

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，从 1、2 月高频数据来看，在疫情感染高峰过后，需求端呈现内需修复、外需下行的格局。地产销售快速回暖，土地成交溢价率小幅上行，同时居民出行基本修复至 2022 年中枢水平，显示疫情的影响进一步减弱，居民预期有所改善。出口方面量价支撑减弱，集装箱运价指数继续下行。生产端煤炭、钢铁行业修复较快，基建复工较为缓慢。总体而言经济继续修复，带动旅游、劳务等非食品价格上涨，核心 CPI 持续上行。

流动性方面，2 月以来，由于信贷投放较好、同业存单大量发行、大量逆回购到期等因素，资金利率短期上行，非银流动性压力阶段性增加，随后央行加大逆回购投放，DR007 回归至政策利率附近，央行增量续作 MLF，呵护资金面的意图仍较强。向后看，房地产销售高频数据虽显示有回暖迹象，但在经济复苏尚需更多数据验证之际，资金面料维持稳中偏宽以助力宽信用。货币政策方面，央行今年坚持货币政策精准有力总基调，强调货币政策要聚焦到扩大有效需求和深化供给侧改革上来，要将当期总收入最大可能地转化为消费和投资。预计后续结构性政策继续做加法，住房和汽车等大宗商品消费逐步回升，随着经济复苏，货币政策回归中性。

1 月以来，债券收益率在整体上行后维持窄幅震荡走势。从经济基本面来看，高频数据显示经济稳步修复，但外需仍在下行，且信贷结构中居民贷款仍然较为乏力。资金面边际收敛，资金利率中枢继续抬升。目前债券市场对于经济修复的强度仍然存在分歧，多数保持观望，使得收益率波动幅度较小，经济修复的强预期能否实现仍需等待 3 月经济数据公布。对于配置盘，年初利率上行幅度不大，建议积极介入；交易盘在窄幅震荡的行情中操作空间有限，建议密切关注高频数据，寻找后续预期差带来的波段机会。

目录

一、宏观经济：经济稳步回升，核心通胀上行.....	3
(一) 地产销售回暖，内需逐步修复.....	3
1、地产：销售增速转正，土地成交溢价率上行.....	3
2、出行：居民出行基本恢复，汽车销量受春节影响增速较低.....	5
3、出口：量价支撑减弱，韩国出口增速继续下行.....	7
(二) 生产：节后开工率反弹，煤炭、钢铁恢复较快.....	8
1、煤炭：开工率继续上行，但煤炭运价回落.....	9
2、钢铁：高炉开工率反弹，价格上涨库存累积.....	10
3、轮胎：节后开工率反弹至 2022 年水平，仍低于 2019 年.....	12
4、石油沥青：节后开工率反弹较慢.....	13
(三) 核心通胀持续上行，PPI 环比降幅缩窄.....	13
二、流动性及货币政策：资金面稳中偏宽，助力宽信用.....	17
(一) 流动性回顾：资金面波动较大，资金利率阶段性上行.....	17
(二) 金融数据：人民币贷款增长强劲，社融新增超预期.....	20
(三) 下阶段流动性展望：资金面维持稳中偏宽助力宽信用.....	23
三、利率债策略：利空仍存，观望期利率窄幅震荡.....	23
(一) 利率债走势回顾.....	23
1、收益率窄幅震荡，期限利差先扩大后缩窄.....	23
2、隐含税率有所回落.....	26
(二) 利率债影响因素分析.....	26
1、经济基本面：内需逐步修复，预期即将面临兑现.....	26
2、通胀：核心通胀持续上行，CPI 预计逐步回落.....	27
3、广义流动性：社融增速下行，企业贷款支撑较强.....	27
4、狭义流动性：节后资金利率上行，杠杆率下降.....	28
5、股债比价：小幅回落，股票仍然占优.....	30
6、中美利差：近期随美债上行有所扩大.....	30
(三) 利率债策略：经济修复持续，交易谨慎观望.....	31

一、宏观经济：经济稳步回升，核心通胀上行

1月以来，随着感染高峰过去，经济景气度也有较大幅度回升，制造业PMI回升至荣枯线上方。

1月份，制造业PMI为50.1%，较上月上升3.1个百分点，创2020年3月份以来最大升幅，经济稳步回升，新年实现较好开局。分项指数变化显示，产业链上下游普遍回升，市场供需两端稳步改善，企业信心明显增强，持续恢复前景可期。但也应该注意到，外部需求走弱，购进价格指数进一步上升，保供稳价任务仍十分繁重。非制造业方面，随着社会面人员流动的持续展开和春节消费需求的陆续释放，服务业探底回升，高频数据显示批发零售、交通运输、住宿餐饮、旅游等行业均加速回升。投资相关活动加快释放。在专项债支持下，基建投资需求将继续释放；在相关政策扶持下，房地产投资相关活动具备回升基础。

综合来看，当前经济运行呈现明显趋稳回升态势，但这种回升是在经济增速连续放缓基础上实现的回升，指数水平依然偏低，回升势头仍需进一步巩固。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

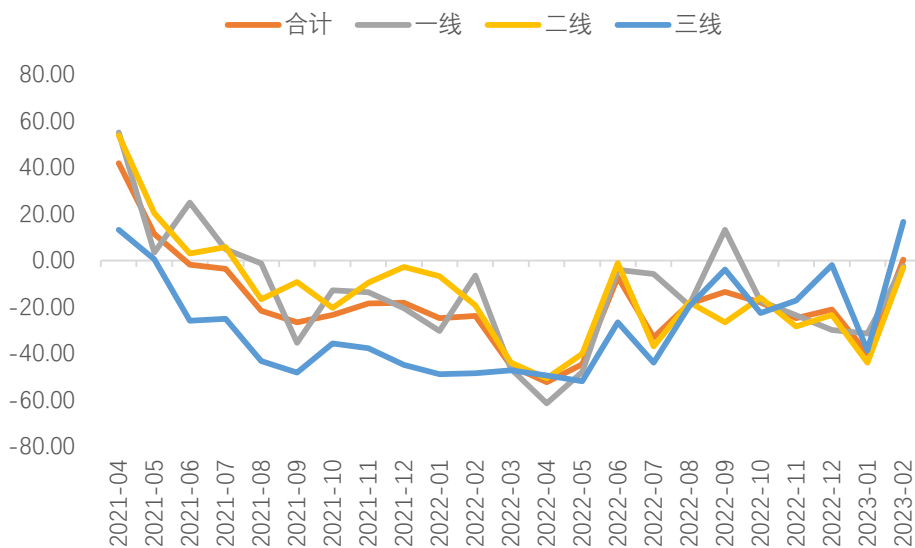
	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2023-01	50.1	49.8	50.9	46.1	44.5	47.2	50.4	46.7	48.7	52.2	49.6	47.7	47.6	55.6
2022-12	47.0	44.6	43.9	44.2	43.1	46.6	44.9	43.7	49.0	51.6	47.1	44.8	40.1	51.9
变动	3.1	5.2	7.0	1.9	1.4	0.6	5.5	3.0	-0.3	0.6	2.5	2.9	7.5	3.7

(一) 地产销售回暖，内需逐步修复

1、地产：销售增速转正，土地成交溢价率上行

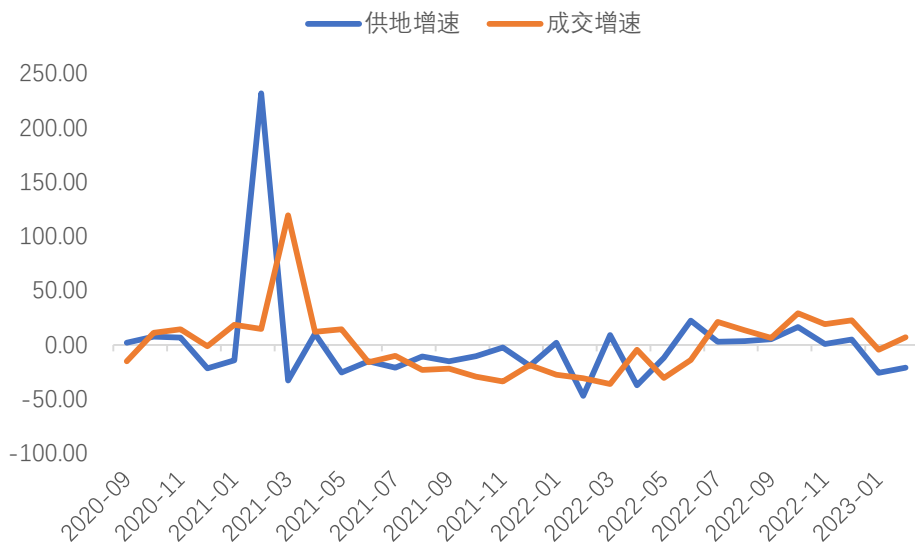
2月以来，地产销售从低位逐步回升，30大中城市日均成交面积增速从1月的-40.2%上升至4.68%，销售增速在连续20个月为负后首次转正。其中一、二线城市同步回升，一线城市销售增速从-31.4%上升至1.79%，二线城市销售增速从-43.91%上升至2.33%，三线城市销售增速从-38.76%上升至18.1%。

图表 2 30 大中城市日均成交面积同比增速 (%)

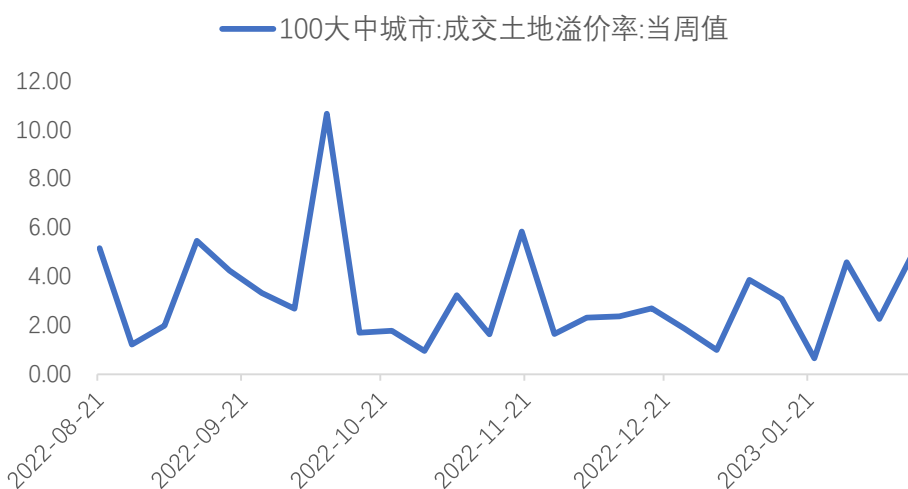


从土地成交情况来看，2月以来100大中城市土地成交增速有所回升，从1月份的-4.5%上升至7.17%。土地成交溢价率也有所上行，截至2月12日，100大中城市土地成交平均溢价率4.84%，较1月整体抬升，显示房地产企业土地购置热情回升。

图表 3 100 大中城市土地成交数据（周平均） (%)



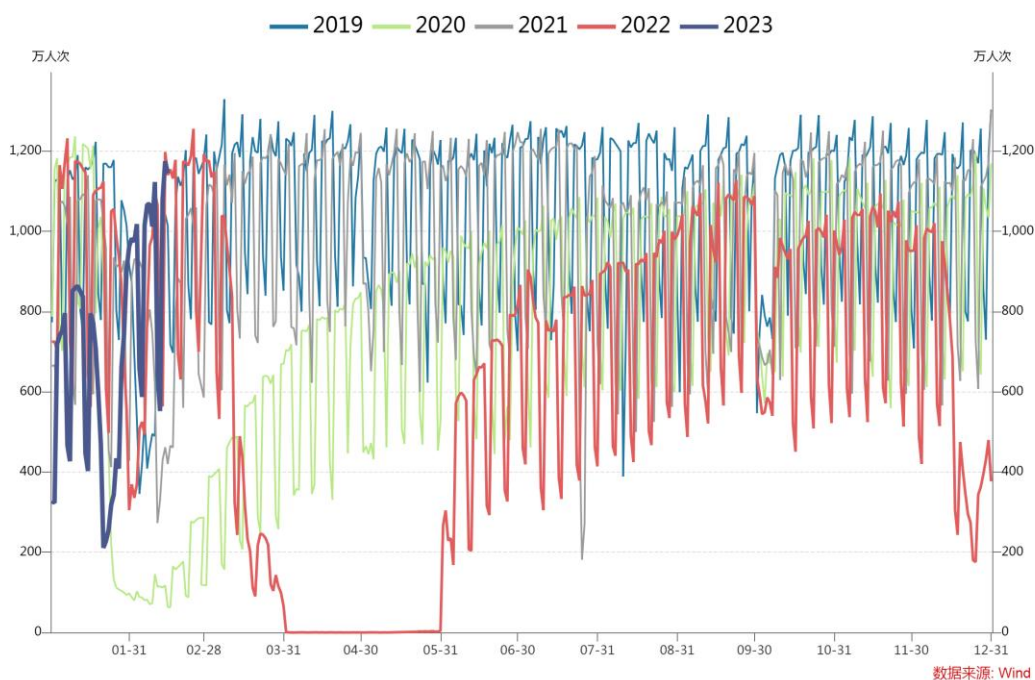
图表 4 100 大中城市：成交土地溢价率（%）



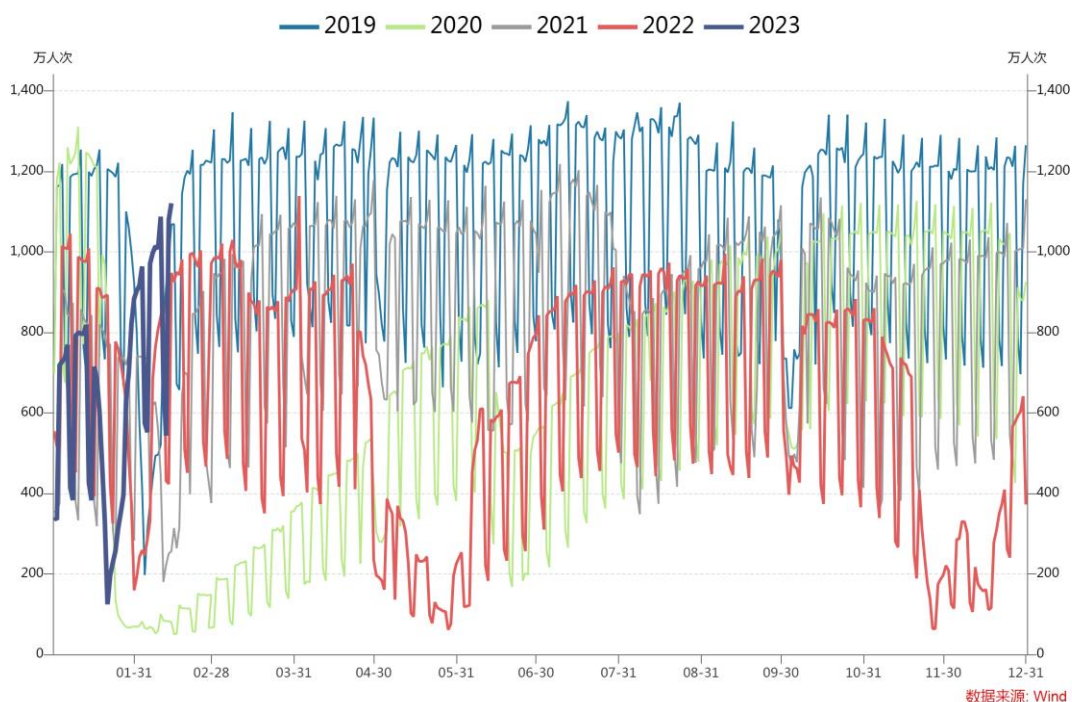
2、出行：居民出行基本恢复，汽车销量受春节影响增速较低

从居民出行来看，春节过后多地居民出行基本恢复至2022年水平。上海和北京地铁客运量快速修复，处于2019年9成左右水平。从拥堵延时指数来看，北京和上海基本修复至2019年中枢水平，显示在第一波疫情感染高峰过后，居民出行顾忌大幅减少。

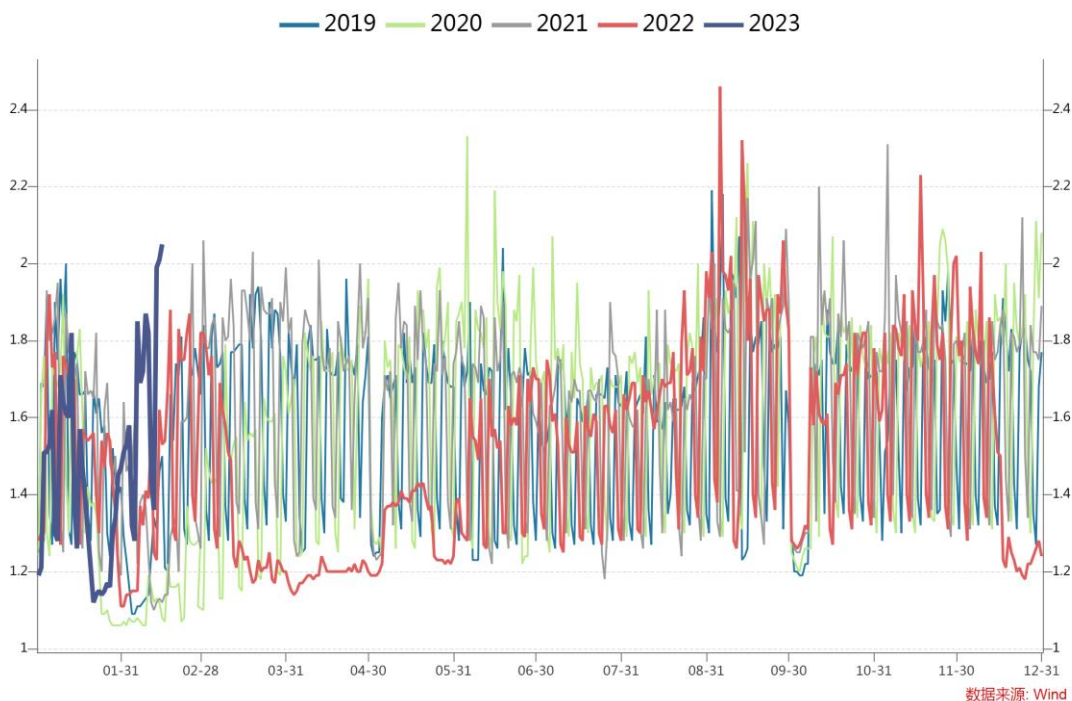
图表 5 地铁客运量：上海（万人）



图表 6 地铁客运量：北京（万人）



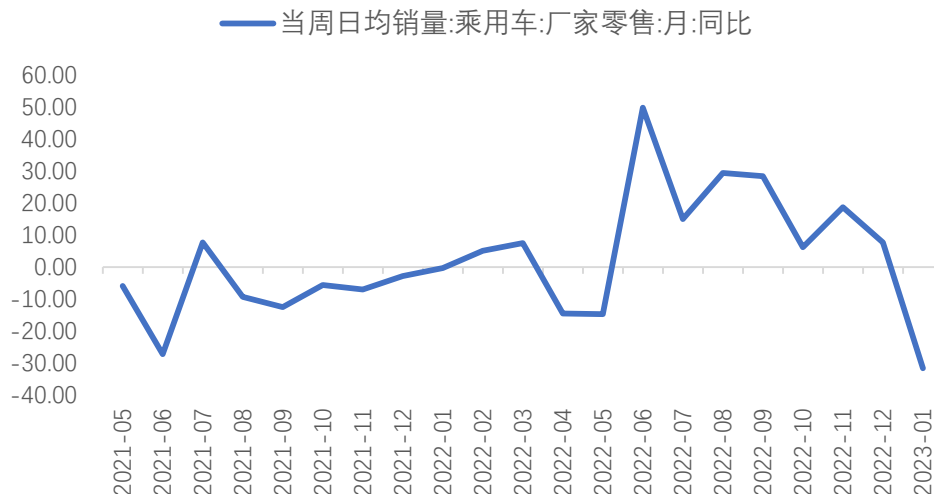
图表 7 拥堵延时指数：上海（%）



从汽车销售数据来看，1月受春节假期影响，乘用车零售增速下滑。当月厂家零售乘用车日均4.66万辆，同比下降31.56%，环比下降38.13%。汽车销量在去年上半年高速增长后整体下行，但1月环比增速为负主要受春节错位影响，后

续预计有所回升。

图表 8 当周日均销量:乘用车:厂家零售同比增速 (%)

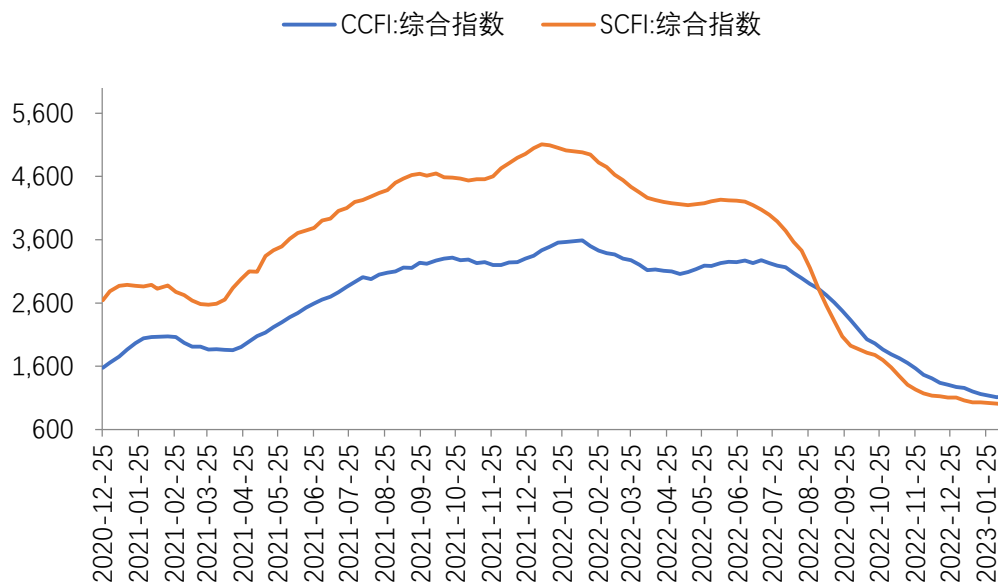


3、出口：量价支撑减弱，韩国出口增速继续下行

从出口来看，2月以来集装箱出口运价指数继续下行，显示外需较为疲弱，同时价格对出口的支撑也逐步减弱，预计将共同拖累出口增速下行。

具体来看，2月中国出口集装箱运价指数平均为1121.55，环比下降7%，同比下降68%；上海出口集装箱运价指数平均为1001，环比下降3.82%，同比下降79.63%。

图表 9 集装箱出口运价指数 (%)



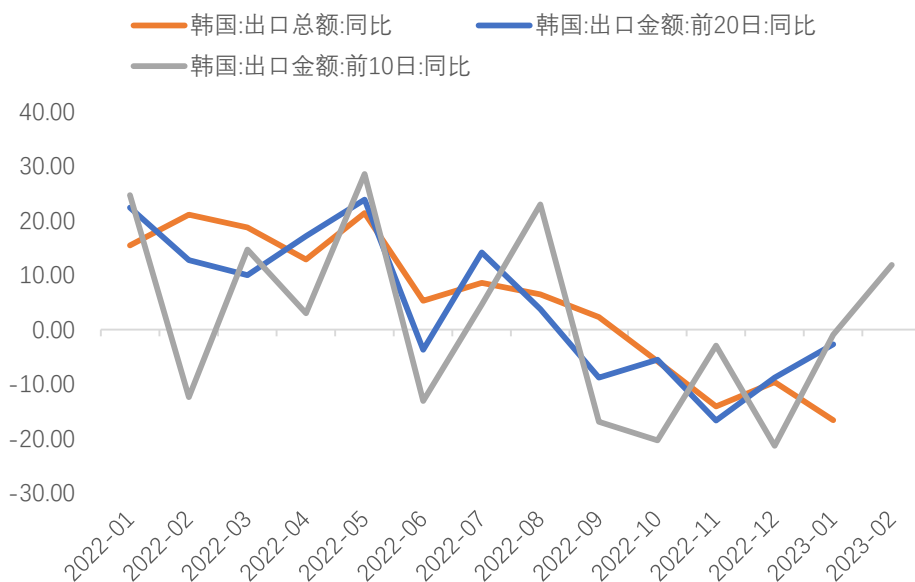
波罗的海干散货指数2月平均为616.88，环比下降32.12%，同比下降66.38%。

图表 10 波罗的海干散货指数 (%)



从韩国出口增速来看，1月韩国出口增速继续下滑至-16.6%，较前值-9.6%下降7个百分点，显示全球贸易景气度继续下滑。2月前10日，韩国出口增速有所反弹，但可持续性尚待观察。

图表 11 韩国出口增速 (%)



(二) 生产：节后开工率反弹，煤炭、钢铁恢复较快

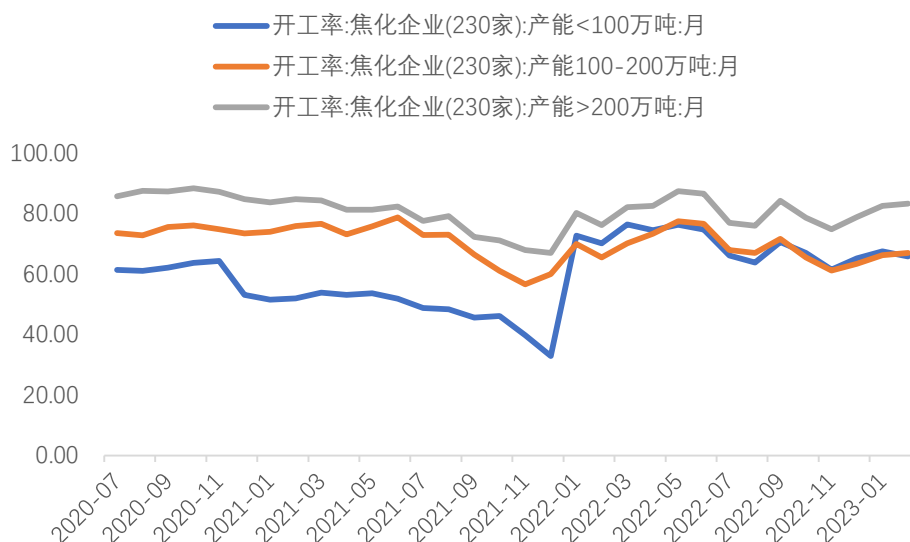
1月份，受春节假期影响，工厂开工率短暂下滑，但节后逐步开始修复，煤

炭、钢铁开工率水平高于2022年同期。

1、煤炭：开工率继续上行，但煤炭运价回落

1月份焦化企业开工率整体较去年12月上行，2月以来继续回升。具体来看，1月份产能>200万吨的焦化企业平均开工率82.53%，环比上涨4.62%，2月继续上行至83.25%。产能100-200万吨的焦化企业1月平均开工率66.3%，环比上涨2.85%，2月继续上行至67.05%；产能<100万吨的焦化企业1月平均开工率67.55%，环比上涨3.57%，2月小幅下行至65.8%。

图表 12 焦化企业开工率 (%)

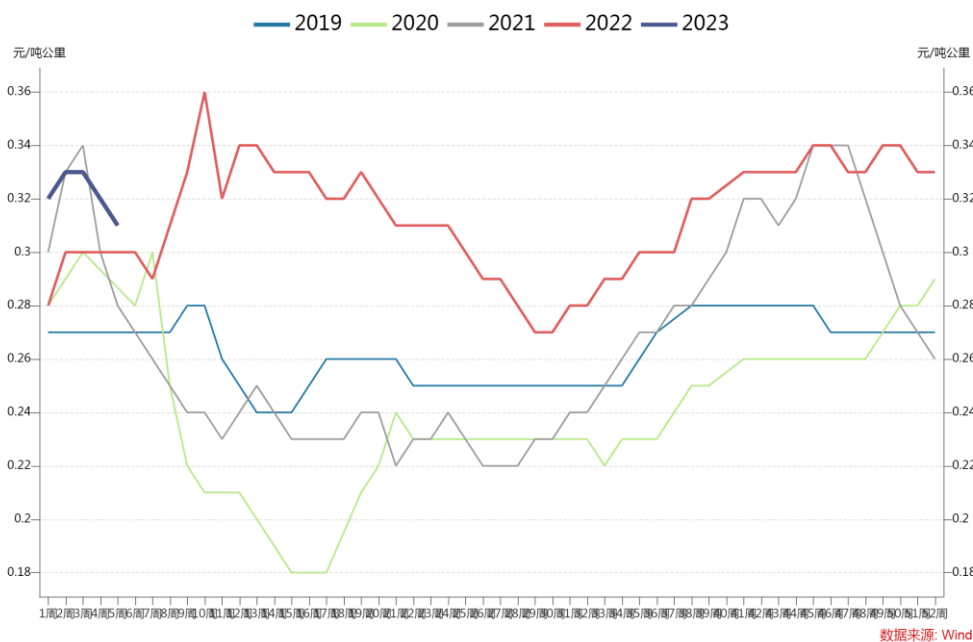


从煤炭运价指数来看，近期国内和沿海煤炭运价指数均有所下行。其中中国沿海煤炭运价指数12月以来持续下行，2月延续这一趋势，平均指数录得572.3%，环比下跌4.05%，同比下跌16.15%。国内煤炭运价指数也同步下行，尽管仍高于过去四年同期水平，但自去年12月以来维持下行走势。

图表 13 中国沿海煤炭运价指数 (%)



图表 14 鄂尔多斯煤炭公路运价指数:长途运输 (%)



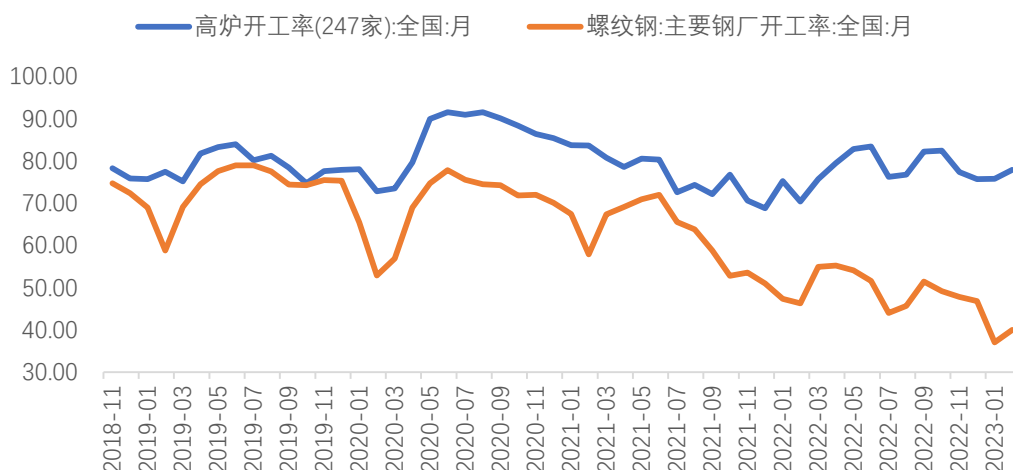
2、钢铁：高炉开工率反弹，价格上涨库存累积

从钢铁开工情况来看，247家高炉开工率在春节后反弹，高于2022年。但从螺纹钢开工率来看，2021年三季度以来持续下行，目前仍然处于40%左右的低位。

具体来看，1月247家平均高炉开工率75.75%，环比上涨0.03%，2月继续上行

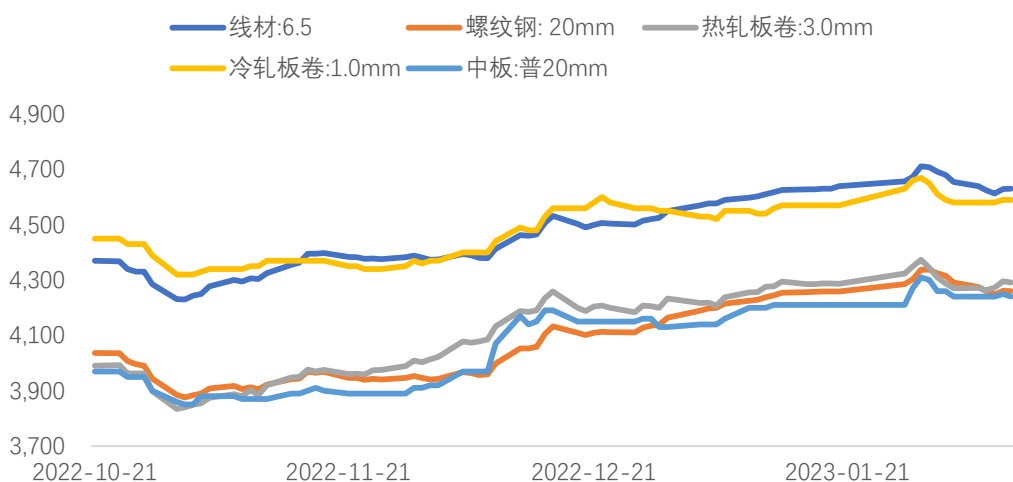
至77.92%。螺纹钢主要钢厂1月平均开工率为37.05%，环比下跌20.87%，2月小幅反弹至40%，仍然处于较低位置。

图表 15 高炉开工率 (%)

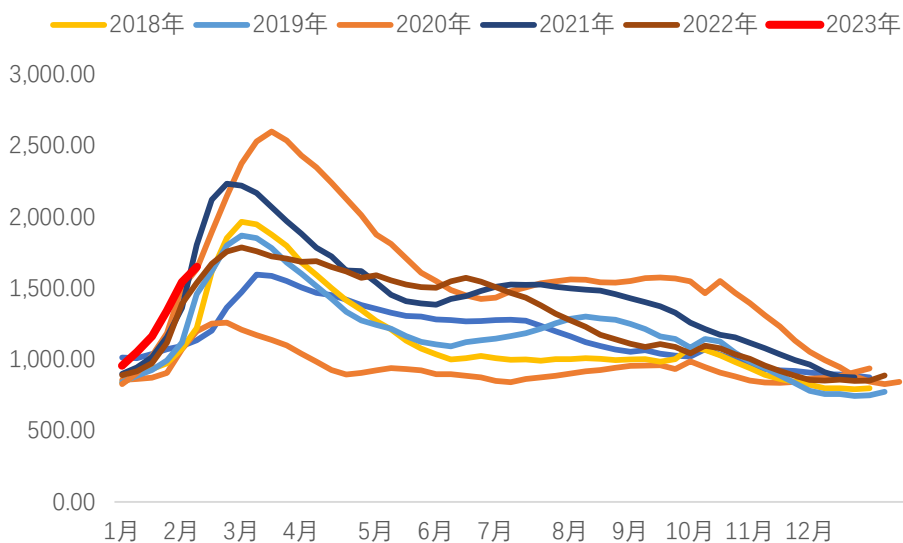


从钢铁价格来看，2022年12月以来各类钢铁价格持续上涨，今年年初延续了这一趋势。具体来看，螺纹钢（20mm）价格从去年底的4164元/吨上涨至4260元/吨，热轧卷板（3.0mm）从去年底的4233元/吨上涨至4291元/吨。从钢铁库存来看，受春节假期影响，钢铁社会库存和钢厂库存有所回升，显示下游修复仍需一定时间。

图表 16 各类钢材价格 (元/吨)



图表 17 钢铁社会库存（万吨）

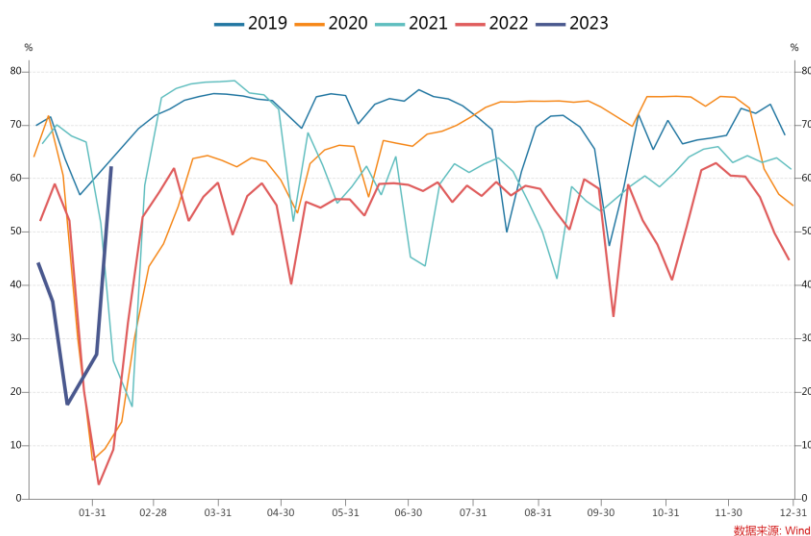


3、轮胎：节后开工率反弹至 2022 年水平，仍低于 2019 年

从轮胎开工情况来看，春节后全钢胎和半钢胎开工率均快速反弹，目前基本恢复至2022年中枢水平，但较2019年仍有一定差距。

具体来看，截至2月9日，全钢胎开工率为62.27%，半钢胎开工率为67.7%，高于2022年四季度平均水平。

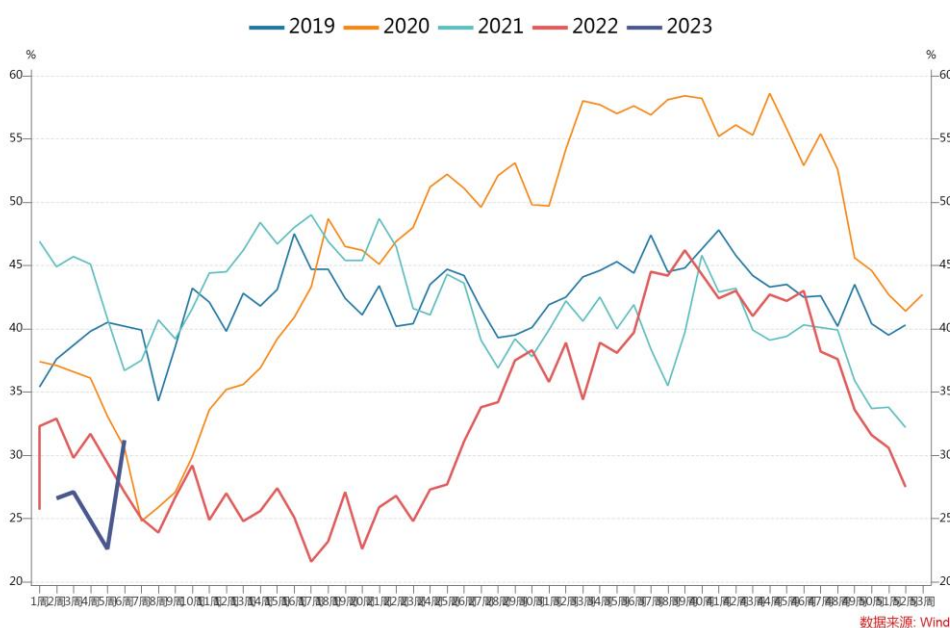
图表 18 开工率：汽车轮胎：全钢胎（%）



4、石油沥青：节后开工率反弹较慢

从石油沥青开工情况来看，春节后开工率回升较慢，显示基建复工进程较为缓慢。截至2月8日，石油沥青开工率录得31.2%，较1月26.85%上升，但低于去年四季度38%的平均水平。

图表 19 开工率：汽车轮胎：全钢胎（%）

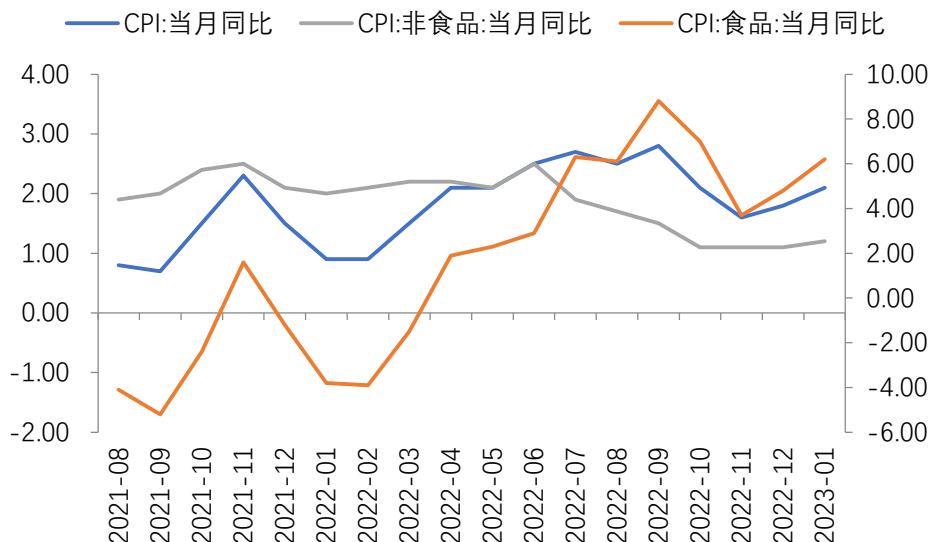


总体而言，从1、2月高频数据来看，在疫情感染高峰过后，经济稳步修复。从需求端来看，地产销售快速回暖，土地成交溢价率小幅上行，同时居民出行基本修复至2022年中枢水平，显示疫情的影响进一步减弱，居民预期有所改善。出口方面量价支撑减弱，集装箱运价指数继续下行。从生产端来看，煤炭、钢铁行业修复较快，基建复工较为缓慢。

（三）核心通胀持续上行，PPI 环比降幅缩窄

从通胀数据来看，1月通胀基本符合预期，CPI 同比增长 2.1%（前值 1.8%），PPI 同比增长-0.8%（前值-0.7%）。

图表 20 CPI 变化趋势 (%)

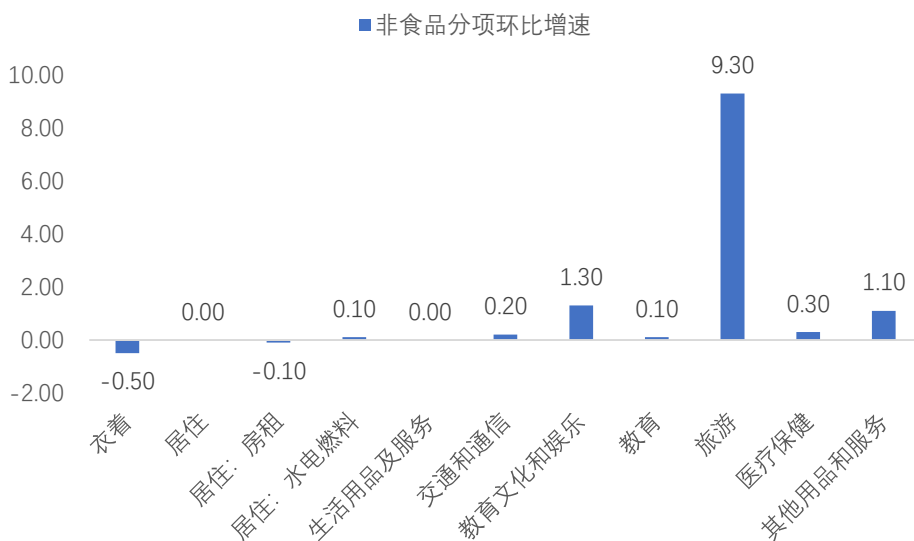


1、食品价格环比涨幅扩大，旅游、劳务价格涨幅较大

1月CPI同比上涨2.1%，较前值提高0.3个百分点，环比增长0.8%。其中食品价格环比上涨2.8%，非食品价格环比上涨0.3%，食品和非食品价格共同上涨推动CPI上行。

在食品细项中，受春节假期影响，鲜菜、鲜果价格涨幅较大，猪肉价格环比下跌。非食品中上涨较多的主要是旅游、教育文化和鱼类、其他用品和服务以及医疗保健。

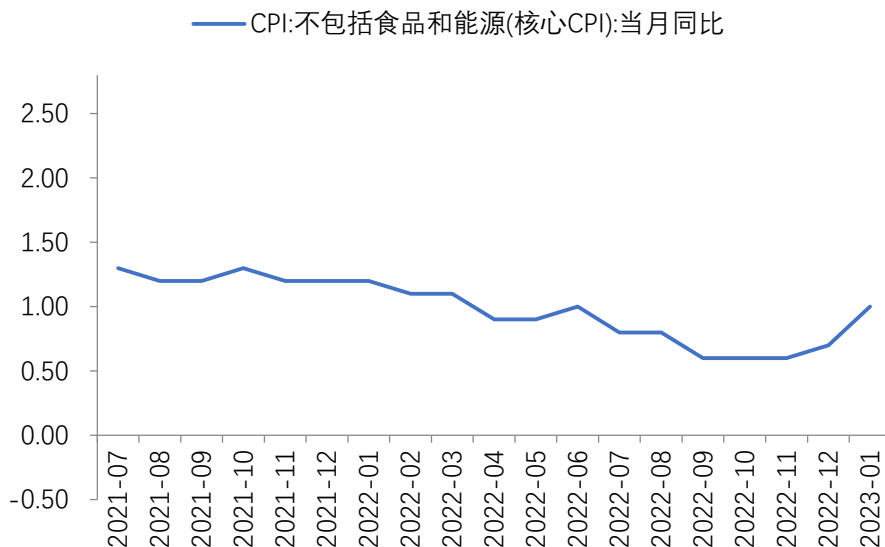
图表 21 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)



2、核心通胀继续上行，预计二季度末CPI下行至1%左右

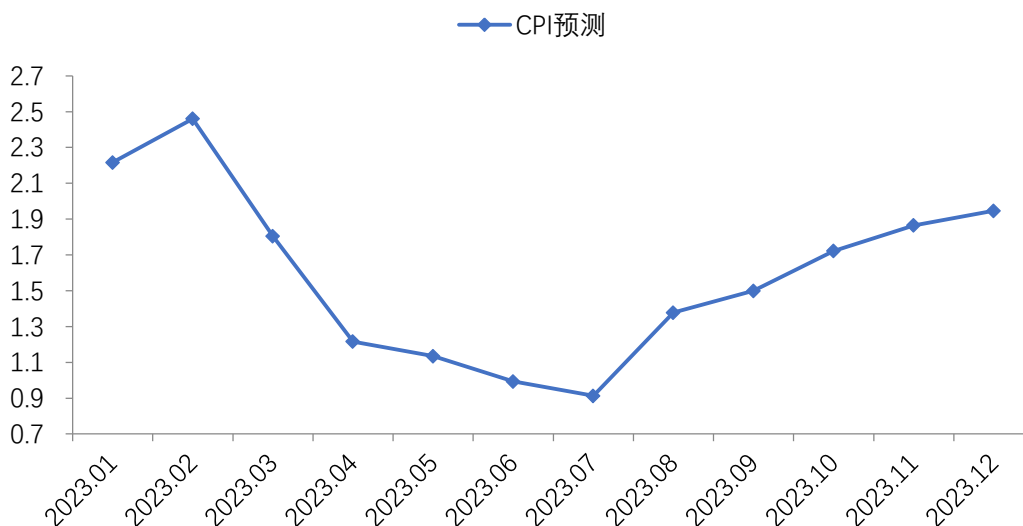
1月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为1%，较前值提高0.3个百分点。受1月旅游类、家政服务类价格上涨的影响，核心CPI继续上行，逐步接近2021年水平。向后看，核心CPI基数逐步降低，同时疫后复苏总需求继续回升，将带动后续核心CPI上行。

图表 22 核心通胀走势 (%)



对CPI后续走势进行测算，3月CPI仍然有一定上行压力，后续随着基数抬升，CPI将再度回落，二季度末将下行至1%左右的低点。

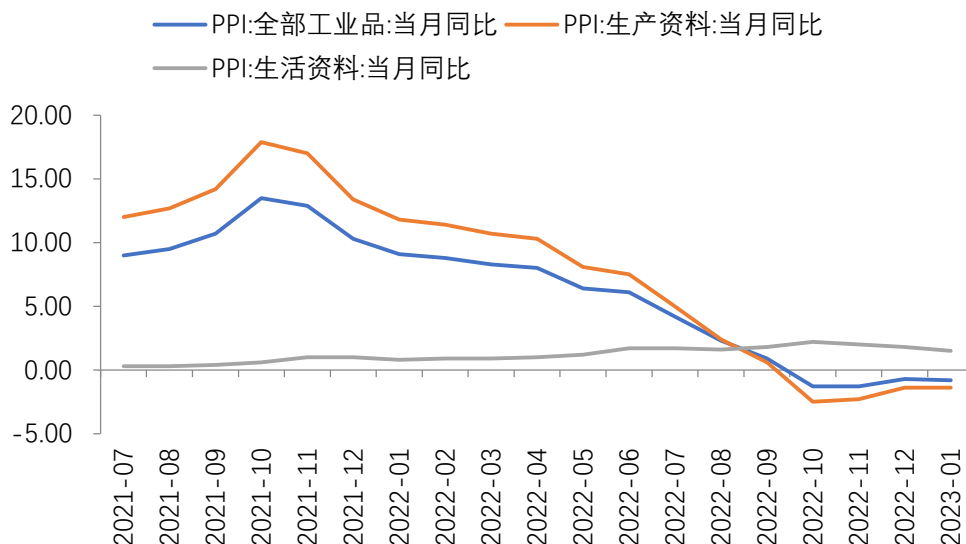
图表 23 CPI 走势预测 (%)



PPI方面，1月PPI环比下跌0.4%，降幅较上月缩窄0.1个百分点。同比增速

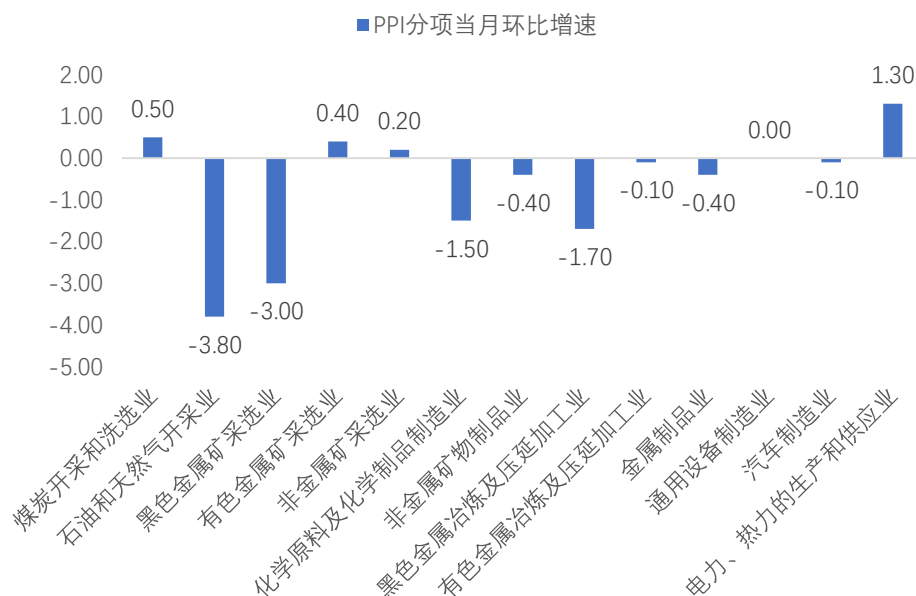
-0.8%，降幅较上月扩大0.1个百分点。PPI小幅下行，但环比降幅逐步收窄。

图表 24 PPI 及分项走势



从行业来看，1月价格跌幅最大的是石油和天然气类，黑色金属系价格继续上涨，显示基建和地产需求有所回升。

图表 25 PPI 分项当月环比增速 (%)



从高频数据看，1月工业品价格基本延续前期走势。2月以来，能源类如原油和煤炭价格维持震荡，螺纹钢价格在连续上行后小幅回落，显示市场对经济修复预期减弱，风险偏好小幅回落。向后看PPI基数继续降低，但海外高利率背景下全球衰退可能性加大，商品价格涨幅预计有限，PPI或触底逐步回升。

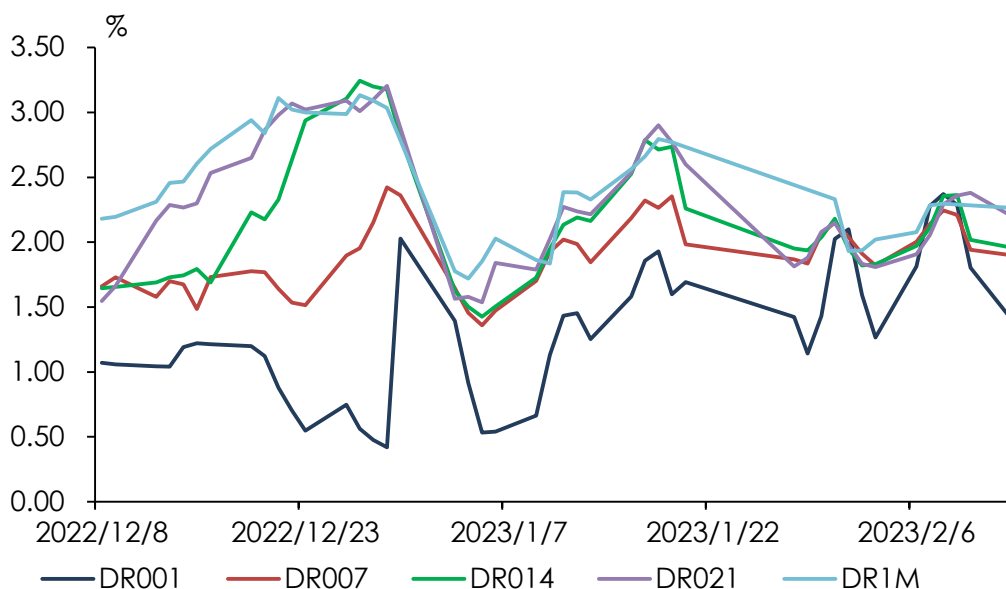
二、流动性及货币政策：资金面稳中偏宽，助力宽信用

（一）流动性回顾：资金面波动较大，资金利率阶段性上行

央行 2 月上半月每日开展 7 天逆回购，资金利率整体先上后下，DR007 围绕政策利率波动。

具体来看，截至 2 月 15 日，央行累计开展 11 期 7 天逆回购操作，投放金额 24240 亿元，增量平价续作 MLF，投放金额 4,990 亿元。结合到期量来看，2 月上半月央行净回笼为 10320 亿元。短期资金方面，2 月以来资金面波动较大，前期资金价格上行主要由于 2 月企业税费缴纳规模显著高于往年同期水平，信贷投放情况较好消耗超储，另外，同业存单到期规模较大，新的债券发行、央行节后资金逐步净回笼等多方面因素对流动性形成扰动，随后央行加大资金投放，资金价格有所回落。具体来看，截至 2 月 15 日，DR001、DR007、DR014、DR021 的均值分别为 1.85%、2.02%、2.04%、2.13%，较上月分别上升 52bp、上升 10 bp、下降 3 bp 和下降 1 bp。

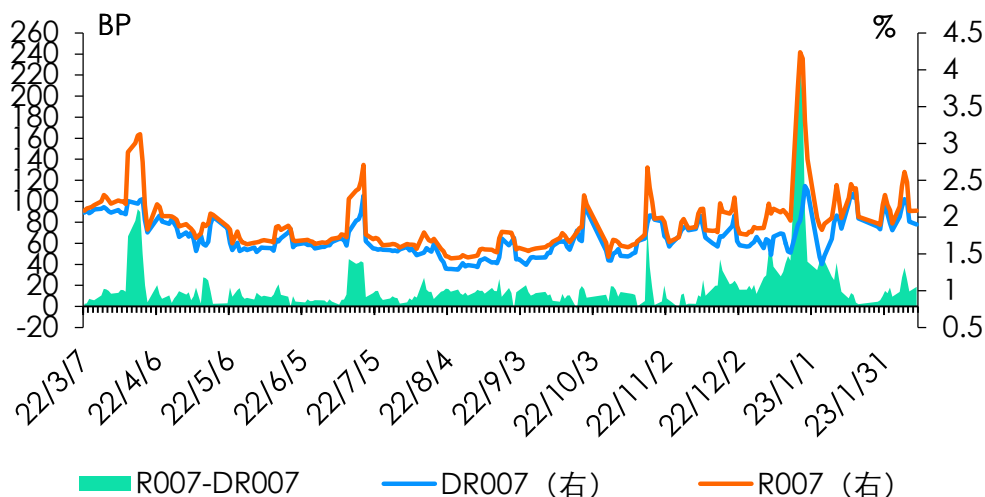
图表 26 各期限短期资金利率先上行后下行



央行在上半月继续弹性逆回购操作，资金面整体波动较大，非银机构流动性

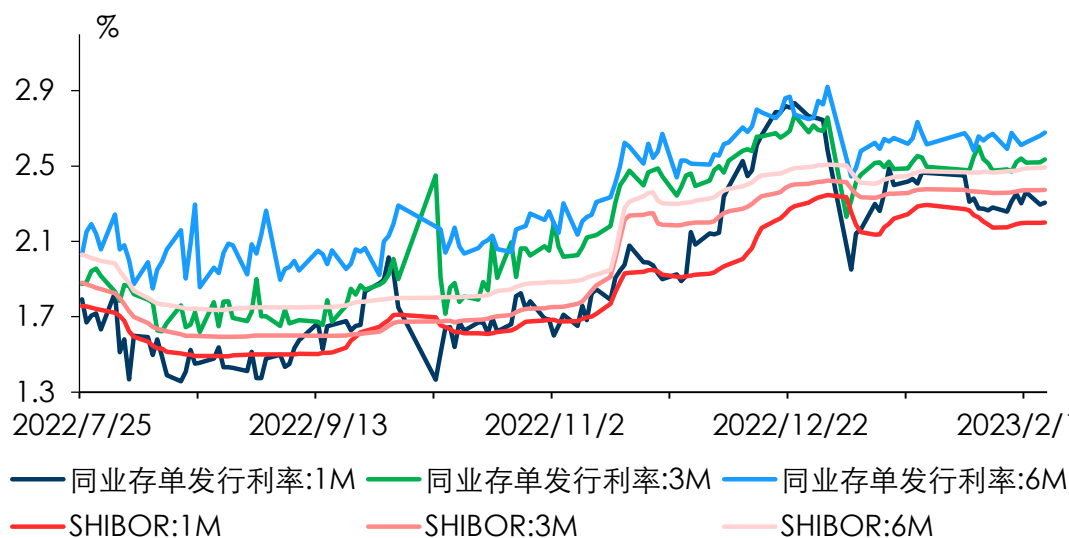
压力阶段性增加。截至 2 月 13 日，R007-DR007 的均值为 19.68bp，较 1 月的均值 20.80bp 小幅下降，但绝对值仍处高位。

图表 27 非银机构流动性压力阶段性增加



长期资金价格方面，1M Shibor 利率中枢较 1 月下行，3M 和 6M Shibor 利率中枢较 1 月下行。具体来看，至 2 月 16 日，1M、3M 和 6M Shibor 利率均值分别为 2.19%、2.37%和 2.48%，分别较 1 月均值下行 4bp、上行 1bp 和上行 3bp。同业存单方面，1M 同业存单发行利率中枢较 1 月下行，3M 和 6M 同业存单发行利率中枢较 1 月上行，具体来看，至 2 月 16 日，1M、3M 和 6M 同业存单利率均值分别为 2.3%、2.52%和 2.65%，分别较 1 月均值下行 3bp、上行 3bp 和上行 3bp。

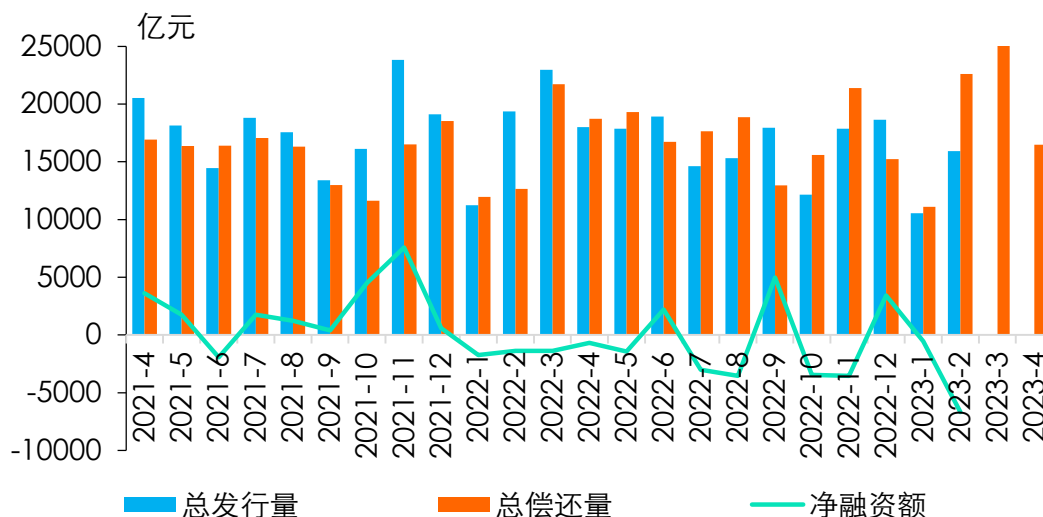
图表 28 长期资金价格震荡上行



向后看，3 月同业存单偿还量高达 2.6 万亿元，偿还量较大，同业存单利率

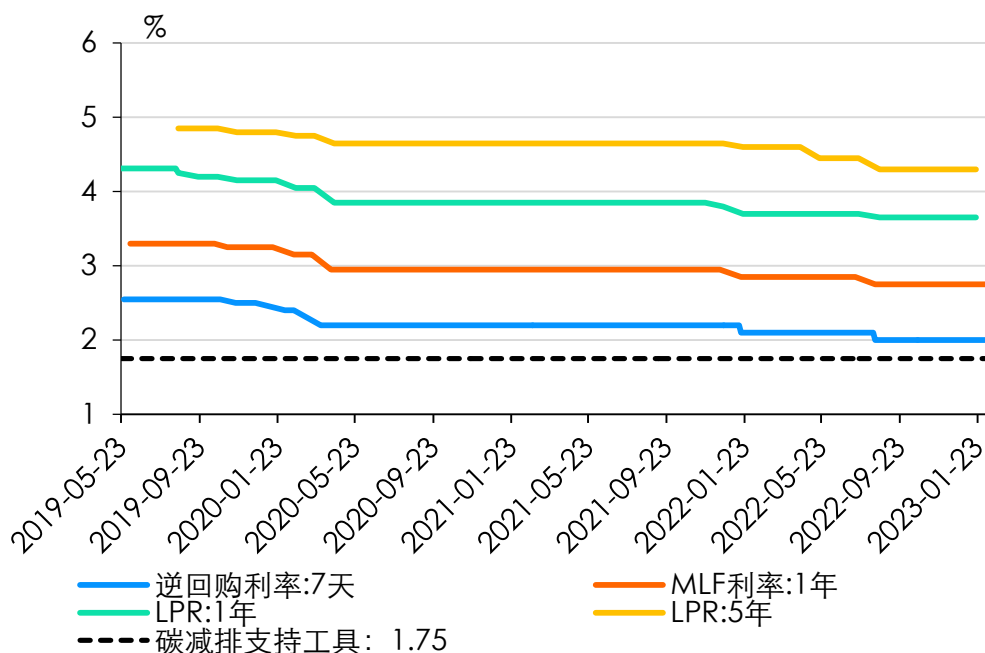
面临上行压力。

图表 29 同业存单发行与到期情况（亿元）

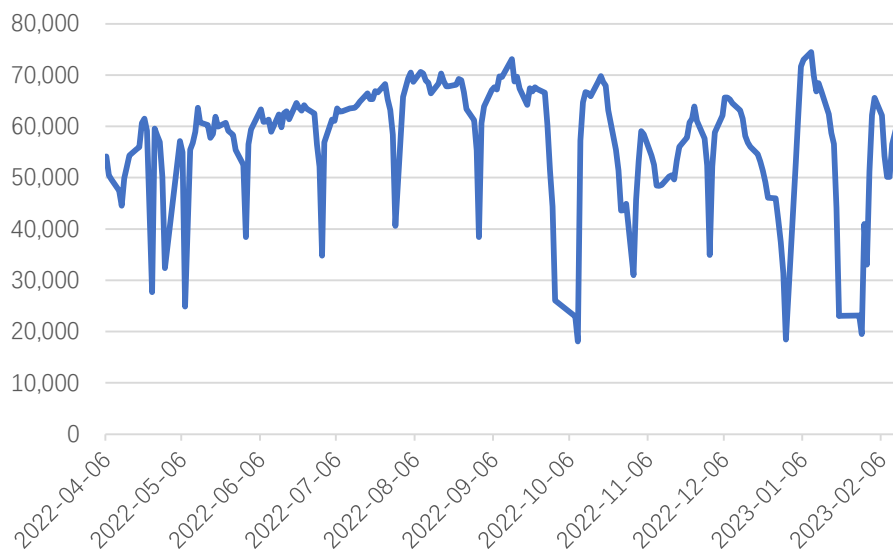


利率走廊方面，2 月上半月中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均无变化。

图表 30 利率走廊变化（%）



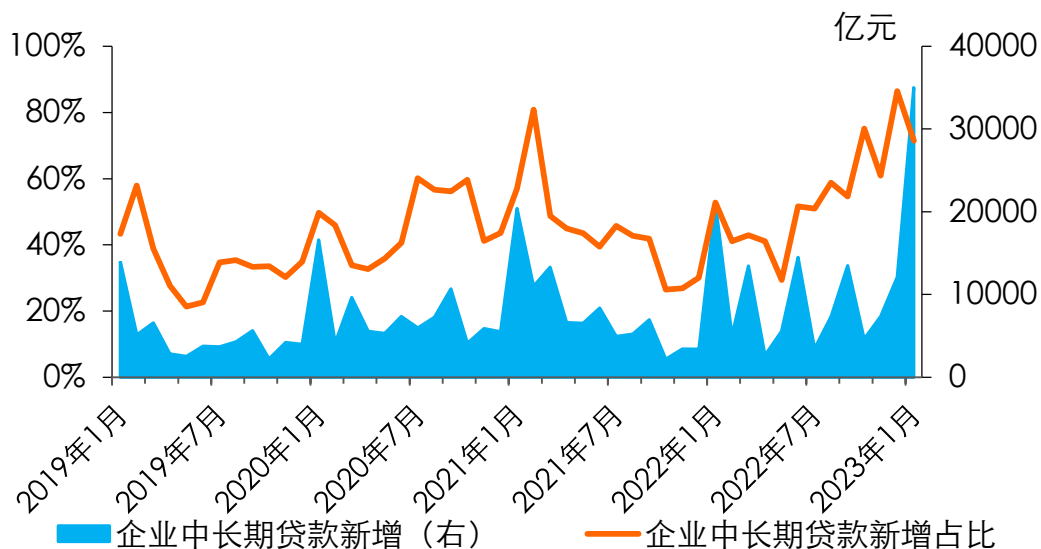
2 月以来银行间质押式回购日成交量从 1 月末低点快速回升，回到 6 万亿左右。

图表 31 银行间质押式回购日成交量（亿元）


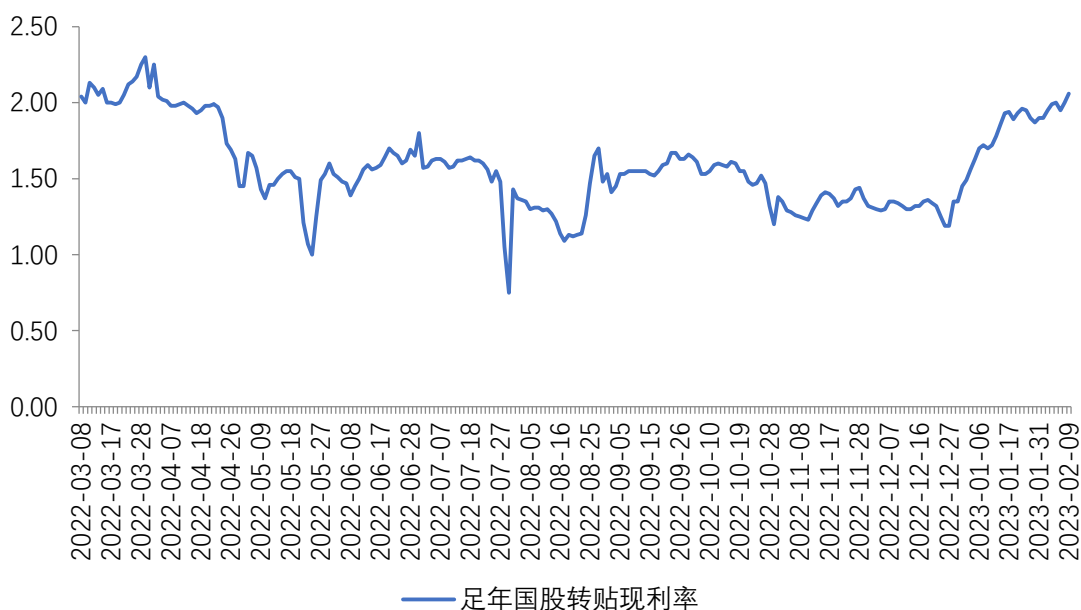
（二）金融数据：人民币贷款增长强劲，社融新增超预期

1月信贷总量环比和同比均改善明显，主要是由于企业贷款强劲增长。企业端，短期贷款和中长期贷款同比多增，年初银行冲刺信贷开门红，疫情对企业影响基本消退，宽信用政策持续发力，加大对基建、制造业和优质房企等的信贷投放规模。居民端，短期贷款和中长期贷款同比少增，但环比出现改善迹象，春节提振了旅游等消费需求，叠加居民返乡过年，房地产销售回落。向后看，2月房地产销售高频数据除一线城市同比小幅减少外，其他城市环比和同比均回升，显示出房地产销售回暖。

图表 32 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 33 足年国股转贴现利率



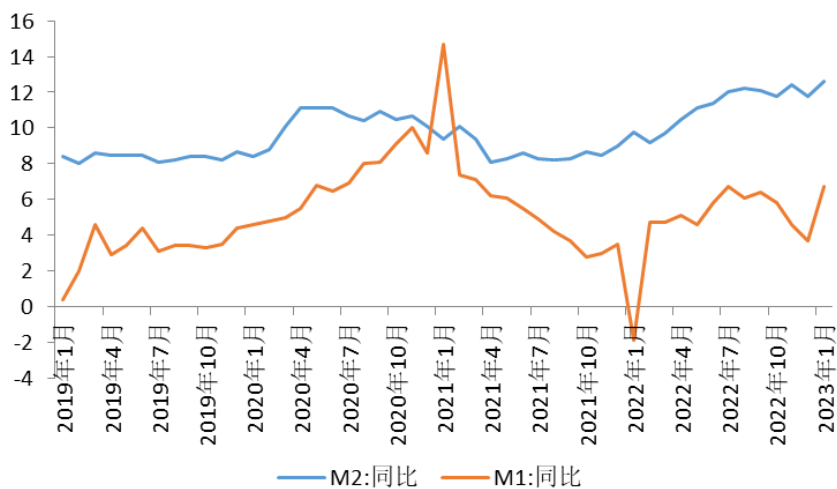
人民币贷款增长强劲带动 1 月社融新增超预期。企业债券同比少增仍是较大的拖累，一方面，企业债券融资去年基数较高，另一方面信用债经过去年的调整收益率仍处高位，企业信贷支持较多可能也抑制了债券融资需求。

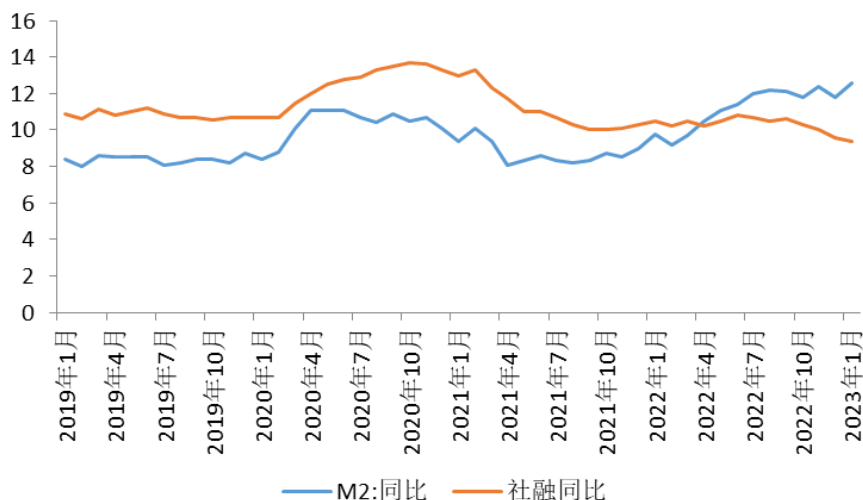
图表 34 社会融资规模各细项新增（亿元）

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
2022年6月	51926	30540	-291	-380	-828	1066	2346	589	16216
2022年7月	7785	4088	-1137	89	-398	-2744	960	1437	3998
2022年8月	24712	13344	-826	1755	-472	3486	1512	1251	3045
2022年9月	35411	25686	-713	1508	-191	132	345	1022	5533
2022年10月	9134	4431	-724	470	-61	-2156	2413	788	2791
2022年11月	19837	11448	-648	-88	-365	191	604	788	6520
2022年12月	13058	14401	-1665	-101	-764	-554	-4887	1443	2809
2023年1月	59800	49300	-131	584	-62	2963	1486	964	4140
2022年1月	61759	41988	1031	428	-680	4733	5838	1439	6026

1月M2同比增长12.6%，低于预期11.6%。M1同比增速6.7%，高于前值5.9%。M2增速升至新高，强劲的信贷和财政支出前置对M2有支撑，M1增速提升较大主要是因为去年低基数，M1与M2剪刀差较上月明显缩小，社融增速进一步回落，M2与社融剪刀差扩大。向后看，随着货币政策精准发力，社融增速有望回升，M2与社融剪刀差将缩小。

图表 35 M2及M1同比增速（%）



图表 36 M2 及社融同比增速 (%)


(三) 下阶段流动性展望：资金面维持稳中偏宽助力宽信用

2月以来，由于信贷投放较好、同业存单大量发行、大量逆回购到期等因素，资金利率短期上行，非银流动性压力阶段性增加，随后央行加大逆回购投放，DR007 回归至政策利率附近，央行增量续作 MLF，呵护资金面的意图仍较强。向后看，房地产销售高频数据虽显示有回暖迹象，但在经济复苏尚需更多数据验证之际，资金面料维持稳中偏宽以助力宽信用。货币政策方面，央行今年坚持货币政策精准有力总基调，强调货币政策要聚焦到扩大有效需求和深化供给侧改革上来，要将当期总收入最大可能地转化为消费和投资。预计后续结构性政策继续做加法，住房和汽车等大宗商品消费逐步回升，随着经济复苏，货币政策回归中性。

三、利率债策略：利空仍存，观望期利率窄幅震荡

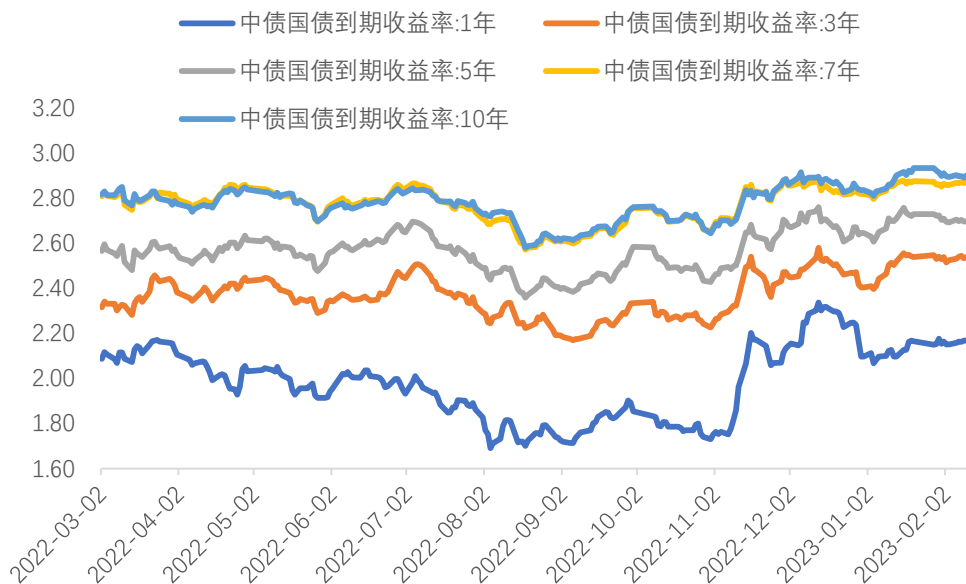
(一) 利率债走势回顾

1、收益率窄幅震荡，期限利差先扩大后缩窄

1月以来，债券收益率持续上行，春节后维持窄幅震荡走势。一方面经济修复预期持续发酵、资金面边际收紧，另一方面货币政策宽松的预期仍在，使得收

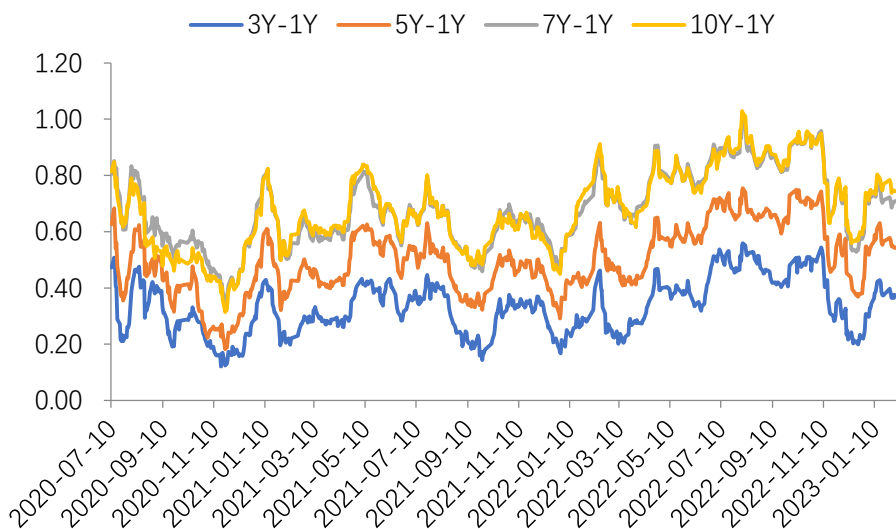
收益率在上行至新的中枢水平后窄幅震荡。目前 10Y 国债上行至 2.90%左右，10Y 国开债上行至 3.06%附近。

图表 37 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，1 月以来期限利差先扩大后缩窄。在经济修复预期带动下，长端上行幅度较大，带动曲线走陡。节后资金利率上行，使得短端上行幅度更大，期限利差再度缩窄。

图表 38 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数较之前小幅上行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 24%、11.5%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 18%、21%、

21%、21.6%、23.5%。国开债关键期限所处的分位数分别为 17.6%、13.2%、11.9%、8.9%、11.5%。

图表 39 国债关键期限分位数

2023/2/13	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.17	2.54	2.70	2.87	2.89	3.28
历史均值	2.71	2.99	3.14	3.31	3.34	3.89
当前-均值	-0.54	-0.45	-0.45	-0.44	-0.44	-0.61
分位数	18.1%	21.1%	21.2%	21.6%	23.5%	9.0%

图表 40 国开债关键期限分位数

2023/2/13	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	2.35	2.70	2.86	3.03	3.06	3.34
历史均值	3.12	3.52	3.72	3.90	3.88	4.29
当前-均值	-0.77	-0.83	-0.86	-0.87	-0.82	-0.95
分位数	17.6%	13.2%	11.9%	8.9%	11.5%	3.9%

从期限利差来看，收益率曲线较之前整体平坦化。国债期限利差分位数处于 70%左右，3Y、5Y 较陡；国开债收益率曲线较为平坦，期限利差分位数处于 25%~35%左右，3Y、10Y 较陡。

图表 41 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.37	0.52	0.70	0.72
历史均值	0.28	0.44	0.61	0.63
当前-均值	0.09	0.09	0.09	0.09
历史分位数	76.30%	71.50%	69.60%	69.30%

图表 42 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	0.35	0.51	0.69	0.71
历史均值	0.41	0.61	0.79	0.78
当前-均值	-0.06	-0.10	-0.11	-0.07
历史分位数	28.90%	26.80%	27.90%	33.50%

2、隐含税率有所回落

1月，随着理财赎回风波逐渐平息，政金债卖出压力减小，隐含税率小幅下行。目前各关键期限的隐含税率分别为 7.4%、5.7%、5.7%、5.4%、5.3%，所处的历史分位数分别为 27%、3.7%、3%、2%、2%。

图表 43 国开债隐含税率分位数

2023/2/13	期限				
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年
当前水平	7.4%	5.7%	5.7%	5.4%	5.3%
历史均值	0.14	0.15	0.15	0.14	0.13
当前-均值	-0.06	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08
分位数	27.00%	3.70%	3%	2%	2%

(二) 利率债影响因素分析

1月以来，感染高峰过后经济修复的预期较强，叠加年初信贷投放量较大带动资金面收紧，对债市形成利空。但受货币政策宽松预期以及年初配置力量较强的影响，收益率上行幅度也较小，收益率整体窄幅震荡。

1、经济基本面：内需逐步修复，预期即将面临兑现

从 1、2 月高频数据来看，在疫情感染高峰过后，需求端呈现内需修复、外需下行的格局。地产销售快速回暖，土地成交溢价率小幅上行，同时居民出行基本修复至 2022 年中枢水平，显示疫情的影响进一步减弱，居民预期有所改善。出口方面量价支撑减弱，集装箱运价指数继续下行。生产端煤炭、钢铁行业修复较快，基建复工较为缓慢。总体而言经济继续修复，带动旅游、劳务等非食品价格上涨，核心 CPI 持续上行。

对于金融市场，前期经济修复的预期逐步进入兑现期，后续 3 月即将公布经济数据，强预期能否实现将迎来考验。近期风险偏好已经有所回落，但基本面对债市的利空仍然存在。

2、通胀：核心通胀持续上行，CPI 预计逐步回落

从 1 月通胀数据来看，疫后旅游、家政类涨幅较大，带动核心通胀进一步上行。CPI 预计 3 月仍有一定上行压力，随后在高基数影响下逐步回落，PPI 处于触底回升的过程中。

对于债券市场而言，通胀短期无忧，但中长期偏利空。短期内尽管核心通胀上行，但仍然处于较低水平，尚未恢复至 2019 年中枢。中长期来看，疫后总需求稳步修复，但供给端经历了疫情期间的出清，可能出现供需错配，进而带动通胀上行，需对此持续进行关注。

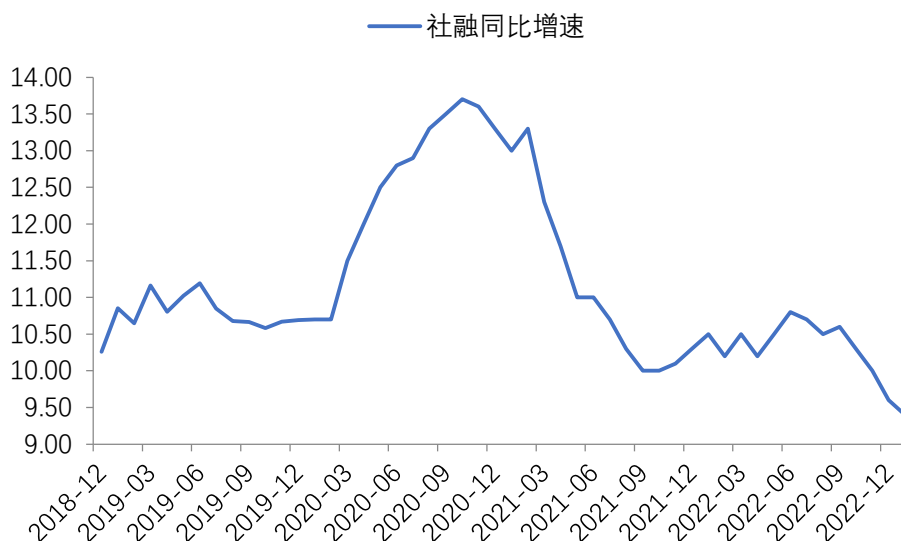
3、广义流动性：社融增速下行，企业贷款支撑较强

1 月份社融增速继续下行，从 9.6% 下降至 9.4%。但从绝对值来看，1 月社融新增 5.98 万亿，超出市场预期，其中贷款新增 4.93 万亿，同比多增 7312 亿。

从社融结构来看，1 月债券新增较少，当月新增 1486 亿元，同比减少 4352 亿，主要受年初信用债市场赎回压力较大影响。对社融形成支撑的主要是企业贷款，当月新增 4.68 万亿，其中中长期贷款新增 3.5 万亿，同比多增 1.4 万亿。居民贷款新增 2572 亿，同比减少 5858 亿，主要受中长期贷款减少较多拖累，显示居民提前还贷意愿较强、购房意愿仍然较弱。

向后看，随着疫后经济稳步修复，融资需求或持续回升。其中地产端近期销售回暖，显示居民预期边际改善，后续居民中长期贷款或有所增长。

图表 44 社融同比增速 (%)

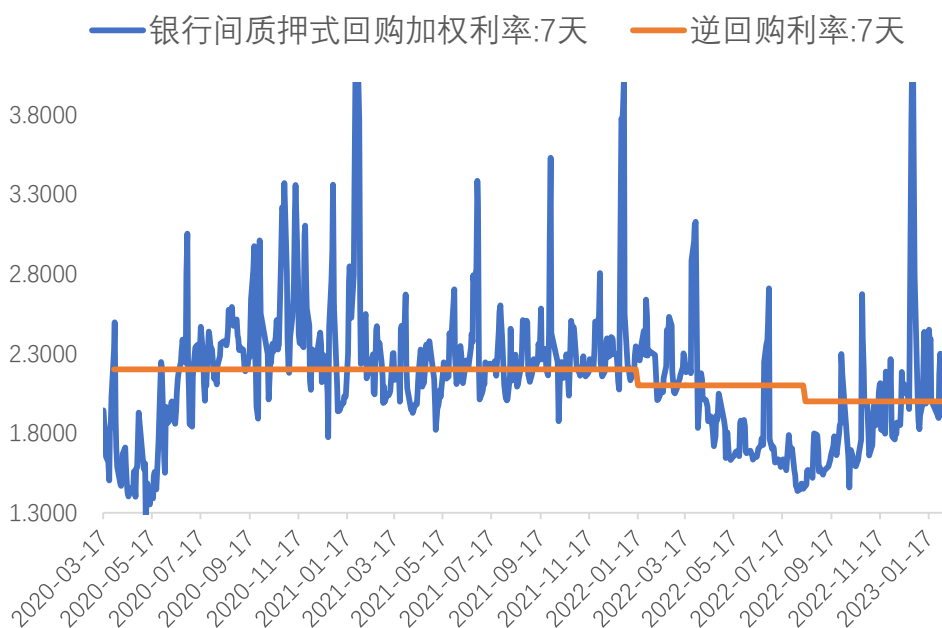


4、狭义流动性：节后资金利率上行，杠杆率下降

春节后，受资金回流速度较慢、贷款需求增长等因素影响，资金面趋紧，资金利率继续上行。

具体来看，银行间质押式回购利率（7D）逐步上行至 2.08%左右，较同期限政策利率（2%）高 8BP。1Y 同业存单发行利率上行至 2.605%，较节前上行约 5BP，较同期限 MLF 利率 2.75%低 215BP，资金利率中枢继续抬升。

图表 45 银行间 7 天质押式回购利率 (%)

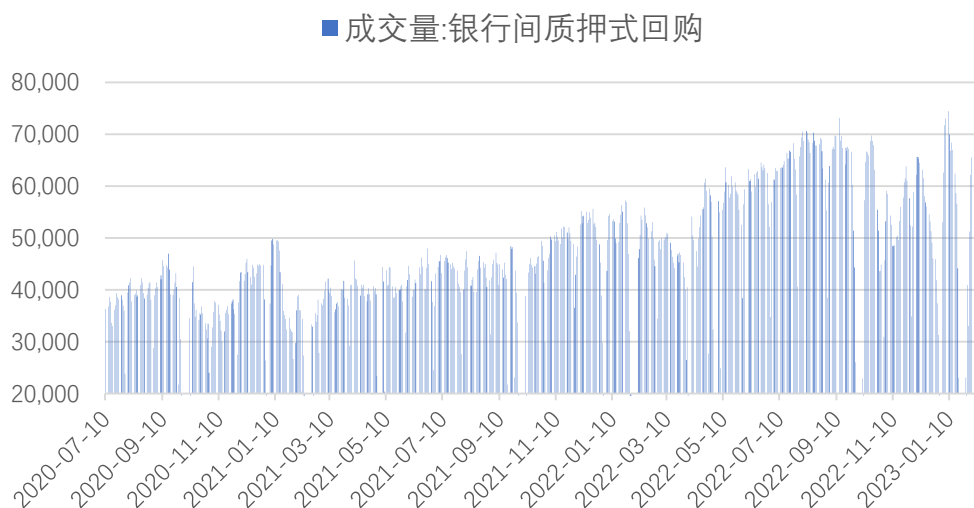


图表 46 1Y AAA 同业存单利率 (%)



受资金利率整体上行影响，节后银行间质押式回购成交量较节前中枢水平有所下滑。2月以来日均成交量约为 5.5~6 万亿，显示债券市场杠杆率较节前小幅下降。向后看，随着经济修复后融资需求的回暖，预计资金利率围绕政策利率波动，总量保持宽松，但价格维持高位。

图表 47 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）



向后看，资金利率预计继续向政策利率收敛。随着疫情和地产政策的放松，经济好转预期增强，资金面预计维持充裕，但价格中枢可能随之抬升。

5、股债比价：小幅回落，股票仍然占优

从股债比价来看，1月以来随着权益市场上涨和债市收益率上行，股债比价（万得全A滚动市盈率的倒数与10Y国债收益率的比值）从高位下行，由去年底的2.10的高位下降至1.9，处于历史分位数62.1%。目前股债比价显示权益市场性价比仍然较高。

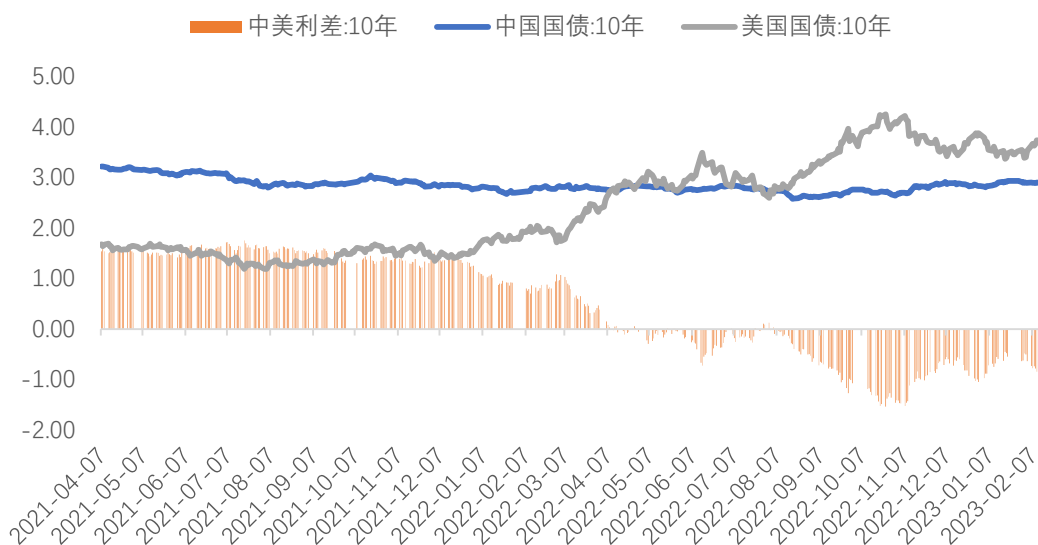
图表 48 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）



6、中美利差：近期随美债上行有所扩大

1月份美债利率持续回落，中美利差小幅收窄。但2月以来受强劲的非农数据拉动，美债利率再度上行，带动中美利差扩大。

图表 49 中美利差走势 (2Y, %)



具体来看，2月以来10Y美债收益率从3.5%左右再度上行至3.72%，10Y中国国债收益率围绕2.9%窄幅震荡，中美利差从50BP扩大至83BP左右。受此影响，人民币汇率2月以来小幅贬值至6.81左右。对于债券市场而言，随着美债收益率高位回落，资金外流压力减小，对国内货币政策和债市的制约较小。

(三) 利率债策略：经济修复持续，交易谨慎观望

1月以来，债券收益率在整体上行后维持窄幅震荡走势。从经济基本面来看，高频数据显示经济稳步修复，但外需仍在下行，且信贷结构中居民贷款仍然较为乏力。资金面边际收敛，资金利率中枢继续抬升。目前债券市场对于经济修复的强度仍然存在分歧，多数保持观望，使得收益率波动幅度较小，经济修复的强预期能否实现仍需等待3月经济数据公布。对于配置盘，年初利率上行幅度不大，建议积极介入；交易盘在窄幅震荡的行情中操作空间有限，建议密切关注高频数据，寻找后续预期差带来的波段机会。

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。