

潜在利空大于利多，3月债市料将呈现偏弱震荡局面

——2022年2月利率债市场月报

分析师 王青 冯琳 于丽峰

核心观点：

2月债市以调整为主，主要原因有二：一是1月信贷社融数据超预期，叠加地产相关利好政策频出，对宽信用的担忧成为引发利率回调的核心原因；二是海外通胀高企，主要发达经济体货币政策取向转鹰，美债收益率飙升，也对国内债市情绪产生压制。不过，因票据利率下降，加之俄乌冲突升级推升避险情绪，2月最后一周债市情绪有所回暖。

3月债市面临的扰动较多：（1）两会政府工作报告将对稳增长政策作出部署，需要关注财政扩张、地产放松等政策力度超出预期的可能性；（2）1-2月宏观经济数据将会发布，结合年初以来稳增长政策发力和PMI数据表现，1-2月经济数据大概率将符合预期或略超预期，不及预期的可能性相对较小；（3）2月票据利率大降令市场对当月信贷预期偏谨慎，需关注信贷总量超预期给债市带来的调整压力；（4）目前市场对于3月降息的预期不浓，对降准有一定期待，但我们认为3月降准、降息的可能性都较小，货币政策料将继续处于观察期；（5）地缘政治风险下，2月国际大宗商品价格、尤其是油价快速上涨，短期看油价上涨趋势未止，需关注国内通胀抬头的风险；（6）3月美联储将启动加息，目前市场已经基本消化了加息25bp的预期，但在油价大涨并进一步推升通胀预期的情况下，需关注美联储在3月议息会议上释放增量鹰派信号的可能性。

整体上，目前来看3月债市面临的潜在利空大于利多，长端利率面临进一步震荡回调风险。但考虑到在消费偏缓、房地产下行等因素复合作用下，当前国内经济下行压力仍未根本性缓解，货币政策仍处宽松窗口期——我们判断，二季度央行降息降准的可能性依然存在，且尽管3月降准降息的可能性不大，但央行仍将通过公开市场投放呵护流动性平稳宽松——这在给短端利率带来较大确定性的同时，也意味着长端利率全面走熊的时机仍不成熟，预计3月债市将呈现上行有顶的偏弱震荡局面。

1. 2月利率债市场回顾

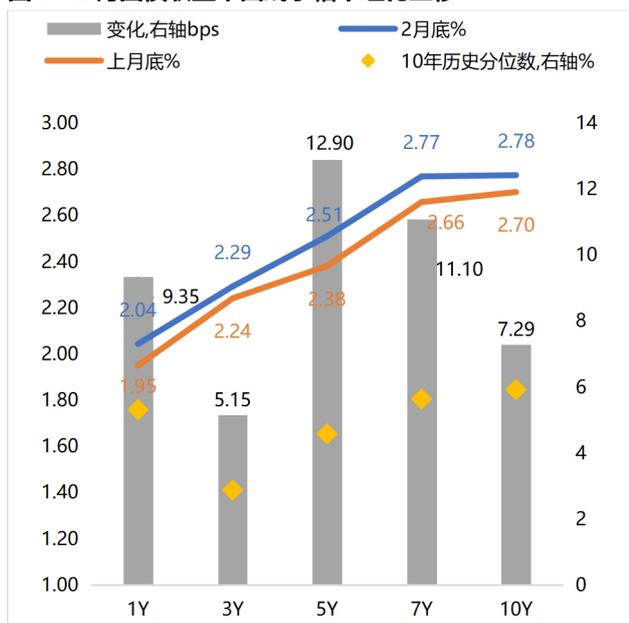
1.1 二级市场

2月债市以调整为主，尤其是春节后首周债市跌幅较大。全月看，当月10年期国债期货主力合约累计下跌1.06%，月末10年期国债现券收益率较上月末上行7.53bp至2.775%，月内高点为2.83%（2月21日）。

2月债市情绪转冷、长端利率反弹，主要有两方面原因：一是当月公布的1月信贷社融数据超预期，宽信用得到阶段性印证，叠加地产相关利好政策频出，多地房贷利率接连下调，进一步加剧宽信用担忧，成为引发债市调整的核心原因；二是海外通胀高企背景下，主要发达经济体货币政策取向转鹰，美债收益率大幅飙升，也对国内债市情绪产生压制。不过，因票据利率下降，加之俄乌冲突升级推升避险情绪，2月最后一周债市情绪有所回暖，国债期货仅微幅下跌，现券长端利率有所回落。

从收益率曲线形态来看，2月资金面总体平衡，中下旬因税期扰动（春节假期导致2月税期截止日顺延至2月23日）资金压力加大，带动债市短端利率回升。2月末1年期国债收益率较上月末上行9.28bp，同期1年期国开债收益率上行11.84bp，反映市场宽松预期的收敛。整体上看，2月短端利率调整幅度大于长端，收益率曲线小幅平坦化上移。

图1 2月国债收益率曲线小幅平坦化上移



数据来源：Wind，东方金诚

图2 2月国开债收益率曲线小幅平坦化上移

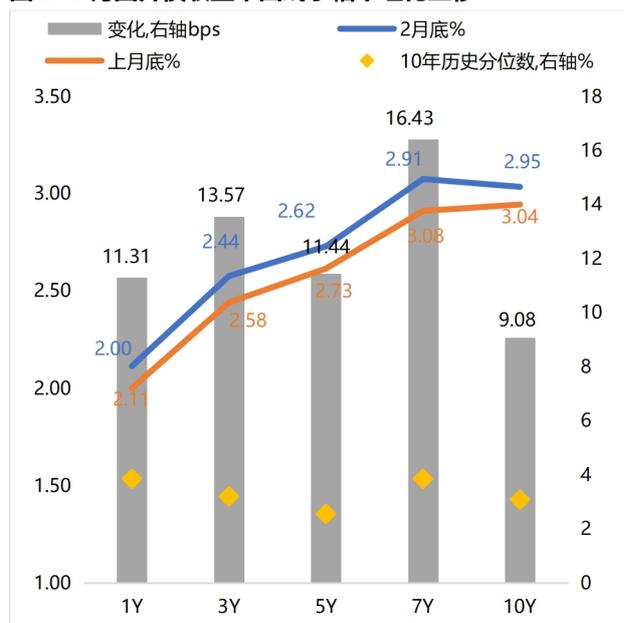


图3 2月国债期货各期限主力合约整体下跌

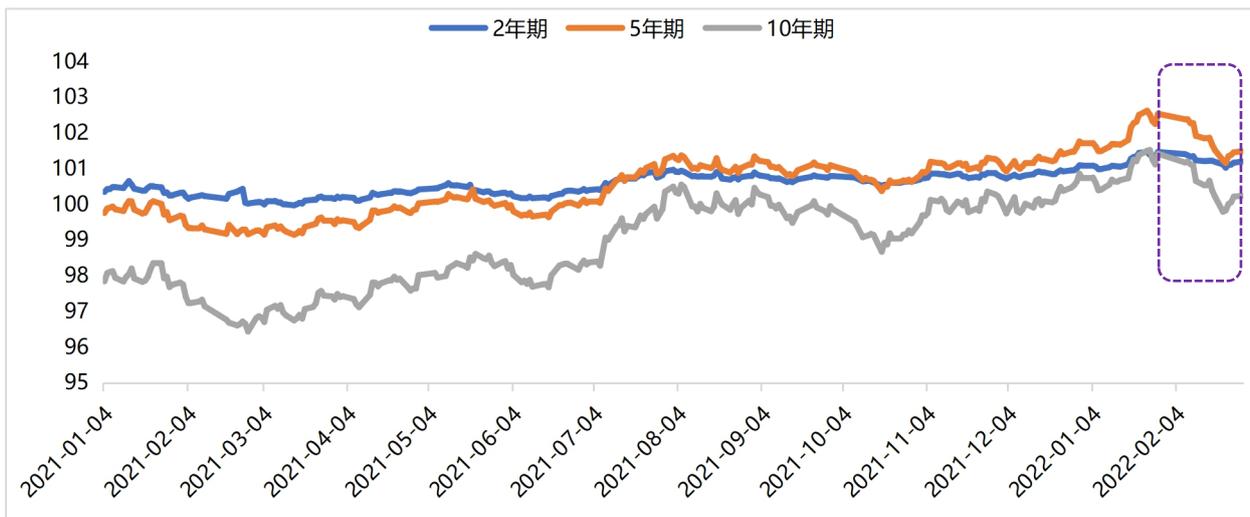


图4 2月国债 10Y-1Y 期限利差 (bp) 先上后下

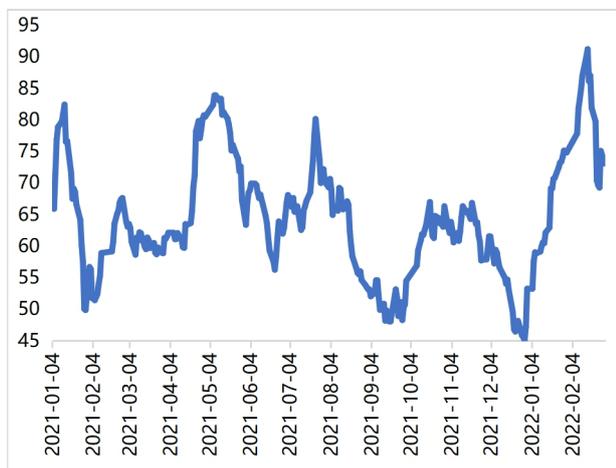
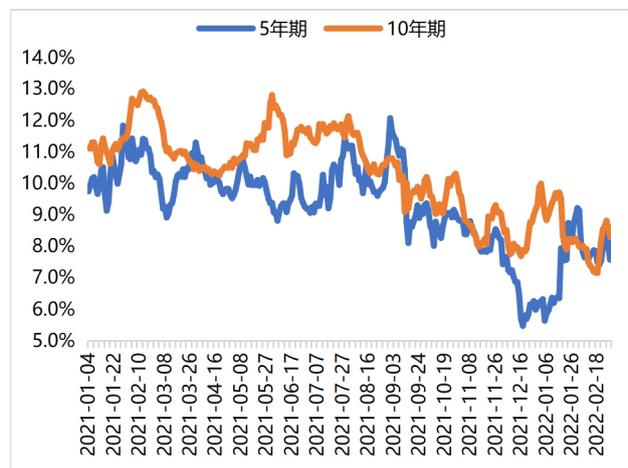


图5 2月下旬国开债隐含税率明显上行



数据来源: Wind, 东方金诚

图6 2月美债收益率大幅上升, 中美利差明显收敛



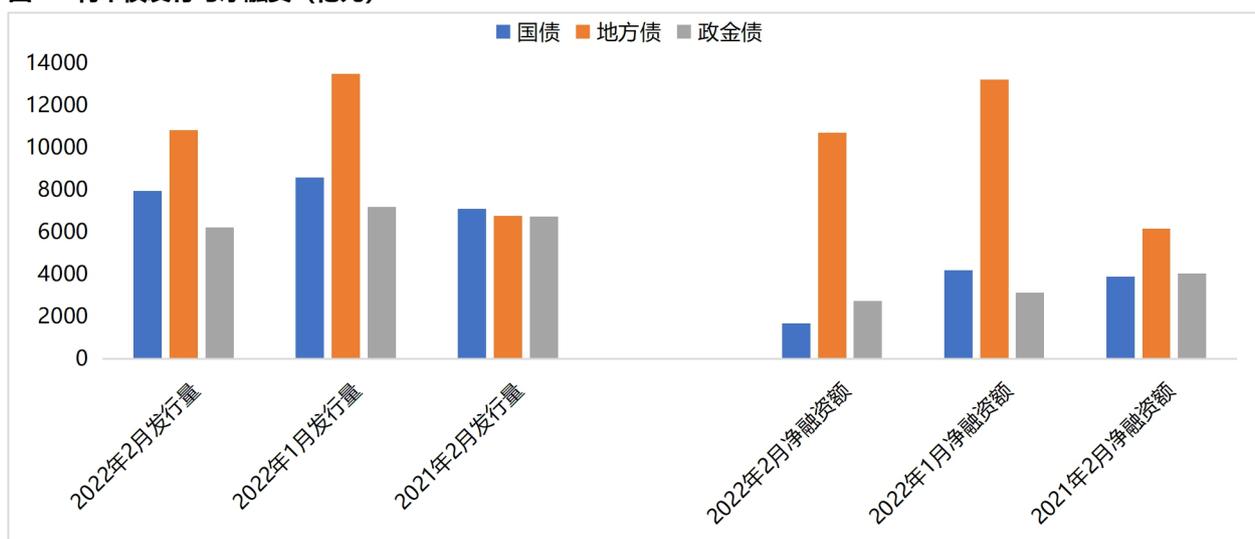
数据来源: Wind, 东方金诚

1.2 一级市场

2月利率债发行量1.35万亿，环比降2723亿，同比增5322亿；净融资额4944亿，环比降2556亿，同比增4560亿。2月利率债发行量和净融资额环比收缩主因春节假期导致工作日减少，同比大增则因今年新增专项债额度恢复提前下达，地方债发行节奏较上年明显加快。2月政金债发行量同比略降，但因到期量减少，净融资同比较大大幅度多增；国债发行量同比增加，但因到期压力加大，净融资大幅为负。整体上，1-2月利率债净融资额合计1.24万亿，远高于去年同期的5620亿，与中央经济工作会议“政策发力适当靠前”的导向一致。

具体到地方债发行情况，1-2月新增专项债发行量8775亿，占提前下达额度的60%，发行量集中于山东、广东、四川、浙江等省；新增一般债发行量合计2001亿，占提前下达额度的61%。同时，1-2月再融资债合计发行1283亿，其中用于“置换政府存量债务”的再融资债占比约75%。

图7 利率债发行与净融资（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

表 1 1-2 月新增专项债发行各省分布情况

	省份	发行额(亿)		省份	发行额(亿)		省份	发行额(亿)
1	山东	1410.00	11	安徽	311.18	21	海南	58.90
2	广东	1069.88	12	江苏	304.25	22	湖北	56.21
3	四川	914.00	13	重庆	274.02	23	吉林	53.18
4	浙江	689.81	14	河北	261.27	24	山西	35.71
5	云南	555.12	15	贵州	215.31	25	辽宁	23.00
6	福建	555.00	16	北京	176.60	26	黑龙江	15.18
7	河南	382.01	17	湖南	126.14			
8	江西	370.06	18	陕西	115.79			
9	广西	340.42	19	天津	87.15			
10	甘肃	315.00	20	内蒙古	60.00			

数据来源：Wind，东方金诚

2. 经济基本面

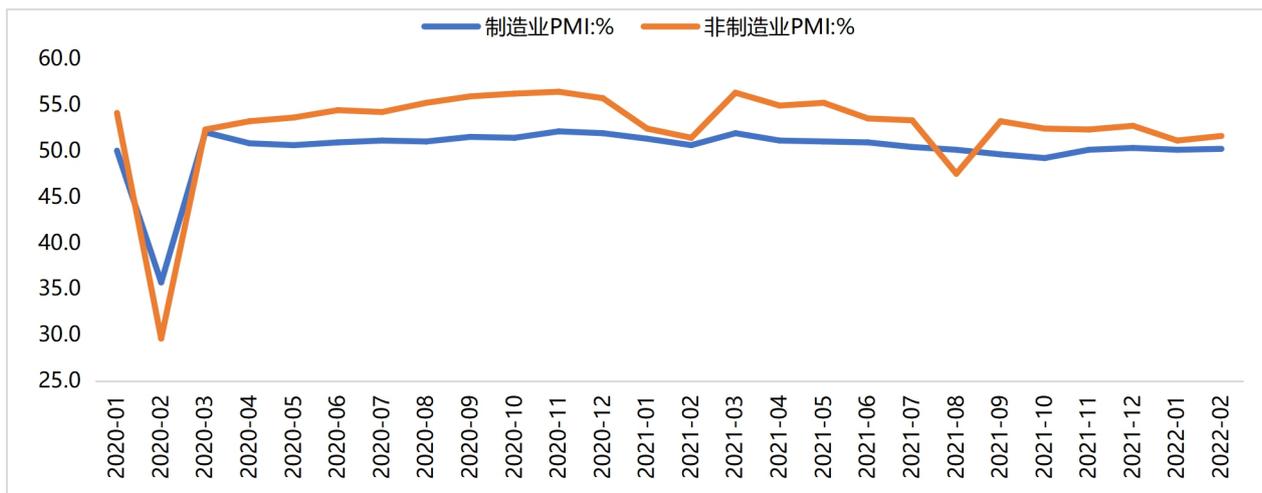
（一）3 月将结束宏观数据真空期，基本面将重回债市关注视野，预计 1-2 月经济数据将呈现基建提速、出口高增，但地产下行、消费修复仍偏缓的特点。

1-2 月为宏观数据真空期，债市对经济基本面表现定价不多，牵动市场情绪的主线是宽货币和宽信用的博弈。3 月将公布 1-2 月宏观经济数据，基本面将重回市场关注视野，届时需关注可能出现的预期差。

从 PMI 数据表现来看，2 月制造业和非制造业 PMI 指数均现反弹，超出市场普遍预期。积极信号在于制造业 PMI 反弹主要源于需求走强，其中制造业新订单指数环比回升 1.4 个百分点，重回扩张区间；新出口订单指数继续回升，显示年初外需拉动依然强劲。同时，2 月建筑业 PMI 指数高位上行，表明尽管当前楼市承压，但基建投资提速已经启动。但值得注意的是，受俄乌战争推高原油等国际大宗商品价格影响，2 月制造业 PMI 中的两项价格指数都在大幅上升，成本压力下，当月小型企业 PMI 指数低位下行。

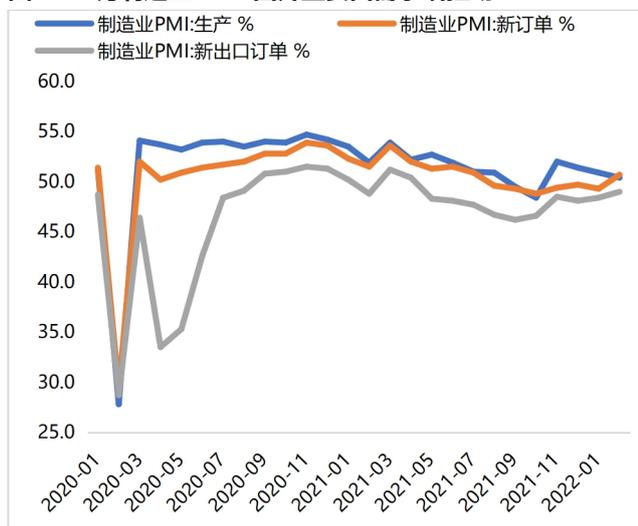
整体上看，2 月 PMI 指数显示当前经济扩张动能边际回升，主要动力来自基建投资提速和出口继续保持强劲增长势头。这在很大程度上抵消了地产下滑的拖累，宏观经济运行呈现一定企稳迹象，但下行压力尚未根本缓解——当前消费偏缓、小微企业经营压力较大等薄弱环节亟待改善，房地产行业下滑势头仍在延续。

图 8 2 月制造业和非制造业 PMI 同步回升



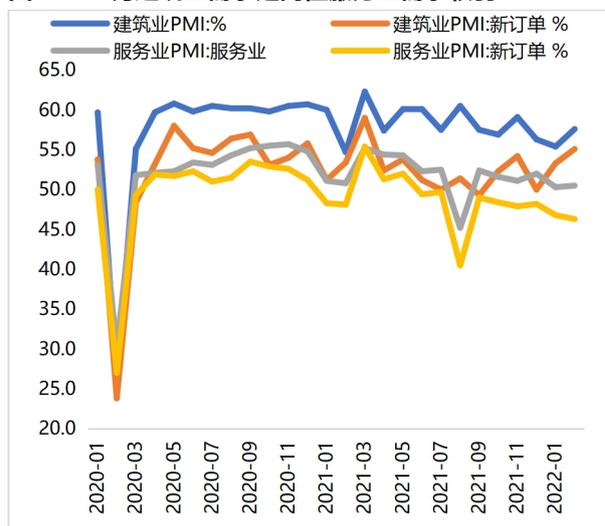
数据来源：Wind，东方金诚

图 9 2 月制造业 PMI 回升主要由需求端拉动



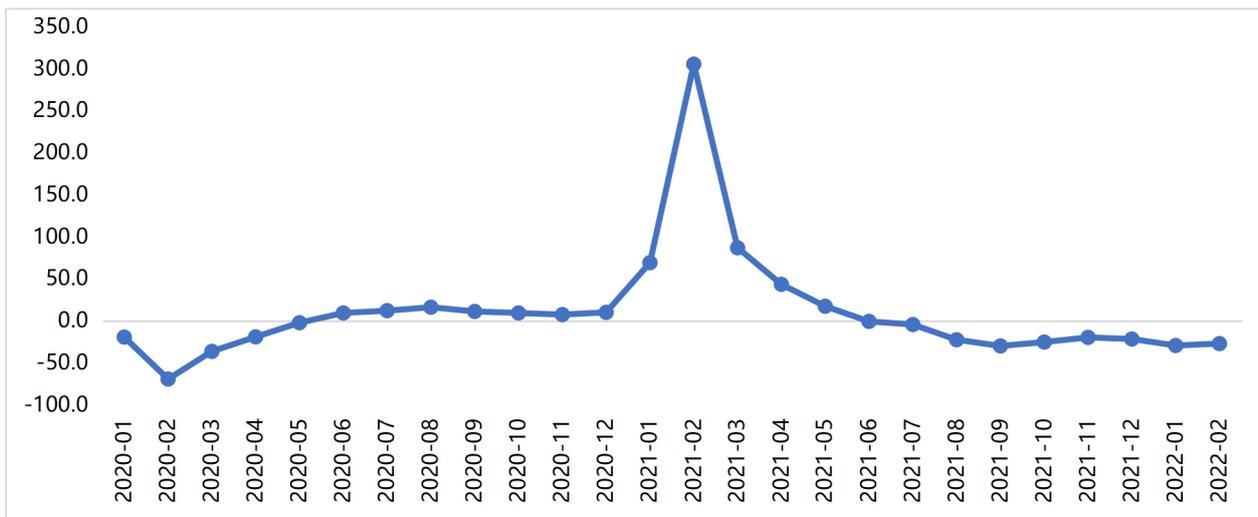
数据来源：Wind，东方金诚

图 10 2 月建筑业需求走高但服务业需求较弱



我们判断，将于 3 月中旬公布的 1-2 月经济数据将会呈现基建投资提速并带动固定资产投资增速回升，工业生产平稳，出口保持高增，但房地产销售和投资仍处下行过程，消费修复仍然偏缓的特点。目前市场对于基建提速、地产下行和消费较弱已有预期，需关注预期差产生的可能性。综合考虑稳增长政策密集落地和 PMI 数据表现，我们认为 1-2 月宏观经济数据恐不会差于预期，基本符合预期或超预期的可能性相对较大。

图 11 2022 年以来，30 大中城市商品房成交面积仍处同比深跌状态



数据来源：Wind，东方金诚

（二）2 月 CPI 涨势仍将温和，PPI 同比延续回落但斜率趋缓，需关注近期俄乌冲突给国际能源价格带来的上行推力。

物价方面，近期养殖户抛栏仍在持续，推动年后猪肉价格小幅走低，但在去年同期价格基数影响下，同比降幅并未明显扩大。同时，节后蔬菜价格走势强于季节性，菜价同比降幅收窄。整体上看，2 月食品价格同比变化不大，加之其他工业消费品和服务价格走势整体稳定，预计 2 月 CPI 同比会保持在 1.0% 左右，与上月基本持平，显示当前国内消费品价格走势继续保持稳定。我们认为，这主要与当前消费修复整体较缓，市场上通胀预期稳定有关。展望未来，随着猪周期变化以及疫情后期消费潜力逐步释放，CPI 同比中枢有温和上升趋势。

PPI 方面，近期国内煤价上涨已引发监管关注，同比涨幅扩大；俄乌冲突触发 2 月国际油价上涨，但去年同期基数大幅走高，国际原油价格同比涨幅反而较上月有所收敛。另外，在国内保供稳价政策持续的背景下，2 月国内多数工业品价格同比涨幅实际上略有收窄。由此，预计 2 月 PPI 同比将延续下行势头，同比有望降至 8.7% 左右，但下行斜率趋缓。

值得关注的是，俄乌冲突依然未解，短期内难以完全平息，或将持续推升国际能源价格，3 月初原油期货价格已站上 110 美元/桶。作为大宗之王，原油涨价将进一步推升本就高烧不退的全球通胀，也会传导至国内 PPI 和 CPI。可以看到，受以原油为代表的国际大宗商品价格冲高，以及当月国内煤炭和铁矿石价格上涨压力也在加大影响，2 月制造业 PMI 中的购进价格指数出现大幅上升。从行业情

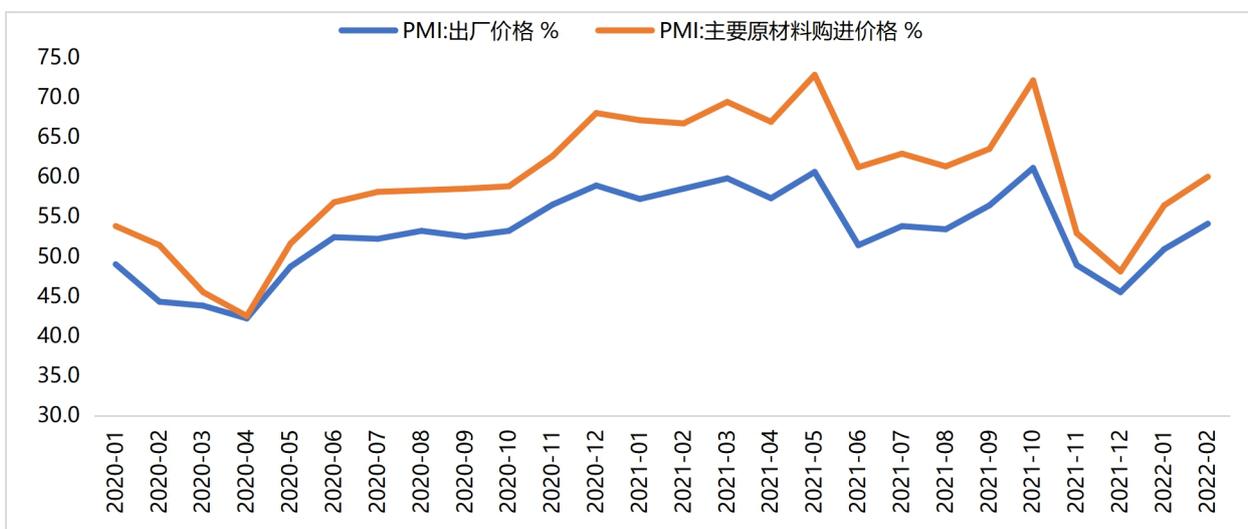
况看，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均继续位于 60.0% 以上高位区间，相关行业原材料采购成本不断增加，产品销售价格同步较快上涨。

图 12 2022 年以来，国际油价快速上涨



数据来源: Wind, 东方金诚

图 13 2 月制造业 PMI 价格指数明显上扬



数据来源: Wind, 东方金诚

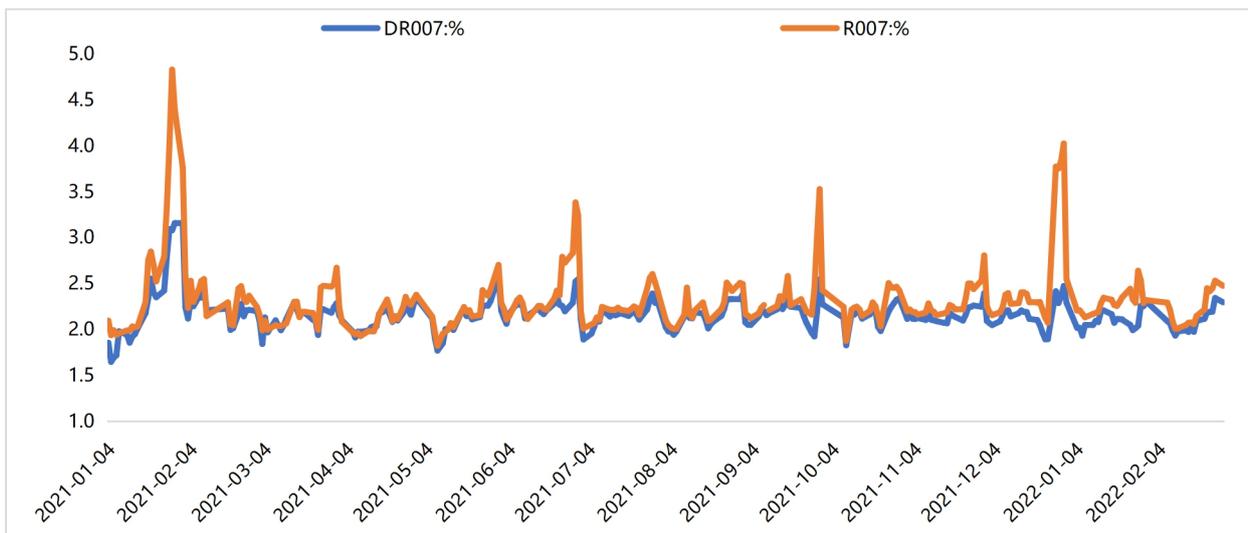
3. 流动性环境

(一) 2 月资金面前松后紧，但在央行公开市场操作呵护下，资金面整体平稳，预计 3 月财政资金投放和居民现金回流将为银行体系带来较大增量资金，流动性将保持稳定。

2 月资金面前松后紧，下旬资金面收敛主要受税期及月末因素扰动，但同时

央行加大流动性投放力度，呵护资金面态度明确，流动性预期保持平稳。具体来看，春节后资金面趋于宽松，DR007 降至 2.0% 以下，最低达到 1.93%（2 月 10 日），进入中下旬，随税期临近，资金面开始收敛，月末 DR007 反弹至 2.3% 左右。

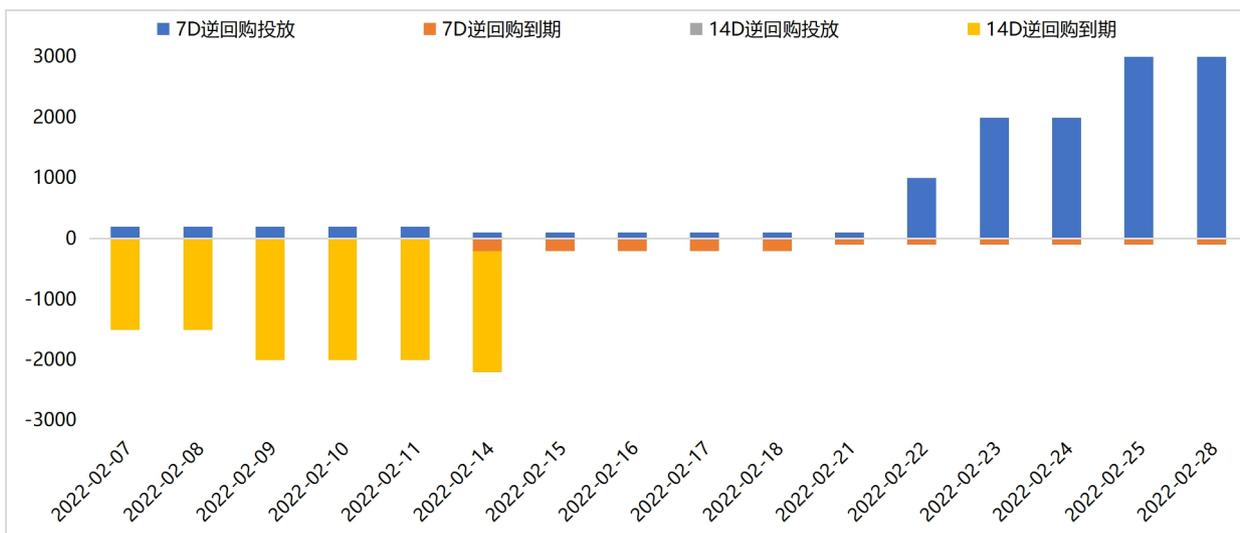
图 14 2 月资金面前松后紧



数据来源：Wind，东方金诚

从央行公开市场操作来看，春节后现金回流对流动性构成补充，中上旬央行公开市场持续净回笼，但随下旬资金面收敛压力加大，央行公开市场恢复大额净投放，2 月 21 日至 28 日，央行通过逆回购净投放资金 1.05 万亿。整体上，2 月央行通过逆回购投放 1.26 万亿，与当月到期量持平。另外，2 月 MLF 到期量 2000 亿，央行超额续作 3000 亿，净投放资金 1000 亿。

图 15 2 月央行公开市场逆回购由净回笼转为净投放



数据来源：Wind，东方金诚

2月央行超额续作MLF、下旬开展大额逆回购净投放，呵护资金面宽松态度明确，因此，下旬资金面收敛并未带来市场流动性预期的明显收紧。从中端市场利率来看，2月3M SHIBOR持续走低，同业存单利率虽走势上行，但当月中枢水平低于1月，且月末1年期AAA级同业存单利率仍比1年期MLF利率低超30bp。

图 16 2月同业存单利率有所反弹，但仍大幅向下偏离政策利率



数据来源：Wind，东方金诚

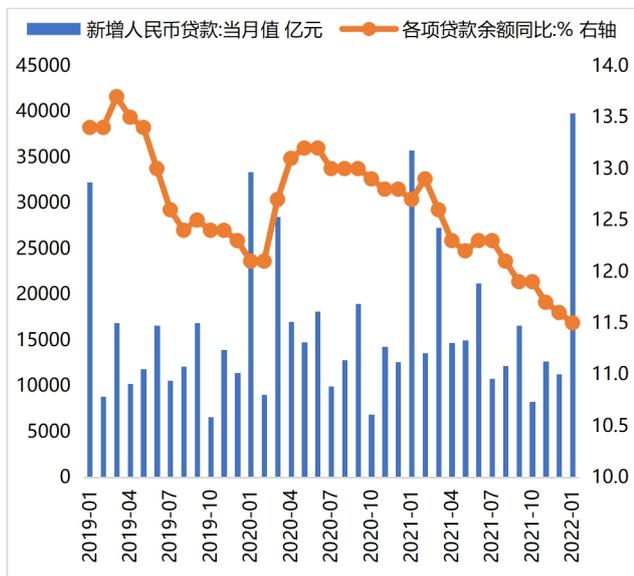
3月资金面有两个积极因素：一是季末财政支出发力将带动财政资金投放量增加，二是3月居民现金还会继续向银行体系回流。考虑央行政策操作，预计央行公开市场投放将会继续以“保持流动性合理充裕”为导向，其中，3月MLF到期量较小，仅为1000亿，估计央行会小幅加量或等量续作。因此，预计3月资金面将呈现较为宽松的状态。

（二）2月“宽信用”过程延续，预计信贷投放仍将呈现“总量强、结构稍逊”的特征；因当月票据利率大降，市场对2月信贷表现预期偏谨慎，需关注信贷总量超预期给债市带来的回调风险。

2月公布的1月金融数据有以下要点：（1）信贷社融取得“开门红”，新增规模均创单月历史最高，且社融存量增速连续第三个月回升；（2）信贷结构有所改善，但“开门红”成色仍显不足：一是居民贷款表现偏弱，短贷和中长期贷款均现同比大幅少增，二是票据冲量情况有所缓解，企业中长期贷款在连续6个月同比少增后实现同比多增，但多增规模远不及企业短贷，存在利用短贷冲量的问题；（3）新增社融同比增量主要来自贷款和债券融资，其中债券融资又以政府债

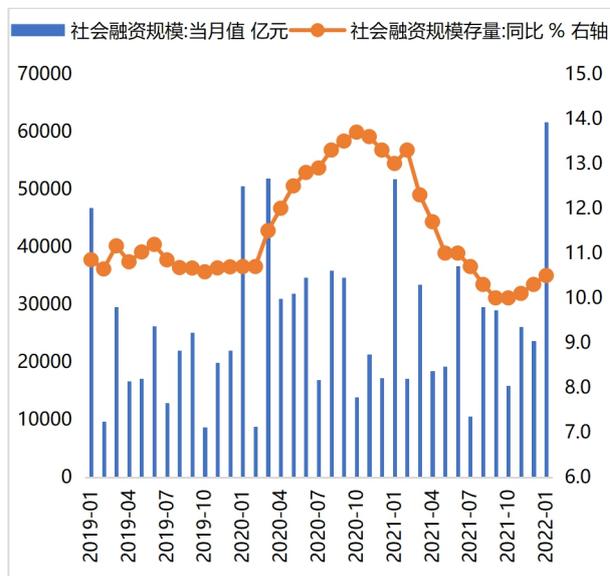
券为主；(4) M2 增速明显回升但 M1 增速降为负值，二者之间的剪刀差走阔至近 8 年来新高。

图 17 2 月新增贷款规模创新高，但贷款余额增速仍在下滑



数据来源：Wind，东方金诚

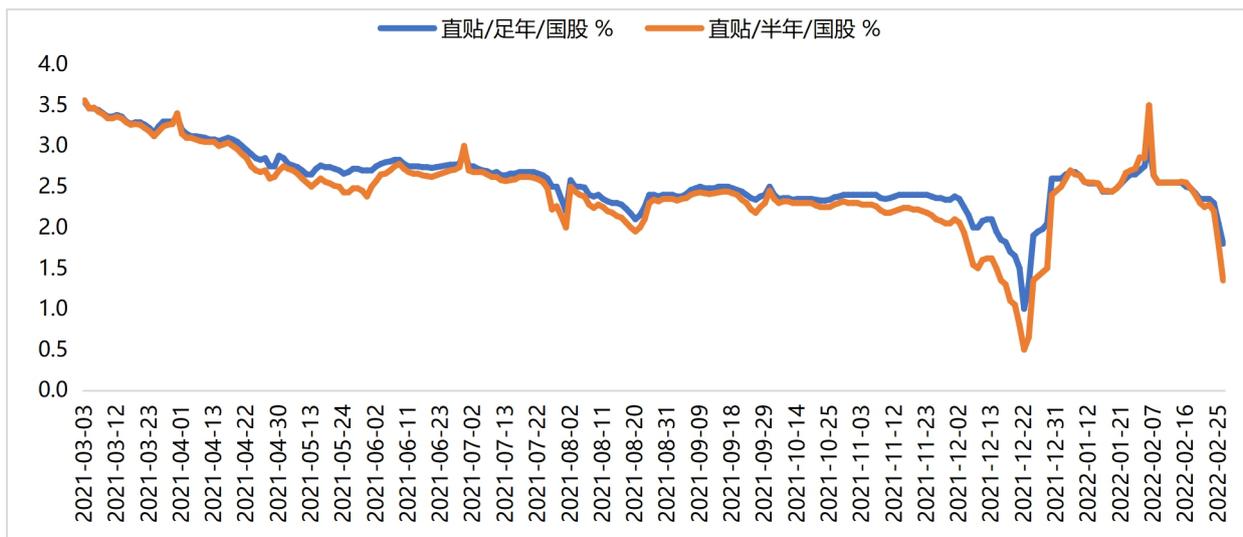
图 18 2 月末社融存量增速连续第三个月反弹



我们认为，1 月金融数据显示货币政策充足发力、靠前发力效果已经显现，宽信用过程加速，且正在从此前的政府融资发力转向企业和政府融资双轮驱动。从 2 月信贷表现来看，2 月可能出现宽信用的另一个标志性数据拐点：人民币贷款余额增速有望结束近一年来的持续下行势头，出现小幅反弹。根据当前宏观政策导向、重大项目推进速度及票据利率走势等指标预测，2 月新增信贷有望达到 1.5 万亿左右，同比多增约 1400 亿。这意味着人民币贷款余额增速将达到 11.5%，较上月上升 0.3 个百分点。信贷结构方面，2 月企业中长期贷款将继续成为推动信贷增长的主力，但因楼市尚未全面回暖，估计以居民房贷为主的居民中长期贷款仍将出现同比少增。

值得一提的是，2 月票据利率下行引发市场对于 2 月信贷数据偏弱、信贷结构不佳的预期。我们认为，票据利率下行不一定意味着信贷总量增长乏力，在当前银行信贷额度充足，且监管要求银行加大信贷投放力度的情况下，很有可能在存在票据冲量的同时，中长期贷款表现也不弱。我们预计，2 月信贷数据仍将呈现“总量强、结构稍逊”的特征，而在目前市场对宽信用前景有分歧且因票据利率大降导致对 2 月信贷数据预期偏谨慎的情况下，较好的信贷总量表现对债市情绪也会产生压制，而一旦总量超出预期，则将引发债市回调。

图 19 2 月票据利率大幅回落



数据来源：Wind，东方金诚

社融方面，除信贷同比多增外，根据政府债券发行统计，2月政府债券将成为支撑社融同比多增的主要动力；此外，企业债券净融资相比去年同期也有小幅多增。综合来看，2月新增社融有望达到2.2万亿，较去年同期高出4700亿，存量社融增速则将加快至10.6%，比上月加快0.1个百分点。这意味着宽信用过程将会延续。

4. 政策环境

3月政策层面有三大关注点：一是月初两会即将召开，需关注政府工作报告释放的宏观政策信号。今年是“稳增长”之年，加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘是政策应有之义，关键看稳增长抓手为何，以及政府工作报告对于财政和货币政策的表述与市场预期的对比。另外，当前市场对房地产政策变化较为敏感，需关注政府工作报告中涉及房地产的相关表述。从历年两会前后利率变动方向来看，两会前市场利率通常以上行为主；两会召开、政策靴子落地后，如符合市场预期，则债市反应将较为平淡，如财政、地产等稳增长政策力度超出预期，则将引发利率上行，反之利率也有下行可能。

二是关注3月央行会否再度降准、降息。目前市场对于3月降息的预期不浓，但对降准有一定期待。我们认为，在去年12月降准、今年1月降息接踵落地，并带动1年期LPR报价连续两个月下行后，3月政策利率、存准率和LPR报价再度下调的可能性较小，货币政策料将继续处于观察期。我们判断，年初宏观政策

发力将主要由财政政策担纲，基建提速是主要标志，货币政策将以较为宽松的流动性予以配合。

三是从海外政策环境来看，美联储将于3月启动加息。美联储主席鲍威尔在3月2日出席国会众议院金融服务委员会听证会时表示，在美国经济持续复苏和通货膨胀高企的大背景下，他倾向于提议并支持美联储在3月货币政策会议上加息25bp。同时，他还表示，如果通胀水平持续高企，美联储将“准备采取更激进的行动，在一次或多次会议上将联邦基金利率上调25bp以上”。我们判断，美联储3月加息几成定局，加息幅度大概率在25bp，此前市场已经基本消化了3月加息25bp的预期，但在当前国际油价大涨并进一步推升通胀预期的情况下，需关注美联储在3月议息会议上释放增量鹰派信号的可能性。

5. 3月利率债市场展望

3月债市面临的扰动较多：（1）两会政府工作报告将对稳增长政策作出部署，需要关注财政扩张、地产放松等政策力度超出预期的可能性；（2）1-2月宏观经济数据将会发布，结合年初以来稳增长政策发力和PMI数据表现，1-2月经济数据大概率将符合预期或略超预期，不及预期的可能性相对较小；（3）2月票据利率大降令市场对当月信贷预期偏谨慎，需关注信贷总量超预期给债市带来的调整压力；（4）目前市场对于3月降息的预期不浓，对降准有一定期待，但我们认为，3月降准、降息的可能性都较小，货币政策料将继续处于观察期；（5）地缘政治风险下，2月国际大宗商品价格、尤其是国际油价快速上涨，短期来看俄乌冲突妥善化解的难度较大，欧美对俄制裁可能还会进一步升级，国际油价上涨趋势还未结束，需关注油价超预期上涨并推升国内通胀压力的风险；（6）3月美联储将启动加息，目前市场已经基本消化了3月加息25bp的预期，但在当前国际油价大涨并进一步推升通胀预期的情况下，需关注美联储在3月议息会议上释放增量鹰派信号的可能性。

整体上，目前来看3月债市面临的潜在利空大于利多，长端利率面临进一步震荡回调风险。但考虑到在消费偏缓、房地产下行等因素复合作用下，当前国内经济下行压力仍未根本性缓解，货币政策仍处宽松窗口期——我们判断，二季度央行降息降准的可能性依然存在，且尽管3月降准降息的可能性不大，但央行仍将通过公开市场投放呵护流动性平稳宽松——这在给短端利率带来较大确定性的

同时，也意味着长端利率全面走熊的时机仍不成熟，预计3月债市将呈现上行有顶的偏弱震荡局面。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。