

基本面和政策环境对债市有利，短期内可以保持适度乐观

——2022 年二季度利率债市场展望

分析师 王青 冯琳 于丽峰

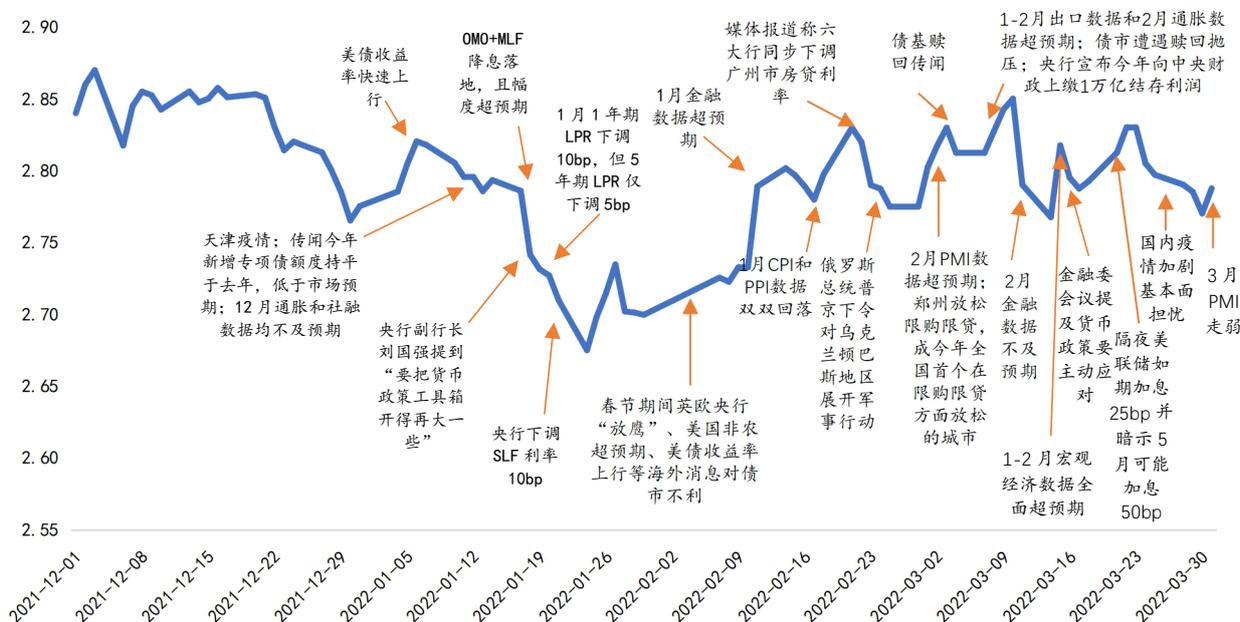
核心观点：

- 3月起国内疫情大幅反弹，房地产仍处下行过程，以及1-2月偏强的宏观经济数据难以完全自洽，都表明当前经济下行压力尚未得到根本缓解，预计一季度GDP增速会落在今年“5.5%左右”增长目标的下方区间。由于去年二季度GDP两年平均增速抬高至5.5%，必然会压低今年二季度GDP同比读数，且短期内房地产市场回暖难度较大，国内疫情对消费、投资甚至出口的影响也将进一步显现，预计二季度GDP增速有“破5”可能。
- 二季度可能是今年经济下行压力最为集中的阶段，这意味着接下来稳增长政策会继续加码，短期内债市仍处博弈央行继续降准降息的窗口期——尽管后续美联储将加快政策收紧步伐，但在人民币仍强势运行背景下，当前国内货币政策完全有条件“以我为主”。从针对性、有效性上看，当前降息的迫切性大于降准，原因在于降息既可激发贷款需求，又可有效遏制楼市下滑势头。从时间点上看，结合当前形势，支持政策早出快出的可能性较大，且效果更好，建议关注4月月中MLF操作时点以及4月中下旬政治局会议后宽松举措出台的可能性。
- 目前市场对于二季度利率下行空间的预期比较谨慎，主要有两方面原因：一是稳增长政策发力令市场对后续债市走势存在“短多长空”的普遍预期，“长空”担忧制约了“短多”带来的利率下行想象空间；二是美联储启动加息被认为将制约国内货币宽松空间，进而制约利率下行幅度。对此，我们认为，从相对确定性角度看，经济下行压力较大带来的“短多”是确定的，而稳增长见效造成的“长空”存在一定不确定性，至少经济拐点出现的时点和斜率仍不确定；同时，国内经济下行对宽货币的诉求是确定的，而国内货币政策会在多大程度上受美联储牵制是不确定的。换言之，尽管中长期隐忧无法忽视，但当前基本面和政策环境对债市确实有利，短期内可以保持适度乐观。

1. 一季度利率走势回顾：宽货币和宽信用的博弈

一季度长端利率走出“V型”走势：年初至1月24日，利率整体下行，24日10年期国债收益率触及当季低点2.6751%；1月25日起，长端利率开始反弹，季内后续整体波动上行，期间高点为3月10日的2.8502%。全季看，季末10年期国债收益率较年初（1月4日）仅微幅上行0.23bp。我们在去年底曾建议年初是较好的配置时机，复盘可见，尽管一季度后半段利率反弹抹平了前半段的资本利得空间，但若年初增配长债，季末相较季初的资本损失也很小，并且还能够获得确定性的票息收入。

图1 10年期国债收益率走势（%）



数据来源：Wind，东方金诚

一季度主导债市的核心逻辑是宽货币和宽信用的博弈。年初至1月24日，经济下行压力叠加稳增长政策动员下，宽货币预期升温，1月17日降息落地、18日央行表态“要把货币政策工具箱开得再大一些”，提振债市做多情绪，长端利率快速下行。1月25日起，债市迎来调整行情，其中2月债市以调整为主，尤其是春节后首周跌幅较大，主要有两方面原因：一是1月信贷社融数据超出预期，宽信用得到阶段性印证，叠加地产相关利好政策频出，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，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。3月债市多空交织

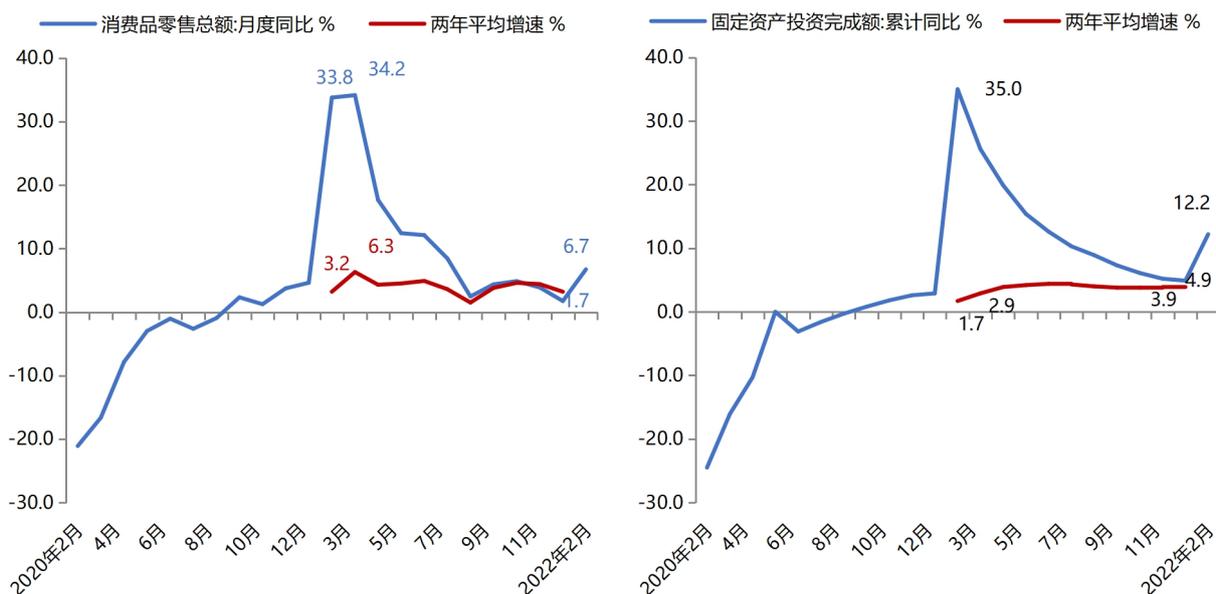
特征明显：一是超出预期的 1-2 月经济数据和国内疫情反复、海外俄乌冲突令经济下行压力边际加大的交织；二是稳增长对宽货币的内在诉求和市场担忧美联储加息制约国内宽松空间且 3 月进一步降准降息并未落地的交织；三是俄乌冲突带来的避险情绪升温和通胀风险加剧的交织；四是地产政策松动推升宽信用担忧和 2 月信贷社融数据不及预期且 3 月商品房销售加速下滑的交织。多空交织下，3 月债市呈现震荡行情，长端利率波动小幅走低——走低的核心原因仍在于经济下行压力的加大令宽货币预期有所升温。

2. 二季度利率债市场展望

（一）国内经济下行压力最大的阶段还没有过去，基本面对债市仍有利

1-2 月宏观经济数据全面好于预期，但因部分指标同比增速大幅改善存在一定“基数幻觉”（1-2 月社零和固定资产投资同比增速分别为 6.7% 和 12.2%，与去年同期基数偏低有关，这两项指标的三年平均增速仅为 4.0% 和 4.2%），同时个别指标（房地产投资）的超预期反弹与其相关指标走势背离预示反弹趋势恐将难以持续，以及 2 月下旬以来俄乌冲突升级、3 月以来国内疫情大幅反弹给经济基本面带来新的下行压力，因而 1-2 月宏观数据的超预期表现未能有力提振市场对经济基本面的乐观预期。

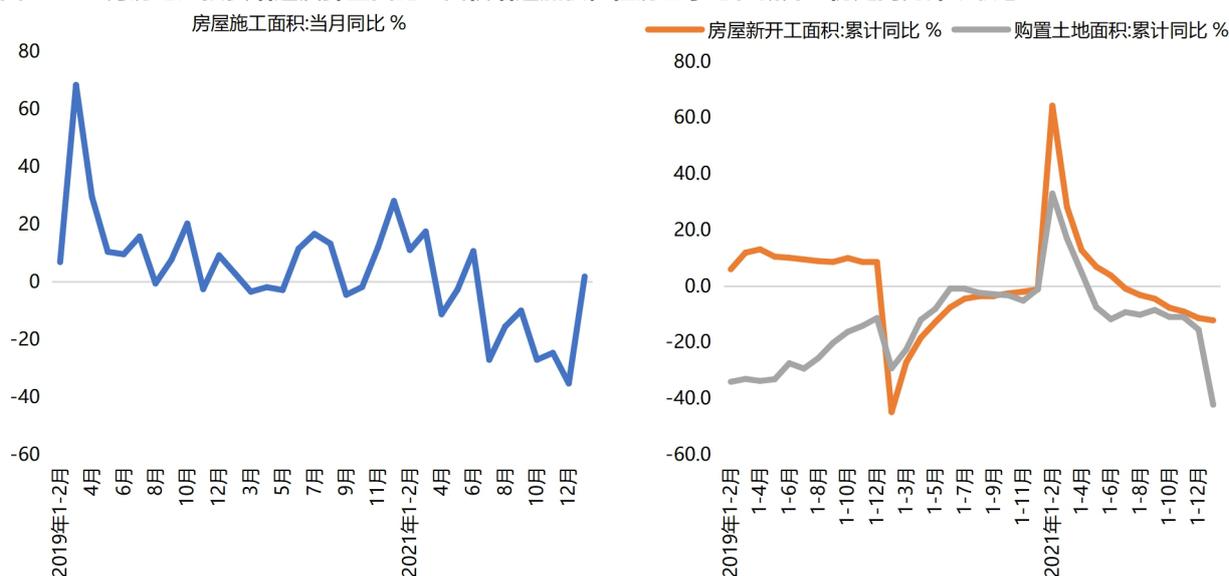
图 2 以两年平均增速衡量，2021 年 1-2 月社零和投资偏弱，给今年 1-2 月同比增速反弹提供了有利的基数效应



数据来源：Wind，东方金诚

对于经济基本面，二季度关注重点在于房地产。作为当前国内经济主要下行压力来源以及宽信用的重要载体，房地产市场走势对债市情绪影响很大。1-2月房地产投资增速虽录得大幅反弹，但主要原因是近期各地保交楼政策加码，房企加快施工速度，而考虑到去年下半年以来商品房销售、房企拿地规模和新开工面积已大幅收缩，1-2月这三项指标仍均处同比深跌状态，因此，已开工项目加快施工带动的房地产投资增速反弹料难以持续，预计3月起房地产投资将回归负增长。

图3 1-2月房地产投资增速反弹主因施工面积增速加快，但房企拿地和开工仍处同比深跌状态



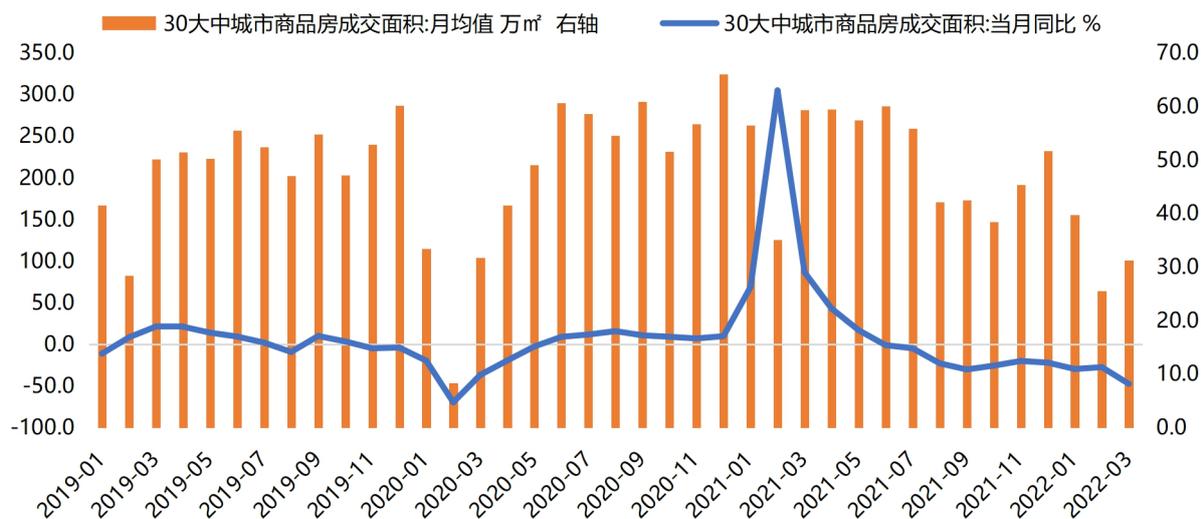
数据来源: Wind, 东方金诚

具体到商品房销售情况，尽管2021年四季度以来，房贷利率的下调和“因城施策”下多地放松房地产调控给楼市吹来政策暖风，但当前楼市需求端还面临其他制约因素，包括房企暴雷对购房者信心的冲击、疫情下收入预期不稳定抑制居民加杠杆购房意愿，以及此前商品房销售高增对三四线城市需求的透支等，这些因素均会拉长从“政策底”到“市场底”的传导时间。

可以看到，1-2月商品房销售面积累计同比下降9.6%，销售额同比下降19.3%，显示今年以来商品房销售仍然处于量价齐跌状态（销售清淡促使房企降价促销），且受国内疫情反弹影响，3月商品房销售降幅进一步走阔。根据我们的测算，3月30大中城市商品房成交面积和成交套数同比分别下降47.3%和47.4%，降幅较2月均扩大约20个百分点——考虑到去年同期基数较高，可能导致同比增速波动无法准确反映市场景气程度的边际变化，我们计算了3月30大

中城市日均商品房成交面积和成交套数，与此前6个月（2021年9月-2022年2月）日均数据比较，分别下降23.3%和23.7%，进一步表明楼市仍处降温过程，这也与近期房企仍在持续暴雷相印证。我们预计，至少在4月份，商品房销售仍将受到疫情防控扰动，5月起，随国内疫情缓和、管控放松，带动疫情期间积压需求释放，以及前期房地产调控政策松动带来的累积效应显现，商品房销售有望边际回暖，同比跌幅将有所收窄。

图4 高频数据显示，一季度楼市仍处降温过程



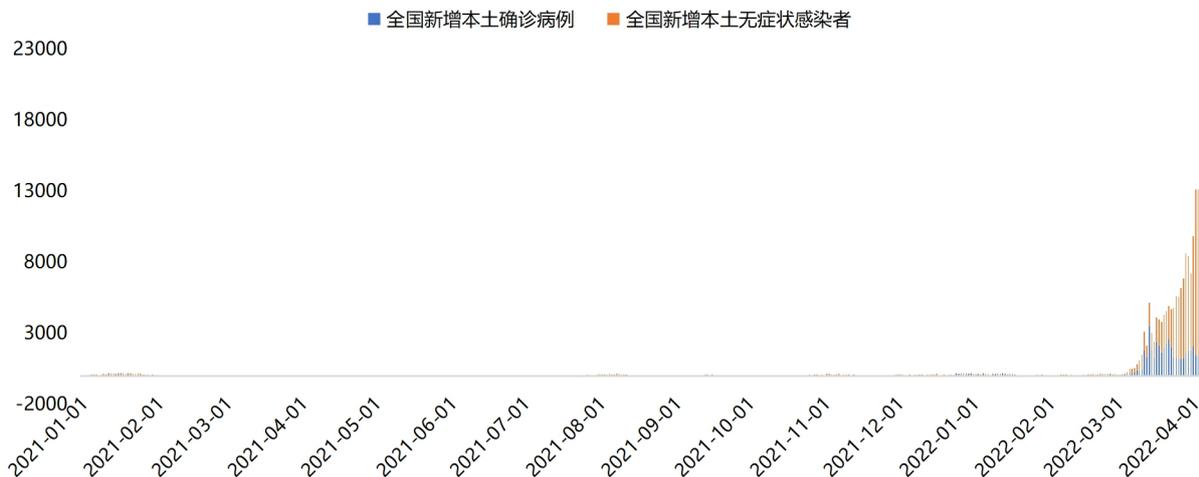
数据来源：Wind，东方金诚

由于商品房销售增速是房地产投资增速的领先指标，在需求端景气明显回生前，房企难有较强的拿地和新开工意愿。2021年下半年以来，楼市迅速降温，房企“高周转”模式难以为继，拿地规模大幅下降，月度新开工、施工和竣工面积同比先后转入两位数的大幅负增，今年1-2月上述指标中除施工面积外，仍均处两位数同比深跌状态。往后看，尽管我们认为5月起楼市将边际回暖，但这部分归因于3-4月疫情期间的积压需求释放，因此，即便预期兑现，也难言楼市寒潮期已过，以拿地、新开工为代表的房地产投资前瞻性指标何时回暖还需要进一步观察——重点关注积压需求释放完毕后，商品房销售改善势头能否持续。

除房地产外，当前市场的另一个重要关注点是国内疫情的再度反弹及其对经济的负面影响。3月国内疫情在多地扩散，有超过20个地级市采取全域或重点地区静止管理措施，另有近30个地级市出现中风险区域。由于本轮疫情烈度和扩散程度超过此前几轮疫情反弹，因而对经济的负面冲击更大。这首先体现于线下消费、娱乐、交通出行受到制约，对消费和服务业活动造成明显冲击；其次，多

地升级疫情管控力度，采取封闭管理措施，对房地产销售、项目施工和工业生产也不可避免地造成负面影响。截至4月初，国内本轮疫情仍处发酵过程，同时3月17日召开的中央政治局会议仍强调“坚持科学精准、动态清零，尽快遏制疫情扩散蔓延势头”的基本方针，显示短期内疫情管控料难以明显放松。

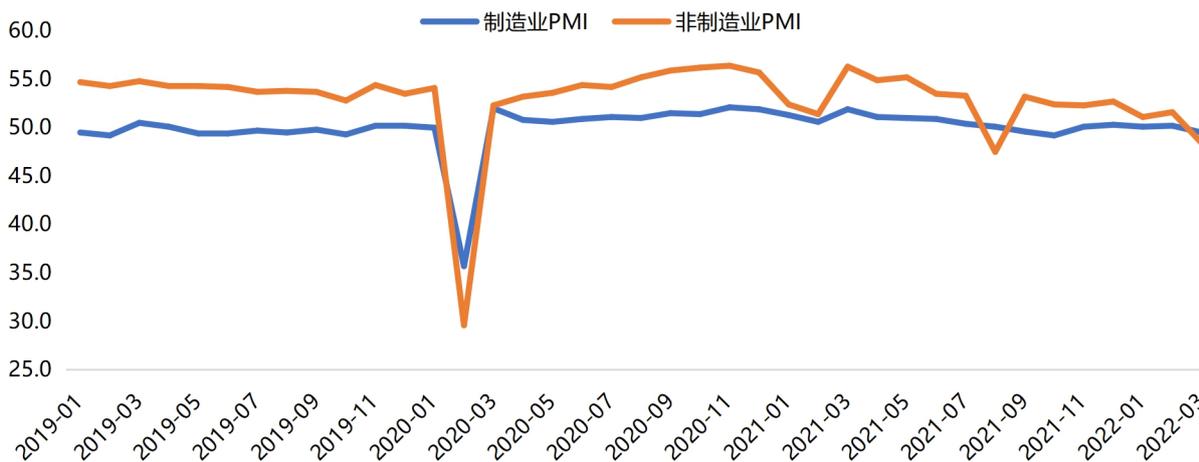
图5 本轮疫情反弹烈度远超以往几轮



数据来源：Wind，东方金诚

我们判断，在国内疫情形势以及海外俄乌冲突升级影响下，国内经济下行压力边际加大，3-4月经济数据大概率会较1-2月下滑。与此相印证，3月制造业和非制造业PMI均降至收缩区间且降幅偏大，各维度高频数据也显示经济动能有所走弱。

图6 3月制造业和非制造业PMI同步走弱



数据来源：Wind，东方金诚

综上，从一季度经济表现来看，3月起国内疫情大幅反弹，房地产仍处下行过程，以及1-2月偏强的宏观经济数据难以完全自洽，都表明当前经济下行压力尚未得到根本缓解，预计一季度GDP增速会落在今年“5.5%左右”增长目标的下

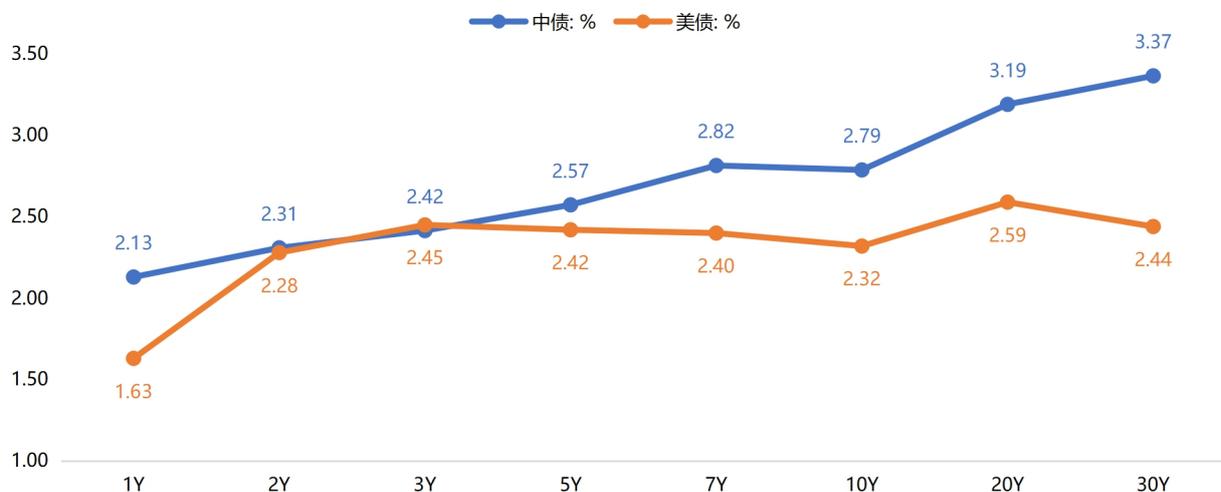
方区间。就 GDP 同比增速而言，二季度可能是今年全年经济下行压力最集中的阶段。其中，去年二季度 GDP 两年平均增速抬高至 5.5%，必然会压低今年二季度 GDP 同比增速读数。更为重要的是，二季度房地产市场回暖难度较大，上海等地疫情对消费、投资甚至出口的影响也将进一步显现。由此，我们预计二季度 GDP 增速有“破 5”的可能。

（二）降准降息仍在央行政策工具箱内，债市仍处博弈宽货币的窗口期

由于二季度可能是今年全年经济下行压力最为集中的阶段，这意味着接下来稳增长政策会继续加码，除财政政策中的退税、减税降费节奏会明显加快外，货币政策中的降息降准迫切性都在增加，各地房地产调控政策也会更多朝着放宽方向微调。稳增长加码发力给债市带来中期隐忧，但短期看，在经济下行压力加大预期强化的背景下，稳增长政策方向给债市造成的利空影响仍比较有限，债市仍然处在博弈央行继续降准降息的窗口期。

目前市场普遍认为国内经济下行压力、尤其是房地产市场仍处降温过程，需要央行加码宽松予以对冲，但对于宽松幅度预期谨慎。关键原因在于 3 月美联储启动加息，且美联储议息会议释放后续会加大加息步长的信号，叠加俄乌冲突加剧全球通胀压力，美债收益率飙升，引起中美国债长端 10Y 利差显著收窄至不足 50bp（截至 3 月底），中短端 2Y 和 3Y 利差已触及倒挂。这导致市场担忧国内货币宽松空间会受到海外因素制约，对后续宽货币加码力度及其可能带来的利率下行幅度均持谨慎态度。

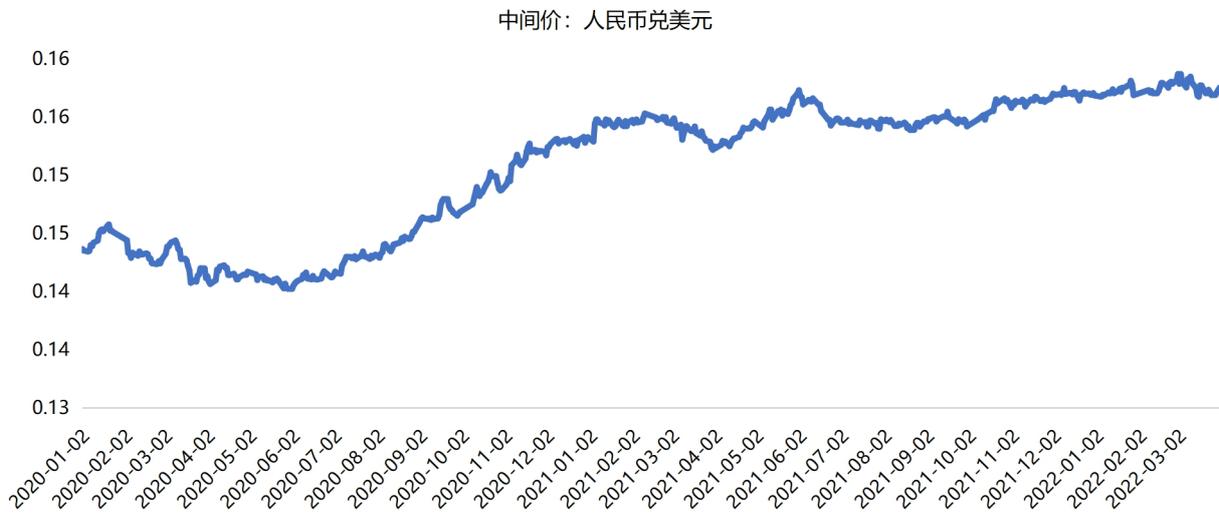
图 7 2022 年 3 月 31 日中美国债收益率曲线



数据来源：Wind，东方金诚

对此，我们认为，在国内经济下行压力加大以及货币政策“以我为主”背景下，中美长端利差收窄且中短端发生局部倒挂，不会改变国内货币政策边际向宽的方向。从人民币汇率角度看，尽管3月以来人民币有所走贬，但贬值幅度并不大，整体仍然呈现双向波动状态。同时考虑到人民币去年升值幅度较大，且在经济下行压力下，本身就存在人民币适度贬值以支撑出口的需求。基于此，我们判断，尽管后续美联储将加快政策收紧步伐，但在人民币仍处强势运行背景下，当前国内货币政策完全有条件“以我为主”。

图 8 3月以来人民币有所走贬，但贬值幅度不大



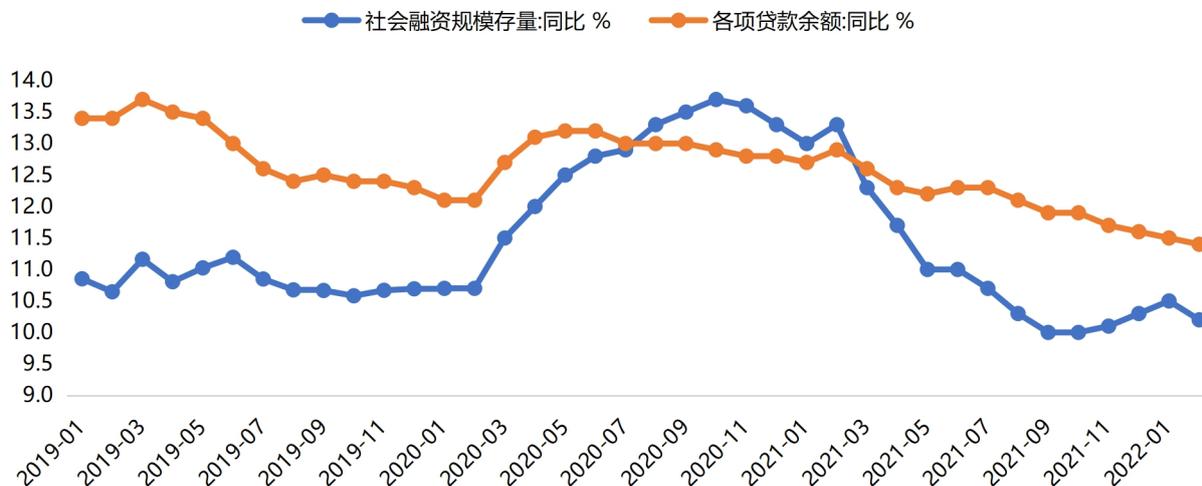
数据来源：Wind，东方金诚

当然，美联储加快政策收紧步伐、中美利差收窄会对国内货币宽松节奏和幅度产生影响，或者说这一因素在央行政策考量中的权重在加大，但影响程度尚难以断言。我们认为，综合权衡内外部因素，后续央行较大可能是“摸着石头过河”，即小步推进宽松，并视内外部形势变化，及时、灵活调整政策力度、节奏和方向。站在当前时点上，应对国内经济下行压力显然是主要矛盾，这从3月29日国常会对当前宏观形势判断展现出更多忧虑，确认稳增长是当前最主要的政策主线，且要求“稳定经济的政策早出快出”，以及3月30日央行二季度货币政策委员会例会指出要“强化跨周期和逆周期调节……发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘”中可以得到体现。

值得一提的是，1-2月金融数据出现较大波动，整体上看宽信用的演进并不顺畅，而受到疫情扰动，预计3月新增信贷规模和结构仍不理想。接下来推动宽

信用进程，特别是扭转各项贷款余额增速频创近 20 年以来新低势头，仍需要政策面继续发力。

图 9 1-2 月金融数据波动较大



数据来源：Wind，东方金诚

在货币政策工具选择方面，不乏观点认为，因降准降息空间受到外部因素制约，后续央行将主要依靠结构性货币政策工具，在总量型工具使用方面会较为慎重。对此，我们认为，由于结构性工具主要强调精准和直达，改善信贷结构，在信贷需求较弱的情况下，对宽信用的整体推进作用较为有限，因此，**在稳增长和宽信用的政策主线下，以全面降准和政策性降息为代表的总量型工具仍然在央行的政策工具箱内，结构性工具将更多起到做“加法”的作用。**而从针对性、有效性上看，当前降息的迫切性大于降准，原因在于降息既可激发贷款需求，又可有效遏制楼市下滑势头。当然，降准也可有效提振市场信心。从时间点上，结合当前形势，支持政策早出快出的可能性较大，且效果更好。我们估计，4月月中MLF操作时点有可能会降息，或待4月中下旬政治局会议研究经济形势和经济工作后出台。

（三）理财产品投资行为对债市的扰动仍在，但不会影响债市趋势

今年一季度权益市场及地产债调整幅度较大，部分持有权益类资产的“固收+”类理财产品和地产债持仓规模较大的资管产品净值下跌，截至3月末理财产品破净比例接近10%。由于部分理财产品遭遇赎回，加之理财产品因风险偏好下行，赎回委外的“固收+”基金、券商资管等产品，一定程度上引发“净值下跌-

产品赎回-被动抛售债券-净值进一步下跌”的循环，导致一季度资本市场一度出现“股债双杀”局面。

展望二季度，预计理财产品投资行为对债市的扰动仍在：首先，二季度定开型理财进入开放期规模较大，赎回压力或进一步释放——由于部分“破净”理财产品为封闭型产品或定期开放申赎产品，投资者只有在到期后或产品进入开放期后才能赎回，这意味着一季度“破净”带来的赎回压力将在二季度继续释放；其次，2022年是理财产品净值化元年，在经历了一季度的“固收+”产品净值调整及地产债信用和估值风险冲击后，理财产品对稳定性的要求提升，风险偏好或进一步下降，短久期、高评级品种将更加收到青睐，委外游资调整过程中导致的被动卖出也将继续扰动债市；最后，3月16日金融委会议以后，权益市场逐步企稳，破净产品收益回正过程中也可能面临一定的抛压。但也应该看到，由于货币政策仍处宽松周期，居民资产向资本市场转移趋势不改，理财产品规模将保持增长，债市配置动能仍强，因此预计理财产品的行为不会改变债市趋势。

（四）基本面和政策方向仍利好债市，短期看债市风险不大，可适当乐观

目前市场对于二季度利率下行空间的预期比较谨慎，主要有两方面原因：一是稳增长政策发力令市场对后续债市走势存在“短多长空”的普遍预期，而市场对“长空”的担忧在很大程度上制约了其对“短多”会带动利率出现多大幅度下行的想象空间；二是美联储启动加息、中美利差大幅收窄被认为将制约央行货币宽松空间，进而制约利率下行幅度。

对此我们认为，从相对确定性角度看，经济下行压力较大带来的“短多”是确定的，而稳增长见效造成的“长空”存在一定不确定性，至少经济拐点出现的时点和斜率仍然是不确定的，同时，国内经济下行对宽货币的诉求是确定的，而国内货币政策会在多大程度上受美联储牵制是不确定的。换言之，**短期看，基本面和政策环境对债市确实有利，尽管中长期隐忧无法忽视，对债市持谨慎态度有其必要性，但短期内可以保持适度乐观，更不必悲观。**

站在当前时点上，后续货币政策仍有望降准降息，这就意味着债市仍然存在博弈政策宽松的空间，且在市场预期谨慎的情况下，难言3月末2.75%-2.8%附近的长端利率水平已经完全定价了这一预期，而这一利率水平实际上较1月降息后

的利率低点仍有约 10bp 左右的空间。由此，我们认为，当前时点买入长久期利率债并等待利率出现一波下行的胜率并不低，待宽松举措落地后再考虑减仓或也不迟。更进一步看，尽管后续可能的降准降息落地会被市场视为利多出尽，并带来利率的一波回调，但会否意味着利率将迎来趋势性上行的拐点也难以断定，关键还是要看经济基本面，如宽松落地而经济基本面仍然疲软，那便意味着债市利多仍未完全出尽，即便利率回调也将上行有顶。

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。