



## 2022/3/28-2022/4/2 债券市场周报

2022年4月5日 星期二

**投资要点：** 资金面平稳，跨季后资金利率显著下行。基本面方面，3月PMI明显转弱，经济复苏动能本身不强，叠加疫情影响加重，经济短期承压。市场对货币持续宽松仍有预期，债市利率或维持低位波动。

### 一、 市场行情回顾

#### 1. 资金面

到期方面，本周（3月28日至4月2日）有1900亿元逆回购到期。投放方面，央行逆回购投6200亿元，合计净投放4300亿元。下周（4月6日至4月8日）央行公开市场将有6100亿元逆回购到期。

全周来看，周一央行加大逆回购投放，跨季后资金利率显著下行。DR001、DR007、DR014分别为1.29%、1.79%、1.88%，较上周收盘分别变动-69.4bp、-42.3bp、-60.3bp。具体来说，本周DR007运行在1.79-2.24%的区间，跨季前平均在2.2%附近，跨季后下降至2%以下。回购交易方面，本周银行间质押式回购日均量为3.54万亿元，较上周下降（上周为4.65万亿元），其中R001日均量为2.49万亿元，较上周下降（上周为3.92万亿元），R001成交量占比为73%，较上周下降（上周为84%）。

图1 货币市场利率

品种		2022/4/2	2022/3/25	涨跌 (BP)
R	1D	1.30	2.04	↓ -73.4
	7D	1.83	2.88	↓ -105.1
	14D	1.90	2.79	↓ -89.0
DR	1D	1.29	1.98	↓ -69.4
	7D	1.79	2.22	↓ -42.3
	14D	1.88	2.48	↓ -60.3
SH BOR	ON	1.31	2.00	↓ -69.3
	1W	1.84	2.21	↓ -37.0
	1M	2.31	2.31	↓ -0.4
	3M	2.37	2.37	↑ 0.1

资料来源：Wind

#### 2. 债券利率

周一，央行加大逆回购投放呵护资金市场，上海疫情升温，分浦东和浦西开展封控管理，利率下行0.35bp；周二，无明显消息，利率下行0.15bp；周三，无明显消息，利率延续小幅下行态势，下行0.5bp；周四，3月PMI数据全面转弱，但国常会未提及货币宽松，市场随即交易利多出尽逻辑，利率上行1.25bp；周五，跨季后资金面宽松，DR007加权利率向下突破2%，利率下行0.7bp；周六，非银机构休息，市场成交平淡，利率小幅波动。全周来看，十年国债活跃券210017收于2.8025，累计下行0.5bp；十年国开活跃券210215收于3.0975，累计下行2.5bp。



南华基金管理有限公司

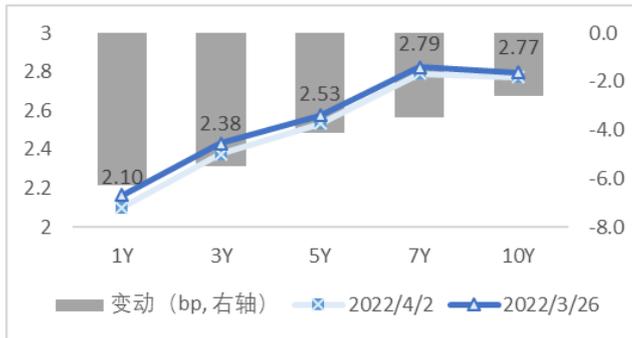
公司地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦3层

客服电话：400 810 5599 传真：010-5896 5908

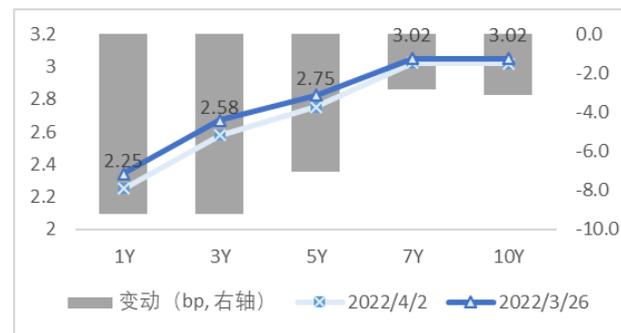
网址：www.nanhua.com

邮编：100000

基金销售：400 810 5599 传真：010-5896 5908

**图2 国债期限结构变动(中债估值)**


资料来源: Wind

**图3 国开债期限结构变动(中债估值)**


资料来源: Wind

**图4 利率债分位数情况(中债估值)**

更新日期 2022/04/02

评级	期限	最新YTM	最大值	3/4分位	中位数	1/4分位	最小值	当前分位数
国债	1Y	2.10	4.23	3.16	2.68	2.31	1.13	12%
	5Y	2.53	4.52	3.51	3.13	2.85	1.79	5%
	10Y	2.77	4.65	3.65	3.42	3.13	2.51	5%
国开债	1Y	2.25	5.54	3.73	2.94	2.53	1.19	9%
	5Y	2.75	5.87	4.16	3.73	3.29	2.15	2%
	10Y	3.02	5.89	4.38	4.00	3.54	2.80	3%
国债利差	5Y-1Y	0.43	1.56	0.56	0.42	0.30	-0.19	55%
	10Y-5Y	0.24	0.77	0.31	0.21	0.15	-0.06	59%
国开利差	5Y-1Y	0.50	1.49	0.77	0.64	0.46	-0.12	29%
	10Y-5Y	0.27	0.67	0.29	0.20	0.11	-0.08	69%

资料来源: Wind

**图5 信用债分位数情况(中债估值)**

更新日期 2022/04/02

收益率/ 评级	期限	最新YTM	最大值	3/4分位	中位数	1/4分位	最小值	当前分位数
AAA	1Y	2.63	6.31	4.50	3.64	2.98	1.76	5%
	3Y	3.03	6.29	4.70	4.05	3.47	2.33	7%
	5Y	3.44	6.34	4.92	4.36	3.80	2.88	12%
AA+	1Y	2.77	6.77	4.79	3.87	3.21	1.97	5%
	3Y	3.25	6.79	5.08	4.41	3.74	2.58	9%
	5Y	3.67	6.90	5.37	4.77	4.09	3.21	11%
AA	1Y	2.90	7.07	5.07	4.21	3.45	2.37	4%
	3Y	3.57	7.23	5.46	4.78	4.04	3.03	6%
	5Y	4.23	7.45	5.79	5.22	4.55	3.44	9%
AA-	1Y	5.29	7.70	6.11	5.49	5.00	2.85	38%
	3Y	5.95	7.90	6.64	6.13	5.83	3.98	34%
	5Y	6.61	8.23	6.99	6.66	6.26	4.59	46%

资料来源: Wind

## 二、宏观经济观察

- 央行一季度政策例会指出，当前国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内疫情发生频次有所增多，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
- 中国3月官方制造业PMI为49.5，比上月下降0.7个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平有所回落。从分类指数看，构成制造业PMI的5个分类指数均低于临界点。

中国3月官方非制造业PMI为48.4，前值51.6，非制造业景气度降至收缩区间；3月综合PMI为48.8，前值51.6，表明我国企业生产经营景气水平有所下降。

国家统计局：近期国内多地出现聚集性疫情，加之国际地缘政治不稳定因素显著增加，我国企业生产经营活动受到一定影响，三大指数均降至临界点以下，表明我国经济总体景气水平有所回落；同时调查企业反映，随着局部地区疫情得到有效控制，受抑制的产需将会逐步恢复，市场有望回暖。

图6 部分高频经济数据

	指标	单位	本周值	上周值	周变动%
下游	30城日均成交面积	万方	36.1	33.1	↑ 9.2%
	BDI指数	点	2357.0	2544.0	↓ -7.4%
中游	螺纹钢期货	元/吨	5160.0	5013.0	↑ 2.9%
	水泥价格指数	点	172.5	172.1	↑ 0.3%
上游	原油	美元/桶	99.3	113.9	↓ -12.8%
	铁矿石价格指数	点	566.6	542.7	↑ 4.4%
	南华有色金属指数	点	1669.7	1749.4	↓ -4.6%
食品	猪肉批发价	元/公斤	18.1	18.2	↓ -0.8%
	28种蔬菜批发价	元/公斤	6.0	5.8	↑ 2.9%
	7种重点监测水果	元/公斤	7.2	6.8	↑ 5.7%

资料来源：Wind

## 三、未来市场展望

下周资金面影响因素方面，一级市场利率债发行规模787亿，净发行773亿，缴款规模280亿，净缴款256亿；存单到期规模2988亿；资金下周到期方面，将有6100亿元逆回购到期。

3月5日，2022年政府工作报告公布，市场普遍预期GDP目标会定在5~5.5%，而实际公布的增速目标为5.5%左右，体现出中央对于今年经济增速有较高的诉求。在此背景下，稳增长政策会贯穿全年，无论是政策推出的预期，还是政策实际推出后带来的效应，都将对债券市场施压。中期来看，债市趋势偏空，久期策略的超额收益要求对政策节奏有较精准的把握，难度较

高，建议以防守为主，缩短久期聚焦票息。后续对宽信用进程、房地产投资以及其他经济数据进行密切跟踪。

短期来看，虽然全年的稳增长预期向好，但经济的复苏并非一帆风顺，尤其是3月以来疫情在多个主要城市出现明显扩散，防控政策的加码势必会牺牲一定的经济，短期来看利率风险不大或将继续低位震荡。

#### 四、 卖方观点汇总

机构	日期	主要观点
招商（尹睿哲）	04/04	总体上看，债市在经历了3月情绪的一波三折和市场走势的“窄幅波动”后，可能在4月寻找新的方向。此前经济的回暖本就并不稳固、可持续性不强，现在叠加疫情的影响，基本面的压力进一步加大，因此4月货币政策应对的必要性上升。从央行一季度货币政策会议表述上来看，新增表述“加大稳健货币政策实施力度、提振信心”，“着力稳定银行负债成本”，货币宽松窗口期仍在。而从市场价格观察，这一预期可能尚未充分定价，后续关于货币宽松或还有一定的博弈空间。
安信（池光胜）	04/03	虽然境外机构持债规模占比持续上升，但从外资卖出时期利率走势来看，外资对于国内债市几乎没有定价权，只有在短期卖出规模较大时或带来利率短暂冲高，但并不能左右国内利率趋势。考虑到2020年二季度以来我国经常项目差额持续历史高位，人民币汇率贬值压力不大，以及美债10Y与2Y利率倒挂使得10Y美债继续上行空间不大，预计后续外资卖出对债市的影响不大。
中金（陈健恒）	04/02	进入4月份，此前债市的利空因素逐步换为利好因素，债券利率下行的机会显现，当前，投资者对于债券，我们认为完全可以更积极一些。一是3月份PMI数据和一季度央行调查问卷数据与微观高频数据相互印证，打消了1-2月经济数据显示偏强的疑虑，使得货币政策重新放松具备更完备的基础。二是货币政策可能会在4月实施进一步放松的举措，市场对此或仍存在预期差。三是疫情可能在4月得以逐步受控，财政支出和货币政策放松可能会加快速度，对股和债都有提振。四是理财和固收+的赎回压力消退，甚至开始重新加仓。五是俄乌冲击逐步弱化，海外商品价格开始高位回落，淡化了市场对国内通胀压力的预期；商品回落，利好股市和债市。总体来看，我们认为债券投资者可以对当前的市场更积极一些，更多的积极因素正在逐步出现来缓解债券市场流动性的压力，上游通胀的压力也边际有所缓解，并且债券市场的供需关系上也在边际转好。因此，我们认为债券市场正在迎来比较好的配置和交易时点。配置的品种上，我们认为长久期利率债是性价比很高的资产，进可攻退可守，赔率不错且胜

		率也不低。投资者可以积极买入，买入持有优于波段操作，持有等待利率下行即可。“持债不炒”，在今年的市场环境下，我们认为不失为一个性价比最高的选择
国君（覃汉）	04/01	<p>二季度我们仍然对于整体市场维持偏谨慎的看法。虽然看多债券，但我们不是盲目看多，因为利率往下的空间越往下越有限。但对于权益，我认为现在已经是全面熊市，这不是判断，而是描述，A股市场七年一个轮回的魔咒至今都没有被打破。</p> <p>我们认为利率债相对其他债券资产，有确定性的溢价。理论上不仅是股票和债券，包括其他大类资产，我们会发现所有的资产都不那么安全，因为估值都是高估，包括利率债。虽然利率水平处于历史分位数的底部，但其中存在一个问题，利率只要反弹就会有买盘进来买，因为配置盘都在等待，到目前为止，很多金融机构仍然有配置压力。</p>

### 风险提示

本材料非宣传推介材料。投资有风险，请谨慎选择。基金管理人依照恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金财产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他产品的业绩也不构成基金业绩表现的保证。投资者在购买基金前应仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》及相关公告，做好风险测评，并根据测评结果选择与自身的风险承受能力匹配的基金产品。