



金融投资专业理财

瑞达期货柳瑜萍

从业资格号：F0308127

咨询资格证号：

Z0012251

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：经济基本面修复斜率放缓 债市仍有行情空间

内容提要：

5月以来，经济基本面修复预期弱化、存款利率上限下调、理财规模需求激增以及国内外风险偏好回落，四大因素共振带动债市持续走强。目前债市仍处于上涨趋势中，但需注重短期调整压力。国内经济基本面来看，4月经济数据、社融信贷以及5月PMI均不及预期，经济继续企稳回升但修复斜率放缓，当前经济修复结构分化凸显，需求仍较为疲弱，内生动力不足，仍需政策加力呵护。**政策面上看**，结合一季度货币政策执行报告来看，短期内国内货币政策的宽松周期或将延长，后续需要关注实体融资需求，货币政策是否仍有进一步发力空间。**流动性上看**，6月份银行同业负债、政府债务供给高峰或来临，或将带来些许扰动，预计6月份资金面较5月份有所收敛，但有望保持平稳充裕。**海外及汇率方面**，强劲的经济增长、通胀数据、劳动力市场以及债务上限担忧的缓解降低了美联储在今年降息的可能性，海外货币政策在短期内或仍将维持紧状态，且美债危机尚未完全解除情况下，美国衰退预期大幅升温。此外，人民币汇率跌破7.1，处于宽幅震荡行情中，对债市冲击有限。**对债市而言**，当前国内外经济共振走弱背景下，短期货币政策将延续宽松，央行将继续呵护流动性，债市行情或将延续；长期来看，债市或可博弈四季度左右的经济底部拐点，四季度到明年一季度经济动能或出现回升，届时通胀压力上行、货币政策收敛叠加资金利率中枢抬升的多重利空因素或将共同压制债市。

在以上背景下，6月10年期国债收益率维持震荡的概率较高，目标位或围绕2.75%，全年利率中枢在2.70%附近，目前10年期国债收益率在2.72%一线。操作上，近期股债跷跷板效应以及央行呵护月末流动性带动期债主力合约维持窄幅震荡，短期建议投资者持券观望，但无论是收益率曲线短端还是长端，进一步向下突破均存在难度，注意高位止盈压力。后续交易主线仍将围绕基本面，或保持在2.70%-2.75%附近震荡。中短线操作时，T2306可持券观望，保持谨慎偏多。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2306
操作方向	做多，持券观望
入场点位	100.300 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	100.082 附近

风险提示：

经济增速超预期；货币政策超预期调整；流动性超预期变化。

目录

一、5月国债期货行情回顾	4
图 1: 四大国债期货主力收盘价	4
图 2: 国债期货日成交量	4
图 3: 国债期货持仓量	5
图 4: 国债期货主力之间的价差	5
二、经济基本面分析	5
图 5: 一季度 GDP 同比保持增长	5
图 6: 5 月中国制造业 PMI 景气度回落	5
图 7: 主要经济体制造业 PMI	6
图 8: 4 月中国进出口数据	6
图 9: 中国固定资产投资各项累计同比	6
图 10: 中国社会消费品零售销售数据回暖	6
图 11: 商品房成交面积 (30 日移动平均)	8
图 12: 商品房销售面积与房地产开发投资同比	8
图 13: 挖掘机销量	9
图 14: 规模以上工业企业增加值增速	9
图 15: 中国 CPI 及 PPI 同比	9
图 16: 风险溢价上行	9
三、资金面分析	9
图 17: 社会融资规模存量增速	10
图 18: 4 月信贷增长动力减弱	10
图 19: 银行间杠杆 (亿元)	11
图 20: 5 月 MLF 小额加量续作	11
图 21: 各期限银行间质押式回购利率	12
图 22: 中证主要期限国债到期收益率整体下行	12
图 23: 国债发行量 (亿元)	12
图 24: 公开市场货币净投放 (亿元)	12
四、海外经济与汇率分析	12
图 25: 美国通胀小幅下行	13
图 26: 制造业 PMI 指数进一步回升	13
图 27: 美债收益率上行	14
图 28: 美元兑人民币走势	14
五、6 月期债投资建议	14
免责声明	15

一、5月国债期货行情回顾

权益市场风险偏好回落叠加税期资金面波动低于预期,5月期债整体延续偏强震荡但强度趋缓,国债期货整体小幅收涨。具体来看,月初宏观经济数据密集公布,国内经济复苏斜率趋缓,支撑债市大幅走强,十债利率强势突破2.80%压力位。月中债市各方面利好因素共振达到极致,十债利率一度下破2.70%阻力位,而后降息预期落空,回升至2.72%附近窄幅整理。近日,美国债务违约风险加剧,叠加股市跷跷板效应明显,同时月末国内资金宽松无虞,债市维持偏强震荡,但收益率进一步下行空间有限,止盈压力有所显现。

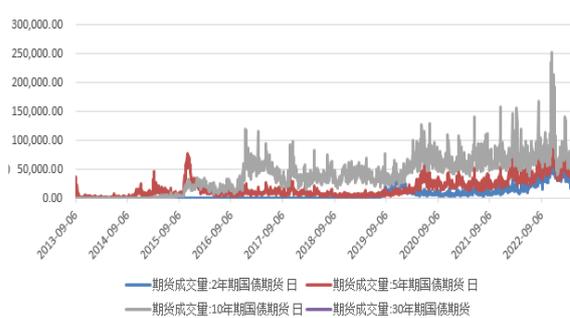
截止5月30日收盘,三十债主力报96.87,月度上涨0.24%,所有合约共成交12.89万手,环比增加8.39万手,日均持仓量增加60.97%至1.32万手;十债主力报101.43,月度上涨0.17%,所有合约共成交174.27万手,环比增加37.63万手,日均持仓量增加2.40%至20.94万手;五债主力报101.83,月度上涨0.35%,所有合约成交量增加25.75万手至121.89万手,日均持仓量增加4.76%至12.10万手;二债主力报101.17,月度上涨0.15%,所有合约成交量增加17.04万手至66.74万手,日均持仓量减少2.34%至6.68万手。从价差上看,5月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所走阔,其中十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差走阔幅度较大。

图1:四大国债期货主力收盘价



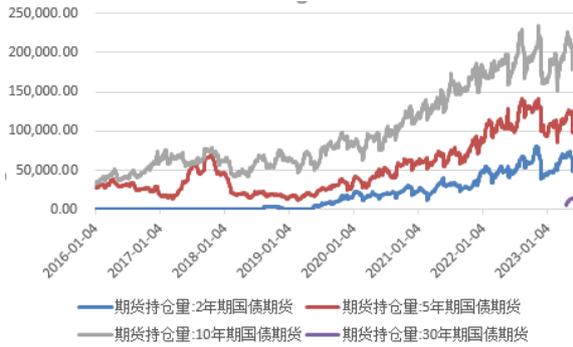
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图2: 国债期货日成交量



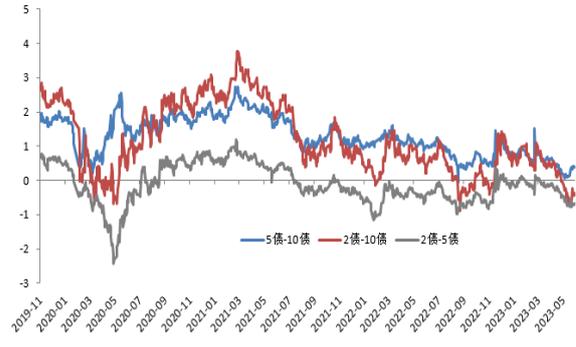
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

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

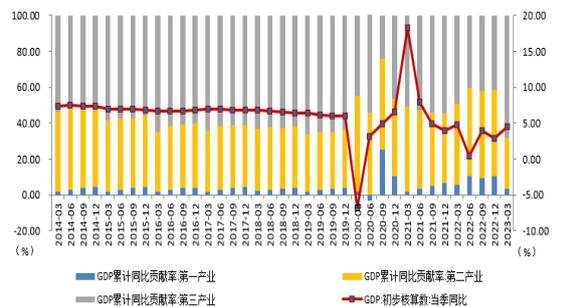


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

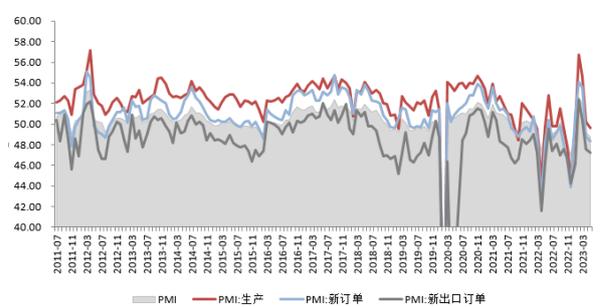
今年“五一”假期，居民出行意愿强烈，消费热情高涨，消费市场大幅升温。出行方面，据交通运输部数据，五天假期，全国交通运输部门预计发送旅客总量超过 2.7 亿人次，日均发送 5403.8 万人次，分别恢复至 2019 年和 2021 年五一假期日均旅客发送量的 101.3%、101.0%。长线出行需求的强烈释放是 2023 年五一旅游市场的一大消费特点，这与疫情期间消费者以本地游、周边游为主的旅游方式有显著差异，代表着旅游消费信心的恢复。出行类的消费需求在五一假期获得较大释放，消费市场整体运行加快恢复向好。但也要看到，假期多项数据同比大增的情况下，人均消费水平仍低于 2019 年同期水平，同时汽车、家电等大宗消费恢复仍然滞后，或表明消费市场恢复基础仍需巩固，居民消费信心还需增强，后续在扩内需政策下或有所好转。

图 5：一季度 GDP 同比保持增长



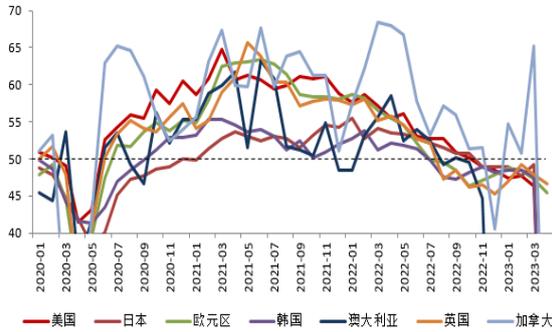
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：5 月中国制造业 PMI 景气度回落



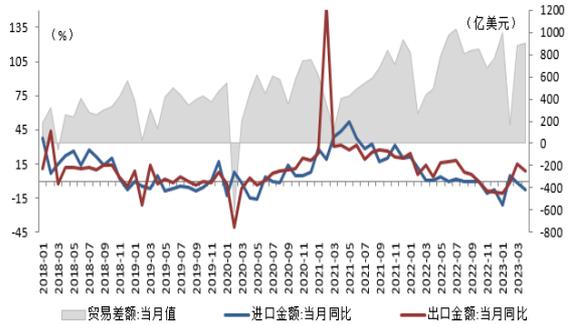
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：主要经济体制造业 PMI



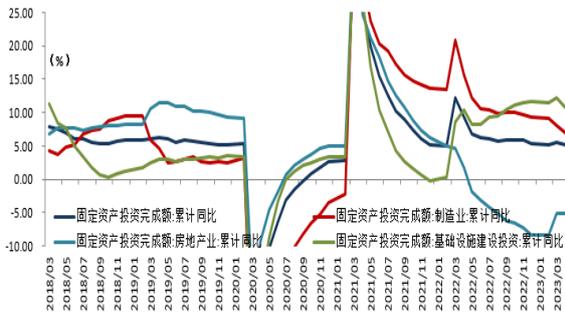
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 8：4 月中国进出口数据



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资各项累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国社会消费品零售销售数据回顾



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

从经济先行指标 PMI 来看，5 月录得数据为 48.8%，且连续两个月处于收缩区间（2023 年 3 月 51.9%、4 月 49.2%、5 月 48.8%），体现出我国经济景气水平回落，扩内需仍是经济回升的关键。具体来看，生产端，5 月 PMI 生产指数为 49.6%，比上月下降 0.6 个百分点，处于收缩区间；需求端，5 月 PMI 新订单指数为 48.3%，比上月下降 0.5 个百分点，处于收缩区间。制造业产需两端均延续放缓，且需求不足矛盾更加凸显。此外，新出口订单指数是出口的领先指标，5 月新出口订单指数较 4 月的 47.6% 下降 0.4 个百分点至 47.2%。海外发达经济体宏观政策年内大概率维持紧缩，全球经济将陷入新一轮衰退，外需或将持续承压。在此背景下，需着力扩大国内需求，把恢复和扩大居民消费、民企投资摆在优先位置。

工业生产方面，2023 年 4 月国内工业经济较低迷，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，较上期上升 1.7 个百分点，规模以上工业增加值环比下跌 0.47%，较上期下降 0.75 个百分点。从三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比不变，制造业同比增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产

和供应业同比增长 4.8%。低基数效应下，工业同比及累计同比均较上期有所上升，但实际工业生产表现不及市场预期，在工业企业利润下滑及工业产能利用率下降的背景下，需求表现相对不足，工业经济仍旧处于修补去库阶段，但预计随着上游成本压力趋缓和下游需求得到有效提振，整体经济将稳步向好，工业经济有望较快恢复。

投资方面，1-4 月我国固定资产投资同比增长 4.7%，较上月回落 0.4 个百分点。基建与制造业表现依旧稳定，但地产景气度有所下滑，这一点从本月居民新增中长期贷款上也有所印证。随着政策效应的逐步体现，地产行业后续静待改善。2023 年财政靠前发力，各地披露的专项债提前下达额度规模较 2022 年同比增幅明显，同时，经济复苏道路上依旧有较多不确定性，同时政策节奏已缓缓放慢，后续基建增幅或继续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏的意义不言而喻，应起到拖动经济的作用，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。制造业投资数据回落，主要是受内外需共同疲弱影响。长期来看，在经济复苏基础尚不牢固的背景下，制造业投资仍是固投主要动力。随着海外经济体逐渐步入衰退，叠加内需不足，制造业投资依旧面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一定时间传导，从而促进经济复苏。

消费方面，2023 年 4 月，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，较 3 月大幅上行 7.8 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 31290 亿元，增长 16.5%。2023 年 1-4 月，1-4 月，社会消费品零售总额 149833 亿元，同比增长 8.5%。随着消费场景有序恢复，居民消费倾向逐步提升，尤其服务性消费明显改善。整体来看，随着扩内需政策的有力推动以及假日消费场景增多，市场销售明显回升，服务消费明显改善，商品消费持续恢复，消费对经济增长的拉动仍在继续。需要注意的是，以 2019 年为基期计算的四年社零平均增速在 4.2% 上下，相当于疫情前 8-9% 常态增长水平的一半左右，也就是说剔出去年同期的低基数影响，市场期待的报复性消费并未出现，表明当前消费仍是较为温和的弱复苏，居民消费能力提升和消费意愿增强还有空间。展望未来，消费进一步恢复的前景较为积极，将发挥对经济回升重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度支持。从就业角度看，就业形势整体继续改善，但结构性问题仍然比较突出。全国城镇调查失业率连续两个月下降，4 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.1 个百分点，31 个大城市城镇调查失业率与上月持平在 5.5% 水平，接近 2019 年疫情前的水平。就业主体人群的失业率稳中有降，4 月份，25—59 岁的劳动力城镇调查失业率 4.2%，比上月下降 0.1 个百分点，目前已经低于疫情前 2019 年同期水平。但需要注意的是，青年人失业率仍持续攀升，16-24 岁调查失业率较上月上行 0.8 个百分点至 20.4%，2023 年毕业生陆续进

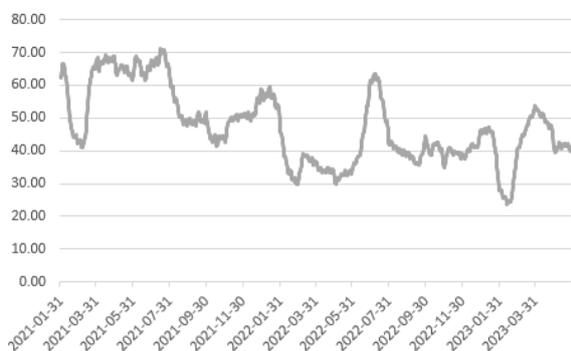
入就业市场，同时，欧美经济体经济增长放缓导致外需下降给年轻人带来一定就业压力。2023 年中国经济复苏确定性较高，就业需求会增加，居民的就业和收入有望进一步改善，今年消费有望好于去年，特别是服务业持续好转，叠加稳就业政策显效。对于居民收入的分配以及青年人群的就业，扩大居民消费仍需政策还需进一步呵护。

通胀方面，食品消费淡季到来需求不足，叠加基数影响，使得本月商品价格继续回落。食品分项价格多数下跌，通胀水平压力小。核心 CPI 低位运行，但同时这也显示出终端需求保持偏弱。往后看，二季度在五一假期带动下，需求有望好转；而三季度 CPI 受基数效应及季节性影响或有下行压力。PPI 方面，全球经济边际回落带动大宗商品价格震荡回落，国内基建项目开工继续放缓而地产持续偏弱的情况下，工业品价格继续低位运行。往后看，国内经济处于复苏初期阶段以及世界主要经济体增速放缓带来的挑战，叠加国内房地产市场仍低位运行，工业品价格环比上升态势尚未形成，预计 PPI 将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

从政策端来看，短期相对有限的通胀大概率不会对货币政策形成掣肘，内需仍处于企稳恢复阶段、修复动能有待进一步增强，政策仍需继续加力呵护与扩大内需。展望二季度，结合一季度货币政策例会表态以及最新金融数据低于预期，经济或将延续温和修复态势，货币政策宽松周期或将延长。

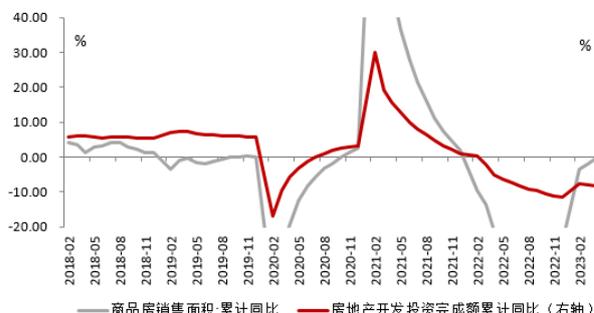
外贸方面，我国 4 月份进出口数据均有所走低，内外需不足产生的负面影响继续体现，商品需求复苏相对较慢，需求端表现不佳。但在我国新优势产品的推动下，出口数据依旧超预期，但接下来出口同比增速或回归常态。此外，量价齐跌的现象导致进口始终低于预期。中长期来看，随着海外供应链相对于 2022 年有所修复，稳增长政策拉动国内需求回暖，进口增速有望于三四季度回暖。

图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）



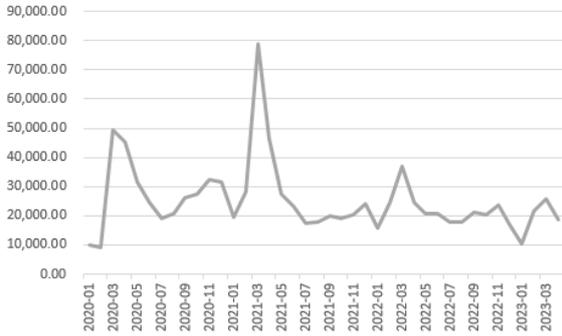
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比



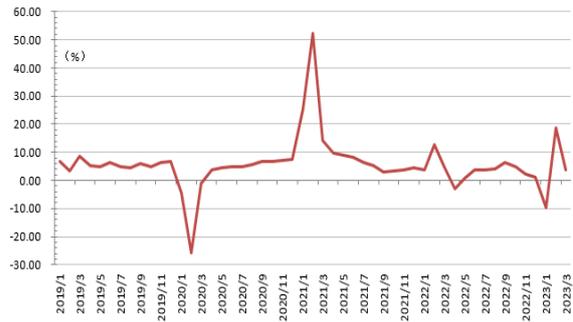
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13：挖掘机销量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：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

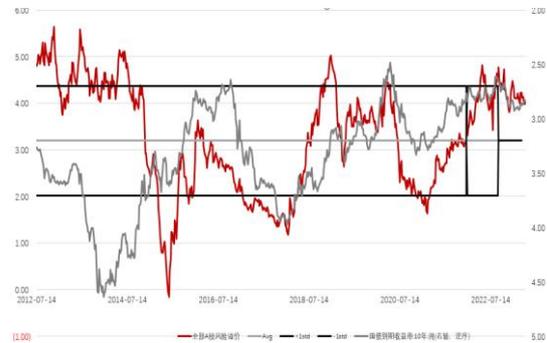
从资本市场的风险偏好来看，5 月以来，A 股市场整体回调趋势明显，沪深 300 指数前向市盈率处于历史偏低位，股权风险溢价上升至均值上方 0.8 倍标准差的位置，表明当前投资者风险偏好较低，后期市场或仍有扰动，但 A 股当前资产价格已经反映较多谨慎预期，下行空间相对可控。市场对经济与政策的预期较为低迷，且当前市场波动率和前期相比仍处于相对高位，因此短期权益市场预计继续寻底，6 月市场的风险偏好或将延续底部震荡。

图 15：中国 CPI 及 PPI 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16：风险溢价上行



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、资金面分析

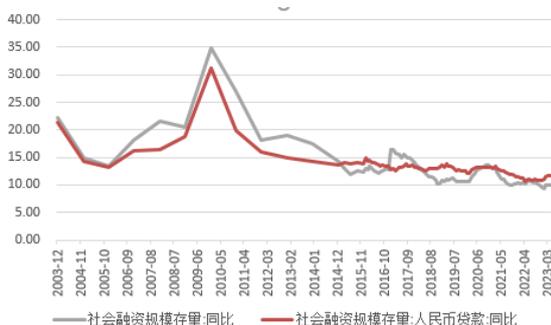
4 月信贷、社融表现均不及预期，体现的是内生动力不足、市场信心减弱的特征，居民融资需求大幅转弱。季节性因素、居民楼市销售偏弱以及银行金融机构调整信贷节奏等因素推动信贷增长趋缓，新增社融缺乏有效支撑，后续随着财政加力、扩内需政策有效落实、房产“三支箭”持续显效等，推动经济稳步回升。目前来看，我国仍处于疫后修复期，需要针对性政策以及一定时间传导，

从而促进经济复苏。但需要注意的是，国内经济复苏速率再度放缓叠加海外金融体系的潜在风险不可忽视，短期内政策需持续扩需求，货币政策大概率仍将维持平稳宽松。

4 月份 M2 同比增长 12.4%，增速较上月减少 0.3 个百分点，M2 同比增速维持高位，与名义 GDP 增速基本匹配，意味着目前国内货币环境保持适度宽松，继续为经济复苏提供有力支持。但同时居民贷款 13 个月以来首次转负增长或推动 M2 较上月有所回落。此外，M2 增速与社融增速剪刀差小幅缩窄但总体偏高，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱实向虚。4 月份 M1 同比增长 5.3%，增速较上月回升 0.2 个百分点，企业经营活跃度有所提升。本月 M2-M1 剪刀差较 3 月剪刀差收敛 0.5 个百分点至 7.1%，主要原因或是个人存款的流出而非企业活期存款大幅改善，但同时地产销售边际走弱。居民端中长期信贷出现收缩以及居民定期存款的转化规模仍然偏低，或表明居民端在前期购房需求脉冲式释放后信心仍然不足。如果没有进一步的政策支撑，不排除居民端新增信贷量会持续维持在低位。

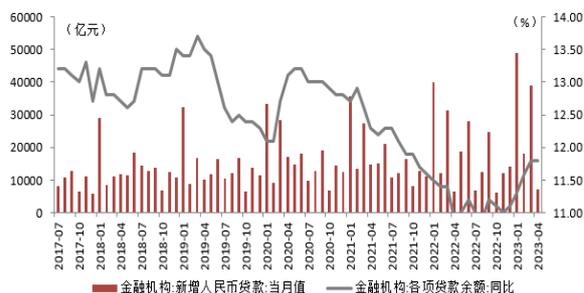
值得注意的是，通知存款和协定存款利率于 5 月 15 日进行调整，其中，四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度约为 30BP，其它金融机构降幅约为 50BP。对于普通储户来说，存款利率下降意味着利息收入减少，居民储蓄意愿或将下滑。伴随着二季度经济修复进程加快，居民消费支出有望进一步增加，银行理财市场也在逐步修复。短期内存款规模还将保持一定增速，但同比多增幅度有望逐步回落，存款余额同比增速将见顶回落。此外，本月 MLF 小幅加量平价续作，释放了政策面延续稳增长取向的信号。今年经济运行仍面临下行压力，年内仍有降息操作的可能。后续在政策支持下信贷逐渐回暖，剪刀差有望进一步收敛。

图 17：社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：4 月信贷增长动力减弱



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

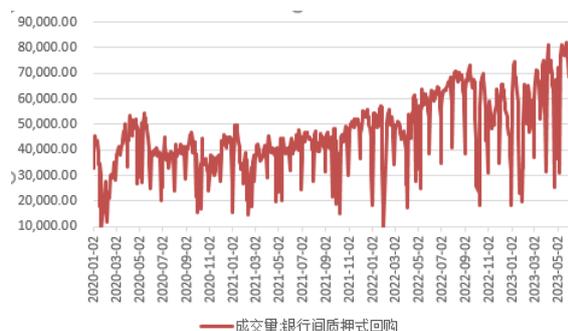
央行在 5 月超额续做 MLF250 亿元，为连续第六个月加量续做且续做规模较上月出现小幅回升，同时利率与上月持平，2022 年 8 月以来利率连续 10 个月处于这一水平。考虑到年初以来信贷持续强劲增长，银行体系补充中长期流动性需求增加，或意味着近信贷投放节奏放缓，预计二季度信贷

多增幅度会有所回落。信贷投放节奏回调意味着银行对 MLF 操作的需求减弱，是 5 月 MLF 加量规模继续处于“地量”的直接原因。当前经济仍处于经济弱恢复状态，以居民消费和投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步提振。因此 MLF 保持小幅加量续作，能够释放政策面延续稳增长取向的信号，预计 6 月 MLF 有望继续小幅加量或等量续作。3 月降准落地后，短期内 MLF 操作将成为央行调节银行体系中长期流动性的主要工具。

5 月 15 日，央行发布《2023 年第 1 季度中国货币政策执行报告》，本次报告总体延续了政治局会议以及央行一季度例会的说法，但也有新变化，主要包括删除了“不搞大水漫灌”和“警惕未来通胀反弹压力”、且强调“没有出现通缩”，新增“海外金融稳定风险上升，防范境外风险向境内传导”，新增疫情“伤痕效应”尚未消退，利率水平适当向“稳健的直觉”靠拢，货币政策应避免大放大收等措辞，当前经济仍处于弱复苏态势，内生动力不强，货币宽松取向不改，尤其是扩信贷为主的结构性宽松，年内降准降息仍可期。

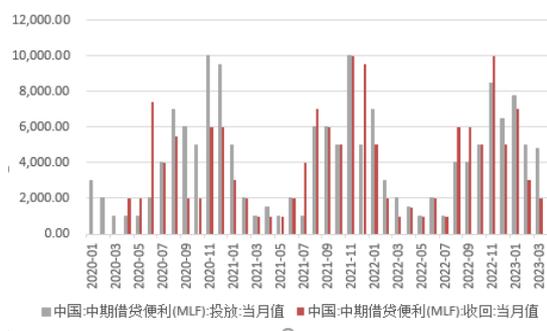
5 月资金利率相较上月末有所下行，主要期限国债到期收益率小幅下行。截至 5 月 30 日，隔夜银行间质押式回购利率较 4 月 28 日下行 81.20bp，7 天期、14 天期、21 天期分别下行 18.70bp、30.48bp、69.60bp，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债收益率分别较 4 月 28 日下行 16.72bp、17.39bp、13.94bp、7.56bp、8.55bp 和 6.36bp。

图 19：银行间杠杆（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：5 月 MLF 小额加量续作



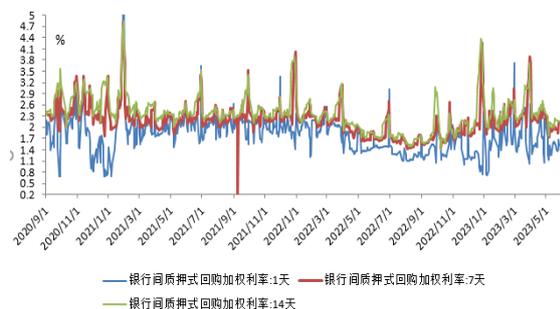
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

在债券发行量方面，4 月份，债券市场共发行各类债券 62153.6 亿元。国债发行 7518.5 亿元，地方政府债券发行 6728.5 亿元，金融债券发行 10057.7 亿元，公司信用类债券 1 发行 15214.6 亿元，信贷资产支持证券发行 257.5 亿元，同业存单发行 21966.8 亿元。截至 4 月末，债券市场托管余额为 148.7 万亿元。其中，银行间市场托管余额 128.9 万亿元，交易所市场托管余额 19.8 万亿元。

在债券市场运行方面，4月份，银行间债券市场现券成交 24.4 万亿元，日均成交 12214.2 亿元，同比增加 20.5%，环比减少 1.3%。单笔成交量在 500-5000 万元的交易占总成交金额的 41.9%，单笔成交量在 9000 万元以上的交易占总成交金额的 51.4%，单笔平均成交量 4955.6 万元。交易所债券市场现券成交 3.2 万亿元，日均成交 1695.1 亿元。商业银行柜台市场债券成交 7.8 万笔，成交金额 114.5 亿元。

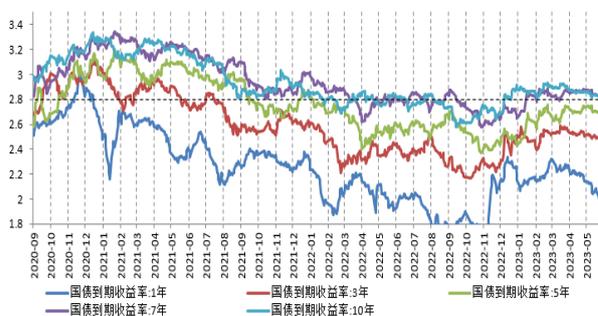
此外，债券市场规模仍在不断扩大。中基协的最新数据显示，3月、4月债券基金总份额分别为 36909.50 亿份、38590.31 亿份，环比上升 4.55%；基金净值分别为 41631.41 亿元、43673.28 亿元，环比上升 4.90%。

图 21：各期限银行间质押式回购利率



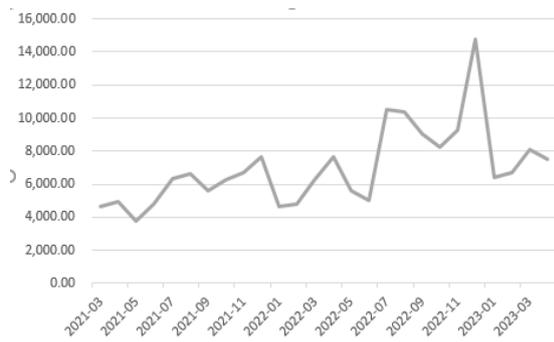
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：中证主要期限国债到期收益率整体下行



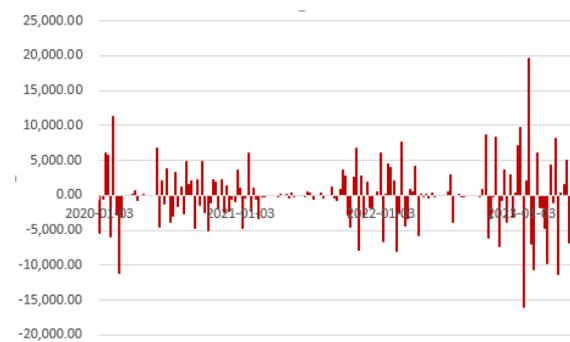
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 23：国债发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：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。

四、海外经济与汇率分析

目前欧美通胀同步放缓，但核心通胀依旧较高。美国 4 月 CPI 4.9%，较上月下降 0.1%；核心 CPI 5.5%，前值 5.6%；3 月 PCE 4.2%，核心 PCE 4.6%，分别下降 0.9%和 0.1%，美国整体通胀压力有所缓解，但核心通胀压力依旧较大。此外，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.5，预期 50，前值 50.2，Markit 服务业 PMI 初值为 55.1，预期 52.6，前值 53.6，服务业经济景气进一步回升。就业方面，美国 4 月新增非农就业人数 25.3 万人，失业率 3.4%，美国就业市场仍然偏紧。美联储 5 月加息 25 个基点至 5.00%-5.25%区间，为连续第 10 次加息，本轮已累计加息 500 个基点。对于接下来的加息步伐，美联储认为政策紧缩的程度取决于经济。由于美国经济整体较好、通胀压力仍存，美国国债利率月内大幅回升，美联储加息预期也大幅抬升，市场预期美联储 6 月加息 25BP 的概率上升至 60%上方，美元持续走强。

汇率方面，今年年初，人民币汇率延续了去年 11 月初以来“强预期、弱现实”下的反弹行情。4 月 18 日发布的一季度经济数据，以及 5 月中旬发布的 4 月份通胀数据、金融数据和经济数据显示，国内经济复苏预期部分兑现，叠加外部美元指数反弹，人民币汇率开始加速调整。自 5 月 17 日在岸、离岸人民币兑美元汇率双双跌破“7”关口后，人民币兑美元汇率仍持续承压。5 月 30 日，离岸人民币兑美元汇率盘中失守“7.1”关口。由于此前市场对美联储 6 月份停止加息、年内转向降息的预期出现波动，以及受美国债务上限临近推高避险需求等因素影响，美元指数持续走高。

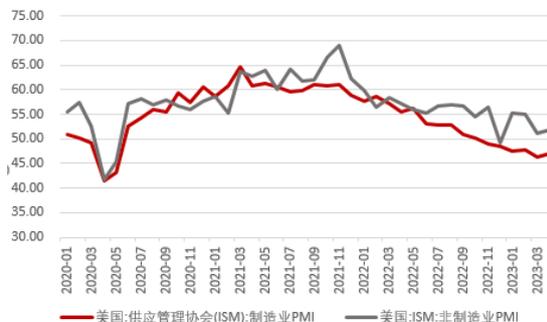
总体来看，美国经济衰退预期增强，然而当前通胀仍展现一定韧性，未来劳动力市场需求的减小或成为引导核心通胀下行的关键因素。当前经济增速虽有所放缓但消费仍旧展现一定韧性，因此当前权益市场风险偏好或仍旧存在一定上升空间，避险需求或于未来美国经济出现明显衰退时逐渐增强。随着美联储加息影响进一步传导到市场，金融状况收紧，预计 6 月底将再次出现一轮避险情绪。

图 25：美国通胀小幅下行



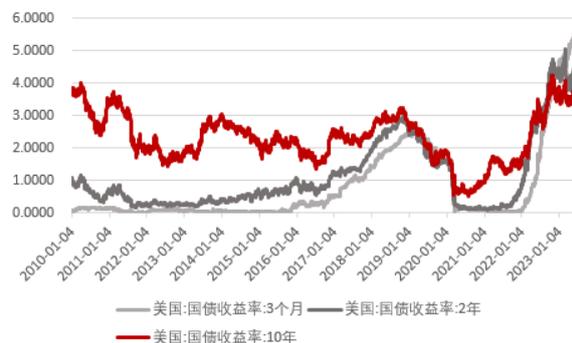
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：制造业 PMI 指数进一步回升



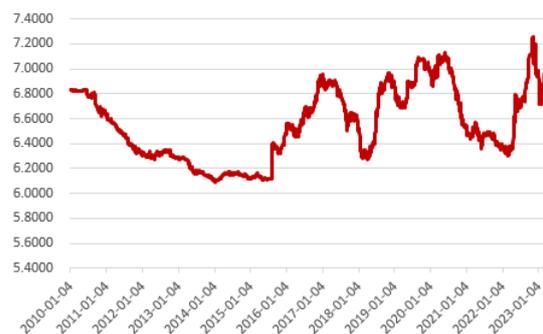
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：美债收益率上行



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：美元兑人民币走势



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、6 月期债投资建议

5 月以来，经济基本面修复预期弱化、存款利率上限下调、理财规模需求激增以及国内外风险偏好回落，四大因素共振带动债市持续走强。目前债市仍处于上涨趋势中，但需注重短期调整压力。国内经济基本面来看，4 月经济数据、社融信贷以及 5 月 PMI 均不及预期，经济继续企稳回升但修复斜率放缓，当前经济修复结构分化凸显，需求仍较为疲弱，内生动力不足，仍需政策加力呵护。政策面上看，结合一季度货币政策执行报告来看，短期内国内货币政策的宽松周期或将延长，后续需要关注实体融资需求，货币政策是否仍有进一步发力空间。流动性上看，6 月份银行同业负债、政府债务供给高峰或来临，或将带来些许扰动，预计 6 月份资金面较 5 月份有所收敛，但有望保持平稳充裕。海外及汇率方面，强劲的经济增长、通胀数据、劳动力市场以及债务上限担忧的缓解降低了美联储在今年降息的可能性，海外货币政策在短期内或仍将维持紧状态，且美债危机尚未完全解除情况下，美国衰退预期大幅升温。此外，人民币汇率跌破 7.1，处于宽幅震荡行情中，对债市冲击有限。对债市而言，当前国内外经济共振走弱背景下，短期货币政策将延续宽松，央行将继续呵护流动性，债市行情或将延续；长期来看，债市或可博弈四季度左右的经济底部拐点，四季度到明年一季度经济动能或出现回升，届时通胀压力上行、货币政策收敛叠加资金利率中枢抬升的多重利空因素或将共同压制债市。

在以上背景下，6 月 10 年期国债收益率维持震荡的概率较高，目标位或围绕 2.75%，全年利率中枢在 2.70% 附近，目前 10 年期国债收益率在 2.72% 一线。操作上，近期股债跷跷板效应以及央行呵护月末流动性带动期债主力合约维持窄幅震荡，短期建议投资者持券观望，但无论是收益率曲线

短端还是长端，进一步向下突破均存在难度，注意高位止盈压力。后续交易主线仍将围绕基本面，或保持在 2.70%-2.75%附近震荡。中短线操作时，T2306 可持券观望，保持谨慎偏多。

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。