



大公国际：上半年 10Y 国债收益率以震荡调整为主 下半年利率中枢料将小幅抬升



今年以来我国经济在“三重压力”基础上，叠加疫情反弹、俄乌冲突和美联储加息三重扰动。全球通胀压力日益严峻且滞涨风险预期抬升，全球资本市场波动性加大，对新兴市场国家资本市场形成扰动。我国得益于前期疫情防控得力，经济周期轮动与主要发达经济体分化，且我国自身经济体量大，抗击外部风险能力较强，资本市场有自主定价逻辑，因此尽管外部环境变化对国内市场情绪形成一定扰动，但宏观利率走势仍主要跟随国内宏观经济和政策环境变化而演绎。上半年市场总体处于“宽货币与宽信用”博弈以及“超前预期与现实偏弱”的反复震荡之中。下半年随着宏观经济走势趋于明朗，内、外部环境短期扰动因素逐渐消退，政策影响的可预测性增强，下半年宏观利率或将逐步呈现趋势性上行，但在我国稳增长目标全面实现之前，货币政策仍将对市场保持宽松呵护，预计 10Y 国债收益率上行速度和幅度不会过大。



上半年市场多空博弈强烈，受政策和市场预期影响较大，宏观利率总体呈现震荡走势

今年以来我国国债收益率总体呈现震荡走势，长端收益率对利多表现钝化，短端收益率受资金利率牵引快速下行，国债收益率曲线总体呈现牛陡走势。从影响因素看，经济基本面和资金面对 10Y 国债收益率形成支撑，但政策面和情绪面对债市利空较多，多空因素交织形成 10Y 国债收益率震荡走势。上半年利率走势逐月复盘分析如下：

2021 年末中央明确我国宏观经济面临“三重压力”，各项稳增长政策密集出台，市场宽信用预期上升使得 10Y 国债收益率在 1 月上半月持续上行，但随后公布的 2021 年 12 月社融数据超预期走弱，总量和结构均呈现

回落趋势，且货币供应数据显示 M1 增速由升转降，与 M2 剪刀差负向走阔，显示实体经济活力不足，市场宽信用预期降温，1 月 17 日央行降息 10BP，货币先行趋势得到确认，10Y 国债收益率快速下行直至农历新年前。

进入 2、3 月份，影响 10Y 国债收益率的利空因素较多，从基本面看，1 月社融数据超预期回升，虽然结构仍然偏弱，但总量回升叠加房地产政策松动使市场对社融筑底的预期升温，10Y 国债收益率受此拉动上行。从资金面看，年初财政政策发力得到落实，利率债发行放量对银行间流动性带来压力，叠加新年前后资金需求上涨，资金利率上升，也对债市利率上行形成牵引。2 月底至 3 月中下旬，内外部宏观环境变化较大，俄乌冲突爆发引起全球流动性恐慌性和投机性需求叠加上升，美联储加息导致中美利差倒挂等均对国内流动性形成扰动，同时国内权益市场的大幅跳水导致市场对流动性冲击的恐慌情绪上升，从而对 10Y 国债收益率形成进一步向上拉动效应，但 3 月中旬国家金融稳定发展委员会（以下简称“金稳委”）会议召开，确定了“保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行”的政策基调，对压制市场的各种预期形成有力回应，平抑市场情绪。在多方面因素影响下，10Y 国债收益率围绕 2.8% 中枢宽幅波动。

3 月底至 4 月中旬，国内疫情在全国多地大规模反弹，长三角发达地区产业链供应链中断对宏观经济基本面造成冲击，市场对于经济持续修复预期转弱，10Y 国债是收益率突破震荡，重回下行。

4 月中旬以后，国内、国际环境不确定性上升，市场对新一轮政策博

弈再次加大，多空因素交织，10Y 国债收益率在二季度上半程再次横盘震荡，后在降息政策调控下向下突破至 2.7%附近。利多因素方面，长三角地区疫情延续，区域封控导致 3、4 月各项经济指标全面走弱，市场景气度回落，宏观经济“三重压力”加大。4 月货币政策进入调控窗口期，降准加央行利润上缴，叠加再贷款支持，流动性大幅宽松。资金面和基本面对 10Y 国债收益率下行形成支撑。利空因素方面，新一轮稳经济政策密集出台，4 月下旬以后疫情形势逐步好转，宽信用预期再次回升。财政政策力度加大，专项债进入发行高峰对银行间流动性形成压力，对 10Y 国债收益率形成拉升效应。综合来看，4 月中旬以后市场多空因素博弈加剧，对 10Y 国债收益率走势形成相悖作用，由此造成 10Y 国债收益率二次横盘震荡走势。5 月后资金利率保持在政策利率下方波动，对信贷市场利率形成牵引，同时央行加强贷款报价机制改革，在资金利率牵引下 5 月中旬 5 年期 LPR 合计下调 20BP，带动 10Y 国债收益率突破震荡格局，向下回落至 2.7%附近直至 5 月底。

6 月以来，稳大盘经济会议召开以及国办连续发文开启新一轮稳增长政策联动 5 日经济数据回暖 6 日宏观经济景气度重回扩张区间 同

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_43801

