

## 二季度开局经济承压，债市继续窄幅震荡

### 摘要

- 1. 资金面持续宽松，DR007 持平上周收于 1.55%，R007 下行 1BP 收于 1.63%。**  
本周 OMO 净投放 200 亿元，利率维持 2.10% 不变。下周将有 600 亿逆回购、1000 亿 MLF 到期。一级发行方面，本周，同业存单净融资规模为 -511.30 亿元，平均发行利率为 2.27%。利率债方面本周总发行量 4261.40 亿元，较上周增加 2827.98 亿元。
- 2. 受疫情、国际形势影响，4 月出口总体增长，但增速大幅回落。**4 月我国出口 2736.2 亿美元，同比增长 3.9%，前值为 14.7%；对美欧日等地区出口增长均有较大回落。农产品、水海产品、玩具等受海外需求修复继续维持 3 月高增长趋势；塑料制品、服装、钢材、家具、机械设备等，则受东南亚替代效应与需求收缩影响均出现大幅增长滑落。
- 3. CPI 小幅上行、PPI 边际回落，通胀整体符合预期。**4 月 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 2.1%，同比前值 1.5%，翘尾因素影响约 0.7%。受疫情物流、大宗价格影响，食品烟酒、交通和通信对 CPI 拉动明显。采掘工业、原材料工业 PPI 居高不下，生活资料则相对温和上涨。PPI-CPI 剪刀差收敛，企业利润空间与生产意愿有望提高。
- 4. 社融总量与结构形势严峻，M2 增速反弹。**4 月新增社融 9102 亿元，同比少增 9468 亿元。新增人民币贷款 6454 亿元，同比少增 8231 亿元，实体融资需求萎靡大超预期。其中居民户贷款不增反减 2170 亿元，企业贷款同比少增 1768 亿元，结构仍然以短期为主。因留底退税到户、居民风险偏好改变转移金融资产至存款等原因，M2 增速逆势反弹，同比增速从 3 月 9.7% 升至 4 月 10.5%。后续可期待刺激加大后金融数据“砸坑”反弹。
- 5. 美国通胀、美债利率短期见顶双回落、汇率破 6.8，对国内政策约束边际降低。**美国 4 月 CPI 同比 8.3%，预期 8.1%，前值 8.5%；十年美债利率冲高后回落至 2.84%，收 2.93%。本周在岸、离岸人民币均一度冲破 6.8 大关。随着美国利率、通胀双见顶，我国“以我为主”的货币政策受美国掣肘的境况将边际好转。在总体可控情况下，宽松与适当贬值可以并行。
- 6. 本周债市方面，消息多空交织，受进出口数据、社融数据低于预期、CPI 突**

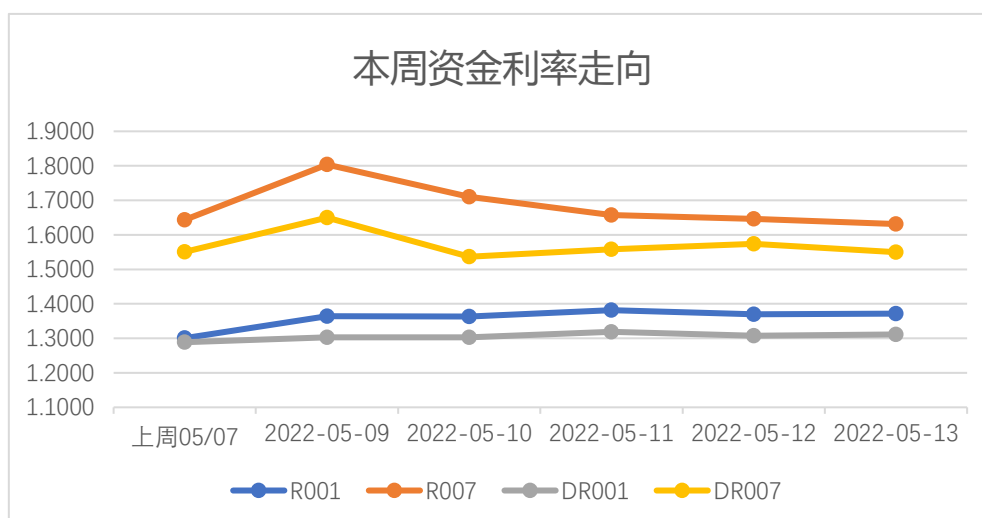
破至2.1%等影响，债市走出“牛陡”走势。1年期国债收2.01%，下行3.0BP，5年期国债收2.59%，下行3.5BP，10年期国债收2.815%，下行1.2BP。展望后市，随着大家对刺激政策的进一步期盼，二季度持续“弱现实”与“强预期”的博弈将更为激烈，地产、基建将加大发力。疫情仍然是最不可控逻辑主线。市场仍然未有显著共识，本周或加大幅度震荡。

## 一、市场动态

### (一) 资金面

本周资金面整体仍然宽松，资金回购利率呈先上后下震荡走势。截至5月15日，R007加权平均利率收于1.63%，较5月7日的1.64%下行1BP，而DR007加权平均利率收于1.55%，较5月7日的1.55%持平。总体公开市场方面，央行进行了500亿逆回购操作，共有300亿逆回购到期，净投放200亿元，利率维持2.10%不变。下周将有600亿逆回购到期，5.17将有1000亿MLF到期，关注16日的续作规模。

本周依然延续五月份整体宽松、利率缓慢下行趋势，同比4月同期，R007下行24BP，DR007下行18BP。主要原因仍为受疫情与经济预期影响，实体融资需求偏低，流动性存在淤积现象。



图表一：本周资金利率走向 来源：Wind

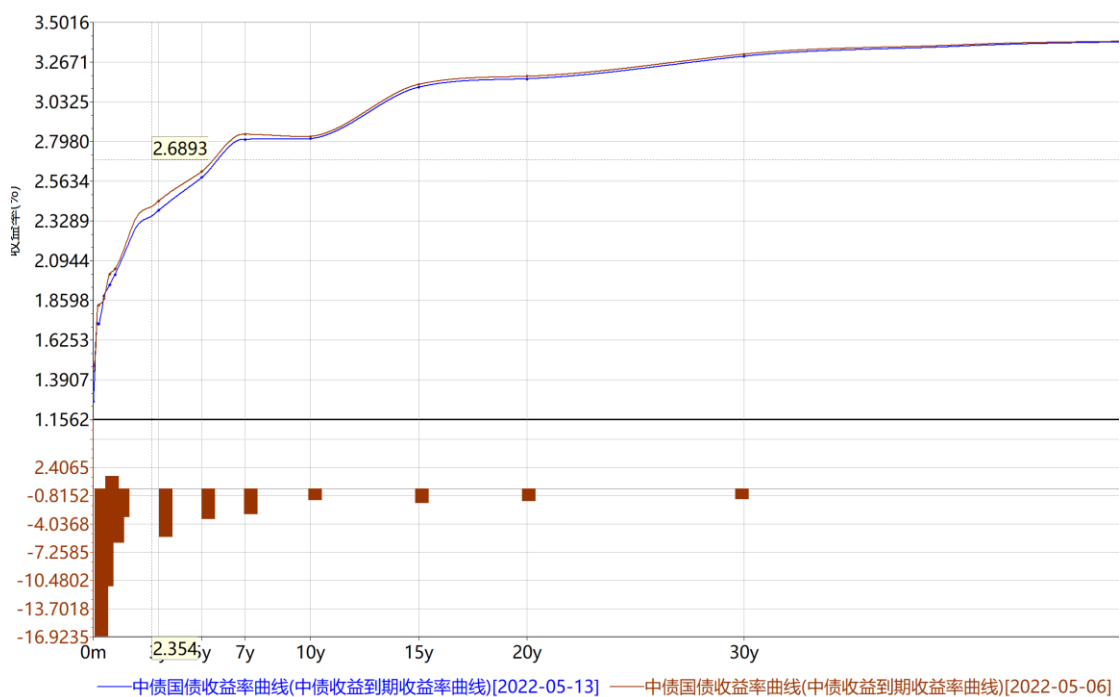
## （二）一级发行情况

同业存单方面，上周，同业存单净融资规模为 89.80 亿元。其中，发行总额达 1861.70 亿元，平均发行利率为 2.28%，到期量为 1771.90 亿元。本周，同业存单净融资规模为-511.30 亿元，发行总额达 6176.30 亿元，平均发行利率为 2.27%，到期量为 6687.60 亿元。未来三周，将分别有 4,835.40 亿元、5,173.30 亿元、1,772.60 亿元的同业存单到期。

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 4261.40 亿元，较上周的 1433.48 亿元增加 2827.98 亿元（上周因五一假期，仅有两个非银交易日），其中国债发行 1133.30 亿元（上周发行 1201.70 亿元），地方政府债发行 3028.10 亿元（上周为 151.78 亿元），政金债发行 100 亿元（上周为 80 亿元），本周净融资 3030.82 亿元（上周为 367.48 亿元）。本周地方债总发行量为近三个月新高，同比 4 月、3 月同期（分别为 500 亿、1350 亿）增长超过 1500 亿元。

## （三）国债收益率曲线情况

国债收益率方面，本周消息多空交织略偏空，受进出口数据、社融数据低于预期、CPI 突破至 2.1% 等影响，债市走出“牛陡”走势，各期限国债国开债均呈现倒“N”型走势：周一、周二小幅下行，周三上行收复跌势，周四、周五继续下行。截至 5 月 13 日，对比 5 月 7 日，1 年期国债收 2.01%，下行 3.0BP，3 年期国债收 2.39%，下行 5.4BP，5 年期国债收 2.59%，下行 3.5BP，10 年期国债收 2.815%，下行 1.2BP；1 年期国开收 2.76%，下行 5.5BP，3 年期国开收 2.55%，下行 5.4BP，5 年期国开收 2.77%，下行 2.4BP，10 年期国开收 3.11%，下行 2.6BP。



图表二：收益率呈牛陡走势 来源：Wind

## 二、经济动态

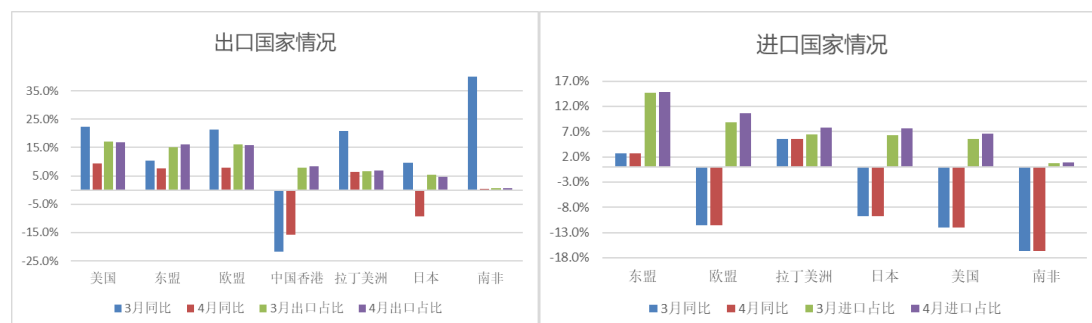
### (一) 受疫情、国际形势影响，4月出口总体增长，但增速大幅回落。

5月9日，海关总署公布进出口数据，按美元计价，4月我国进出口总值4961.2亿美元，同比增长2.1%。其中，出口2736.2亿美元，同比增长3.9%，前值为14.7%；进口2225亿美元，前值为-0.1%。贸易顺差511.2亿美元，同比增长24.7%。

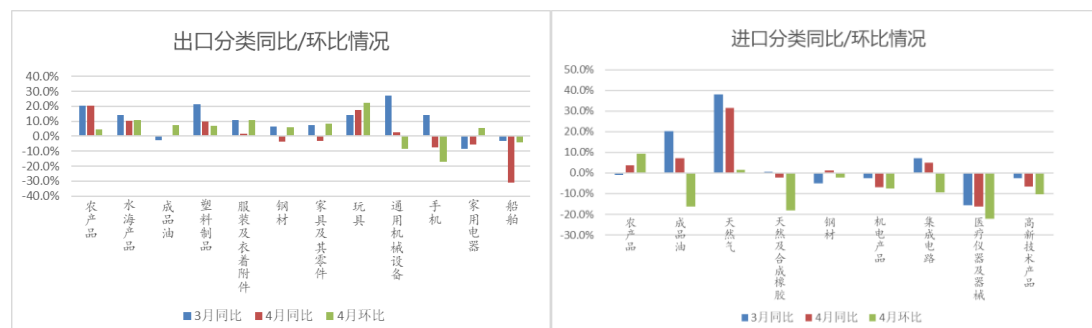
从出口国家看，4月份对美国、东盟、欧盟、拉丁美洲、日本出口增长额均有较大回落。其中美国同比出口增长从3月份22.4%降至9.4%，欧盟从21.4%降至7.9%，东盟影响相对小，从10.4%降至7.6%。受疫情影响供应链问题、国际形势等多方面影响，东南亚替代效应开始显现，美欧部分中低端轻工业订单开始部分转向以越南、印度为代表的东南亚国家。受疫情影响，八大枢纽港口集装箱吞吐量影响较大，加强了出口回落。从进口国家看，我国对美国、欧盟、日本进口延续3月下降趋势，4月进口同比美欧日分别下降-1.2%、-12.5%、-15.1%，对东盟与拉丁美洲则有边际改善，同比增长4.5%、17.0%。受大宗商品涨价影响，对美国、俄罗斯的进口增长均比3月有大幅改善。

从出口产品分类看，农产品（同比 20.5%）、水海产品（10.3%）、玩具（17.6%）等均维持 3 月高增长趋势，但塑料制品（9.7%）、服装（1.9%）、钢材（-3.8%）、家具（-3.0%）、通用机械设备（2.8%）等均出现大幅增长滑落。其中，海产品、玩具、塑料制品等高增速说明海外疫情后需求修复显现，订单持续增加；但通用器械、医疗器械、手机电脑、电器等常规出口支撑项大幅转弱。一方面受疫情干扰零部件供应链影响，电子产品类、器械类的生产与出口均有较大难度；另一方面疫情后全球电子产品需求出现整体下降，不排除疫情后继续下降。从进口分类看，天然气、成品油等大宗商品及周边的价格上升成为进口主要拉动因素。高新技术产品、医疗器械、机电产品等进口量下降或受需求萎缩、物流扰动等因素影响。

随着疫情对生产、物流的影响降低，稳增长、稳外贸的政策落地，人民币贬值有利于出口等因素，五月份出口有望企稳，六月份乃至三季度大概率出现回升。在出口方面，相对于疫情的变化，复工复产、保障物流的进度，以及海外的需求恢复情况、东盟国家的生产与出口情况更值得关注。



图表三&四：出口/进口国家情况 来源：Wind



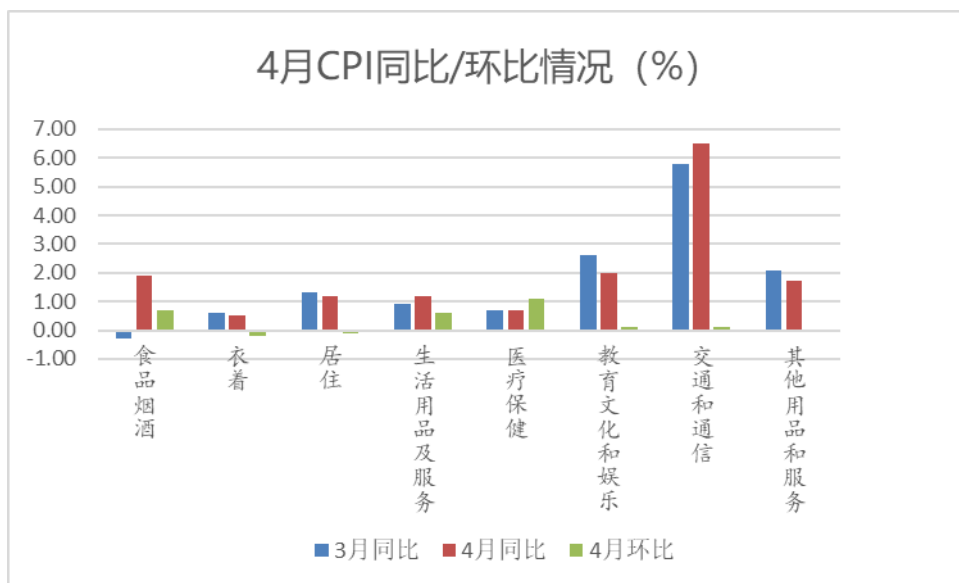
图表五&六：出口/进口产品分类情况 来源：Wind

## （二）CPI 小幅上行、PPI 边际回落，通胀整体符合预期。

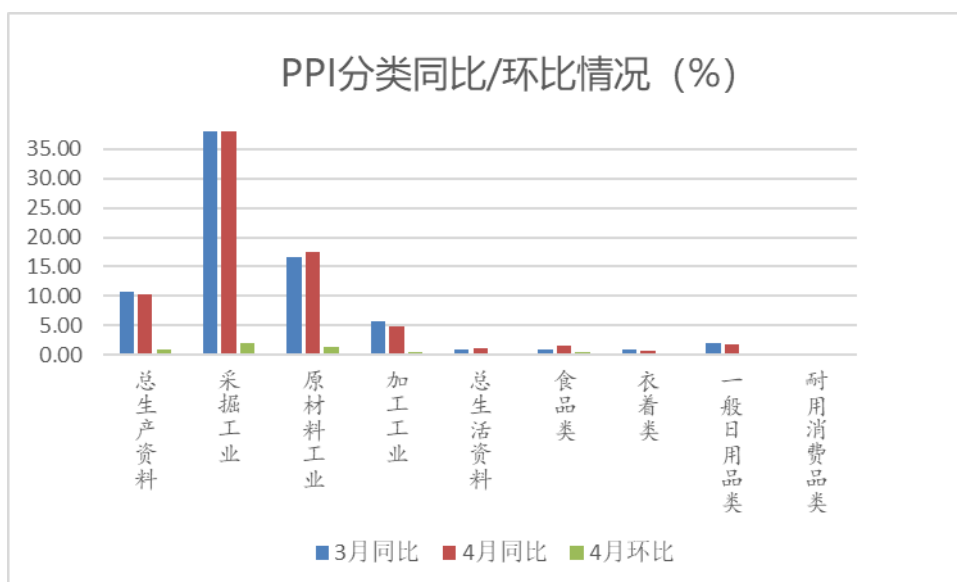
4 月份，受国内疫情及国际大宗商品价格持续上涨等因素影响，CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 2.1%，同比前值 1.5%，翘尾因素影响约 0.7%。核心 CPI 同比上涨 0.9%，前值 1.1%。PPI 为 8%，前值 8.3%，翘尾因素影响约 5.9%。CPI 和 PPI 均微超市场预期。

从分类看，CPI 方面，食品烟酒同比转正至同比 0.9%，交通和通信（同比 6.5%）、生活用品及服务（同比 1.2%）持续增长。其中因疫情物流成本上升、囤货需求增加，鲜菜、鲜果、鸡蛋和薯类价格分别同比上涨 24.0%、14.1%、13.3%和 11.8%。交通上则受油价变动影响，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别环比上涨 14.9%、6.8%和 1.5%。其中，交通和通信对 CPI 拉动最高为 0.73，食品拉动为 0.54。PPI 方面，生产资料价格上涨 10.3%，涨幅回落 0.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点。其中，生产资料与生活资料分化严重，采掘工业（同比 38.3%，环比 2.0%）与原材料工业（同比 17.4%，环比 1.4%）拉动 PPI 贡献最大，生活资料上拉动最大则为一般日用品类（同比 1.0%，环比 0.2%）。

整体来看，通胀基本符合预期，总体可控，目前仍未是当前经济运行与债市的主要矛盾。疫情对食品、交通类 CPI 影响较大，随着疫情潜在扩散化的可能，家庭仍会有生活必需品、食品类囤货意愿；而核心 CPI 涨幅回落，则是受多重因素干扰下，国内需求仍被压制所致。俄乌影响主要为大宗商品价格推动交通类 CPI、生产资料类 PPI 增长。考虑二季度末到三季度，内因外因或将继续推动 CPI 进一步上行，全年呈现“前低后高”；PPI 则需继续关注俄乌局势变化。但总体可控、温和上涨的物价走势也会为央行加大货币政策力度提供足够空间。另外从 CPI、PPI 剪刀差来看，剪刀差的边际收缩代表企业生产成本下降、成本转嫁能力提高，配合上刺激政策的落地，未来有望见到企业生产意愿、利润空间边际提高。



图表七：CPI 分类情况 来源：Wind



图表八：PPI 分类情况 来源：Wind

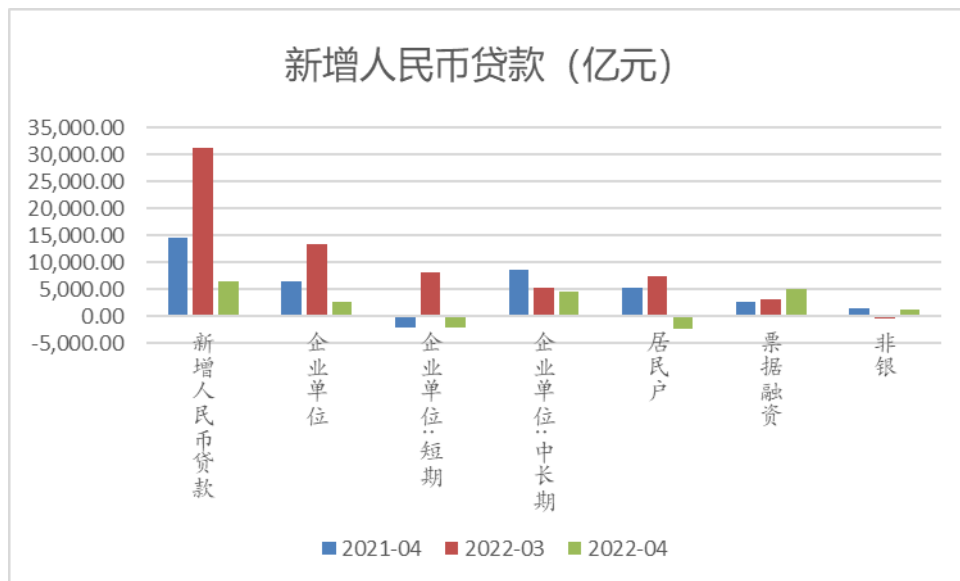
### (三) 社融总量与结构形势严峻，M2 增速反弹。

4月新增社融9102亿元，同比少增9468亿元。新增人民币贷款6454亿元，同比少增8231亿元。其中社融主要拖累项为社融口径人民币贷款，同比少增9224亿元；外币贷款同比少增-488亿元。4月新增人民币贷款6454亿元，同比少增8231亿元，少增总数为2017年以来新高。其中居民户贷款不增反减2170亿元，同比少增7453亿元，此中住房贷款同比少增4022亿元，居民经营贷款、消费贷款亦均创疫情新低。企业单位中长期同比少增3953亿元，虽短期同比多增199亿元，但从环比角度，3月份新增企业短期贷款为8089亿元，4月不增

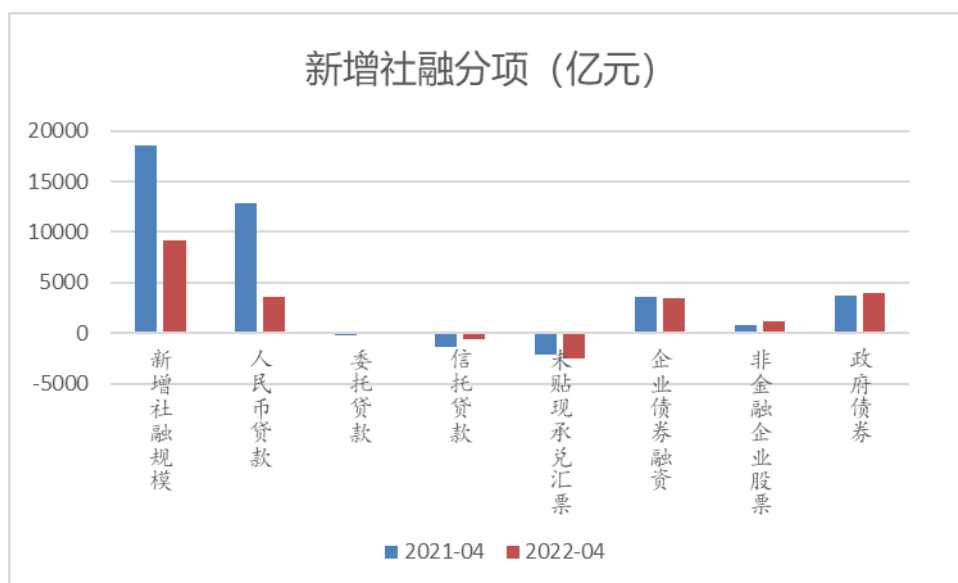
反减-1948 亿元。同时 M2 增速逆势反弹，同比增速从 3 月 9.7% 升至 4 月 10.5%。

整体来说，受国内疫情、国外复杂形势等内外多方面因素影响，社会融资与贷款数据均大幅低于预期，表明了前期对房地产刺激政策未能短时间见效，导致居民住房贷款不增反减，甚至出现提前还贷或结束贷款现象，而基建又推进缓慢、独木难支。考察企业端，物流受阻、复工复产困难，叠加 PPI 生产资料成本上升，继续加杠杆意愿不足，反而出现缩减自身资产负债表的趋势。唯有新增票据融资冲量在苦苦支撑。在一季度强调“靠前发力”、“总量结构双调节”的情况下，由于疫情与地缘政治的负面冲击在时间长度、影响程度上均超过预期，导致基建等财政政策难以发力；企业融资需求低迷、企业经营风险仍存，导致货币政策传导受阻，“宽货币”、“宽信用”短期难以见效。但随着四月金融数据的“砸坑”，强度更大的刺激政策有望出台，配合新老基建加速、企业复产等稳增长措施逐步落地，五六月社融存在较大的上升空间。

M2 与社融出现罕见背离，且 M2 主要贡献来自居民部门，主要有两方面原因：1. 4 月份留底退税的进度加快，超过 8000 亿留底退税款于 4 月份退至纳税人账户中，助企纾困政策开始显现；2. 随着居民户理财、基金等产品一季度表现不佳大量赎回，以及居民风险偏好降低，4 月份出现大量金融产品转换为居民存款。短期随着刺激力度加大，M2 可能继续呈高速增长态势。







#### (四) 美国通胀、美债利率短期见顶双回落、汇率破 6.8，对国内政策约束边际降低。

美国 4 月 CPI 同比 8.3%，预期 8.1%，前值 8.5%；核心 CPI 同比 6.2%，预期 6%，前值 6.5%；季调环比上涨 0.3%，预期 0.2%，前值 1.2%；核心 CPI 季调环比上涨 0.6%，预期 0.4%，前值 0.3%。美国十年国债利率经历上周 3.12% 高点后一度回落至 2.84%，截至上周末收 2.93%。本周在岸、离岸人民币均一度冲破 6.8 大关，美元指数持续走强至 104 上方，人民币贬值压力仍存。

虽然美国通胀回落速度低于预期，但随着大宗价格高位回落、加息效果逐渐明显，3 月或已是本轮周期通胀顶部。中美利率倒挂、加息预期、资本外流预期已发酵较长时间，随着美国利率、通胀双见顶，我国“以我为主”的货币政策受美国掣肘的境况将边际好转。且随着国内形势日益严峻，中美政策分化将不可避免。而汇率方面对利率的制约亦不是目前主要矛盾，贬值与利率下行均反映基本面方向，在总体可控情况下，宽松与适当贬值可以并行。

### 三、债市展望

随着后续多空信息继续交织，“弱现实”与“强预期”的博弈将更为激烈。四月经济数据陆续出台，短期“弱现实”预期将继续增强，但同时更大力度的刺激的政策预期亦逐渐浓厚。市场仍然未有显著共识，本周或加大幅度震荡。利多因素：(1) 四月社融恶化，经济形势严峻，二季度经济预期将继续下调；

(2) 结构化货币政策局限性较强，全面刺激预期下，总量型货币政策预期上升；

(3) 奥密克戎 BA.2.12 新变种出现免疫逃逸，全国“多点开花”，北京进入局部封控阶段，疫情走势继续不明朗。(4) 外围形势对国内影响已度过最困难时期，未来矛盾中心继续聚焦国内，外围掣肘边际减弱。利空因素：(1) 全面刺激预期加大，房地产、基建等刺激力度将继续提升，宽信用预期继续上升；(2) 北京疫情早期得到有效防控，复工复产稳步进行，疫情对生产影响可能减弱。

(3) 首套房贷利率降低，后续 LPR 降息预期加强。