

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 保持灵活应变思路

### 内容提要：

4月俄乌纷争影响扩大化，全球通胀压力激增，经济复苏面临更多不确定性。同时，4月国内疫情多点扩散，国内疫情防控情况目前是金融市场最为关注的焦点。当前俄乌局势有向长期化演变的风险，全球通胀仍然高温。而4月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月开始疫情在国内蔓延，领先指标显示国内经济景气程度正在减弱。在疫情逐步控制的前提下，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。4月受到发行额度安排的限制，专项债发行速度有所放缓。近期国务院政策例行吹风会提及，预计5月底前能够完成去年提前下达的专项债券发行。因此5月的专项债发行预计有所提速，基建投资速度加快。总体看来，目前货币政策宽松力度依然相对克制，预计5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有一定的影响。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。伴随国内疫情逐步控制，5月货币政策转向概率较低，但后续货币政策逐步转向的可能增加，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，5月10年期国债收益率维持箱体震荡的概率较高，目标位在2.85%附近，全年利率中枢在2.9%附近。目前10年期国债收益率在2.9%一线，有一定下行空间。操作上，建议期债中短期保持轻仓操作、灵活应变的操作思维，长线投资者谨慎多单参与，重点关注后续的国内疫情防控情况。中短线操作时，T2209可采取区间操作，在99.4以下适当布局多单，在100.3以上适当布局空单，盈亏比设置在2:1。

### 策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2209
操作方向	区间套利
入场点位	99.4 以下多单，100.3 以上空单
盈亏比	2:1
出场点位	多单 101.2 附近，空单 99.6 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、4月国债期货行情回顾

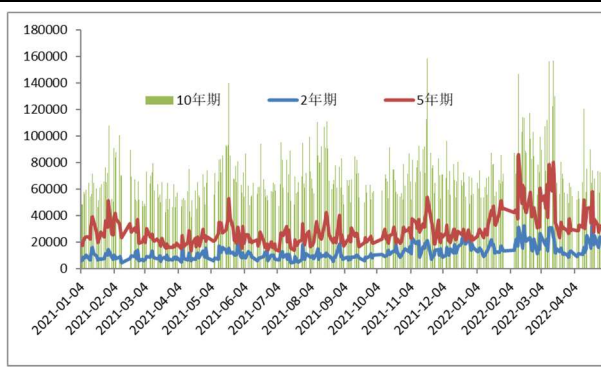
俄乌战火有长期化演变的可能性，全球通胀仍居高位。4月一系列会议强调稳增长政策基调，在国内疫情日趋严重、通胀压力大、金融市场动荡的复杂环境下，央行行事谨慎，在4月15日央行降准不及预期的情况下，国债期货呈现震荡下跌走势。截止4月28日收盘，十债主力报100.075，月度下跌0.34%，所有合约共成交121万手，环比增加9万手，日均持仓量增加2.93%至18.60万手；五债主力报101.525，月度上涨0.04%，所有合约成交量减少29.8万手至64.5万手，日均持仓量增加7.68%至10.94万手；二债主力报101.155，月度下跌0.04%，所有合约成交量减少6万手至31.4万手，日均持仓量增加20.52%至5.11万手。从价差上看，4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小幅波动。

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



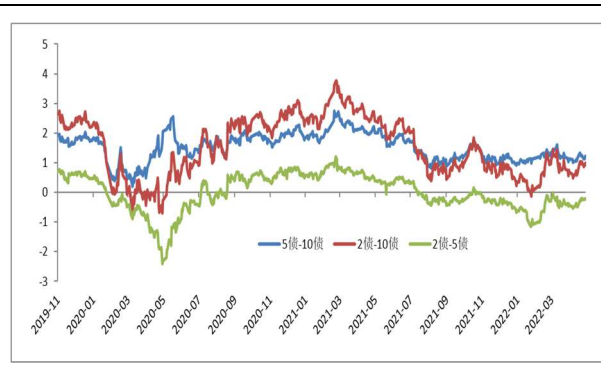
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

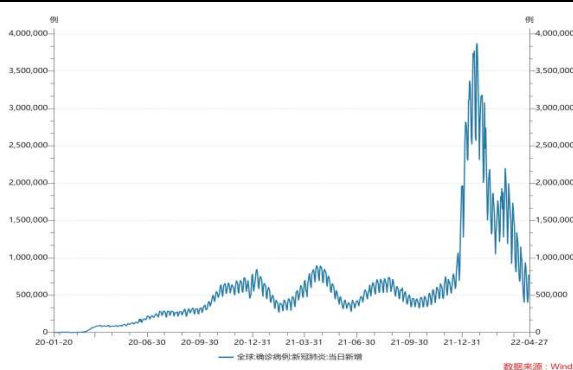


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 二、经济基本面分析

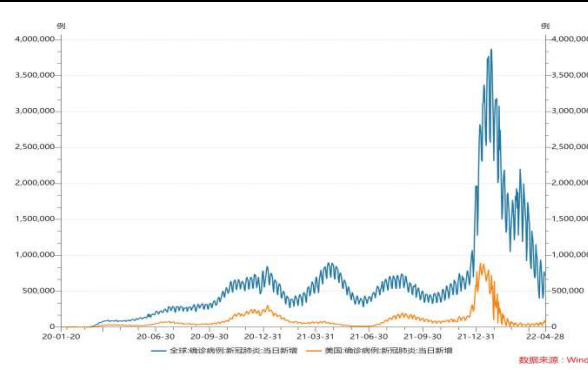
随着俄乌战火持续，多国以制裁等方式卷入纷争，受俄乌战争影响较大的大宗商品大幅涨价，令全球通胀压力激增，全球经济复苏面临更多不确定性。3月底以来国内疫情多点扩散，国内疫情防控情况目前是金融市场的关注焦点。通胀受到供应链恢复进程和货币政策变动的影响。俄乌战争以来，全球航运价格有所抬升，显示供需缺口扩大。当前俄乌双方谈判进入拉锯状态，全球通胀有持续走高的风险。俄乌军事战进入长期僵持阶段，西方渗透程度逐步加深。随着通胀数据节节攀升，欧洲央行、英国央行及美联储的加息态度更加明确。综合疫情、供应链恢复进程、通胀持续时间、俄乌局势以及各国央行收紧货币政策等负面影响因素，今年全球经济的增速预期将下滑。

图 5：全球日新增确诊下降



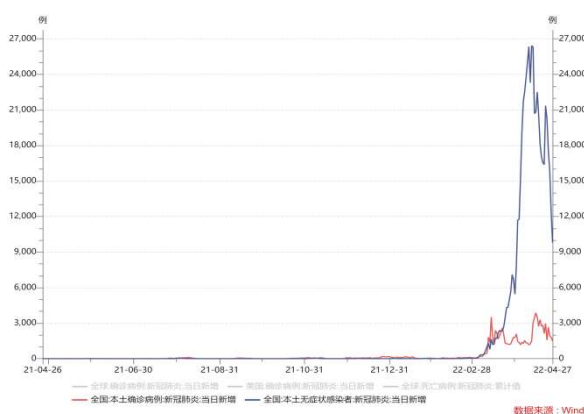
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国疫情缓解



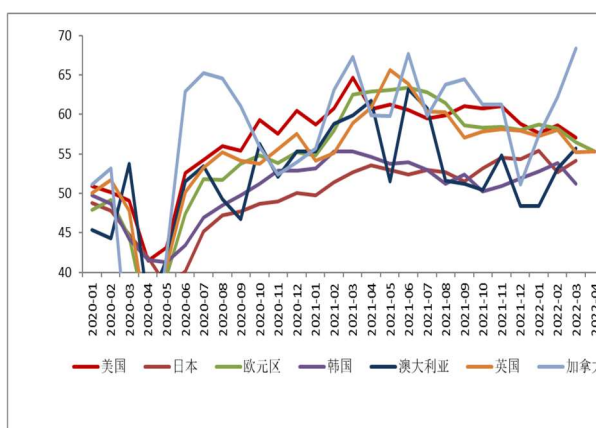
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：国内疫情出现拐点



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

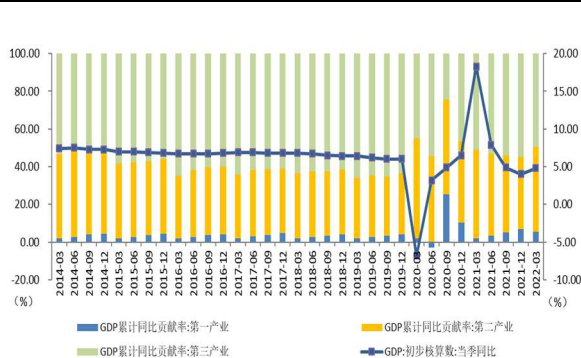
图 8：世界主要国家制造业 PMI 好坏不一



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国季度 GDP 同比有所回升

图 10：3 月中国制造业 PMI 回落



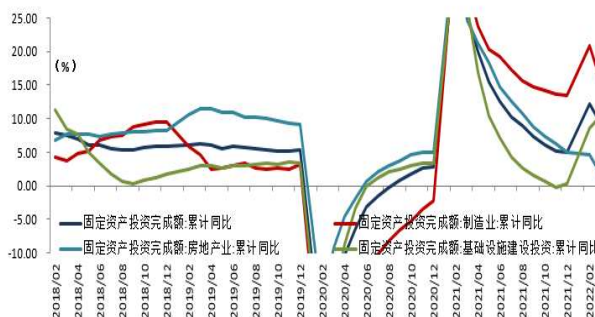
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



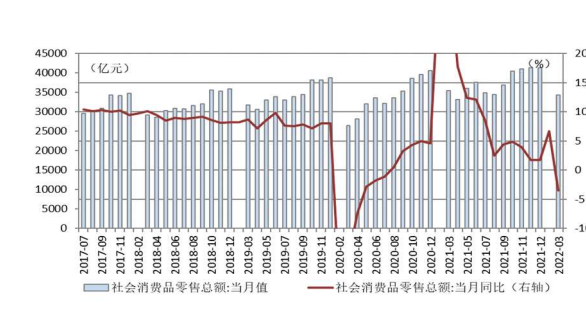
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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



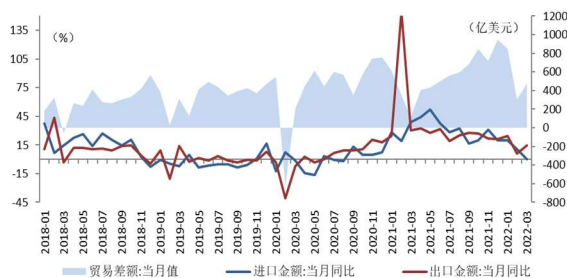
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

我国国民经济仍在筑底过程当中，根据统计局公布的一季度主要经济数据显示，一季度 GDP 同比增速为 4.8%，环比增长 1.3%。分项来看，主要拖累项是房地产投资和消费，疫情带来的负面影响仍然较大。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 9.3%，明显高于 GDP 同比增速，对经济形成了明显的支撑。投资方面，一季度全国固定资产投资 104872 亿元，同比增长 9.3%，明显高于 GDP 同比增速，对经济形成了有力支撑。从结构上看，制造业投资延续修复态势，一季度同比增长 15.6%；基建投资一季度增速 8.5%，成为主要托底项；房地产投资回落，一季度同比增长 0.7%。1-2 月份，全国房地产开发投资同比增长 3.7%，但到一季度结束，仅有 0.7%。商品房销售面积同比下降 13.8%，房地产开发企业到位资金同比下降 19.6%，房地产市场疲弱态势没有得到扭转。今年以来尽管多地持续出台调降房贷利率，放宽首付比例及限购政策，但是疫情影响下政策效果尚未完全显现出来。基建投资有所提速，成为经济的主要托底项。贸易方面，一季度我国进出口总值 9.42 万亿元，同比增长 10.7%，其中，出口 5.23 万亿元，增长 13.4%；进口 4.19 万亿元，增长 7.5%。以美元计，3 月我国出口同比增长 7.5%，3 月同比增速为 14.7%，受境外疫情趋缓影响，国内出口优势正在变弱。工业上，一季度全国规模以上工业企业实现利润总额 19555.7 亿元，同比增长 8.5%，显示我国工业

企业保持平稳增长态势，但同时也可以看出，外来输入性通胀和疫情影响下，企业生产经营压力增大。消费方面，一季度社会消费品零售总额同比增长 3.3%，同比实际增长 1.3%，其中 3 月当月同比下滑 3.5%。3 月开始，在国内疫情影响下，居民收入端不确定性增加，消费意愿降低，同时线下消费场景缺失，使得国内消费转弱，内需的改善势头被疫情打断。总体来看，3 月经济数据喜忧参半，从消费、出口和投资这三方面来看，消费和房地产投资是拖累项，而出口、制造业投资和基建投资则是支撑项。疫情多点爆发，也对居民的就业、收入等造成影响，这种影响将会反映在第二季度的数据上。

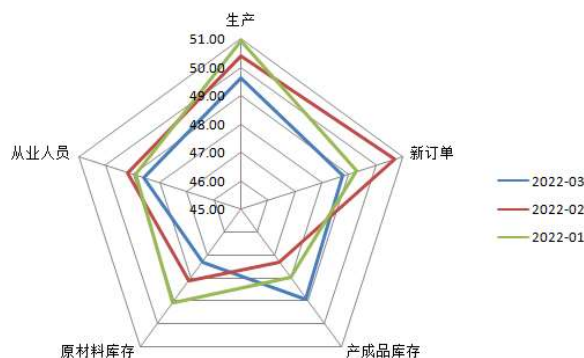
4 月 5 日以来，每日新增确诊加无症状感染超 10000 人，4 月 10 日后增加至 20000 人以上。奥密克戎传染性强，检测与防控难度大，国内动态清零政策面临较大压力，多地经济活动放缓。从领先指标看，3 月官方制造业 PMI 跌破 50 荣枯线，下滑至 49.5，新订单、生产、原材料库存及从业人员分项数据均较 2 月大幅回落，显示在疫情影响下经济景气程度减弱。4 月 18 日权威人士在新华社《当前中国经济十问》中的表态一定程度反映了高层风向，当前形势下保民生、稳增长的优先级高于追求经济增长目标。因此当前市场关注重点仍在各地疫情的防控情况，乐观情况下经济有望在二季度触底，全年增速或呈现弱 V 型反弹格局。

图 13：中国进出口数据较为强劲



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

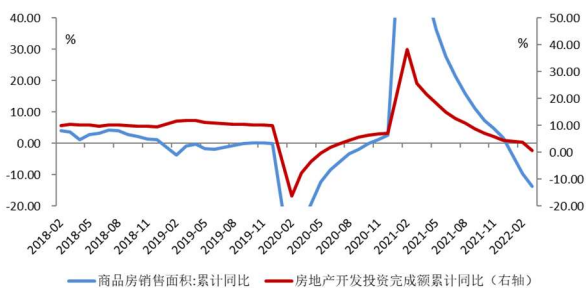
图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



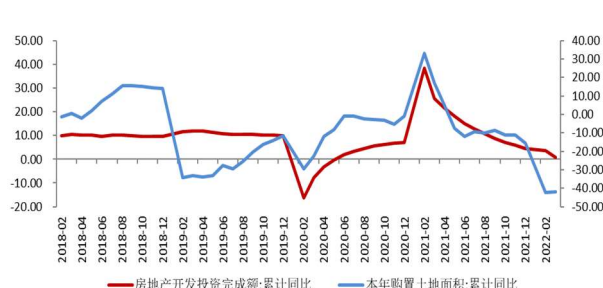
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 15：商品房销售面积与房地产开发投资同比

图 16：房地产开发投资与土地购置面积



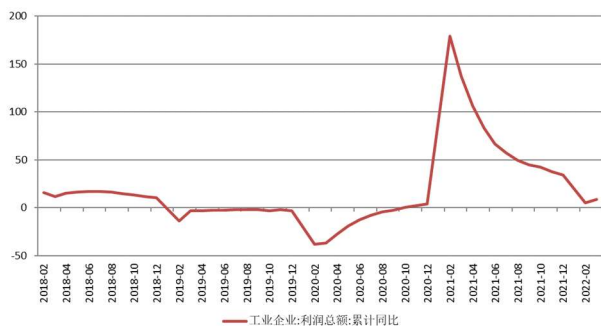
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



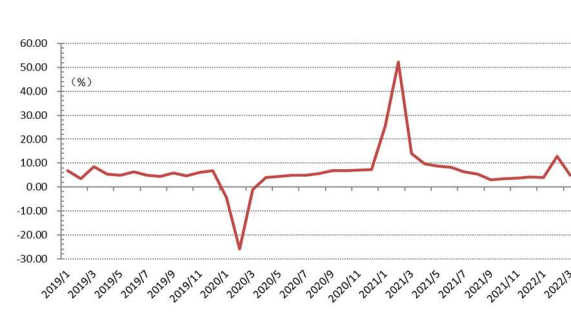
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

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



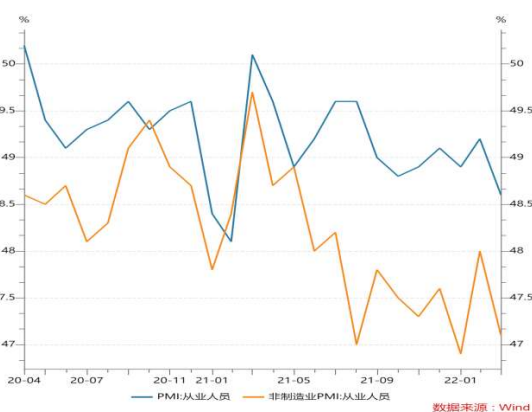
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



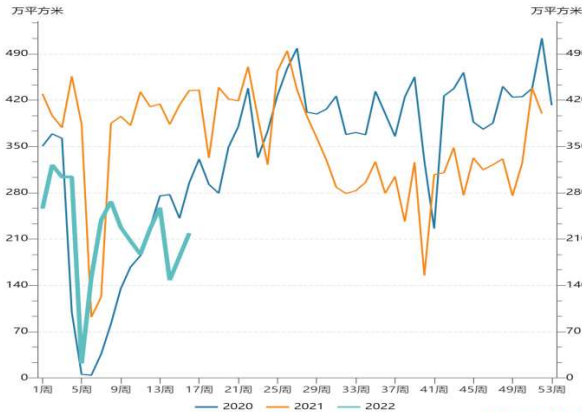
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项

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



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, 国内通胀呈现结构性分化现象。数据显示, 一季度 CPI 同比上涨 1.1%, 其中 3 月份上涨 1.5%, 涨幅较上月扩大 0.6%; 一季度 PPI 同比上涨 8.7%, 其中 3 月份同比上涨 8.3%, 连续 5 个月回落, 环比涨幅继续扩大。

CPI 方面，3 月 CPI 环比持平，扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比下跌 0.1%。食品项中，畜肉类价格环比下降 4.9%，猪肉降幅最大为 9.3%，鲜果价格回落 2.3%，面粉、食用植物油、鲜菜、鸡蛋价格分别较上月上涨 1.7%、0.6%、0.4%和 0.3%，食品价格分项涨跌各异。

PPI 方面，3 月 PPI 同比上涨 8.3%，涨幅比上月收窄 0.5 个百分点，环比上涨 1.1%。出厂价格中生产资料价格环比上涨 1.4%，涨幅扩大 0.7 个百分点。分项来看，生产资料价格上涨 10.7%，涨幅回落 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.9%，涨幅与上月持平。40 个主要行业中，价格上涨的有 37 个。主要行业中，相比 1-3 月价格涨幅回落的有：有色金属冶炼和压延加工业上涨 18.3%，环比回落 2.1%；化学原料和化学制品制造业上涨 15.7%，环比回落 4.0%；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 9.4%，环比回落 3.5%；化学纤维制造业上涨 4.5%，环比回落 6.9%。相比 1-3 月价格涨幅扩大的有：煤炭开采和洗选业上涨 53.9%，环比扩大 8.5 个百分点；石油和天然气开采业上涨 47.4%，环比扩大 5.5 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业上涨 32.8%，环比扩大 2.6 个百分点；电力热力生产和供应业上涨 8.7%，环比扩大 0.2 个百分点。

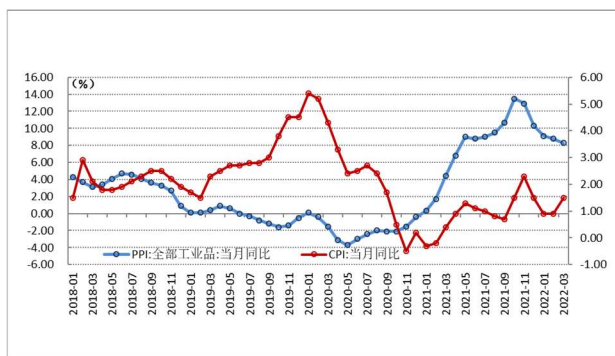
4 月在输入性通胀和疫情等因素影响下，大宗商品价格涨跌各异，石油、焦煤、焦炭等商品的需求回升，带动煤炭、石油价格上涨。截至 4 月 29 日，文华商品价格指数仍较 3 月环比微涨 0.83%，其中，工业品板块下跌 0.93%，贵金属板块上涨 1.42%，农产品板块上涨 5.10%。工业品内部所有板块涨跌各异，其中煤炭板块下跌 5.80%，钢铁板块下跌 3.67%、石油板块上涨 6.24%，建材板块、有色板块、化工板块分别下跌 6.29%、0.15%、1.13%。

受国内疫情影响，居民消费需求萎靡，下游厂商涨价难度较大，因此生产资料涨幅较高，但生活资料仅环比上涨 0.2%，价格传导不畅。同时，疫情防控以及交通运输受阻对部分企业的生产造成影响，并沿着产业链向上下游企业扩散，并最终对终端商品的交付与销售造成负面影响。疫情依然是当前最重要的影响因素，预计 4 月国内通胀结构性分化现象仍会持续。后续疫情形势和稳价保供措施将是市场关注的重点，也影响货币政策的走向。

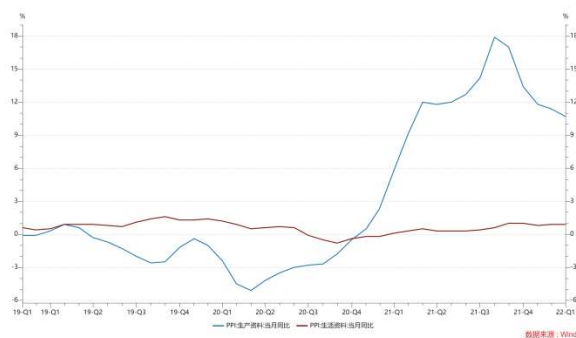
图 21：中国 CPI 及 PPI 同比

图 22：PPI 分项同比





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

### 三、货币政策分析

4月国内外宏观环境复杂，政策出台较为密集。4月13日，国常会指出，针对当前形势变化，适时运用降准等货币政策工具。4月15日晚间央行宣布全面降准0.25个百分点，并且为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。4月18日权威人士在新华社《当前中国经济十问》中也表示，“当前经济运行面临较大下行压力，困难挑战明显增多”、“当前一些突发因素超出预期，外贸延续去年高增长有一定难度”。4月25日，人民银行发布公告称，决定自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，这是人民银行至今唯一一次下调外汇存款准备金率。4月26日中央财经委员会召开第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。4月面临疫情防控、人民币贬值等压力，政策出台密度高。

从4月这几次会议表态来看，当前经济面临较大下行压力，内有疫情的影响，外有人民币贬值的压力。高层风向表明当前保民生的优先级高于追求量化经济增长目标，政策托底十分重要。15日央行的降准低于预期，原因在于外有中美利差倒挂的约束，内有国内流动性已处于合理充裕水平的考虑，同时还存在结构性通胀压力。而25日的下调外汇存款准备金率，更多的是一个信号意义，引导市场预期。4月26日的中央财经委员会会议，则再次强调了稳增长的政策基调。在当前经济背景下，疫情防控是当务之急，货币政策空间也受到一定程度的制约，市场预期的降准预计将延后。一系列的政策出台也表明，今年的经济政策仍主要围绕“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。在疫情逐步得到控制后，后续宽货币的可能性不大，宽松货币政策再次转向的可能性较大。

5月的政策视国内疫情防控情况而定，但经济立马提速有一定难度，货币政策短期快速转向的

概率较低，长期逐步过渡的可能性较大。疫情影响下货币政策的拐点将延后，但并不代表下半年没有收紧的可能，后续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

3月社融信贷数据表现亮眼，但居民和企业部门的中长期融资需求仍较差。数据显示，3月社会融资规模增量为4.65万亿元，比上年同期多1.28万亿元。3月末社会融资规模存量为325.64万亿元，同比增长10.6%。从结构上看，新增人民币贷款增加3.2万亿，同比多增4817亿元；未贴现的银行承兑汇票增加133亿元，同比多增4262亿元；政府债融资7052亿元，同比多增3921亿元，这三项是3月社融回升的主要动力。另外，企业债净融资3842亿元，同比多增87亿元，股票融资958亿元，同比多增175亿元。人民币贷款需求仍偏弱。新增人民币贷款分项中，居民短期贷款3848亿元，同比少减1394亿元；中长期贷款为3735亿元，同比继续减少2504亿元，显示购房需求不足。企业部门短期贷款新增8089亿元，同比多增4341亿元；中长期贷款新增1.34万亿元，同比多增4148亿元；票据融资新增3187亿元，同比新增4712亿元。企业信贷主要是靠短期贷款和票据融资支撑，中长期贷款同比增量并不明显，总量虽强但结构较弱。

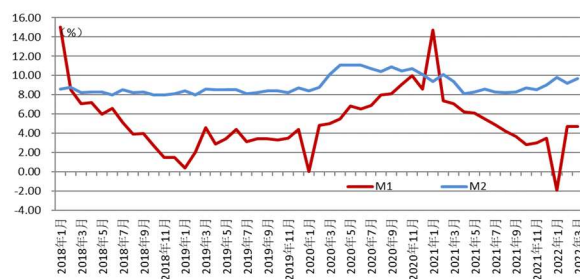
3月末M2同比增长9.7%，增速比2月提高0.5个百分点；M1同比增长4.7%，与上月持平。M2-M1剪刀差重新扩大至5个百分点，反映了3月地产销售情况较差和疫情影响下消费受阻，企业经营活跃度较低，同时居民储蓄意愿增强。

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



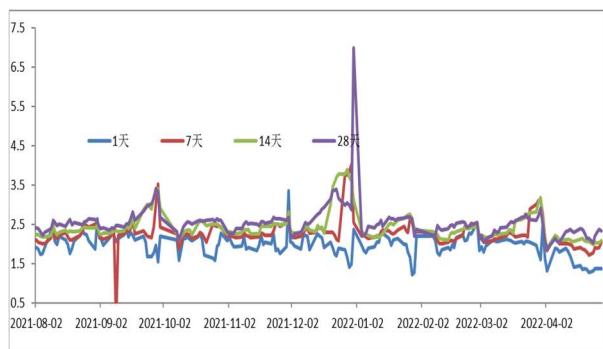
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

央行4月政策出台较为密集，货币市场资金面略有宽松，1年及以上期限国债到期收益率也有所回升。截至4月28日，隔夜银行间质押式回购利率较3月28日分别下降60.92bp，7天期、14天期、21天期分别下降95.72bp、72.9bp、27.39bp，3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别较3月28日上行1.30bp、4.32bp、6.73bp和5.70bp，1年期国债收益率下跌9.32bp。

在资金需求方面，3月政府债发行进度仍较快，3月政府债券净融资7052亿元，同比多3921亿元，财政支出保持力度，3月财政存款减少8425亿元，同比多减少3571亿元。一季度专项债发行是2019年以来的史上最快进度，到了4月发行放缓，同时4月到期规模较大，截止4月29日，地方新增专项债331亿元。同时4月广义财政收支平衡，预计4月政府存款将增加4000亿元。

且随着天气转暖，复产复工稳步推进等，财政资金下发能够较快地形成实物工作量，并撬动社会资金。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，伴随天气转暖，复产复工稳步推进，财政资金的下发能够较快地形成实物工作量，带动社会资金，预计后续几个月专项债发行速度仍会维持高位。伴随疫情逐步得到控制，加之近期央行稳定资金面意图较为明确，预计5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



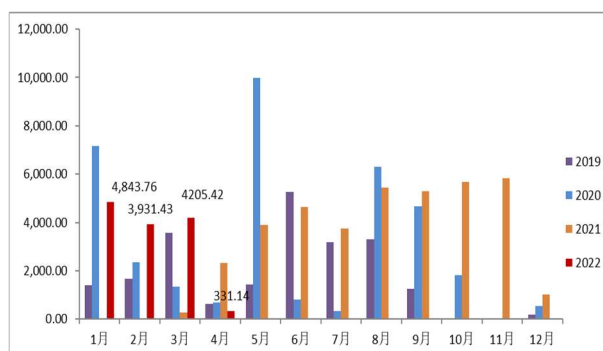
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：中证主要期限国债到期收益率整体走高



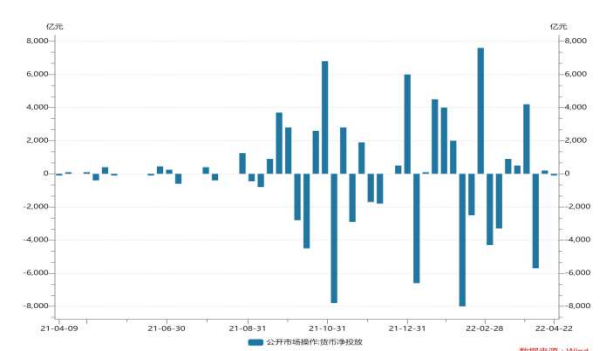
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：地方新增专项债发行数据



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）

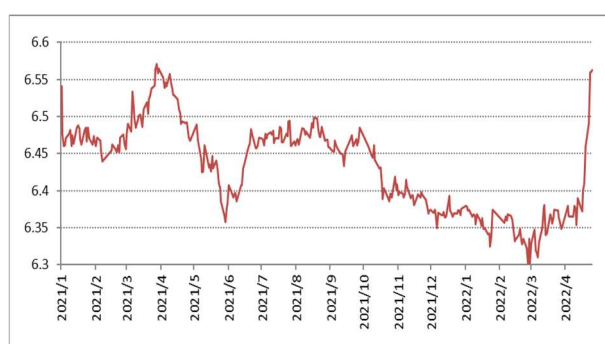


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

## 五、汇率分析

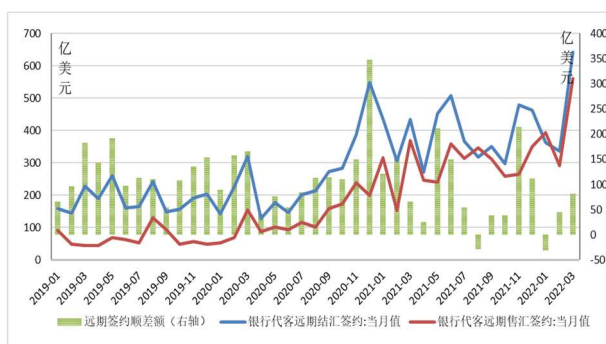
4月人民币兑美元汇率走贬，回到6.6附近。人民币升值之势终结主要受三个方面的因素驱动，一是中美疫情阶段倒挂，美国疫情处在消退期，国内疫情处在上升期。二是全球疫情趋缓，国内出口优势正在被削弱。在出口趋于常态的大背景下，支撑人民币继续走强的基础将不再牢固。三是中美货币政策周期错位，国内货币政策趋于宽松，美国货币政策正在收紧。展望5月，俄乌局势有向长期化趋势演变的风险，美国经济与欧洲相比更不容易受到负面影响，美联储收紧货币政策态度明确，均指向美元指数会有强势表现，这会让人民币贬值的逻辑更加顺畅。4月底人民币加速贬值，但国内货币政策更多坚持“以我为主”，汇率问题对国内货币政策的决策有一定影响。

图 29：美元兑人民币中间价



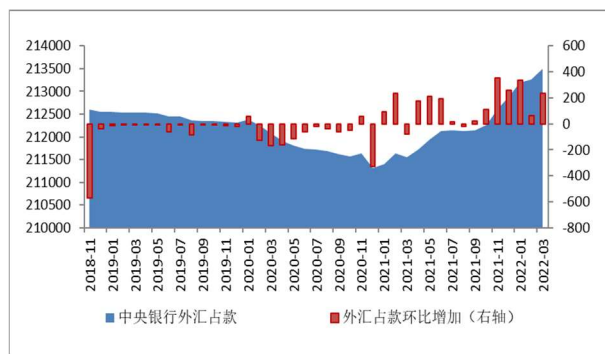
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 30：银行代客远期结售汇签约金额



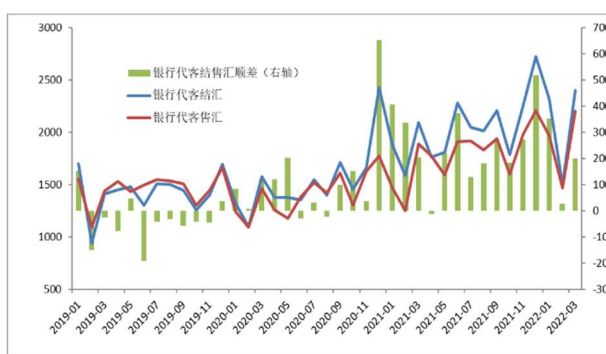
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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、5月期债投资建议

4月俄乌纷争影响扩大化，全球通胀压力激增，经济复苏面临更多不确定性。同时，4月国内疫情多点扩散，国内疫情防控情况目前是金融市场最为关注的焦点。当前俄乌局势有向长期化演变的风险，全球通胀仍然高温。而4月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月开始疫情在国内蔓延，领先指标显示国内经济景气程度正在减弱。在疫情逐步控制的前提下，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。4月受到发行额度安排的限制，专项债发行速度有所放缓。近期国务院政策例行吹风会提及，预计5月底前能够完成去年提前下达的专项债券发行。因此5月的专项债发行预计有所提速，基建投资速度加快。总体看来，目前货币政策宽松力度依然相对克制，预计5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有一定的影响。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。伴随疫情逐步控制，5月货币政策转向概率较低，但后续货币政策逐步转向的可能增加，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，5月10年期国债收益率维持箱体震荡的概率较高，目标位在2.85%附近，全年利率中枢在2.9%附近。目前10年期国债收益率在2.9%一线，有一定下行空间。操作上，建议期债中短期保持轻仓操作、灵活应变的操作思维，长线投资者谨慎多单参与，重点关注后续的国内疫情防控情况。中短线操作时，T2209可采取区间操作，在99.4以下适当布局多单，在100.3以上适当布局空单，盈亏比设置在2:1。

## 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。