

稳增长初见成效

文/东方红资产管理 固定收益团队

一、2022 年一季度债券市场回顾

今年一季度，债券市场的分歧与波动较上个季度明显放大。春节前，10 年国债收益率首先在全面降息落地和央行积极发声烘托的宽货币氛围内大幅下行，最低点探至 1 月 24 日的 2.675%；春节过后，又在社融创造“开门红”叠加广州房贷利率下调引发的宽信用恐慌下开启调整，最高点触及 3 月 10 日的 2.85%；进入 3 月中下旬，海内外多空交织，债券收益率进入盘整状态。总结来看，对于一季度债券市场而言，重要的影响因素包括：

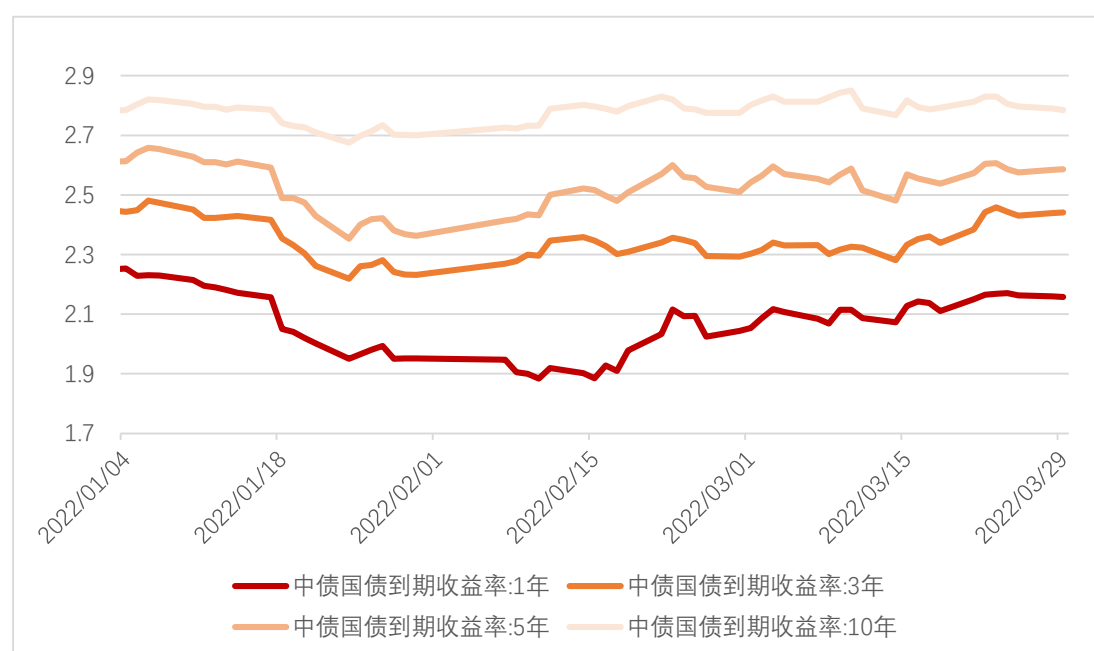
第一，宽货币在年初超预期兑现。去年 12 月 1 年 LPR 下调 5bps 之后，市场对于后续降息、尤其是今年 1 月 17 日 MLF 到期续作时降息的预期就持续高涨，已经引导债券收益率多数下行。从预期落地情况看，1 月 17 日 OMO 和 MLF 同步下调 10bps（而非 5bps），叠加 OMO 和 MLF 分别操作 1000 亿元和 7000 亿元（单日净投放 2900 亿），货币政策宽松的幅度还是超出预期，呈现明显的“增量降价”特征。此外，1 月 18 日官方关于货币政策的积极发声更是为宽货币预期“添了一把火”，使得降息兑现后的债券收益率继续大幅下行。从发声内容来看：一是对于政策强度的表述，强调“充足发力”，“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”；二是对于政策节奏的表述，强调“靠前发力”，“要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切”，即政策可能集中在上半年出台；三是对于准备金率的判断，明确提到“空间变小了，但仍然还有一定的空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”。有了宽货币保驾护航，春节前的债券市场做多逻辑较为顺畅。

第二，节后房地产政策趋于缓和。去年 12 月中央经济工作会议关于房地产市场的定调，除了坚持“房住不炒”以外，还增加了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的正面表态，标志着房地产政策迎来拐点。今年春节过后，行业缓释政策开始不断出台，包括银行发放的租赁住房贷款不纳入红线，全国性预售资金监管政策发布，AMC

参与风险房企救助，全国范围内多个城市房贷利率下调/首套房首付比例下调，新市民文件下达等，进一步确认房地产政策底的到来。当然，与前两轮 2008 年和 2014 年全国性救市相比，这一轮地产放松到目前为止的力度还是偏弱，且从政策底到市场底（比如销售数据的明显好转）还需要时间。考虑到地产在信贷和经济领域举足轻重的影响，放松地产无疑加深了市场对于宽信用和稳增长进度的担忧，成为春节后债券市场的扰动因素。

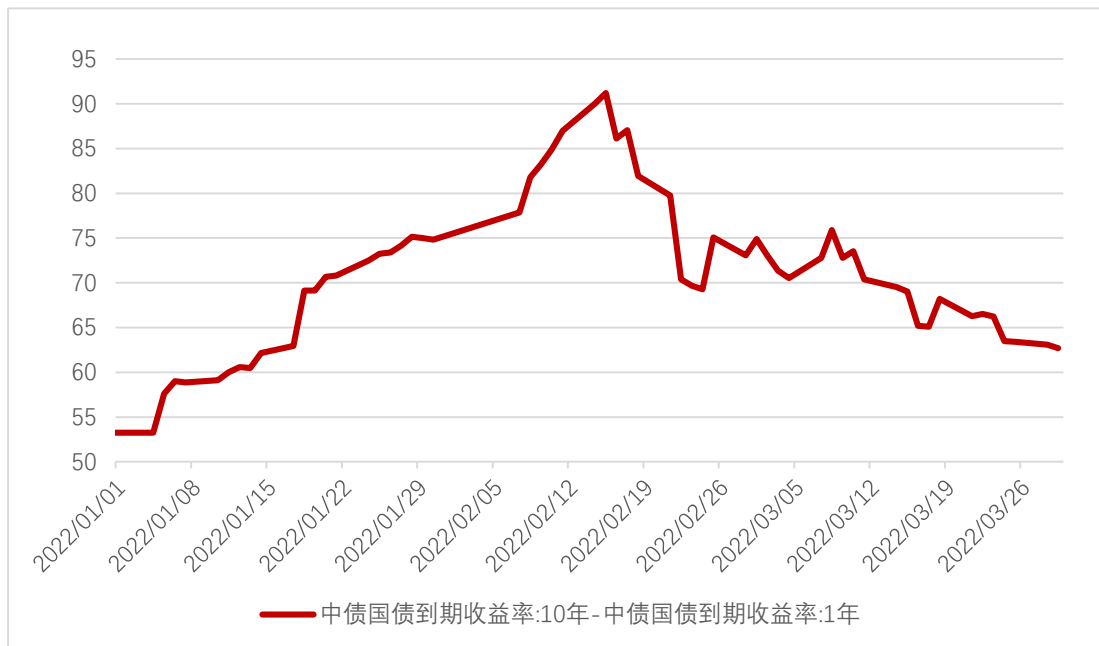
第三，美联储正式步入加息周期。过往经验表明，尽管国内货币政策强调“以我为主”，但较难与海外主流趋势背道而驰，即美联储加息周期内尚未有过国内降息的先例。3 月中旬债市博弈宽松情绪一度高涨，其中一个原因在于美联储启动加息之前可能是国内最后的“抢降息”窗口。从结果来看，3 月美联储议息会议如期加息 25bps，而国内降准降息操作并未如期落地，考虑到再往后 5 月美联储一次性加息 50bps 以及启动缩表计划的可能性较高，国内货币政策放松将面临更多掣肘，成为春节后影响债市的扰动因素。

图 1：一季度国债收益率走势



数据来源：WIND，东方红资产管理

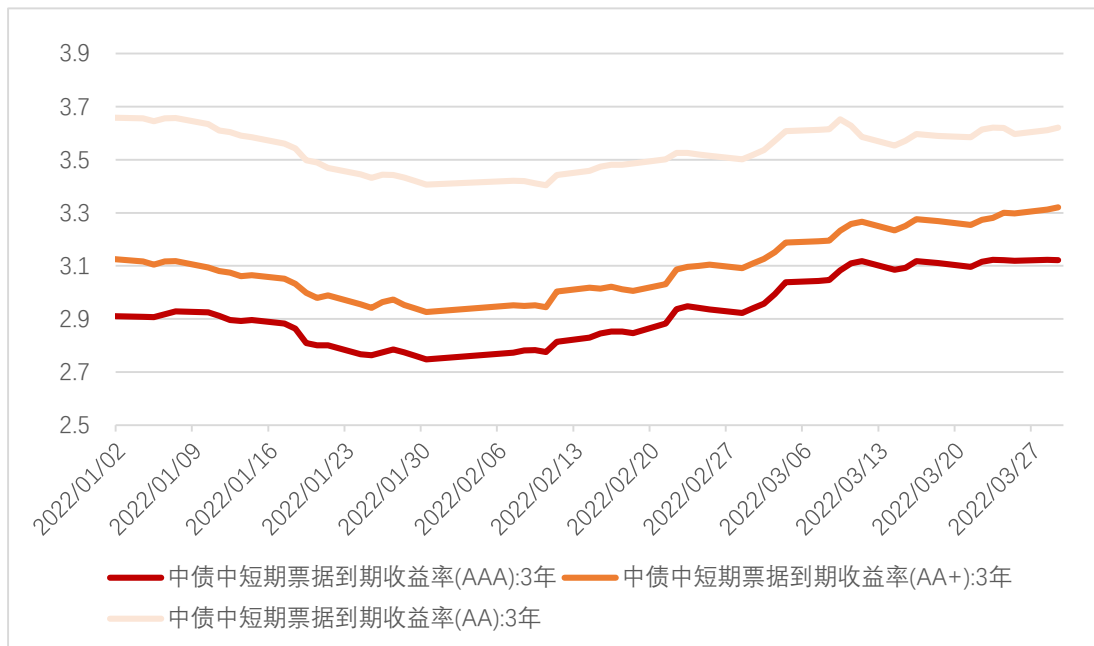
图 2：一季度国债期限利差走势



数据来源：WIND，东方红资产管理

信用债方面，与利率债走势整体一致。年初在流动性充裕环境下，信用债市场实现高额净融资，收益率水平普遍下行创新低，3 年期 AAA 品种估值由 1 月初 2.91%下行 16bps 至月末 2.75%，为 2020 年 6 月以来新低；低等级信用品种下行幅度更大，3 年期 AA 品种下行 25bps 至月末 3.41%。节后信用债跟随利率债调整，且低等级信用品种上行幅度更小，由此 AAA/AA 评级利差大幅压缩至 50bps。地产板块方面，政策端利好持续释放，但板块下跌情绪仍浓，利差修复远未到位，关注最可能受益于销售及资金压力改善的主体，未来利差可能出现滞后修复。

图 3：一季度信用债收益率走势



数据来源：WIND，东方红资产管理

二、2022 年二季度投资展望

1. 宏观经济出现企稳修复迹象，政策仍有较大可操作空间

3 月以来，高频数据显示基建形成实物工作量的速度在加快，部分一二线城市的地产销售有所复苏，局地土拍也出现回暖。货币和财政等总量政策继续支撑经济，房地产监管政策也呈现积极变化。疫情反复，地缘政治冲突，通胀压力仍是目前经济面临的主要下行风险。

出口方面，根据对出口企业的草根调研，2 月以来海运资源的紧张状况和高库存均有明显改善，因此出口订单走弱将在年内逐步在出口增速上兑现。实际上，这在 2022Q1 的出口增速已有所体现。展望 2022Q2，新出口订单仍面临一定的下行压力：一方面强通胀，宏观政策退坡对美国居民消费意愿的负面影响将逐步显现，目前美国密歇根大学消费者信心指数已来到历史极低位；另一方面，不能指望资本品出口上升抵消消费品出口回落：从历史数据看，美国资本品和消费品的进口在多数时间都是同向变化的，换言之，终端的消费者需求对企业资本开支行为有较大影响。尽管后续服务消费的表现可能优于实物消费，但由于多数服务业属于劳动力密集型产业，资本开支不足并不是约束其供给的首要因素，因而其对资本品需求的提振作用有限。所以对于年内出口对经济的贡献应保持谨慎。

投资方面，

1) 地产投资：今年以来多地出台了降低首付比例、提高公积金限额、放松限购和限贷标准、下调房贷利率等利好地产行业的政策，这对避免地产销售的进一步走弱有积极作用。尽管目前三四线城市的地产销售仍然较弱，但部分一二线城市的地产销售已出现复苏迹象。对应到房企的投资行为，从土地成交溢价率看，部分城市土拍也有所回暖。考虑到整体的预售资金监管政策在实际落实中并未有明显松动，居民的房价预期和购房意愿修复也需要时间，对年内地产投资的表现应保持谨慎。但随着地产监管政策取向更加积极，地产投资或将持续边际改善。

2) 制造业投资：3月下旬财政部和税务总局联合发布公告，进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度，将先进制造业按月全额退还增值税增量留抵税额政策范围扩大至符合条件的小微企业（含个体工商户），并一次性退还小微企业存量留抵税额，这有助于提振制造业企业资本开支意愿。技改投资（1-11月占全部制造业投资的41%）和下游需求具有成长性的高技术制造业投资（2022年增长22.2%，比制造业投资整体增速高8.7pct，拉动制造业投资增长4.5pct）将支撑整体制造业投资。

3) 基建投资：截至3月下旬，年内已披露今年重大项目名单省份的总投资额累计已超过8万亿元。根据统计局数据，1-2月国内投资新开工项目个数同比增长1.1倍，新开工项目计划总投资增长62.8%。结合3月中上旬铜杆企业开工率整体回升，订单逐渐回暖，钢材开始去库，水泥价格和水泥企业出货率也开始反弹来看，基建形成实物工作量的速度确实在加快。基建投资将成为拉动内需的关键变量。

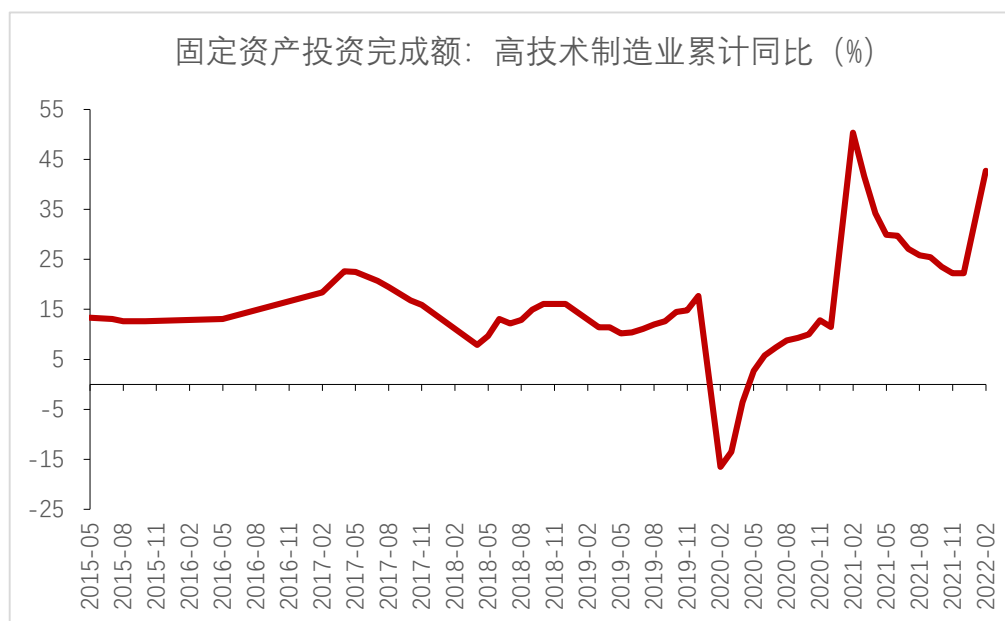
消费方面，疫情反复，对就业贡献较多（根据第四次全国经济普查系列报告，中小微企业吸纳的就业人数占到全部企业就业人数的八成）的中小微企业景气度偏低仍是阻碍消费复苏的主要因素。根据央行2022Q1对城镇储户的问卷调查，倾向于“更多消费”的居民占比较2021Q4下降1pct，倾向于“更多投资”的居民占比较2021Q4下降1.9pct，而倾向于“更多储蓄”的居民占比较2021Q4上升2.9pct，显示居民消费意愿仍然偏弱。考虑到疫情形势的不可控，对年内居民消费的复苏仍应保持谨慎。

图 5：美国密歇根大学消费者信心指数已来到历史低位



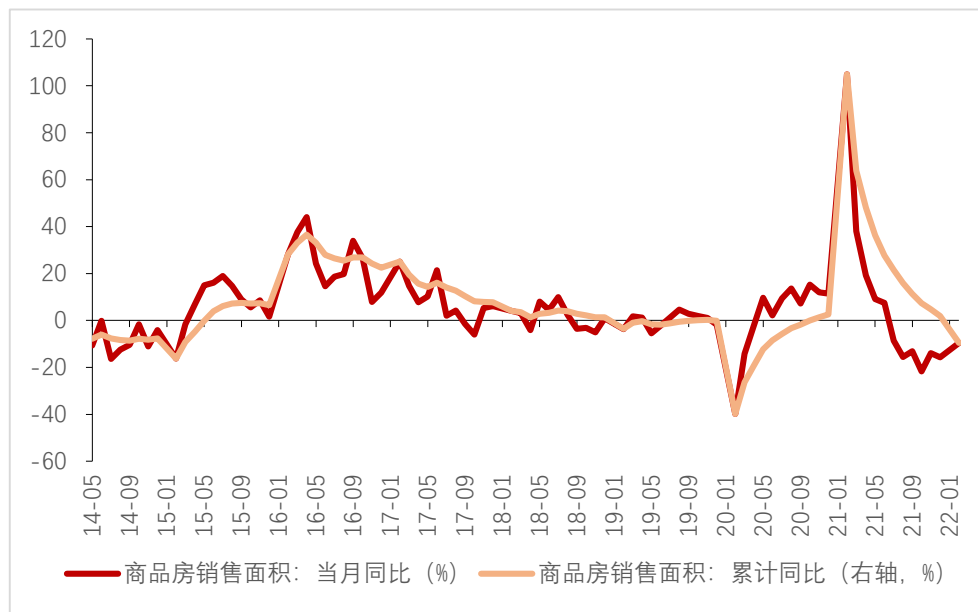
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 6：高技术制造业带动整体制造业投资



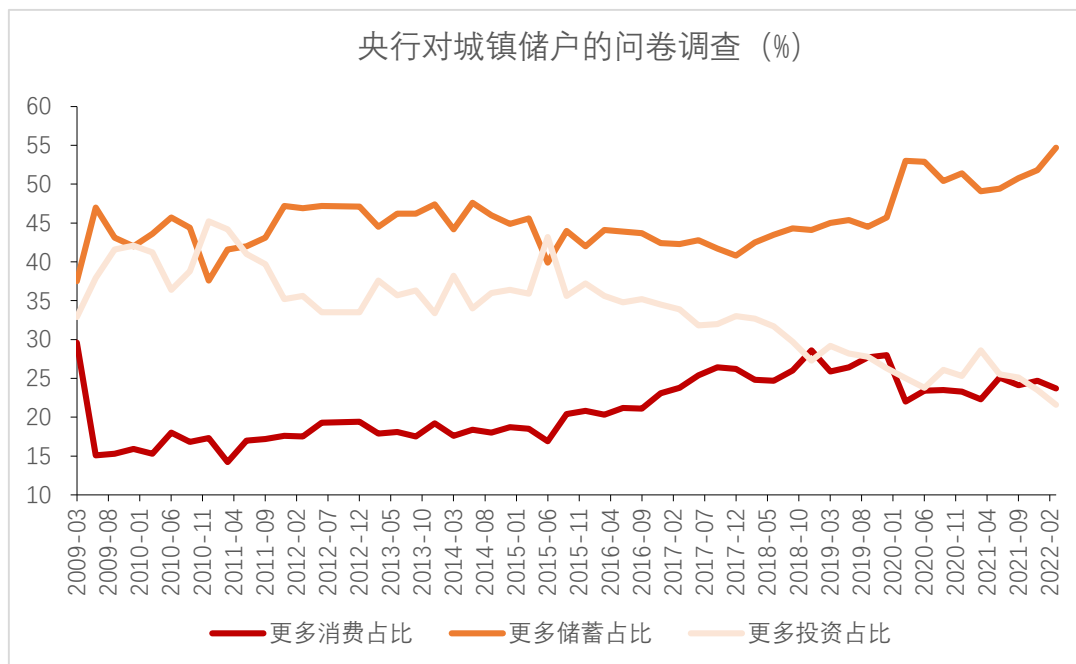
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 7：房地产销售整体回暖需要时间



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 8：居民消费意愿偏弱



数据来源：Wind，东方红资产管理

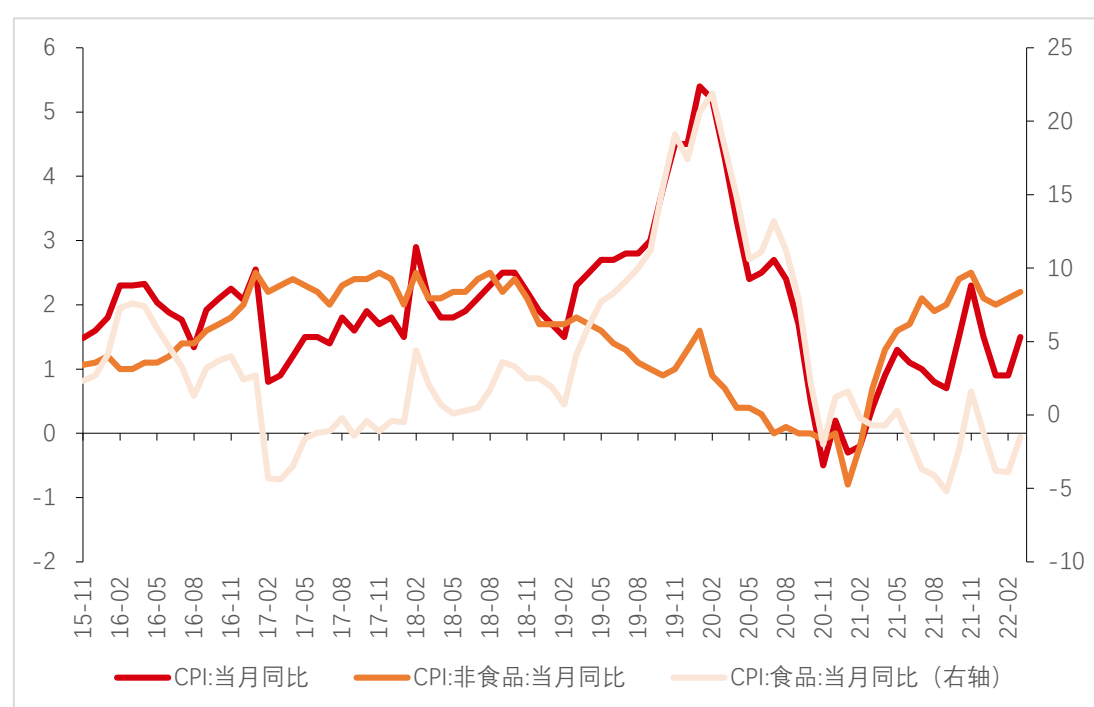
2. CPI 同比中枢在 2.5%附近，PPI 同比中枢在 7.2%附近

CPI 方面，2022Q2 可能仍然不会看到猪肉价格拐点来临。一方面，商品猪价格在 2021 年 10 月中旬反弹后，二元母猪和仔猪价格就停止下跌，表现坚挺，表

明养殖端可能还在补栏后备母猪或者外购仔猪进行育肥。考虑到补栏的后备母猪要经过 3-4 个月的育肥才能配种，成为能繁母猪，因此能繁母猪存栏量数据有反转的风险。另一方面，3 月以来国内疫情反复，对食堂、餐饮等需求影响较大，二季度本身也是猪肉消费的淡季。即使疫情形势改善后，终端需求有所恢复，但考虑到规模猪企在 2022 年的出栏量增长目标仍然较高，可能会出现竞争出栏从而压价的情况。核心 CPI 同比与领先 8M 的 PPI 同比有较好的拟合关系，因此核心 CPI 上涨将对冲猪肉价格的可能下跌对 CPI 的拖累。预计 2022Q2 的 CPI 同比中枢在 2.5% 附近。

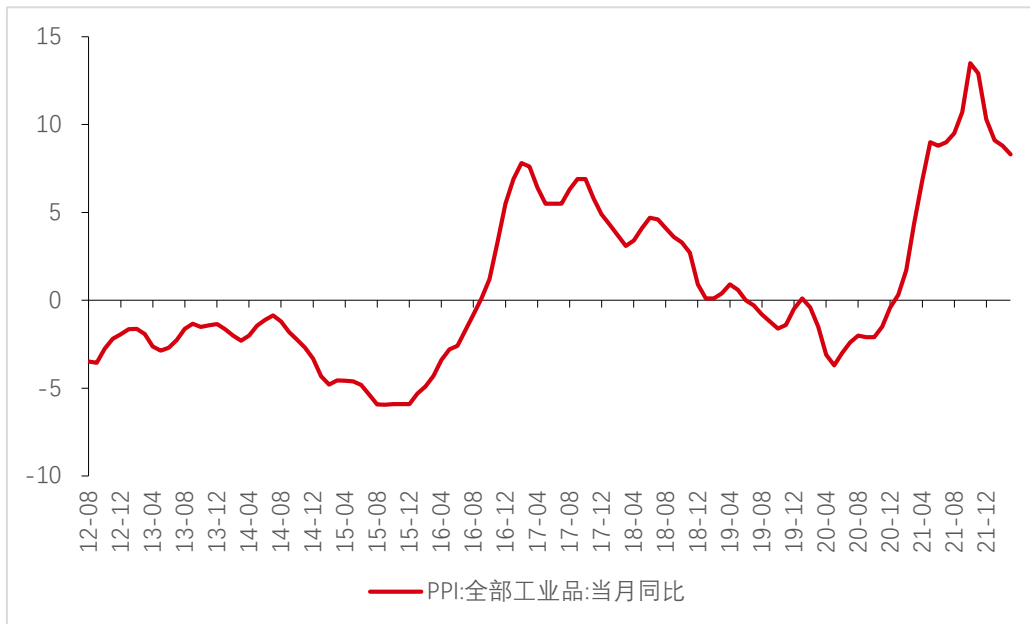
PPI 方面，考虑到俄乌在核心利益上存在冲突，俄罗斯在正面战场上的进展速度也低于预期，预计俄乌战争的焦灼态势可能持续。而即使俄乌间的和平进程取得阶段性成果，西方对俄罗斯的制裁可能也不会短期内结束，加之欧佩克的实际增产能力有限，预计 2022Q2 原油价格仍将保持在高位。预计 2022Q2 的 PPI 同比中枢在 7.2% 附近。

图 9：预计 2022Q2 的 CPI 同比中枢上移



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 10：预计 2022Q2 的 PPI 同比中枢下移



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 货币政策取向不会明显调整，财政政策的实际支出强度并不低

随着美联储货币政策的收紧，2021Q4 以来中美利差快速收窄，目前中美 10 年国债利率已倒挂。在这一背景下，海外央行货币政策在国内货币政策考量中的重要性应当有所上升。但考虑到目前国内经济仍面临疫情反复、地缘政治冲突、通胀压力等风险，以及需求收缩、供给冲击、预期转弱等三重压力，预计货币政策大幅转向收紧的可能性也较低，可能会维持目前稳健偏宽松的货币政策取向，以支持全年经济增长目标的实现。

今年财政政策的实际支出强度并不低，尽管名义上一般公共预算的赤字率在 2.8%，较 2021 年还下降了 0.4pct，但由于进行了跨年度调节，仅中央本级财政调入一般预算的资金就达 1.267 万亿元，实际的赤字率达到了 4.6%，处于历史偏高水平。积极的财政政策将通过拉动政府消费及基建投资支撑国内经济。

三、2022 年第二季度债券投资策略

当前经济处于寻底阶段，一系列先行指标如制造业 PMI、社融增速和 M1 增速已经于去年 10 月见底，年内按照政府工作报告确定的“GDP 目标增速 5.5%+财政支出扩大 2 万亿以上+因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的目标要

求，经济有望继续恢复，时间并不是债市的朋友。但是短期内，经济恢复基础尚且薄弱，除了财政政策和产业政策需要配合发力，货币政策也有望继续宽松以维稳增长，使得债市呈现一个震荡格局。

关注四条主线的变化，将为二季度债市引导更明确的方向：

1) 政策表态会否有调整。关注一季度经济金融数据的表现，以及央行一季度例会和4月中央政治局会议关于经济前景、疫情形势和宏观政策的判断调整。

2) 货币政策操作空间能否重新打开。新年伊始超预期降息之后，货币政策却进入了静默期，在目前经济恢复出现阻力以及3月疫情影响来袭的情况下，尚未看到进一步降准降息的操作。考虑到美联储步入加息周期，国内货币政策操作或需考虑对人民币汇率及资本流动的影响，能否有进一步放松动作暂难确定。

3) 信贷和社融增长能否稳固。一季度宽信用过程“一波三折”，信贷结构也有待改善。尽管去年11月以来社融增速已经见底，但此后仅有两个月份的新增贷款同比多增，且2月居民中长期贷款历史上首次出现负增长，企业中长期贷款也持续同比少增。

4) 房地产市场需求能否回暖。近期多地下调房贷利率加点或放松购房政策等，房地产“市场底”有待确认，如统计局最新公布的1-2月商品房销售面积同比增速仍偏低，为-9.6%，未来房地产市场（尤其是销售端的量价回暖）将是利率关注焦点。

策略应对方面，当前债券市场继续处于胜率不低、赔率较低的牛尾阶段，即趋势尚未扭转，但博弈空间已经压缩。建议以票息策略为主，可在有安全边际的前提下适当参与由基本面和政策预期差带来的波段机会。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。