

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：货币政策灵活稳健 期债震荡后或下行

### 内容提要：

疫情影响减弱，全球经济复苏进入下半场。当下通胀、加息与地缘政治风险是金融市场最为关注的焦点。俄乌军事战的范围是否扩大存在不确定性，争端对全球供应链恢复有较大负面影响，短期内全球通胀有大幅走高风险，其带来的不确定性以及对经济的负面影响也可能成为美联储等主要央行加息的羁绊，延缓其收紧货币政策的步伐。我国国民经济正在筑底过程当中，尚未得到数据上的确认。地方政府设定的年内GDP增长目标多数高于前两年平均增速，显示出强烈的促经济增长意愿。配合相关稳增长政策的大量出台，我国二季度经济有望好转，全年增速呈现弱V型反弹格局。当前国内通胀压力仍然较大，稳价保供将能抵消一部分压力，但若俄乌争端不得到妥善解决，通胀压力将居高不下，制约宽松货币政策的空间。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。年内宏观政策导向为加大逆周期调节力度，财政刺激政策将是施政核心，再辅之以灵活的货币政策。

3月全国两会明确全年经济政策目标之后，央行可能会边观察货币政策效果边对政策进行微调。后续随着经济转好，货币政策转向的概率较高，值得警惕。但在稳增长大背景下，货币政策大幅收紧的概率非常小，预计10年期国债收益率将保持低位震荡格局，波动区间为2.6%-2.9%，全年利率中枢在2.8%附近。操作上，建议期债中短线保持区间操作思维，高抛低吸，长线可逢高位布局空单。中短线操作时，T2206可在99.85附近布局多单，在101.15附近布局空单，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	[99.85, 101.15]
盈亏比	2:1
出场点位	在区间上下限附近

### 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、2月国债期货行情回顾

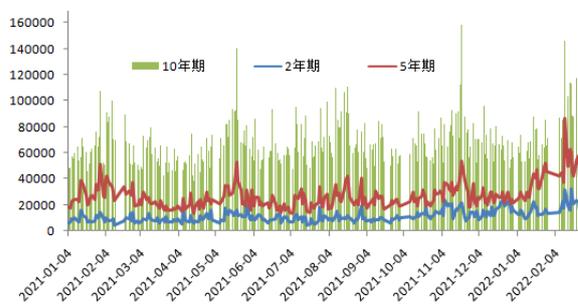
年初中央及地方大量稳增长政策出台，继央行1月不断落实宽松措施之后，市场对央行宽松措施的持续性担忧加深，导致国债期货在2月整体回落。截止2月28日收盘，十债主力报100.235，月度下跌0.88%，所有合约共成交151.2万手，环比增加23.8万手，日均持仓量增加0.9%至17.4万手；五债主力报101.485，月度下跌0.83%，所有合约成交量增加10.9万手至78.5万手，日均持仓量增长13.5%至10.8万手；二债主力报101.195，月度下跌0.25%，所有合约成交量增加5.5万手至32.4万手，日均持仓量减少9%至4.6万手。从价差上看，2月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差均走阔。

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



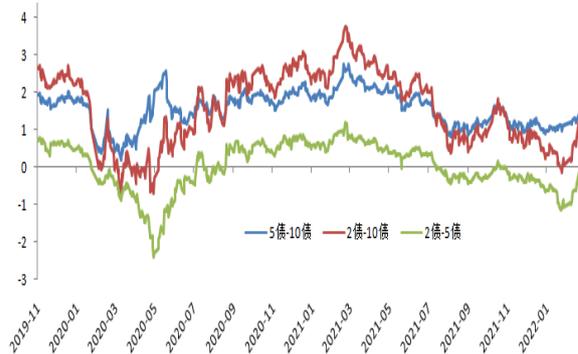
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

2月以来，俄乌关系不断紧张并发展为战争，引发全球局势的动荡。西方国家不断加入对俄的制裁行列，并为乌提供军事援助，而俄方态度强硬，令全球经济复苏的不确定性大增。随着疫情影响的减弱，全球经济复苏进入下半场，当下通胀、加息与地缘政治风险是金融市场最为关注的焦点。

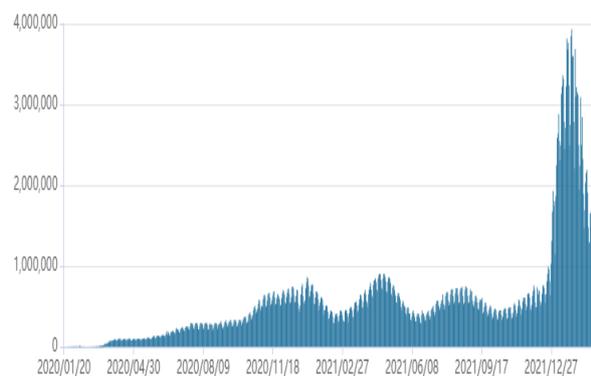
关于通胀，当前其主要受到经济复苏、供需错配、货币政策以及战争的影响。奥密克戎已经成为全球主要的流行病株，其致死率明显下降，欧美一些国家已经放松疫情防控措施，甚至重新打开国门，疫情对供应链的影响正在持续消退。近期全球航运价格有回落之势，显示供需缺口正在修复，不过供应链恢复仍需要时间，尤其是俄乌战争的突发对全球供应链恢复有较大负面影响，短期内全球通胀有大幅走高的风险。俄乌是重要的农产品出口地，俄罗斯还是原油、天然气的重要生产国之一，从双方开展一周以来的市场表现看，原油、天然气等能源价格、小麦、玉米等国际农产品价格已经大幅走高。

关于加息，尽管欧美多国通胀数据不断刷新记录，俄乌局势带来的不确定性以及对经济的负面影响很可能成为美联储等主要央行加息的羁绊。美联储加息幅度与加息次数受到美国通胀、就业市场、金融市场以及俄乌局势四重影响，加息步伐或放缓，而欧洲央行与英国央行也会因为战争影响而延迟收紧货币政策。

关于俄乌局势，军事战的范围是否扩大存在不确定性，但多国对俄罗斯的经济战和金融战是必然走向，如果俄罗斯反应极端，存在演化成大范围军事战的可能。

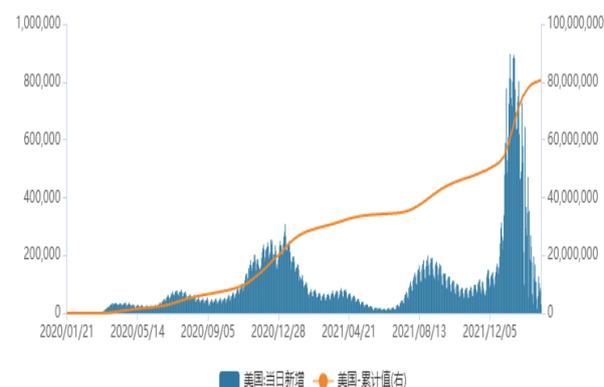
综合疫情、供应链恢复、通胀持续时间、俄乌局势以及各国央行收紧货币政策等负面影响，今年全球经济的增速预期预计将被再度下调。

图 5：全球日新增确诊快速回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

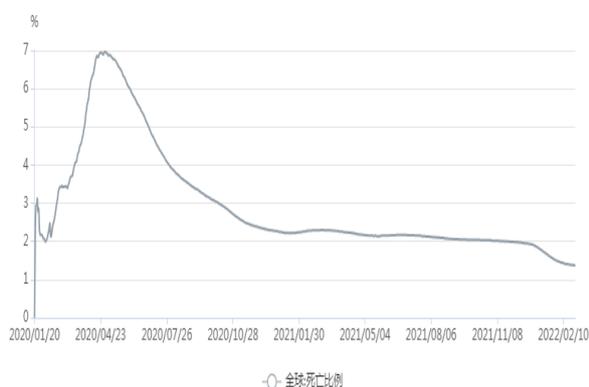
图 6：美国疫情缓解



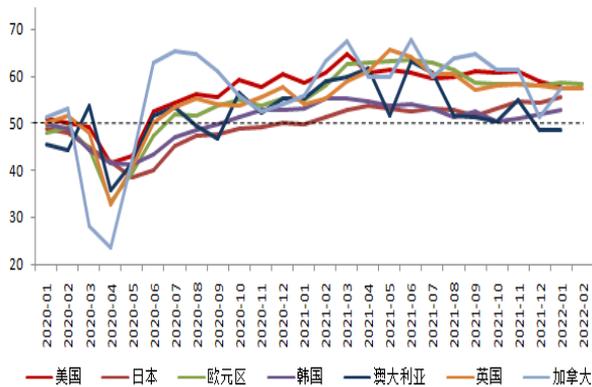
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：全球新冠死亡比例明显下降

图 8：世界主要国家制造业 PMI 好坏不一

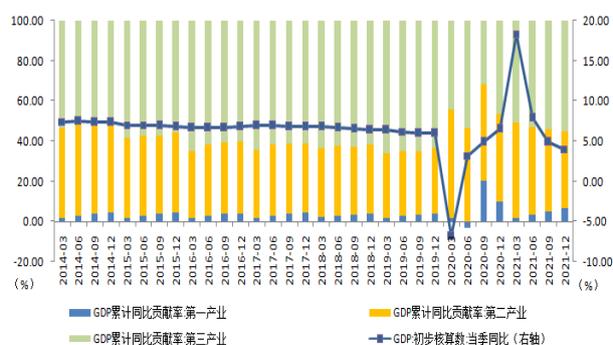


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



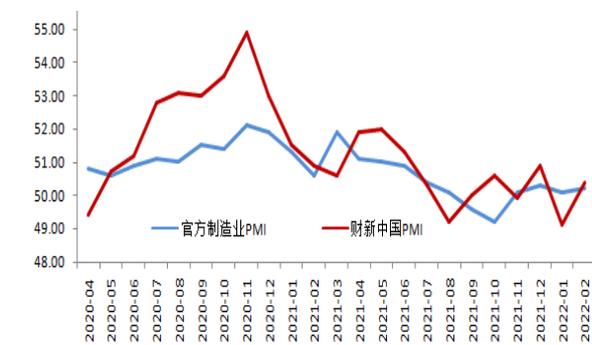
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国季度 GDP 同比下滑至 4%



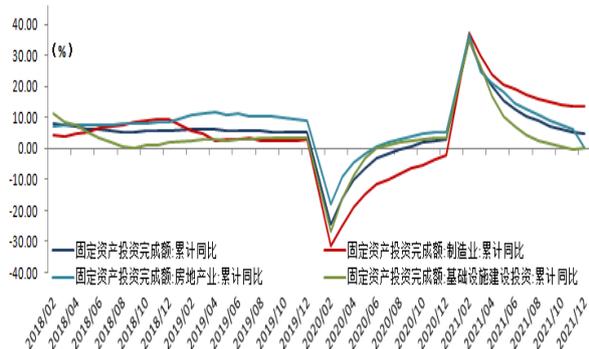
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：2 月中国制造业 PMI 小幅反弹



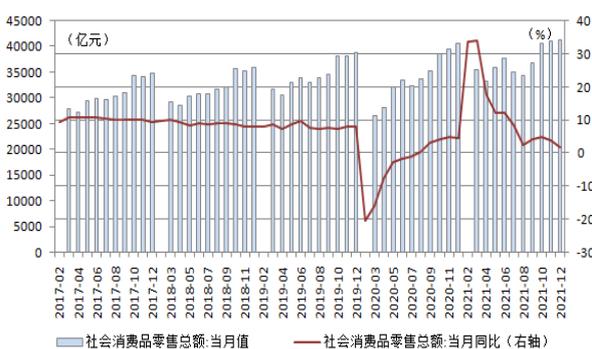
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：中国固定资产投资累计同比下滑



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：中国社会消费品零售销售数据疲弱

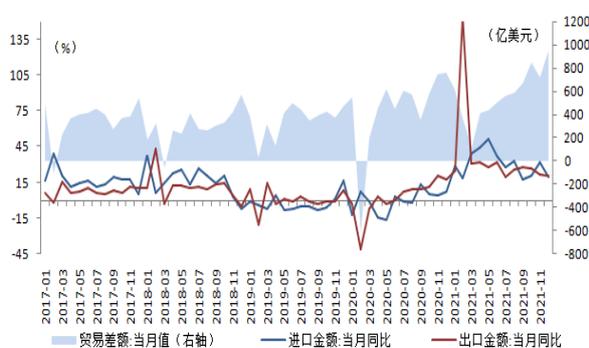


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

我国国民经济正在筑底过程当中，但尚未得到数据上的确认，1-2 月的消费、投资、进出口、工业增加值等经济数据需等到 3 月才公布。由于数据有限，我们仅以春节消费数据来做分析。2022 年春节期间，餐饮类商户支付金额较去年同期增长 29.6%，多地餐饮业消费增长；零售类商户支付金额较去年同期增长 22.9%；铁路、航空、公交、地铁等交通行业商户支付金额较去年同期增长 18.8%；

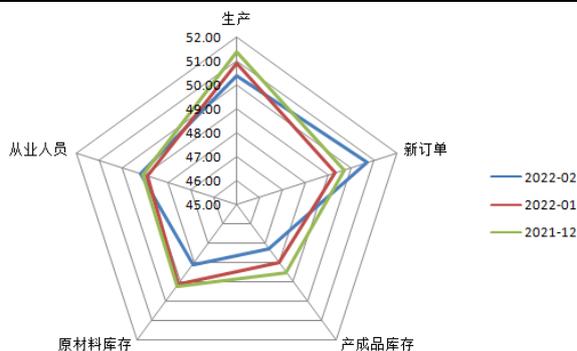
票房拿下了 60.35 亿元的影史票房亚军，但同比回落 23%，观影人次同比大幅滑落 28.7%。整体上看，春节消费数据好于去年春节。去年 11 月国内宏观政策有所转向，在稳价保供政策持续发力、房地产政策放松、货币政策转松等政策托底下，国内经济景气度有所回升。从领先指标看，官方制造业 PMI 在 11 月终结了七连降走势，小幅走高后停滞，财新制造业 PMI 已经在底部停滞一段时间，暗示经济底正在形成当中。制造业 PMI 分项指标中的新订单数据在 2 月回升明显，显示经济景气程度有所改善。从 31 个省、自治区和直辖市公开的 2022 年经济增长目标看，所有省份的增长目标均设定在 5% 以上，多数增速目标高于前两年平均增速，显示出强烈的促经济增长的意愿。配合相关稳增长政策的大量出台，我国经济有望在二季度转好，全年增速呈现弱 V 型反弹格局。

图 13：中国进出口数据强劲



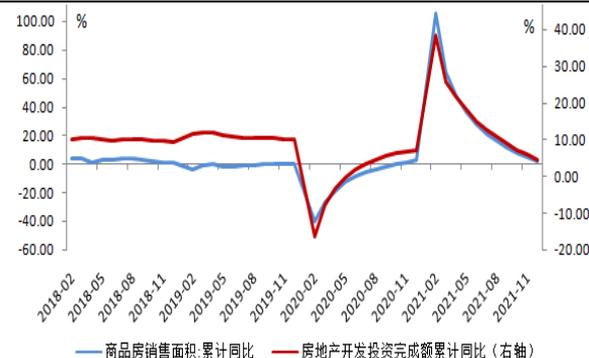
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



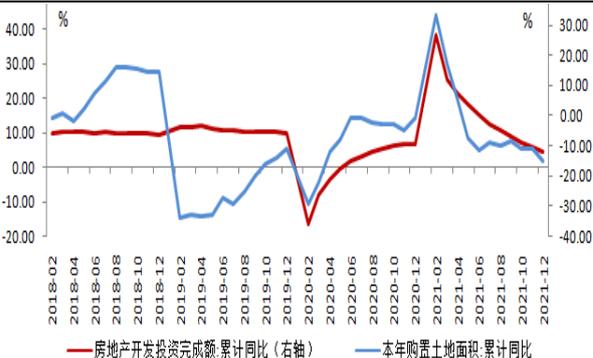
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

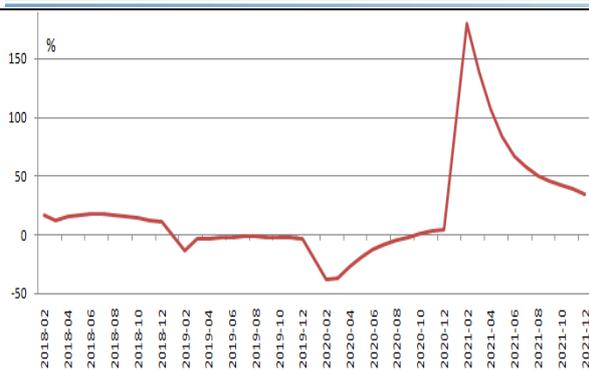
图 16：房地产开发投资与土地购置面积



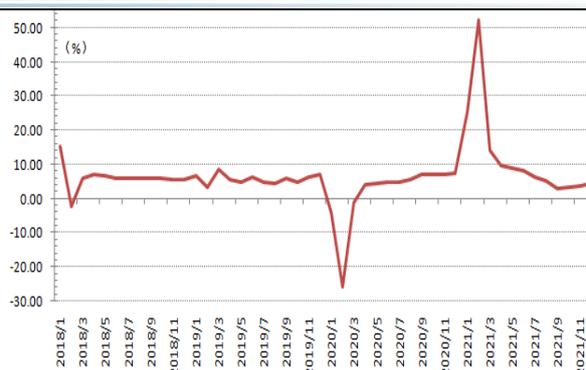
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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



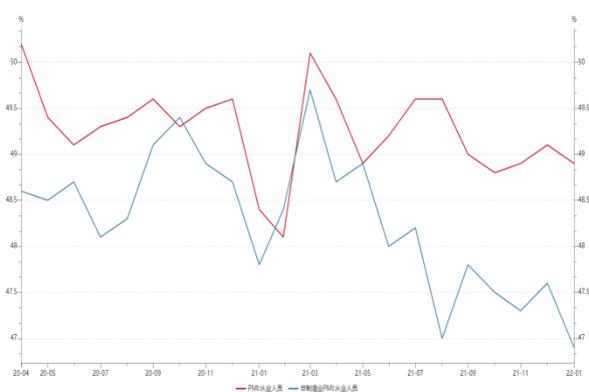
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



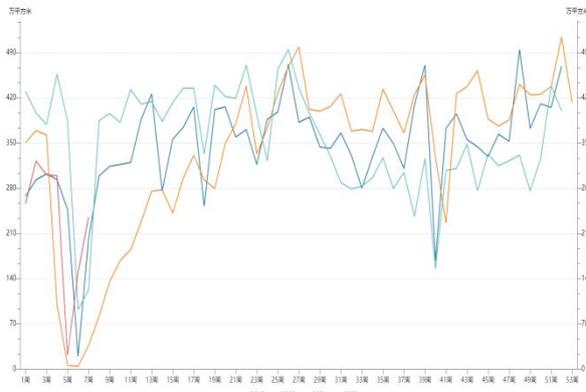
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项

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

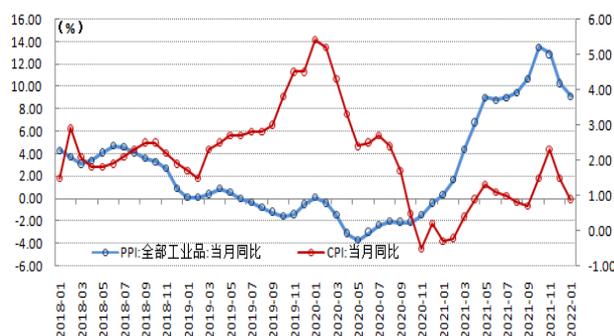


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

当前国内通胀压力仍然较大, CPI 及 PPI 同比回落的幅度明显变弱。数据显示, 1 月 CPI 同比上升 0.9%, 涨幅比 12 月回落 0.6 个百分点, 除食品烟酒类价格下降后, 其他七大类价格同比六涨一降。食品项中, 畜肉类价格下降 25.6%, 影响 CPI 下降约 1.11 个百分点, 扣除食品后的 CPI 同比涨幅达 2%, 显示有一定通胀压力。1 月 PPI 同比上涨 9.1%, 涨幅比上月收窄 1.2 个百分点, 回落速度放缓。生产资料价格环比降幅收窄至 0.2%, 且有转为正增长的迹象。主要行业出厂价格中, 1 月价格环比下跌的行业数量及下跌幅度均有明显减少, 其中黑色金属矿采选业价格环比由下降 8.7% 转为增长 1%, 煤炭开采和洗选业价格环比由下降 8.3% 收窄至下降 3.5%, 石油煤炭及其他燃料加工业环比由下降 6.9% 转为增长 0.4%, 化学原料和化学制品制造业价格环比由下降 2.1% 收窄为下降 1.3%。多种大宗商品价格于去年 12 月企稳并于今年 1 月开始反弹, 2 月接连创下新高, 引得铁矿石、煤炭等调控价格措施重新出台。但截至 2 月 28 日, 文华商品价格指数仍较 1 月环比上涨了 2.5%, 其中, 农产品板块大涨 4.66%, 工业品上涨 1.53%, 贵金属上涨 5.34%。工业品内部涨跌不一, 其中石油板块大涨 9.31%, 煤炭板块大涨 8.3%, 建材板块、钢铁

板块、化工板块分别下跌 10.1%、5.8%、1.7%。受俄乌战争影响，能源、有色、农产品价格都有继续上行的空间，这将加剧通胀表现。预计 2 月 PPI 同比涨幅回落空间较小，受供不应求因素的影响，不排除 3 月 PPI 涨幅扩大的可能。当前的稳价保供工作将会抵消一部分通胀压力，但若俄乌争端不得到妥善解决，通胀压力将居高不下，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 分项同比均回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

### 三、货币政策分析

去年 11 月央行货币政策开始转向，在 12 月中央政治局会议以及中央经济工作会议清晰定调宏观政策要注重逆周期调节后，央行于 12 月、1 月降息降准，7 天期逆回购利率、MLF 利率、1 年期及 5 年期 LPR 利率、SLF 利率悉数下调。2 月以来，楼市宽松的政策接连而连，地方债发行量大增，提振投资及消费的政策也在不断出台，但货币政策并没有新措施出台，整体上体现为按兵不动观察政策效果的态度。

2 月里，央行对货币政策有几次表态值得关注。2 月 11 日公布的央行四季度货币政策执行报告重申了要加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，不搞“大水漫灌”，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，说明宽松货币政策不会很快转向。2 月 17-18 日，央行行长易纲在二十国集团财长和央行行长会议上表示，我国将保持稳健的货币政策灵活适度，加大跨周期调节力度，推动经济高质量发展，并未提供更多信息。

最近一次的 225 中央政治局会议强调，要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘，说明稳增长政策导向并未发生改变。需要注意的是，当下货币政策对经济稳增长的支持效果可能没有财政部、住建部、商务部、国税局等部门的政策效果明显，而且操作灵活性也更强，一旦经济持续向好，宽松货币政策再次转向的可能性较大。一季度是比较确定的宽松货币政策窗口期，后续随着经济转好，货币政策转向的概率较高，值得警惕。3 月需关注政府工作报告对今年国内经济增速目标的预期以

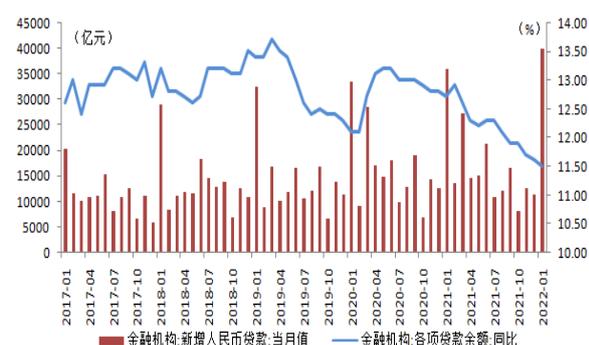
及对货币政策的定调。

#### 四、资金面分析

1月社融总量大增，显示政策发力效果已经逐步显现。数据显示，1月新增社会融资规模6.17万亿元，较上年同比增加9872万亿元，社融存量同比增长10.5%。从结构上看，新增人民币贷款同比多增3944亿元，政府债融资同比多增3589亿元，企业债融资同比多增1882亿元，说明1月社融数据主要靠新增人民币贷款、政府债及企业债发行支撑。新增人民币贷款分项中，居民短期贷款同比多增1006亿元，中长期贷款同比多增7424亿元，说明在房贷审批加快等利好政策推动，房贷需求得到了较好满足；企业部门短期贷款同比增加4345亿元，中长期贷款同比近新增600亿元，表明企业信心不足，融资需求仍然偏弱。1月末M2同比增长9.8%，增速比上月末高0.8%，表明在政策支持下货币、社融正在企稳回升。M1同比下降1.9%主要因春节错配所致。往前看，社融数据恢复的速度仍需要观察。

由于央行按兵不动，2月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2月28日，隔夜、7天期、14天期、21天期银行间质押式回购利率较1月30日分别走高35.54bp、15.59bp、6.5bp、16.34bp，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别较1月28日上行4.91bp、2.85bp、6.73bp、10.65bp和7.75bp。

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

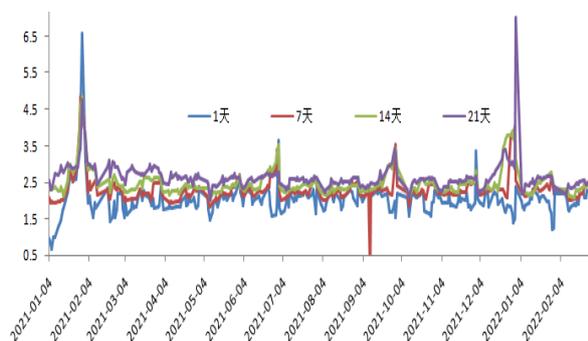


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

在资金需求方面，1-2月地方政府债发行量剧增，其中新增地方政府专项债发行规模达8775.19亿元，而去年同期发行量为零，显示财政政策正在提前发力。相比消费与出口，投资项更容易成为政府稳定经济基本盘的抓手，传统基建投资将是今年经济增长的一大支撑。专项债的资金主要用于基建投资，上海已经明确要求专项债集中在上半年发行完毕，在上海的示范作用下，其他省市专项债发行有望集中在上半年发行。

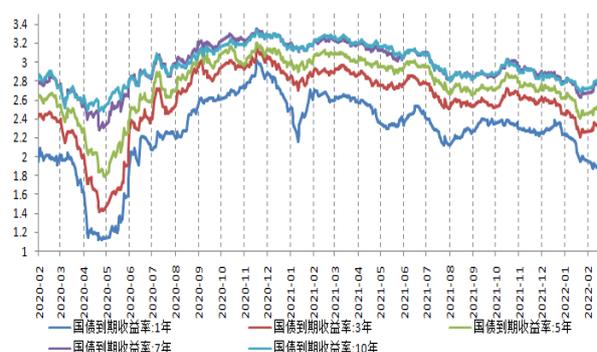
专项债集中发行会给上半年资金面带来一定扰动，但央行稳定资金面以及宽信用的意图较为明确。为应对税期带来的资金面冲击，2月25日当周央行通过公开市场操作向市场净投放了7600亿元流动性。预计3月资金面不会受到太大干扰。

图 25：银行间质押式回购利率略有上升



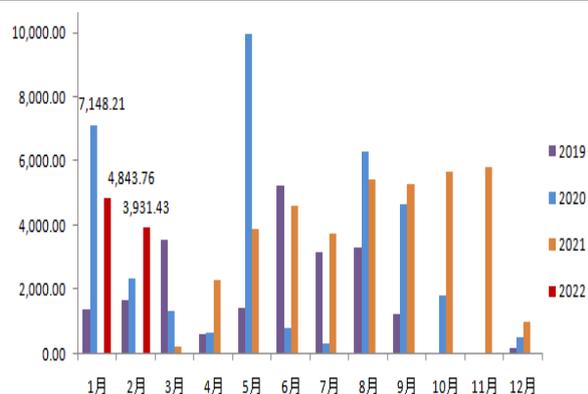
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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提前



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：2022 年地方政府 GDP 增速目标

地区	2022年GDP增长目标 (%)
北京	5%以上
天津	5%以上
河北	6.5%
山西	6.5%左右
内蒙古	6%左右
辽宁	5.5%以上
吉林	6%左右
黑龙江	5.5%左右
上海	5.5%左右
江苏	5.5%以上
浙江	6%左右
安徽	7%以上
福建	6.5%
江西	7%以上
山东	5.5%以上
河南	6.5%左右
湖北	7%左右
湖南	6.5%以上
广东	5.5%左右
广西	6.5%以上
海南	9%左右
重庆	5.5%左右
四川	6.5%左右
贵州	7%左右
云南	7%左右
西藏	8%左右
陕西	6%左右
甘肃	6.5%以上
青海	5.5%左右
宁夏	7%
新疆	6%左右

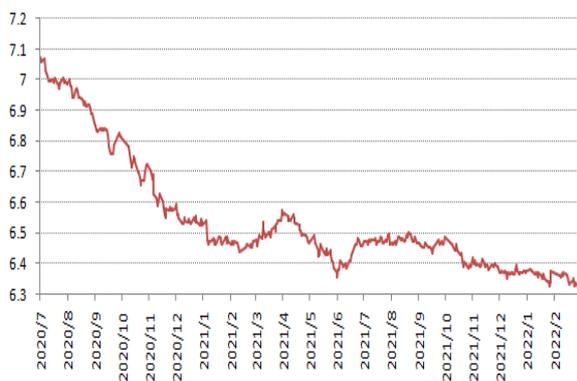
资料来源：网上公开资料

## 五、汇率分析

2月人民币兑美元汇率仍然强势，突破6.31一线。人民币持续升值主要受两个方面的因素驱动，一是国内结汇需求旺盛，暗示中国出口仍然强劲，疫情影响尚未完全消退，中国的出口替代效应仍在发挥作用。二是美联储加息及缩减购债的利好已经被市场消化，美股下挫或令美联储加息动作延迟，尽管俄乌战争推高了美元指数，但美指仍未真正站上97，且可持续性也令人怀疑。展望3月，出口保持强劲的概率较高，人民币有保持强势的基础。由于央行不希望人民币快速升值的态度比较

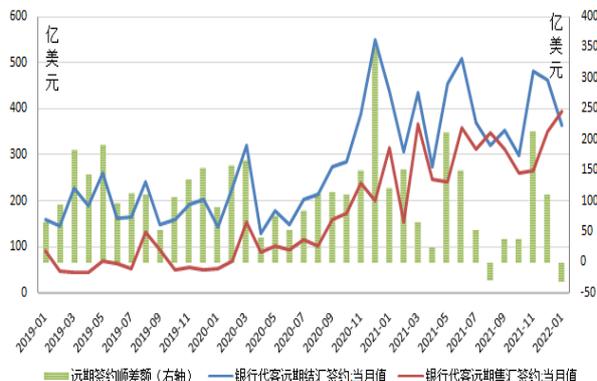
明确，需警惕人民币大幅走高之后的政策调控风险。目前人民币兑美元的走势跟中美货币政策背离，汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。

图 29：美元兑人民币中间价



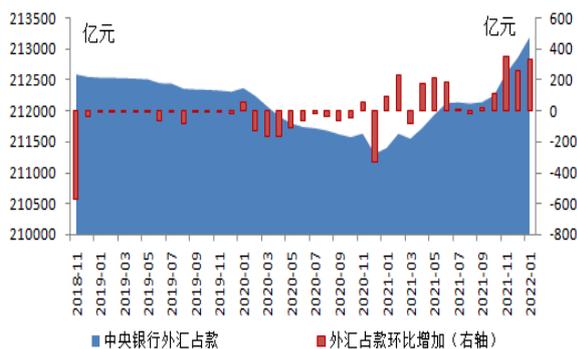
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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、3 月期债投资建议

随着疫情影响的减弱，全球经济复苏进入下半场，当下通胀、加息与地缘政治风险是金融市场最为关注的焦点。俄乌军事战的范围是否扩大存在不确定性，经济战和金融战是必然走向。此次争端对全球供应链恢复有较大负面影响，短期内全球通胀有大幅走高风险，其带来的不确定性以及对经济的负面影响也可能会成为美联储等主要央行加息的羁绊，延缓其收紧货币政策的步伐。我国国民经济正在筑底过程当中，但尚未得到数据上的确认。地方政府设定的年内 GDP 增长目标多数高于前两年平均增速，显示出强烈的促经济增长意愿。配合相关稳增长政策的大量出台，我国二季度经济有望好转，全年增速呈现弱 V 型反弹格局。当前国内通胀压力仍然较大，稳价保供将能抵消一部

分压力，但若俄乌争端不得到妥善解决，通胀压力将居高不下，制约宽松货币政策的空间。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。年内宏观政策导向为加大逆周期调节力度，财政刺激政策将是施政核心，再辅之以灵活的货币政策。

3月全国两会明确全年经济政策目标之后，央行可能会边观察货币政策效果后边对政策进行微调。后续随着经济转好，货币政策转向的概率较高，值得警惕。但在稳增长大背景下，上半年货币政策大幅收紧的概率非常小，预计10年期国债收益率将保持低位震荡格局，波动区间为2.6%-2.9%，全年利率中枢在2.8%附近。目前10年期国债收益率已经回升至2.8%一线，上行阻力增加。操作上，建议期债中短线保持区间操作思维，高抛低吸，长线可逢高位布局空单。中短线操作时，T2206可在99.85附近布局多单，在101.15附近布局空单，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。