

期债：债市调整未结束

五月中旬以来，国债期货延续调整势头。前期财政政策发力导致的利率债供给大幅增加以及经济环比改善等利空因素逐渐兑现。当前的主要利空在于央行货币政策处于静默期，市场担忧货币政策随着经济不断修复开始转向。在经济总量回升的背后同样存在结构分化的隐忧：生产恢复明显快于需求，尤其是外需的拖累仍未到最坏的阶段。后续中上游库存的累积会导致中上游的生产和进口重新回落。经济指标短期回升持续性存疑。我们认为未来货币政策不会转向，仍需要进一步引导利率下行来对经济提供缓冲。政治局会议以及一季度货币政策执行报告定调货币政策“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”，未来货币政策有望进一步宽松；经济基本面环比改善，但同比还没有回归原有增长路径之上。因此中期从政策面以及基本面看，对债市仍有支撑。但短期未看到新一轮宽松预期开启前，债市调整仍将继续。

经济如期环比改善，但存结构隐忧。5月中旬公布4月份主要经济数据显示，随着复工复产的持续推进，经济延续修复进程。由于国内疫情在3-4月份已经基本控制，复工、复产不断推进，国内经济数据的回升也是在预期之中，市场关注点在于经济修复的进程是否如预期中那么快。总体而言，4月份经济数据包括此前公布的金融数据和进出口数据比市场预期要略好，也符合年后以来政策刺激的导向。但是在经济总量回升的背后，同样需要关注潜藏结构分化的隐忧：虽然中上游的复工复产速度较快，但从下游的消费和出口来看，也就是内

需与外需来看，整体回升比较慢，尤其是外需的拖累仍未到最坏的阶段。后续中上游库存的累积会导致中上游的生产和进口重新回落。因此经济指标的回升不是线性的，可能存在反复。综合而言，我们认为未来货币政策仍需要进一步引导利率下行来对经济提供缓冲，而不是因为经济和金融数据的阶段性回升就导致货币政策开始收紧。

结构性通胀继续缓解，通缩压力加大，静待政策发力。统计局公布4月通胀数据，CPI同比3.3%，较前值明显回落，也低于市场预期。食品项继续明显走弱，环比下跌3%，是带动CPI下行的主要原因。随着复产复工的推进以及物流体系的逐步打通，疫情在供给端推动物价上涨的因素基本缓解。但是疫情在需求端拖累物价下行的因素仍然持续，体现在猪肉产能不断恢复后肉价持续回落，油价、衣着、居住类价格同样下行。后期预计CPI整体上呈现继续回落走势。

而4月PPI环比-1.3%，同比-3.1%，两者的跌幅都在扩大。其中4月生产资料价格跌幅的扩大，是在国内物流梗阻基本打通、地产和基建项目赶工期的情况下发生的，后续赶工期的需求消退、工业企业生产继续恢复，工业品供过于求的压力将进一步加剧通缩压力。整体看，短期内猪肉价格暴涨导致的结构性通胀预期继续回落，而原油为代表的大宗商品价格持续下跌，将继续加剧通缩压力。在稳增长、稳就业压力巨大背景下，伴随两会上对专项债以及特别国债的定调发行，静待货币政策发力配合。

MLF缩量不代表政策转向，未来宽松政策仍将延续。上周央行缩量续作到期的2000亿MLF，同时利率未调整，但不表明货币政策开

始转向。虽然 4 月经济、金融数据延续边际改善势头，但其本身并不构成货币政策调整的关键。目前宏观政策重点仍在“保就业”，在就业压力没有得到充分缓释之前，我们认为货币政策仍需进行积极引导，特别是通过降息引导市场利率、缓解银行负债成本压力并最终引导贷款利率下行。从体现未来 LPR 报价预期的 1 年期 LPR 的利率互换报价来看，最新报价为 3.60%，表明市场预期未来 LPR 报价还要下行至少 25BP。此外，为了配合本月大规模专项债和后续特别国债发行，央行也将大概率进一步宽松来对冲。

分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cm

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。