



债券市场回顾与展望

2022-4

一、 市场回顾

2022 年 4 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 年国债期货下跌 0.26%，南华工业品下跌 0.16%，沪深 300 和创业板录得负收益，其中创业板下跌 15.47%，沪深 300 下跌 6.08%。十年美债下跌 2.76%。整个 4 月份，股、债、商全线下跌。

2022 年 1-4 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）下跌 0.43%，南华工业品价格指数累计上涨 24.23%。沪深 300 累计下跌 18.71%，创业板累计下跌 31.01%。十年美债累计下跌 8.86%。



二、 经济政策环境

2022 年 1 季度实际 GDP 同比从去年四季度的 4%反弹至 4.8%，名义 GDP 同比从 9.7%降至 9%，实际 GDP 增速有所反弹而名义 GDP 继续下行。单月看，3 月工业增加值同比从回落至 5%，工业产出边际放缓。3 月社会消费品零售总额同比下降 3.5%，实际增速同比大幅下降 6%。3 月固定投资单月同比从前 2 月的 12.2%降至 7.1%。3 月出口（美元计价，下同）同比增 14.7%，进口同比-0.1%。



3月广东疫情冲击较为短暂，月内出口先下后上。疫情冲击下，多地企业停工减产，尤其是上海静态管理和昆山静默期（昆山部分地区静默期进一步延长至4月19日）都集中在4月，而且通过产业链影响到了其他地区的企业。由于上海进出口占比高于增加值占比，且集中了大量外资企业，对全球供应链的影响也不容忽视。

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
2018-03-31	6.00	2.10	-1.10	3.10	-0.20	7.50	10.40	3.80	10.10	8.60	8.20	12.69
2019-03-31	8.50	2.30	-0.40	0.40	0.20	6.30	11.80	4.60	8.70	6.66	8.60	11.16
2020-03-31	-1.10	4.30	-1.20	-1.50	-1.20	-16.10	-7.70	-25.20	-15.80	-18.10	10.10	11.50
2021-03-31	14.10	0.40	-0.50	4.40	2.00	25.60	25.60	29.80	34.20	33.00	9.40	12.30
2022-03-31	5.00	1.50	0.00	8.30	1.40	9.30	0.70	15.60	-3.53	-6.04	9.70	10.60

3月实体数据好坏参半，工业符合预期，消费低于预期，投资好于预期。3月国内疫情较为严重，由于封控措施较严，经济活动受到较大影响，不但消费和服务业大幅放缓，建筑施工受到明显拖累，而且物流也明显受阻，导致工业生产也明显放缓。

金融数据方面，3月新增社融4.65万亿元，同比多增1.27万亿元，受到企业融资和政府债同比多增的支撑，3月社融强劲反弹。带动社融存量增速从2月的10.2%明显反弹至3月的10.6%。

货币政策方面，4月MLF利率维持前期利率水平，低于部分投资者预期，在内部疫情严重，美联储加息的空窗期，4月维持利率不变被市场解读为货币政策最后宽松的窗口期实质性关闭。考虑到美联储及全球其他央行陆续提供政策利率，维持中美政策利率的利差以应对资本外流非常之必要。政策在宽松工具选择方面，选择了上缴利润、大幅压低短期货币市场利率、¹降低银行拨备覆盖率以及²再贷款等工具，避免政策利率下调的释放的强烈政策信号。

三、 综述

¹ [国常会：适时运用降准等货币政策工具-中新网 \(chinanews.com.cn\)](http://chinanews.com.cn)

² [2022年第一季度金融统计数据新闻发布会文字实录 \(pubc.gov.cn\)](http://pubc.gov.cn)



4月上旬，债券市场收益率震荡下行为主。受财新 PMI 不及预期，上海疫情持续恶化的影响，市场期待进一步宽松政策的推出，债市偏强。在国常会指出要适时灵活运用多种货币政策工具，债券市场收益率出现快速回落，不过在政策工具强调使用再贷款后，市场情绪走弱。美债收益率在这一阶段快速上行，至月末 10 年期品种收益率水平均接近 2.8，美债对中债的牵引有所弱化。股指方面，继 3 月底有所企稳后，受疫情加剧的影响，再次单边快速下跌。

4月中旬，央行发布金融数据显著超出市场预期，债券市场收益率影响有限。市场关注点在降准、降息，在 4-15 维持 MLF 利率不变后，降息未落地，降准 25bp，此次降准共计释放长期资金约 5300 亿元，低于市场预期，债券市场出现抛盘，收益率快速上行。4-18 央行和外汇局出台的助力疫情防控和经济发展的 23 条举措³，目标是“有力保持流动性合理充裕”，同时促进有效投资、合理购买政府债券等宽信用政策，整体上债券市场处在弱势。同期，10 年美债收益率一路上行至 2.95，10 年中债美债收益率开始倒挂，美元指数亦快速上行，4-19 人民币汇率在疫情对出口的压力开始凸显，加之美联储加息预期下美元指数持续走强，人民币汇率跌破 6.4 关键压力位后，展开快速补跌。而主要股指亦跌破前期短暂的整理平台，同步汇率快速下跌，尤其是中小市值股票。

4月下旬，债券市场主要围绕资金宽松和双降不及预期及宽信用预期展开交易，10 年期国债在高位震荡。人民币汇率自 4.20 的 6.4 开始迅速下跌，4.25 央行宣布将外汇存款准备金率⁴从 9%下调至 8%，至 4.28 号的 6.65 后跌幅缩窄至企稳。主要股指跟随汇率同步下跌，其中创业板连续 5 个交易日下跌近 12%，在市场恐慌情绪加速释放后，市场开始反弹。假期前最后一个交易日，中共中央政治局会议召开，午间公告称要加强基础设施建设，加大宏观政策调节力度以努力实现全年经济社会发展预期目标，坚持动态清零但要求最大限度减小对经济影响，同时对平台经济和房地产监管有新

³ [中国人民银行 外汇局出台 23 条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn)

⁴ [中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn)



定调以稳住经济盘及就业，政策稳预期和稳市场情绪意图明确，股指有力反弹。

整体上 4 月份经济疫情爆发、扩散和有序复工展开，主要金融资产围绕美元指数走强，国内宽松对冲经济下行压力，中美货币政策错位展开交易。金融资产表现出来的特征是股、债、商、汇齐跌的局面，其中共同影响因素是美元加息。

四、 展望

展望未来，疫情对于 2 季度的冲击较 1 季度加大，结构性政策或将发挥更大作用。从全国层面来看，疫情影响似乎由面及点，有疫情的地级市 GDP 占比已由最高点的近 40%下降至 30%左右，但是上海疫情也通过产业链等方式外溢影响其他地区。近期政策一方面加快推动上海社会面动态清零，积极推动上海复工复产和物流恢复。另一方面结构性政策的作用或将加大，支持受疫情冲击较为严重的行业和人群。

考虑到美国方面快速加息在即，中国央行在使用价格工具方面颇为谨慎，主要是通过压低货币市场利率以及各类定向款信用工具为实体注入流动性。疫情影响下，财政政策目前主要是在防疫支持方面发力。同时，权益性资产在恐慌性下跌后，伴随政策稳定信号的出现，市场有望迎来企稳反弹。伴随疫情常态化控制的展开，对经济的冲击将趋于弱化。

五、 相关政策

2022 年 4 月 6 日：中国人民银行就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》公开征求意见

2022 年 4 月 11 日：2022 年一季度金融统计数据报告

2022 年 4 月 15 日：中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率



2022 年 4 月 22 日：中国人民银行行长易纲以视频方式出席第 45 届国际货币与金融委员会会议

2022 年 4 月 25 日：中国人民银行决定下调金融机构外汇存款准备金率

2022 年 4 月 26 日：中国人民银行有关负责人就当前金融市场情况接受金融时报采访

2022 年 4 月 28 日：中国人民银行设立科技创新再贷款 引导金融机构加大对科技创新的支持力度

2022 年 4 月 29 日：中国人民银行、发展改革委决定开展普惠养老专项再贷款试点 支持增加普惠养老服务供给

2022 年 4 月 29 日：关键时刻，中央开会定调经济，释放重磅信号！

2022 年 5 月 4 日：中国人民银行增加 1000 亿元专项再贷款额度 支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力；

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

2022 年 5 月 4 日：美国启动对华加征关税复审程序

【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。