



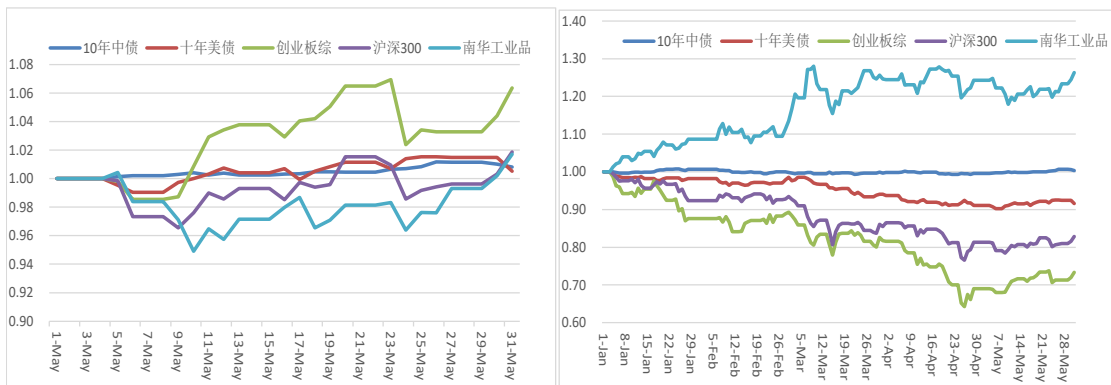
债券市场回顾与展望

2022-5

一、 市场回顾

2022 年 5 月，主要大类资产表现如下图（左）。债券类资产（10 年中债）基本持平，其中 10 年国债期货上涨 0.81%，南华工业品上涨 1.71%，沪深 300 和创业板录得正收益，其中创业板上涨 6.36%，沪深 300 上涨 1.81%。十年美债上涨 0.51%。整个 5 月份，股、债、商全线反弹。

2022 年 1-5 月，主要大类资产表现如下图 2（累计）。其中，债券类资产（10 年中债）上涨 0.37%，南华工业品价格指数累计上涨 26.36%。沪深 300 累计下跌 17.18%，创业板累计下跌 26.62%。十年美债累计下跌 8.39%。



二、 经济政策环境

统计局公布 2022 年 4 月份实体经济数据：中国 4 月规模以上工业增加值当月同比增速为-2.9%，上月为 5%；4 月固定资产投资总额累计同比增速为 6.8%，上月为 9.3%；4 月社会消费品零售总额同比增速为-11.1%，上月为-3.53%；4 月城镇调查失业率 6.1%，上月为 5.8%。

通胀方面（5-11），4 月 CPI 同比由前值的 1.5%上行至 2.1%，自 2020 年 11 月触底后 CPI 整体震荡上行；PPI 同比由前值的 8.3%回落至 8.0%，自



2021 年 10 月触顶后 PPI 整体震荡下行。与一季度货币政策执行报告对未来的判断 CPI 上、PPI 下一致。

日期	工业增加值 CPI		CPI:环比	PPI	PPI:生产资料:环比		固定资产投资	房地产开发投资	制造业	社会消费品	社会消费品:实际	M2	社会融资规模
Date	M0000545	M0000612	M0000705	M0001227	M0066329	M0000273	S0029657	M0000357	M0001428	MS405526	M0001385	M5525763	
2018-04-30	7.0000	1.8000	-0.2000	3.4000	-0.2000	7.0000	10.3000	4.8000	9.4000	7.9000	8.3000	12.6530	
2019-04-30	5.4000	2.5000	0.1000	0.9000	0.4000	6.1000	11.9000	2.5000	7.2000	5.1000	8.5000	10.8055	
2020-04-30	3.9000	3.3000	-0.9000	-3.1000	-1.8000	-10.3000	-3.3000	-18.8000	-7.5000	-9.1000	11.1000	12.0000	
2021-04-30	9.8000	0.9000	-0.3000	6.8000	1.2000	19.9000	21.6000	23.8000	17.7000	15.8000	8.1000	11.7000	
2022-04-30	-2.9000	2.1000	0.4000	8.0000	0.8000	6.8000	-2.7000	12.2000	-11.1000	-14.0200	10.5000	10.2000	

4 月实体数据受疫情影响，大幅走低，影响程度超预期。其中，生产端，物流受阻、库存消耗等因素都使得工业所受影响较大，上海、昆山等地的高技术制造业也受影响；需求端，制造业投资尚显韧性，房地产、基建投资增速下滑，消费则出现了两位数负增长。俄乌冲突和疫情来袭带来内外双重供给冲击，前者推升国际大宗价格，后者推升国内食品价格，CPI 和 PPI 同比均连续三个月高于市场预期，环比超季节性。

4 月社会融资规模增量为 9102 亿元（5-14），大幅低于市场预期 2.6 万亿元，比上年同期少增 9468 亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元，是拖累社融增长的主要项目。4 月社融增速存量增速从 10.6% 回落到 10.2%，贷款余额增速回落 0.5 个百分点至 10.9%。

货币政策方面，5 月 20 日 5 年期 LPR 下调 15bp 至 4.45%，1 年期 LPR 维持不变在 3.70%。这是 2019 年 8 月 LPR 改革以来，5 年期 LPR 的单次最大降幅，也是首次非对称降息中偏向 5 年期（5 年降 1 年未降），释放明确的稳房价、稳预期信号。

宏观经济政策方面，5 月 23 日，李克强主持召开国务院常务会议¹，进一步部署稳经济一揽子措施，会议决定，实施包括一是财政及相关政策，二是金融政策、三是稳产业链供应链、四是促消费和有效投资、五是保能源安全、六是保障基本民生等 6 方面 33 项措施。5 月 25 日，李克强在全

¹ 李克强主持召开国务院常务会议 进一步部署稳经济一揽子措施_总理_中国政府网 (www.gov.cn)



国稳住经济大盘电视电话会上作重要讲话²，强调把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

三、 综述

5 月上旬，疫情继续扩散至北京地区，政治局常务会（5-5）强调坚持“动态清零”总方针，要加快局部聚集性疫情处置，应检尽检、应隔尽隔、应收尽收、应治尽治，协调联动核酸检测、流调、隔离转运和社区管控等重点环节，确保感染者和风险人群及时排查出、管控住。美联储召开议息会议（5-5），美联储加息 50BP 并表示从 6 月开始缩表，但同时淡化了未来单次加息 75BP 的可能，紧缩预期有所回落。美债收益率普遍下行，其中 10 年期下行 3.7 个 BP 至 2.93%。债券市场对经济和融资悲观情绪浓厚，10Y 债券收益率下行为主。

5 月中旬，上海疫情防控（5-13），要努力在本月中旬实现社会面清零，届时将实施有序放开、有限流动、有效管控、分类管理。随后，上海逐步推进复产复工。与此同时，北京社会面筛查发现零星散发病例。央行和银保监会宣布首套房贷利率下限减 20 个基点，债市仍担忧宽信用，对经济数据反应平淡。1 年期 LPR 不动，5 年期 LPR 单独调降 15BP，超市场预期，稳地产意图明显，收益率上行为主。4 月以来，国内经济基本面在局部疫情影响下受到较大冲击，债券收益率整体下行，10 年期国债收益率横盘震荡。

5 月下旬，债券市场主要围绕北京疫情超预期及稳定宏观经济政策展开交易，国常会出台六方面 33 项措施稳经济，稳经济大盘会议扰动市场情绪，市场确认经济状况且政策未超预期，对政策效果存有较大分歧，10 年国债收益率打破之前震荡格局，债券市场收益率出现一波快速下行。这轮 10 年国债收益率快速下行，更接近于市场的补涨行情。临近月末“北京疫情已完全得到控制”，债市重新趋于谨慎，收益率上行。在疫情短期进入尾声

² [李克强在全国稳住经济大盘电视电话会上作重要讲话 韩正主持_总理_中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)



后，短期制约经济复苏的主要因素解除，债券投资环境转向较为不利的一面。

整体上 5 月份在美联储紧缩预期减弱，美元指数触顶回落，外部流动性压力减轻。国内围绕疫情扩散与控制，以及政策对冲经济下行压力展开交易。金融资产表现出来的特征是股强、债平衡、商品震荡偏强、汇稳的局面。

四、 展望

当前，从社融总量实体流动性指标增速来看，流动性已经触底；经济增长指标构筑双底；大宗商品等价格已经呈现出疲弱状态，上涨乏力。外部美元流动性收紧预期降温。

展望未来，在宽信用短暂受阻后，逆周期方向确立宏观杠杆率上升。债券资产交易较为拥挤，而权益资产估值较低，疫情扰动暂时弱化，疫情对经济的持续影响仍在，稳定经济政策持续推出。根据当前经济周期、金融资产周期表现看，二者保持一致，在信用扩张短期受阻后，后续大概率向上。下一阶段权益类资产占优，债券市场转向防御。

五、 相关政策

[国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知_政府信息公开专栏
\(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

[中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)

[人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会 研究部署加大信贷投放力度 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)

[中国人民银行有关负责人答记者问 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)

[人民银行召开全系统货币信贷形势分析会 部署落实稳定信贷增长工作措施 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)



[中国人民银行学习贯彻中央政治局会议精神 坚决落实金融支持稳经济工作措施 \(pbc.gov.cn\)](http://pbc.gov.cn)

[李克强在全国稳住经济大盘电视电话会上作重要讲话 韩正主持_总理_中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

[李克强主持召开国务院常务会议 进一步部署稳经济一揽子措施_总理_中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

[中共中央政治局召开会议 习近平主持会议 滚动新闻_中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。