

经济疫后复苏

文/东方红资产管理 固定收益团队

一、 2022 年二季度债券市场回顾

今年二季度，债券市场延续区间震荡行情，收益率尚未出现有效突破。10 年国债收益率先在 4 月 15 日下探到第一个低点 2.76%，随后反弹至 4 月末高点 2.85%；后在 5 月 27 日下探至第二个低点 2.70%，随后连续上行至 6 月末回到高点 2.84%。曲折走势的背后有两个关键性的转折点，一是 4 月中旬的史上首次 25BP 降准，扭转了市场对于货币政策的乐观预期，二是 6 月初的上海全面解封，扭转了对于经济形势的悲观预期，使得二季度收益率呈现双底的 W 型走势。

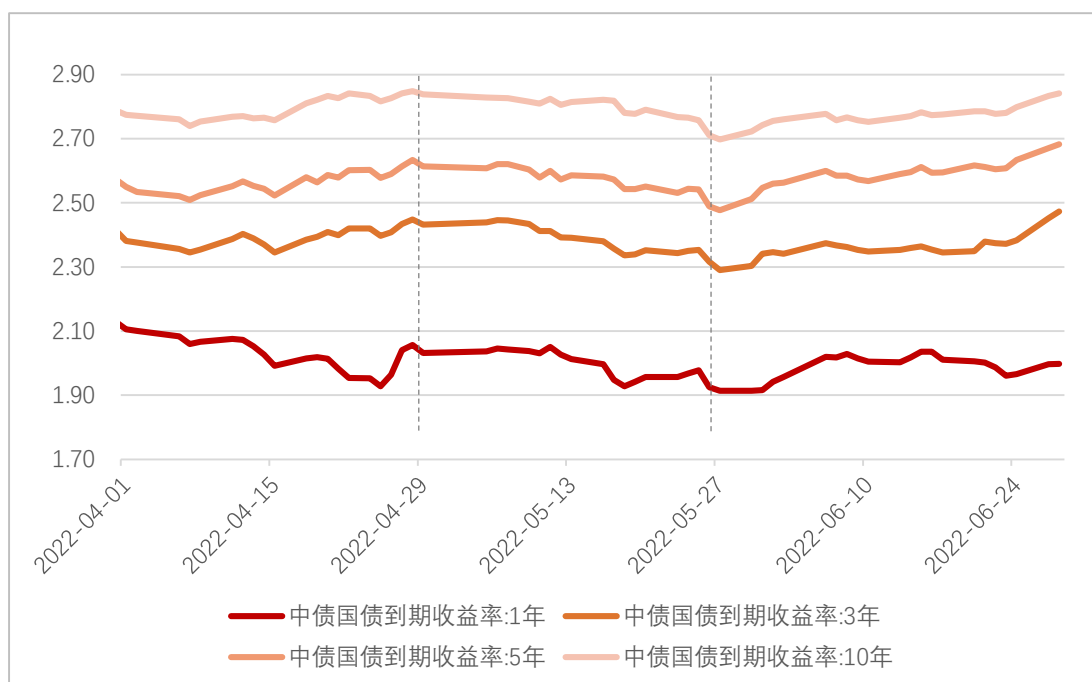
4 月，收益率先抑后扬，长短端分化。月初债市延续了 3 月下旬以来的做多情绪，上海疫情爆发并由此催化了降准降息的乐观预期，该预期在国常会谈及“适时灵活运用多种货币政策工具”后进一步升温，带动收益率下行逼近 2 月 10 日社融数据发布前的水平。随后“零次降息、半次降准”的操作不及预期、央行明确表态两个“密切关注”——关注物价走势变化和主要发达经济体政策调整，叠加这期间的人民币汇率贬值速度加快，使得市场认识到货币政策面临的内外部掣肘超出预期，利率开始调整。长债利率持续上行至 4 月末中央政治局会议召开，债市担心的动态清零方针调整、财政预算调整等增量政策并未在会议上提出，同时会议要求用好各类货币政策工具，利率上行方休。比较而言，短债调整不及长债，是因为虽然央行表态不及预期，但受益于降准和留抵退税释放的大规模流动性，资金利率依然显著偏低，对短债的利好较为确定。截至 4 月 29 日，10 年国债收益率上行 5BP 至 2.84%，1 年国债收益率下行 10BP 至 2.03%，10-1 年期限利差从 66BP 走扩至 81BP。

5 月，收益率下行逼近年初低点。继 4 月下旬回吐了对货币政策的乐观预期后，债市并未继续调整，存在两大利好支撑：资金面依然宽松以及疫情管控尚未松绑。就前者而言，美联储加息和疫情形势构成矛盾，前者制约了国内央行降息，后者又要求流动性环境进一步宽松以加大对实体经济的支持，在这样“既要又要”的背景下，央行走出了一条折中之路：为了避免货币政策的正面冲突，不直接下

调政策利率，而是通过投放大量流动性从而临时性压低资金利率。可以看到4月以来资金利率持续偏离7天逆回购政策利率中枢，达到了事实降息效果。就后者而言，上海疫情拐点已至但管控拐点未至，病例数见顶回落的同时人员活动并未放开，地铁客运量、房地产成交面积、整车货运流量指数、票据转贴现利率等反应经济活跃程度的高频指标均未见好转。也就是说，病例数的下降不能与经济形势好转直接划等号，真正的好转必须要看到管控松绑，以至于债市对于这期间密集出台的稳增长措施反应趋于钝化。两大利好支撑下，短债利率充分下行，机构欠配压力与日俱增，长债利率开始松动，直到5月25日稳增长会议透露经济下行压力超预期后出现“宣泄式”下行。截至5月27日，10年国债收益率下行14BP至2.70%，1年国债收益率下行12BP至1.91%，10-1年期限利差自81BP略有收窄至78BP。

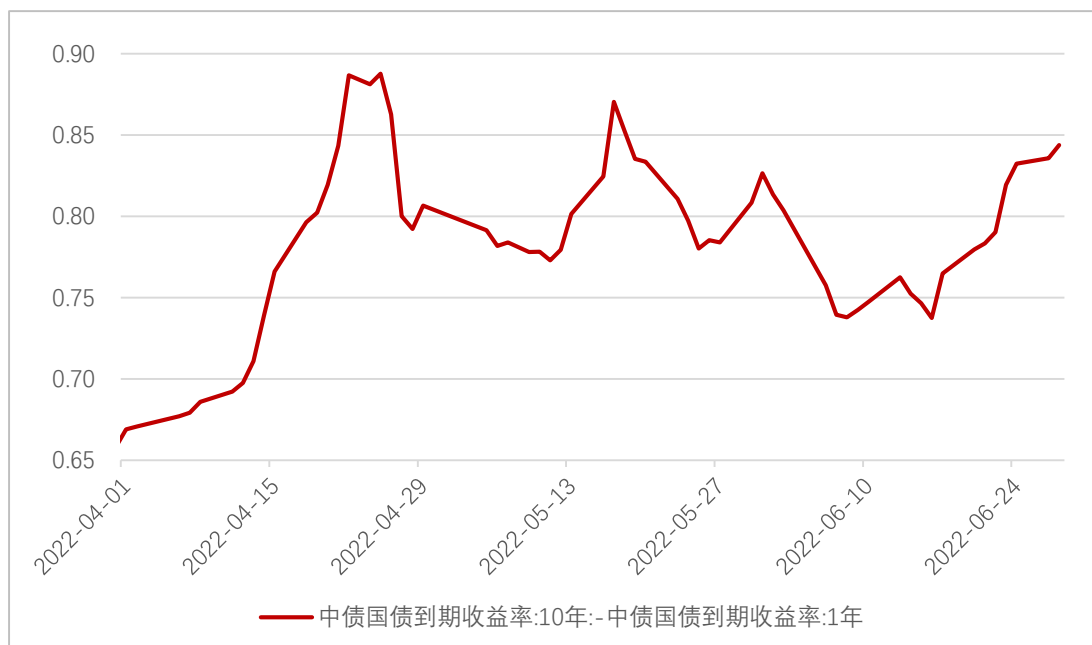
6月，上海解封带动收益率连续上行。5月下旬长债利率的集中补涨，在5月30日遭遇急转弯，标志性事件是上海宣布6月1日全面解封。如果按照此前5月16日上海发布的下一阶段防控工作“三阶段”，第三阶段是6月1日至6月中下旬全面恢复全市正常生产生活秩序，这意味着全面解封从“时段”概念变成了“时点”概念，所以该转折还是超出市场预期的，利率开始调整。市场对于疫后经济边际改善以及资金边际收敛的预期上升，在此期间，地产成交等高频数据回暖、防疫政策调整、权益资产持续上涨等强化了上述预期，好在资金利率依然低位稳定，利率上行幅度可控，并未突破年内前高，直到月末6月制造业PMI发布不及预期使得利率上行暂歇。截至6月30日，10年国债收益率上行12BP至2.82%，1年国债收益率上行4BP至1.95%，10-1年期限利差从78BP走扩至87BP。

图 1：二季度国债收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

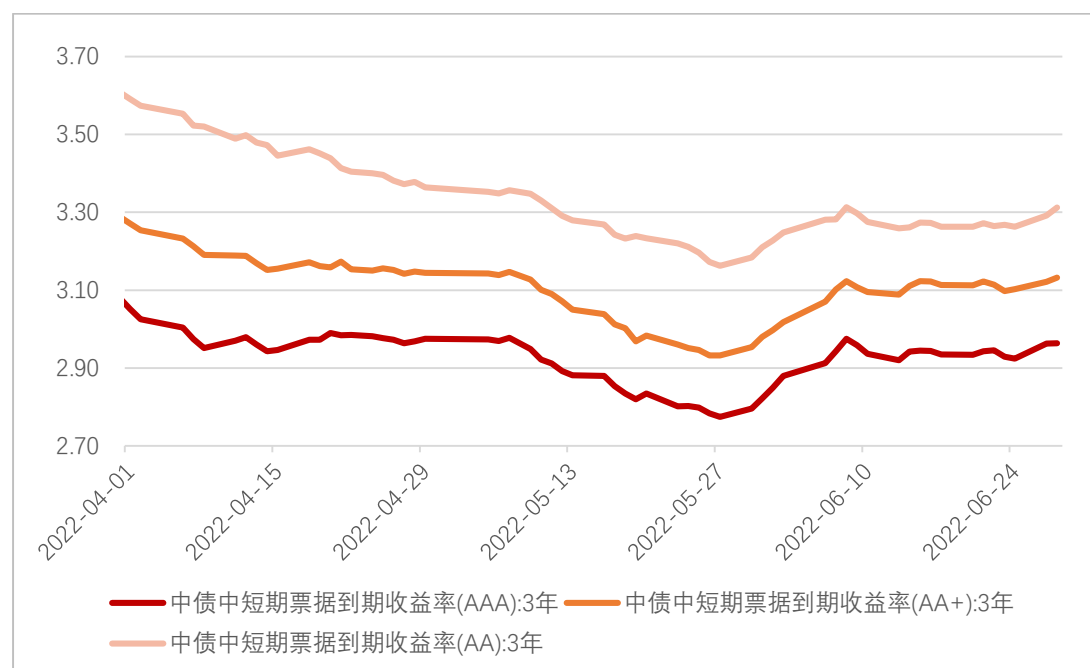
图 2：二季度国债期限利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

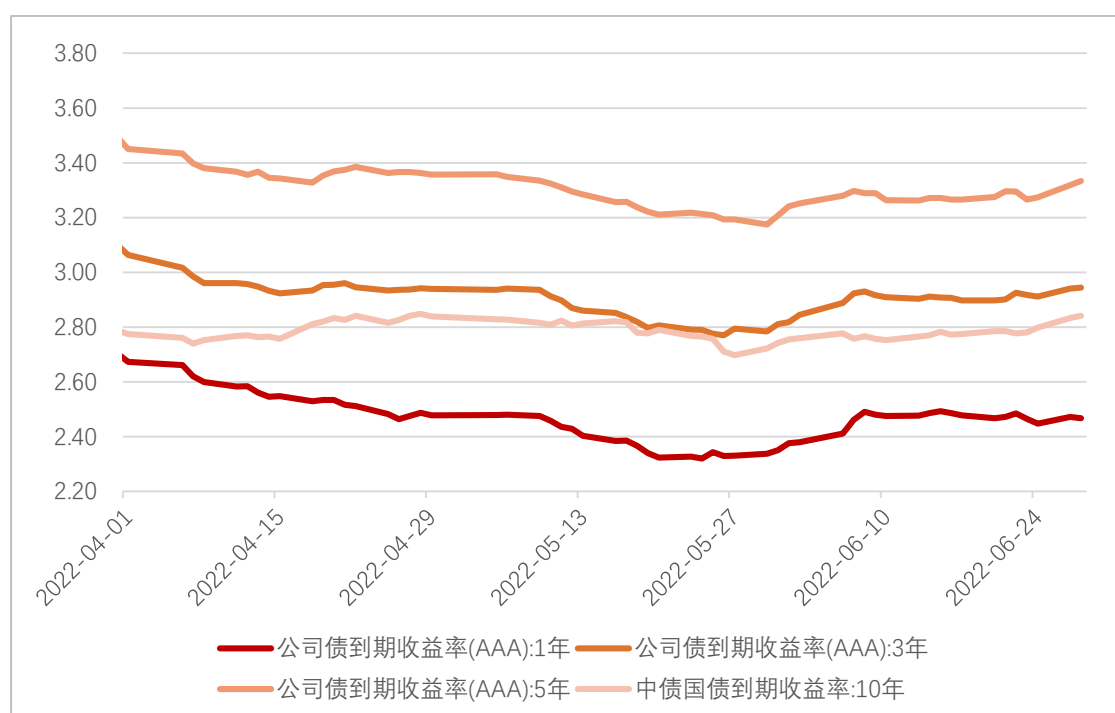
信用债方面，与利率债走势大致一致，但存在分化。信用债收益率自3月末随着流动性转松而起步下行，后续4月中旬虽然降准降息不及预期，但由于流动性环境明显宽松，且机构配置压力较大，所以并未完全跟随利率债回调，而是一路下行至5月末，3年AAA品种估值由3月末3.1%下行33BP至5月末低点2.77%。6月上海解封后转为上行，但由于资金面依然偏松，上行幅度亦小于利率债，总体上二季度信用债表现好于利率债的特征较为突出。

图 3：二季度信用债收益率走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

图 4：二季度信用利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 2022 年三季度投资展望

1. 宏观经济继续修复，需关注海外衰退风险

5 月以来，宏观经济逐渐从疫情冲击中修复，地产和汽车销售出现明显的边际改善，工业生产也持续回暖。货币和财政政策保持积极取向，房地产和互联网等行业性的监管政策亦持续呈现积极变化。6 月以来大宗商品价格的持续回落，亦令上游原材料价格高企对中下游需求的抑制有所缓解。因此之前宏观经济展望中提出的国内经济面临的两个主要下行风险，即疫情反复和通胀压力，目前来看都有明显改善。但后续需关注美联储货币政策紧缩给美国经济带来的衰退风险，以及对国内经济的溢出效应。

消费方面，大部分疫情期间失去的消费需求无法再以报复性消费的方式重现，但随着疫情防控形势全面改善，消费需求反弹可期。2020 年疫情爆发以来，消费需求的变化可以总结为三个阶段：阶段一是 2020Q1 陡降，并在 2020Q2-Q3 快速修复，且修复斜率高于疫情前的自然增长斜率；阶段二是 2020Q4-2021Q2 继续修复，但修复斜率较 2020Q2-Q3 已大幅放缓，且在 2021Q3 消费需求再度下降；阶

段三是 2021Q4-2022 年 2 月再度修复，但修复斜率较此前两轮修复又进一步下降，并在 2022 年 3 月-5 月间受疫情冲击而再次下降。类似于阶段一和二的受损→修复历程，随着疫情影响减弱，消费需求将迎来一定程度的反弹。另一方面，随着房地产监管政策的松动，加上金融条件的支持，5 月以来地产销售出现明显的边际改善。在汽车购置税减半政策的刺激下，汽车销售亦大幅回升。地产和汽车销售改善，将带动包括建材、家电、家具、汽油、轮胎等相关产品的消费修复。

投资方面，

1) 基建投资：资金上，截至 6 月末新增专项债发行规模达到 3.4 万亿元，完成已下达额度的 99%。此前政策层面已经要求，新增专项债要力争在 8 月底前基本使用完毕，且引导商业银行对符合条件的专项债项目建设主体提供配套融资支持，做好信贷资金和专项债资金有效衔接，并扩大专项债支持领域，将新型基础设施和新能源项目也纳入支持范围。6 月 30 日国常会提出，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，这应当也是考虑到地方财政受疫情导致减收增支，以及卖地收入下滑的影响，对基建投资的支持力度有限。在资金无虞的背景下，项目并不会成为制约基建投资的主要因素，这从近期多地仍然集中开工数量可观的基建项目即可见一斑。从近期的草根调研来看，基建项目有明显的赶工期迹象。因此后续基建投资增速可能仍将保持在较高水平。

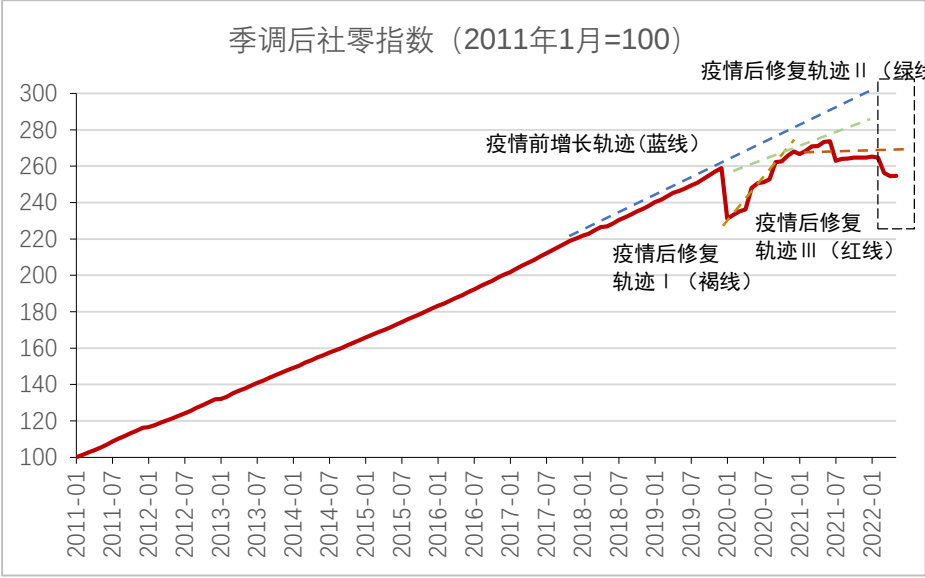
2) 制造业投资：在整体制造业投资中占比四成以上的技改投资和下游需求具有成长性的高技术制造业投资是拉动制造业投资的主要力量。制造业企业绿色化转型以及工业生产智能化转型的诉求，叠加地方政府为稳增长而着力推动当地企业实施技改，以及部委实施清洁生产改造计划、能效提升行动、煤炭清洁利用等技改行动计划，后续技改投资将有望保持在较高增速。

3) 地产投资：5 月以来地产销售的边际改善，对提升地产企业投资意愿有一定帮助，但受制于各地预售资金监管仍较为严格，放松力度较小，地产企业仍缺乏投资能力。对后续地产投资表现仍应保持谨慎。

出口方面，2 月以来海运资源的紧张状况和出口企业高库存均持续改善，而出口订单尽管从 5 月和 6 月的制造业 PMI 看有所改善，但细拆来看，主要下游终端产品的新出口订单在走弱，而偏中上游产品的新出口订单表现较强。这可能是

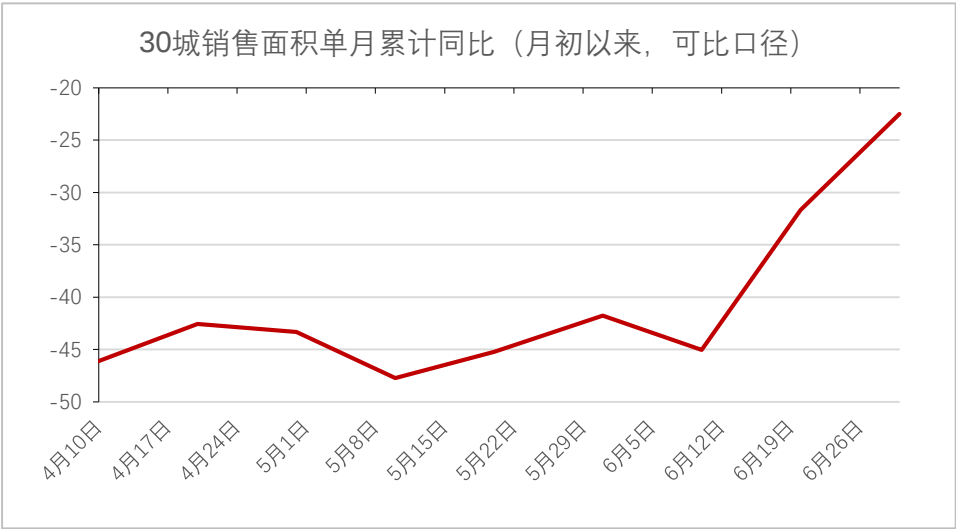
由于偏中上游的产品能耗较高，在国内与海外存在显著能源价差的情况下，海外的一部分成本较高的中上游产能被迫退出市场，海外客户对国内中上游产品的需求增长。因此偏中上游的产品出口较好，并非海外终端需求有多好，只是填补一部分海外高成本产能退出所留下的空间。而下游终端产品的新出口订单走弱，意味着海外终端需求实际上是在走弱的。考虑到美联储货币政策紧缩给美国经济带来的衰退风险，对后续出口表现也应保持谨慎。

图 5：2020 年疫情爆发以来的几波消费需求受损→修复



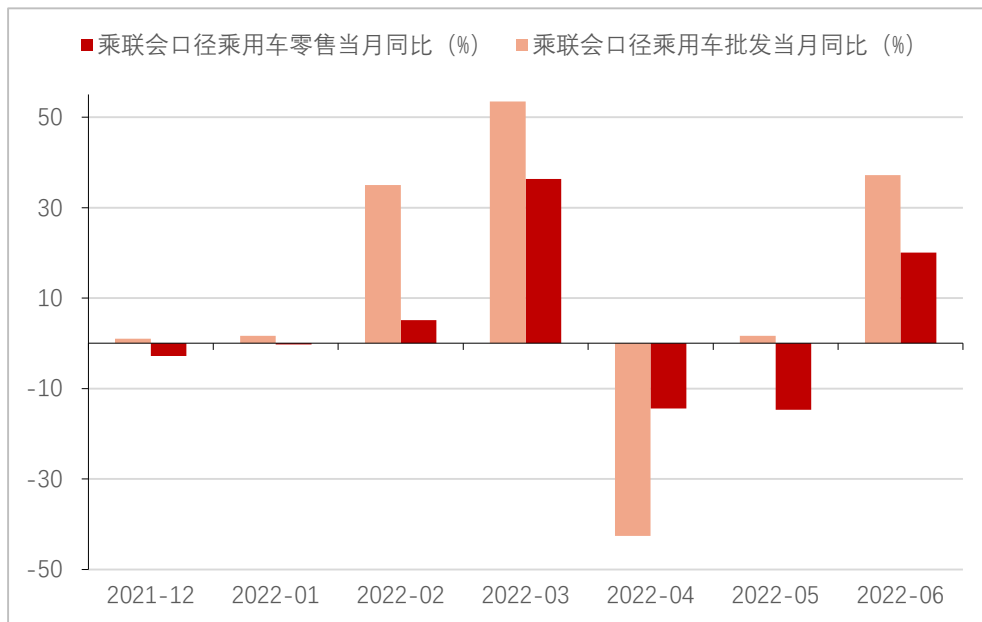
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 6：地产销售数据边际改善



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 7：汽车销售数据改善



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 8：6 月各制造业行业 PMI 新出口订单分项表现存在明显分化

		2206	2206Δ
电气机械及器材制造业	出口订单	43.5	-3
黑色金属冶炼及压延加工业	出口订单	47.1	6.2
化学纤维及橡胶塑料制品业	出口订单	32.2	0.3
化学原料及化学制品制造业	出口订单	57.2	2.8
汽车制造业	出口订单	43.8	0.3
金属制品业	出口订单	43.8	7.4
农副食品加工业	出口订单	37.6	-30.4
专用设备制造业	出口订单	43.6	-9.1
非金属矿物制品业	出口订单	52.2	9.7
纺织服装服饰业	出口订单	22.2	-13.5
石油加工及炼焦业	出口订单	33.4	2.8
计算机通信电子设备及仪器仪表制造业	出口订单	44.1	-0.9
通用设备制造业	出口订单	50.1	7.6
医药制造业	出口订单	37.6	-9.4
有色金属冶炼及压延加工业	出口订单	64.4	38.9

数据来源：Wind、东方红资产管理

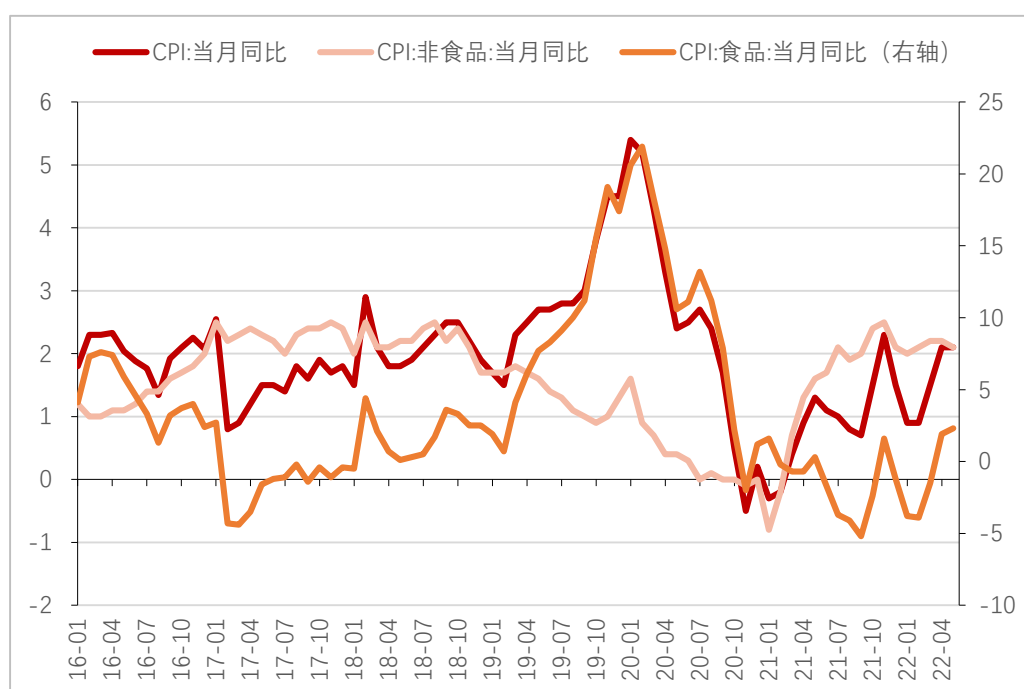
2. CPI 同比中枢在 2.6%附近，PPI 同比中枢在 5.0%附近

CPI 方面，3 月下旬以来，在广东汛情和养殖端二次育肥积极性较高等供给端因素的主导下，生猪价格快速大幅反弹，猪肉价格亦明显上涨。考虑到 2022Q3

猪肉消费需求回升，预计猪价下行的可能性较小。非食品消费需求的回升亦将带动核心CPI同比回升。综合来看，预计2022Q3的CPI同比中枢在2.6%附近。

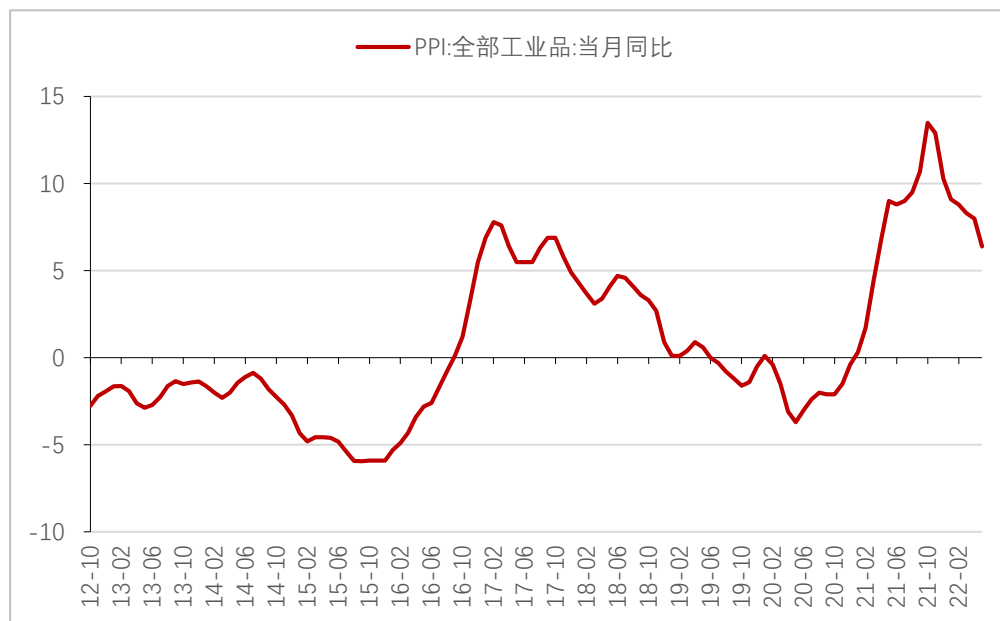
PPI方面，考虑到俄乌在核心利益上存在冲突，乌克兰也持续获得来自西方国家的援助，预计俄乌战争的焦灼态势可能持续。而即使俄乌间的和平进程取得阶段性成果，西方对俄罗斯的制裁可能也不会在短期内结束，加之欧佩克的实际增产能力有限，预计2022Q3原油价格大概率仍将保持在相对高位。当然边际上，随着市场逐渐计入美联储货币政策紧缩给美国经济带来的衰退风险，以及对全球经济的外溢效应，大宗商品价格也有一定的回调压力。预计2022Q3的PPI同比中枢在5.0%附近。

图9：预计2022Q3的CPI同比中枢继续上移



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 10：预计 2022Q3 的 PPI 同比中枢继续下移



数据来源：Wind、东方红资产管理

3. 货币和财政政策维持当前的积极取向

考虑到央行自 2021 年下半年以来，已经实施了一系列宽松取向的货币政策操作，当前 M2 同比增速也已经来到 2020 年以来的高位，货币政策进一步宽松的必要性和空间都比较有限。结合 6 月 30 日国常会“实施好稳健的货币政策，运用好结构性货币政策工具……坚持不搞大水漫灌，不超发货币”的表态，预计 2022Q3 货币政策取向进一步宽松的可能性不大。但考虑到疫情、通胀压力，以及地缘政治冲突等风险仍然存在，预计货币政策取向也不会转为大幅收紧，可能会维持目前稳健但偏宽松的取向，以支持稳增长。

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。随着专项债完成发行，并在 8 月底前基本使用完毕，2022Q3 积极的财政政策将继续通过拉动政府消费及基建投资支撑国内经济。

三、 2022 年三季度债券投资策略

上海全面解封后，利率上行压力主要源于三个方面：

(1) 防疫政策调整。随着疫情形势趋稳，6 月底国务院联防联控发布会强调防疫“九不准”、全国多个城市宣布常态化核酸检测暂停或降频、第九版新冠肺炎防控方案发布、工信部将通信行程码取消星号等，防疫政策逐步调整，对于经济活跃度的影响继续消退。

(2) 基本面边际好转预期。以 2020 年利率行情为例，当年长债利率的最低点出现在 4 月 8 日武汉解封，最后一个低点出现在 4 月 29 日全国两会召开日期确认，事后来看，这标志着疫情因素对经济社会影响最大的阶段过去，筑成了利率底部。对应今年 6 月 1 日上海全面解封后，基本面边际好转预期也带来调整压力，经济数据恢复的高频线索将是贯穿债市的主线逻辑之一。

(3) 资金面边际收敛预期。4-5 月 DR001 均值分别下行 46BP 和 12BP 至 1.48% 和 1.36%，已经来到了显著偏离政策中枢的低位，随着 6 月存量留抵退税基本结束，央行时隔三个月重新加码 7 天逆回购主动调节流动性，货币政策从危机模式回归正常宽松模式，资金利率继续下台阶的必要性降低，乐观情况下将保持低位稳定或者低斜率缓慢爬升，资金面的边际变化将是债市的另一个主线逻辑。

进入三季度，上述疫后复苏逻辑延续。利率处于经济恢复右侧与资金收敛左侧，即从经济恢复角度看，以上海解封为起点、环比改善的确定性较高，期间的扰动因素是若局地疫情反复可能拖累环比改善强度，后续 7-9 月低基数效应显现，经济有望从环比改善到同比改善，这决定了利率趋势难下；从资金收敛角度看，货币政策宽松取向并未改变，只是从疫情背景下的危机模式回到正常宽松模式，以继续支持经济疫后复苏，在资金利率向政策利率回归斜率保持平缓的前提下，利率调整幅度也将较为温和。政策方面，重点关注 7 月底的中央政治局会议对下半年经济形势展望与宏观政策方向定调，将明确下半年宏观环境的基调。

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。