

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：电话会议提振市场信心 “宽信用” 仍是近期主题

内容提要：

5月开始疫情逐步得到控制，复工复产稳步推进，但4月在疫情影响下经济受到全面冲击，金融数据低于预期，经济数据也表明疫情令经济承压较大。4月的经济数据中，基建投资和制造业投资是支撑项。随着国内经济基本面边际好转和供应链的逐步恢复，4、5两月是经济低点的可能性较大，最坏的时刻或将过去。俄乌冲突继续向长期化演变，外围市场关注重点从供给冲击转向需求减弱影响，开始交易衰退预期，原材料价格高位回落。同时，美联储加息缩表进度加快，但暂未有更加激进的表态，美元指数升势趋缓，人民币贬值压力有所缓解。基于疫情防控、输入性通胀和汇率三方面因素考虑，后续的经济背景有利于政策的实施。另外，当前国内通胀压力仍然较大，CPI同比涨幅有扩大可能，叠加猪周期对于国内CPI的拉动，10年期国债收益率或将逐步上行。5月的专项债发行提速明显，基建投资速度加快。预计6月资金面仍将维持宽松取向，汇率问题的影响会有所减弱，后续市场的关注点仍是宽信用和稳增长，存在发行特别国债的可能性。同时，需关注接下来中央对货币政策的定调，经济好转后不排除二季度后期利率上行的可能性。

在以上背景下，6月10年期国债收益率维持低位的概率较高，目标位在2.75%-2.8%区间，全年利率中枢在2.85%附近。目前10年期国债收益率在2.8%一线，短期仍将处于低位。操作上，近期期债主力合约受会议消息刺激，突破前高，短期建议投资者注意逢高止盈，长线建议谨慎布局空单，以应对政策边际收紧的可能，重点关注二季度的经济复苏情况。中短线操作时，T2209可采取区间操作，在100.2以下适当布局多单，在101.5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	100.2 以下多单，101.5 以上空单
盈亏比	2:1
出场点位	多单 101.2 附近，空单 100.5 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、5月国债期货行情回顾

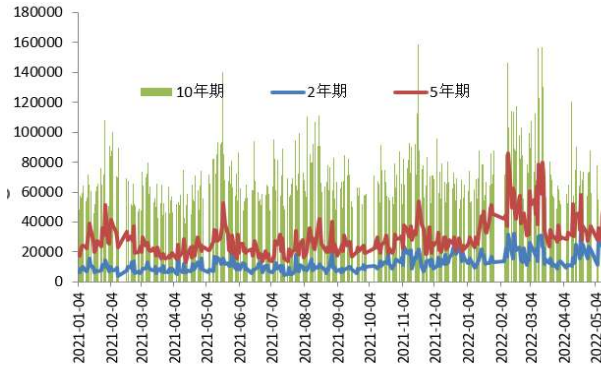
俄乌冲突向持续化演变，全球通胀仍居高位。4月央行发布的一季度货币政策执行报告强调了我国经济发展环境复杂性、严峻性、不确定性上升，央行在政策的考量上十分谨慎。截止5月27日收盘，十债主力报100.970，月度上涨1.13%，所有合约共成交125.97万手，环比增加4.97万手，日均持仓量增加4.41%至19.42万手；五债主力报101.850，月度上涨0.78%，所有合约成交量增加3.3万手至67.80万手，日均持仓量增加3.56%至11.33万手；二债主力报101.185，月度上涨0.27%，所有合约成交量减少0.3万手至31.1万手，日均持仓量减少1.56%至5.03万手。从价差上看，5月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所下降。

图1：三大国债期货主力收盘价



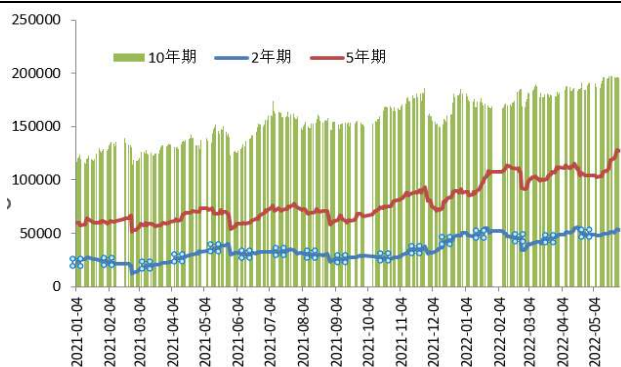
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



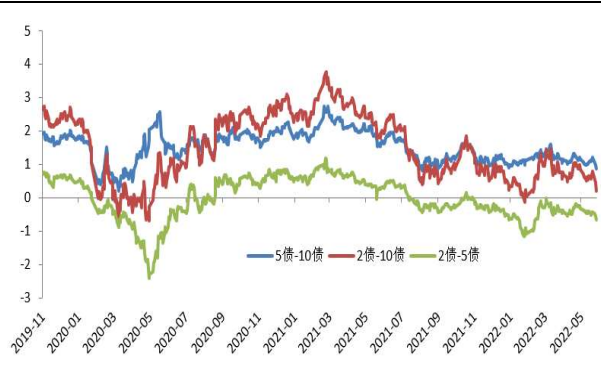
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

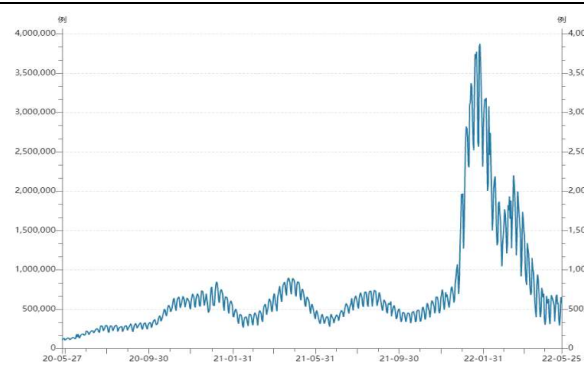


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

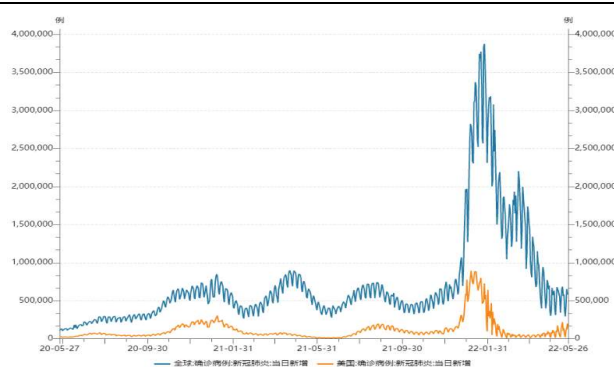
当前由于疫情冲击、俄乌冲突、海外货币收紧，加剧国内“三重压力”。4月以来疫情多点散发，我国经济环境内部不确定性增加；俄乌冲突持续化，原油价格高位运行，海外通胀压力不减；海外主要发达经济体货币政策调整的影响逐步显现，全球经济下行压力显现。国内经济发展环境面临的复杂性、严峻性、不确定性加大。央行一季度货币政策执行报告再次重点强调了我国的“经济体量大、回旋余地足”的战略性优势，传达疫情下我国经济的强大韧性和活力，展现“稳”字决心。综合疫情、供应链恢复进度、通胀持续时间、俄乌局势以及各国央行收紧货币政策等负面影响因素，今年全球经济下行压力增大。

图 5：全球日新增确诊数据



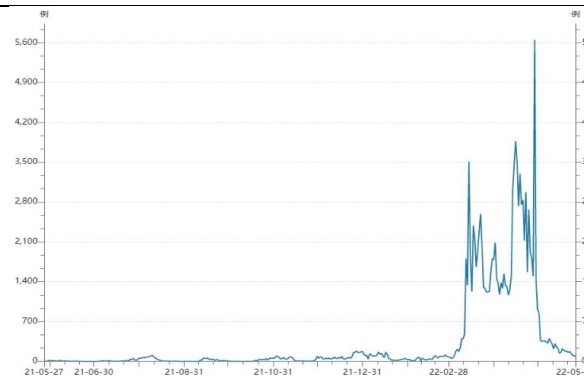
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国疫情数据



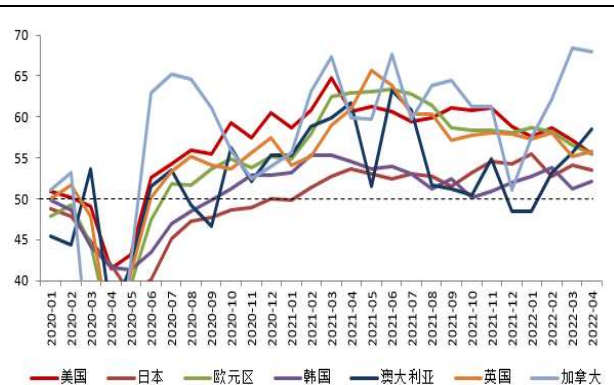
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：国内疫情拐点确认



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

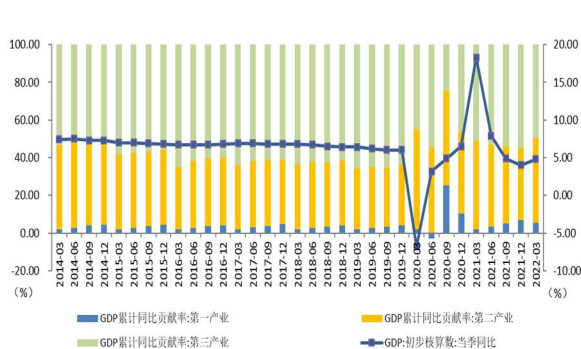
图 8：世界主要国家制造业 PMI 好坏不一



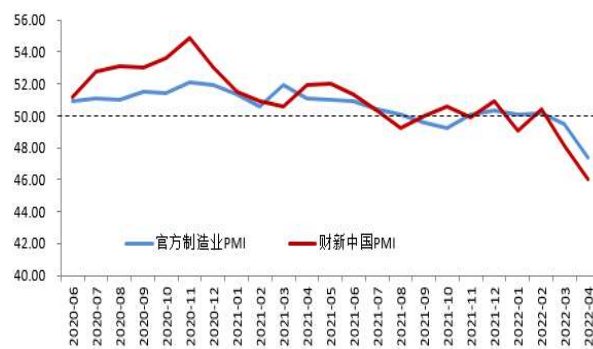
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国一季度 GDP 同比有所回升

图 10：4 月中国制造业 PMI 回落



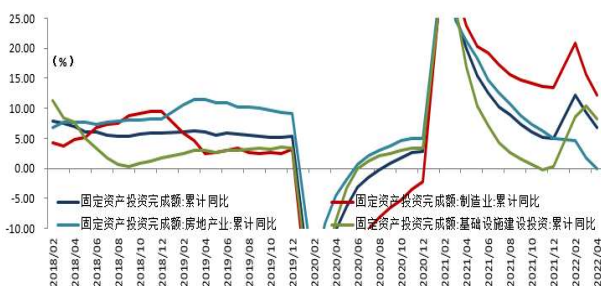
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



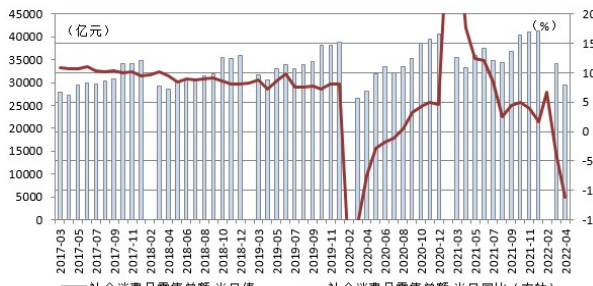
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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%。预计疫情影响下，后续各经济分项依旧有待修复，但在稳增长政策的保障下，二季度 GDP 预计将实现正增长。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 6.8%，高于 GDP 同比增速，对经济形成了明显的支撑。投资方面，1-4 月份，全国固定资产投资 153544 亿元，同比增长 6.8%，比 1-3 月份回落 2.5 个百分点；环比下降 0.82%。从结构上看，制造业投资增长 12.2%，高新技术制造业表现较强支撑整体制造业投资；基础设施投资同比增长 6.5%，基建投资在“财政前置”政策下持续恢复；房地产开发投资下降 2.7%，房地产市场仍有待放宽。1—4 月份，全国房地产开发投资 39154 亿元，同比下降 2.7%；其中，住宅投资 29527 亿元，下降 2.1%。商品房销售面积同比下降 20.9%，房地产开发企业到位资金同比下降 23.6%，房地产市场疲弱态势依然延续。今年以来中央持续出台托底措施，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具体效果仍需观察。同时，4 月数据表明，基建投资和高新技术制造业成为支撑项。贸易方面，今年前 4 个月，我国外贸进出口总值 12.58 万亿元，同比增长 7.9%。其中，出口 6.97 万亿元，同比增长 10.3%；进口 5.61 万亿

元，同比增长 5%。以美元计，4 月我国出口同比增长 3.9%，前值为 14.7%，4 月出口增速放缓。4 月疫情对供应链的影响较大，出口下行压力加剧，并出现衰退式顺差。

工业上，1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 26582.3 亿元，同比增长 3.5%。4 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.9%，环比下降 7.08%。同时，4 月份，工业企业利润同比下降 8.5%。显示 4 月份疫情对经济运行造成较大冲击，企业生产经营压力增大。消费方面，4 月社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%；环比下降 0.69%。本轮疫情对经济形成了全方面的冲击，各项数据均下滑明显。居民收入端不确定性增加、预期下滑、出行受阻和线下消费场景缺失等因素使得国内消费明显走弱。总体来看，4 月经济数据全面下滑，从消费、出口和投资这三方面来看，房地产投资对经济形成明显拖累，消费延续疲弱，而基建投资、制造业投资成为支撑项。目前来看，疫情逐步控制后，经济最坏的时刻或将过去，但后续经济的修复需要政策发力。

本轮疫情贯穿整个四月份，到四月底开始逐步出现拐点，五一假期后新增确诊加无症状感染者开始少于 5000 人，5 月国内复工复产逐步推进，经济逐渐恢复。但奥密克戎传染性强，检测与防控难度大，使多地经济活动在四月放缓，对国内的供需两端以及经济主体的预期造成了巨大的冲击。从领先指标看，4 月官方制造业 PMI 指标全面走弱，新订单、生产、原材料库存及从业人员分项数据均较 3 月大幅回落，显示在疫情持续影响下，经济景气程度继续走弱。5 月随着疫情的逐步控制和政策的持续发力，预计 PMI 将逐渐触底回升。

5 月 16 日统计局发言人表示，现在吉林、上海等地的疫情已经得到有效控制，复工复产有序推进，扩大内需、助企纾困、保供稳价、保障民生等一系列政策措施正在显效，5 月份经济运行有望得到改善。下阶段，加大宏观政策调节，加快落实已经确定的政策，加紧谋划、适时实施增量政策，控住疫情，稳住经济，保证发展安全，最大限度减少疫情对经济运行的不利影响，确保经济运行在合理区间。后续市场关注重点在各地的复工复产进度，乐观情况下经济有望在二季度触底。

图 13：中国进出口数据

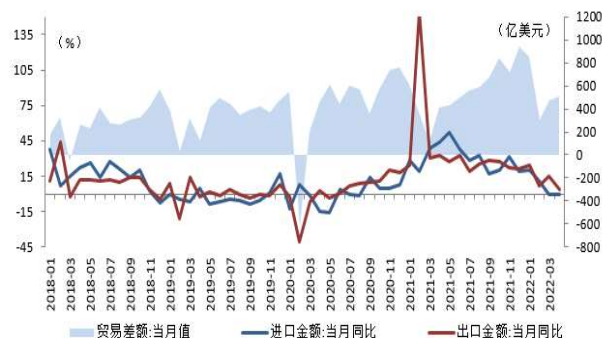
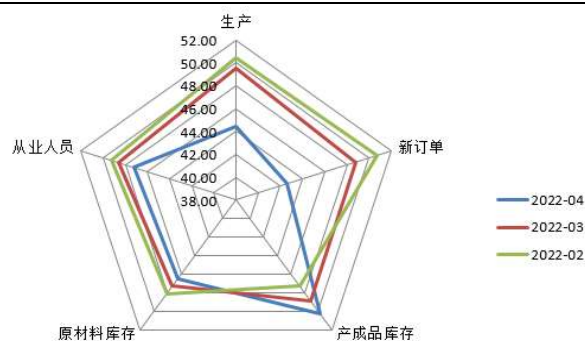


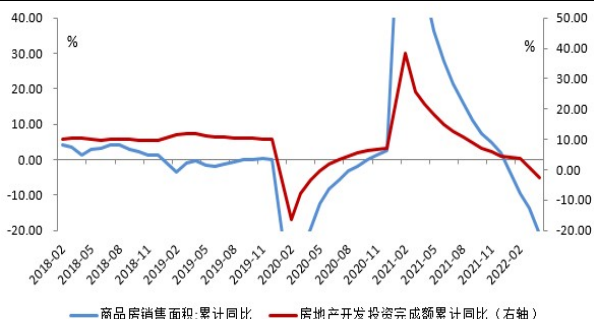
图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

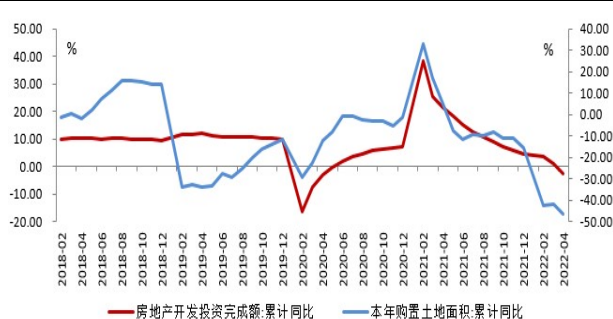
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 15: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



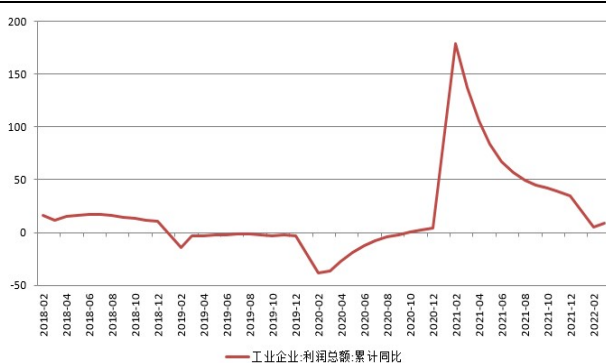
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 16: 房地产开发投资与土地购置面积



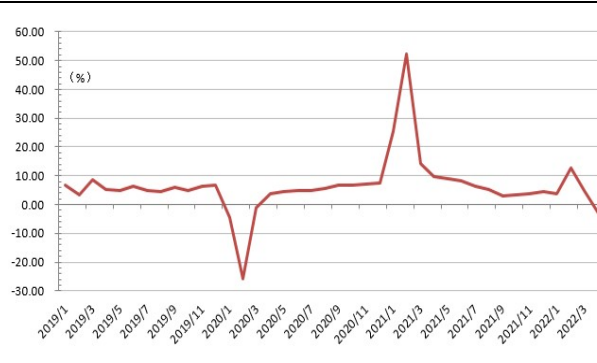
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 17: 工业企业利润累计同比 (%)



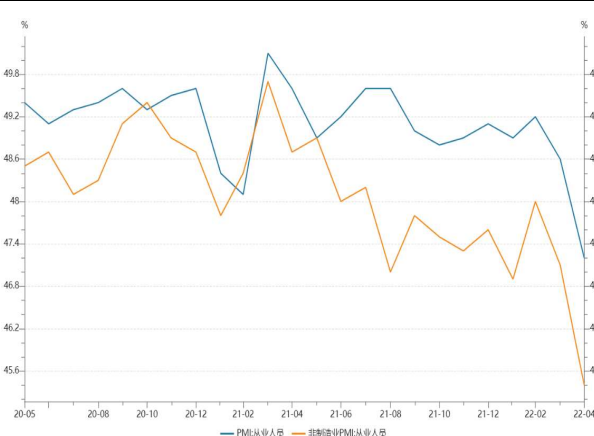
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 18: 规模以上工业企业增加值增速



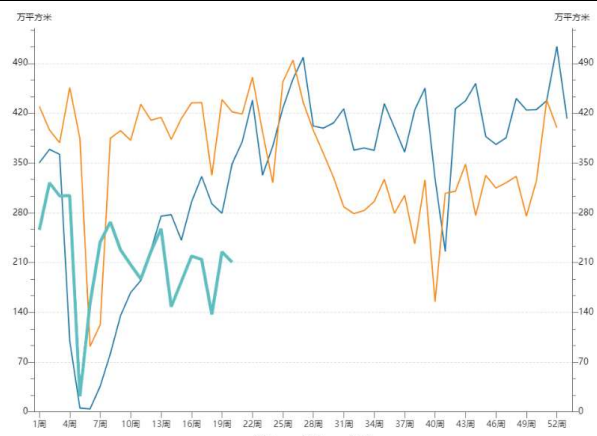
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项



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, 受国内疫情及国际大宗商品价格上涨等因素影响, CPI 重回 2%时代。数据显示, 4 月 CPI 同比上涨 2.1%, 涨幅较上月扩大 0.4%; 4 月 PPI 同比上涨 8.0%,

环比上涨 0.6%。

CPI 方面，4 月 CPI 环比上涨 0.4%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比下跌 0.2%。食品项中，薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨 8.8%、7.1%和 5.2%，猪肉价格由上月下降 9.3%转为上涨 1.5%；鲜菜价格由上月上涨 0.4%转为下降 3.5%。食品价格分项多数上涨。非食品价格上涨 0.2%，涨幅环比回落 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点。非食品中，受国际油价变动影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.8%和 3.0%；受小长假因素影响，飞机票、交通工具租赁费和长途汽车价格分别上涨 14.9%、6.8%和 1.5%。

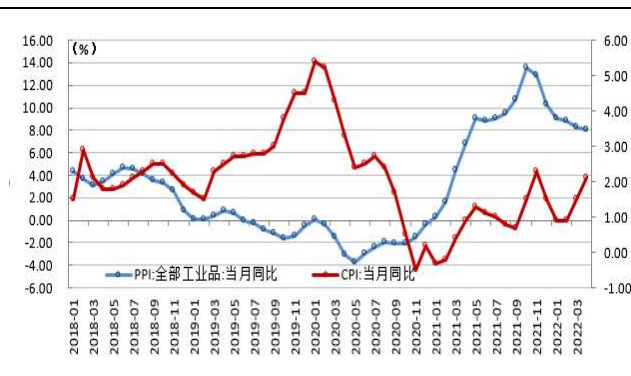
PPI 方面，在各地各部门坚决贯彻落实保供稳价决策部署的努力下，4 月 PPI 环比和同比涨幅均有所回落。4 月 PPI 同比上涨 8.0%，环比上涨 0.6%，环比涨幅比上月回落 0.5 个百分点。出厂价格中，生产资料价格同比上涨 10.3%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 7.78 个百分点。生产资料价格环比上涨 0.8%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.59 个百分点。其中，采掘工业价格同比上涨 38.3%，环比上涨 2.0%；原材料工业价格同比上涨 17.4%，环比上涨 1.4%；加工工业价格同比上涨 4.8%，环比上涨 0.4%。生活资料价格同比上涨 1.0%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.23 个百分点，环比上涨 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.05 个百分点。其中，食品价格同比上涨 1.6%，同比上涨 0.4%；衣着价格和耐用消费品分别同比上涨 0.7%和下降 0.1%，环比无变动。一般日用品价格同比上涨 1.8%，同比上涨 0.2%。分项来看，40 个主要行业中，价格涨幅回落的有 22 个，比上月增加 1 个；价格涨幅扩大的有 9 个，比上月减少 3 个。主要行业中，价格涨幅回落的有：煤炭开采和洗选业上涨 53.4%，回落 0.5 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 16.8%，回落 1.5 个百分点；化学原料和化学制品制造业上涨 14.9%，回落 0.8 个百分点；非金属矿物制品业上涨 6.6%，回落 1.6 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨 5.6%，回落 3.8 个百分点。价格涨幅扩大的有：石油和天然气开采业上涨 48.5%，扩大 1.1 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业上涨 38.7%，扩大 5.9 个百分点；燃气生产和供应业上涨 20.7%，扩大 4.4 个百分点；农副食品加工业上涨 2.6%，扩大 1.9 个百分点。

国际市场开始担忧经济衰退，从前期的交易供给冲击转向交易衰退预期，叠加国内疫情影响下需求减弱，黑色金属、焦煤、焦炭等商品的价格高位回调。截至 5 月 27 日，文华商品价格指数仍较 3 月环比微跌 1.33%，其中，工业品板块下跌 1.87%，贵金属板块下跌 2.00%，农产品板块微跌 0.16%。工业品内部所有板块多数下跌，仅石油、化工板块上涨，其中煤炭板块下跌

3.73%，钢铁板块下跌 3.66%、石油板块上涨 5.38%，建材板块、有色板块、化工板块分别下跌 5.55%、7.77%、1.22%。

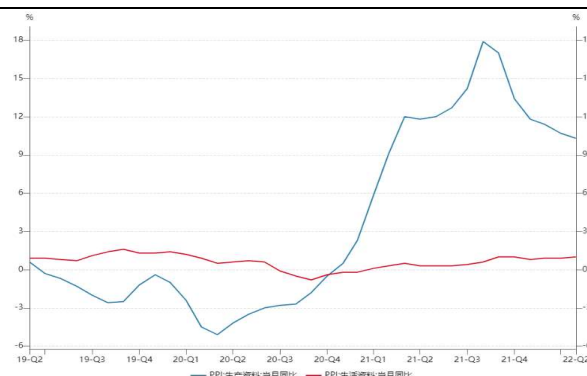
4 月受国内疫情及国际大宗商品价格上涨等因素影响，CPI 同比上涨 2.1%，重回 2%时代。同时，尽管国际大宗商品价格高位运行，但在各地区各部门保供稳价决策部署的努力下，PPI 环比和同比涨幅均有所回落。因疫情期间物流成本上升和囤货需求增加两方面因素的影响，CPI 上涨超过 2%，PPI 在保供稳价的努力下，涨幅有所回落，另外对未来经济前景的悲观导致的需求下降也是影响因素之一。预计 5 月国内 CPI 回落可能性较小，三季度 CPI 也存在破 3% 的风险，而 PPI 将继续小幅回落。后续的复工复产情况和海外的输入性通胀影响将是市场关注的重点，也影响货币政策的走向。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：PPI 分项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、货币政策分析

5 月 9 日，人民银行发布《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》中，央行对国内外经济和政治环境都持有更为谨慎的态度，坦言当前面临全球经济下行压力，同时海外央行货币政策收紧进程尚在起步阶段。基于当前背景，央行货币政策的整体思路和具体措施都更加体现出针对性、结构性、市场化，短期内出台总量级别的货币政策操作可能性较小。此外，在“以我为主”大前提下，汇率的变化情况仍是央行考虑的一个重要因素。

相比 2021 年四季度的报告，此次报告中有以下几点变化：第一，相较去年四季度，当前央行对国内经济的分析更为谨慎和详细。强调了乌克兰危机和新冠疫情两大因素造成我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。具体体现为外部输入性通胀、海外货币政策收紧带来的流动性影响以及疫情对经济的冲击。相较去年四季度，新增的关注点包括了海外央行货币政策、全球经济下行风险、疫情对经济的冲击；第二，相较去年四季度，央行坦言当前面临全球经济下行压力，关注

重点也从全球疫情转换到地缘政治冲突和海外主要央行货币政策加速收紧的影响，并认为海外央行货币政策收紧进程目前尚在起步阶段，未来演进及影响值得高度关注；第三，央行对国内通胀的关注度提升。央行认为，未来 PPI 可能延续总体回落态势，同时也要谨防外来输入性通胀压力；第四，报告中强调了对于受疫情影响较大的行业，央行将全力支持小微企业纾困发展，为受疫情影响较大的行业提供差异化金融服务，强化产业链供应链核心企业金融支持。并全力做好粮食安全和重要农产品产销的金融保障，做好煤炭等能源供应的金融服务，加大对物流航运循环畅通的金融支持；对于房地产行业，央行仍坚持“房住不炒”，同时新增了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”的内容；第五，货币政策方面，央行的整体思路和具体措施的更加体现出针对性、结构性、市场化。短期内出台总量级别的货币政策可能性不大。针对性方面，央行强调落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体；结构性方面，央行强调适时增加支农支小再贷款额度，用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，抓实碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用；市场化方面，央行强调要加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用。此外，之前内容中的“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”有所改变，调整为“进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期”，短期资金面继续宽松的确定性较高；第六，对于汇率，央行新增了“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”。体现出海内外货币政策的分歧给汇率带来的压力引起了央行的注意。

从央行的《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》可以看出，针对目前经济和政治背景，央行在表述上相较去年四季度，做出了诸多调整。总体而言，央行坦言当下面临的经济下行压力，并将关注重点从全球疫情转换到地缘政治冲突和海外主要央行货币政策加速收紧的影响，同时在“以我为主”的框架下更加关注汇率变动的的影响。短期内出台总量级别的货币政策可能性不大，更多的是针对性和结构性的政策工具，着力推动利率市场化，短期资金面仍会继续宽松。

5 月 20 日，LPR 报价公布，1 年期 LPR 未降，报 3.70%；5 年期以上品种下调 15bp，报 4.45%。此次 LPR 的非对称式调降的原因有：第一，考虑到经过降准和存款利率市场化改革之后，银行的负债成本明显下滑，有助于 LPR 的调降；第二，经济发展面临的三重压力依然存在，调降 5 年期 LPR 有利于刺激企业的中长期贷款需求，同时在“房住不炒”的思路下，适度发挥房地产对经济的托底作用。5 年期 LPR 影响企业中长期贷款成本、固定资产投资以及个人商业性住房贷款等，当前社会融资规模的总量和结构均不佳，调降 5 年期 LPR 有利于刺激实体融资需求。

5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。金融政策方面，主要围绕加大信贷支持力度。此次国常会说明，当前信贷疲弱的问题已经得到重点关注。4月受疫情影响，实体融资需求较弱，大量流动性淤积在银行间市场，导致短端资金利率明显低于政策利率，因此必须加大信贷投放力度。预计5月信贷有所复苏，但出现大幅好转的可能性不大，6月市场将可能出现明显提振。

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议要求，确保中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完成，国务院常务会确定的稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则。宏观政策层面，预计货币政策将保障短期流动性宽松无虞，主要依靠结构性工具发力。

综上所述，在5月国内疫情逐步控制，复工复产稳步推进的情况下，根据央行报告中的内容，可以判断6月的政策将更有针对性，并将内外兼顾，考虑各方面影响。因此短期出台总量级别的货币政策可能性不大，但资金面宽松料将延续。加上5年期LPR的调降，有利于刺激实体中长期融资需求。同时全国稳住经济大盘电视电话强调了稳增长，后续货币政策预计主要依靠结构性工具发力。考虑到经过疫情的扰动，全面复工复产尚需时间，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。疫情影响和海外央行流动性收紧的背景下货币政策的改变将会更加谨慎，但并不代表下半年没有收紧的可能，后续需关注中央对下一阶段货币政策的定调。

四、资金面分析

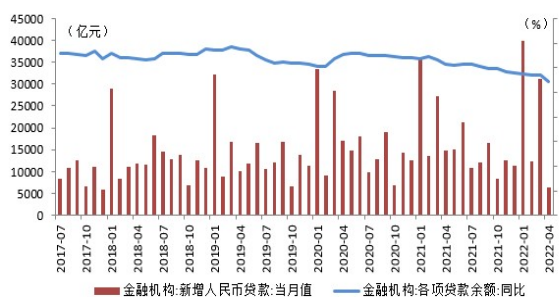
4月受国内疫情反复、海外地缘政治冲突带来的输入性通货膨胀等因素的影响，国内经济明显承压。从5月13日公布的金融数据中我们可以看到4月社融数据总量和结构双双走弱。

数据显示，4月社融存量同比增长10.2%，增量为9102亿元，比上年同期少9468亿元。4月末社会融资规模存量为326.46万亿元，同比增长10.2%。从结构上看，人民币贷款当月新增3616亿，同比少增9224亿元；未贴现的银行承兑汇票减少2557亿元，同比多减405亿元；政府债净融资3912亿元，同比多增173亿元；企业债净融资3479亿元，与去年同比基本持平；股票融资1166亿元，同比多增352亿元。数据显示，受疫情影响，人民币贷款需求明显偏弱，政府债券、表外融资、股票融资支撑社融，信贷为主要拖累项。新增人民币贷款分项中，4月居民短期贷款减少1044亿元，同比少增1409亿元；中长期贷款减少1126亿元，同比少增6044亿元，显示购房需求依然偏弱。企业部门短期贷款减少1948亿元，同比少减199亿元；中长期贷款4月仅增加2652亿元，同比少增

3953 亿元；票据融资新增 5148 亿元，同比多增 2437 亿元。企业信贷主要是靠短期贷款和票据融资支撑，延续了一季度的情况。

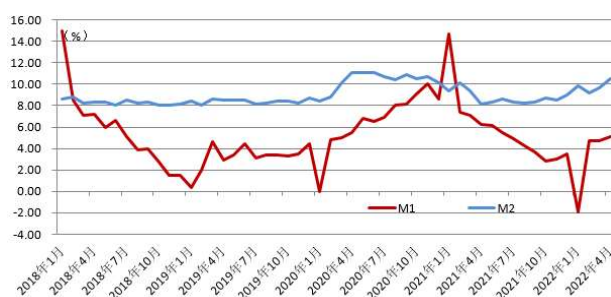
4 月末 M2 余额 249.97 万亿元，同比增长 10.5%，较 3 月末和去年同期高 0.8% 和 2.9%；M1 余额 63.61 万亿元，同比增长约 5.1%，增速较 3 月末高 0.4%。M2-M1 剪刀差继续扩大至 5.4 个百分点，反映了 4 月在疫情影响下，供应链生产和运输受到拖累，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。预计 5 月开始随着全国逐步复工复产，金融数据有望重回扩张状态。

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

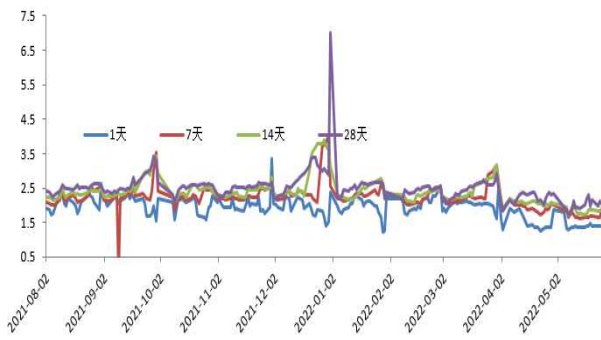
央行 5 月重要会议较为密集，货币市场资金面略有宽松，1 年及以上期限国债到期收益率下行。截至 5 月 27 日，隔夜银行间质押式回购利率较 4 月 29 日分别下降 43.91bp，7 天期、14 天期、21 天期分别下降 20.58bp、19.84bp、17.52bp，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率分别较 4 月 29 日下降 20.05bp、12.64bp、13.78bp、15.21bp 和 5.70bp。

在资金需求方面，4 月政府债发行放缓，4 月政府债券净融资 3912 亿元，同比小幅多增 173 亿元。财政支出保持力度，4 月份财政性存款增加 410 亿元，同比少增 5367 亿元。5 月份新增专项债发行节奏明显加快，预计新增专项债发行规模将达到 6319.62 亿元。截止 5 月 26 日，地方新增专项债 4181.73 亿元。考虑到 5 月广义财政大概率“支大于收”，预计 5 月政府存款将增加 2000 亿元。

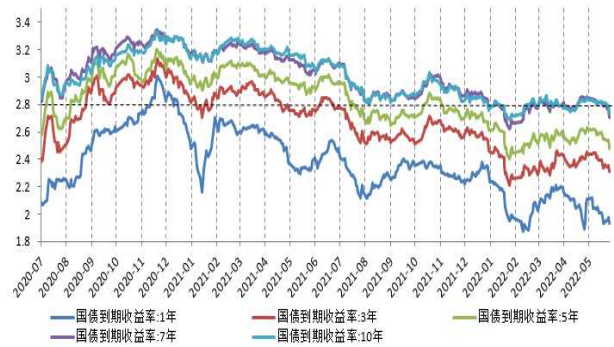
且随着疫情得到控制，复产复工稳步推进等，财政资金下发能够较快地形成实物工作量，并撬动社会资金。专项债的资金主要用于基建投资，在财政政策提前发力的要求下，复产复工稳步推进，财政资金的下发能够较快地形成实物工作量，带动社会资金，预计 6 月随着专项债集中发行，政府债券供给将逐步迎来高峰。但随着疫情缓和，资金利率或将在 6 月以后逐步回归至政策利率附近。伴随复工复产推进，加之近期央行稳增长意图较为明确，预计 6 月资金面仍将维持宽松取向，但力度将相对克制，且后期会逐步收紧。

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

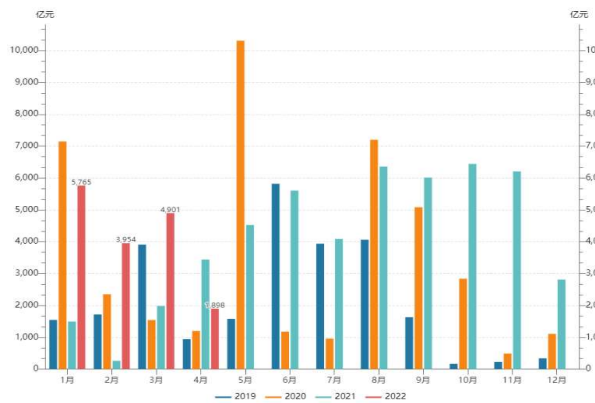


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



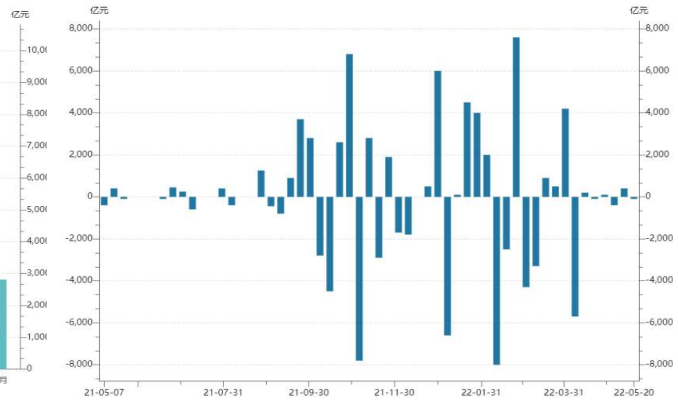
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

5 月初人民币兑美元汇率继续走贬，月末贬值压力有所缓解，目前处在 6.7 附近。前期人民币贬值主要有以下三个原因，一是美元继续被动升值，美联储加速紧缩情况下美元指数上行，使人民币承受对美元的双边贬值压力；二是疫情使中国出口增速回落，稳增长难度加大，经济基本面对于人民币币值的支撑减弱，人民币汇率转为弱势；三是突发疫情令国内经济短期不确定性升温，人民币避险功能被削弱。而 5 月 13 日银保监会相关部门负责人表示：“金融市场的参与者，不管是个人还是企业，不管是金融机构还是非金融机构，不管是境内的还是境外的，千万不要赌人民币持续单边贬值，否则会遭受不必要的损失。”意在稳定市场信心。

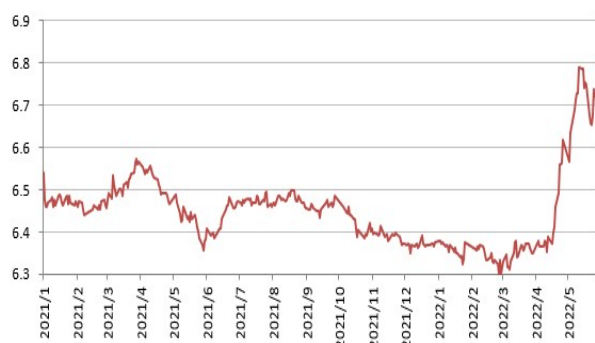
国家外汇管理局统计数据显示，2022 年 4 月，银行结售汇方面，银行结汇 2297 亿美元，售汇 2106 亿美元，结售汇顺差 190 亿美元。2022 年 1-4 月，银行累计结汇 8900 亿美元，累计售汇 8122 亿美元，累计结售汇顺差 778 亿美元。银行代客涉外收入方面，银行代客涉外收入 5054 亿美元，对

外付款 4892 亿美元，涉外收付款顺差 162 亿美元。2022 年 1-4 月，银行代客累计涉外收入 20822 亿美元，累计对外付款 20037 亿美元，累计涉外收付款顺差 785 亿美元。

另外，从 4 月的银行代客涉外收支和结售汇数据可注意到以下几点：第一，疫情影响下，货物贸易是顺差的主要支撑，直接投资对顺差的贡献减弱，证券投资逆差得到改善，而人员流动受阻导致服务贸易逆差继续收敛；第二，货物贸易项的收付款顺差和结售汇顺差仍高于季节性，背后的原因可能在于人民币快速贬值下积压的结汇和潜在购汇力量得到释放；第三，疫情影响导致直接投资项的结售汇顺差表现不佳；第四，代客结售汇由 3 月的逆差转为顺差，外资流出压力最大的时期或已过去。

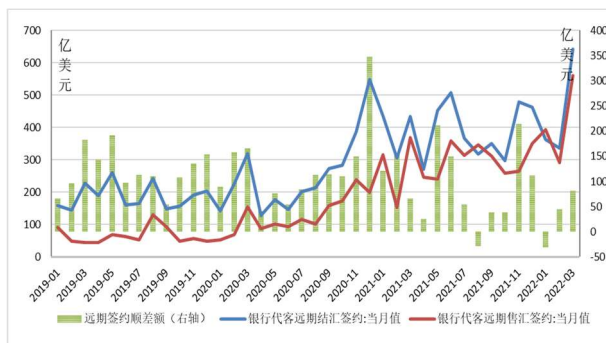
展望 6 月，俄乌局势有向长期化趋势演变的风险，美联储收紧货币政策态度明确，但美元指数经过近期持续上升后，后续有阶段性见顶的可能性。同时，央行和银保监会的发言意在稳定市场信心，后续随着国内经济企稳，境内结汇和售汇力量的有序释放以及外资流出压力减小，人民币贬值预期将趋缓，或将支撑人民币重新走强。国内货币政策更多坚持“以我为主”，同时也将“内外兼顾”，汇率问题将是后续国内货币政策的影响因素之一。

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

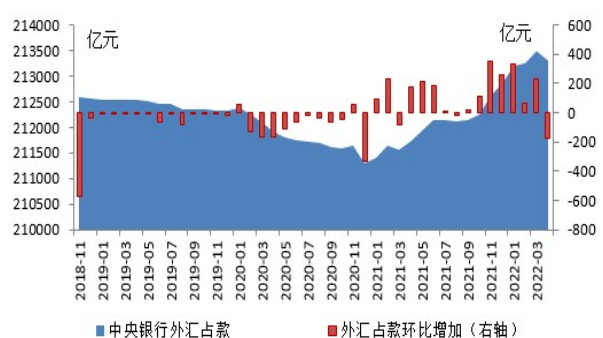
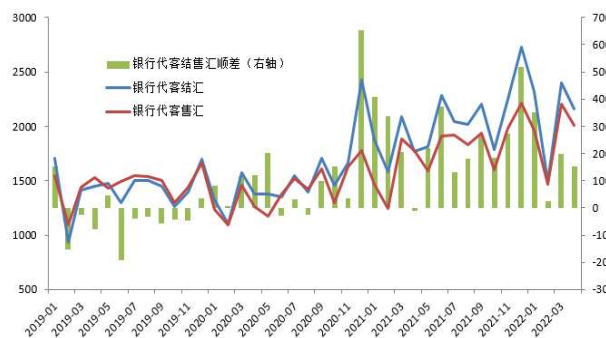


图 32：银行代客结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、6 月期债投资建议

5 月开始疫情逐步得到控制，复工复产稳步推进，但 4 月在疫情影响下经济受到全面冲击，金融数据低于预期，经济数据也表明疫情令经济承压较大。4 月的经济数据中，基建投资和制造业投资是支撑项。随着国内经济基本面边际好转和供应链的逐步恢复，4、5 两月是经济低点的可能性较大，最坏的时刻或将过去。俄乌冲突继续向长期化演变，外围市场关注重点从供给冲击转向需求减弱影响，开始交易衰退预期，原材料价格高位回落。同时，美联储加息缩表进度加快，但暂未有更加激进的表态，美元指数升势趋缓，人民币贬值压力有所缓解。基于疫情防控、输入性通胀和汇率三方面因素考虑，后续的经济背景有利于政策的实施。另外，当前国内通胀压力仍然较大，CPI 同比涨幅有扩大可能，叠加猪周期对于国内 CPI 的拉动，10 年期国债收益率或将逐步上行。3 月 30 日的国常会李克强总理强调，要保证“今年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕”。5 月的专项债发行提速明显，基建投资速度加快。预计 6 月随着专项债集中发行，政府债券供给将逐步迎来高峰。但随着疫情缓和，资金利率或将在 6 月以后逐步回归至政策利率附近。总体看来，目前货币政策宽松力度依然相对克制，不搞“大水漫灌”。预计 6 月资金面仍将维持宽松取向，汇率问题的影响会有所减弱，后续市场的关注点仍是宽信用和稳增长，存在发行特别国债的可能性。同时，需关注接下来中央对货币政策的定调，经济好转后不排除二季度后期利率上行的可能性。

在以上背景下，6 月 10 年期国债收益率维持低位的概率较高，目标位在 2.75%-2.8% 区间，全年利率中枢在 2.85% 附近。目前 10 年期国债收益率在 2.8% 一线，短期仍将处于低位。操作上，近期期债主力合约受会议消息刺激，突破前高，短期建议投资者注意逢高止盈，长线建议谨慎布局空单，以应对政策边际收紧的可能，重点关注二季度的经济复苏情况。中短线操作时，T2209 可采取区间操作，在 100.2 以下适当布局多单，在 101.5 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。