

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



**瑞达期货**  
RUIDA FUTURES CO., LTD.



**金尝发**



金融投资专业理财  
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货 张昕

从业资格号：F3073677

咨询资格证号：Z0015602

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：[www.rdqh.com](http://www.rdqh.com)

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



## 国债：疫情干扰经济增长 保持短多长空思路

### 内容提要：

3月多国卷入俄乌纷争，全球通胀压力激增，经济复苏面临更多不确定性。疫情影响逐步减弱，通胀、加息与地缘政治风险目前是金融市场的关注焦点。当前俄乌双方谈判进入拉锯状态，全球通胀有持续走高的风险。决策者对战争范围扩大化担忧明显下降，美联储为代表的全球主要央行加息态度明确。我国国民经济仍在筑底过程当中，前两个月数据表现较为强劲，3月疫情在国内蔓延，领先指标显示国内经济景气程度正在减弱。配合相关稳增长政策的大量出台，国内经济有望在二季度触底。当前国内通胀压力仍然较大，PPI同比涨幅有扩大可能，将会制约宽松货币政策的空间。专项债集中发行会给二季度资金面带来一定扰动，但央行稳定资金面以及宽信用的意图较为明确，预计4月资金面不会受到太大干扰。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。我国的经济政策“以我为主”，今年主要围绕“宽财政”展开，货币政策处在辅助位置，货币政策的操作将更为灵活。受疫情影响，4月货币政策转向概率较低，一旦国内疫情达到顶峰，货币政策的拐点将至，需关注中央政治局会议及国常会对下阶段货币政策的定调。

综合来看，4月10年期国债收益率震荡小幅下行的概率较高，目标位在2.65%附近，全年利率中枢在2.8%附近。目前10年期国债收益率在2.8%一线，有一定下行空间。操作上，建议期债中短线保持逢低做多操作思维，长线投资者可等待高位布局空单的时机。中短线操作时，T2206可在100.15以下布局多单，目标位101.2，盈亏比设置在2:1。套利策略时机欠佳，暂不建议。

### 策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2206
操作方向	区间操作
入场点位	100.15 以下
盈亏比	2:1
出场点位	101.2 附近

### 风险提示：

对于投资这门学问来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

## 一、3月国债期货行情回顾

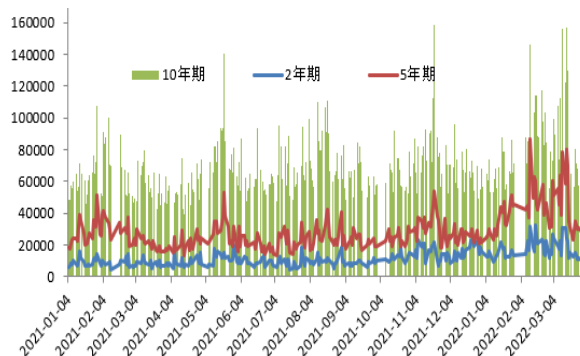
俄乌战火持续，一个月以来双方多次谈判未果，加大全球通胀压力。政府工作报告延续稳增长政策基调，在国内疫情日趋严重、通胀压力大、金融市场动荡的复杂环境下，央行行事谨慎，国债期货在3月探底后弱势回升。截止3月29日收盘，十债主力报100.420，月度上涨0.18%，所有合约共成交184.1万手，环比增加32.9万手，日均持仓量增加4.01%至18.07万手；五债主力报101.525，月度上涨0.04%，所有合约成交量增加15.8万手至94.3万手，日均持仓量减少6.1%至10.16万手；二债主力报101.155，月度下跌0.04%，所有合约成交量增加5万手至37.4万手，日均持仓量减少7.48%至4.24万手。从价差上看，3月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差均收窄。

图1：三大国债期货主力收盘价



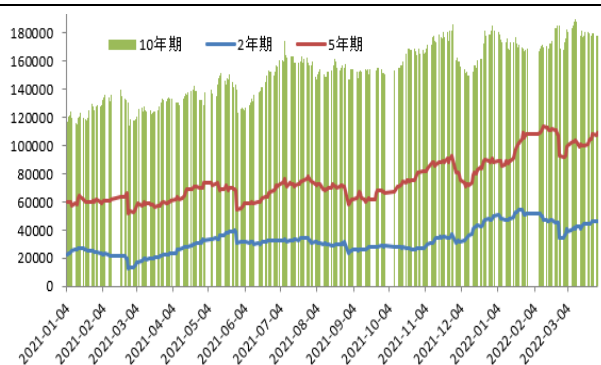
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



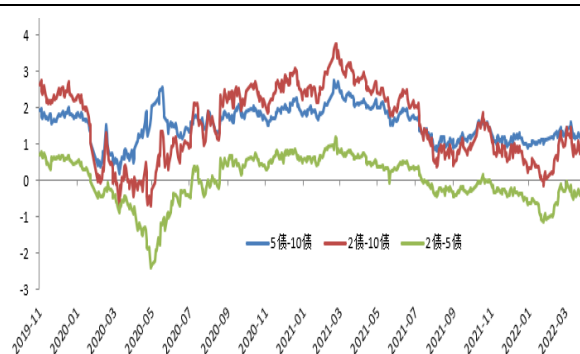
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图4：国债期货主力之间的价差

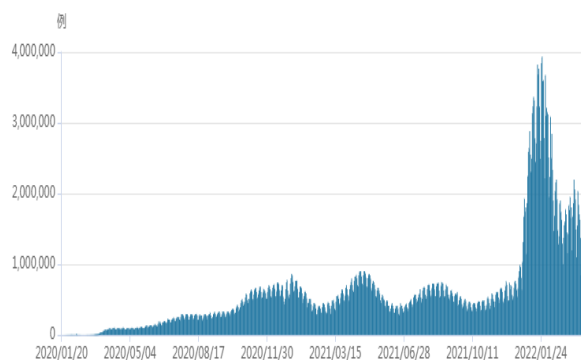


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 二、经济基本面分析

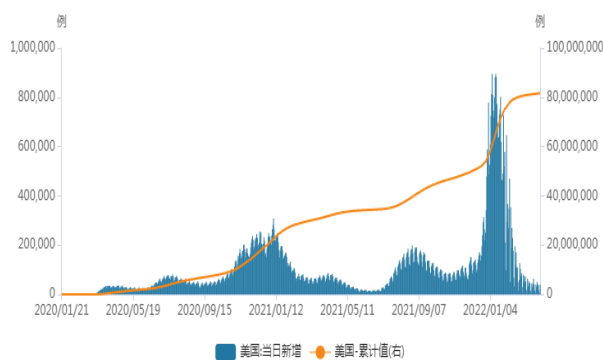
随着俄乌战火持续，多国以制裁等方式卷入纷争，受俄乌战争影响较大的大宗商品大幅涨价，令全球通胀压力激增，全球经济复苏面临更多不确定性。疫情影响逐步减弱，通胀、加息与地缘政治风险目前是金融市场的关注焦点。通胀受到供应链恢复进程、货币政策变动以及战争走向的影响。俄乌战争以来，全球航运价格有所抬升，显示供需缺口扩大。当前俄乌双方谈判进入拉锯状态，全球通胀有持续走高的风险。由于俄乌军事战范围未扩大，双方积极开展对话，决策者对战争风险担忧明显下降。随着通胀数据节节攀升，欧洲央行、英国央行及美联储的加息态度更加明确。俄乌军事战范围扩大的可能性较低，多国对俄罗斯的经济战和金融战是必然走向，为通胀及全球经济增长蒙上阴影。综合疫情、供应链恢复进程、通胀持续时间、俄乌局势以及各国央行收紧货币政策等负面影响因素，今年全球经济的增速预期将下滑。

图 5：全球日新增确诊略有反弹



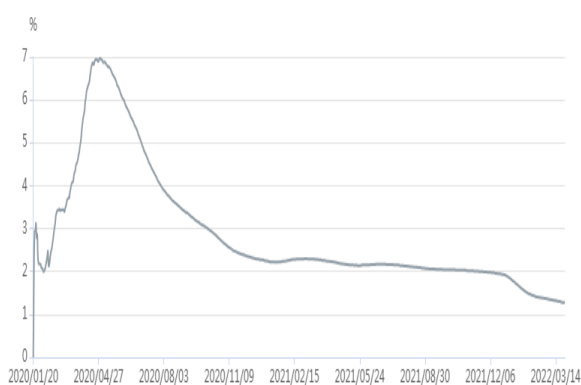
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国疫情缓解



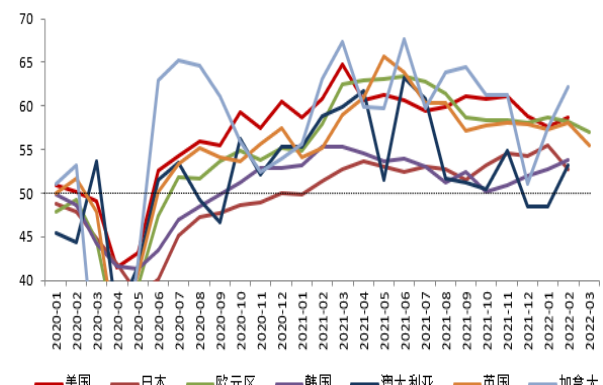
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：全球新冠死亡比例明显下降



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

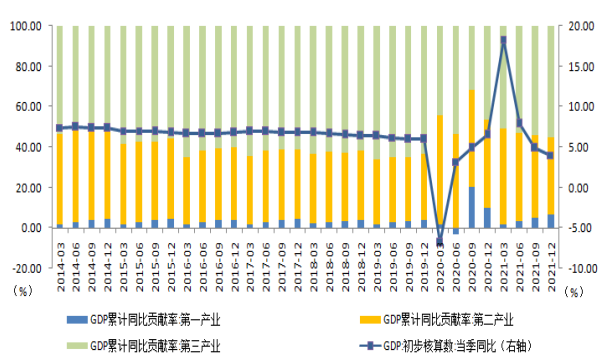
图 8：世界主要国家制造业 PMI 好坏不一



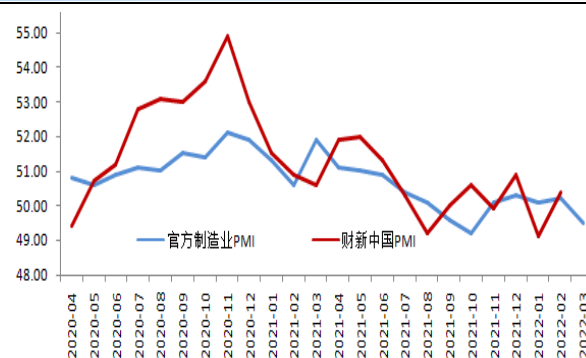
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国季度 GDP 同比下滑至 4%

图 10：3 月中国制造业 PMI 回落



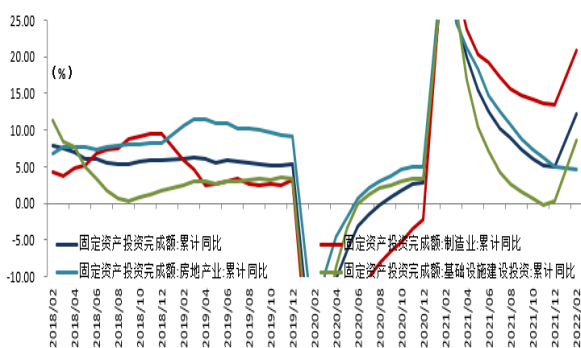
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



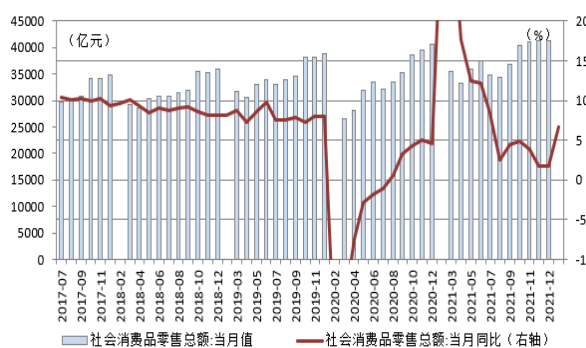
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11: 中国固定资产投资累计同比下滑

图 12: 中国社会消费品零售销售数据疲弱



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

我国国民经济仍在筑底过程当中，前两个月数据表现较为强劲，3月疫情在国内蔓延，对经济负面影响较大。

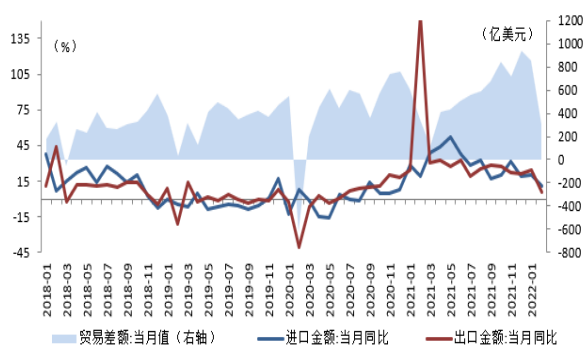
投资方面，1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）50763亿元，同比增长12.2%，增速大幅提升。从结构上看，制造业投资强势，同比大增20.9%，基建投资增速一般，房地产投资回落。1-2月份，全国房地产开发投资同比增长3.7%，商品房销售面积同比下降9.6%，房地产开发企业到位资金同比下降17.7%，房地产市场疲弱态势没有得到扭转。今年以来多地调降房贷利率，放宽首付比例及限购政策，政策效果尚未完全显现出来。基建投资有所提速，主要因今年的专项债发行提速以及去年基建项目延续至今年。贸易方面，1-2月我国进出口总值6.2万亿元，同比增长13.3%。以美元计，1-2月我国出口同比增长15.9%，其中1月、2月同比增速分别为24.1%、6.2%，受境外疫情趋缓影响，国内出口优势正在变弱。工业上，1-2月全国规模以上工业增加值同比增长7.5%，较上月加速3.2个百分点，显示我国工业企业韧性较强，生产经营恢复良好。消费方面，1-2月社会消费品零售总额37586亿元，同比增长6.7%，较去年12月增加5个百分点，商品零售及餐饮收入均



有较大增长，显示内需改善较大。总体来看，稳增长政策效果显现，房地产与基建后续发力可期，出口显现疲态，消费改善效果待观察。

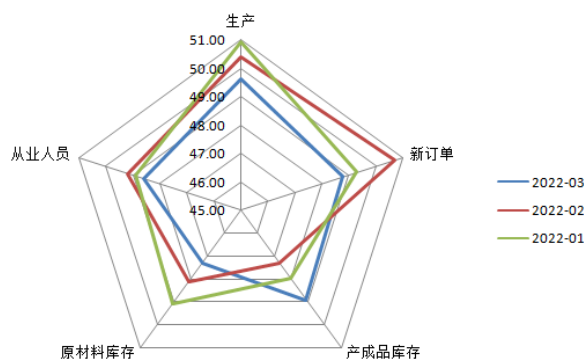
3月12日以来，每日新增确诊加无症状感染者超2000人，月底增加至8000人以上，全国中高风险地区近600个。奥密克戎传染性强，检测与防控难度大，国内动态清零政策面临较大压力，多地经济活动放缓。从领先指标看，3月官方制造业PMI跌破50荣枯线，下滑至49.5，新订单、生产、原材料库存及从业人员分项数据均较2月大幅回落，显示在疫情影响下经济景气程度减弱。政府工作报告将2022年经济增长目标设定在5.5%左右，促经济增长意愿较为强烈。配合相关稳增长政策的大量出台，我国经济有望在二季度触底，疫情是主要的风险点，全年增速或呈现弱V型反弹格局。

图 13：中国进出口数据强劲



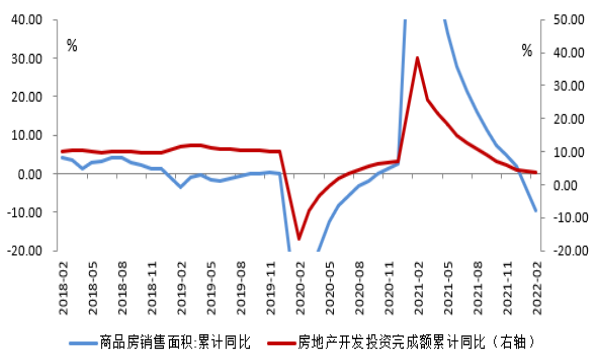
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



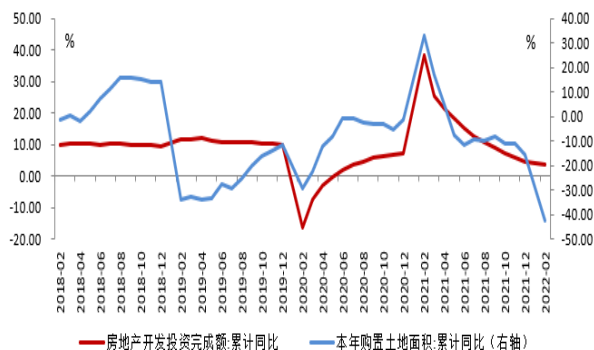
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 15：商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

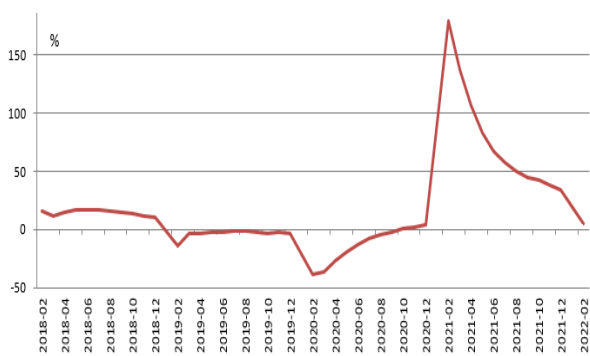
图 16：房地产开发投资与土地购置面积



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17：工业企业利润累计同比 (%)

图 18：规模以上工业企业增加值增速

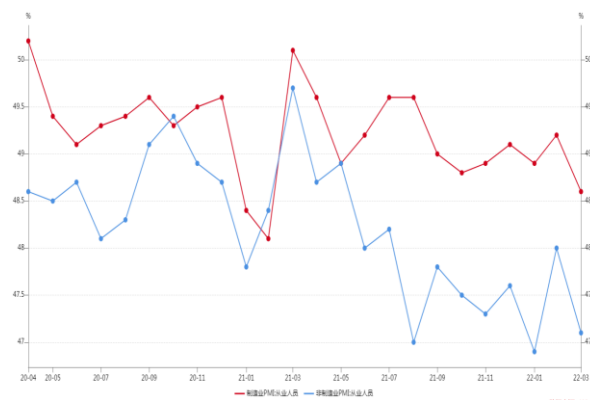


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



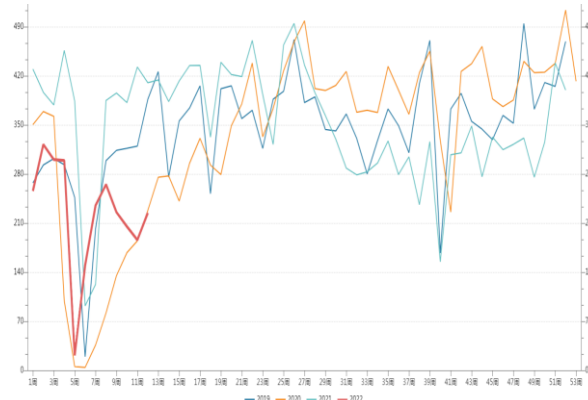
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20: 30 中大城市商品房成交面积 (万平方米)

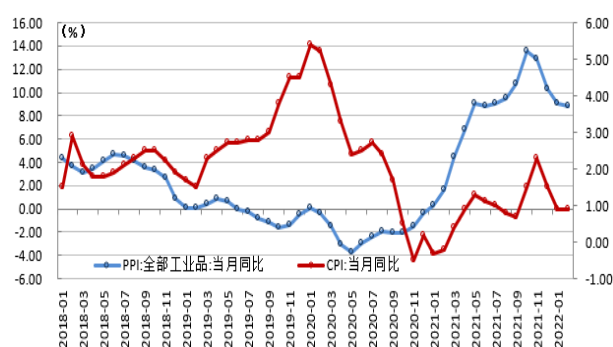


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

当前国内通胀压力仍然较大，CPI 及 PPI 同比回落的幅度明显变弱。数据显示，2 月 CPI 同比上升 0.9%，涨幅与 1 月持平，除食品烟酒类价格下降后，其他七大类价格同比均上涨。食品项中，畜肉类价格下降 26%，影响 CPI 下降约 1.11 个百分点，扣除食品后的 CPI 同比涨幅扩大至 2.1%，有一定通胀压力。2 月 PPI 同比上涨 8.8%，涨幅比上月收窄 0.3 个百分点，回落速度继续放缓，环比上涨 0.5%。出厂价格中生产资料价格环比转负为正，上涨 0.7%。出厂价格中，2 月价格环比下跌的行业数量及下跌幅度均有明显减少，30 个主要行业当中环比二十涨十跌，最大涨幅为 10.4%，最大跌幅为 2.4%，同比仅两个行业下跌。其中石油及天然气开采业环比大涨 10.4%，黑色金属矿采选业价格环比涨幅由 1%扩大至 5%，煤炭开采和洗选业价格环比由下降 3.5%收窄至下降 2.4%，石油煤炭及其他燃料加工业环比涨幅由 0.4%扩大至 5%，化学原料和化学制品制造业价格环比由下降 1.3%转为上涨 1%。尽管铁矿石、煤炭等调控价格措施重新出台，俄乌战火引发能源价格大涨，部分有色金属及农产品价格走高明显。截至 3 月 29 日，文华商品价格指数仍较 2 月环比大上 6.75%，其中，工业品板块大涨 9.08%，贵金属板块上涨 2.30%，农产

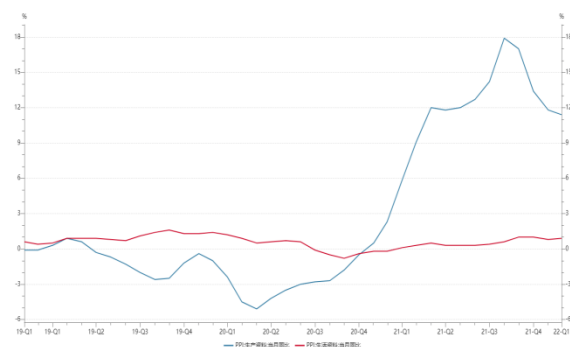
品板块上涨 1.63%。工业品内部所有板块悉数上涨，其中煤炭板块大涨 16.44%，钢铁板块大涨 11.94%、石油板块大涨 10.28%，建材板块、有色板块、化工板块分别上涨 8.07%、6.56%、5.93%。受俄乌战争演变成大范围经济战、金融战影响，能源、有色、农产品、化肥价格仍将居高不下。受供不应求及战争因素影响，预计 3 月 PPI 同比涨幅有扩大可能。当前的稳价保供工作将会抵消一部分通胀压力，不过通胀压力整体居高不下，将会制约宽松货币政策的空间。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比回落幅度减少



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：PPI 分项同比涨跌分化



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

### 三、货币政策分析

3 月政府工作报告指出，要“着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。继续做好‘六稳’、‘六保’工作。宏观政策有空间有手段，要强化跨周期和逆周期调节，为经济平稳运行提供有力支撑”，“提升积极的财政政策效能”，“加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持”。政府工作报告在政策基调上打消了市场对宽松货币政策转向及提前退出的担忧。不过，从宏观经济政策小节的排序看，积极财政政策排在第一位，政府投资排在第二位，优化政府支出排在第三位，加大稳健货币政策实施力度排在第四位，就业、粮食能源安全、防范化解重大风险分别排在第五、六、七位，与 2020 年和 2021 年相比，货币政策排序明显靠后。这也说明，今年的经济政策主要围绕“宽财政”展开，货币政策处在辅助位置，货币政策的操作将更为灵活。一旦经济持续向好，宽松货币政策再次转向的可能性较大。

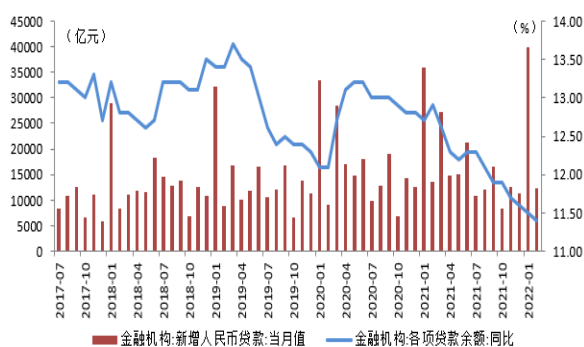
4 月受疫情影响，经济提速有一定难度，货币政策转向概率较低，一旦国内疫情达到顶峰，每日新增确诊及无症状感染的人数不再增加，货币政策的拐点将至。需关注中央政治局会议及国常会对下阶段货币政策的定调。

### 四、资金面分析



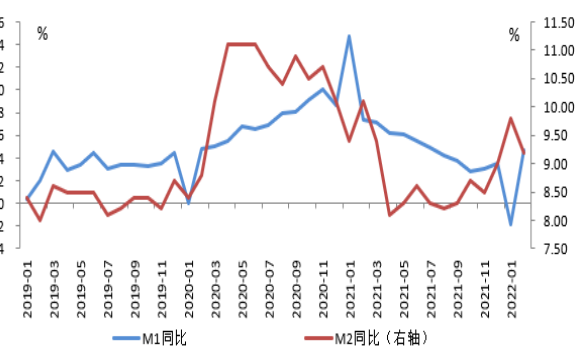
2月社融信贷数据表现较弱，有效信贷需求仍待恢复。数据显示，2月新增社会融资规模1.19万亿元，较上年同比少5315万亿元，社融存量同比增长10.2%。从结构上看，新增人民币贷款同比少增4329亿元，未贴现的银行承兑汇票同比多减4867亿元，政府债融资同比多增1705亿元，企业债净融资同比多增2021亿元，说明2月社融数据主要靠政府债及企业债发行支撑，人民币贷款需求偏弱。新增人民币贷款分项中，居民短期贷款同比少增2911亿元，中长期贷款同比少增459亿元，显示购房需求不足；企业部门短期贷款同比多增1614亿元，中长期贷款同比少增5948亿元，融资需求仍然偏弱。2月末M2同比增长9.2%，增速比上月末低0.6%；M1同比增长4.7%，增速比上月末高6.6%，数据整体偏弱，这与去年2月基数较高有关，且财政支出力度偏小，形成了货币回笼效应。由于春节等因素，2月是传统的融资小月，且今年2月的社融依然高于19年和20年同期，收缩并不剧烈，2月数据代表性有限。

图 23：新增人民币贷款与贷款余额增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：货币供应量 M1、M2 同比



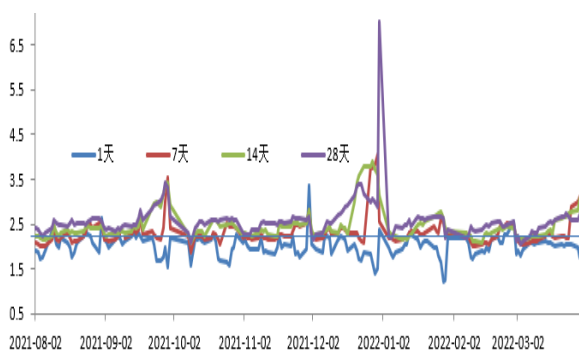
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

央行3月依旧按兵不动，货币市场资金面略有收紧，1年及以上期限国债到期收益率也有所回升。截至3月29日，隔夜银行间质押式回购利率较2月28日分别下降77.64bp，7天期、14天期、21天期分别走高63.2bp、65.07bp、16.96bp，1年期、3年期、5年期和7年期国债收益率分别较2月28日上行17.26bp、15.04bp、9.21bp和2.68bp，10年期国债收益率下跌0.01bp。

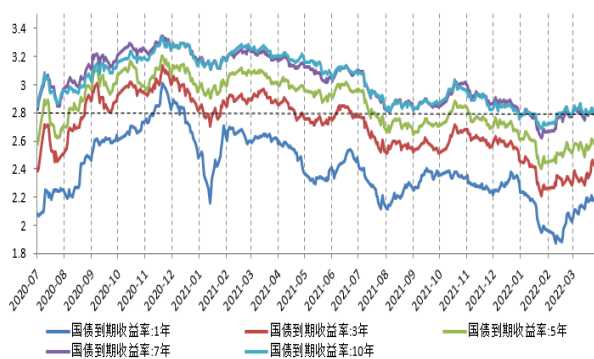
在资金需求方面，一季度地方政府债发行量剧增（截止3月29日），其中新增地方政府专项债发行规模达12980.61亿元，比去年同期大增12716.61亿元，与2020年一季度多出2151.76亿元。专项债的资金主要用于基建投资，在财政政策提前发力的要求下，今年的专项债发行有望集中在上半年发行。专项债集中发行会给二季度资金面带来一定扰动，但央行稳定资金面以及宽信用的意图较为明确，预计4月资金面不会受到太大干扰。

图 25：银行间质押式回购利率略有上升

图 26：中证主要期限国债到期收益率整体走高

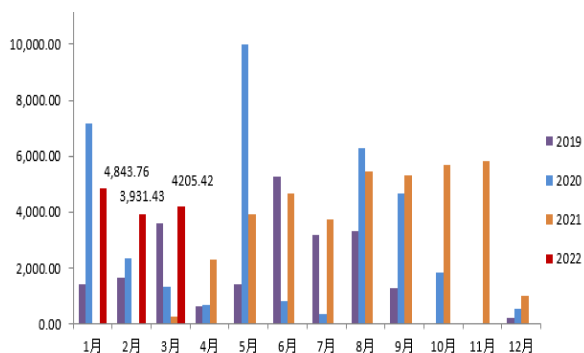


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



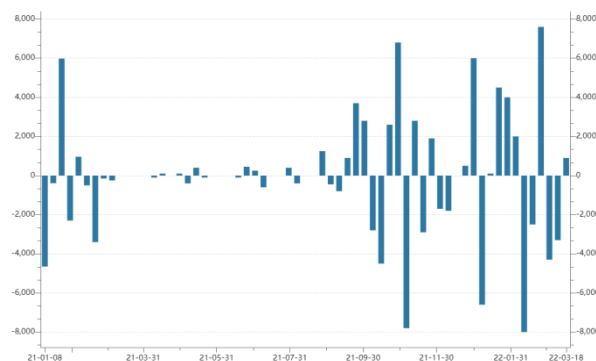
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：地方新增专项债发行提前



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，数据截至 3 月 29 日。

图 28：公开市场货币净投放（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

## 五、汇率分析

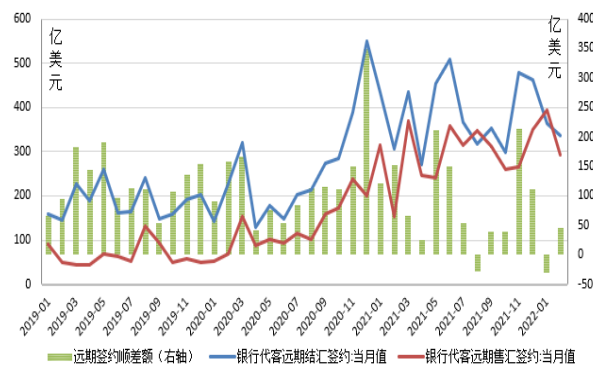
3 月人民币兑美元汇率走贬，回到 6.37 附近。人民币升值之势终结主要受三个方面的因素驱动，一是中美疫情阶段倒挂，美国疫情处在消退期，国内疫情处在上升期。二是全球疫情趋缓，国内出口优势正在被削弱。在出口趋于常态的大背景下，支撑人民币继续走强的基础将不再牢固。三是中美货币政策不同步，国内货币政策趋于宽松，美国货币政策正在收紧。展望 4 月，俄乌局势逐步向拉锯战方向演化，美国经济与欧洲相比更不容易受到负面影响，美联储收紧货币政策态度明确，均指向美元指数会有强势表现，这会让人民币贬值的逻辑更加顺畅。目前人民币汇率正常波动，汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。

图 29：美元兑人民币中间价

图 30：银行代客远期结售汇签约金额

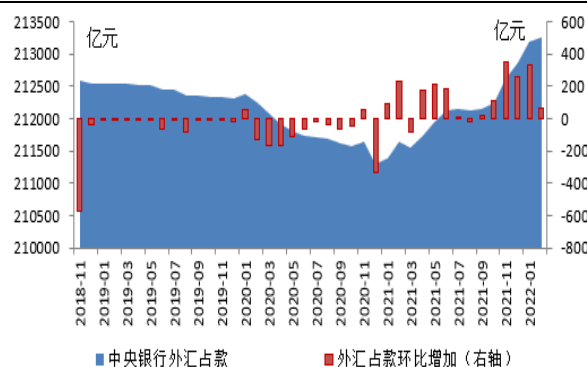


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



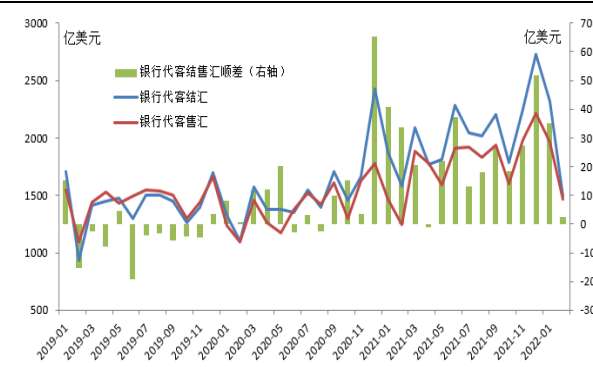
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 31：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 32：银行代客结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 六、4 月期债投资建议

3 月多国卷入俄乌纷争，全球通胀压力激增，经济复苏面临更多不确定性。疫情影响逐步减弱，通胀、加息与地缘政治风险目前是金融市场的关注焦点。当前俄乌双方谈判进入拉锯状态，全球通胀有持续走高的风险。决策者对战争范围扩大化担忧明显下降，美联储为代表的全球主要央行加息态度明确。我国国民经济仍在筑底过程当中，前两个月数据表现较为强劲，3 月疫情在国内蔓延，领先指标显示国内经济景气程度正在减弱。配合相关稳增长政策的大量出台，国内经济有望在二季度触底。当前国内通胀压力仍然较大，PPI 同比涨幅有扩大可能，将会制约宽松货币政策的空间。专项债集中发行会给二季度资金面带来一定扰动，但央行稳定资金面以及宽信用的意图较为明确，预计 4 月资金面不会受到太大干扰。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。我国的经济政策“以我为主”，今年主要围绕“宽财政”展开，货币政策处在辅助位置，货币政策的操作将更为灵活。受疫情影响，4 月货币政策转向概率较低，一旦国内疫情达到顶峰，货币政策的拐点将至，需关注中央政治局会议及国常会对下阶段货币政策的定调。

在以上背景下，4月10年期国债收益率震荡小幅下行的概率较高，目标位在2.65%附近，全年利率中枢在2.8%附近。目前10年期国债收益率在2.8%一线，有一定下行空间。操作上，建议国债中短线保持逢低做多操作思维，长线投资者可等待高位布局空单的时机。中短线操作时，T2206可在100.15以下布局多单，目标位101.2，盈亏比设置在2:1。套利策略时机欠佳，暂不建议。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。