南京银行 BANK OF NANJING

南京银行 2022 年 5 月宏观利率展望　　资金利率低位，债市延续区间震荡

南京银行资金运营中心金融市场研究部，王丽君 任翌 刘怡庆

内容摘要：

宏观经济方面，4 月数据显示疫情对经济产生了显著的影响。从需求端来看，固定资产投资、消费、出口增速均有所下行。其中消费增速处于负增长区间，固定资产投资中基建投资从高位回落，地产投资加速下行。出口产业链受到疫情冲击，东南亚对我国的替代效应增强。从生产端来看，疫情产生了显著冲击，尤其是集中在长三角地区的制造业、汽车、高新技术产业，当月增速降幅最大。总体而言，经济下行压力增大，失业率 4 月继续攀升，就业压力较大。稳增长的政策仍然需要陆续出台，近期多个城市放松限购政策，央行对房贷利率下限也有所调整，预计将对地产销售形成一定提振。同时，随着上海疫情拐点初步显现，物流、产业链逐步修复，疫情对经济负面影响预计将逐步减弱。

5 月以来利率在低位震荡，DR07 始终处于公开市场 OMO 操作利率以下的水平，资金面宽松。向后看，海外货币政策收紧制约我国货币政策进一步宽松。但国内疫情尚未得到完全控制，企业全面复工复产仍需时间，客观上要求货币政策不能收紧，预计短期将维持偏宽松，并出台更多结构性政策。

4 月下旬以来，债券收益率整体小幅回落。从经济基本面来看，疫情对经济的冲击显著。但上海疫情拐点初步显现，6 月疫情的影响预计有所减弱。货币政策短期内以稳增长为主，且近期资本市场波动较大，预计保持宽松。同业存单利率持续下行，显示资金面较为充裕，为债券市场提供了有利的货币环境。但向后看，海外货币政策收紧对央行的约束逐步增强，中美利差倒挂情况下资本流出压力增大、汇率加速贬值，可能对我国货币政策的独立性产生影响。整体而言，短期内宽货币维持，债券收益率上行风险不大，预计延续区间震荡。后续关注疫情拐点后经济修复状况、货币政策取向的边际变化。建议交易盘在震荡区间中波段操作，配置盘逢高介入，品种上 7Y 国债、政金债较凸。

目录

一、宏观经济走势：疫情冲击显著，通胀温和上行。 3
（一）疫情影响持续，经济下行压力增大。 3
1、短期因素影响持续，中上游行业增速明显回落。 3
2、疫情影响物流和就业，制造业三重压力加大。 5
3、疫情影响延续，影响涉及多个行业。 6
（二）疫情对经济冲击显著，就业压力加大。 7
1、基建投资高位回落，地产投资仍处于加速下滑趋势中。 7
2、地产销售和新开工大幅走弱。 8
3、消费增速继续下滑，改善型消费增速降幅较大。 10
4、失业率继续攀升，青年团体失业率升幅较大。 11
5、疫情对出口影响显现，能源类进口保持较高增速 12
（三）工业生产大幅放缓，制造业、高新技术产业受疫情影响较大。 16
（四）疫情拉动 CPI 上行，PPI 环比涨幅缩窄。 17
二、流动性及货币政策：资金利率低位，结构性政策将接踵而至。 21
（一）流动性回顾：公开市场到期压力不大，资金利率维持低位震荡。 21
（二）金融数据：疫情对实体冲击进一步显现，信贷偏离预期较多 25
（三）一季度货币政策：把握好内外部均衡，提供差异化金融服务。 27
（四）下阶段流动性展望：结构性政策将接踵而至，资金利率将维持低位震荡。 28
三、利率债策略：资金面宽松延续，债市区间震荡。 29
（一）利率债走势回顾。 29
1、收益率窄幅震荡，整体较 4 月底小幅下行。 29
2、短端隐含税率下行。 31
（二）利率债影响因素分析。 32
1、疫情对经济冲击显著，就业压力加大 32
2、疫情冲击融资需求，社融增速再度回落。 32
3、货币政策保持宽松，但受海外约束增强。 34
4、疫情拐点初现，预计影响逐步减弱。 34

5、中美国债收益率倒挂,人民币汇率承压。 35
（三）利率债策略：资金利率低位，债市延续区间震荡。 36

一、宏观经济走势：疫情冲击显著，通胀温和上行。

4 月份，制造业 PMI 为 47.4%，较上月下降 2.1 个百分点，为 2020 年 3 月以来最低水平，经济下行压力加大。从分项指标来看，由于短期因素导致产业链供应链运行受阻，人员上岗困难，大宗商品价格上涨，制造业的供给冲击、需求收缩压力加大。同时，地缘政治冲突尚未得到实质性缓解，加上疫情导致原材料供给偏紧，制造业原材料价格继续高位运行，企业成本压力加大。非制造业方面，疫情对接触性服务业的影响持续显现，是导致本月非制造业增速放缓的主导因素；此外，建筑业用工受阻，投资者信心不足，资本市场波动较大。

整体来看，受国内多地疫情散发和地缘政治冲突等多方面因素影响，我国经济面临供给冲击、成本上升、需求收缩和预期转弱的压力有所加大，4 月份经济下行压力加大，但随着我国持续压实疫情防控措施，进一步落实货运物流保通保畅部署，充分实施能源保供增供举措，短期因素的影响将逐渐弱化，经济有较快恢复基础。

图表 1　制造业 PMI 指数变动（%）

	PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	购进价格	原材料库存	从业人员	配送时间	经营预期
2022-04	47.4	44.4	42.6	41.6	46.0	50.3	43.5	42.9	54.4	64.2	46.5	47.2	37.2	53.3
2022-03	49.5	49.5	48.8	47.2	46.1	48.9	48.7	46.9	56.7	66.1	47.3	48.6	46.5	55.7
变动	-2.1	-5.1	-6.2	-5.6	-0.1	1.4	-5.2	-4.0	-2.3	-1.9	-0.8	-1.4	-9.3	-2.4

（一）疫情影响持续，经济下行压力增大。

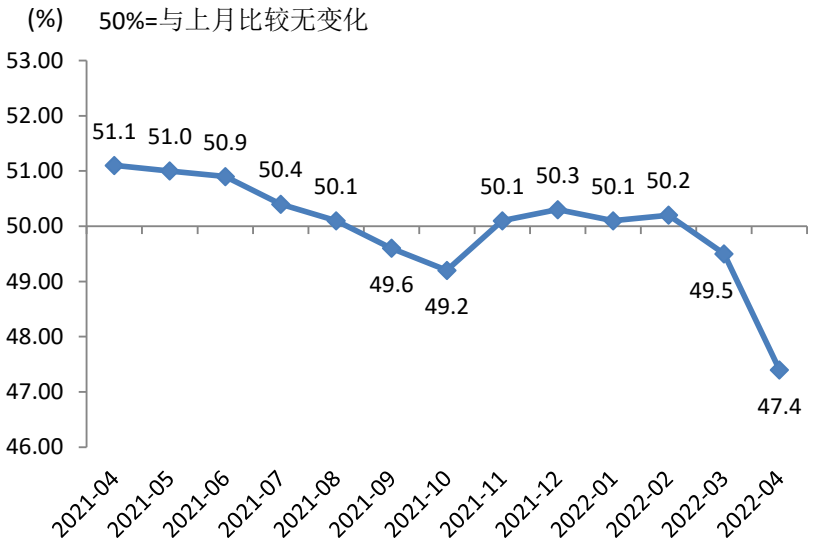
1、短期因素影响持续，中上游行业增速明显回落。

4 月份，制造业 PMI 为 47.4%，较上月下降 2.1 个百分点，为 2020 年 3 月以

来最低水平，经济下行压力加大。

从行业情况看，短期因素对制造业产业链中上游行业的影响较为突出，中上游行业增速回落明显。4 月份，长三角等多个地区内疫情散发，这部分地区是国内装备制造业的重镇，受疫情影响，装备制造业增速明显放缓，比较典型的有汽车行业。上游基础原材料行业增速也因市场需求收缩和大宗商品价格上升而回调。装备制造业 PMI 较上月下降 3.7 个百分点至 45.8%，基础原材料行业 PMI 较上月下降 2.2 个百分点至 47.3%，两大行业的生产指数和新订单指数均有明显下降。高技术制造业和消费品制造业相对稳定。4 月份，虽然短期因素影响较大，但高技术制造业继续发挥较好抵御疫情风险能力，实现持稳运行。高技术制造业 PMI 为 50.1%，较上月小幅下降 0.3 个百分点，仍保持在 50%以上。同时，各级政府积极落实生活物资保障工作，重点保障疫情地区物资稳定，促进相关物资产销衔接。在这些政策的支撑下，消费品制造业保持相对稳定运行。消费品制造业 PMI 为 48.4%，虽较上月下降 0.9 个百分点，但较制造业 PMI 高出 1 个百分点。

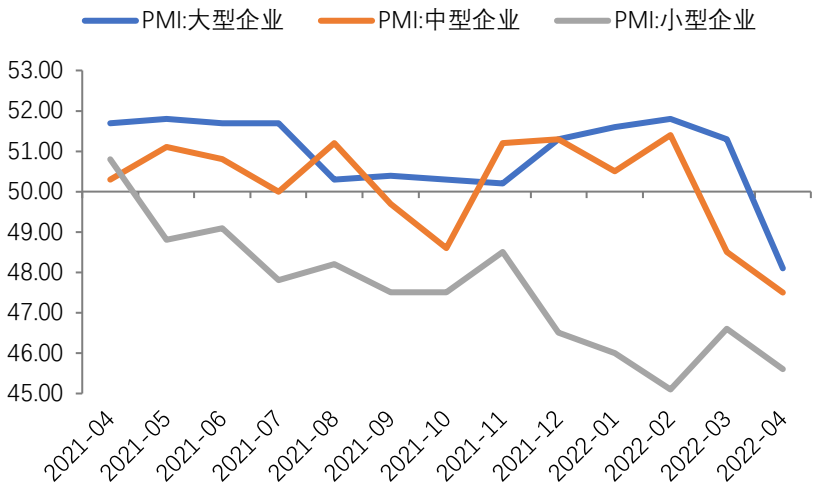
图表 2　制造业 PMI 指数（%，季调）



从企业规模看，中小企业的稳定性有所巩固。2022年4月份，大型企业PMI为48.1%，低于上月3.2个百分点，景气水平有所下降。中型企业和小型企业PMI分别为47.5%和45.6%，均较上月下降1个百分点，降幅低于制造业PMI，且中小型企业的生产指数和新订单指数降幅都低于制造业整体的供需指数降幅。虽然短期因

素影响持续存在，但在各级政府积极施策保市场主体，尤其是切实支持中小企业发展的带动下，中小企业的稳定性有所巩固。

图表 3 制造业 PMI 指数（%，季调）



2、疫情影响物流和就业，制造业三重压力加大。

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。

供应链运行受阻，供给冲击压力增加。4月份，我国局部地区疫情较为严峻，产业链供应链运行明显放缓，导致供给冲击压力增加。生产指数较上月下降5.1个百分点至44.4%，创2020年3月以来新低，生产经营活动增速明显放缓。

需求收缩压力上升，经济发展动力减弱。4月份，国内疫情多点散发直接影响到市场需求，地缘政治冲突和市场价格上升对国内外市场需求也有所抑制，结合来看，市场需求有所收缩，新订单指数较上月明显下降6.2个百分点至42.6%；新出口订单指数为41.6%，较上月明显下降5.6个百分点，经济内生动力减弱。

原材料价格持续高涨，企业成本压力加大。地缘政治冲突尚未得到实质性缓解，对国际大宗商品供给和价格的冲击较大，加上疫情导致原材料供给偏紧，制造业原材料价格继续高位运行。购进价格指数为64.2%，较上月下降1.9个百分点，仍处于高位，且连续3个月运行在60%以上。统计局调查显示，反映原材料成本高的企业比重连续3个月超过60%，企业成本压力持续较大。

进出口指数持续运行在临界点以下。4月份，新出口订单指数为41.6%，比上月回落5.6个百分点，连续12个月运行在50%临界点以下。进口指数为42.9%，较上月回落4.0个百分点。地缘政治冲突和国外疫情持续扩散影响到国际市场上部分原材料产品的供给，同时，国内物流不畅和生产景气度不高影响进口需求，我国进口相应有所减少。

短期因素仍在持续，物流和就业冲击较大。4月份，疫情对物流的冲击仍然较大，尤其是上半月内，物流运行受阻、物流成本高问题突出。本月供应商配送时间指数继续下降，产成品库存指数升至近年高点。疫情还导致人员流动受限，就业受到影响。从业人员指数为47.2%，较上月下降1.4个百分点，降幅明显，表明制造业企业正常上岗人数有明显下降。

3、疫情影响延续，影响涉及多个行业。

4 月份，非制造业商务活动指数为 41.9%，低于上月 6.5 个百分点，连续 2 个月环比下降，降幅较上月扩大，非制造业经营活动总体继续放缓。从行业状况来看，在非制造业 21 个行业中，有 19 个行业商务活动指数较上月有所下降，有 18 个行业商务活动指数低于 50%，表明疫情对非制造业行业的影响具有普遍性。

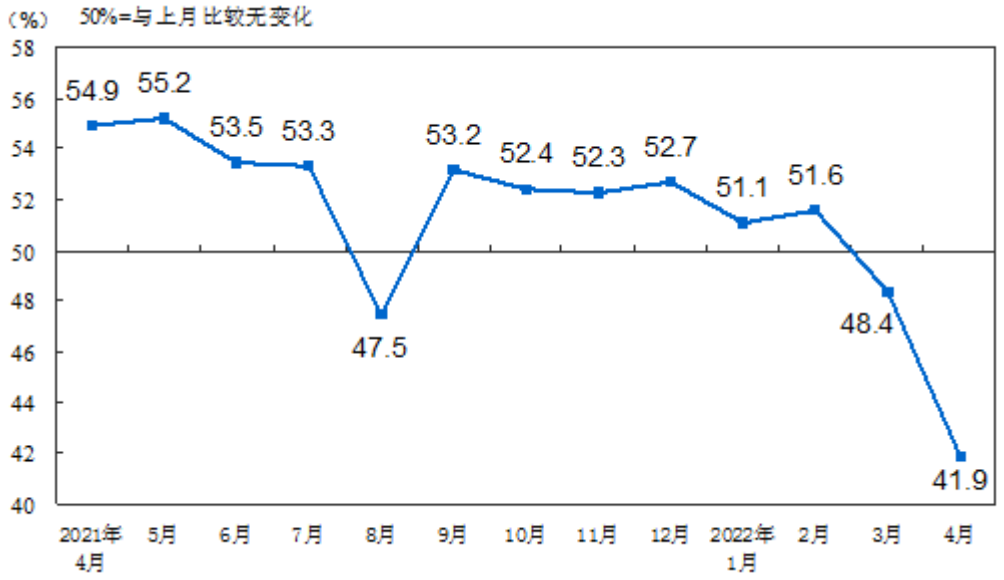
一是疫情对接触性服务业的直接影响继续显现。零售业、住宿业、餐饮业、文体娱乐、交通运输及旅游相关行业的商务活动指数和新订单指数均连续 2 个月保持在较低水平，疫情的冲击继续显现。

二是疫情导致物流不畅给批发业带来影响。批发业商务活动指数和新订单指数均低于 50%，较上月明显下降，且存货指数较上月有所上升，升至 50%以上，创今年以来新高。

三是疫情影响建筑业用工。从建筑业经营活动看，疫情对建筑业的影响相对较轻，建筑业商务活动指数仍保持在 50%以上，但较上月也有所下降。疫情给建筑业带来的明显影响是用工受阻。建筑业从业人员指数较上月下降 7 个百分点至 43.1%。

四是疫情影响投资者信心。疫情的持续也在一定程度上影响了投资者信心，资本市场波动较大，资本市场服务业商务活动指数较上月明显下降。

图表 4　非制造业 PMI 指数（%，季调）



（二）疫情对经济冲击显著，就业压力加大。

1、基建投资高位回落，地产投资仍处于加速下滑趋势中。

1-4 月，固定资产投资累计同比增速为 6.8%，增速较前值（9.3%）下降 2.5 个百分点，固定资产投资增速延续下行趋势，疫情对投资的冲击显现。

从绝对水平看，房地产、制造业和基建投资的累计同比增速分别为-2.7%（前值 0.7%）、12.2%（前值 15.6%），8.26%（前值 10.48%）。

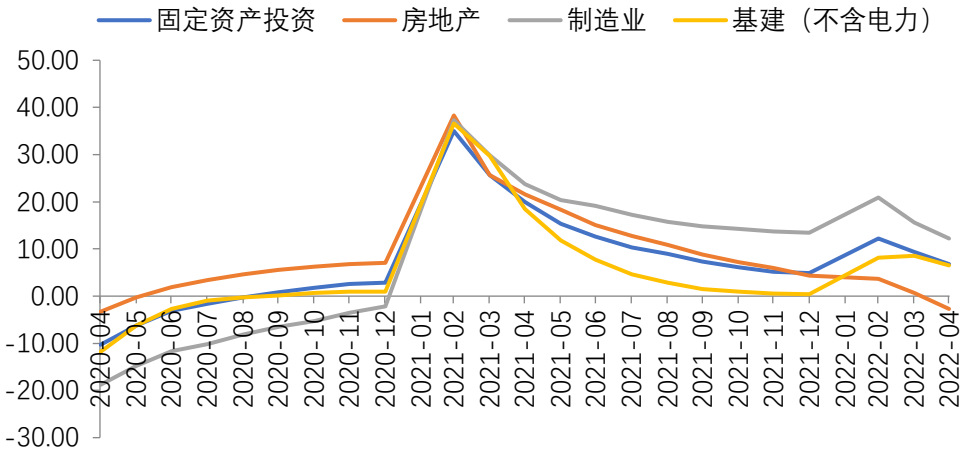
从分项来看，4 月地产投资增速大幅下行，当月同比增速从-2.4%下降至-10%，累计同比增速从 0.7%下降至-2.7%，近两年来首次由正转负，显示地产投资仍然处于加速下行状态中。

基建投资 4 月也从高位回落，当月同比增速从 12%下降至 4.35%，累计同比增速从 10.48%下降至 8.26%，在一季度基建高增速过后，4 月也受到疫情冲击，基建增速从高位回落。

在地产和基建增速均下滑的背景下，制造业投资增速当月下滑幅度也较大，

当月同比增速从 12%下降至 6.4%，累计同比增速从 15.6%下降至 12.2%。

图表 5　固定资产投资累计同比增速（%）



从制造业各行业来看，多数行业4月投资累计同比增速出现较大幅度下行。由于本次疫情集中在长三角区域，该区域为制造业聚集区，停工停产以及物流中断对部分行业的冲击较大。其中纺织业、医药制造业累计同比增速分别下降7.7、7.5个百分点。下游制造业中的金属制品业、专用设备制造业累计同比增速分别下降4.4、4.6个百分点。高新技术产业增速降幅也比较大，电气机械、计算机通信制造业累计同比增速分别下降5.5、5.7个百分点。

2、地产销售和新开工大幅走弱。

从各分项来看，4月降幅最大的为销售和新开工。当月同比增速下降幅度均超过20个百分点，达到-40%左右的水平。销售增速的下滑，一方面与地产行业

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42063