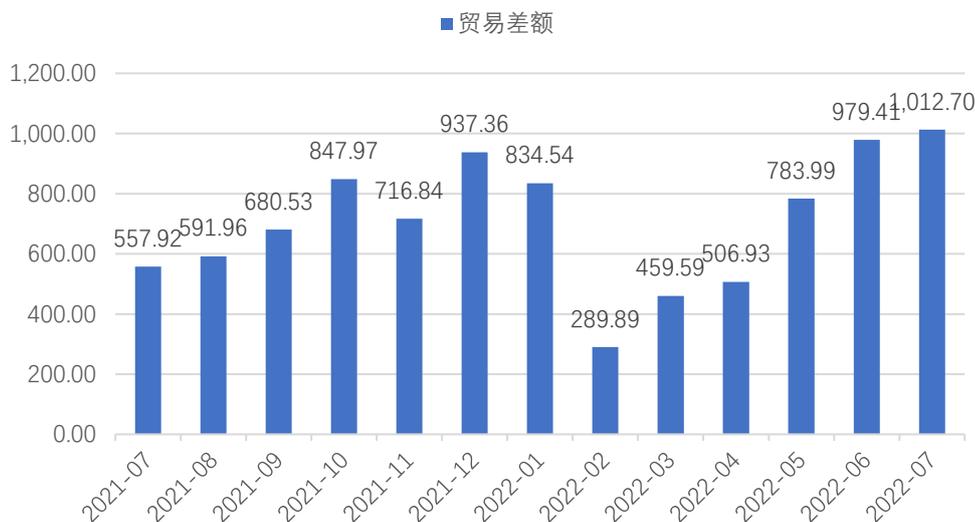
图表 10 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差创新高。

按美元计，7月我国贸易顺差为1012.7亿美元，较上月继续扩大，创近年来新高。由于出口保持强劲、进口需求较弱，贸易差额呈现衰退式顺差扩大的特点。

图表 11 贸易差额当月值（单位：亿美元）



（二）生产：地产相关行业受到拖累，汽车制造业增速回升。

1-7月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%，较前值（3.4%）回升0.1个百分点。当月增速从3.9%回落至3.8%，低于市场预期。显示在6月短暂的修复后，工业生产增速再度放缓。

图表 12 规模以上工业增加值当月同比增速（%）

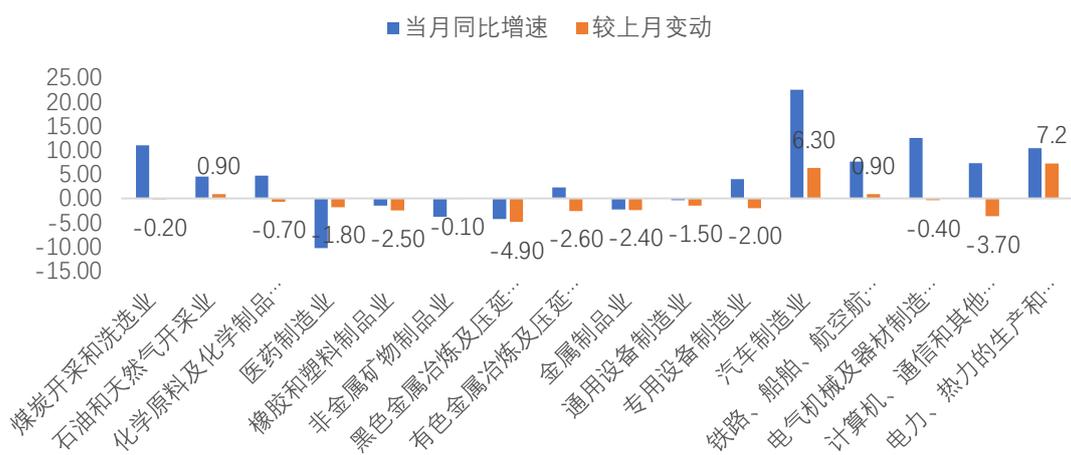
指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2022-07	3.80	8.10	2.70	9.50	5.90
2022-06	3.90	8.70	3.40	3.30	8.40
2022-05	0.70	7.00	0.10	0.20	4.30

从当月同比增速看，采矿业、制造业、高技术产业降幅均比较大，电力、燃气及水的生产供应业增速反弹。具体来看，上游采矿业当月同比增速从8.7%下降至8.1%，中游制造业当月同比增速从3.4%下降至2.7%。高技术产业当月同比增速从8.4%下降至5.9%，降幅显著，主要受6月反弹幅度较大影响，与5月相比增速仍然回升。电力、燃气及水的生产供应业增速从3.3%大幅反弹至9.5%，可能与高温天气居民用电量增加以及基建投资高增速有关。

从行业看，7月生产反弹幅度最大主要有汽车制造业、电力、热力的生产供

应业，分别较上月反弹6.3、7.2个百分点至22.5%、10.4%。回落幅度较大的主要为地产相关的黑色金属、有色金属，分别较上月回落4.9、2.6个百分点至-4.3%、2.3%，显示随着地产投资的加速下行，对上下游相关行业需求减弱，使得生产较为低迷。

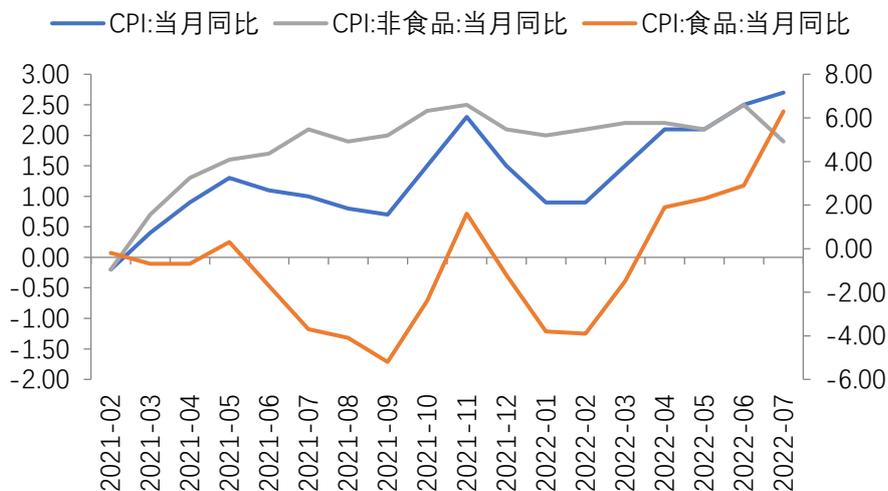
图表 13 规模以上企业工业增加值当月同比增速（分行业，%）



（三）CPI 继续上行，PPI 延续下行趋势。

从通胀数据来看，7月通胀略低于市场预期，CPI 同比增长 2.7%，PPI 同比增速从 6.1%下降至 4.2%。

图表 14 CPI 变化趋势 (%)

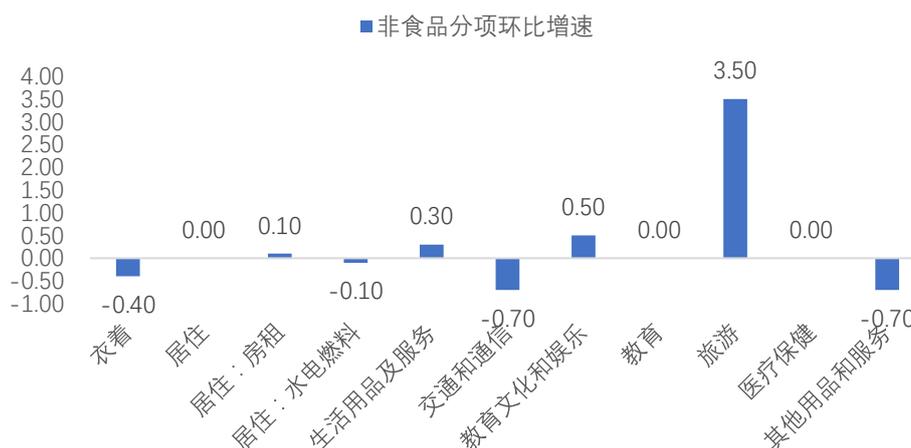


1、食品价格带动 CPI 环比上涨。

7 月 CPI 环比上涨 0.5%，环比增速高于季节性，主要受食品分项的拉动。在食品细项中，环比涨幅最大的为猪肉和鲜菜。受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售和消费需求恢复等因素影响，猪肉价格环比上涨 25.6%；受多地持续高温天气影响，鲜菜价格由上月下降 9.2% 转为环比上涨 10.3%，涨幅高于季节性；鲜果大量上市，价格下降 3.8%。受国际粮食价格上涨影响，食用油价格环比涨幅继续扩大，从 1.4% 扩大至 1.8%。

非食品分项环比下跌 0.1%，其中受暑期出行增加影响，旅游价格和教育和娱乐价格环比上涨，国际油价下跌带动国内交通和运输价格环比下跌。

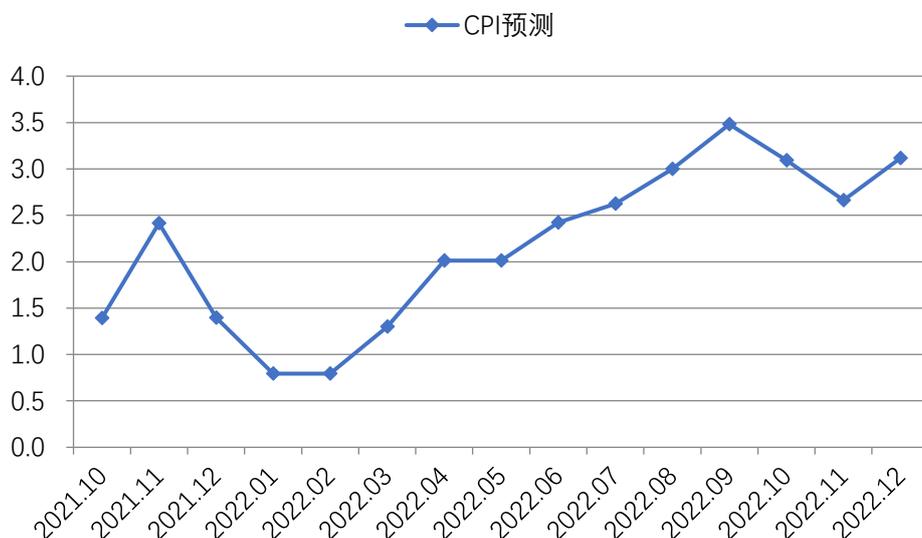
图表 15 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



2、三季度 CPI 维持高位，PPI 延续下行趋势。

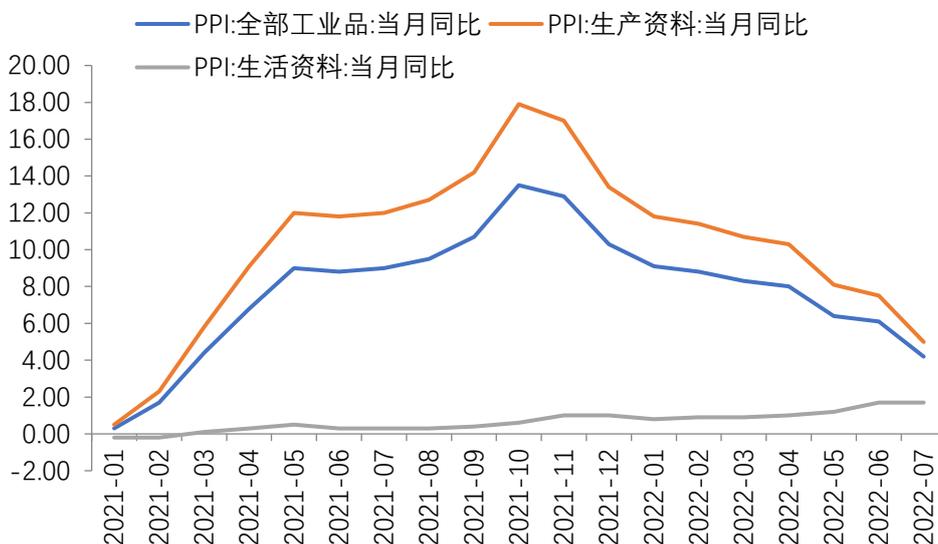
对CPI后续走势进行测算，随着基数逐步回落，以及猪肉价格的持续上涨，后续CPI预计继续上行，8、9、10月可能在3%以上，四季度有所回落。

图表 16 CPI 走势预测 (%)



PPI方面，环比增速从0下降至-1.3%，同比增速从6.1%下降至4.2%，呈现加速下行的趋势。

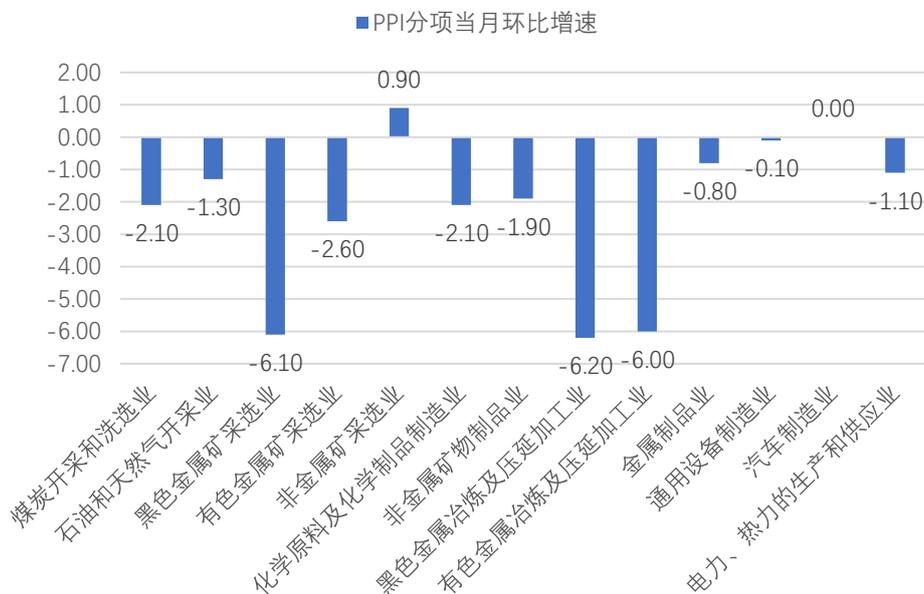
图表 17 PPI 及分项走势



从行业来看，7月价格下跌较多的工业品有两类：一是地产相关的黑色金属采选、冶炼以及有色金属冶炼，受地产投资加速下行以及高温天气影响，对上游钢铁需求减弱，使得相关工业品价格跌幅较大。二是能源类商品价格下跌，煤炭开采和采选业环比下跌2.1%，石油和天然气开采业环比下跌1.3%，主要受7月以来海外衰退预期加重，原油价格下跌影响。

相对而言，下游工业品价格跌幅较小，其中汽车制造业价格环比持平，高频数据显示7月汽车销量增幅显著，对行业形成一定提振。

图表 18 PPI 分项当月环比增速 (%)



从高频数据看，7月受衰退预期加重的影响，能源、钢铁、有色等工业品价格显著下跌。但8月份以来，各类工业品价格出现小幅反弹。向后看，短期内海外需求仍然较好，工业品下跌速度可能放缓，但中长期随着海外货币政策持续收紧，需求预计下行，并拖累工业品价格下跌，预计后续PPI延续下行趋势。

二、流动性及货币政策：资金面宽松，央行超预期降息。

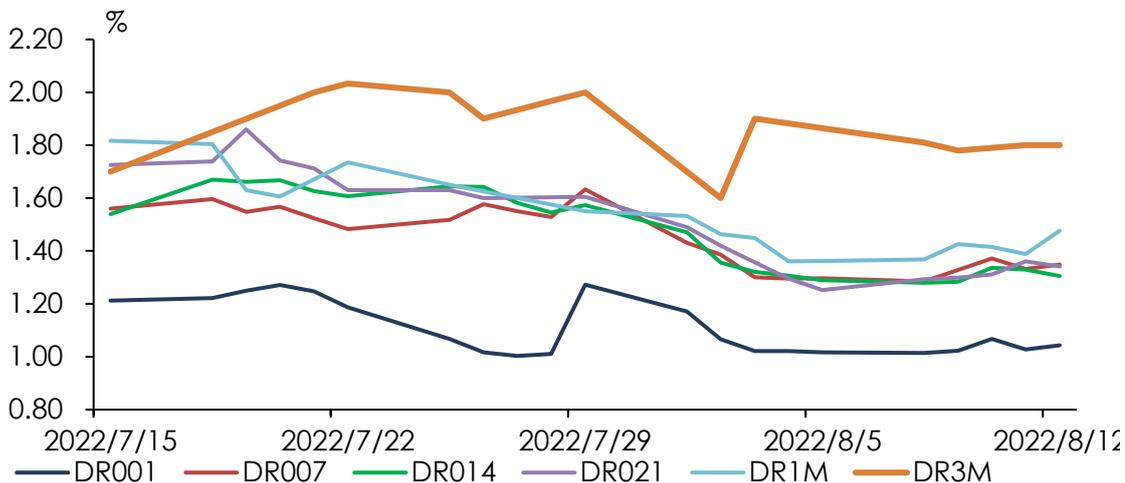
(一) 流动性回顾：隔夜维持在 1%附近，资金利率整体下行。

央行从 8 月起每日开展 20 亿元逆回购，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 8 月 15 日，央行累计开展 11 期逆回购操作，投放金额 220 亿元，8 月 14 日前操作利率维持在 2.1%，8 月 15 日操作利率下降 10bp；缩量开展 MLF 操作，操作利率降至 2.75%，投放 4000 亿元。结合到期量来看，8 月上半月央行净投放为 3540 亿元，8 月 16 日 MLF 到期 6000 亿元。短期资金方面，8 月

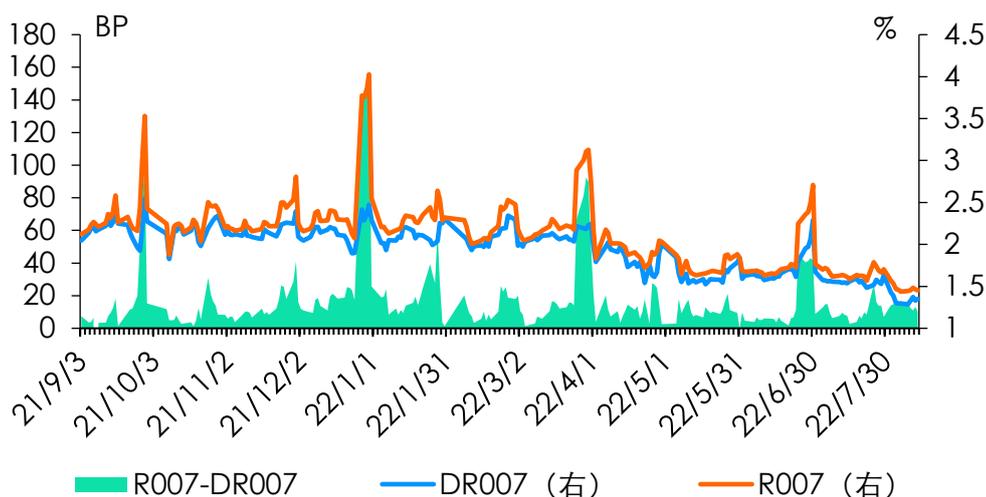
以来短期资金利率处于低位，具体来看，截至 8 月 15 日，DR001 均值为 1.05%，DR007 均值为 1.34%，DR014 均值为 1.33%，DR021 均值为 1.34%，DR1M 均值为 1.42%，DR3M 均值为 1.78%。

图表 19 各期限短期资金利率处于低位



虽然央行在 8 月进一步缩量开展公开市场操作，但是资金面整体仍宽松，无论是存款类金融机构或是非银机构 8 月上半月的流动性压力都不大，由于银行间利率下降更大，流动性分层较 7 月末略增加，绝对值仍较小。截至 8 月 15 日，R007-DR007 的均值为 13.91bp，较 6 月的均值 10.29 上升。

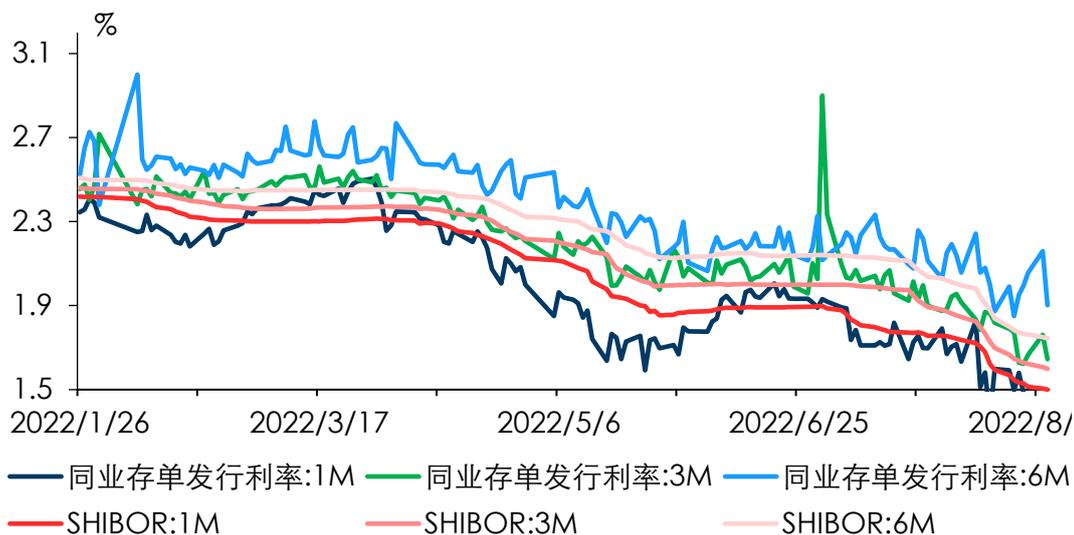
图表 20 流动性分层较好



长期资金价格方面，1M、3M 和 6M 同业存单发行利率和 1M、3M 和 6M Shibor 利率较 7 月下行明显。具体来看，同业存单方面，至 8 月 15 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.53%，3M 为 1.76%，6M 为 2.02%，分别较 7 月均值下行 22bp、

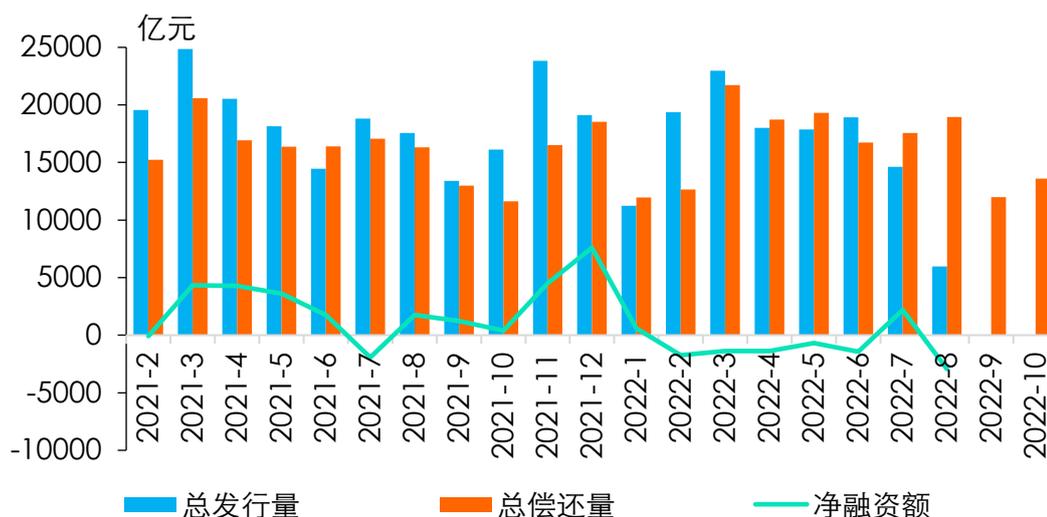
24bp 和 15bp；Shibor 方面，截至 8 月 15 日，各期限平均利率：1M 为 1.59%，3M 为 1.69%，6M 为 1.84%，分别较 7 月均值下行 20bp、25bp 和 25bp。

图表 21 长期资金价格中枢整体下行



向后看，8 月与 9 月同业存单偿还量合计超过了 3 万亿元，后续发行规模可能较大。但 8 月以来疫情反复，新冠肺炎新增感染人数迅速增加，金融和经济数据多不及预期，预期宽货币延续，长端资金利率上行空间有限。

图表 22 同业存单发行与到期情况（亿元）

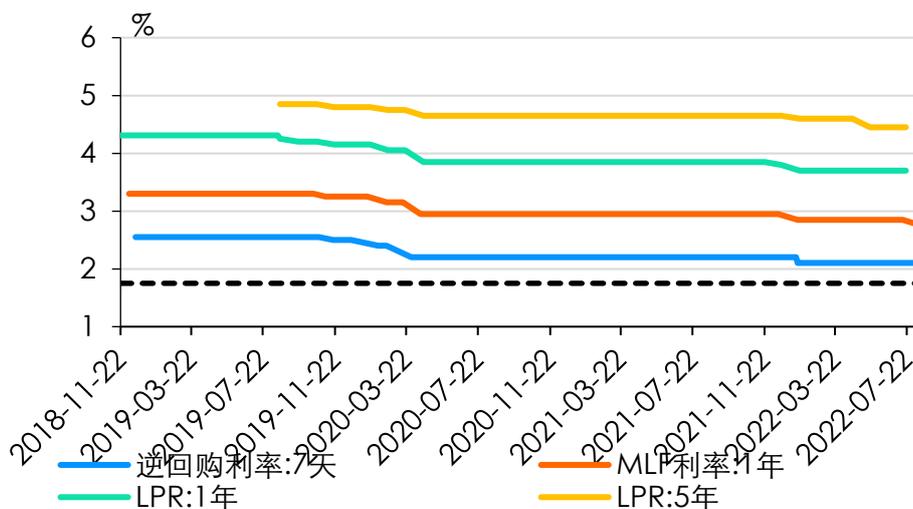


利率走廊方面，年初中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10bp 后，8 月 15 日，央行再度调降 10bp。LPR 方面，在年初 1 年期 LPR 下调 10bp 和 5 年期以上 LPR 下调 5bp，5 月 5 年期以上 LPR 下调 15bp

后暂未变动。

近期公布的金融数据和经济数据均不及预期，央行超预期降息 10bp。向后看，货币政策仍然以稳增长为主，但美国通胀水平居高不下，仍处于加息周期中，且国内面临结构性通胀压力，货币政策继续宽松有所约束，继续降息的可能性不大。

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，日成交量均在 6.5 万亿之上，有 3 个交易日突破 7 万亿元。在流动性宽松的环境下，机构加杠杆的意向较强。

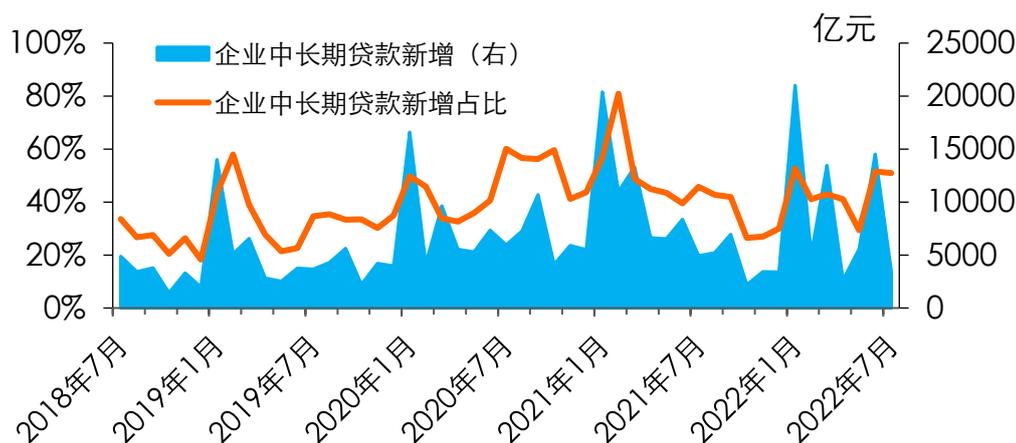
图表 24 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



（二）金融数据：社融大幅低于预期，实体需求亟待提振

总体来看，7月金融数据不及预期。短期贷款减少，中长期贷款同比少增。结构方面，新增人民币中长期贷款占比环比上升，同比下降。居民端，7月以来疫情反弹，波及多个省份，多地报告奥密克戎新的分支，对居民线下消费的影响较大，居民购房购车等需求在6月集中释放后回归弱势。企业端，疫情多点散发也对服务业及诸多小微企业的影响较大，企业贷款需求转弱。政府端，地方债在上半年已基本发行结束。后续疫情发展态势的改善、存量政策性开发性工具的落地以及新的稳增长措施的出台将是提振居民企业内生需求的关键，二季度货币政策执行报告中央行已声明将继续丰富结构性货币政策，促进企业综合融资成本的降低。

图表 25 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



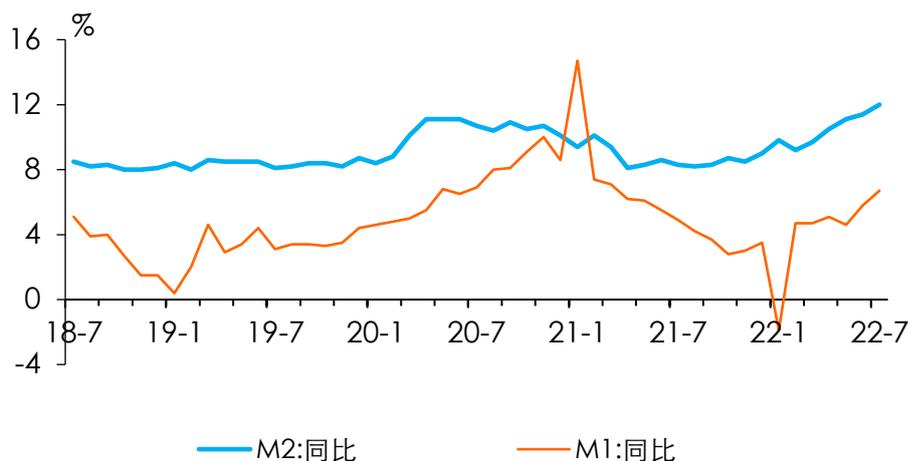
综上，7月社融新增表现为同比少增。社融增量的主要拖累来自于人民币贷款与企业债券的增量减少，主要是由于6月信贷需求提前释放和国内疫情多点散发的态势对实体的需求有所冲击。

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
2022年7月	7561	4088	-1137	89	-398	-2744	734	1437	3998
2021年7月	10752	8391	-78	-151	-1571	-2316	3091	938	1820

7月M2同比增速12%，高于预期值11.6%和前值11.4%。M1同比增速6.7%，前值5.8%。M1与M2剪刀差较上月有所缩小，但M2与社融背离，显示宽货币向宽信用传导不畅，后续随着地产放松和稳增长措施的持续发力，预计将会有所改善。

图表 27 M2 及 M1 同比增速 (%)



本次数据发布后，各关键期限的国债活跃券收益率盘后快速下行。向后看预计货币市场利率仍将维持低位，资金面边际收敛，需警惕国内外通胀上行对货币政策的边际影响。

(三) 二季度货币政策：结构性通胀压力加大，丰富完善结构性货币政策工具

央行发布 2022 年二季度货币政策执行报告。上半年央行继续在总量政策与结构性政策上双管齐下，持续丰富完善结构性货币政策工具，为实体经济提供了更有力支持。在政策精准发力的影响下，上半年流动性合理充裕，企业融资成本明显下降，信贷结构持续优化。

央行提出疫情前全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的三低一高局面正在发生根本性转变，高通胀问题成为多数经济体面临的巨大挑战，这意味着在当下，海外货币政策收紧的溢出效应将明显加大，能源价格的抬高也使得我国面临结构性的通胀压力。从国内来看，6月全面复工复产以来，国内疫情仍成

多点散发态势，消费及投资需求仍有待进一步扩大，青年人就业压力较大，稳经济还需进一步努力。

总体而言，在指出下阶段货币政策总体的实施目标时，央行提到了以下几点：一是保持货币信贷平稳适度增长，平衡内外部均衡，二是结构性货币政策工具突出金融支持重点领域和薄弱环节，三是坚持房住不炒，因城施策用足用好政策工具箱。

（四）下阶段流动性展望：加大实体经济信贷支持，资金利率缓慢回归。

8月以来资金利率多下行，仍然处于低位，政策利率超预期下调10bp，传递出引导资金流向实体和推动降低企业综合融资成本的信号。向后看，货币政策预计仍以稳增长为主要目标，经济下行压力较大，短期内恐难收紧。但同时也面临海外货币政策收紧以及结构性通胀上行的压力，继续宽松的空间有限。预计资金面保持合理充裕，资金利率缓慢向政策利率回归。广义流动性方面，随着地产低位企稳及政策性银行开发性金融工具的发行，预计社融增速将再度回升。

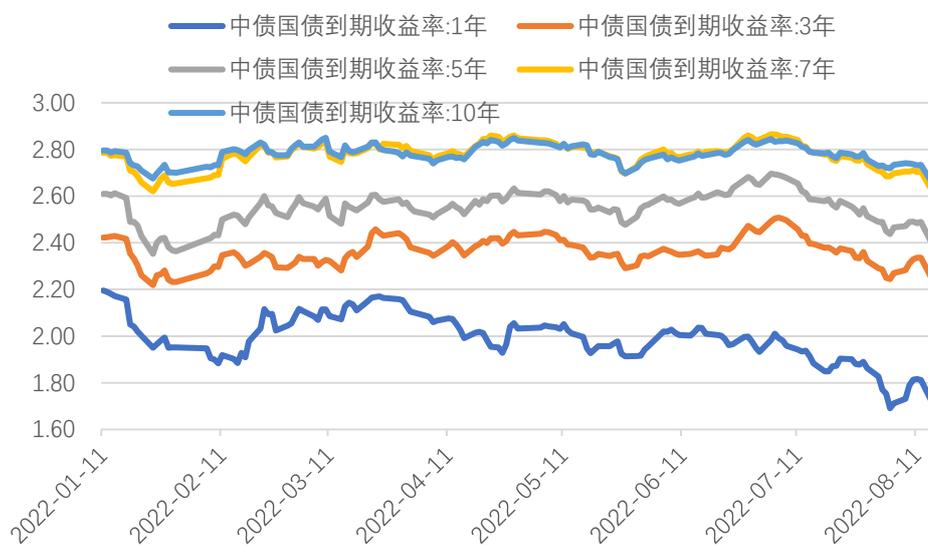
三、利率债策略：区间下沿谨慎追多，择机做窄期限利差。

（一）利率债走势回顾

1、收益率整体下行。

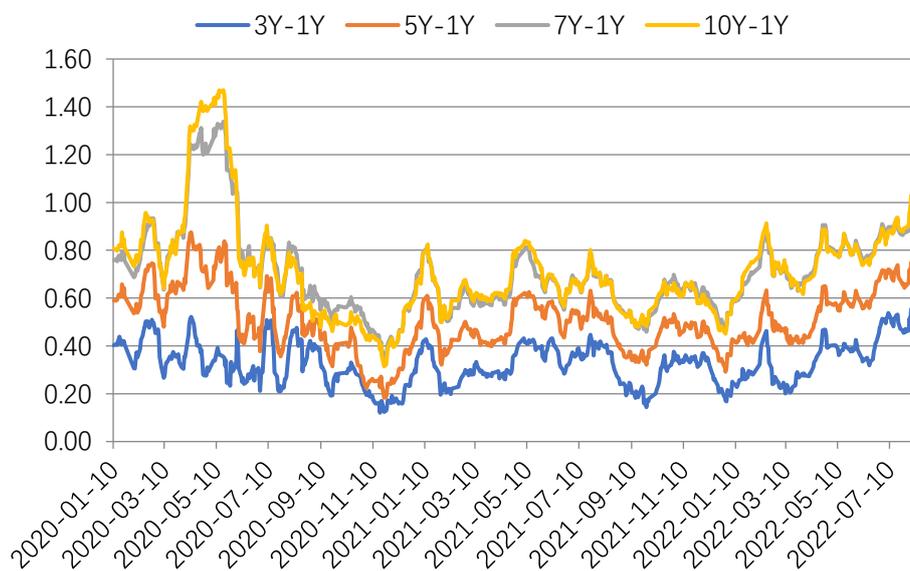
7月中下旬以来，收益率整体下行，主要受资金利率长期低位、通胀不及预期等因素拉动，长端利率较7月初下行约15BP左右。

图表 28 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，由于资金面继续宽松，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继续下行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 1.5%、0.3%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 2.3%、2.5%、2.1%、1.6%、1.5%。国开债关键期限所处的分位数分别为 1.8%、1.7%、1.4%、0.9%、0.3%。

图表 30 国债关键期限分位数

2022/8/16	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	1.72	2.24	2.38	2.60	2.63	3.18
历史均值	2.73	3.01	3.16	3.33	3.35	3.92
当前-均值	-1.01	-0.76	-0.78	-0.73	-0.72	-0.74
分位数	2.3%	2.5%	2.1%	1.6%	1.5%	1.0%

图表 31 国开债关键期限分位数

2022/8/16	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	1.77	2.36	2.50	2.81	2.82	3.26
历史均值	3.14	3.56	3.75	3.94	3.92	4.33
当前-均值	-1.38	-1.20	-1.25	-1.13	-1.10	-1.08
分位数	1.8%	1.7%	1.4%	0.9%	0.3%	0.0%

从期限利差来看，目前收益率曲线仍然较为陡峭。其中国债期限利差分位数处于 90%左右，3Y、7Y、10Y 较陡；国开债期限利差分位数处于 70%~90%左右，3Y、7Y、10Y 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	0.53	0.66	0.88	0.91
历史均值	0.28	0.43	0.60	0.62
当前-均值	0.25	0.23	0.28	0.29
历史分位数	95.10%	90.60%	91.10%	91.70%

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	0.59	0.73	1.04	1.05
历史均值	0.41	0.61	0.79	0.77
当前-均值	0.18	0.13	0.25	0.27
历史分位数	89.40%	71.30%	83.20%	84.10%

2、隐含税率继续下行。

7月中下旬以来，做多情绪浓厚，国开债各期限隐含税率大多继续下行。目前各关键期限的隐含税率分别为3%、5%、5%、7%、6%，所处的历史分位数分别为4.9%、0.7%、0%、2%、1%。5Y和10Y隐含税率已经压缩至历史极低位置。

图表 34 国开债隐含税率分位数

2022/8/16	期限				
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年
当前水平	0.03	0.05	0.05	0.07	0.06
历史均值	0.14	0.15	0.15	0.15	0.14
当前-均值	-0.11	-0.10	-0.10	-0.07	-0.07
分位数	4.90%	0.70%	0%	2%	1%

(二) 利率债影响因素分析

7月份以来，对经济修复预期的落空、地产停贷风波的发酵以及政策利率下调，对债市形成较强支撑，带动收益率整体下行。目前收益率已接近震荡区间下沿，接近2016年低点，同时面临资金面收敛的担忧，建议谨慎追多。

1、疫情反复、地产投资加速下行，经济下行压力增大。

7月经济数据整体不及市场预期，其中地产投资加速下行，对相关行业生产和需求均形成显著拖累，经济的主要支撑位基建投资和汽车制造业。调查失业率继续下降，但结构性矛盾仍然突出，青年团体失业率继续上升。

整体而言，经济在6月短暂反弹后再度下行，主要受地产周期、库存周期下行以及疫情反复的拖累，消费反弹也较为乏力，对债市形成利多。

2、下半年通胀中枢上移，对货币政策影响有限。

7月CPI延续上行趋势，上行至2.7%，主要受食品价格上涨拉动，非食品价格环比下跌。国际油价高位回落，带动PPI加速下行。向后看，通胀是货币政策

考虑的因素之一，但制约可能有所减弱。

在央行二季度货币政策执行报告中，专栏《全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力》对本轮通胀形成的原因进行了梳理。包括消费复苏、新一轮猪肉价格上涨周期开启、能源价格的向下传导。央行预计“下半年我国 CPI 运行中枢较上半年 1.7%的水平将有所抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%，结构性通胀压力加大”。反映央行对通胀始终保持关注，但参照 2019 年历史经验来看，由猪肉价格上涨带动的通胀预计对货币政策影响有限，债市暂时无需过分忧虑。

3、社融增速回落，融资需求较差。

在经济下行压力增大的背景下，社会融资需求也较弱，7 月社融数据增速从 10.8%回落至 10.7%。

从结构来看，7 月社融同比少增 3191 亿，其中居民贷款少增 2842 亿，企业贷款同比少增 1457 亿，显示实体经济的融资需求较为疲弱。在政府债券发行放缓之后，社融增速从高位开始下行。人民银行公布的银行家调查问卷显示贷款需求指数较差，二季度已下行至 56.6%的低位，接近 2016 年水平。

图表 35 社融增速持续回升 (%)

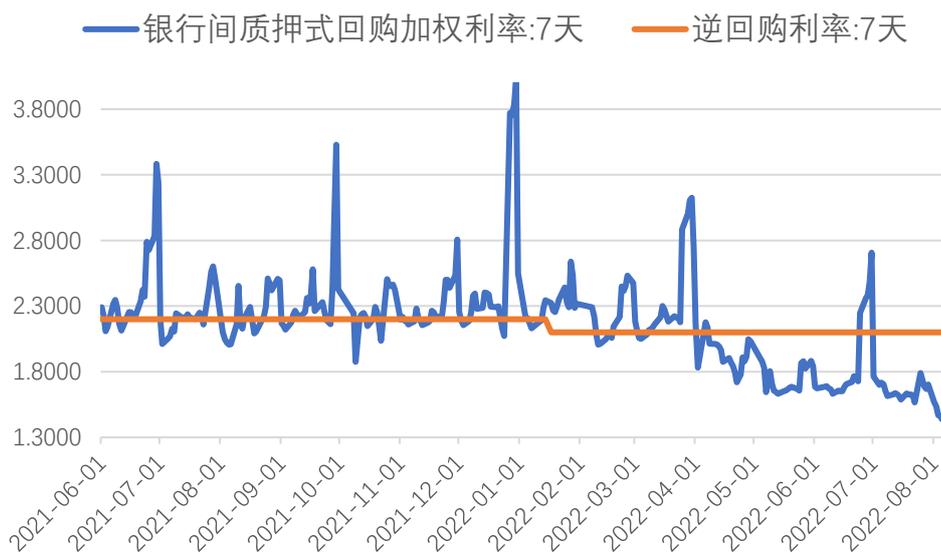


4、资金被动宽松，银行间杠杆持续攀升。

7月以来，尽管经济逐步从底部修复，但资金面仍然保持在较为宽松的状态。既有央行上缴利润、财政投放的影响，也体现了目前融资需求较差，狭义流动性被动淤积的现状。

尽管央行公开市场投放量缩减至 20 亿左右，但资金面仍然较为宽松，央行对资金利率的控制力度减弱。8月15日公开市场政策利率继续下调 10BP，但资金利率仍然远低于政策利率。银行间 7 天质押式回购加权利率中枢约在 1.5%左右，较政策利率 2.0%低约 50BP。AAA 1Y 同业存单发行利率约为 2%，较同期限 MLF 利率 2.75%低 75BP，资金利率长期低于政策利率运行。

图表 36 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



在此背景下，金融机构对资金宽松的预期较为一致，高杠杆策略的运用更为极致化。8月份银行间质押式回购成交量已经逼近 7 万亿左右，债市杠杆率继续走高，市场脆弱性有所提高。

图表 37 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）



向后看，资金利率向政策利率的收敛可能较为缓慢。一方面目前经济恢复仍然不稳，地产风险尚未完全释放，流动性仍然需要保持合理充裕。另一方面目前的狭义流动性宽松有被动宽松的原因，资金面收紧可能需要等待实体经济融资需求的抬升。

5、后续利率债供给规模低于往年，机构存在一定配置压力。

从利率债发行情况来看，下半年剩余时间仍有国债 1.76 万亿、政金债 1.45 万亿左右新增，月均新增规模约为 7100 亿。供给压力小于往年，机构可能存在一定配置压力。

具体来看，截至 8 月 17 日，地方债已基本发行结束。国债新增 8925 亿，剩余新增规模 17575 亿，月均约 3900 亿。政金债全年预计新增 2.5 万亿，已新增 10453 亿，后续新增规模 14547 亿，月均约为 3200 亿。二者合计月均新增 7100 亿，低于往年。

图表 38 政府债券净增规模（亿元，截至 8.17）

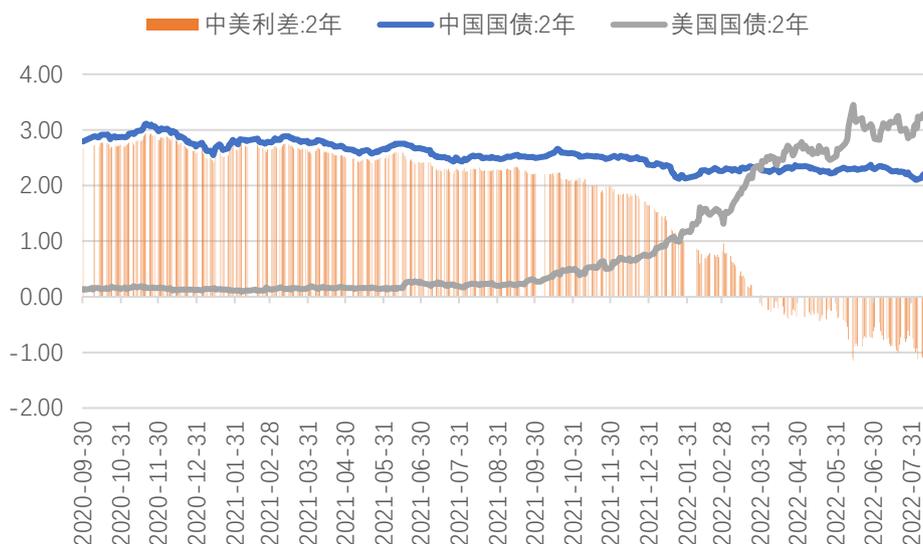
债券类型	全年新增额度	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	26500	8925	17575	34%
地方债	43700	42995	705	98%
合计	70200	51920	18280	74%

从到期时间来看，国债到期集中在 10 月和 12 月，政金债到期集中在 11 月，四季度配置压力较为均衡。从以往经验来看，地方债是银行的主要配置品种，后续地方债发行减少可能使得商业银行面临一定配置压力。

6、中美利差短端倒挂幅度加大，债市资金流出压力仍然较大。

8 月份以来，随着海外衰退预期加重以及通胀高位回落，快速加息的预期有所缓和，10Y 美债收益率高位回落。中美 10Y 利差倒挂幅度有所缩窄，但 2Y 倒挂幅度继续扩大。

图表 39 中美利差走势（2Y，%）



具体来看，8 月以来 2Y 美债持续上行至 3.23% 左右，与中国 2Y 国债 2.13% 倒挂幅度达到 112BP 左右。10Y 美债收益率从高位回落至 2.82% 左右，与中国 10Y 国债 2.64% 倒挂约 18BP，倒挂幅度有所缩窄。

从资金利率来看，两国倒挂幅度也进一步拉大。一方面我国资金利率中枢下行，另一方面美国联邦基金目标利率抬升至 2.5% 左右。短端债券利差倒挂幅度也加重，使得近期资金流出压力仍然较大，境外机构继续减持中国国债。

(三) 利率债策略：区间下沿谨慎追多，择机做窄期限利差。

7月以来收益率整体下行，主要原因一是经济下行压力增大，地产停贷使得预期更为悲观；二是资金面始终保持宽松，政策利率再度下调。向后看，从经济基本面来看，内外需仍有下行压力，短期内基建和汽车有一定支撑，基本面对债市有利。实体经济融资需求仍然较弱，使得狭义流动性被动宽松，资金利率向政策利率的收敛预计较为缓慢。海外货币政策加速收紧，短端中美利差倒挂幅度加大，资金流出压力仍存。目前债市收益率下行至震荡区间的下沿，做多情绪浓厚。建议交易盘谨慎追多，可择机做窄期限利差。配置盘继续盘活存量、结构调整，配置品种目前3Y、7Y政金债较优。