

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

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：宽松政策快速兑现 警惕期债回调风险

内容提要：

全球经济复苏进入下半场，疫情影响正在减弱，通胀与加息成为金融市场关注焦点。一季度内全球高通胀问题难以得到有效缓解，美联储加息步伐不确定，但加息趋势不会改变。我国国民经济面临较大下行压力，1月央行宽松操作不断，地方专项债发行量剧增，房地产调控持续放松，央行及各个部委刺激经济的政策提前发力，托底经济。考虑到经济政策时滞，今年一季度经济提速难度较大，二季度后有望好转，增速全年呈现弱V型反弹格局，当前经济底正在形成。社融增速底部正在得到确认，房地产销售及企业部门融资需求仍偏弱，指向国内货币政策需要加大宽松力度。一季度PPI高位震荡的概率较大，但年内剩余时间内随着供需矛盾的缓解，通胀压力将会减小，宽松货币政策有较大空间。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。今年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。

目前10年期国债收益率已经降至2.7%附近，处于历史低位。在3月全国两会召开明确全年经济政策目标之前，央行可能会观察货币政策效果后再做决策，2月持续发力的概率降低。预计上半年10年期国债收益率仍有下行空间，目标位可关注2.6%，但2月会有上行风险。操作上，建议T2206多单高位减仓，逢低加仓。T2206可在100.45附近加仓，目标位101.3，止损位100。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	多头操作
入场点位	100.45 附近
盈亏比	2:1
出场点位	101.3 附近

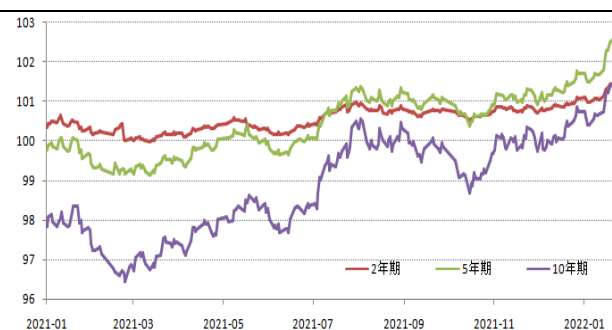
风险提示：

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、1月国债期货行情回顾

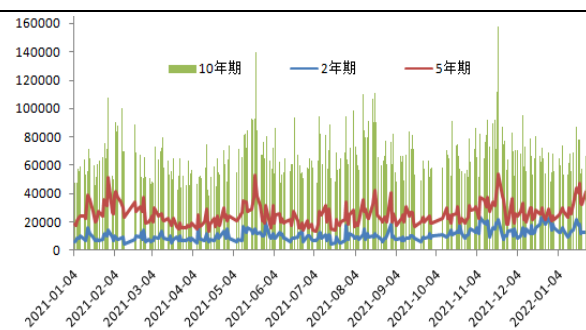
央行在1月宽松操作不断，国债现券收益率大幅下行，国债期货整体大幅走高。截止1月26日收盘，十债主力报101.245，月度上涨0.51%，所有合约共成交113.7万手，环比减少37.7万手，日均持仓量增加5.22%至17.27万手；五债主力报102.325，月度上涨0.60%，所有合约成交量增加8972手至58.5万手，日均持仓量增长15.35%至9.38万手；二债主力报101.345，月度上涨0.26%，所有合约成交量减少12.8万手至24万手，日均持仓量增长23.07%至5.02万手。从价差上看，1月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差均收窄。

图1：三大国债期货主力收盘价



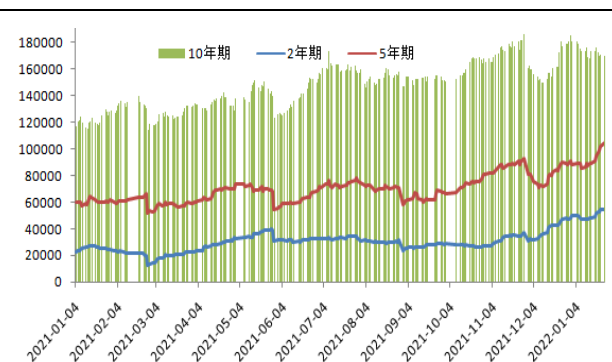
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



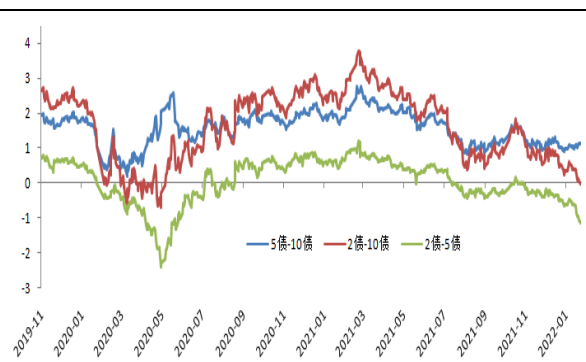
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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



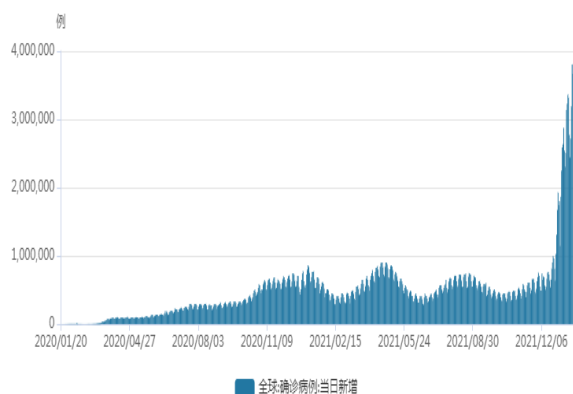
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

全球经济复苏进入下半场，疫情影响正在继续减弱，通胀与加息成为金融市场最为关注的焦点。传染性极强的奥密克戎毒株令全球新增确诊人数大增，但致死率较初期的新冠病毒和德尔塔病毒有明显下降，欧美多国已经放松了对疫情的管制措施。奥密克戎目前已经成为全球主要的流行病株，因确诊病例基数较大，对医疗资源的占用总体上仍不可小觑，预计全球供应链恢复仍需要一定时间。

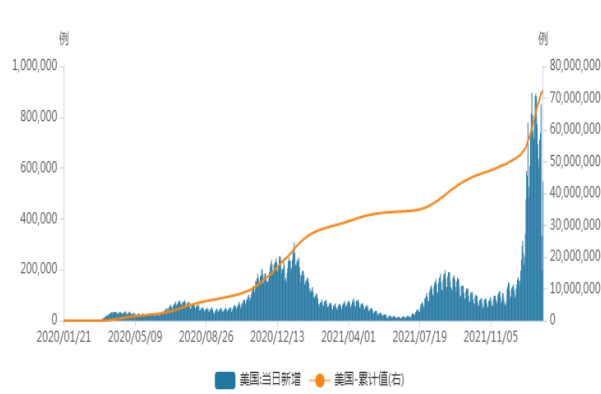
研究表明，新冠疫苗对奥密克戎仍然有效。疫苗接种不均衡的现象仍将影响各国经济，发达地区疫苗优势凸显，有望比欠发达地区更快实现平稳复苏。主要受经济复苏、供需错配、宽松货币政策影响，全球通胀压力增大。随着供需缺口的修复，近期全球航运价格有回落之势，不过供应链恢复仍需要时间，一季度内高通胀问题难以得到有效缓解。以美联储为首的多国央行去年已经开始着手退出宽松货币政策。美联储去年 11 月开启缩表进程，预计今年 3 月结束，主席鲍威尔表示未来每次议息会议均有加息可能，而英国央行于去年 12 月已经启动加息。由于市场对美联储加息预期强烈，美股在 1 月高位回调，这或使美联储加息步伐放缓，但加息趋势不会改变。考虑到疫情、供应链中断、通胀持续时间以及各国央行收紧货币政策等负面影响，IMF 在 1 月发布的全球经济展望中将今年全球经济增速预期下调至 4.4%。

图 5：全球日新增确诊大幅走高



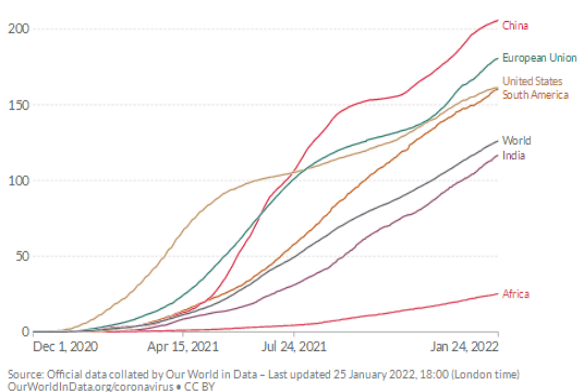
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国日确诊病例



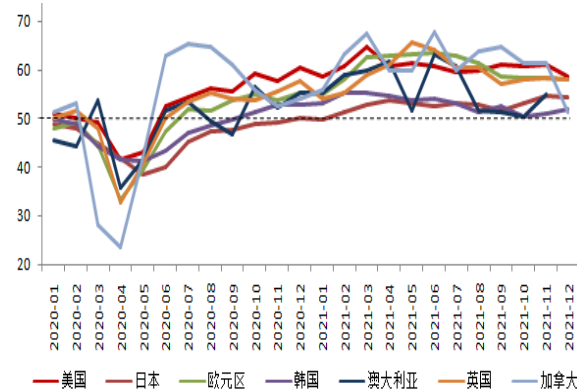
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：全球、中美新冠疫苗每百人接种剂数



资料来源：Our World In Data

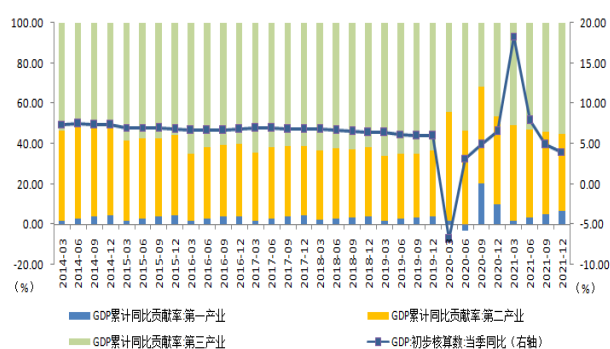
图 8：世界主要国家制造业 PMI



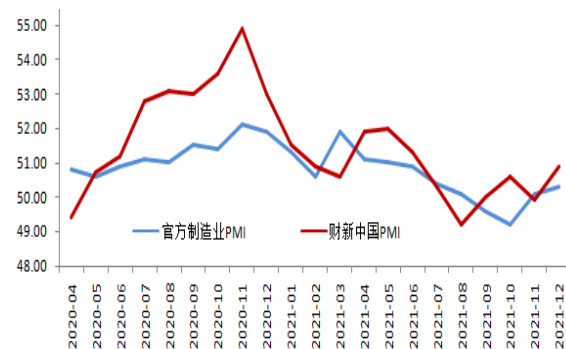
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国季度 GDP 同比下滑至 4%

图 10：中国制造业 PMI

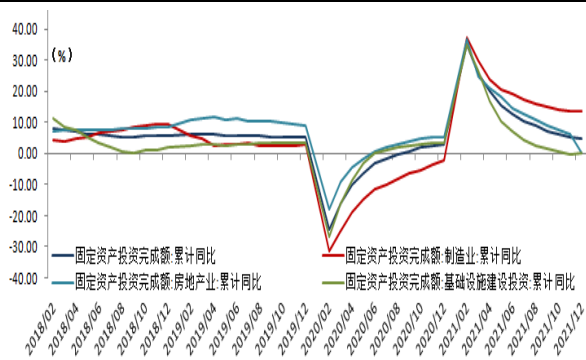


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



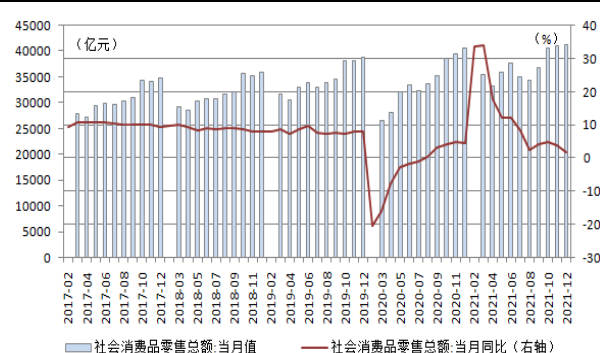
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11: 中国固定资产投资累计同比



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

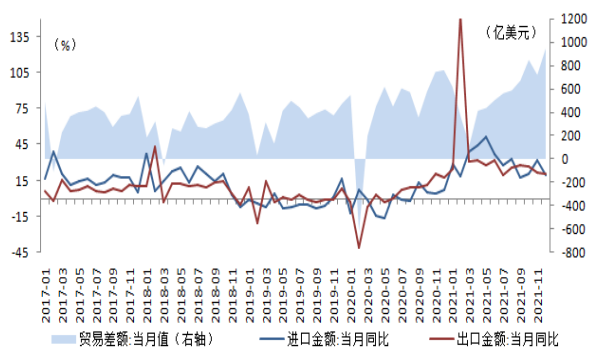


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

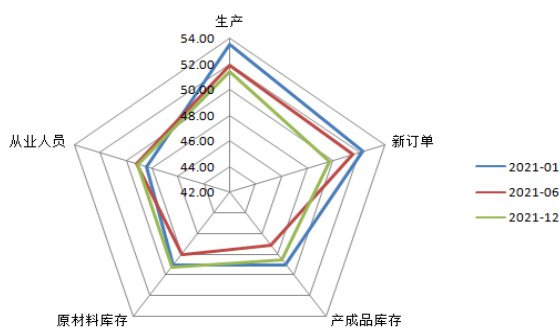
我国国民经济面临较大下行压力，2021 年四季度 GDP 同比已经下滑至 4%。从四季度投资、消费和外贸数据来看，当前制造业投资恢复较好，房地产投资增速持续回落，基建投资增速迟迟未见起色，消费疲软态势并未发生改变，出口形势持续向好。去年 11 月国内宏观政策有所转向，在稳价保供政策持续发力、房地产政策放松、货币政策转松等政策托底下，国内经济景气度在 12 月有所回升。从领先指标看，官方制造业 PMI 在 11 月终结了七连降走势，12 月继续小幅走高，而财新制造业 PMI 也显示出同样的走高趋势，暗示经济底正在形成。分项指标中的新订单数据下降较为明显，但产成品库存以及原材料库存数据均回升明显。过往数据表明，官方制造业 PMI 通常会领先国内 GDP 走势三个月左右的时间，PMI 数据回暖意味着国内的经济底即将出现。今年一季度经济提速难度较大，二季度后有望好转，增速全年呈现弱 V 型反弹格局。

图 13: 中国进出口数据

图 14: 中国官方制造业 PMI 分项指标

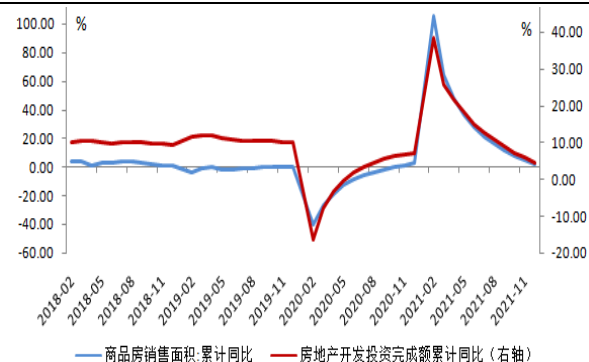


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



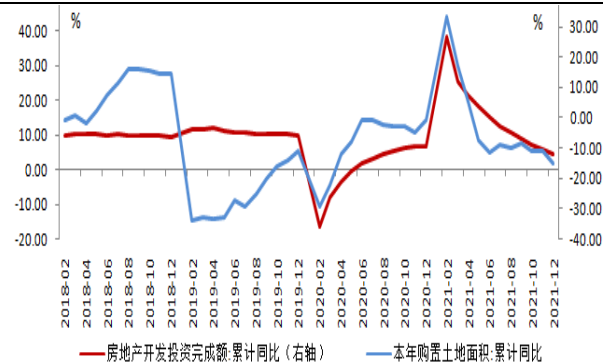
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 15: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



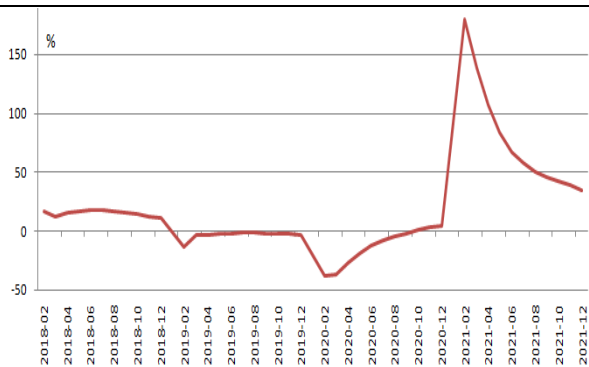
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16: 房地产开发投资与土地购置面积



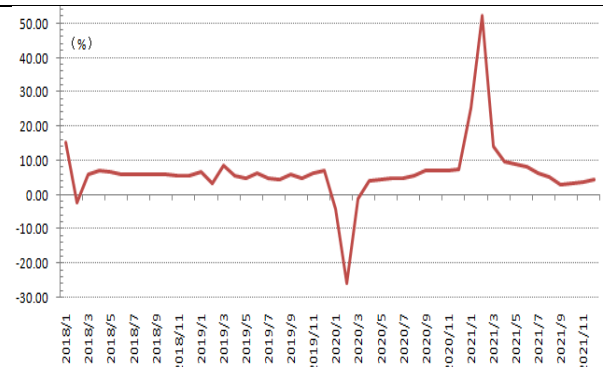
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17: 工业企业利润累计同比 (%)



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

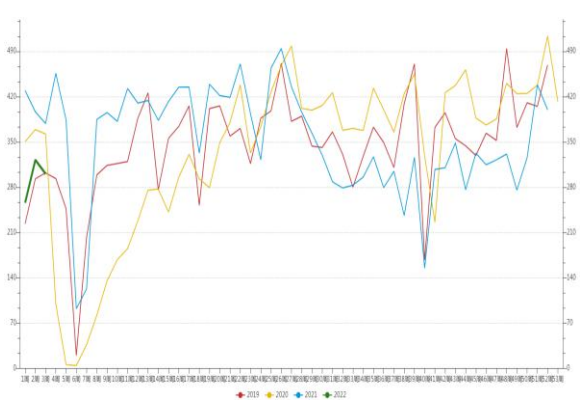
图 18: 规模以上工业企业增加值增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

12月国内通胀压力减轻，有见顶之势。数据显示，12月CPI同比上升1.5%，涨幅比11月回落0.8个百分点。CPI回落主要因畜肉类价格下降22.2%，影响CPI下降约0.94个百分点，其中猪肉影响CPI下降约0.81个百分点，其余食品类如蛋类、鲜菜鲜果、水产品、粮食价格均上行，其他七大类价格同比六涨一降。12月PPI同比上涨10.3%，涨幅比上月收窄2.6个百分点。PPI下降主要原因在于保供稳价政策，生产资料价格已经连续两个月环比下降，叠加高基数效应，PPI同比快速收窄。主要行业出厂价格中，12月内价格环比下跌的行业明显增多，其中黑色金属矿采选业价格环比下降8.7%，国内煤炭开采和洗选业价格环比下降8.3%，石油煤炭及其他燃料加工业环比下降6.9%，化学原料和化学制品制造业价格环比降2.1%。

在政策调控过后多种商品价格重回供需基本面，且原油市场克服奥密克戎的冲击持续上行，多种大宗商品价格大幅回调后于12月企稳并于1月小幅反弹。截至1月26日文华工业品价格指数较12月环比上涨5.05%，其中，建材板块、钢铁板块、化工板块环比分别上涨17.09%、10.32%和7.52%。由于大宗商品价格传导到原材料价格市场有一定时滞，预计1月PPI同比涨幅持续回落的可能性较大。一季度内，受供不应求因素的影响，PPI高位震荡的概率较大，但年内剩余时间内随着供需矛盾的缓解，通胀压力将会减小。通胀回落，使得宽松货币政策有较大空间。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比

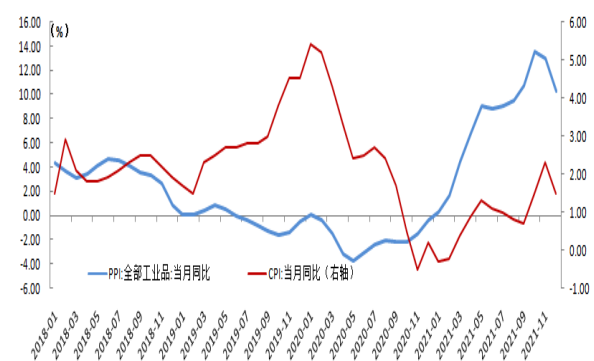
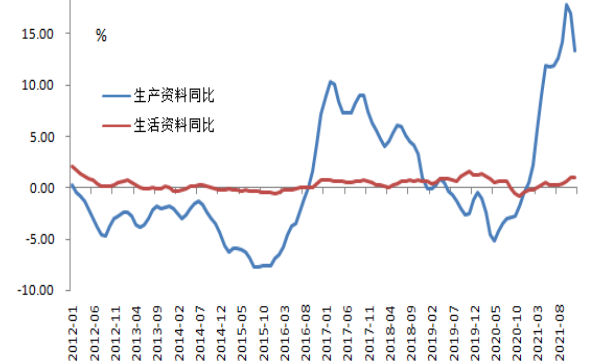


图 22：PPI 分项同比



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

去年 11 月央行推出碳减排支持工具，后续各商业银行逐步满足房地产合理融资，表明货币政策开始转向。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，12 月底以来，央行、财政部、发改委、商务部等多部委部署 2022 年工作，整体导向为支持、刺激经济增长。央行宽松操作不断，12 月下调支农小再贷款利率 0.25 个百分点，普遍降准 0.5 个基点，今年 1 月先后下调 MLF 利率、7 天期逆回购利率、SLF 利率 10bp，引导 1 年期 LPR 利率下降 10bp、5 年期 LPR 利率下降 5bp，下调 14 天期逆回购利率 10bp。在 1 月 18 日的新闻发布会上央行更是表示，货币政策发力需要充足发力、精准发力、靠前发力，抓紧做事，前瞻操作，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，推动企业融资成本稳中有降。总体上看，“宽货币、宽信用”将是未来几个月内宽松货币政策的选择。需要注意的是，跨周期宏观调控政策不可忽视，一旦经济持续向好，宽松货币政策再次转向的可能性较大。今年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。

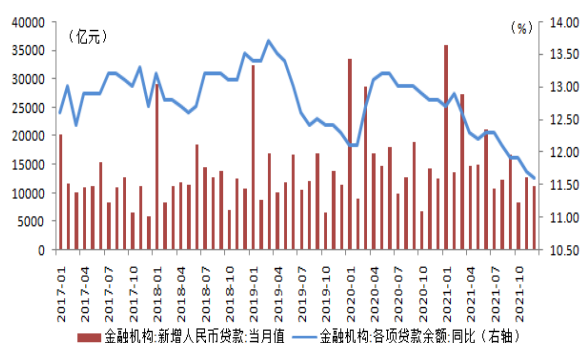
四、资金面分析

社融增速底部正在得到确认，房地产销售及企业部门融资需求仍偏弱。数据显示，12 月新增社会融资规模 2.37 万亿元，较上年同比增加 7206 万亿元，社融存量同比增长 10.3%。从结构上看，新增人民币贷款同比少增 1300 亿元，政府债融资同比多增近 4600 亿元，企业债融资同比多增 1731 亿元，说明 12 月社融数据主要靠政府债及企业债发行支撑。新增人民币贷款分项中，居民中长期贷款新增 3558 亿元，同比少增 834 亿元，环比少增 2263 亿元，说明虽然有房贷审批加快等利好政策推动，但地产销售较弱格局并未改善，后续需求乏力；企业部门中长期贷款新增 3393 亿元，同比少增 2107 亿元，表明企业信心不足，融资需求仍然偏弱。12 月末 M2 同比增长 9%，增速比上月末高 0.5%，M1 同比增速提升至 3.5%，表明在政策支持下货币、社融正在企稳回升。12 月社融数据内部结构欠佳，指向国内货币政策需要加大宽松力度。

受 1 月央行宽松操作影响，1 月货币市场资金面平稳，1 年及以上期限债市资金利率大幅下降。银行间质押式回购利率窄幅震荡，7 天期、14 天期、21 天期银行间质押式回购利率均波动不大。截至 1 月 26 日，主要期限国债收益率整体走低，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益

率分别比 12 月 31 日下降了 23.8bp、17.5bp、13.72bp、11.24bp 和 4.97bp。

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

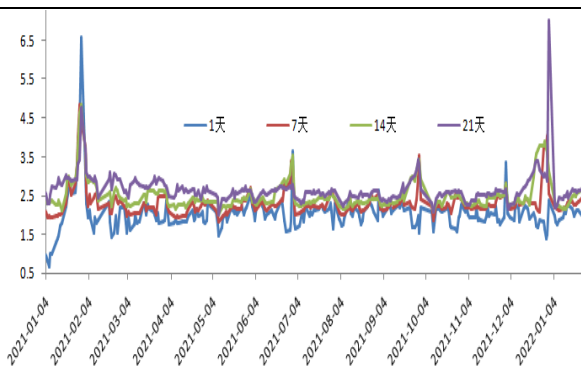


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

在资金需求方面, 财政政策提前发力, 1 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 4843.76 亿元, 远高于前三年同期。截止到 1 月 24 日, 有 30 个省、自治区和直辖市均公开了 2022 年经济增长目标, 所有省份增长目标均设定在 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意愿。在房住不炒的主基调下, 房地产投资恢复难度较大, 基建投资是政府容易掌控的经济增长抓手, 专项债的资金主要用于基建投资, 若靠基建投资发力, 则需专项债提前发行。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。

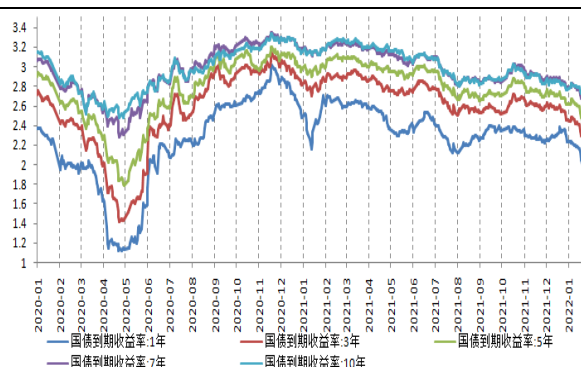
专项债集中发行, 会对上半年资金面有一定扰动, 但央行稳定资金面以及宽信用的意图较为明确, 资金面不会受到太大干扰。且春节后资金通常较为宽裕, 2 月资金面预计将整体宽松。

图 25: 银行间质押式回购利率维持平稳



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

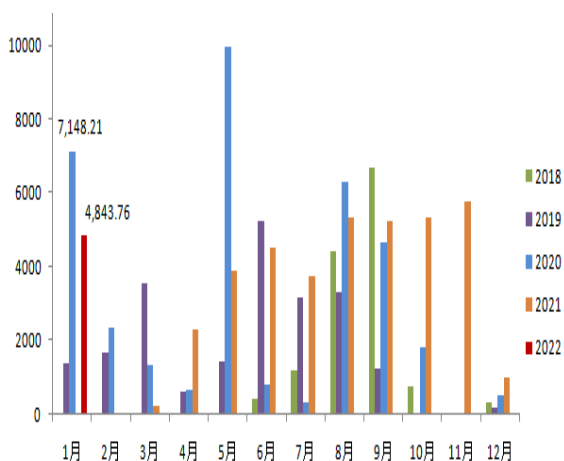
图 26: 中证主要期限国债到期收益率大幅下行



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 27: 地方专项债发行量

图 28: 2022 年各地方政府 GDP 增速目标



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

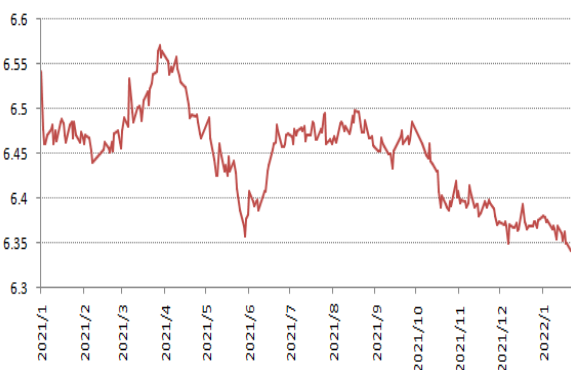
省份	增速目标	省份	增速目标
海南	9%左右	山西	6.5%左右
西藏	8%左右	陕西	6%左右
江西	7%以上	吉林	6%左右
安徽	7%以上	浙江	6%左右
河南	7%	内蒙古	6%左右
宁夏	7%	新疆	6%左右
湖北	7%左右	江苏	5.5%以上
云南	7%左右	辽宁	5.5%以上
贵州	7%左右	山东	5.5%以上
湖南	6.5%以上	上海	5.5%左右
甘肃	6.5%以上	广东	5.5%左右
广西	6.5%以上	黑龙江	5.5%左右
福建	6.5%	青海	5.5%左右
河北	6.5%	重庆	5.5%左右
四川	6.5%左右	北京	5%以上

资料来源：网上公开资料

五、汇率分析

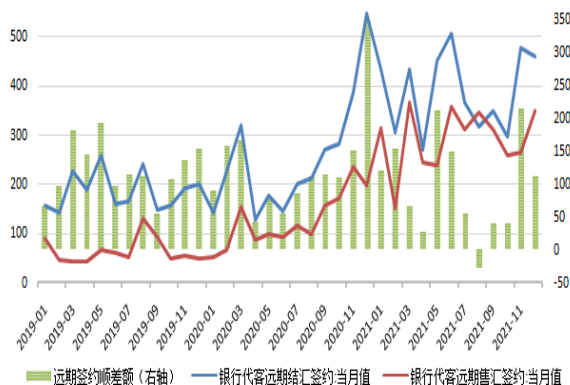
人民币兑美元汇率在 1 月升值突破 6.33，有持续走高之势。近期人民币升值主要受两个方面的因素驱动，一方面国内出口仍然强劲，奥密克戎变异株在全球蔓延，中国的出口替代效应仍在发挥作用，且接近年底结汇需求较旺盛。另一方面，美联储加息及缩减购债的利好已经被市场消化，美股下挫或令美联储加息动作延迟，美元指数盘久下跌后缺乏较强的利好消息上行，仍处在盘整阶段。短期来看，受出口强劲影响，人民币有望持续走高。但央行不希望人民币快速升值的态度比较明确，需警惕人民币大幅走高之后的政策调控风险。目前人民币兑美元的走势跟中美货币政策背离，汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。

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

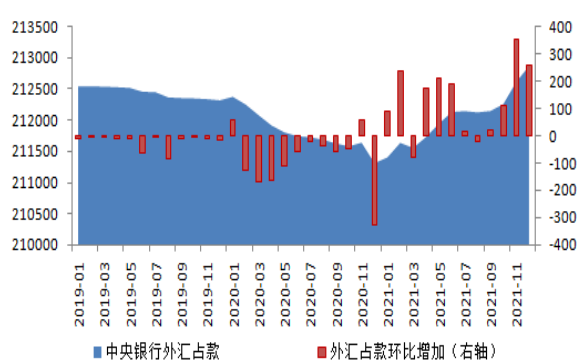
图 30：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



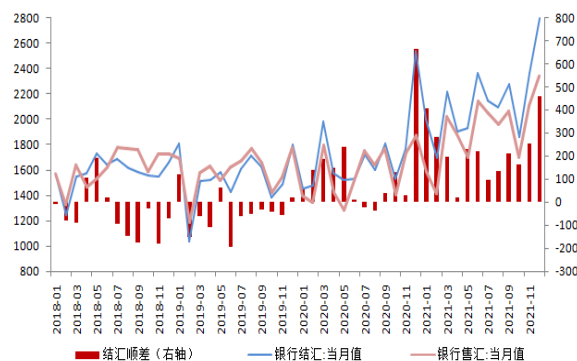
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 31：外汇占款及变动额

图 32：银行结售汇差额



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

六、2 月期债投资建议

全球经济复苏进入下半场，疫情影响正在继续减弱，通胀与加息成为金融市场最为关注的焦点。一季度内全球高通胀问题难以得到有效缓解，美联储加息步伐不确定，但加息趋势不会改变。我国国民经济面临较大下行压力，受央行及各个部委刺激经济的政策提前发力影响，经济底正在形成。社融增速底部正在得到确认，房地产销售及企业部门融资需求仍偏弱，指向国内货币政策需要加大宽松力度。一季度 PPI 高位震荡的概率较大，但年内剩余时间内随着供需矛盾的缓解，通胀压力将会减小，宽松货币政策有较大空间。汇率问题对国内货币政策的决策影响不大。今年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。

2010 年以来，10 年期国债收益率保持在 2.7% 以下的时间仅有 3 个多月，分别在 2016 年和 2020 年实施宽松货币政策期间。目前 10 年期国债收益率已经降至 2.7% 附近，从 1 月最后一周的走势上看，收益率下行遇到一定阻力。1 月以来，央行宽松货币政策持续发力，预计后续仍有降准降息空间。但 2 月持续发力的概率降低，在 3 月全国两会召开明确全年经济政策目标之前，央行可能会观察货币政策效果后再做决策。我们预计上半年 10 年期国债收益率仍有下行空间，目标位可关注 2.6%，但在 3 月之前持续下行的概率不大，2 月政策空窗期 10 年期国债收益率甚至有小幅走高风险。操作上，建议 T2206 多单高位减仓，逢低加仓。T2206 可在 100.45 附近加仓，目标位 101.3，止损位 100。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。