



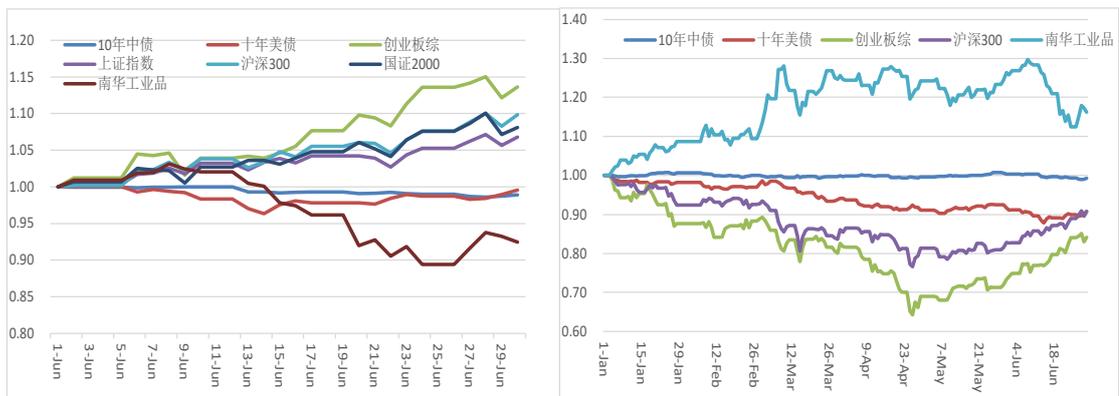
债券市场回顾与展望

2022-6

一、 市场回顾

2022年6月，主要大类资产表现如下图（左）。债券类资产（10年中债）走势分化，其中10年国债期货下跌1.08%，南华工业品下跌7.57%，股票指数继续反弹，其中创业板上涨13.61%，沪深300上涨9.84%。十年美债下跌0.46%。整个6月份，债券类资产和商品下跌为主，股票资产继续反弹。

2022年1-6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0.73%，南华工业品价格指数累计上涨16.23%。沪深300累计下跌9.22%，创业板累计下跌15.91%。十年美债累计下跌9.28%。



数据来源：兴合基金

二、 经济政策环境

统计局公布（6-15）2022年5月份实体经济数据¹：中国1-5月固定资产投资205964亿元，同比增长6.2%，预期同比增6%。中国1-5月房地产开发投资52134亿元，同比下降4.0%；商品房销售面积50738万平方米，同比下降23.6%；房地产开发企业到位资金60404亿元，同比下降25.8%。

¹ [国家统计局新闻发言人就2022年5月份国民经济运行情况答记者问 \(stats.gov.cn\)](http://www.stats.gov.cn)



5 月规模以上工业增加值同比增 0.7%，预期降 0.1%，前值降 2.9%。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.3%。5 月社会消费品零售总额同比降 6.7%，前值降 11.1%；1-5 月社会消费品零售总额同比降 1.5%。5 月全国城镇调查失业率为 5.9%，比上月下降 0.2 个百分点。

通胀方面（6-10），猪周期上行推高通胀，但疫情对供给端物流的扰动缓解，菜价回落，近期疫情对需求的压制未见明显缓解，服务和可选商品价格增速放缓，5 月 CPI 同比与上月持平于 2.1%；5 月 PPI 同比则由上月的 8.0%进一步放缓至 6.4%，环比仅上涨 0.1%，弱于 2-4 月均值的 0.7%。往前看，PPI 方面，冲突和制裁带来供给冲击，大宗价格或高位震荡，PPI 同比虽在高基数下继续放缓、但中枢仍高，全年或在 5.5%左右。

| 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 | M5405526 | M0001385 | M5525763 |
| 2017-05-31 | 6.5000 | 1.5000 | -0.1102 | 5.5000 | -0.4000 | 8.6000 | 8.8000 | 5.1000 | 10.7000 | 9.5000 | 9.1000 | 15.5034 |
| 2018-05-31 | 6.8000 | 1.8000 | -0.2000 | 4.1000 | 0.5000 | 6.1000 | 10.2000 | 5.2000 | 8.5000 | 6.8000 | 8.3000 | 12.1991 |
| 2019-05-31 | 5.0000 | 2.7000 | 0.0000 | 0.6000 | 0.2000 | 5.6000 | 11.2000 | 2.7000 | 8.6000 | 6.4000 | 8.5000 | 11.0250 |
| 2020-05-31 | 4.4000 | 2.4000 | -0.8000 | -3.7000 | -0.5000 | -6.3000 | -0.3000 | -14.8000 | -2.8000 | -3.7000 | 11.1000 | 12.5000 |
| 2021-05-31 | 8.8000 | 1.3000 | -0.2000 | 9.0000 | 2.1000 | 15.4000 | 18.3000 | 20.4000 | 12.4000 | 10.1000 | 8.3000 | 11.0000 |
| 2022-05-31 | 0.7000 | 2.1000 | -0.2000 | 6.4000 | 0.1000 | 6.2000 | -4.0000 | 10.6000 | -6.7000 | -9.6800 | 11.1000 | 10.5000 |

数据来源：Wind 数据库

5 月 M2 与社融均明显超出市场预期，M2 同比增速已经达到 2020 年高点。虽然 5 月票据利率的走弱加剧了市场对贷款需求疲弱的担忧，但在政策加力宽松的背景下，5 月社融和 M2 数据大幅超出市场预期。5 月新增社融为 2.79 万亿元，同比多增 8380 亿元，大幅高于一致预期（Wind）2.37 万亿元。同时，M2 同比增速从 4 月的 10.5%加速至 5 月的 11.1%，已经达到 2020 年时的高点。央行利润上缴支付、社保基金的缓缴，实际上反映在 M2 当中，带来 M2 快速上升，反映宏观政策支持力度加大。

6 月制造业 PMI 环比上升 0.6ppt 至 50.2%，重回扩张区间，排除供货商配送时间后的 PMI 环比上升 2.0ppt，显示实际恢复强度高于表征。核心的新订单、生产分项环比上升幅度较大，皆重回扩张区间，生产快于需求。随着供给冲击的大幅缓解，后续的关注点应更多从供给转向需求。



美国 5 月 CPI 同比增长 8.6%，再创新高；核心 CPI 同比增长 6%，亦高于预期。从分项看，几乎所有重要项目都在涨价，显示通胀内生动能强劲。通胀创新高给美联储带来重大挑战，如果想要控制通胀，可能需要更激进的货币紧缩，而更紧的货币将加大经济下行压力，增加经济衰退概率。一种可能是美联储不得不以经济衰退（“硬着陆”）为代价换取物价稳定。

三、 综述

6 月上旬，继 5 月底疫情拐点后，政策方面持续推动物流畅通，疏通运输环节，疫情逐步转向常态化防控，服务业尤其是航空业逐步回升，宏观经济政策处于落实阶段，债券市场延续调整。旬初，债券市场持续阴跌，十年国债上行突破 2.80 后，旬末逐渐企稳，展开震荡。美国就业数据超预期，美联储加息 75bp。6-10 公布的经济通胀数据市场反应平淡，金融数据超预期，但市场已提前做出反映。

6 月中旬，国内债券市场震荡偏弱，市场增量信息不多。美国方面，美联储加息 75 个基点，删除预计通胀将回到目标 2% 说辞，强烈承诺降低通胀，鲍威尔称 75 基点加息不会是常态；美国 5 月制造业产出下降 0.1%，为 1 月以来首次下降，低于预期的 0.3%。5 月制造业产出意外下降，是美联储激进收紧货币政策以抑制通胀之际，经济活动再度降温的最新迹象。目前来看，美国经济可能出现衰退，但通胀仍处在高位，市场对美联储未来加息空间及路径产生较大分歧。

6 月下旬，在经历短暂平稳后，市场开始一轮较快下跌，10 年国债收益率上行至 2.85% 水平。政策消息面，货币政策委员称可考虑上调赤字率或发行特别国债，市场对稳增长预期进一步增强，且疫情政策逐步放松和优化当中，包括通信行程卡取消“星号”标记、国家卫健委将密切接触者、入境人员隔离管控政策，全国酒店预订量开始激增，货运物流有序运行，公路、民航货运加快恢复。

整体上，6 月份在疫情出现拐点，疫情政策逐步调整后，银行间流动性仍保持宽裕，市场利率低于政策利率。实体流动性在财政及货币政策刺激



下出现明显恢复。美国在通胀压力之下紧随货币政策，经济随之产生向下的压力，美国经济有向滞胀演变的倾向。国内金融资产表现出来的特征是股强、债和商品弱局面。

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。美国经济陷入滞胀概率上升。综合股、债、商的市场表现看，股票市场反应在深度下跌后，流动性宽裕支撑下的反弹，债券和商品反应经济弱复苏的预期。

展望未来，国内实体流动性宽松，短期经济尚未有很明确的反弹。在流动性维持宽松的条件下，叠加疫情缓解，预计经济复苏可期。大类资产整体表现而言，处在相对合理位置。

五、 相关政策

[中国人民银行外汇局举行新闻发布会 解读国务院常务会部署扎实稳住经济的有关金融政策 \(pbc.gov.cn\)](#)

[中国人民银行行长易纲接受中国国际电视台（CGTN）记者专访 \(pbc.gov.cn\)](#)

【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。