

### 内容摘要：

宏观经济方面，4 月经济数据显示需求端仍然较为疲弱，地产投资和消费增速均低于市场预期，生产端较为旺盛，尤其是高技术产业生产增速回升明显，显示经济转型有所成效。从通胀方面来看，4 月 CPI 从低位回升，PPI 同比增速降幅缩窄，显示价格水平有所回升，但通胀整体仍然处于低位。

5 月以来，资金利率中枢较上月整体下行，央行重点提示防范资金沉淀空转，打击手工补息，逆回购保持地量，质押式回购成交量较上月下降。一级发行方面，超长期国债启动发行，但发行规模偏低，对资金面的冲击有限。票据利率处于低位，信贷投放继续放缓，叠加存款利率下调后资金向非银转移，银行间流动性充裕，资金面整体较为平稳。货币政策方面，央行继续提示关注长期收益率的变化，政策基调较前期有所收敛。地产相关结构性政策继续出台，宽信用继续加码。整体来看，地产销售和投资低于市场预期，政策收紧大幅概率较小，总量政策保持定力，后续关注地产修复情况和利率债供给压力，警惕预期改善风险。

5 月以来，收益率从低位反弹，主要原因一是政府债券发行加速预计将增大供给，二是 4 月末政治局会议后，多项配套政策陆续出台。向后看，从经济基本面来看，目前需求端仍然较弱，地产修复较慢，居民消费偏谨慎，通胀仍然处于低位。受此影响，货币政策预计仍然偏宽松，且政治局会议中提及降准降息，预计二季度仍有宽松空间，这使得利率上行空间有限。从债券供需来看，5 月下旬以来特别国债开始发行，专项债发行预计也将加速，前期欠配压力或有所缓解。整体而言，收益率预计随预期变化而低位震荡，交易盘建议延续波段操作思路，配置盘逢利率反弹可介入，目前 3Y、10Y 期品种较凸。

## 目录

一、宏观经济：需求继续回落，高技术生产较为旺盛	3
(一) 需求：地产投资、消费继续下行，基建投资节奏较慢	3
1、投资：投资增速回落，三大分项增速均下行	3
2、地产：投资增速继续回落，4月新开工回升幅度较大	4
3、消费：增速继续回落，主要受基数影响及地产拖累	5
4、就业：失业率继续回落	6
5、出口：进出口增速同步回升，电子产品贸易活跃	6
6、高频数据：钢铁焦炭开工率回升	9
(二) 生产：4月生产较为旺盛，高技术产业增速回升明显	12
(三) CPI 增速略超预期，PPI 降幅缩窄	13
二、流动性及货币政策：央行加码地产宽信用，资金面持稳	16
(一) 流动性回顾：资金利率中枢整体下行，质押式回购成交量减少	16
(二) 金融数据：单月新增社融转负，政府债券和承兑汇票同比多减	20
(三) 央行下调住房贷款首付比例和房贷利率，设立 3,000 亿元保障型住房再贷款	22
(四) 下阶段流动性展望：总量政策保持定力，资金面持稳	23
三、利率债策略：利率低位震荡，关注债券供需	24
(一) 利率债走势回顾	24
1、收益率低位震荡	24
2、隐含税率短端上长端下	26
(二) 利率债影响因素分析	26
1、经济基本面：需求端仍然疲弱，政策陆续出台	27
2、通胀：CPI 低位回升，短期内仍然处于低位	27
3、广义流动性：社融增速回落，M1 增速由正转负	28
4、狭义流动性：资金利率下行，杠杆率尚未显著放大	29
5、中美利差：倒挂幅度小幅缩窄，境外机构增持幅度下降	30
6、股债比价：较前期有所回落	31
7、债券供需：特别国债及专项债发行预计加速	31

## 一、宏观经济：需求继续回落，高技术生产较为旺盛

2024年4月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，较上月下降0.4个百分点，保持在景气区间，显示宏观经济回升势头平稳。分项指数变化显示，市场需求保持平稳增长，企业生产加快上升，新动能平稳较快增长，大中小企业均持稳运行。2024年4月份中国非制造业商务活动指数较上月下降1.8个百分点，结束连续4个月上升走势，但仍在51.2%，显示非制造业经营活动在上月快速启动后，增速有所放缓，但仍保持平稳适度增长。以批发业和银行业为代表的生产性相关服务业在3月企业采购需求和资金需求集中释放后，经营活动增速有所回调，是导致非制造业整体增速放缓的主要因素，上述行业的商务活动指数较上月均有不同程度下降。

**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
2024-04	50.4	52.9	51.1	50.6	45.6	47.3	50.5	48.1	49.1	54.0	48.1	48.0	50.4	55.2
2024-03	50.8	52.2	53.0	51.3	47.6	48.9	52.7	50.4	47.4	50.5	48.1	48.1	50.6	55.6
变动	-0.4	0.7	-1.9	-0.7	-2.0	-1.6	-2.2	-2.3	1.7	3.5	0.0	-0.1	-0.2	-0.4

### (一) 需求：地产投资、消费继续下行，基建投资节奏较慢

#### 1、投资：投资增速回落，三大分项增速均下行

1-4月固定资产投资累计同比增速4.2%，较前值降低0.3个百分点，投资增速回落，低于市场预期。

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。房地产、制造业、基建投资增速分别下降0.3、0.2、1个百分点，政府投资项目进度仍然偏慢。制造业投资2024年以来延续回升趋势，4月份增速有小幅下滑，但仍然较高。从行业来看，增速下行的主要是医药制造业、中下游制造业，食品制造业及纺织业、

化工制品业增速上升。

**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
2024-04	4.20	-9.80	9.70	7.78
2024-03	4.50	-9.50	9.90	8.75

## 2、地产：投资增速继续回落，4月新开工回升幅度较大

1-4月，房地产开发投资累计增速-9.8%，较前值降低0.3个百分点。1-4月地产投资增速下行，其中新开工、竣工、销售均为负增长，显示地产仍然没有明显起色。

从累计同比增速来看，1-4月销售增速小幅下行，竣工增速小幅上行，新开工增速上行幅度较大。具体来看，销售增速下降0.8个百分点至-20.2%，增速降幅继续扩大；新开工增速回升幅度相对较大，较前值上升3.2个百分点至-24.6%，降幅仍然较大；竣工增速小幅回升0.3个百分点至-20.4%。整体来看各分项改善并不明显，拖累地产投资增速继续下行，略低于市场预期。

**图表 3 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
2024年4月	-20.2	-9.8	-24.6	-20.4	-24.9
2024年3月	-19.4	-9.5	-27.8	-20.7	-26
变动	-0.8	-0.3	3.2	0.3	1.1

从当月同比增速来看，4月当月销售和开工增速回升较为明显，分别较前值上升6.1、17.4个百分点至-14.4%、-12.3%，竣工增速回升4.8个百分点至-15.4%。从边际变化来看，4月地产各分项有所改善，尤其是新开工回升幅度较为明显。

30大中城市地产销售数据显示，4月地产销售增速较3月有所回升，但5月以来再度下降。5月日均成交面积同比增速从4月的-38.9%下降至-49.06%。其中一、二线城市增速下滑，分别较4月下降11、14.4个百分点至-43.48%、-55.07%，三线城市销售增速有所回升，较4月上升5.15个百分点至-37.07%。

从土地成交情况来看，4月份土地成交增速较3月回落，5月份再度下降。5月土地成交增速为-49.9%，较4月下降约10个百分点，显示开发商拿地热情

一般。从土地成交溢价率来看，5月土地成交平均溢价率为1.67%，较4月下降。

总体而言，4月地产数据显示，房地产市场恢复仍然较慢，销售、新开工、施工仍然处于负增长区间。从边际变化来看，4月当月新开工回升幅度相对较大，或对后续地产投资形成一定支撑，但从开发商土地购置情况来看，5月土地成交增速继续下滑，显示地产企业预期仍然一般。展望后续，短期内居民收入预期下滑，加杠杆意愿仍然较弱，地产修复仍需时间。

### 3、消费：增速继续回落，主要受基数影响及地产拖累

4月消费增速继续回落，当月同比增速2.3%，较前值降低0.8个百分点。4月消费增速继续回落，主要受基数抬升影响。

从细项看，4月消费回升较多的主要是日用品、中西药品、通讯器材以及家具，增速回落较大的主要是装潢、化妆品、金银珠宝以及石油制品。具体从当月同比增速来看：一是日用品及中西药品增速上行，分别较前值提高0.9、1.9个百分点至4.4%、7.8%，一方面受春季流行病增加的影响，另一方面也与去年4月药品消费基数较低有关。二是地产相关消费仍然较弱，装潢增速下降7.3个百分点至-4.5%，受到地产销售疲弱的拖累。三是可选消费仍然乏力，化妆品、金银珠宝消费增速分别下降4.9、3.3个百分点至-2.7%、-0.1%，显示居民消费行为整体偏保守。

**图表4 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)**



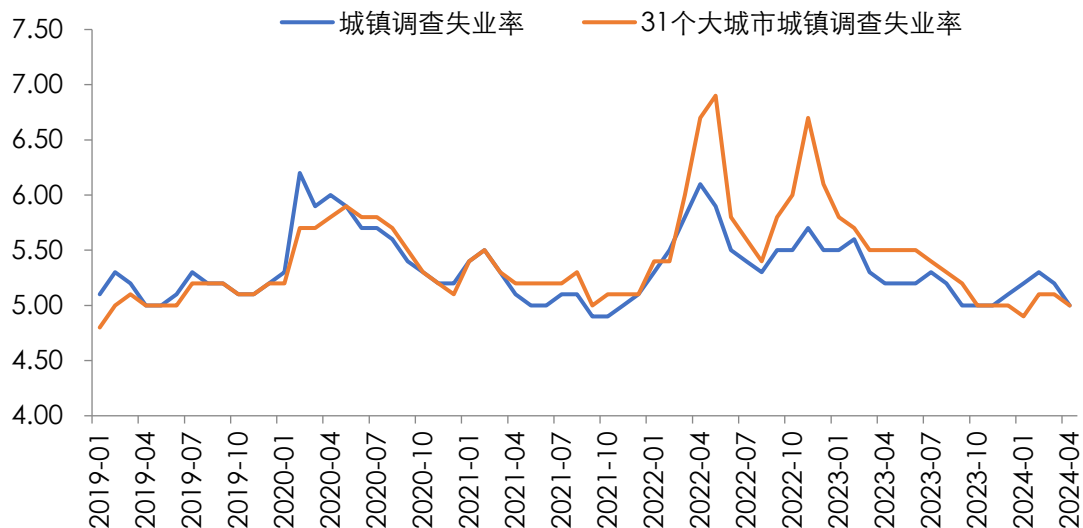
总体来看，4月消费增速继续回落，略低于市场预期。主要原因一方面是基数抬高影响，另一方面地产相关消费、可选消费也形成拖累。向后看，5月之后消费基数将回落，预计后续消费增速能够从低位回升。

#### 4、就业：失业率继续回落

4月，全国城镇调查失业率5.0%，较4月末下降0.2个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.0%，较4月末下降0.1个百分点。随着春节影响逐渐消失，失业率呈现持续下行趋势。

从景气度指数来看，大型企业用人需求一般，中小型企业用人需求有所回升。4月PMI从业人员指数48.0%，较前值继续降低0.1个百分点，BCI企业招工前瞻指数57.81%，较前值提高2.63个百分点，显示中小型企业用人需求较前期改善。向后看随着经济继续修复，失业率预计延续下行趋势。

**图表 5 城镇调查失业率(%)**



#### 5、出口：进出口增速同步回升，电子产品贸易活跃

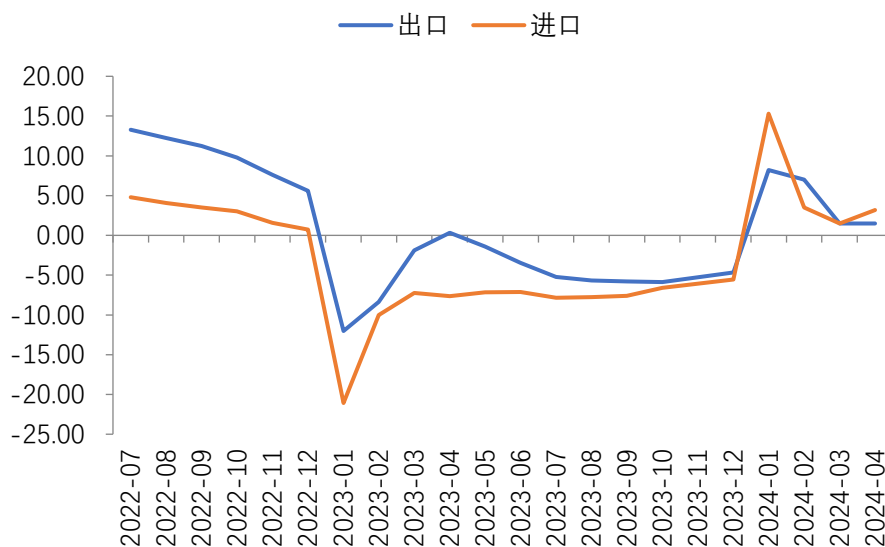
(1) 出口增速回升，汽车、机电高科技产品出口增长较多。

按美元计，1-4月份出口累计同比增速为1.5%，与前值持平；当月出口同比增速为1.5%，较上月提高9个百分点。4月出口增速较3月回升，且略超出市场预

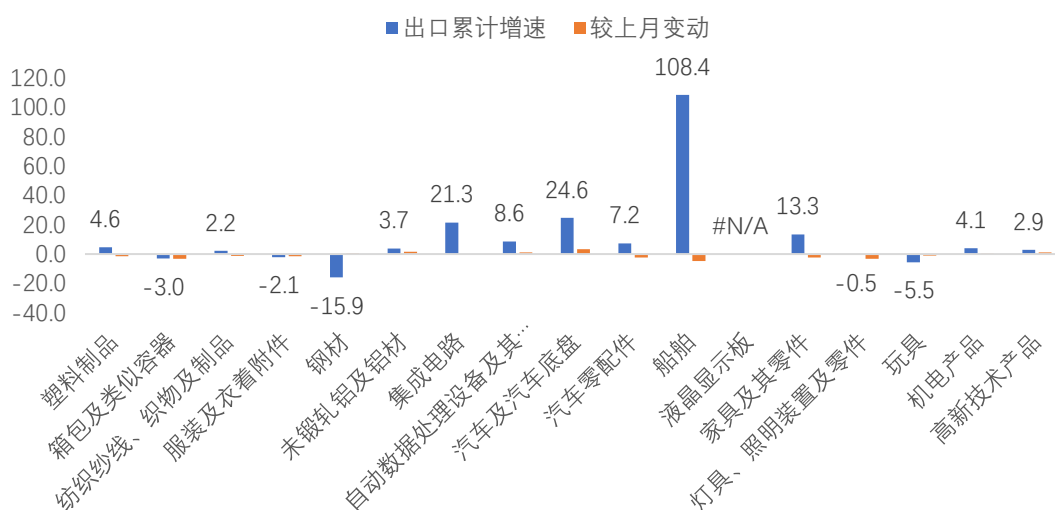
期，显示近期出口形势略有好转。

4月出口增速回升，主要受汽车出口、机电高科技类产品的拉动，全球贸易较前期有所活跃，但日用品类出口增速继续回落，显示外需较弱。向后看，一方面海外高利率持续、需求回落，另一方面基数逐步下降，预计出口增速保持为正。

**图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）**



**图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）**



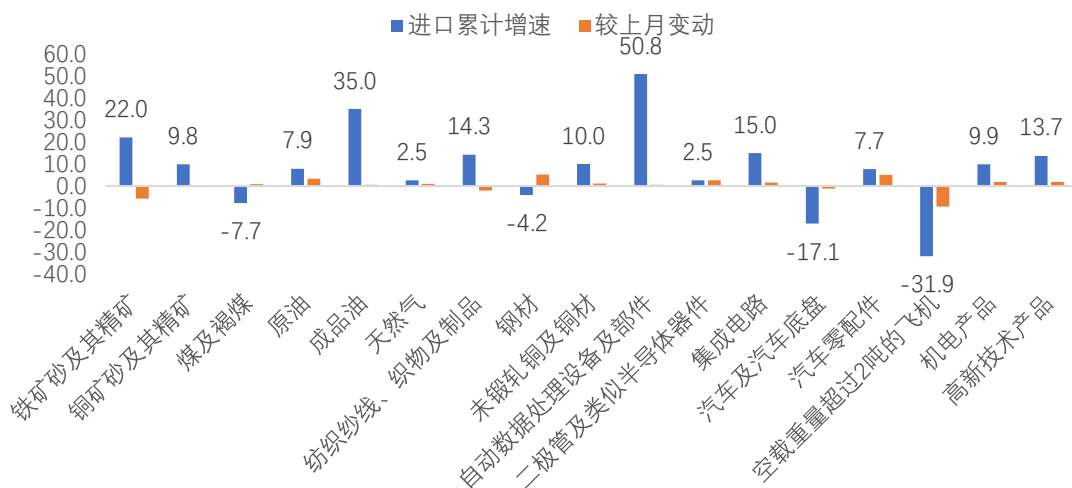
(2) 进口：增速明显回升，部分受价格因素影响。

按美元计，1-4月进口累计同比增速3.2%，较前值上升1.7个百分点。进口

增速与出口增速同步回升，且回升幅度大于出口。

从进口产品类别看，4月进口中能源类、电子产品类进口增速上行，铁矿砂、飞机进口增速下降。能源类进口增速上升主要受进口价格抬升拉动。

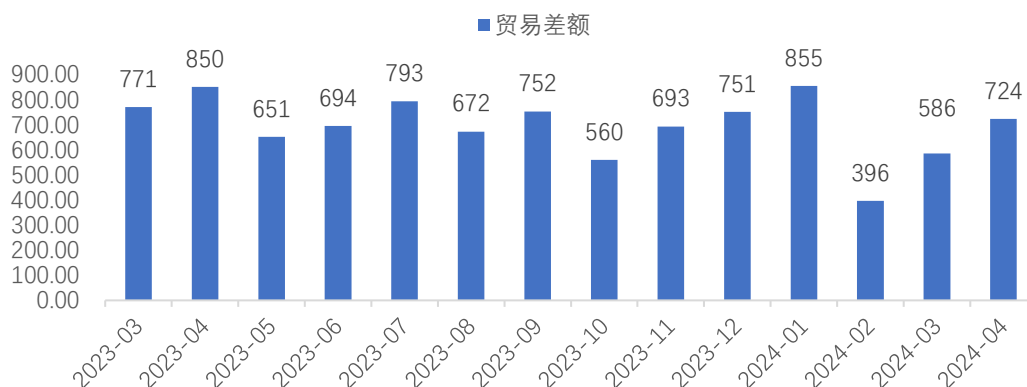
**图表 8 进口细项金额同比变化**



(3) 贸易顺差继续扩大。

按美元计，4月我国贸易顺差为723.5亿美元，较3月有继续回升。贸易顺差的扩大使得贸易项下对汇率的支撑进一步增强，但目前美债利率仍然较高，中美利差倒挂幅度较大，资金流出压力仍存，形成一定贬值压力，国内货币政策进一步宽松也受到制约。

**图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）**





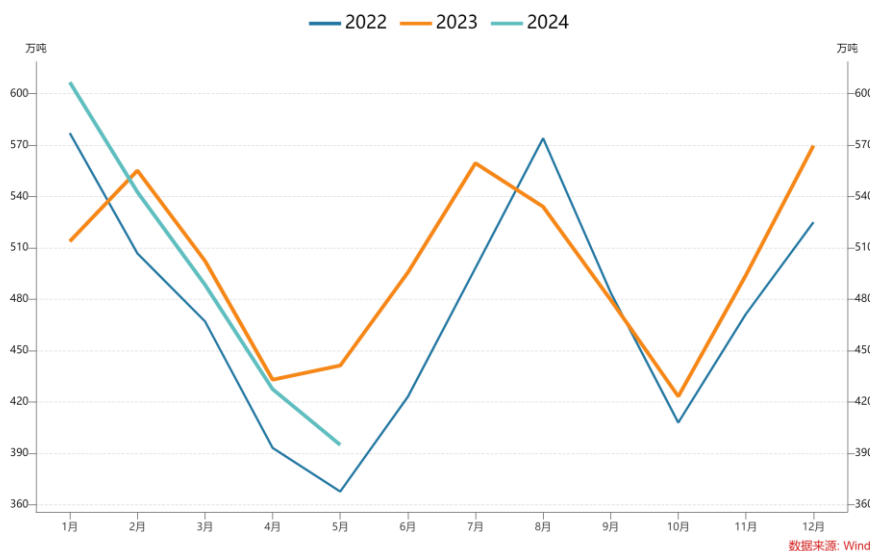
## 6、高频数据： 钢铁焦炭开工率回升

从高频数据来看，5月份以来，受天气转暖等因素影响，电厂耗煤量有所下降。钢铁需求有小幅改善迹象，开工率整体回升；焦炭开工率也随之上行，但卡车轮胎5月开工率回落幅度较大。

### （1）电厂日耗煤量环比下降

从电厂耗煤量来看，5月以来电厂日耗煤量环比下降。全国重点电厂日耗煤量从427万吨/日下降至395万吨/日。与2022年、2023年同期相比，今年5月电厂耗煤量高于2022年，但低于2023年。

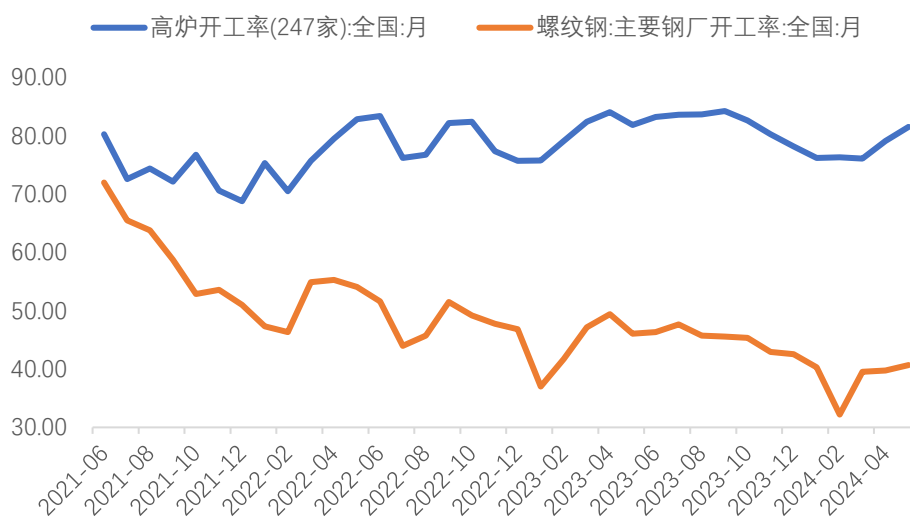
**图表 10 重点电厂日耗煤量**



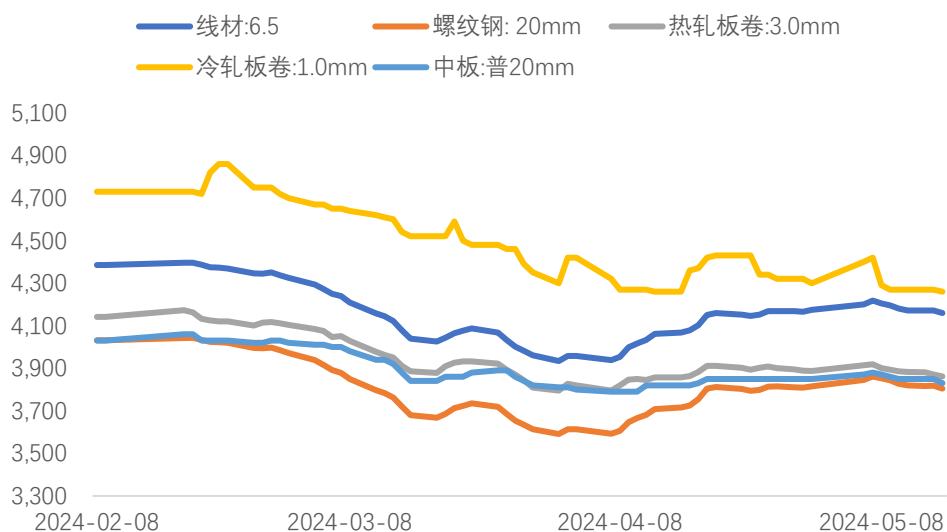
### （2）钢铁开工率回升，价格先涨后跌，库存继续下行

从生产端来看，5月钢铁开工率较4月回升。其中全国247家钢厂高炉开工率从4月的79.1%上升至81.52%，螺纹钢主要钢厂开工率从39.74%上行至40.67%。各类钢材价格自5月以来先涨后跌。从库存来看，5月以来库存持续去化，目前库存水平低于2021、2022年同期，但高于2023年同期，显示钢铁需求仍然偏弱。

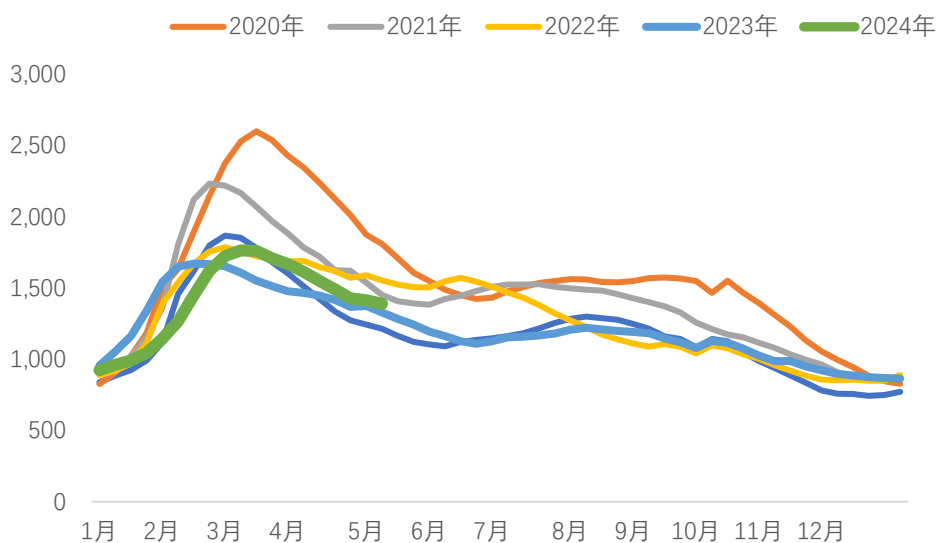
图表 11 钢铁高炉开工率



图表 12 各类钢材价格

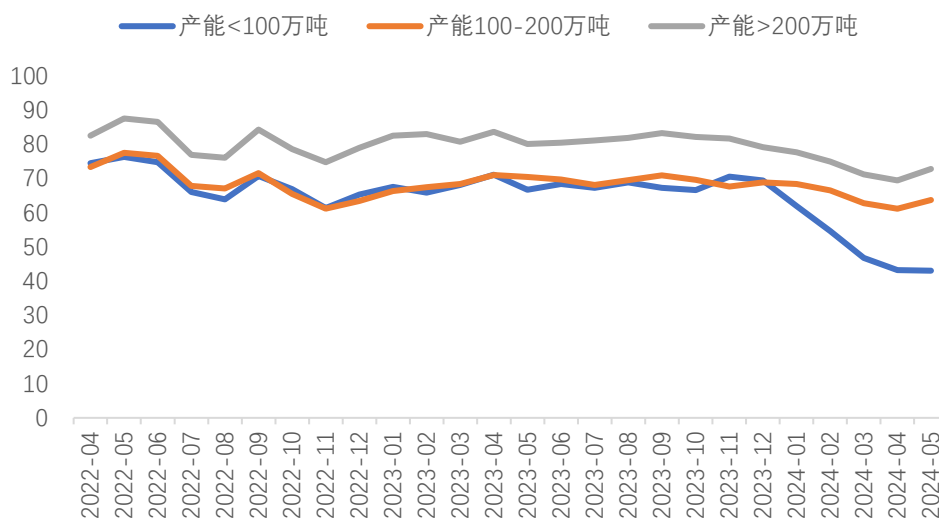


图表 13 钢材社会库存



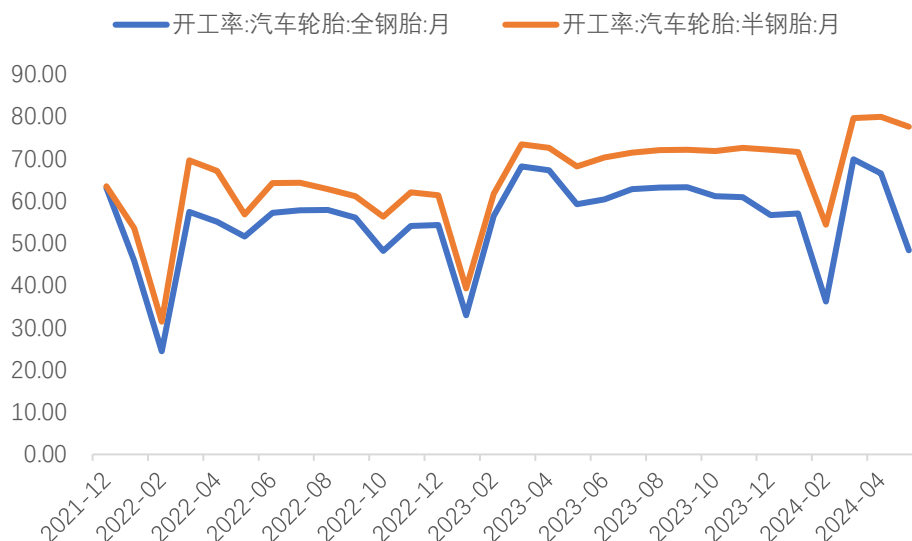
5月焦化企业开工率环比小幅上行，大、中、小型焦炭企业开工率分别为72.77%、63.72%、43.04%，分别较4月变动3.33、2.56、-0.13个百分点，中大型焦化企业开工率回升幅度更大。

图表 14 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，5月以来开工率整体下行。5月全钢胎和半钢胎开工率分别为48.35%、77.62%，分别较4月降低18.21、2.34个百分点。

图表 15 汽车轮胎全钢胎开工率



## (二) 生产：4月生产较为旺盛，高技术产业增速回升明显

1-4月，规模以上工业增加值累计同比增长6.3%，较前值提高0.2个百分点。1-4月生产增速在基数抬升的背景下继续回升，显示4月生产较为旺盛。

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
2024-04	6.30	1.70	6.90	6.60	8.40
2024-03	6.10	1.60	6.70	6.90	7.50
2024-02	7.00	2.30	7.70	7.90	7.50

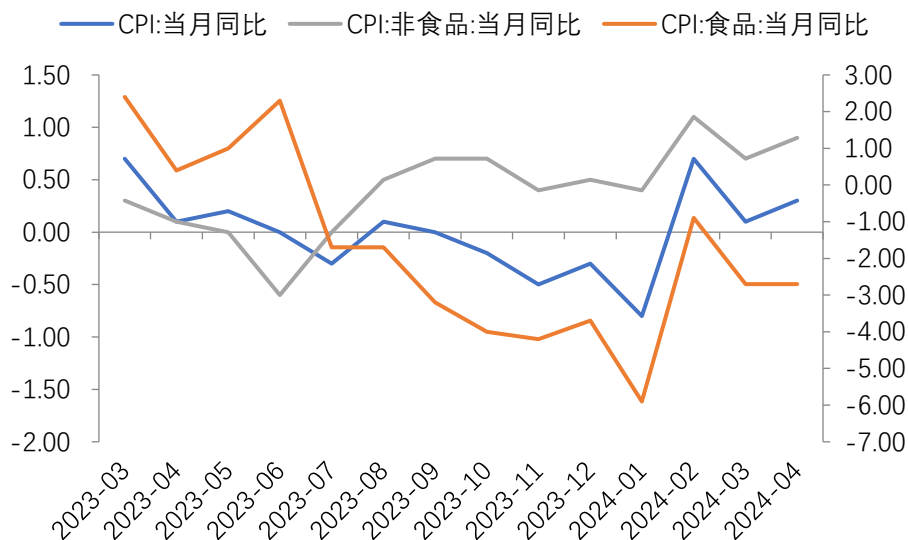
从行业来看，4月采矿业、制造业、高技术产业增速均回升。具体从累计同比增速来看，采矿业增长1.7%，较前值上升0.1个百分点。制造业增长6.9%，较前值回升0.2个百分点。高技术产业增速8.4%，较前值回升0.9个百分点，回升幅度较大。电力、燃气及水的生产和供应业增长6.6%，较前值下降0.3个百分点。

4月经济数据显示需求端仍然较为疲弱，地产投资和消费增速均低于市场预期，生产端较为旺盛，尤其是高技术产业生产增速回升明显，显示经济转型有所成效。

### (三) CPI 增速略超预期，PPI 降幅缩窄

4 月 CPI 较 3 月有所回升，主要受小长假期间出行价格上涨拉动；PPI 同比增速降幅缩窄，环比继续下降。

图表 17 CPI 变化趋势 (%)

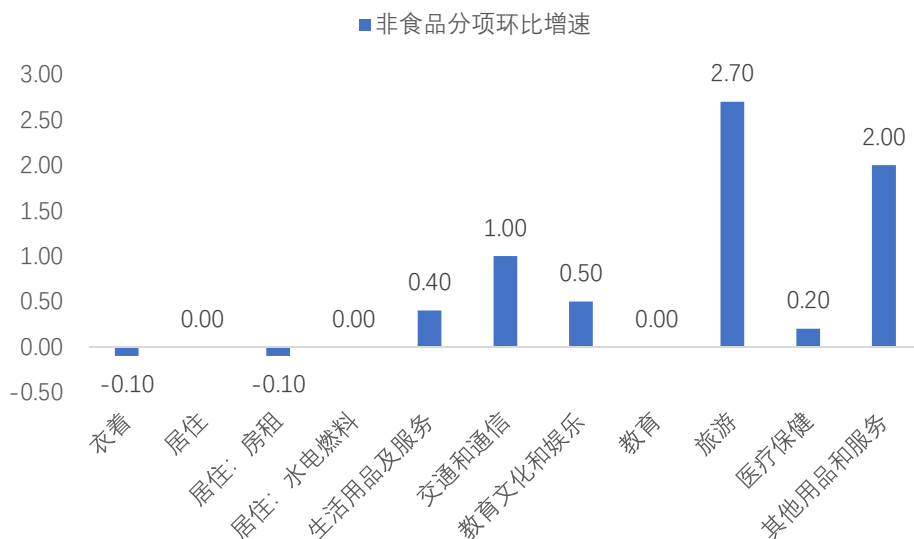


#### 1、CPI 环比增速略高于季节性，带动 CPI 回升

4 月 CPI 同比增速为 0.3%，较前值提高 0.2 个百分点，环比上涨 0.1%，较前值提高 1.1 个百分点。其中食品价格环比下跌 1%，同比增长-2.7%。非食品价格环比上涨 0.3%，同比上涨 0.9%。4 月，居民消费需求持续恢复，全国 CPI 环比增速高于季节性，主要受非食品价格上涨拉动。

非食品价格环比上涨，主要受假期出行需求增加，相关价格上涨拉动。从分项环比增速看，非食品中涨幅较大的主要有旅游(2.7%)、其他用品和服务(2%)、交通和通信(1%)。

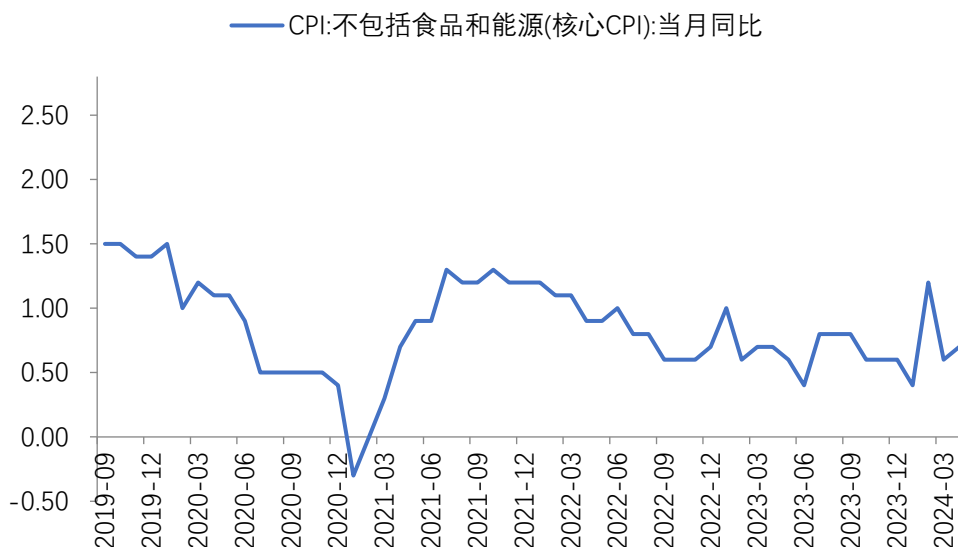
**图表 18 CPI 非食品分项环比涨跌幅 (%)**



**2、核心 CPI 环比上涨，同比增速上行。**

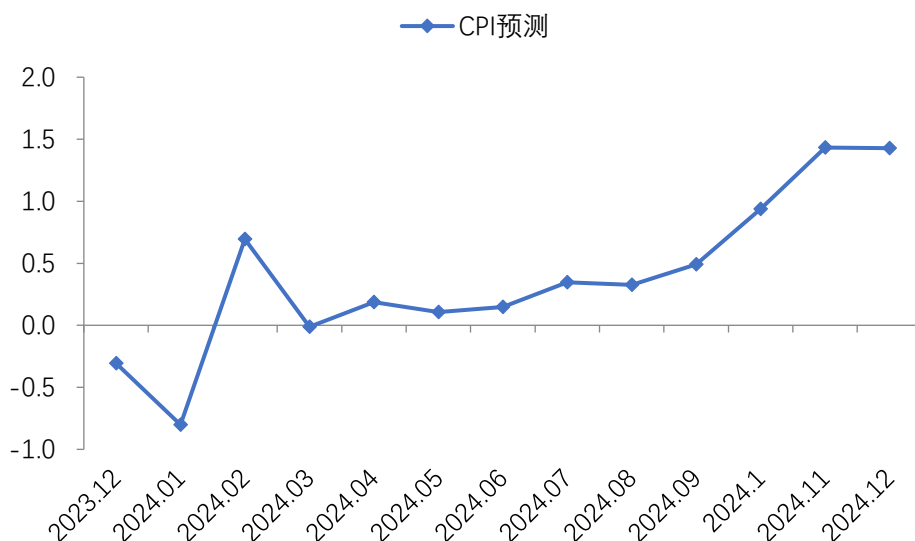
4月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.7%，较前值提高0.1个百分点；环比上涨0.2%，较前值提高0.8个百分点。核心CPI环比增速提高，主要受旅游价格上涨拉动，向后看，核心CPI基数继续回落，预计核心CPI后续延续回升趋势。

**图表 19 核心通胀走势 (%)**



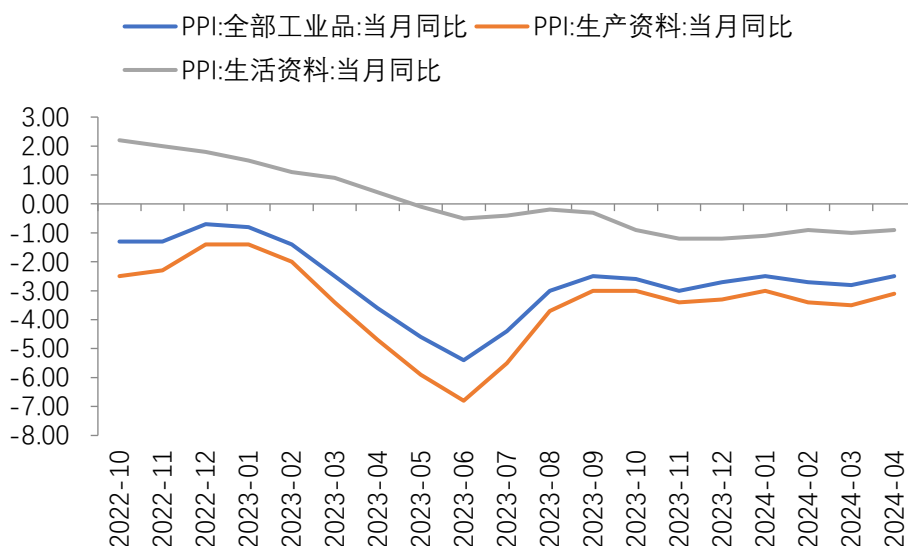
4月CPI环比上涨0.1%，涨幅高于历史平均水平-0.16%，主要受小长假期间居民出行需求较为旺盛影响。对后续CPI走势测算，预计二季度CPI仍将处于较低位置，四季度将逐步回升。

图表 20 CPI 走势预测 (%)



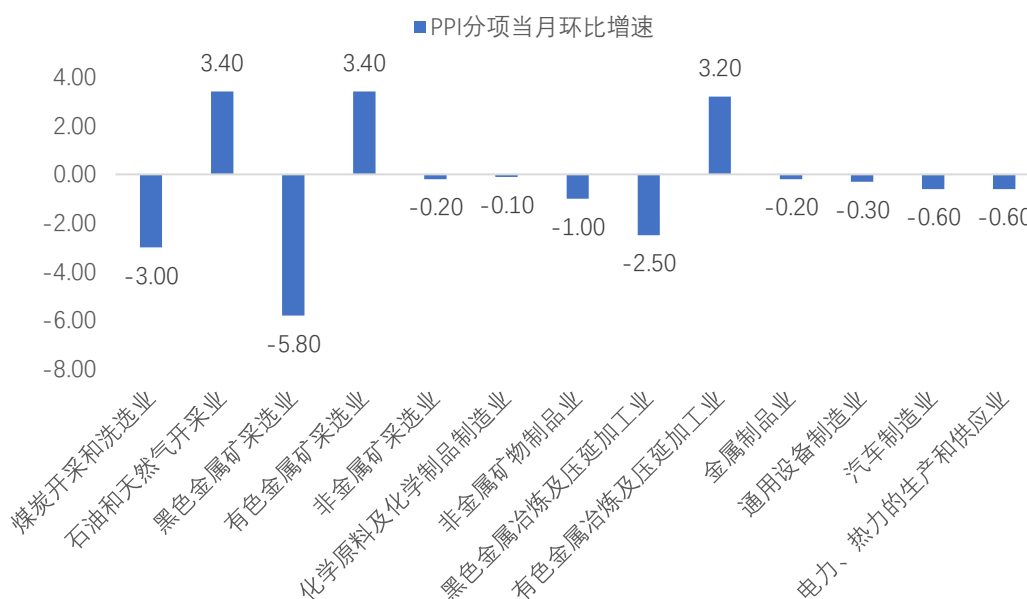
4月，PPI环比下跌0.2%，跌幅较前值扩大0.1个百分点；同比增长-2.5%，较前值缩窄0.3个百分点。工业生产继续恢复，部分行业需求阶段性回落，全国PPI环比有所下降，同比降幅收窄。

图表 21 PPI 及分项走势



从行业环比增速来看，4月石油、有色金属环比涨幅较大，煤炭、黑色金属价格环比下跌。从高频数据来看，5月份以来工业品价格多数下跌，原油、焦炭降幅较大，阴极铜、螺纹钢小幅下跌，显示工业品需求仍然一般。向后看，PPI基数将逐步回落，但工业品价格走势偏弱，预计PPI呈现缓慢回升趋势。

图表 22 PPI 分项当月环比增速 (%)



## 二、流动性及货币政策：央行加码地产宽信用，资金面持稳

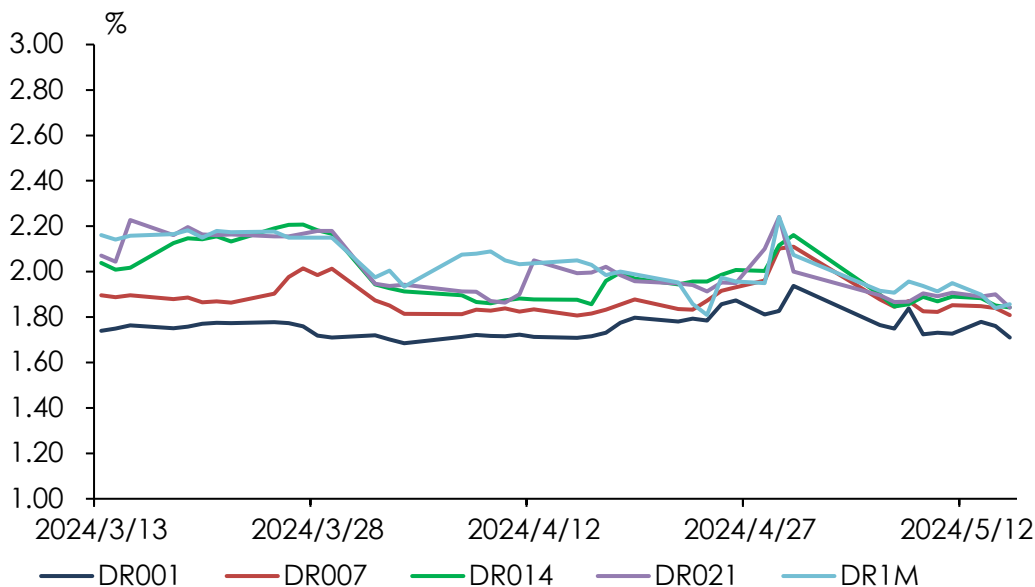
### (一) 流动性回顾：资金利率中枢整体下行，质押式回购成交量减少

央行 5 月上半月每日继续缩量开展 7 天逆回购，本月恢复等量平价续作 MLF，上半月短期资金利率中枢整体较上月下移，DR007 在政策利率之上 10bp 区间内运行。

具体来看，截至 5 月 17 日，央行累计开展 11 期 7 天逆回购操作，每次投放 20 亿元，共投放金额 220 亿元，在连续第二个月缩量续作 MLF 后，本月央行等量平价续作 MLF。结合到期量来看，5 月上半月央行净回笼 4380 亿元。短期资金方面，5 月以来资金面较为平稳，DR007 在政策利率以上 10bp 范围内波动。具体来看，截至 5 月 15 日，DR001 均值为 1.75%，DR007 均值为 1.84%，DR014 均值为 1.87%，DR021 均值为 1.89%，DR1M 均值为 1.91%。资金价格较上月月均下行，分别下行 1bp，3bp，8bp，8bp 和 10bp。

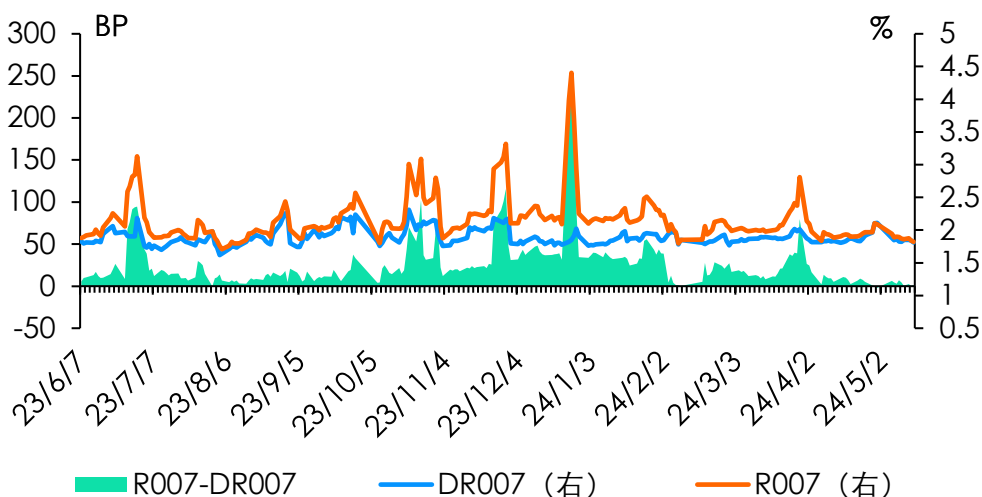


图表 23 各期限短期资金利率均值整体下行



政府债券发行暂未放量，信贷投放回落，银行间流动性充裕，叠加银行存款利率下降后资金向非银转移，大行融出资金虽下降至低位，但是机构流动性分层较上月继续改善。截至 5 月 15 日，R007-DR007 的均值为 3.3bp，较 4 月的均值 8.6bp 下降。

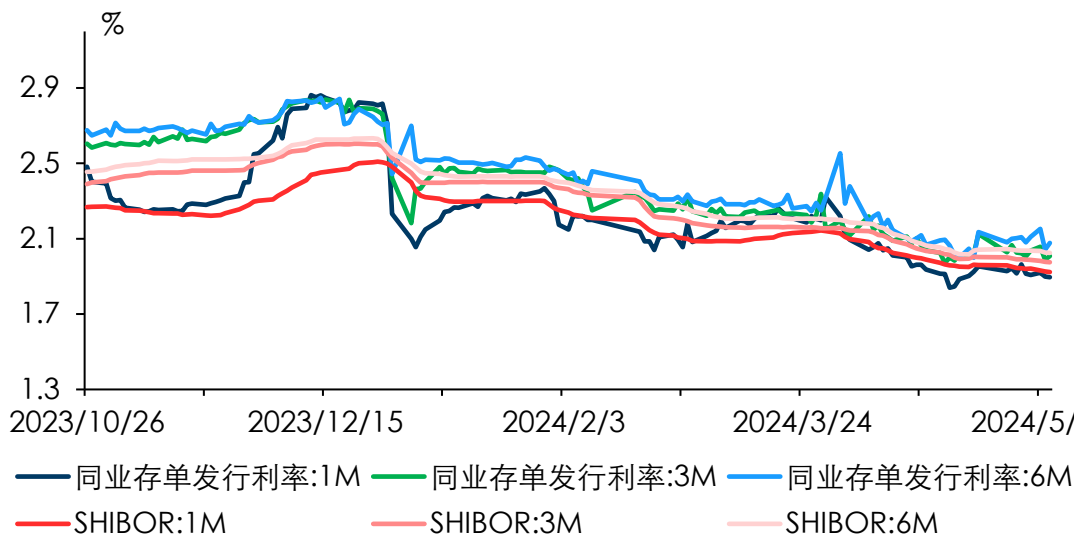
图表 24 机构流动性分层改善



长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢整体较上月下行。具体来看，同业存单方面，至 5 月 16 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.92%，3M 为 2.03%，6M 为 2.09%，分别较 4 月均值下行 7bp、5bp 和 6bp；Shibor 方面，截至 5 月 15 日，各期限平均利率：1M 为 1.94%，3M 为 1.99%，6M 为 2.04%，分

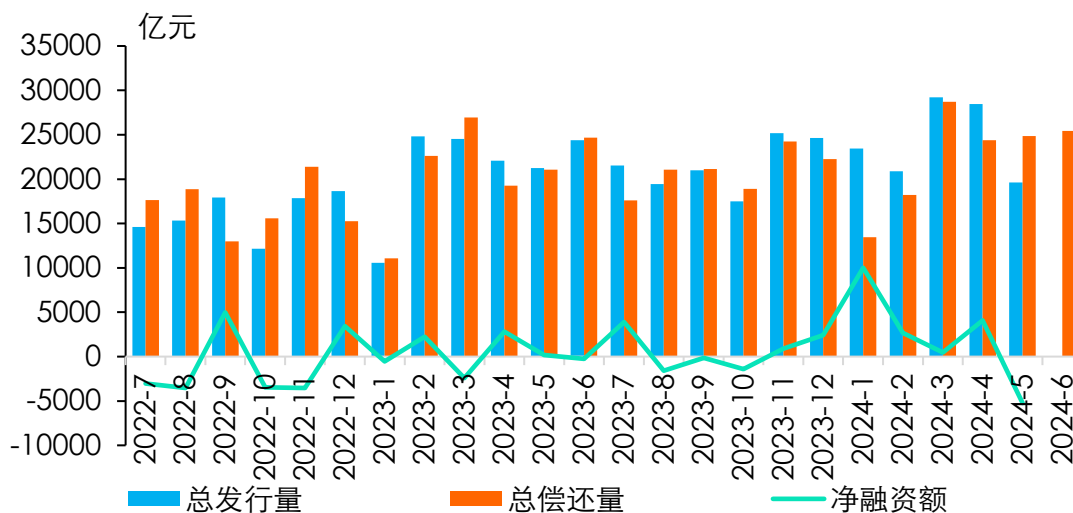
别较 4 月均值下行 7bp、8bp 和 7bp。

**图表 25 长期资金价格整体下行**



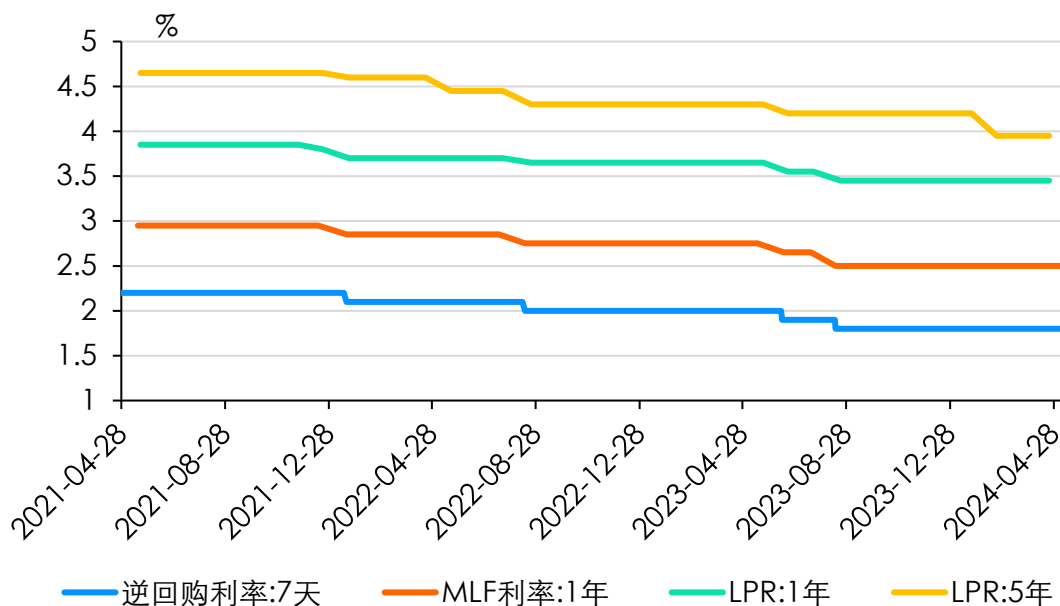
向后看，5 月、6 月同业存单偿还量均在 2.5 万亿元左右，偿还量较前期边际增加。

**图表 26 同业存单发行与到期情况（亿元）**



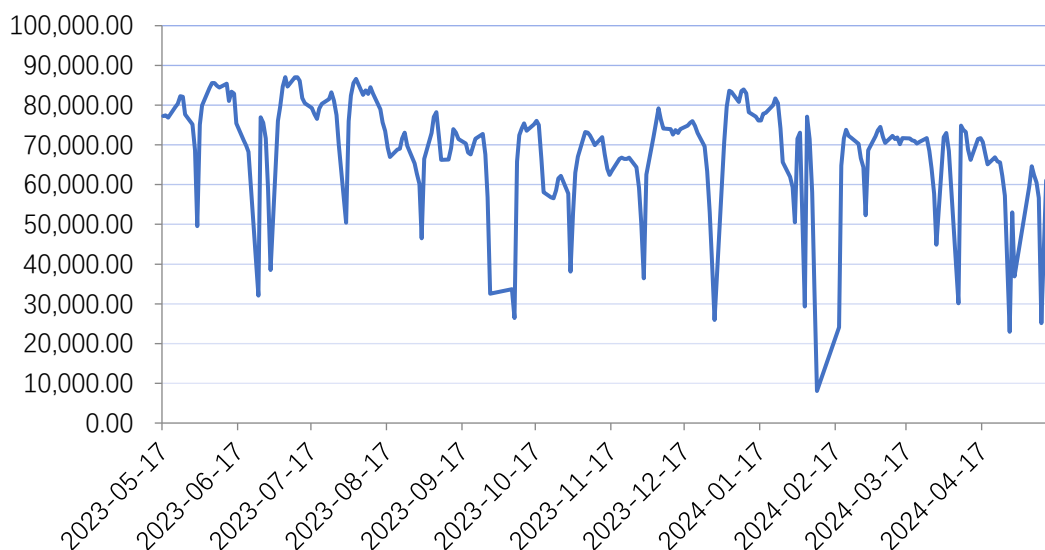
利率走廊方面，本月 7 天期逆回购操作利率为 1.8%，MLF 操作利率为 2.5%，1 年 LPR 为 3.45%，5 年 LPR 为 4.2%，较上月持平。

图表 27 利率走廊变化 (%)



5月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 5.7 万亿，较上月同期均值 6.3 万亿继续减少。上半月质押式回购日成交量最高为 6.5 万亿，较上月 7.4 万亿的高点下降较多。整体来看，央行重点提示防范资金沉淀空转，机构加杠杆规模下降较多。

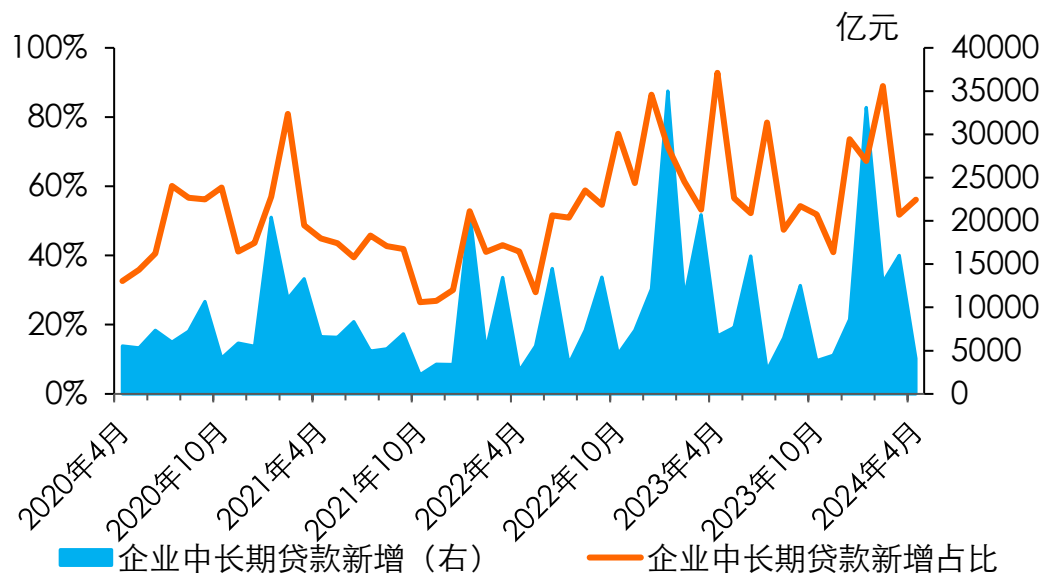
图表 28 银行间质押式回购日成交量 (亿元)



## (二) 金融数据：单月新增社融转负，政府债券和承兑汇票同比多减

4月信贷总量同比小幅多增，主要由票据融资拉动。居民端，短期贷款和中长期贷款均转为减少，单月中长期贷款减少规模再创新高，4月30中大城市销售面积同比减少明显，居民购房需求偏弱。向后看，地产销售面积环比和同比均回落，中长期贷款或保持弱势。企业端，短期贷款转为减少，中长期贷款同比少增，一是有信贷平滑要求，二是化债影响下企业贷款或受影响，三是打击手工补息后套息资金有所挤出。向后看，5月票据利率低位震荡，三大工程有所淡化，企业信贷继续放缓，需关注后续政府债发行情况。

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



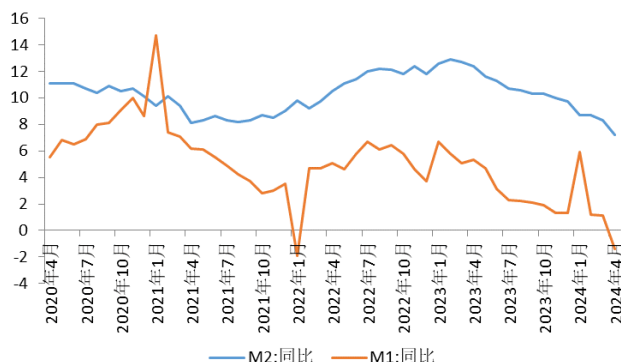
社融罕见转为减少，主要由于政府债券、承兑汇票和企业债券同比减少较多。企业端，企业开票减少或表明经营困难较大，化债影响下企业债券供给或受影响。另外，地方政府项目筹集进展偏慢，4月政府债券发行量较往年节奏仍较缓。向后看，政治局会议要求及早发行并用好超长期国债，政府债或将加速发行，支持实体经济发展。

图表 31 社会融资规模各细项新增 (亿元)

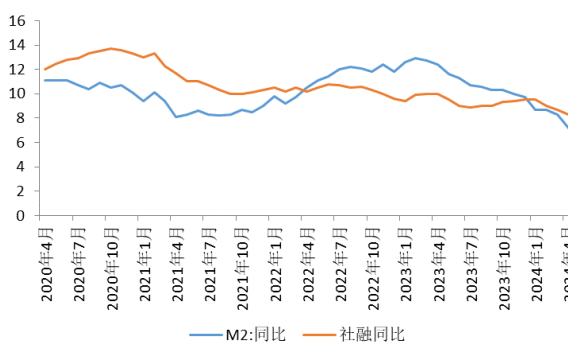
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	票据融资	企业债券	股票	政府债券
2023年9月	41326	25369	-583	208	402	2397	650	326	9920
2023年10月	18441	4837	152	-429	393	-2536	1178	321	15638
2023年11月	24554	11120	-357	-386	197	202	1388	359	11512
2023年12月	19326	11092	-635	-43	347	-1865	-2741	508	9324
2024年1月	65364	48401	989	-359	732	5636	4950	422	2947
2024年2月	15248	9773	-9	-172	571	-3686	1712	114	6011
2024年3月	48675	32920	543	-465	681	3550	4545	227	4626
2024年4月	-1987	3306	-310	90	142	-4486	493	186	-984
2023年4月	12249	4431	-319	83	119	-1345	2940	993	4548

4月M2同比增长7.2%，不及预期。M1同比增速-1.4%，预期1.2%，前值1.1%。M2增速创新低，M1增速时隔两年再度转负，显示企业经营状况偏弱，货币政策在盘活存量资源和防空转担忧下保持定力。M1与M2剪刀差较上月扩大。社融增速再创新低，与政府债券发行较缓和实体融资需求偏弱有关。

图表 32 M2 及 M1 同比增速 (%)



图表 33 M2 及社融同比增速 (%)



### (三) 央行下调住房贷款首付比例和房贷利率，设立 3,000 亿元保障性住房再贷款

5 月 17 日，《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》发布：

(1) 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。

(2) 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

(3) 自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。

同日，央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。央行按照贷款本金 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。

继去年 8 月央行优化住房信贷政策，下调存量房贷利率后，央行今年再度下调住房贷款首付比例和房贷利率。当前住房销售面积仍处低位，居民融资需求较弱，央行在各地陆续放松和取消限购政策后，同日发布一揽子政策，将在一定程度上满足购房者对于政策的预期，降低居民首付负担和成本、增强购房能力和意愿，提振地产需求端。供给端方面，央行设立保障性住房再贷款，助力房地产新发展模式构建，为当前经济复苏再添动力。

#### **（四）下阶段流动性展望：总量政策保持定力，资金面持稳**

4 月以来，资金利率中枢较上月整体下行，DR007 保持在政策利率附近，资金面保持平稳，质押式回购成交量与上月基本持平。央行连续两月缩量续作 MLF，逆回购缩减至地量。后续一级市场发行和信贷投放对资金面的影响喜忧参半，一级发行方面，同业存单到期量边际减小，利率上行压力边际减小，政府债券和政金债供给节奏较同期偏缓，但后续供给压力加大，对资金面有所扰动。跨季后票据利率回落较快，信贷投放放缓，对融出资金影响有所减小。

货币政策方面，央行在一季度例会提出要充实货币政策工具箱，畅通货币政策传导机制，以及提高资金使用效率，同时也提示关注长期收益率的变化。货币政策依旧强调灵活适度、精准有效和逆周期调节，基调保持稳中偏宽。结构性政策继续出台，如近期设立 5000 亿科技创新和技术改造再贷款，后续总量政策或出台以应对政府债券供给压力，公开市场操作上也将逐步加入国债买卖，对利率的影响更为直接。整体来看，地产销售和投资恢复较慢，货币政策有支撑，央行近期缩量操作体现出维稳资金面的意图，需关注政府债和长期政金债大幅投放的影响。

### 三、利率债策略：利率低位震荡，关注债券供需

#### (一) 利率债走势回顾

##### 1、收益率低位震荡

5月份以来，债券收益率小幅上行后维持窄幅震荡走势。目前 10Y 国债围绕 2.30%附近震荡，10Y 国开债在 2.35%附近震荡。

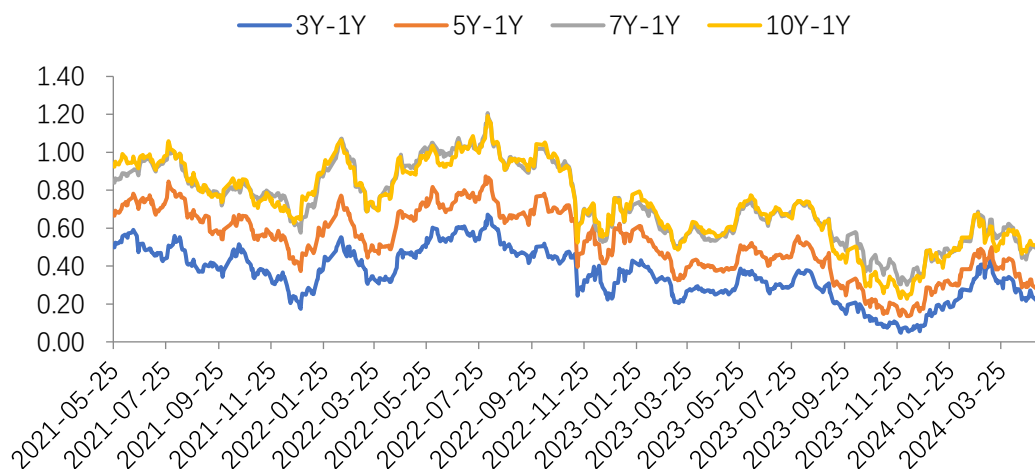
图表 34 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，5月份以来收益率曲线整体走陡，期限利差较前期有所扩大。



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 4 月低点有所上行。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 1.5%、0.8% 的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 1.7%、1.8%、1.5%、0.6%、1.5%。国开债关键期限所处的分位数分别为 2.1%、1.7%、0.8%、0.6%、0.8%。

图表 36 国债关键期限分位数

2023/5/16	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	1.63	1.97	2.10	2.28	2.31	2.58
历史均值	2.60	2.90	3.05	3.22	3.24	3.76
当前-均值	-0.97	-0.93	-0.95	-0.95	-0.92	-1.18
分位数	1.7%	1.8%	1.5%	0.6%	1.5%	2.1%

图表 37 国开债关键期限分位数

2023/5/16	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	1.81	2.08	2.18	2.36	2.39	2.66
历史均值	2.95	3.34	3.53	3.72	3.70	4.09
当前-均值	-1.15	-1.26	-1.35	-1.36	-1.31	-1.43
分位数	2.1%	1.7%	0.8%	0.6%	0.8%	2.0%

从期限利差来看，国债和国开债收益率曲线走陡。其中国债期限利差分位数处于 60%左右，3 年、10 年较陡；国开债期限利差分位数处于 15%~25%左右，3 年、10 年较陡。

**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	0.34	0.48	0.65	0.69
历史均值	0.30	0.46	0.62	0.64
当前-均值	0.04	0.02	0.03	0.05
历史分位数	<b>68.10%</b>	<b>61.00%</b>	<b>59.60%</b>	<b>64.50%</b>

**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	0.27	0.37	0.55	0.59
历史均值	0.39	0.58	0.77	0.75
当前-均值	-0.11	-0.21	-0.22	-0.16
历史分位数	<b>21.60%</b>	<b>18.20%</b>	<b>22.70%</b>	<b>25.50%</b>

## 2、隐含税率短端上长端下

5 月份以来，隐含税率走势分化，短端 5Y 及以下隐含税率整体上行，7~10Y 隐含税率小幅下行。目前各关键期限的隐含税率分别为 10.6%、6.3%、3.4%、3.7%、2.9%，所处的历史分位数分别为 40.9%、10.5%、3%、0%、1%，隐含税率仍然处于历史较低位置。

**图表 40 国开债隐含税率分位数**

2023/5/16	期限				
	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	10.6%	6.3%	3.4%	3.7%	2.9%
历史均值	0.13	0.14	0.14	0.14	0.13
当前-均值	-0.02	-0.08	-0.11	-0.10	-0.10
分位数	<b>40.90%</b>	<b>10.50%</b>	<b>3%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>

## (二) 利率债影响因素分析

5 月份以来，收益率从低位逐步回升。主要原因一是政府债券供给预期影响，二是利率下降至低位后止盈需求增大，低位反弹。

## 1、经济基本面：需求端仍然疲弱，政策效果有待观察

4 月经济数据显示需求端仍然较为疲弱。投资增速下行，地产投资、基建投资均下降，显示房地产市场修复较慢，且当前基建节奏较慢。消费增速继续回落，既受基数影响，也受地产相关消费拖累。生产端增速超出预期，尤其是高技术生产增速回升幅度较大。失业率进一步下降至 5%，显示经济仍处于修复过程中。在供给大于需求的背景下，通胀仍然处于较低位置，但较 3 月有小幅回升。

总体而言，从经济基本面来看，目前仍处于缓慢修复阶段，地产的修复较为缓慢，财政支出节奏偏后，使得当前需求端仍然较弱。在此背景下，利率大幅上行的空间有限。但 4 月政治局会议中提及两点，一是加快财政支出力度，二是注重房地产去库存，近期相关政策也陆续出台。

5 月 17 日央行出台了一揽子政策支持房地产发展，包括降低首付比例、降低房贷利率以及 3000 亿保障性住房再贷款等。从往年政策效果来看，2021 年之前，降低首付比例能够有效激发居民购买意愿，包括 2009 年、2015 年两次降低首付比例后，房地产销售面积增速均同步上升。但 2021 年后，人口年龄结构逐步转变，同时城镇化程度进一步提升至 63.89%，而居民部门杠杆率也提升至 64%，继续加杠杆的空间有限。2023 年 8 月 31 日首付比例从 30% 下降至 20% 后，对房地产销售并未有提振作用，销售增速继续下滑。目前居民对房价预期、未来收入预期也发生较大转变，本次降低首付的政策效果仍然有待观察。政府出手收购存量房产能够在一定程度上促进房地产库存去化，虽然目前来看规模偏小，但这是政府首次直接在需求端介入，可能对市场情绪产生影响，对债市形成一定干扰。

## 2、通胀：CPI 低位回升，短期内仍然处于低位

4 月通胀低位回升至 0.3%，略超出市场预期，主要受 4 月小长假期间旅游及相关服务价格上涨拉动。向后看，随着假期结束，非食品价格预计再度环比下跌，CPI 短期内仍然处于较低位置，四季度预计逐步回升。

PPI 方面，目前工业生产供应充足，但需求一般，钢铁价格继续下跌，石油价格受国际影响有所上涨。向后看尽管工业品需求一般，但 PPI 基数也持续降低，

预计 PPI 能够呈现缓慢回升趋势。

总体而言，通胀处于低位，显示经济总体仍然供给大于需求，对债市仍然偏利好。

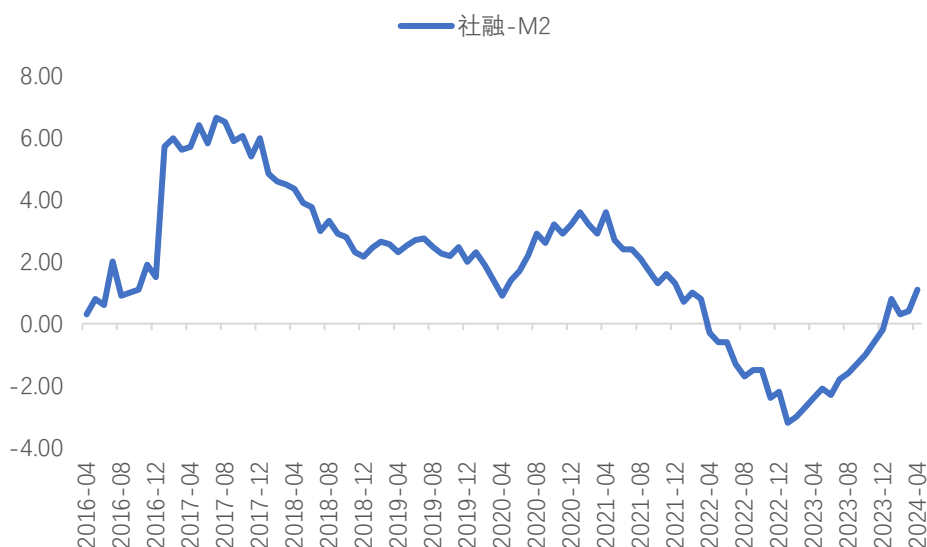
### 3、广义流动性：社融增速回落，M1 增速由正转负

4 月社融新增-1987 亿，同比少增 1.4 万亿，增速从 8.7%下降至 8.3%。从细项来看，未贴现票据、债券以及地方债同比少增是社融减少的主要原因。其中地方债新增-984 亿，显示政府债券发行节奏偏慢。4 月贷款新增 7300 亿，同比多增 112 亿。其中居民贷款新增-5166 亿，短期和中长期贷款分别新增-3518、-1666 亿，显示居民融资意愿十分薄弱，偿还债务动力较强。企业贷款新增 8600 亿，同比多增 1761 亿。

从存款端来看，居民存款增速小幅下降，M2 从 8.3%下降至 7.2%。M1 增速从 1.1%下降至-1.4%，显示经济活力持续下降。（社融-M2）增速之差较前值上行，从 0.4%上升至 1.1%，显示广义资金需求略有好转。社融增速和 M2 增速共同下降，在一定程度上也是受严查手工计息，企业贷款套利现象减少影响。

总体而言，4 月社融增速下降，一方面原因是金融数据“挤水分”，部分虚增社融不再计入；另一方面也显示居民及企业预期较弱，融资需求一般，经济整体资金流通速度较慢，使得 M1 增速由正转负。

**图表 41 （社融-M2）增速（%）**

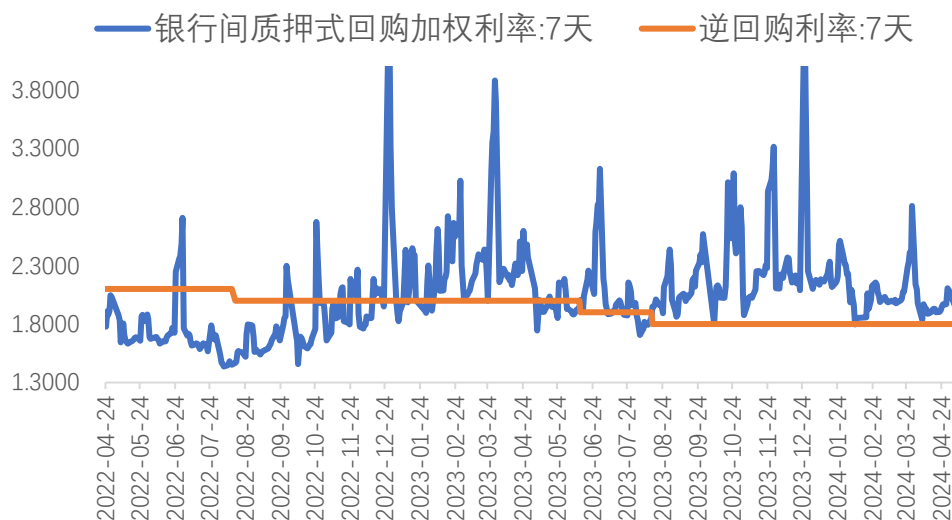


#### 4、狭义流动性：资金利率下行，杠杆率尚未显著放大

5月以来，资金面整体较为宽裕，资金利率处于低位。

具体来看，银行间质押式回购利率（7D）中枢较此前下行，从2%下降至1.8%附近，基本与同期限政策利率（1.8%）持平。1Y 同业存单发行利率在 2.08%附近，较同期限 MLF 利率 2.5%低 42BP，中长端资金利率处于较低位置。

**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 (%)**



资金利率的回落带动短端债券收益率下行，但回购成交量并未显著放大。5

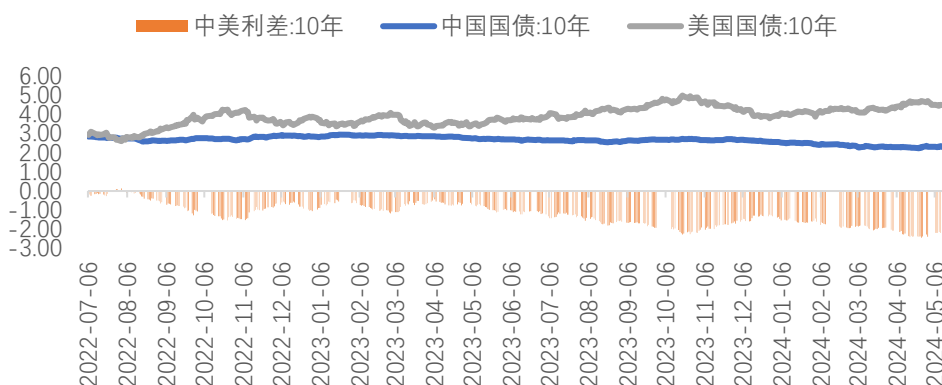
月以来，银行间质押式回购日均成交量约为 5.6 万亿左右，低于 4 月均值 6.3 万亿，显示当前杠杆率水平中等。

### 5、中美利差：倒挂幅度小幅缩窄，境外机构增持幅度下降

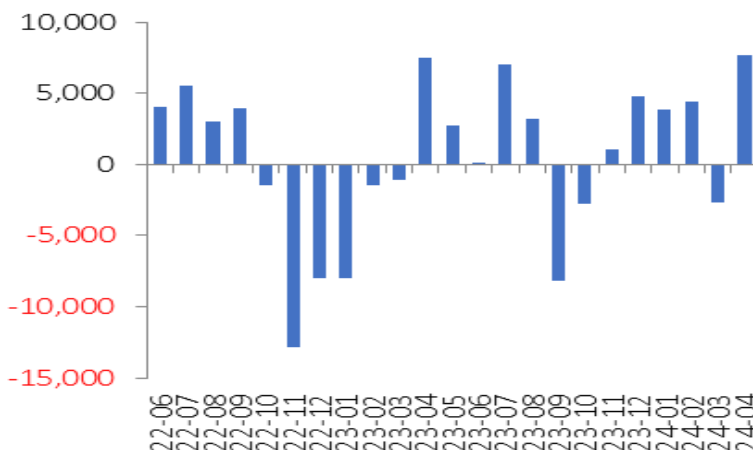
5 月以来，美债利率从高位回落，中美利差倒挂幅度较前期小幅缩窄。具体来看，10Y 美债收益率从 4.7% 下降至 4.5% 左右，10Y 中国国债收益率从 2.2% 上升至 2.28% 附近，10Y 中美利差从 240BP 缩窄至 220BP 左右，中美利差倒挂幅度小幅缩窄。

尽管中美利差倒挂幅度缩窄，但利差仍然较宽。4 月当月境外机构增持中国债券 102 亿，增持幅度较年初有所下降，人民币兑美元汇率贬值至 7.2 附近。在此背景下，受汇率及资本项下压力，国内货币政策继续宽松的空间受到制约。

图表 44 中美利差走势（10Y，%）



图表 45 境外机构债券托管量环比变化（亿元）



## 6、股债比价：较前期有所回落

5月以来，由于股票市场有所上涨，股债比较较4月小幅下行。从4月份高点2.75下降至2.53附近，但仍然处于历史偏高位置。

从大类资产配置角度来看，尽管股票的配置价值相对更高，但目前经济恢复速度较慢，市场信心不足，权益市场的修复仍需时间，对债市利空有限。

**图表 46 股债比价走势**



## 7、债券供需：特别国债及专项债发行预计加速

从国债和地方债发行进度来看，截止5月中旬，国债新增规模占全年新增规模的16%，地方债占比为25%，合计占比21%，新增进度仍然较慢。政府债券新增较慢一方面是1-4月政府债券到期量较大，另一方面各地受项目制约等因素影响，发行节奏也偏缓。

向后看，随着特别国债发行以及专项债发行加速，政府债券供给预计将加大，发行进度也将加快，关注后续供需关系的转变对利率的影响。从期限上来看，特别国债发行期限以20年、30年和50年为主，按照发行计划简单测算，预计20年期占比30%左右，30年期占比50%以上，50年期占比较低。从发行节奏来看，5月17日开始发行，11月15日结束发行，月均新增约为1667亿，将对超长期品种供给形成一定冲击。

**图表 47 国债、地方债发行进度**

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	43400	7064	36336	16%
地方债	46200	11467	34733	25%
合计	89600	18531	71069	21%

### （三）利率债策略：供给逐步加速，利率低位震荡

5月以来，收益率从低位反弹，主要原因一是政府债券发行加速预计将增大供给，二是4月末政治局会议后，多项配套政策陆续出台。向后看，从经济基本面来看，目前需求端仍然较弱，地产修复较慢，居民消费偏谨慎，通胀仍然处于低位。受此影响，货币政策预计仍然偏宽松，且政治局会议中提及降准降息，预计二季度仍有宽松空间，这使得利率上行空间有限。从债券供需来看，5月下旬以来特别国债开始发行，专项债发行预计也将加速，前期欠配压力或有所缓解。整体而言，收益率预计随预期变化而低位震荡，交易盘建议延续波段操作思路，配置盘逢利率反弹可介入，目前3Y、10Y期品种较凸。

### 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。