

疫情超预期发展，债市继续下行

摘要

1. 资金面平稳偏松，本周逆回购净回笼 5800 亿，DR007 较 4 月 1 日下行 2BP。下周资金到期回笼 2600 亿，需关注央行续作规模。同业存单方面，本周净融资规模为-1202.00 亿元，平均发行利率为 2.47%（上周为 2.56%），未来三周到期量将有明显上升。
2. 一级发行方面，本周利率债总发行量 2410.94 亿，主要为国债发行增加。二级市场方面，受经济下行压力加大以及宽松预期博弈的影响下，本周债市收益率继续下行。
3. 疫情影响下清明假期数据不佳，若疫情在 5 月前得到控制，五一小长假或将带动 Q2 消费反弹。
4. 国常会再放稳增长信号，加力纾困市场主体。4 月 6 日国常会我们认为主要传递出三个信息：1) 疫情超预期发展，经济下行压力再增；2) 就业形势严峻，稳增长需要稳市场主体来保就业；3) 要发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。
5. 展望后市，我们认为在稳增长和宽信用的主线以及美联储加息的影响下，债市收益率下行空间有限，将趋于震荡走弱。

一、市场动态

（一）资金面

本周公开市场方面进行了 300 亿逆回购操作，共有 6100 亿逆回购到期，资金净回笼 5800 亿，利率维持 2.10% 不变。4 月 6 日和 7 日分别净回笼 4400 亿和 1400 亿，虽然有大额的净回笼，但资金面仍然平稳偏松，截至 4 月 8 日 DR007 加权平均利率收于 1.94%，较 4 月 1 日的 1.96% 下行约 2BP。展望下周，将有 400 亿逆回购到期以及 1500 亿 MLF 回笼，关注央行续作规模，此外还有 700 亿国库现金定存到期，总共净回笼 2600 亿。

同业存单方面，本周，同业存单净融资规模为-1202.00 亿元，发行总额达 2029.90 亿元，平均发行利率为 2.47%，较上周的 2.56% 进一步下行约 9BP，到期量为 3231.90 亿元。未来三周，将分别有 5880.00 亿元、3788.10 亿元、4996.10 亿元的同业存单到期，到期量有明显上升。

（二）一级发行情况

利率债发行方面（国债+地方政府债+政策银行债），本周总发行量 2410.94 亿，较上周的 2266.44 亿增加 144.50 亿，其中国债发行 1400.30 亿（上周末发行国债），地方政府债发行 346.54 亿（上周为 1034.44 亿），政金债发行 664.10 亿（上周 1232.00 亿），本周净融资

906.01 亿（上周为-327.12 亿）。今年地方债提前批额度在一季度已经完成近 90%，而新增额度暂未下达，预计 4 月地方债发行将明显下滑。

（三）二级市场情况

受清明数据惨淡、国常会释放出经济下行压力加剧的信号以及宽松预期博弈的影响下，本周债市收益率继续下行。具体来看，国债与国开债各期限整体均呈现下行趋势，1 年期国债下行 3.8BP，3 年期国债下行 2.7BP，5 年期国债下行 2.6BP，10 年期国债下行 2.1BP；1 年期国开下行 3.5BP，3 年期国开下行 4.4BP，5 年期国开下行 4.4BP，10 年期国开下行 3.0BP。

二、经济面

（一）假期数据不佳，疫情缓解后有望反弹

从假期出游数据看，经文化和旅游部数据中心测算，2022 年清明节假期 3 天，全国国内旅游出游 7541.9 万人次，同比减少 26.2%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 68.0%；实现国内旅游收入 187.8 亿元，同比减少 30.9%，恢复至 2019 年同期的 39.2%，出游人次及旅游收入同比均有较大幅度下降，并且旅游收入仅为 19 年同期的 39%，消费形势不容乐观，此外，值得注意的是本地休闲和近程度假成为清明节假期“主基调”，各地接待游客中省内游客占比 94.9%。从出行数据看，交通运输部发布最新消息显示，清明节假期，全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 5378.1 万人次，比 2021 年同期下降 62.7%，比 2020 年同期下降 9.8%。总体来看，受 3 月疫情冲击影响，清明假期出行数据比较惨淡，甚至较 2020 年同期都有大幅下降（仅公路较 20 年同期有 0.9% 的增长）。展望后续节假日，主要看疫情状况能否得到缓解，目前疫情仍呈现不稳定、局部点式爆发的态势，若疫情在五月前得到控制，“五一”假期五天有望出现“报复式”旅游消费，拉动二季度经济增长。

（二）国常会再放稳增长信号，加力纾困市场主体

国务院总理李克强 4 月 6 日主持召开国务院常务会议，决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度；部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展。

1. 疫情超预期发展，经济下行压力再增

本次会议提到“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期”，我们认为其主要指向近期国内疫情呈点式多发，并且上海疫情超预期发展。截至 2022 年 4 月 9 日 24 时，据 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告，现有确诊病例 22589 例（其中重症病例 80 例），尚在医学观察的无症状感染者 195948 例（境外输入 927 例），其中上海连续三日新增确诊和无症状超过 20000 例，疫情目前尚未出现拐点，仍处于高位上升通道，封控时间也在无限期的延长，预计将持续到 5 月。疫情影响下，“市场主体困难明显增加，经济循

环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大”。在3月29日国常会中提到“制定今年宏观政策时，对国内外环境很多变化已有前瞻考虑”，但本次会议提出“针对形势变化抓紧研究政策预案”，反映了当前经济形势超出预期的严峻。

2. 就业形势严峻，稳增长需要稳市场主体来保就业

从就业看，在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力之下，今年1-2月份全国城镇调查失业率平均为5.4%，其中1月份为5.3%，2月份为5.5%，虽与去年同期持平，但可以看到环比正在上升，叠加应届生规模大增和3月疫情影响，就业形势比较严峻。一方面，应届生人数创历史记录。19年高职扩招100万人的影响将反映到今年，据估计2022届高校毕业生规模将达1076万人，同比增加167万人，这是高校毕业生规模首次破千万，也是近几年增长人数最多的一年。另一方面，市场主体遭受疫情爆发冲击，甚至停产歇业，对就业产生负面影响。同时受疫情以及经济下行影响下，消费也遭到抑制，就业-消费-经济增长的循环难以畅通。为稳市场主体保就业，3月14日和3月21日国常会均明确表明“对各类市场主体直接高效的纾困措施，是稳增长稳市场主体保就业的关键举措”，加强落实退税减税降费政策，缓解中小微企业压力；本次国常会提出“必须针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度”，一是针对特困行业实施暂缓缴纳养老保险费，二是延续失业保险保障扩围政策，三是提高中小微企业失业保险稳岗返还比例等实质性救助举措，在前期纾困措施基础上继续加码发力，助力特困行业企业及早渡过难关。

3. 发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持

在货币政策的表述上，从总量方面，本次国常会依然延续了3月21日国常会和3月30日央行例会的说法，“加大稳健货币政策对实体经济的支持力度”以及“保持流动性合理充裕”，着重点仍然在“稳”。从结构方面，一是增加支农支小再贷款，用好普惠小微贷款支持工具，为实体经济提供有力支持，推动中小微企业融资增量、扩面、降价；二是研究采取金融支持消费和有效投资的举措，从创业信贷支持、住房金融服务、职业技能培训、子女教育金融服务、养老保障金融服务等方面提升对新市民¹的金融服务水平，保障重点项目建设融资需求，推动制造业中长期贷款较快增长。针对新市民金融服务这块的内容则是再次强调了银保监会和央行在3月4日关于加强新市民金融服务工作的通知；三是新设科技创新和普惠养老两项专项再贷款工具，人民银行对贷款本金分别提供再贷款支持，实现了结构性货币工具的再创新和范围再拓展。

三、后续展望

短期展望，我们认为债市收益率下行空间有限，将趋于震荡走弱，1)从4月11日开始

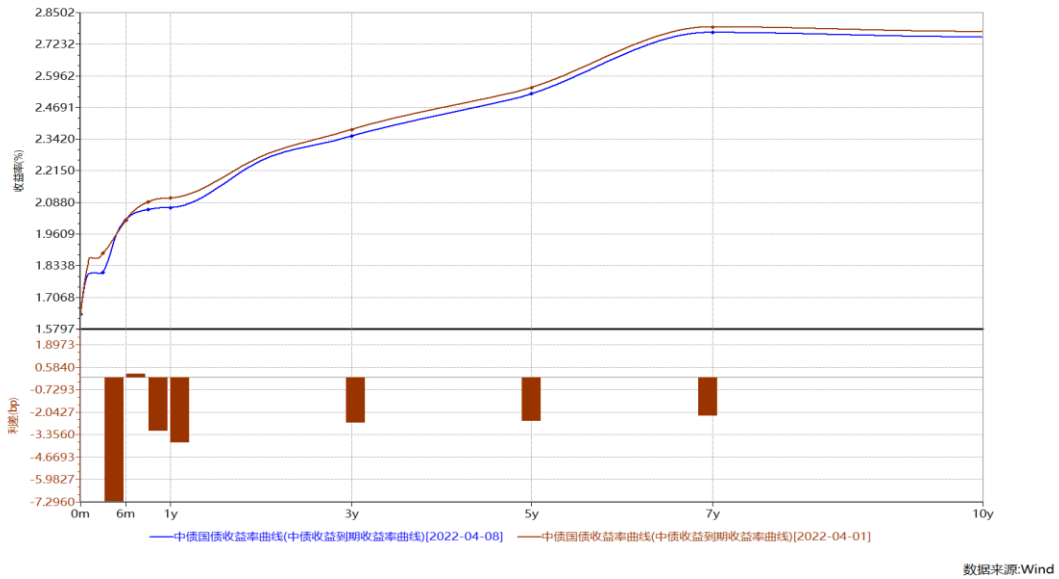
¹ 新市民主要是指因本人创业就业、子女上学、投靠子女等原因来到城镇常住，未获得当地户籍或获得当地户籍不满三年的各类群体，包括但不限于进城务工人员、新就业大中专毕业生等，目前约有三亿人。

3月及一季度宏观经济数据将陆续发布，我们预计随着一季度经济数据不及预期的落地，债市极有可能走出“利多出尽”的态势，随着后续“稳增长宽信用”的不断加码推进，也将对债券收益率下行形成支撑；2) 受美联储加息影响下，美债收益率近期大幅上行，目前美国2-7年期国债到期收益率已经和中国国债出现倒挂，而10年期的利差也已经缩至3BP，即将出现倒挂情况。受此掣肘，利率进一步下降的可能性被压缩。下一阶段，国内需要重点关注疫情动态、经济运行以及“稳增长宽信用”的推进情况，国外需要关注俄乌冲突局势以及通胀影响下的海外各国加息动态。

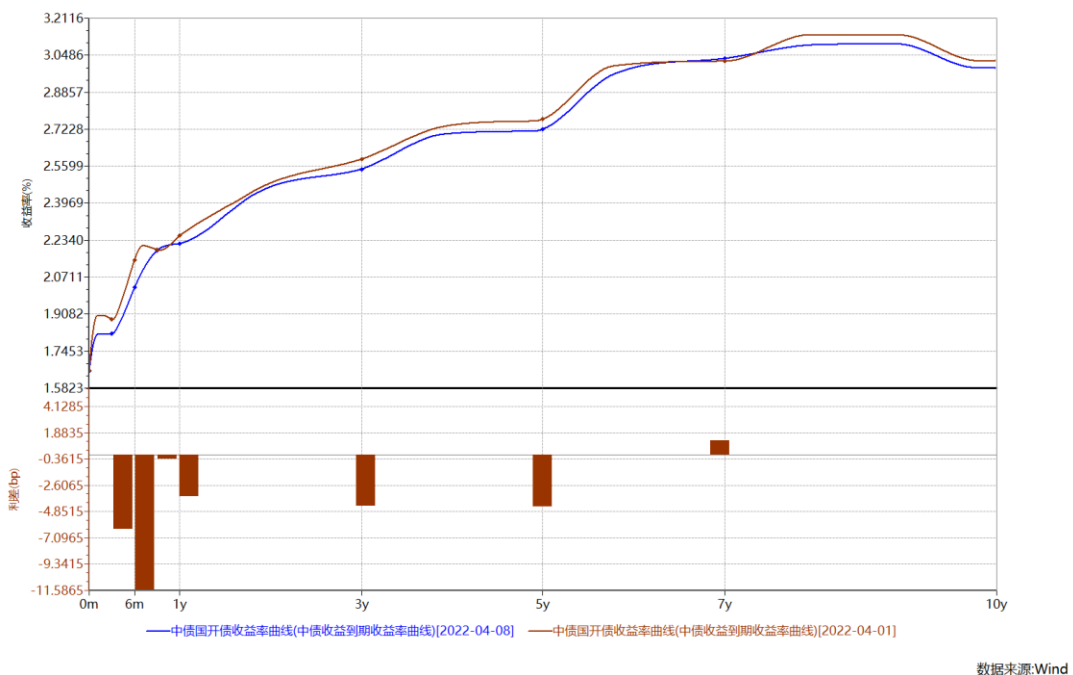
图表一. 下周宏观数据关注

	周一	周二	周三	周四	周五
国内	3月CPI、PPI		3月贸易帐	流通领域重要生产资料市场价格变动情况	70个大中城市住宅销售价格月度报告
海外	英国2月工业生产指数、贸易差额、制造业生产指数	德国3月CPI; 4月欧元区:ZEW经济景气指数; 美国3月CPI、核心CPI	英国3月CPI、核心CPI; 美国3月PPI	美国3月零售总额; 4月欧洲央行公布利率决议	美国3月工业产能利用率和工业总体产出指数

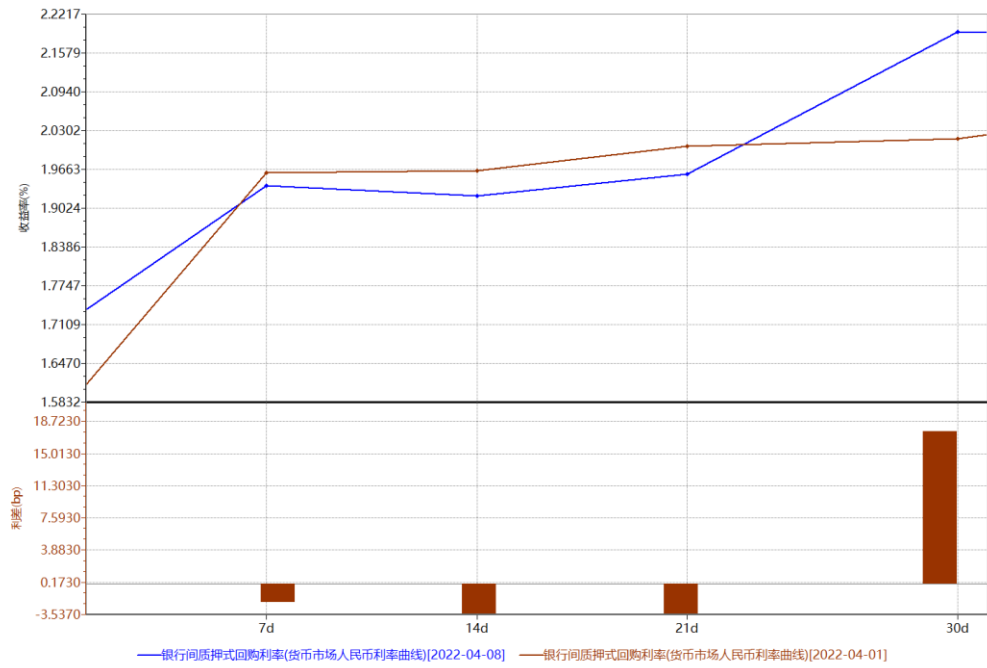
图表二. 1年期及以上国债到期收益率有所下行 (04.08对比04.01)



图表三. 除7年期外国开债到期收益率有所下行 (04.08对比04.01)



图表 4. 资金利率除 30d 外有所下行 (04.08 对比 04.01)



数据来源:Wind