

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，4 月经济低于预期，显示总需求修复较为缓慢，生产端也边际走弱。从需求端来看，4 月地产投资下行幅度较大，新开工力度较弱；消费继续反弹。生产端增速回升，但恢复速度略低于预期，从高频数据来看，由于总需求恢复较慢，5 月以来生产节奏有所放缓。失业率总体下降，但青年团体失业率继续上行至 20%以上。通胀方面，受鲜菜及猪肉价格下跌影响，CPI 继续下行，但核心通胀与前值持平。

5 月以来，虽流动性保持充裕，隔夜资金价格偏低，机构加杠杆意愿强烈。央行超量续作 MLF，满足了金融机构对于中长期资金的需求，同业存单发行利率继续走低，但 5 月企业所得税汇算清缴和后续同业存单发行量增加可能对资金面有所扰动。向后看，内外需仍然偏弱，资金面预计维持稳定以助力宽信用。货币政策方面，央行在一季度例会上强调保持信贷合理增长、节奏平稳，结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降，意味着货币政策宽松力度下降。另外，近期银行存款利率下调后，资金成本进一步下降。综合来看，货币政策在基本面未持续改善的背景下，难以大幅收紧，后续预计继续持稳，促进实体需求恢复。

利率债方面，4 月下旬以来，受经济修复较弱、银行存款利率下调等因素影响，收益率持续下行。向后看基本面延续弱复苏态势，但地产修复力度有限，出口形成拖累，通胀维持低位。货币政策延续宽信用、稳货币，（社融-M2）增速差继续从底部回升。基本面对债市中性偏多，但短期内市场对弱复苏预期以及负债成本的降低已经反映较多，不排除后续发生反转的可能性。从收益率点位来看的话，目前利率下行至年内区间低点，银行间杠杆率有所攀升，显示交易较为拥挤，建议交易盘暂时保持观望，可对持仓进行适当止盈；配置盘等待利率上行后再介入。

目录

一、宏观经济：修复斜率放缓，内生动力不强.....	3
（一）地产投资较弱，青年失业率继续上行.....	3
1、投资：投资低于预期，地产拖累较大.....	3
2、地产：竣工继续加速，销售向新开工传导较慢.....	4
3、消费：继续反弹，装潢类消费下行.....	5
4、就业：失业率下降，但青年失业率仍处高位.....	6
3、出口：出口再度回落，进口受价格影响超预期下行.....	6
6、高频数据：总需求不足，生产放缓.....	8
（二）生产：上游生产放缓，中下游继续修复.....	11
（三）通胀低于预期，需求修复强度有限.....	12
（四）二十届中央财经委会议：建设现代化产业体系，人口高质量发展.....	16
二、流动性及货币政策：资金面偏宽，质押式回购再创新高.....	16
（一）流动性回顾：资金面偏宽，资金利率整体下行.....	16
（二）金融数据：社融不及预期，居民贷款和存款均减少.....	20
（三）下阶段流动性展望：资金面持稳，促进实体需求恢复.....	22
三、利率债策略：利率持续下行，交易适度止盈.....	23
（一）利率债走势回顾.....	23
1、收益率持续下行.....	23
2、隐含税率中长端下行较多.....	26
（二）利率债影响因素分析.....	26
1、经济基本面：从“弱预期”到“弱现实”.....	26
2、通胀：通胀低位，对货币政策不形成制约.....	27
3、广义流动性：社融不及预期，居民存贷款均减少.....	27
4、狭义流动性：资金利率下行，杠杆率抬升.....	28
5、中美利差：近期随中国国债下行而扩大.....	29
（三）利率债策略：利率持续下行，交易盘适度止盈.....	30

一、宏观经济：修复斜率放缓，内生动力不强

二季度以来，经济仍处于恢复进程，但面临的突出问题是内生动力不强，在存量需求释放后新增需求不足，一季度经济脉冲式修复后增长斜率趋缓

4月份，制造业PMI为49.2%，较上月下降2.7个百分点，在连续3个月运行在50%以上后落入收缩区间。分项指数变化显示，前几个月持续回升带来的高基数效应，以及外部需求放缓影响下，市场需求扩张态势回落；企业生产稳中趋缓，经济恢复动力仍需巩固。但经济运行也存在一些积极变化，生产要素成本回落，人力资源保障和物流效率提升，企业对后市预期相对乐观。非制造业方面，在一系列稳投资政策的带动下，建筑行业活动保持活跃；疫情影响基本消退后，在清明假期、春季旅游叠加五一小长假消费预期的拉动下，接触型服务业有良好表现。投资持续发力和线下消费活跃是非制造业恢复良好的重要保障。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	非制造业	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
2023-04	49.2	56.4	50.2	48.8	47.6	46.8	49.4	49.1	48.9	44.9	46.4	47.9	48.8	50.3
2023-03	51.9	54.6	54.6	53.6	50.4	48.9	49.5	53.5	50.9	48.6	50.9	48.3	49.7	50.8
变动	-2.7	-1.8	-4.4	-4.8	-2.8	-2.1	-0.1	-4.4	-2.0	-3.7	-4.5	-0.4	-0.9	-0.5

(一) 地产投资较弱，青年失业率继续上行

1、投资：投资低于预期，地产拖累较大

4月固定资产投资累计同比增速4.7%，较前值降低0.4个百分点。

从累计同比增速看，固定资产投资三大分项增速均有所下行，其中制造业投资和地产投资下行较为明显。具体来看，房地产投资累计同比增速-6.2%，较前值下降0.4个百分点；制造业投资累计同比增速6.4%，较前值降低0.6个百分点；基建投资累计同比增速9.8%，较前值降低1个百分点。

图表 2 固定资产投资累计同比增速 (%)

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2023-04	4.70	-6.20	6.40	9.80
2023-03	5.10	-5.80	7.00	10.82
2023-02	5.50	-5.70	8.10	12.18

从当月同比增速看，地产投资4月下滑幅度较大，对投资形成明显拖累。具体来看，房地产投资当月同比增速-16.24%，较前值降低8.99个百分点，制造业投资当月同比增速5.29%，较前值降低1.71个百分点，基建投资当月同比增速7.9%，较前值下降2.29个百分点。

2、地产：竣工继续加速，销售向新开工传导较慢

4月，房地产投资累计增速-6.2%，较前值降低0.4个百分点。当月同比增速-16.24%，较前值降低9个百分点。

从分项来看，4月地产中较为亮眼的是竣工，继续保持高增长，当月增速提高5.2个百分点至37.25%，累计同比增速提高4.1个百分点至18.8%。销售增速略显乏力，累计同比增速继续上行，但4月当月同比增速下降至-11.83%，在基数降低的情况下增速继续下滑，显示销售走弱。销售向新开工的传导较慢，1-4月新开工累计同比增速为-21.2%，仍然为负增长，4月当月同比增速小幅提升0.7个百分点至-28.3%，显示地产企业对后市不太乐观，新开工较为谨慎。

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
2023年4月	-11.83	-16.24	-28.30	37.25	0.81
2023年3月	-3.46	-7.25	-29.03	32.02	2.78
变动	-8.4	-9.0	0.7	5.2	-2.0

30大中城市地产销售数据显示，5月地产销售继续回落，日均成交面积同比增速从4月的31%下降至4.66%。其中一、二、三线城市均回落，三线城市增速转负，显示地产销售边际走弱。从土地成交情况来看，5月土地成交增速回落，从4月的0.17%回落至-13.76%，但土地成交溢价率仍然较高，保持早4%-7%，其中二线城市溢价率较高。

总体而言，4月份以来，随着前期积压的购房需求释放后，地产销售有所放

缓，且销售向新开工的传导较为缓慢，显示地产企业对后市预期一般。竣工继续保持高增长，是支撑地产投资的主要因素。向后看随着居民收入改善，全年地产销售有望转正，但新开工的修复仍需时间。

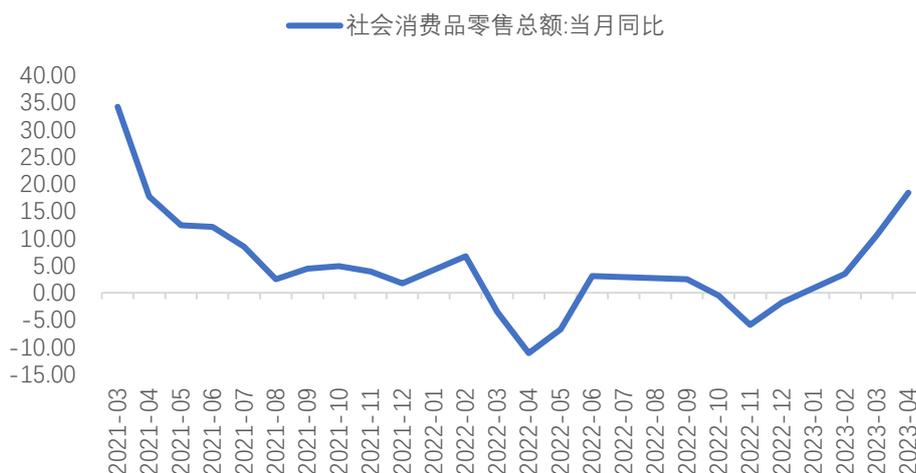
3、消费：继续反弹，装潢类消费下行

4月消费继续回升，当月同比增速18.4，较前值提高7.8个百分点。4月消费反弹主要受基数较低以及线下餐饮、汽车、可选消费类增速回升拉动。

从细项看，4月消费回升的主要有以下三点：一是线下消费继续强劲反弹，餐饮消费当月同比增速43.8%，较前值提高17.5个百分点。二是汽车消费增速提高，当月同比增速38%，较前值提高26.5个百分点，既受到基数降低的影响，也与3月以来汽车大幅降价促销有关。三是可选消费品走强，化妆品、金银珠宝、日用品当月同比增速分别为24.3%、44.7%、10.1%，分别较前值提高14.7、7.3、2.4个百分点。

4月消费增速下行的主要是装潢类增速，当月同比增速-11.2%，较前值降低6.5个百分点，在基数降低的情况下仍然继续下行，主要受地产销售走弱拖累。

图表4 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



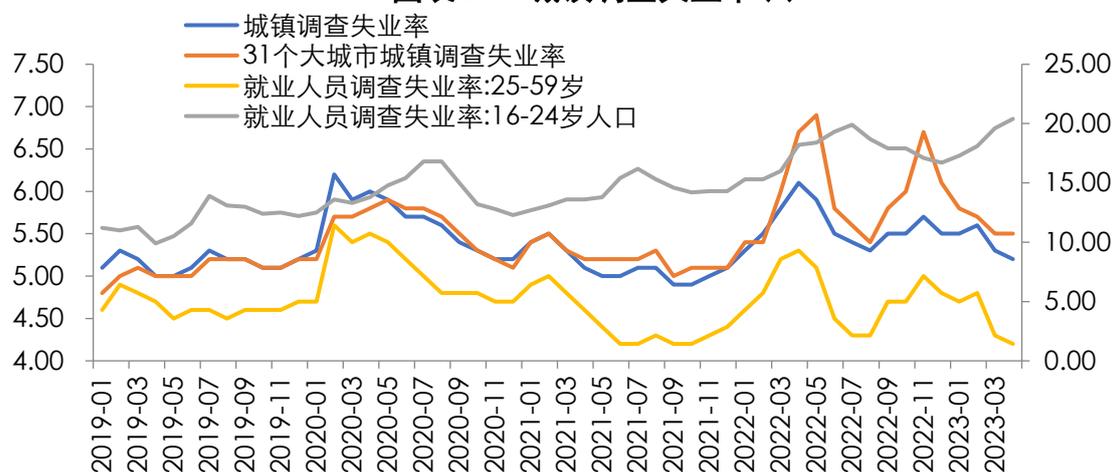
向后看，随着经济修复、居民收入改善，消费预计能够延续。5月后基数逐步回升，消费增速也将随之回落，但预计能够保持在较高中枢。

4、就业：失业率下降，但青年失业率仍处高位

4月，全国城镇调查失业率5.2%，较前值降低0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.5%，与前值持平。

从年龄结构来看，青年团体失业率继续上行，中年团体失业率下降。16-24岁群体调查失业率20.4%，较前值继续上升0.8个百分点。25—59岁劳动力失业率为4.2%，较前值下降0.1个百分点。随着经济逐步修复，失业率整体下降，但青年团体失业率继续上升至20%以上，后续随着毕业季到来，青年团体失业率仍有一定上行压力。

图表 5 城镇调查失业率(%)



3、出口：出口再度回落，进口受价格影响超预期下行

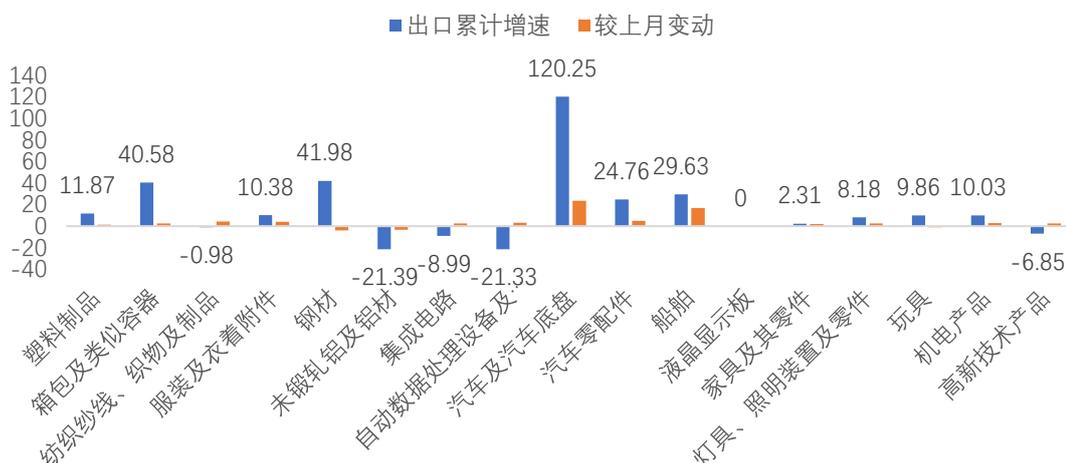
(1) 外需较弱，出口增速较上月回落。

按美元计，1-4月份出口累计同比增速为2.5%，较前值提高2个百分点。当月出口同比增速8.5%，较前值下降6.3个百分点。在4月基数降低的基础上，出口增速继续下行，显示4月出口较为乏力。

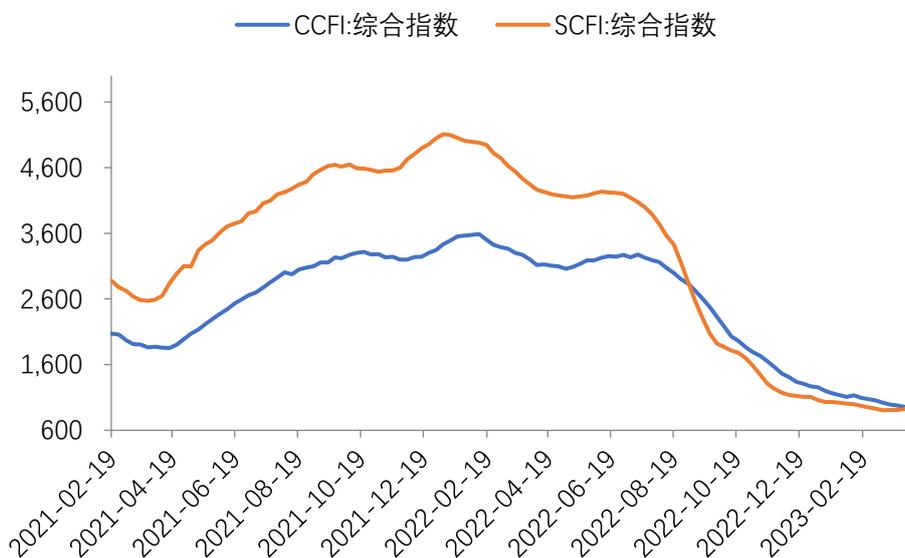
4月当月出口增速较前值回落，显示3月出口的高增长主要受1-2月积压订单释放拉动，但仍处于正增长。从出口产品来看，汽车行业继续保持较高的景气度，日用品、高科技类产品出口累计同比增速小幅回升。从国家来看，对美欧出口上行，对俄罗斯出口上行幅度较大，今年以来对俄罗斯、东盟出口保持正增长。

向后看，韩国出口增速持续下行，我国出口集装箱运价指数低位震荡，显示全球景气度仍然较低，外需较为疲弱，同时5月基数回升，预计出口延续下行趋势。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



图表 7 集装箱运价指数走势 (%)



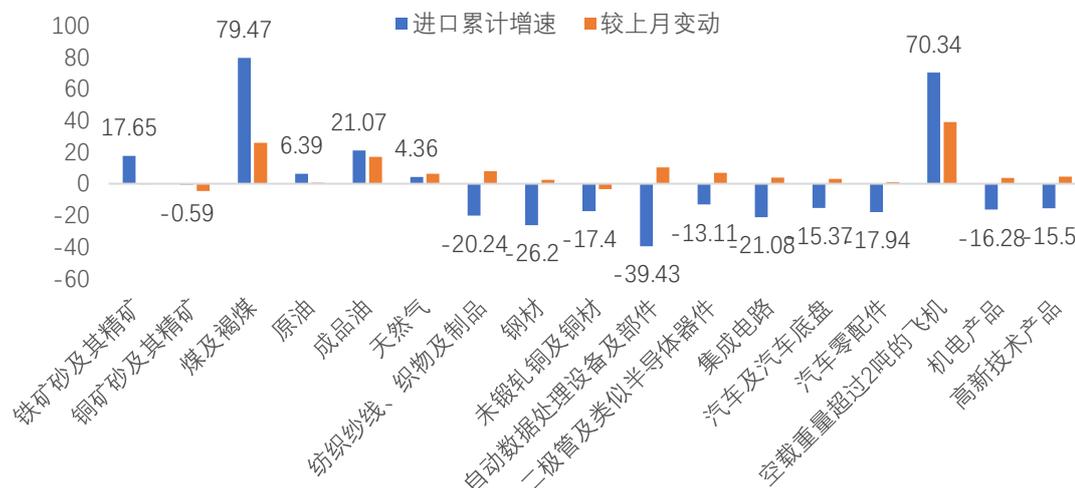
(2) 进口：增速超预期下行，能源类进口增速下滑较多。

按美元计，1-4月进口累计同比增速-7.3%，较前值降低0.2个百分点。当月进口同比增速-7.9%，较前值降低6.5个百分点。

从进口产品类别看，4月进口增速下行主要受能源类拖累，飞机进口增速继续回升。进口累计同比增速呈现以下特点：一是能源类进口增速均下行，主要

受价格同比下跌较多影响；二是飞机进口增速继续回升。三是电子类产品进口均为负增长，显示进口加工贸易增速普遍在下滑。

图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差小幅上行。

按美元计，4月我国贸易顺差为902亿美元，较上月小幅上行。处于高位的贸易顺差能够对人民币汇率形成一定支撑，但是近期国内存款利率下行也带来人民币贬值压力。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



6、高频数据：总需求不足，生产放缓

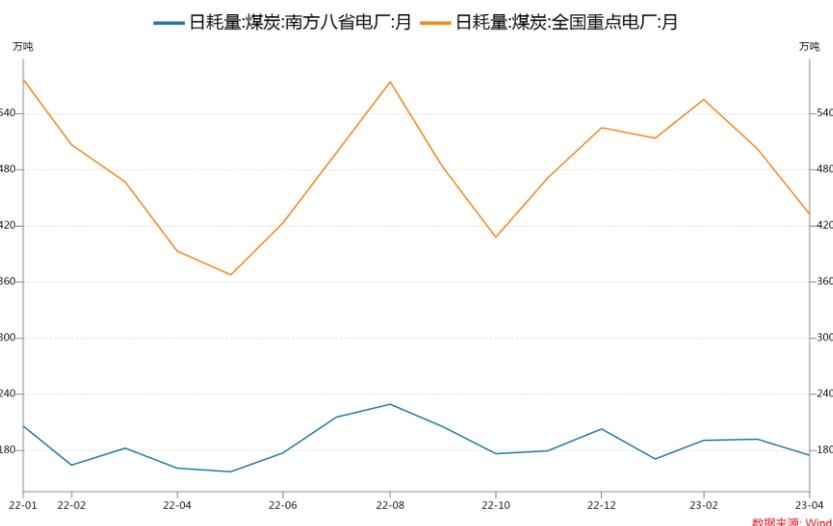
从5月高频数据来看，由于下游需求不足，生产节奏较4月有所放缓，煤

炭、钢铁开工率回落，价格下行。

(1) 日耗煤量下降

从电厂耗煤量来看，4月以来各电厂日耗煤量均较3月下降。其中南方八省电厂日耗煤量从192万吨/日下降至175万吨/日，全国重点电厂日耗煤量从502万吨/日下降至433万吨/日。

图表 10 重点电厂日耗煤量

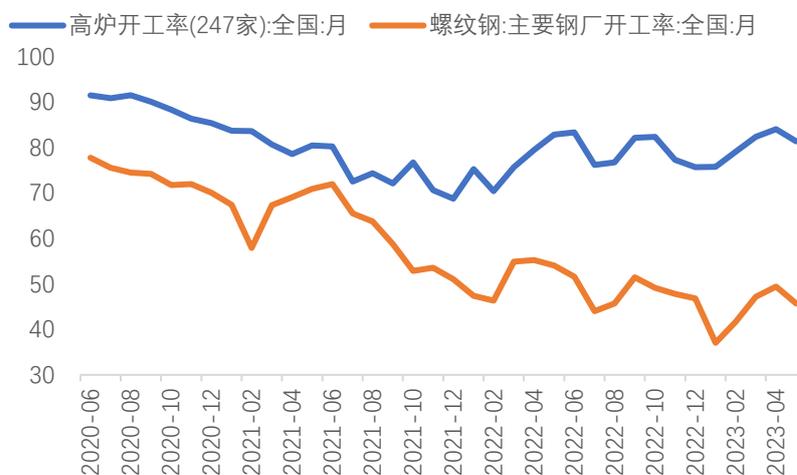


(2) 钢铁焦炭开工率回落，下游需求走弱

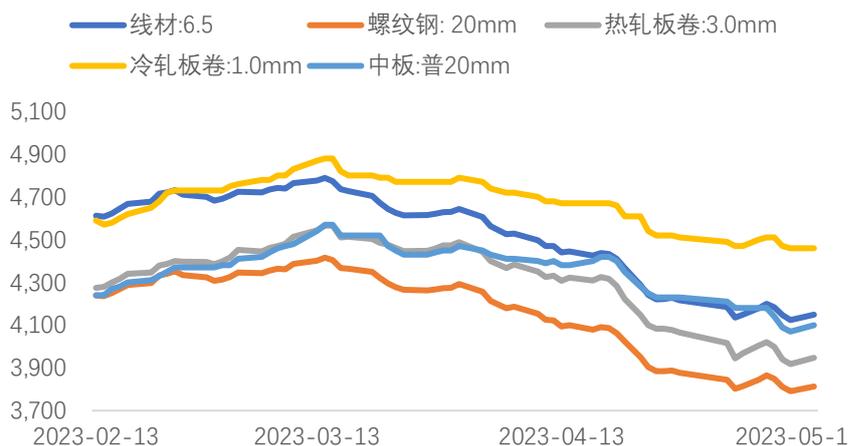
从生产端来看，5月钢铁和焦炭开工率均有所回落。

其中全国247家钢厂高炉开工率从4月的82.56%下降至81.1%，螺纹钢主要钢厂开工率从48.85%下降至45.57%。各类钢材价格延续下跌趋势。从库存来看，5月以来库存继续下行，但下行速度有所放缓，目前库存水平高于2019年同期，显示当前下游钢铁需求略有走弱。

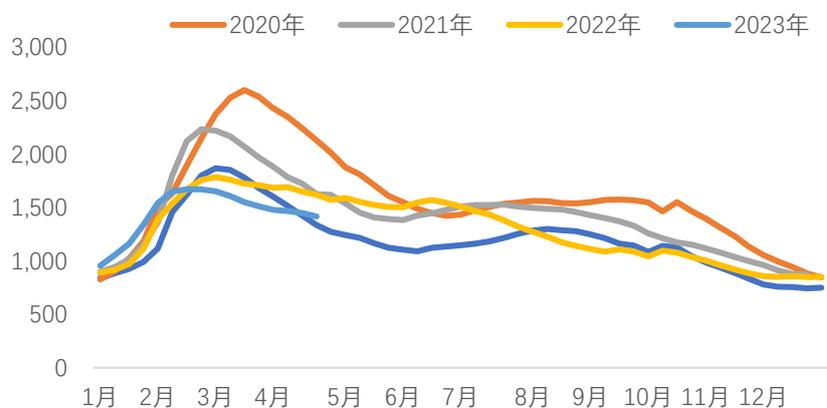
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

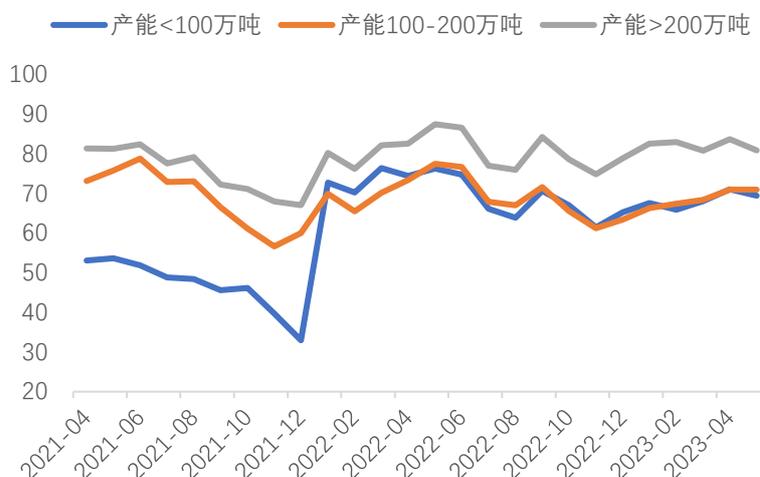


图表 13 钢材社会库存



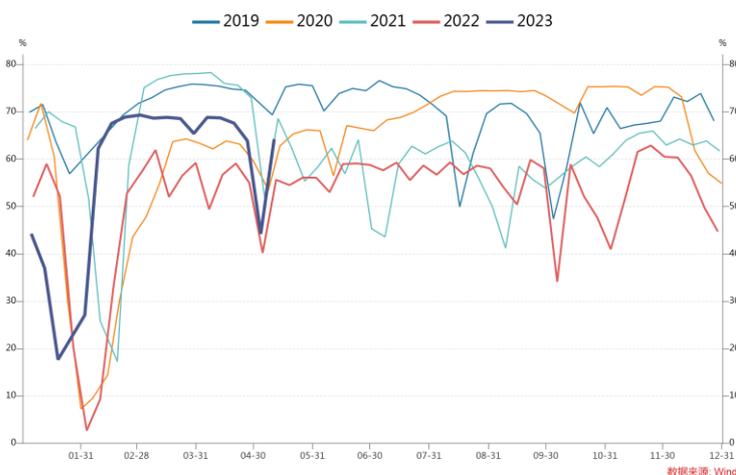
5月上旬焦化企业开工率从高位回落，其中产能大于200万吨的企业回落幅度较大，显示下游需求走弱。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车开工率来看，5月开工率处于较高位置（67.62%），低于2019年，接近2021年水平。

图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率



（二）生产：上游生产放缓，中下游继续修复

4月份，规模以上工业增加值累计同比增长3.6%，较前值（3%）提高0.6个百分点，显示生产继续修复，但修复程度略低于预期，主要受上游生产放缓拖累。

图表 16 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)

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
2023-04	3.60	2.40	3.90	3.70	1.30
2023-03	3.00	3.20	2.90	3.30	0.90
2023-02	2.40	4.70	2.10	2.40	0.50

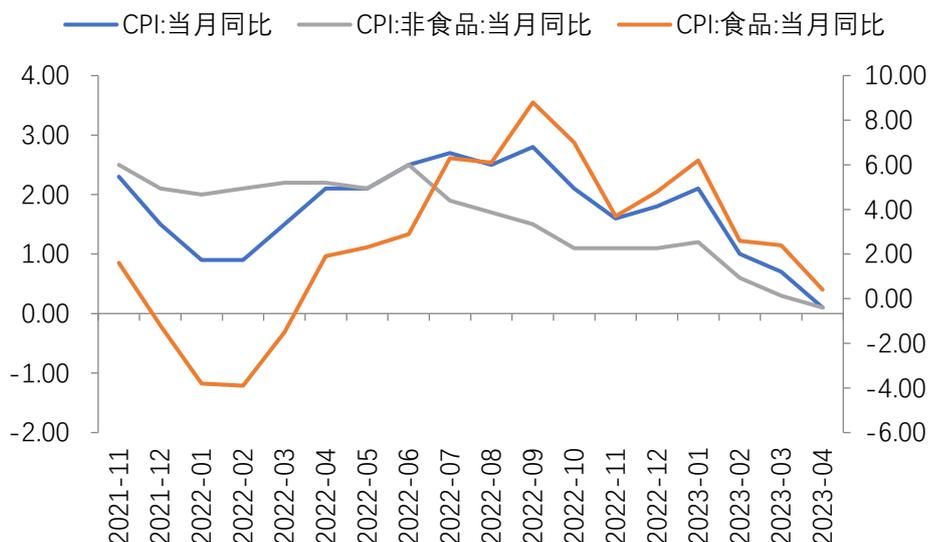
从行业来看，4月份上游采矿业生产放缓，中下游生产加速。其中采矿业累计同比增速2.4%，较前值下降0.8个百分点，或受近期煤炭石油等能源类价格1.3%，较前值提高0.4个百分点。

总体而言，4月经济低于预期，显示总需求修复较为缓慢，生产端也边际走弱。从需求端来看，4月地产投资下行幅度较大，新开工力度较弱；消费继续反弹。生产端增速回升，但恢复速度略低于预期，从高频数据来看，由于总需求恢复较慢，5月以来生产节奏有所放缓。失业率总体下降，但青年团体失业率继续上行至20%以上。

(三) 通胀低于预期，需求修复强度有限

4月通胀继续下行，CPI从0.7%下行至0.1%，低于市场预期，显示需求端仍然较弱。

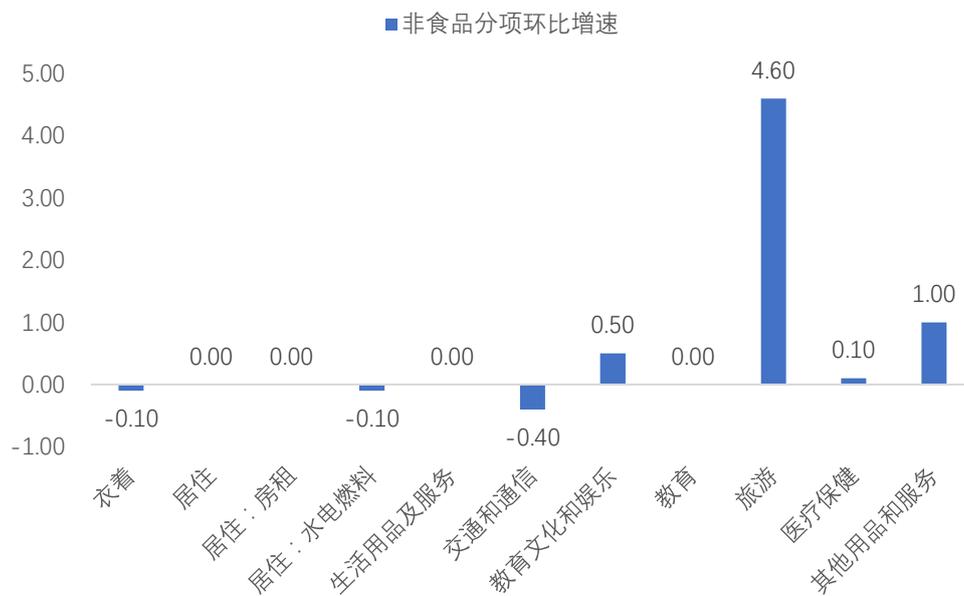
图表 17 CPI 变化趋势 (%)



1、食品价格环比下跌，继续拖累CPI下行

4 月 CPI 同比上涨 0.1%，环比下跌 0.1%，低于市场预期。其中食品价格环比下跌 1%，拖累 CPI 下行的主要因素，鲜菜和猪肉价格降幅较大。非食品价格上涨 0.1%，旅游价格涨幅加大。

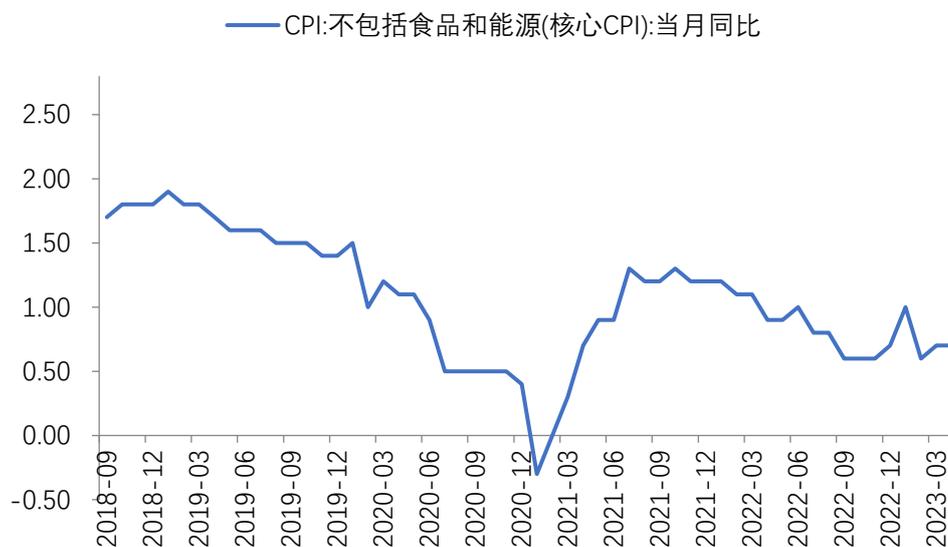
图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



2、核心 CPI 环比上涨

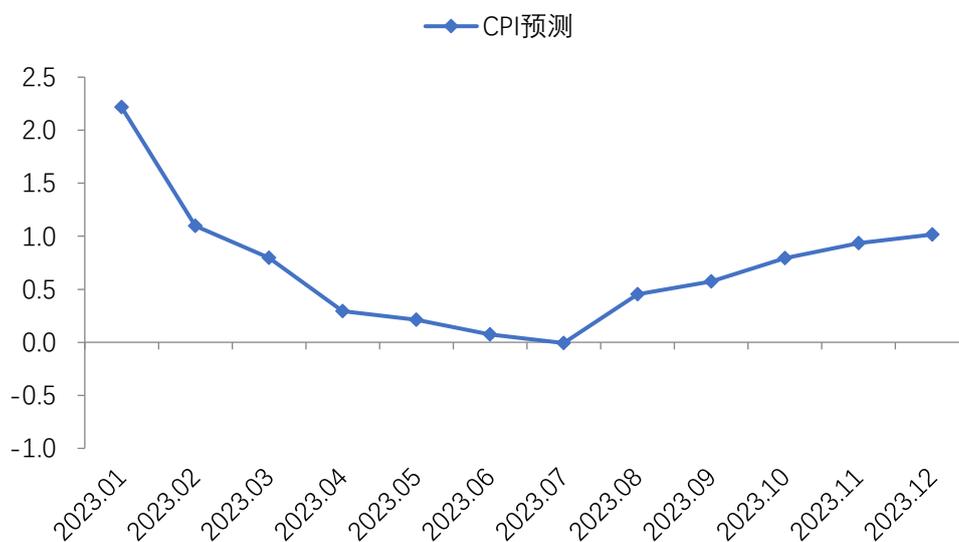
4 月份扣除食品和能源的核心 CPI 同比增速为 0.7%，与前值持平；环比上涨 0.1%，较前值提高 0.1 个百分点。受旅游需求逐步回升等因素影响，核心 CPI 环比上涨。向后看，随着内需持续修复，核心 CPI 预计延续回升趋势。

图表 19 核心通胀走势 (%)



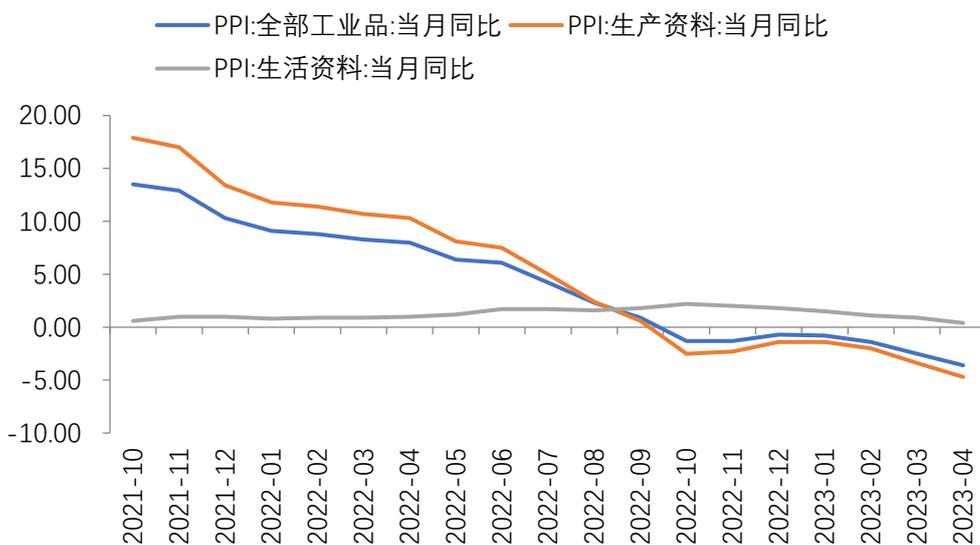
对CPI后续走势进行测算，随着基数上升，后续CPI预计逐步下行，7月预计将达到低点0附近，下半年逐步回升至1%附近。

图表 20 CPI 走势预测 (%)



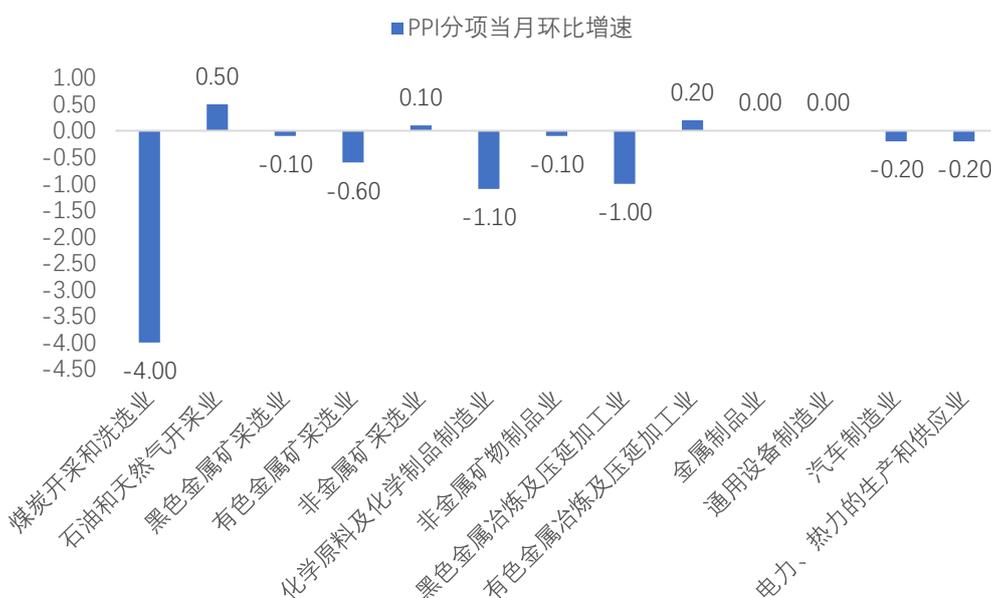
4月PPI环比下跌0.5%，较前值下降0.5个百分点；同比增长-3.6%，较前值下降1.1个百分点。受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响，工业品价格继续下跌。

图表 21 PPI 及分项走势



从行业环比增速来看，4月煤炭价格大幅下跌，黑色系钢铁价格由涨转跌。具体来看，受国际原油价格波动影响，国内石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降2.3%。钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降1.0%，水泥制造价格环比下降0.1%。煤炭产能继续释放，加之进口量仍较大，煤炭开采和洗选业价格环比下降4.0%。

图表 22 PPI 分项当月环比增速 (%)



从高频数据来看，4月黑色系螺纹钢、煤炭价格持续下跌，显示地产基建相关需求放缓，油价先涨后跌，整体下行。5月份以来，黑色系价格从低位小幅上

涨，或显示下游需求略有改善。

（四）二十届中央财经委会议：建设现代化产业体系，人口高质量发展

5月5日二十届中央财经委员会新班子召开首次会议，会议研究了建设中国式现代化的两大关键问题——现代化产业体系和人口高质量发展。

一是建设现代化产业体系。当前世界形势发展进入新阶段，面临百年大变局。面对这些变化，产业政策重要性提升，除了重视效率，也要顾及安全。本次会议提及“要完善新发展阶段的产业政策，把维护产业安全作为重中之重”、“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，关系我们在未来发展和国际竞争中赢得战略主动”。为实现上述目标，要做好“五个坚持，五个不能”，会议提出“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚；坚持稳中求进、循序渐进，不能贪大求洋；坚持三次产业融合发展，避免割裂对立；坚持推动传统产业转型升级，不能当成低端产业简单退出；坚持开放合作，不能闭门造车”。

二是人口高质量发展。当前我国人口发展呈现少子化、老龄化、区域人口增减分化的趋势性特征，2022年我国人口出现1961年以来的首次负增长；2021年老龄化率超过14%，正式从老龄化社会（2000年进入，老龄化率超过7%）进入老龄社会。从应对之策看，创新驱动是核心动力，要发挥规模经济新优势，同时可以辅助以适度的资本输出、延迟退休、加快农民工落户等措施来缓解老龄化问题。从根本来看，还是要提高生育水平，降低生育成本。

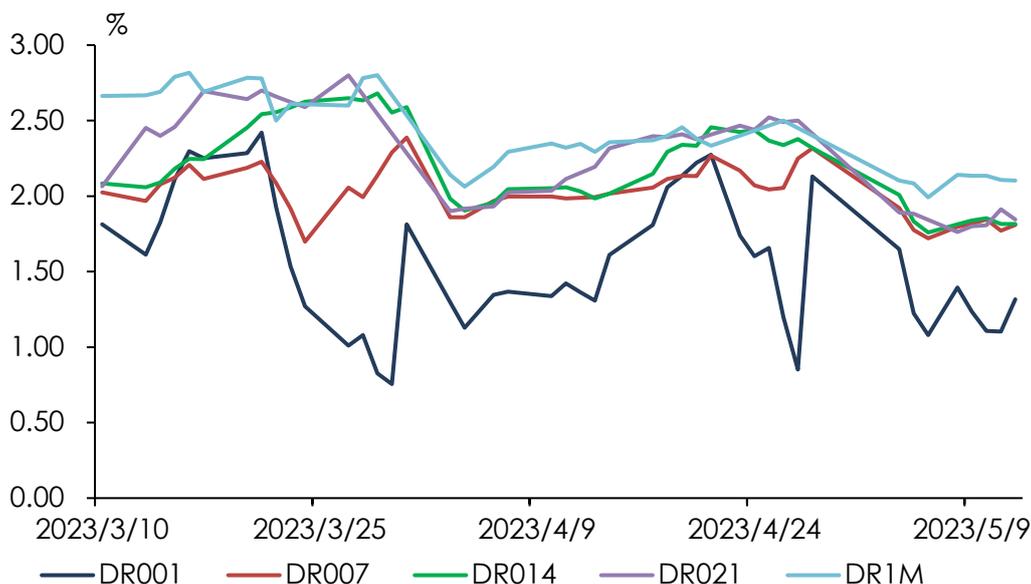
二、流动性及货币政策：资金面偏宽，质押式回购再创新高

（一）流动性回顾：资金面偏宽，资金利率整体下行

央行5月上半月每日开展7天逆回购，资金利率整体较上月末下行，DR007持续处于政策利率之下。

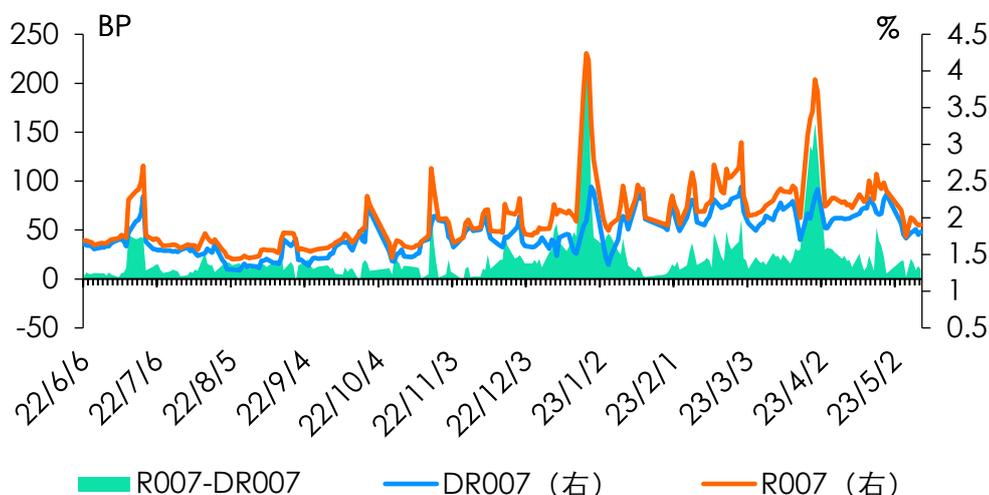
具体来看，截至 5 月 15 日，央行累计开展 9 期 7 天逆回购操作，投放金额 500 亿元。结合到期量来看，5 月上半月央行净回笼为 5920 亿元。短期资金方面，5 月以来资金面相对偏松，流动性较为充裕，资金价格整体下行。具体来看，截至 5 月 12 日，DR001 均值为 1.26%，DR007 均值为 1.81%，DR014 均值为 1.84%，DR021 均值为 1.84%，DR1M 均值为 2.10%，DR3M 均值为 2.45%。资金价格较上月月均整体下行，分别下行 33bp，26bp，35bp，31bp，22bp 和 7bp。

图表 23 各期限短期资金利率整体下行



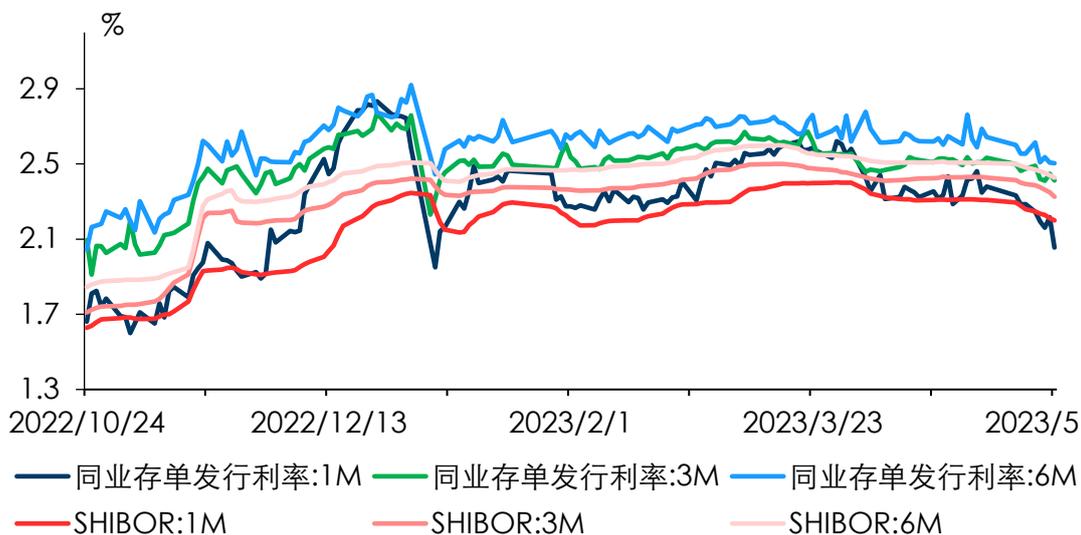
5 月以来，资金面偏宽，机构流动性分层继续改善。截至 5 月 12 日，R007-DR007 的均值为 13.53bp，较 4 月的均值 23.16bp 下降。

图表 24 机构流动性分层继续改善



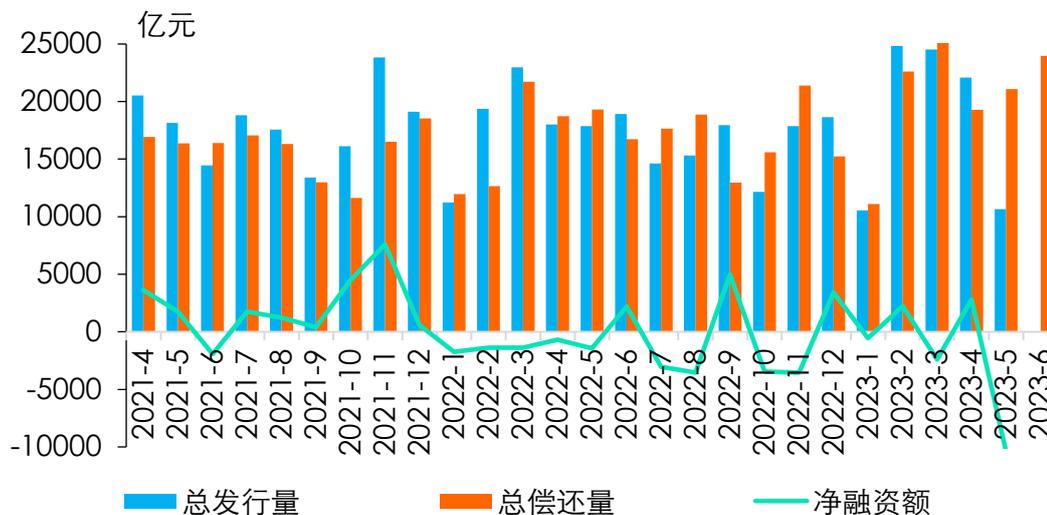
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢均较上月下移。具体来看，同业存单方面，至 5 月 12 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 2.22%，3M 为 2.45%，6M 为 2.55%，分别较 4 月均值下行 15bp、5bp 和 10bp；Shibor 方面，截至 5 月 12 日，各期限平均利率：1M 为 2.24%，3M 为 2.38%，6M 为 2.47%，分别较 4 月均值下行 7bp、5bp 和 4bp。

图表 25 长期资金价格整体下行



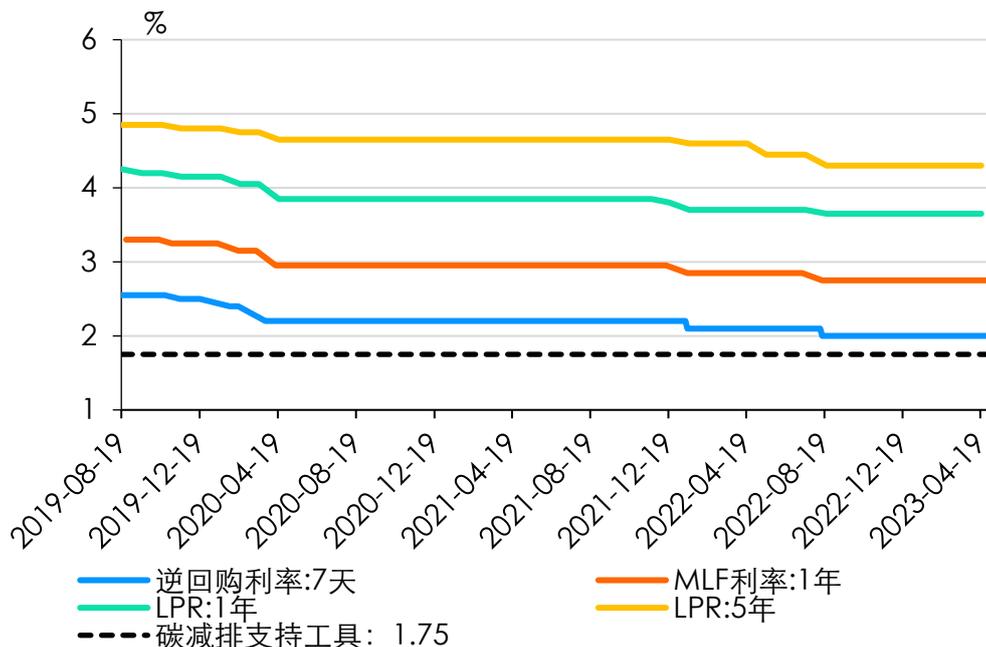
向后看，5 月、6 月同业存单偿还量均值在 2.2 万亿元，偿还量相对较大，同业存单发行利率有上行压力，对资金面可能有所扰动。

图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）

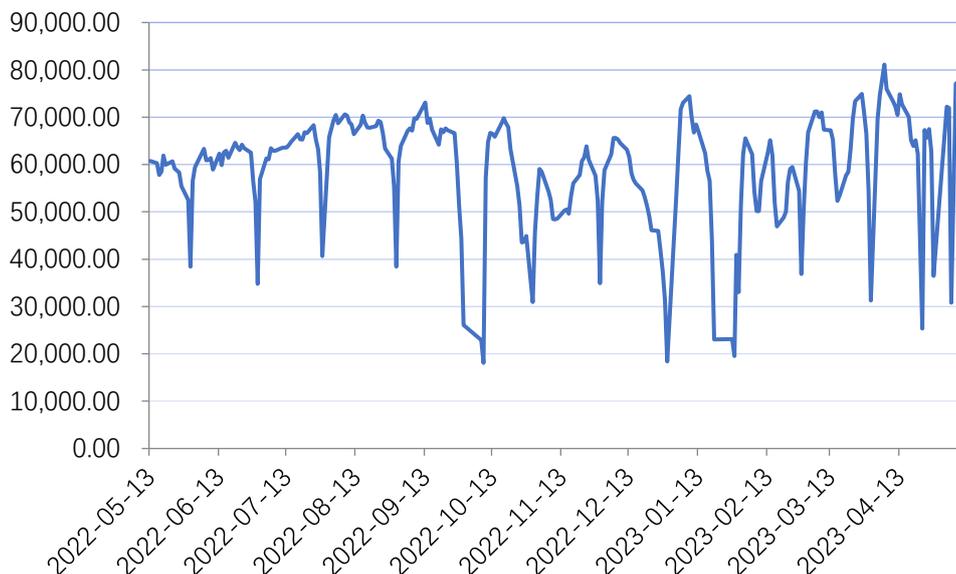


利率走廊方面，截至目前中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均无变化。

图表 27 利率走廊变化（%）



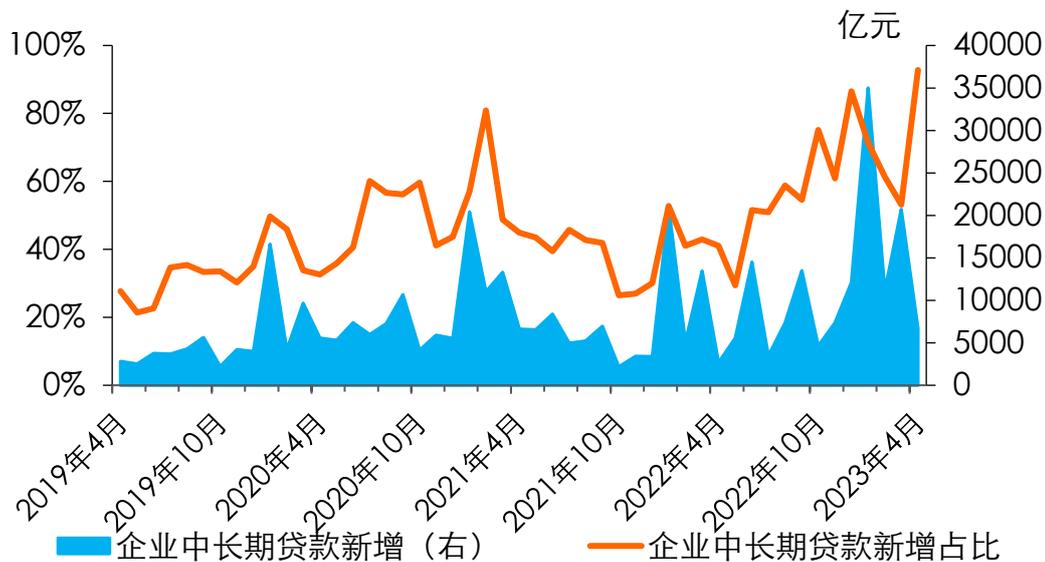
5月以来银行间质押式回购日成交量再创新高，多日处于7万亿水平之上，最高达到8.1万亿。隔夜资金利率较低，机构加杠杆意愿强烈，基金买入热情高涨，债市利率快速下行。

图表 28 银行间质押式回购日成交量（亿元）


（二）金融数据：社融不及预期，居民贷款和存款均减少

4月信贷总量同比多增，主要是由于企业中长期贷款表现较好，但居民贷款出现减少，新增信贷规模不及预期。企业端，短期贷款减少或由于季节性因素，中长期贷款同比多增，基建投资对企业贷款仍有支持。居民端，短期贷款和中长期贷款出现减少显示出居民需求回暖趋势未能延续，线下消费虽然基本恢复，居民借贷意愿仍较疲弱，可能受收入预期降低影响；房地产销售除一线城市同比改善外均出现回落，居民提前还贷持续。向后看，高频数据显示地产销售环比继续回落，居民贷款可能增长可能依旧偏弱。

图表 29 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 30 半年国股转贴现利率



人民币贷款增长低于预期带动 4 月社融新增不及预期。表外融资和外币贷款同比多增主要由于基数较低，企业债券融资同比少增或由于低息信贷有所替代，政府债券融资规模同比多增显示地方债继续靠前发行。

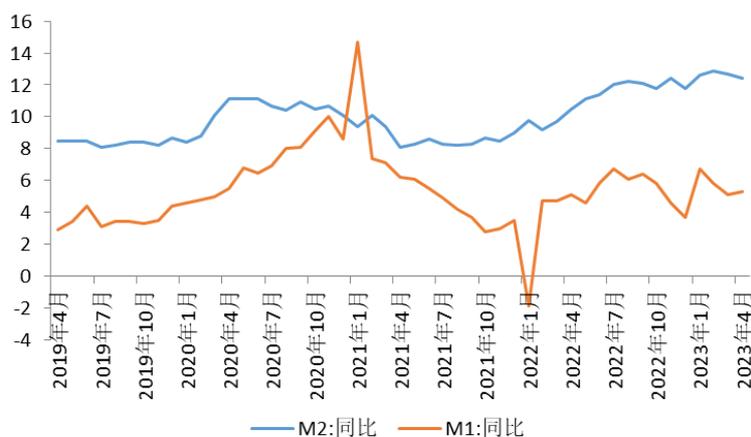
图表 31 社会融资规模各细项新增（亿元）

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	59866	49314	-131	584	-62	2963	1548	964	4140
2023年2月	31560	18184	310	-77	66	-70	3644	571	8138
2023年3月	53800	39502	427	174	-45	1790	3288	614	6022
2023年4月	12200	4431	-319	83	119	-1347	2843	993	4548
2022年4月	9327	3616	-760	-2	-615	-2557	3652	1166	3912

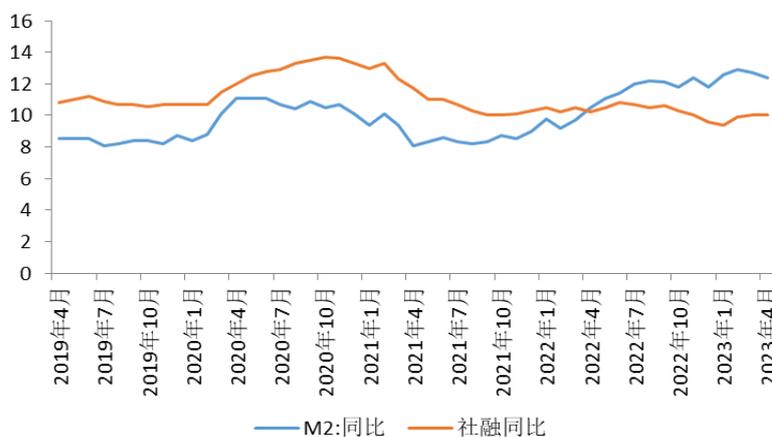
4 月 M2 同比增长 12.4%，低于预期。M1 同比增速 5.3%，预期 5.1%，前值

5.1%。M2 增速有所回落但仍处于高位，金融机构对实体经济的支持以及财政支出前置继续支撑 M2，M1 有所改善说明企业活力有所恢复，M1 与 M2 剪刀差较上月缩小。社融增速磨底，M2 与社融剪刀差边际缩小，绝对值仍较高。向后看，经济成弱修复态势，居民信心逐步恢复，M2 与 M1 剪刀差和 M2 与社融剪刀差继续缩小。

图表 32 M2 及 M1 同比增速 (%)



图表 33 M2 及社融同比增速 (%)



(三) 下阶段流动性展望：资金面持稳，促进实体需求恢复

5 月以来，虽然央行回笼跨月资金，缩量开展逆回购操作，但由于季节性因素，居民和企业取现需求相对较弱，流动性保持充裕，隔夜资金价格偏低，机构加杠杆意愿强烈，质押式回购成交量再度达到 8.1 万亿元高位，DR007 持续处

于政策利率以下，资金面整体平稳偏宽，流动性分层进一步改善。央行超量续作MLF，满足了金融机构对于中长期资金的需求，同业存单发行利率继续走低，但5月企业所得税汇算清缴和后续同业存单发行量增加可能对资金面有所扰动。向后看，房地产销售高频数据显示销售量较4月继续回落，票据利率有所走低，4月信贷不及预期，叠加4月CPI继续走低，出口回落，显示内外需均偏弱，资金面预计维持稳定以助力宽信用。

货币政策方面，央行在一季度例会上强调保持信贷合理增长、节奏平稳，结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降，意味着货币政策宽松力度下降。另外，5月15日起，银行协定存款及通知存款自律上限将下调，四大行执行基准利率加10个基点，其他金融机构执行基准利率加20个基点，银行资金成本进一步下降。综合来看，货币政策在基本面未持续改善的背景下，难以大幅收紧，后续预计继续持稳，促进实体需求恢复。

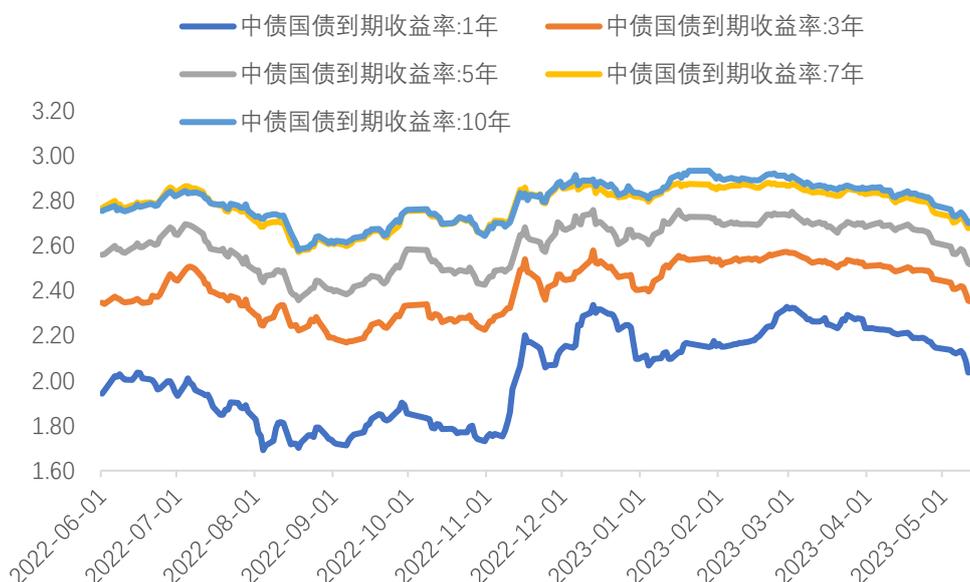
三、利率债策略：利率持续下行，交易适度止盈

（一）利率债走势回顾

1、收益率持续下行

4月以来，受资金利率下行、经济修复较慢以及存款利率下调等因素影响，债券收益率持续下行。目前10Y国债下行至2.72%左右，10Y国开债下行至2.88%附近。

图表 34 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，年初以来，受资金利率下行影响，收益率曲线略有走陡，期限利差小幅扩大。

图表 35 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下行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 5.6%、2.9%的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 11.6%、9.4%、9.5%、5.5%、5.6%。国开债关键期限所处的分位数分别为 14.1%、7.8%、5.1%、3.0%、2.9%。

图表 36 国债关键期限分位数

2023/5/17	期限(国债)					
关键期限	1年	3年	5年	7年	10年	30年
当前水平	2.08	2.37	2.55	2.70	2.72	3.08
历史均值	2.69	2.97	3.12	3.30	3.32	3.87
当前-均值	-0.61	-0.60	-0.57	-0.59	-0.60	-0.79
分位数	11.6%	9.4%	9.5%	5.5%	5.6%	0.2%

图表 37 国开债关键期限分位数

2023/5/17	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	2.29	2.57	2.68	2.87	2.88	3.16
历史均值	3.08	3.49	3.68	3.87	3.85	4.26
当前-均值	-0.79	-0.92	-1.00	-1.00	-0.97	-1.11
分位数	14.1%	7.8%	5.1%	3.0%	2.9%	0.3%

从期限利差来看，国债收益率曲线较陡，国开债收益率曲线目前较为平坦。国债期限利差分位数处于 50%~60%左右，5Y 较陡；国开债期限利差分位数处于 15%~20%左右，7Y、10Y 较陡。

图表 38 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.29	0.48	0.62	0.64
历史均值	0.28	0.44	0.61	0.63
当前-均值	0.01	0.04	0.01	0.01
历史分位数	55.80%	63.50%	55.80%	56.80%

图表 39 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	0.28	0.39	0.57	0.59
历史均值	0.41	0.60	0.79	0.77
当前-均值	-0.13	-0.21	-0.22	-0.18
历史分位数	17.40%	15.40%	20.40%	22.70%

2、隐含税率中长端下行较多

4月下旬以来，由于政金债利率下行幅度更大，隐含税率整体下行，中长端下行幅度更大。目前各关键期限的隐含税率分别为 9.4%、8.0%、4.9%、5.8%、5.7%，所处的历史分位数分别为 35%、13.3%、2%、3%、4%。

图表 40 国开债隐含税率分位数

2023/5/17	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	9.4%	8.0%	4.9%	5.8%	5.7%
历史均值	0.13	0.15	0.15	0.14	0.13
当前-均值	-0.04	-0.07	-0.10	-0.08	-0.08
分位数	35.10%	13.30%	2%	3%	4%

(二) 利率债影响因素分析

4月中下旬以来，受经济修复较弱、存款利率下调等因素影响，债券收益率持续下行，多数期限收益率下行至年内低点。

1、经济基本面：从“弱预期”到“弱现实”

4月经济低于预期，显示总需求修复较为缓慢，生产端也边际走弱。从需求端来看，4月地产投资下行幅度较大，新开工力度较弱；消费继续反弹。生产端增速回升，但恢复速度略低于预期，从高频数据来看，由于总需求恢复较慢，5月以来生产节奏有所放缓。失业率总体下降，但青年团体失业率继续上行至 20% 以上。

对于债券市场，4月经济验证了“弱现实”，总需求修复较慢，对债市偏利好。但数据发布后收益率并未明显下行，显示市场对基本面的弱预期已经较为充分。

2、通胀： 通胀低位，对货币政策不形成制约

4月通胀数据继续下行，其中CPI下行至0附近，主要受食品类价格的拖累，非食品价格较为平稳，旅游价格环比涨幅较大。PPI环比下降，显示国内外需求不足，相关工业品价格疲弱。

按照测算，后续CPI预计持续下行，7月下行至0附近，下半年逐步上行。核心CPI预计延续上行趋势，但处于较低位置。对于债券市场，通胀暂时不形成制约。

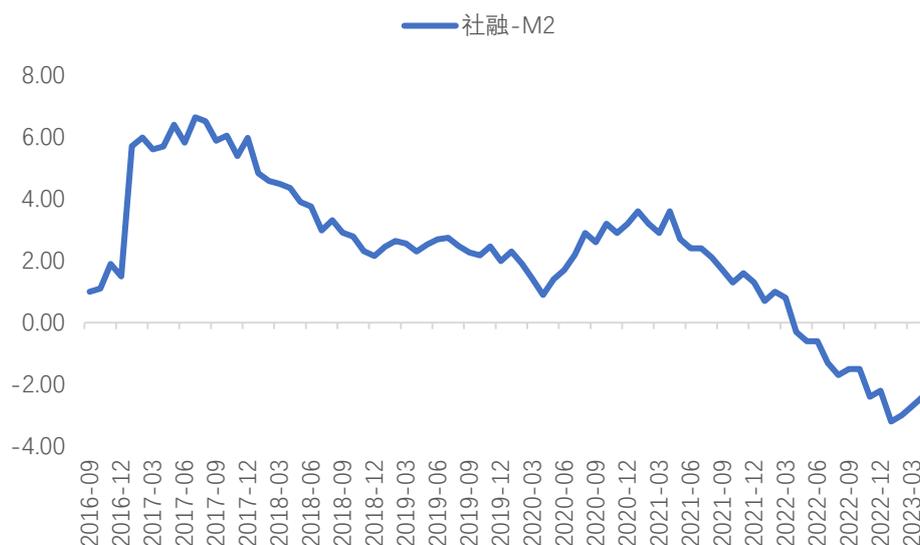
3、广义流动性：社融不及预期，居民存贷款均减少

4月社融增速与3月持平，为10%，但贷款结构较3月有所恶化。

从社融结构来看，4月新增贷款较为乏力，且主要来源于企业中长期贷款，居民贷款减少2411亿，且短期和中长期贷款规模均减少，显示居民提前还贷意愿较强，消费需求较低。

居民存款也同步减少，M2增速继续下行0.3个百分点至12.4%，M1增速小幅上行0.2个百分点至5.3%，显示经济活力较之前有所改善。（社融-M2）增速差继续从低位回升，显示资金供需情况有所改善。

图表 41 （社融-M2）增速（%）



4、狭义流动性：资金利率下行，杠杆率抬升

4月中下旬以来，资金利率整体下行，使得银行间杠杆率整体抬升。

具体来看，银行间质押式回购利率（7D）逐步下行至 1.9%左右，较同期限政策利率（2%）低 10BP。1Y 同业存单发行利率从前期 2.63%回落至 2.42%左右，较同期限 MLF 利率 2.75%低 33BP，资金利率中枢下移。

图表 42 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 43 1Y AAA 同业存单利率 (%)



受资金利率回落影响，近期银行间质押式回购成交量上升。5月以来日均成交量约为7~8万亿，显示债券市场杠杆率较之前上升。向后看，预计资金利率围绕政策利率波动，总量保持宽松。

图表 44 银行间质押式回购成交量攀升（亿元）

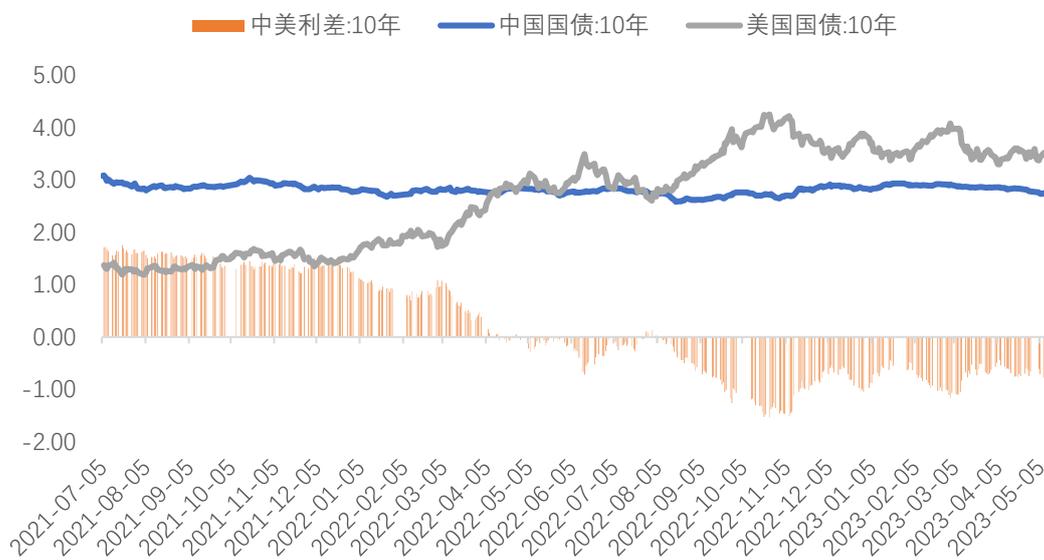


5、中美利差：近期随中国国债下行而扩大

4月中下旬以来，中国国债收益率下行约15BP，带动中美利差小幅扩大。具体来看，10Y美债收益率围绕4月初的3.43%左右震荡，10Y中国国债收益率从2.86%下降至2.70%，中美利差从50BP扩大至70BP左右。2Y中美利差从141BP扩大至162BP左右。

对于债券市场而言，随着美债收益率回落，资金外流压力减小，对国内货币政策和债市的制约较小。

图表 45 中美利差走势（10Y, %）



（三）利率债策略：利率持续下行，交易盘适度止盈

4月下旬以来，受经济修复较弱、银行存款利率下调等因素影响，收益率持续下行。向后看基本面延续弱复苏态势，但地产修复力度有限，出口形成拖累，通胀维持低位。货币政策延续宽信用、稳货币，（社融-M2）增速差继续从底部回升。基本面对债市中性偏多，但短期内市场对弱复苏预期以及负债成本的降低已经反映较多，不排除后续发生反转的可能性。从收益率点位来看的话，目前利率下行至年内区间低点，银行间杠杆率有所攀升，显示交易较为拥挤，建议交易盘暂时保持观望，可对持仓进行适当止盈；配置盘等待利率上行后再介入。

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。