

经济恢复仍需时日 期债有望继续上行

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 5月公布的经济数据全线走弱，疫情对于经济的影响逐渐显现。5月LPR超预期下降，国内支持性政策密集出台，政策对冲力度明显提升。美联储加息落地，海外美元与美债收益率加速上行，外部影响因素仍在，国债期货整体维持偏强行情。
- ◆ 4月疫情高峰对经济供需两端冲击明显，4月工业生产及社会零售销售受疫情影响急剧降温，投资则较为稳健。目前，经济存在一些有希望的迹象，如新增感染人数持续下降。
- ◆ 2022年的经济复苏要更多回到内循环。政策更应聚焦国内经济的短板，把更多的资源集中到受疫情影响和自身压力更大的行业，以结构性刺激应对非对称冲击。
- ◆ 受疫情扰动，多地生产生活存在一定程度停滞，4月金融数据没有延续3月的回暖趋势，而是结构与总量双降，出现了阶段性走弱。
- ◆ 我国出口虽仍录得同比正增长，但增速不及市场预期，进口同比则在价格支撑下基本持平。在国内供应链扰动、东南亚替代效应以及高基数等多重压力下，出口增速回落明显。
- ◆ 5月首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整，MLF等量平价续做，最新LPR报价5年期下调15bps。降息发力“稳增长”，有望提振信心。目前货币市场资金面保持宽松，
- ◆ 2022年以来地方政府债券相关政策主要体现在发行前置、提升专项债效能和防范风险等方面。
- ◆ 美国开启加息周期，加息预期不断升温，美国利率仍有可能上升，中美利差变负继续制约中国国债收益率下行。
- ◆ 期债目前处于牛市行情的尾端，但经济复苏迹象尚未显现，仍需后续政策的进一步支持，短期债市进入数据空窗期，期债上行动能仍存。

葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

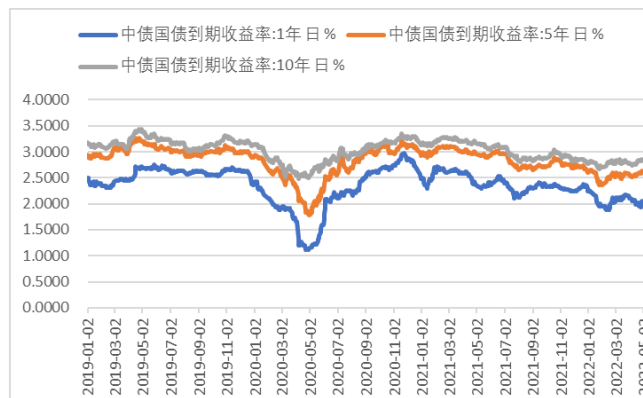
5月公布的经济数据全线走弱，疫情对于经济的影响逐渐显现。5月LPR超预期下降，国内支持性政策密集出台，政策对冲力度明显提升。美联储加息落地，海外美元与美债收益率加速上行，外部影响因素仍在，国债期货整体维持偏强行情。

图 1. 国债期货高位回落



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

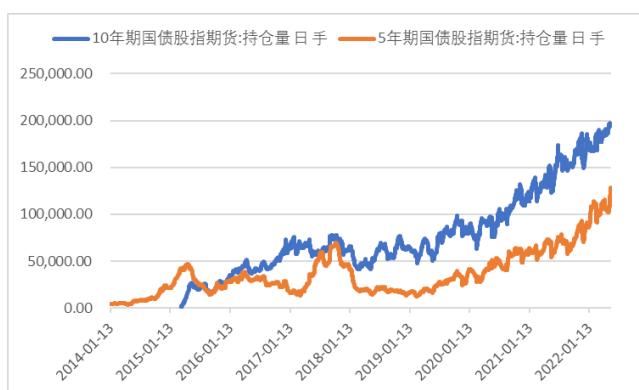
图 2. 中债国债到期收益率重心下移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

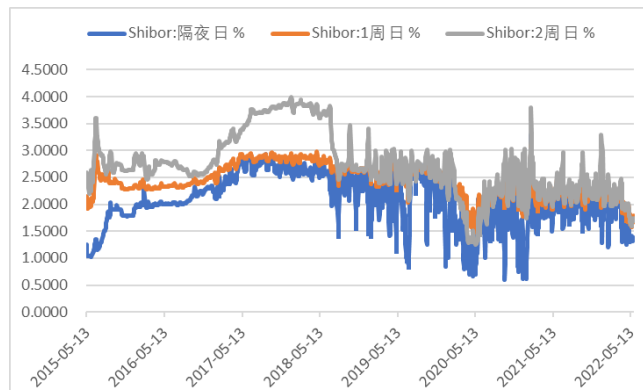
资金面方面，5 月资金面整体宽松，4 月降准落地，降准后资金宽松无虞，5 月初扰动因素较少，虽然地方债供给放量，但整体对于资金面的影响可控。

图 3. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

（一） 疫情冲击经济触底。

4月疫情高峰对经济供需两端冲击明显，4月工业生产及社会零售销售受疫情影响急剧降温，投资则较为稳健。制造业生产主要受汽车和设备行业拖累，而上海是这些行业的重要生产中心。零售方面，受疫情和防控措施影响线下服务和在线销售全线走低。相比之下，企业资本支出和公共投资依然强劲，抵消了房地产投资进一步放缓的影响。目前，经济存在一些有希望的迹象，如新增感染人数持续下降。政府必须谨慎发放消费券，继续推行鼓励容忍的政策，并适当扩大其范围；加强居委会能力，确保每个人都能得到需要的物资，度过疫情的最后阶段。

2020年的复苏依靠外循环和房地产，2022年的经济复苏要更多回到内循环。政策更应聚焦国内经济的短板，把更多的资源集中到受疫情影响和自身压力更大的行业，以结构性刺激应对非对称冲击。对于资本市场而言，非对称的冲击和非均衡的经济结构增大了很多行业的业绩波动，其中也可能蕴含下半年弹性较大的方向。

1、工业增加值由增转降

1—4月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长4.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。4月份，全国规模以上工业增加值同比下降2.9%。从环比看，4月份，全国规模以上工业增加值比上月下降7.08%。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比增长9.5%，较上月减少2.7个百分点；制造业下降4.6%，较上月减少9.0个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，较上月减少3.1个百分点。

4月为此轮疫情冲击的主要时点，长春、上海自进入4月以来几乎全面停摆，此外部分城市也出现小面积疫情。整个4月被疫情贯穿，多数城市采取较为严格的防控措施，上海、长春等严重的城市开始停产停工，再加上上海及华东地区物流受阻，对社会生产生活造成显著冲击，对企业生产造成明显影响，带动4月制造业增速大幅下行，为工业增加值主要拖累项。其中，汽车制造业降幅最为明显，下降31.8%，主要是汽车几大重要产区中，多数受到疫情冲击，长春、上海停产停工，北京、广州、武汉等城市也出现零星新增病例，疫情防控措施也逐步加码，对汽车生产造成较大影响。采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速也出现下滑，但采矿业企业所处地区受疫情影响较小，加上“保供稳价”政策的持续推进，4月煤炭开采和洗选业增长13.2%、石油和天然气开采业增长7.2%，反映出采矿业仍对工业具有一定支撑。

2、餐饮拖累社零低位运行

4月份，社会消费品零售总额29483亿元，同比下降11.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额124807亿元，增长0.8%。4月疫情爆发主要时段，对消费的冲击愈发明显。3月底疫情开始大规模爆发，上海、长春等地整个4月基本上都处于封控状态，部分地区出现零星病例，全国多地加强了疫情防控措施，尤其是对线下消费的管控，比如暂停堂食。也可能从数据上看出，4月餐饮收入下降22.7%，比上月减少了6.3个百分点。而线下消费场景的缺失，带动居民消费方式的转变，由线下转为线上，虽然1—4月社会消费品零售总额同比下降

0.2%，但是实物商品网上零售额同比却出现增长（5.2%），占社会消费品零售总额的比重从去年年初开始不断上涨，4月已经达到23.8%。

从行业来看，消费呈现居家条件下的行业结构性特征。4月的消费结构与2020年3月基本保持一致，必选消费依旧维持韧性，如粮油食品类、饮料类、中西药品类都保持了较高增速，4月同比增长分别为10%、6%和7.9%。而可选消费则表现低迷，继续下滑，由于居民出行受限，服装、鞋帽、针纺织品类、以及化妆品类4月同比分别下滑22.8%和22.3%。此外，汽车消费跌幅极为显著，同比下滑31.6%，汽车消费的大幅下滑主要是因为以下几点：1）居民出行受限，导致需求大幅减弱；2）俄乌冲突持续，使得原油价格不断上涨，4月国内汽油和柴油价格分别上涨2.8%和3.0%，用车成本增加；3）由于原材料涨价、物流不畅、芯片短缺、疫情影响、产能不足等多方面影响，汽车价格出现上涨。根据高频数据显示，4月乘用车零售销量同比下降35.5%，环比下降34.0%。

疫情还加剧了居民收入和就业的压力。4月城镇调查失业率和31个大城市调查失业率继续增加，分别从上月的5.8%和6%上升到6.1%和6.7%，基本达到2020年初以来的最差情况。外来户籍人口和青年人口面临的失业压力更大，随着此轮疫情时间不断增加，多数中小微企业经营压力进一步加大，对于员工需求也在不断减少，再加上即将进入毕业季，毕业生进入求职市场后会加剧供需失衡问题。后续国内稳就业的压力不断增大，如果疫情对经济的拖累继续延长，对就业和收入的负面影响或将进一步扩大。目前来看，5月开始具有中高风险区域的城市数量不断降低，新增人数也在不断减少，疫情得到相对有效控制。上海开始有序推进复产复工进程，预计等到疫情有效缓解后，消费将逐步恢复。

3、固定资产投资增速放缓

2022年1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）153544亿元，同比增长6.8%，较1-3月下降2.5个百分点。从环比看，4月份固定资产投资（不含农户）下降0.82%。分产业看，第一、二、三产业投资同比分别增长5.8%、12.6%、4.3%。分领域看，基建投资、制造业投资均出现下滑。

基建投资受疫情冲击开始回落。4月基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.5%，较1-3月回落2个百分点。其中，交通运输仓储邮政业投资增速由上月的9.6%继续下滑到7.4%。铁路运输业投资是主要拖累项，同比减少7.0%，道路运输投资也相对较低，同比增速仅为0.4%。主要是疫情背景下，交通运输受阻，铁路道路建设所需的钢铁、有色、沥青等大宗商品运送受到制约，影响铁路、道路建设速度。水利、环境公共设施管理业投资增速7.2%，较上月小幅下行（前值8.0%），其中，水利管理业投资增长12.0%，较上月继续增加，而公共设施管理业投资增速较上月回落1个百分点至7.1%。在当前经济下行压力进一步加大的情况下，政策将进一步发力，基建作为稳增长政策的主要抓手，也将有更大力度的支持政策。近期的经济政策重点也聚焦在了疫情防控和基建方面，像是4月末召开的中央财经委员会第十一次会议首次将基建

提升到国家安全地位，并详细梳理了未来基建发力重点，提出“要加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设，把联网、补网、强链作为建设的重点”等。资金方面，此前监管部门要求今年新增专项债须将在6月底前“基本发完”，后续专项债将加速下发到各项目，将进一步刺激基建发力。

制造业投资在疫情冲击、生产受阻影响下继续走弱。1-4月制造业投资同比增速为12.2%。较1-3月减少3.4个百分点。主要是受到以下几方面影响：一是部分疫情严重地区出现生产活动受阻、供应链不畅的情况，直接影响了企业的经营和投资；二是内生需求受到疫情扰动继续走弱，对未来的信心也逐步下滑，带动投资进一步走弱；三是由于停产停工以及物流受阻，海外订单不能及时交付，导致部分订单外流至东南亚国家。分项来看，高技术制造业投资仍为制造业的主要支撑。近几年，国家大力发展高技术制造业，也不断的有利好政策的支持，如近期央行推出的科技创新再贷款等。高技术制造一直是制造业的主要支撑力。1-4月高技术投资增速为25.9%，显著高于整体制造业投资增速水平。其中，电子通信设备、医疗仪器设备制造业投资增速分别为30.8%、29.4%。后续，在疫情得到有效控制，上海复工复产能够有效推进的情况下，加上政策进一步的支持，预计基建、制造业投资将逐步修复。

房地产投资表现再次下探。1-4月，全国房地产开发投资3.92万亿元，同比降低2.7%，较1-3月降低3.4个百分点。房屋新开工面积、竣工面积同比增速延续了上月的负增长，且持续下行，房屋新开工、竣工面积分别下降26.3%、11.9%。施工面积同比增速也持续走低，已经接近0的水平。土地购置面积继续大幅回落，较去年同期减少57%。除地产本身的企业经营问题和居民信心不足造成的市场热度不高问题以外，4月地产链条受到疫情的负面影响加剧。房企经营困难进一步增加，投资意愿继续减弱，同时，居民由于收入的降低以及对地产未来的预期难以改善，购房意愿低迷。4月销售面积降幅继续扩大分别同比下降39%。4月房地产继续走弱主要是因为疫情下居民购房意愿大幅降低，加上开工施工受阻，导致房企拿地意愿进一步下行。但地产政策放松力度不断加大，4月以来又有超过40个城市放松了地产政策，放松管控区域逐步扩大，以及包含部分准一线城市。此外，5月15日，央行和银保监会联合发布通知，下调首套商业性个人住房贷款利率下限至不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，更有针对性地刺激当前地产需求疲弱问题更突出的三线和部分二线城市的购房需求。但目前来看，疫情作为最大不确定性，对内生需求带来巨大影响。购房政策放松对于提振居民信心以及购房意愿的提振效果以及疫情何时能够得到有效控制还需继续观察。

4月疫情对经济造成巨大冲击，居民端、生产端均受到了严重的影响，内生需求偏弱。但是进入5月份，上海和长春疫情已经过了高峰点开始回落，复工复产也开始有序推进。虽然仍有部分城市出现新增病例，但目前为止都得到有效控制。疫情的冲击大部分已经被消化。海外局势作为国内经济的另一扰动项，目前保持“相对稳定”。政策方面，从近期的会议以及政府表态上可以看出，稳增长政策将加大力度支持经济。目前货币政策通过创设新型再贷款工具、加强存款利率等方式引导商业银行加大对实体的信贷支持力度，推动降低企业的

综合融资成本。财政政策方面也将加专项债的发行，预计主要从基建入手，后续货币政策和财政政策将进一步发力。短期负面冲击造成经济数据下行，我们更关注未来在政策的强支持下，有多少受损的产业链能够重新提振，修复的速度和幅度如何。

4、进出口数据同步走弱

2022年4月，我国出口虽仍录得同比正增长，但增速不及市场预期，进口同比则在价格支撑下基本持平。在国内供应链扰动、东南亚替代效应以及高基数等多重压力下，出口增速回落明显。海关总署公布数据显示，按美元计价，4月我国进出口总值4961.2亿美元，同比增长2.1%。其中，出口2736.2亿美元，同比增长3.9%；进口2225亿美元，同比基本持平；贸易顺差511.2亿美元，同比增长24.7%。

出口方面，持续的国内供应链扰动使得出口阶段性承压。在国内供应链扰动、东南亚替代效应以及高基数等多重压力下，出口增速回落明显。4月，我国出口面临较多压力：一是国内供应链扰动持续存在，国内港口集装箱业务受局部地区疫情的影响有所加深，集装箱吞吐量同比放缓；二是在部分地区生产活动受到冲击的情况下，以越南为代表的东盟国家对我国部分轻工产品的出口市场形成替代；三是去年同期我国出口表现亮眼，高基数效应也在一定程度上拖累了本月出口增速。分国家和地区看，2022年4月，中国大陆对前五大贸易伙伴美国、欧盟、东盟、中国香港、拉丁美洲出口的同比增速分别为9%、8%、8%、-16%、6%。除中国香港外，中国大陆对其余四大贸易伙伴的出口增速均出现不同程度回落。分产品看：（1）机电产品——4月机电产品出口金额的同比增速转负，读数为-0.12%。细分项中，集成电路和汽车（包括底盘）仍保持正增长，手机、家电等产品出口同比增速转负；（2）海外终端需求仍旧韧性，其中服装和玩具分别实现了1.9%和17.6%正增长；（3）受制于疫情扰动和基数效应，高新技术产品出口金额增速同样转为负增长，4月我国高新技术产品出口金额同比下降5%；（4）随着欧美等发达经济体的疫情趋稳，与疫情相关的医疗物资出口增速大幅回落，其中医疗仪器及器械同比增速录得-10.2%。

进口表现好于预期，价格支撑下进口持平。4月我国进口同比增0.0%，预期降2.5%，前值降0.1%。4月我国进口好于预期主要来自于进口大宗商品价格上涨的贡献。从进口数量来看，在内需继续收缩影响下，4月进口数量跌多涨少：铁矿砂及其精矿进口数量同比减少13%；铜矿砂及其精矿进口数量同比减少2%，天然气进口数量同比减少20%，集成电路进口数量同比减少16%；但大豆、原油、煤炭的进口数量同比略有增加。价格方面，在全球通胀危机与俄乌冲突后续影响下，全球能源及粮食价格继续攀升。观察4月我国进口单价，主要进口大宗商品如大豆、铁矿砂及其精矿、原油、铜矿砂及其精矿、煤及褐煤的进口单价较上月都出现了不同程度的上扬，在价格支撑下，我国4月进口表现好于预期。

后续来看，二季度出口或呈现“先低后高”的趋势，5月之后随着国内稳外贸、稳外资政策的逐步落地，以及局部地区疫情缓和供应链逐步修复，我国出口增速或重回一定水平。

（二）金融数据阶段性走弱

受疫情扰动，多地生产生活存在一定程度停滞，4月金融数据没有延续3月的回暖趋势，而是结构与总量双降，出现了阶段性走弱，大幅低于市场预期，信用修复承压，但依然可以从社融结构变化中看出央行宽信用的意愿未变。为应对疫情对宽信用节奏的冲击和扰乱，央行在4月金融数据答记者问中提出将稳增长放在更加突出位置，通过稳定信贷总量、降低融资成本、强化对重点领域和薄弱环节支持力度的政策组合，以为宽信用保驾护航。由此可见，当前货币政策的目标依然是宽信用，预计“宽信用+宽财政+宽地产”组合将会进一步加码。而宽货币受海外加息、通胀压力、货币政策空间有限等约束，宽货币空间不断被压缩。

4月社融存量同比增速10.2%，前值10.6%；新增人民币贷款6454亿元，同比少增8246亿元；M2同比增速上行0.8个百分点至10.5%，M1同比上行0.4个百分点至5.1%。

信贷投放显著收缩，对居民、企业信贷双双走弱。居民端缩表比较严重，疫情和防控政策叠加地产需求疲弱，拖累信贷需求下滑。4月为信贷传统淡季，但同比也明显回落。在疫情延续、经济下行、就业承压和收入不确定性等多重因素下，居民消费意愿偏弱，购房依然相对低迷，且个贷资产质量压力加大。政策持续放松下，购房意愿尚未得到有效提振。未来预期仍将推出更多实质性地方利好政策。

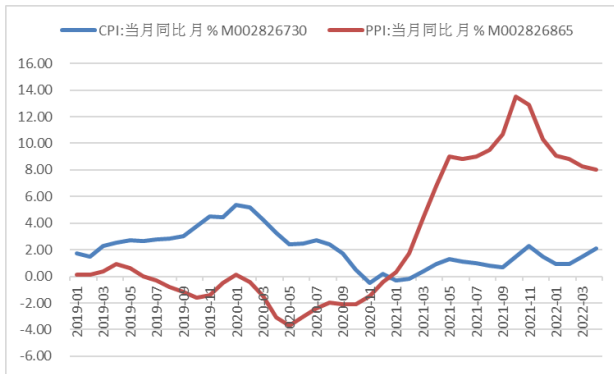
企业中长期贷款同比延续回落，实体经济投资意愿依然偏弱，票据融资依然是主要拉动项。银行靠票据融资冲指标的现象延续。疫情给企业生产带来一定影响，企业生产经营预期也一定程度上受创。4月银行间流动性整体充裕，全面降准之后，票据贴现利率再度回落，票据同比延续多增。政策对于信贷投放支持延续，当前定向投放仍是政策主要方向。

宽信用落地缓慢，新增人民币贷款、企业债券融资形成一定拖累。地方政府专项债同比保持增长，季节性淡季，同比增幅有限，但仍对社融形成主要支撑。表外非标融资基数作用下同比转好，表外票据融资同比回落。政策压降信托延续，但考虑到经济下行和房企现金流压力等，信托贷款回落幅度相对缓和。

M2同比回升至10%以上，而银行间资金形成一定淤积。M2去年同期基数偏低，叠加政府债发行提速、财政直达资金加速拨放等，同比保持上行。而社融-M2广义流动性缺口转负，封控政策下，物流、产业链受阻，资金淤积在银行间市场，宽信用落地有待持续观望。居民、企业存款同比增加，财政存款同比回落，财政支出预期持续发力。

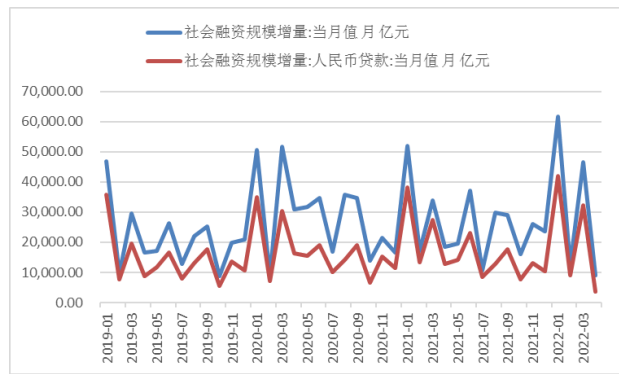
疫情、房地产融资持续疲弱等多重因素影响下，信贷表现低迷。5月信贷投放预期仍将受到疫情影响，信贷逆周期调节下，政府债券有望进一步发力，支撑社融增速。疫情和部分城市的封控为短期冲击，未来将逐步走出底部区间。有待更多支持政策出台，在中美利差倒挂，以及三季度通胀抬升的潜在压力下，货币政策宽松阶段性受到约束。债券市场短端利率仍有一定相对配置价值，期限利差仍有走阔空间。长端利率在疫情、复工复产等风险因素尚未出清，短期或维持区间震荡。

图 5. 通胀温和



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 社融走弱



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(三) 通胀仍相对温和

中国 4 月 CPI 同比 2.1%，市场预期 2.0%，前值 1.5%；环比 0.4%。4 月 PPI 同比 8.0%，市场预期 7.8%，前值 8.3%；环比 0.6%。

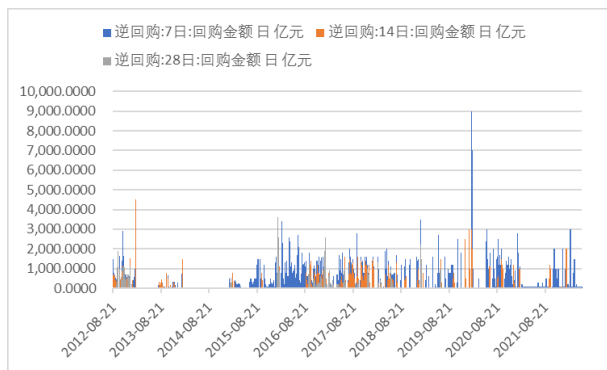
4 月 CPI 同比录得 2.1%，略高于市场预期，环比 0.4%，明显高于季节性水平，食品和能源的拉动作用明显。其中，不包括食品和能源的核心 CPI 恢复缓慢，同比回落 0.2 个百分点至 0.9%，环比 0.1%，略低于季节性水平。4 月国内疫情防控严格，多地曾静态管理，终端需求受到严重影响，拖累核心 CPI 和服务 CPI 同比增速。后续疫情的恢复进度仍是核心 CPI 能否回升的关键。从食品 CPI 的分项来看，猪肉同比下降 33.3%，降幅收窄，环比大幅回升至 1.5%，前值-9.3%。一方面受疫情影响，短期囤货需求增加；另一方面，滞后 10 个月的能繁母猪量 2021 年 6 月大幅下降，且之后连续走低，猪肉供给的较快出清可能预示新一轮猪周期的启动。猪价走高或是后续 CPI 温和攀升的主要贡献。其他分项如鲜菜、鲜果、蛋类同比增速均较前值有所上升。主要是因为疫情和物流的短期冲击所致。随着疫情形势逐步缓解，需求趋于正常，供应边际好转，高价很难持续。非食品分项方面，交通工具用燃料上升 4.3 个百分点至 28.4%，国际地缘政治风险尚未解除，能源价格保持高位，是非食品 CPI 的主要拉动项。

PPI 同比回落 0.3 个百分点，略超市场预期；环比 0.6%。其中生产资料环比下行 0.6 个百分点至 0.8%，黑色和原油产业链的环比仍保持较快增速。铁矿石、煤炭等原材料价格 4 月保持高位。但近期发改委多次提出保供稳价，煤炭的高价或难持续。而原油产业链主要受国际地缘政治的影响，大宗商品价格高位震荡，俄乌局势的走势仍是原油价格的关键。

整体来看，疫情和国际政治形势对近期通胀的走势有较大的影响。往后看，CPI 可能会在猪周期的带动下温和上行，PPI 延续下行的趋势短期内不会改变。这也符合央行在一季度货币政策执行报告中对通胀走势的定调。尽管央行提出“密切关注物价走势变化”，表达了对通胀的一定担忧，但担忧主要来源于地缘政治风险的不确定性引起的大宗商品价格波动。综合以上，我们认为，当前的通胀仍在合理区间，短期内尚未对经济基本

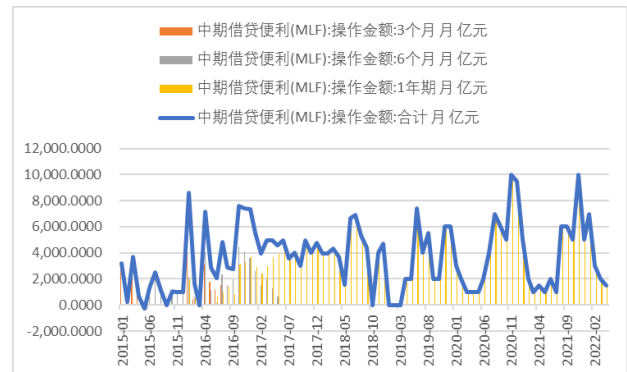
面构成明显制约，但疫情和国际地缘政治的影响仍存在一定的变数，需要持续跟踪。

图 7：逆回购投放平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8：MLF 投放金额缩量



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

“五一”小长假后首银行间市场主要回购利率普遍下行，隔夜利率微降至 1.75%附近，七天及 14 天期利率降幅稍明显。降准以来资金宽松无虞，月初扰动因素较少，供给更无忧。

央行 5 月 9 日发布 2022 年第一季度中国货币政策执行报告，报告对经济运行的表述与 4 月政治局会议保持一致，强调“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，要保持货币信贷和社会融资规模稳定增长；加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。总的来看，货币政策总体稳健略偏宽松的基调不变，稳增长背景下总量政策仍有空间，但受海外输入型通胀压力以及美联储加息缩表等因素影响下，空间正在变小。但另一方面，结构性货币政策空间更大，存款利率市场化调整机制最终推动实体经济降低融资成本，预计政策层面将会更积极。

5 月 15 日，人民银行、银保监会发布通知，下调首套住房商业性个人住房贷款利率下限至不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 20 个基点，二套住房商业房贷维持现行规定不变。央行调降首套房利率下限，释放稳增长升温信号。从实际直接利息节约和历史复盘看，政策力度较强，信号意义显著。政策具体效果仍需观察，今年地产政策的良性结果是“兜住底”，基本面真正反弹向上仍需政策继续发力。

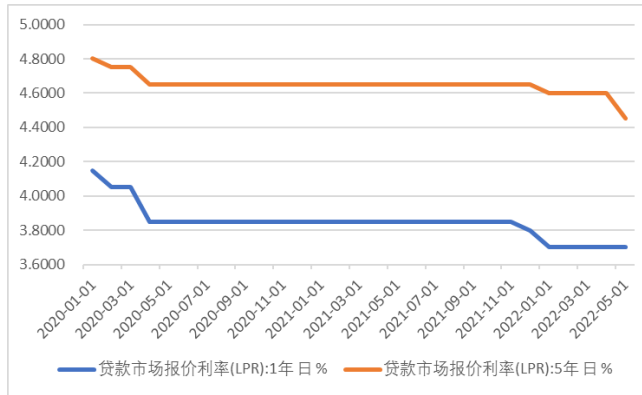
5 月 16 日，央行开展 1000 亿元 1 年期 MLF 操作（等量续作本月到期量）和 100 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率均不变分别为 2.85%、2.10%。央行未调降政策利率，是对国际收支及稳物价的权衡。

5 月 MLF 等量平价续做。5 月最新 LPR 报价出炉，1 年期持平，5 年期下调 15bps 至 4.45%。降息发力“稳增长”，利好信用环境改善、支撑银行估值。年初以来房地产市场持续遇冷。社融信贷数据也持续走弱。在这种情况下“降息”，减轻居民购房成本，有望提振信心。

5 年期 LPR 利率大幅下调 15 个基点。5 月 20 日，央行公布 1 年期 LPR 为 3.7%，维持不变；5 年期以

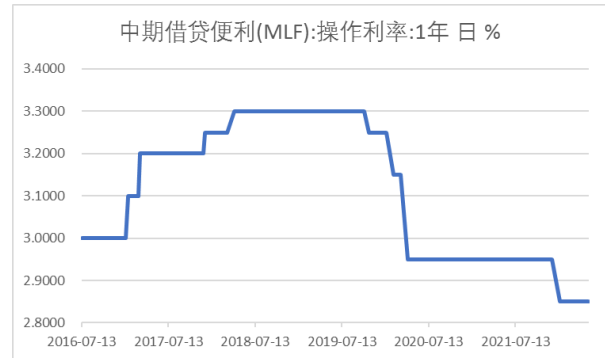
上 LPR 为 4.45%，大幅下调 15 个基点，超出市场预期。近期多家银行下调存款利率，负债端成本逐步下降，为 LPR 利率下调进行了准备。5 年期 LPR 利率下调，虽对银行净息差产生不利影响，但贷款利率下降刺激贷款需求增长能够减少部分损失。

图 9：LPR 非对称下调



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 10：MLF 利率持平



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

2022 年一季度，地方政府债券发行规模合计 1.82 万亿元，同比增长 103.84%。在稳增长重要性提高以及坚决遏制新增地方政府隐性债务的政策背景下，2022 年以来地方政府债券相关政策主要体现在发行前置、提升专项债效能和防范风险等方面。从市场层面看，地方政府债券发行表现出期限拉长、发行节奏前置、发行利率显著下降、期限及区域利差收敛的特征。预计今年作为“前门”的地方政府债有望持续发力，二季度或为发行高峰，地方政府隐性债务严监管政策仍将持续，专项债资金监管将继续强化、强调资金使用效率，地方政府债券发行定价将更加市场化。

地方债供给可能不会对资金面形成明显冲击，当前市场普遍担心流动性宽松状态可能会快速结束，而实际上流动性宽松的时间可能维持较长，这是市场最大的预期差，

四、外围风险事件频发

1、中美利差倒挂持续

美联储加息落地，议息会议后，美联储官员表态偏鹰派，暗示为了抑制通胀将加快加速进程。美元指数上行并站上 104，10 年期美债收益率高位运行，中美货币政策错位和中美利差倒挂持续。不过市场普遍认为美联储未来收紧的速度或不及预期，暂时排除加息 75bp 的可能。

近期美国 10 年期国债收益率突破 3% 以后出现高位回落，连续回落至 2.84%，有高位转向迹象，但仍在上升趋势支撑中。中美利差继续为负，仍低于美国国债收益率，但有所缓和，有望底部企稳。美国开启加息周期，

加息预期不断升温，美国利率仍有可能上升，中美利差变负继续制约中国国债收益率下行。

第三部分国债期货市场展望

4月份经济数据受疫情冲击较大，经济供需两端冲击明显，消费受到严重冲击一方面，生产陷入收缩，失业率进一步走高；另一方面，消费收缩加剧，房地产投资加速下滑。但受稳增长政策支撑，基建和制造业投资维持一定韧性。展望未来，5月以来本土疫情严重地区（如上海）的新增感染者数量持续下降，本轮疫情拐点已出现。目前物流等高频指标有所回升，预计随着供应链的修复以及复工复产的逐步推进，工业生产将有所改善。疫情对经济的影响或逐渐消退。政治局会议后国内各部委相继出台支持性政策，国内政策宽松力度明显增大。5月15日，央行、银保监会发布通知。首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。5月MLF等量平价续做，5月最新LPR报价出炉，5年期下调15bps至4.45%。降息发力“稳增长”，有望提振信心。目前货币市场资金面保持宽松，6月地方债的密集发行或对资金面形成扰动。美国开启加息周期，加息预期不断升温，美国利率仍有可能上升，中美利差变负继续制约中国国债收益率下行。期债目前处于牛市行情的尾端，但经济复苏迹象尚未显现，仍需后续政策的进一步支持，短期债市进入数据空窗期，期债上行动能仍存。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#