



作者：金融衍生品组 牛秋乐

执业编号：F0268914（从业） Z0002616（投资咨询）

联系方式：010-68578820/ niuqiule@foundesc.com

成文时间：2022年3月27日星期日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

# 国债行情进入牛市尾端 市场收益率仍缺乏上行基础

方正中期期货研究院 牛秋乐

## 目 录

摘要.....	1
第一部分 国债长期走势和一季度行情总结.....	2
一、国债市场长期走势分析.....	2
二、2022 年一季度走势分析.....	4
第二部分 经济处于筑底过程中 国债市场行情进入牛市尾端.....	5
一、国内稳增长力度加大 政策环境保持宽松.....	5
二、工业品端通胀压力处于高位 物价对债市仍有负面影响.....	7
第三部分 货币与信用条件宽松 政策对债市有对冲性影响.....	9
一、货币政策宽松仍有空间.....	9
二、宽信用预期制约国债表现.....	11
第四部分 债市利空因素增多 市场收益率仍缺乏上行基础.....	14
第五部分 国内外利差水平收窄 外资 3 年来首次减持国内债券.....	18
第六部分 期货价格技术与展望.....	21
第七部分 总结全文和操作建议.....	24

## 摘要

一季度现券市场收益率波动加大，当前国债市场存在三方面的压力，一是政策对冲力度加大，国内宽财政、宽信用政策会对国债形成一定压制。二是全球主要央行货币政策收紧速度加快，海外国债收益率大幅走高，国内外利差收窄，这降低了国内债券的相对吸引力。三是财政前置下政府债券发行压力在上半年集中体现，会对市场形成一定的供给压力。

从经济与政策逻辑来看，在国债市场研究中，经济与政策是核心驱动逻辑。上半年稳增长压力较大，目前来看，地产惯性下滑，出口增速回落仍是潜在风险，基于基数效应和政策效果显现的时间判断，2022年全年国内经济将呈现前低后高的表现。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度不足，政策环境宽松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现，上半年暂时难以看到核心驱动逻辑对债市形成较大压力。目前物价的主要影响因素一是国际大宗商品价格运行节奏以及国内猪周期何时启动。我们预计地缘政治冲突对大宗商品的阶段影响将逐步弱化，在基数效应下，国内 PPI 增速将逐季回落。从消费端来看，占 CPI 权重较高的猪肉价格仍处于回落过程中，并压制 CPI 的上行幅度，货币政策暂时不会因物价而陷入两难格局，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

在经济企稳回升之前，国内仍然处于政策宽松周期。货币政策方面，二季度仍然有进一步降准和降息的可能。财政政策方面，随着政府债券发行加速，叠加去年底部分专项债券额度挪到了今年使用，财政前置力度明显增强，另外上年结转收入、央行和专营机构上缴利润、调入预算资金也大大增强了年内财政支出强度。信用层面，商业银行信贷投放加快，尤其是地产相关政策的放松对于地产相关融资起到明显支撑作用。由于宽财政、宽信用与宽货币对于国债市场具有对冲性影响，尤其是宽信用预期对国债市场形成较大的压力。但我们认为，宽货币的效果将提前与财政与信用效果的显现，在经济回升、信用条件真正好转之前，市场收益率水平仍然缺乏上行基础。

从债券市场发行与融资来看，从利率债融资供给来看，今年政府债券发行节奏与去年完全不同，债券发行前置特点明显，地方政府专项债额度 3.65 万亿与去年相当，但由于去年部分额度留到今年使用，实际可使用资金要明显高于去年，上半年政府债券发行前置将对市场形成一定的供给压力。从需求来看，在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。

从国内外市场相对估值价值来看，目前全球主要经济体仍处于复苏过程中，通胀水平上升至近几十年高位，海外主要央行货币政策逐步收紧。一季度在美联储加息、缩表预期加速，通胀水平大幅上行的情况下，美债收益率大幅上行，截止 2022 年 3 月 22 日，10 年期美债收益率处于 2.38% 附近，我国 10 年期国债收益率在 2.83% 左右，中美 10 年期国债利差水平缩窄至不足 50BP，利差水平较年初水平大幅收窄，尤其是 3 月份利差由 100bp 以上已经压缩超过一半，随着国内外利差收窄，境外机构三年来首度减持我国债券。国内债券的相对吸引力明显下降，并会对于国内货币政策也会形成一定挑战。

总体来看，本轮国债市场牛市已经进入尾端，我们继续坚持年报中上半年重点关注机会、下半年集中关注风险的判断。操作上，在市场出现实质性破位前不建议做空，交易型资金可等待调整后买入机会，配置型资金耐心持仓。

## 第一部分 国债长期走势和一季度行情总结

### 一、国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究，利率周期与经济周期密切相关，经济周期决定了利率周期并领先于利率周期，但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降（利率走低）-（政府、企业、居民）加杠杆-经济回升-利率上行-（政府、企业、居民）降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式，一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如，一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期，每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期（库存）构成。因此，我们一般观察的短期周期往往表现为 3-4 年左右一个轮回。以债市为例，2008 年以来国内共经历四轮利率周期，每轮周期持续 3-4 年左右的时间，其中包含一轮利率的下行（牛市）与上行（熊市）过程。上一轮利率周期起始于 2018 年初，其中利率下行阶段为 2018 年初至 2020 年 4 月份，2020 年 5 月份之后进入利率上行阶段，并于 2021 年 2 月份结束。2021 年 3 月份以来市场开启新一轮利率周期。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

目前债市正处于 2008 年以来第五轮利率周期的收益率下行阶段，自 2021 年一季度末开始，随着国内经济同比增速以及实际增长共振下行，国内货币条件与信用条件逐步放松，虽然供需错配导致大宗商品价格大幅波动，2021 年工业品价格大涨对市场形成较大通胀压力，但经济增长逐步边际下行的情况下，国债市场牛市行情并未受阻。2021 年末及 2022 年初，国内央行相继降准、降息，政策宽松下 2022 年一季度国债市场延续牛市表现，但海外地缘政治风险激增、海外主要央行货币政策正常化、主要经济体国债收益率回升、国内宽信用预期以及政府债券发行压力等因素对债市也形成阶段性压力，金融市场波动加剧，国债期货价格震荡幅度增加。我们预计 2022 年国内经济增长前低后高，上半年房地产对经济将继续形成负面拉动，但年中开始下半年基建与地产将相继回升，上半年国债市场机会较大，下半年则会面临一定风险。从一轮利率周期持续时间来看，本轮国债牛市行情预计持续至年中左右，下半年大概率进入震荡行情。

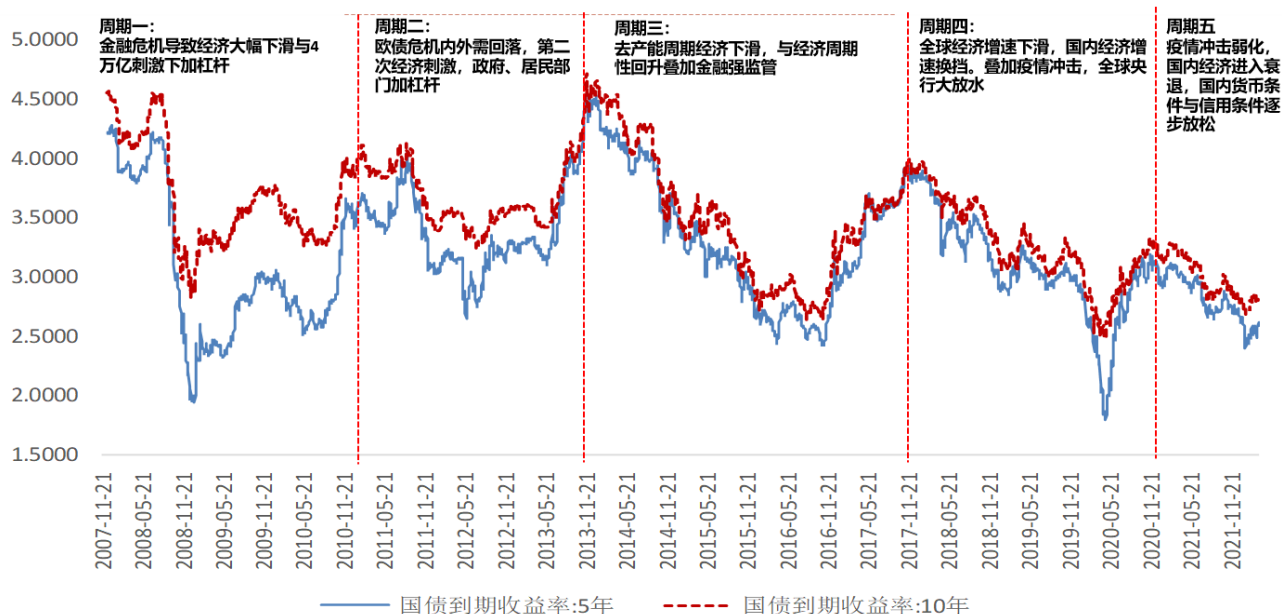


图 1-1：利率周期进入收益率下行的牛市阶段

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

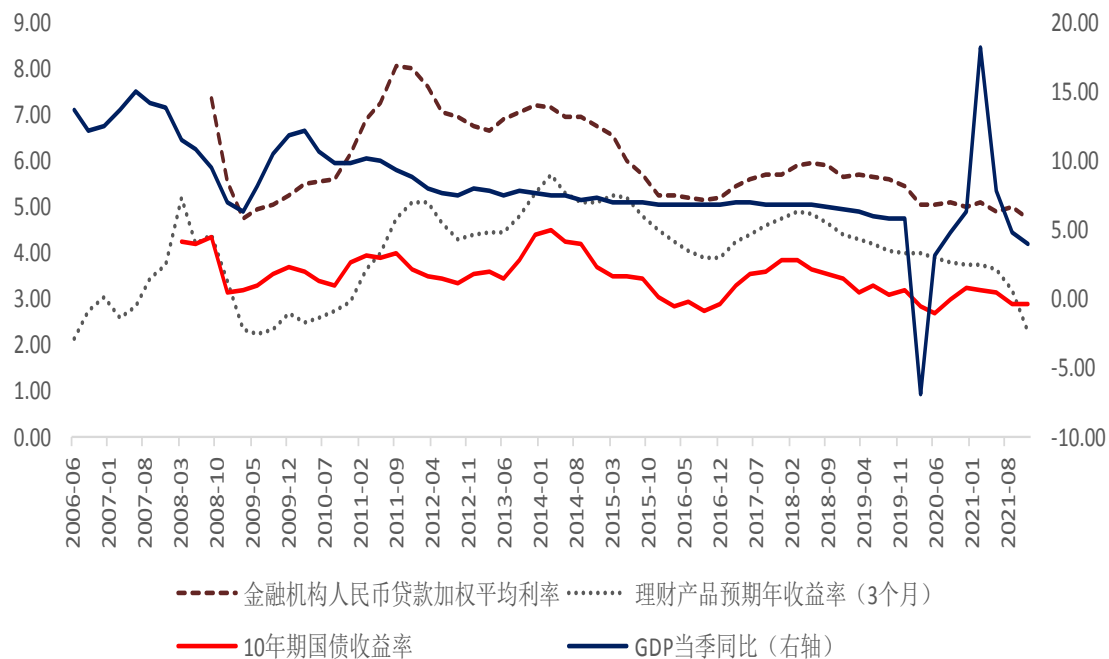


图 1-2：收益率水平跟随经济周期进入下行过程

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

## 二、2022 年一季度走势分析

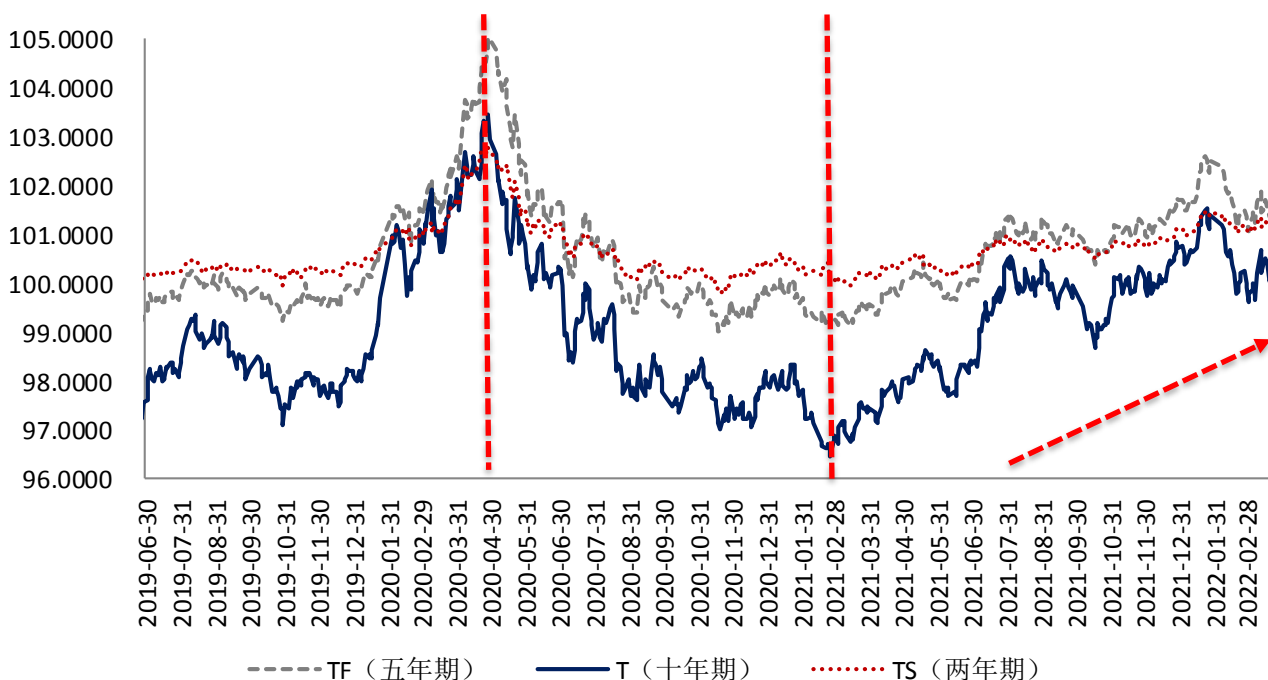


图 1-3：国债期货三品种价格走势

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

本轮利率周期牛市起始于 2021 年 3 月初，到目前已经持续一年多的时间。2022 年一季度国债市场高位调整。全球金融市场波动加剧，俄乌地缘政治局势不稳、美联储进入加息周期、海外市场收益率快速回升，避险情绪与估值压力对金融市场形成较大影响，国债虽作为避险资产，但海外收益率回升已经对国债价格形成较大压力。

从国内来看，国内经济仍处于筑底过程中，国内制造业与服务业扩张步伐均较为缓慢，尤其是国内疫情在长三角、珠三角等经济重镇爆发，对于一季度国内经济增长形成一定的拖累。目前经济下行压力仍然较大，政策放松到经济企稳仍有一定时滞。物价方面，PPI 高位回落，但速度较慢，CPI 低位企稳，PPI-CPI 剪刀差继续收窄，物价回落有利于货币政策保持宽松，对国债市场形成一定利多。从长期来看，全球经济将逐步越过高点，货币政策向常态回归，大宗商品价格也将脱离虚高格局，市场通胀压力将随之缓解，物价对债市的负面影响也会逐步减轻。为对冲经济下行压力，一季度国内政策条件转向全面宽松，宽财政、宽货币、宽信用的效果逐步体现。货币政策主动作为、靠前发力，2021 年 12 月份央行降准、2022 年 1 月份国内政策性金融工具利率与 LPR 报价利率同步下调。央行相关负责人表示，要把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方。1 月份货币供应出现快速回升，信用条件开始扩张，1 月份社融、新增信贷实现开门红，但结构上仍然存在不足。2 月份金融统计数据则全面低于市场预期，尤其是居民中长期贷款出现历史罕见的负增长，部分原因在于商业银行将部分信贷前挪导致，但实体经济需求不足，房地产下行风险并未解除。在地产政策上，2 月初央行、银保监会发布通知，保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，地产相关政策继续边际好转。多个城市调整住房公积金政策，商业银行也加大房贷投放力度，2 月中下旬四大行同步下调广州地区房贷利率。各地支持地产相关政策陆续出台，国内宽



信用预期明显提升，从而对债市形成一定压力。从利率债融资供给来看，今年政府债券发行节奏与去年完全不同，债券发行前置特点明显，今年地方政府专项债额度与去年相当，但由于去年部分额度留到今年使用，实际可使用资金要明显高于去年，上半年政府债券发行前置将对市场形成一定的供给压力。从海外市场来看，一季度海外央行货币政策正常化步伐加快，海外主要市场国债收益率普遍回升，美、欧、英、日等主要经济体国债收益率近期均出现大幅上行，3 月份美联储正式开启本轮加息周期，5 月份大概率开始缩表，在通胀水平大幅上行的情况下，美国 10 年期国债收益率大幅上升，截止 3 月 23 日，美国 10 年期国债收益率已经升破 2.4%，短端上行幅度更大，10Y-5Y 收益率利差已经倒挂，10Y-2Y 收益率利差也降至 20bp 左右，若 5 月份美联储加息幅度达到 50bp，10Y-2Y 利差大概率将出现倒挂。这将严重制约金融市场加杠杆和扩表需求，从而对金融市场和实体经济形成冲击。随着美债收益率快速上行，中美 10 年期国债利差水平缩窄至 50BP 左右 2 月份外资持有债券规模出现 2019 年以来首次减少，随着国内外利差收窄以及人民币升值进程放缓，将对国内市场以及货币政策也会形成一定挑战。

总体来看，一季度现券市场收益率波动加大，截至 2022 年 3 月 23 日，10 年期国债收益率报 2.84%，5 年期国债收益率报 2.61%，2 年期国债收益率报 2.35%。当前国债市场存在三方面的压力，一是政策对冲力度加大，国内宽财政、宽信用政策会对国债形成一定压制。二是全球主要央行货币政策收紧速度加快，海外国债收益率大幅走高，国内外利差收窄，这降低了国内债券的相对吸引力。三是财政前置下政府债券发行压力在上半年集中体现，会对市场形成一定的供给压力。从债市核心驱动逻辑来看，货币宽松的效果要提前于经济见底和信用扩张，目前货币政策宽松预期并未完全兑现，政策效果在经济层面的体现也需要一定的时滞，在此期间基本面条件暂不会对债市形成较大利空。目前本轮国债市场牛市已经进入尾端，我们继续坚持年报中上半年重点关注机会、下半年集中关注风险的判断。操作上，交易型资金可等待调整后买入机会，配置型资金耐心持仓。

## 第二部分 经济处于筑底过程中 国债市场行情进入牛市尾端

### 一、国内稳增长力度加大 政策环境保持宽松

在国债市场研究中，经济与政策是核心驱动逻辑，物价、供需以及海外因素则是次要因素。从经济条件来看，年内国内经济面临三方面的挑战，一是疫情仍存较大的不确定性，但对经济的影响继续减轻；二是投资增速将企稳反弹，但地产风险仍需关注；三是出口对经济的拉动作用将逐步减弱。上半年稳增长压力较大，目前来看，地产惯性下滑，出口增速回落仍是潜在风险，随着政策对冲效果显现，基建投资与消费仍然是经济的稳定器和压舱石。基于基数效应和政策效果显现的时间判断，2022 年全年国内经济将呈现前低后高的表现，预计全年经济增长在 5-5.5% 左右，与全国两会政府工作报告所定的目标接近。在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度不足，政策环境宽松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现，上半年暂时难以看到核心驱动逻辑对债市形成较大压力。目前国债市场压力主要来自于三个方面，一是国内宽信用预期，二是政府债券发行供给，三是海外货币政策转向。诚然上述因素均属于国债研究过程中不可忽视的重要逻辑，但非核心因素逻辑。从中美经济复苏的节奏和货币政策差异上来看，我国在 2020 年下半年已经实现了货币政策的正常化，债市收益率已经率先重回正常区间，而美联储直到 2021 年 11 月份才正式开启 Taper，2022 年 3 月份正式加息，美债收益率回升对我国国债收益率的影响更多停留在心理层面。预计 2022 年二季度国债仍处于牛市尾端，机会大于风险。下半年随着政策效果显现，债市波动

也将加大，市场将从牛市行情过渡到宽幅震荡行情。

从基本面角度来讲，国内部分实体经济数据 1-2 月份合并发布，从 3 月初国家统计局公布的 2 月份 PMI 数据来看，2 月官方制造业 PMI 为 50.2，预期 49.8，前值 50.1。2 月官方非制造业 PMI 为 51.6，预期 50.7，前值 51.1。2 月财新制造业 PMI 为 50.4，预期 49.3，前值 49.1。中国 2 月财新服务业 PMI 为 50.2，较 1 月回落 1.2 个百分点，为 2021 年 9 月来最低。PMI 数据小幅回升，制造业与服务业景气程度均不同程度改善，数据显示需求改善明显，但原材料价格上行压力仍然较大，企业就业改善缓慢，制造业复苏基础仍不牢固。实体经济层面，1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.5%；1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50763 亿元，同比增长 12.2%；1-2 月，全国房地产开发投资 14499 亿元，同比增长 3.7%；商品房销售面积同比下降 9.6%；房地产开发企业到位资金同比下降 17.7%；1-2 月份，社会消费品零售总额 74426 亿元，同比增长 6.7%。前两个月国内外贸数据保持高增长，其中，出口 3.47 万亿元，增长 13.6%；进口 2.73 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 7388 亿元，增加 16.3%。从国内经济表现来看，目前工业品端通胀压力仍然较大，国内外贸保持高增长，虽然实体经济数据好于预期，但近期国内疫情形势较为严峻，央行金融统计数据大幅低于市场预期，居民中长期贷款出现“负增长”，市场融资需求不足，房地产行业下行压力依然较大，国内经济仍处于筑底过程，基本面对国债市场并未形成较大压力。

政策方面，一季度国内财政、货币政策托底稳增长力度继续提升。稳增长已经成为国内政策的首要任务，政府实施扩大内需战略，通过有针对性扩大最终消费和有效投资来撬动经济增长。加快实施重大工程项目和专项规划重点项目，延长涉及科技、就业创业、医疗、教育等税费优惠政策至 2023 年底。地方政府专项债额度提前下发，结转去年专项债券资金到今年使用并尽快形成实物工作量。全国两会政府工作报告确定 2022 年主要预期目标，其中国内生产总值增长 5.5% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，今年赤字率拟按 2.8% 左右安排，中央对地方转移支付增加约 1.5 万亿元、规模近 9.8 万亿元，今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元。“稳增长”依然是当下政策的主要着力点，财政发力叠加货币政策保持宽松，宽信用预期短期对债市有压力但并非核心矛盾。

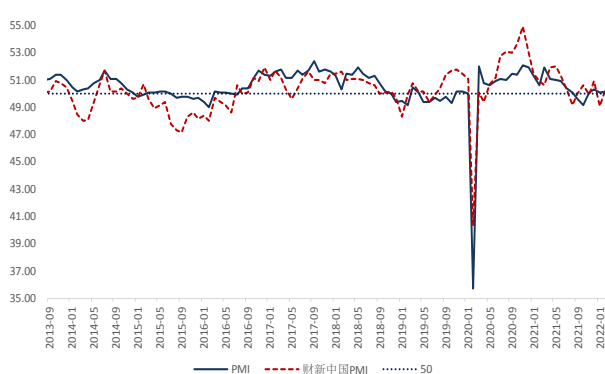


图 2-1：制造业 PMI 数据

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

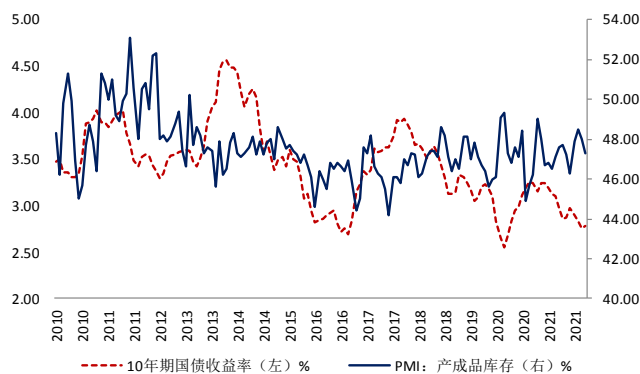


图 2-2：库存周期波动与收益率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

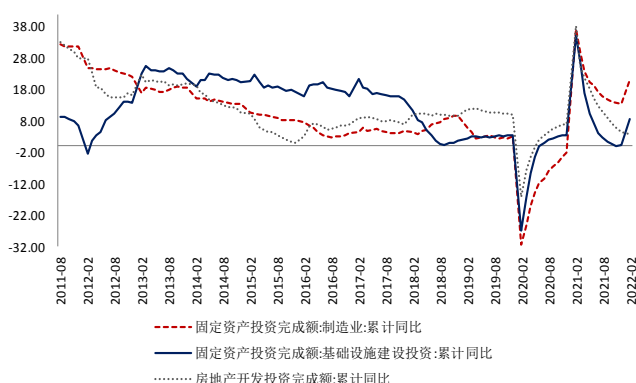


图 2-3: 投资增速变化

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

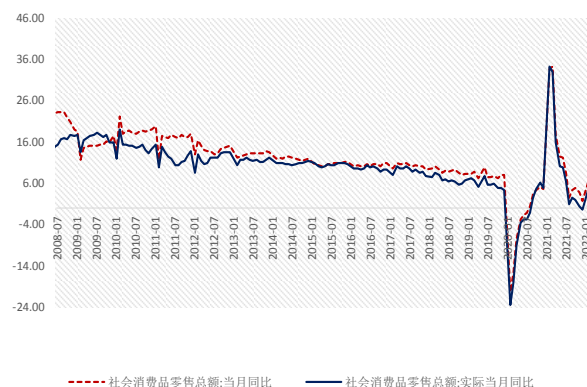


图 2-4: 消费增速变化

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

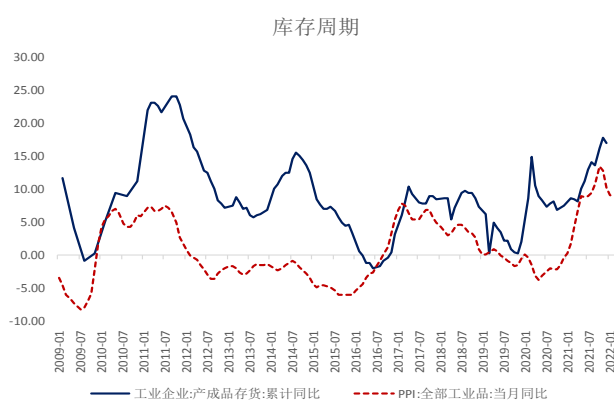


图 2-5: 库存周期变动

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

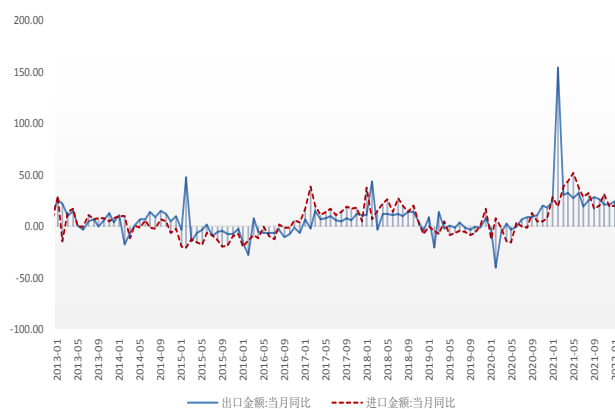


图 2-6: 进出口数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 二、工业品端通胀压力处于高位 物价对债市仍有负面影响

在债券市场研究框架中,物价是不可忽视的重要参考因素,一是物价水平会直接改变市场的实际利率,从而影响市场的配置行为,在物价过高时,市场往往会要求更高的收益补偿,收取固定利息的债券市场难以有较好的表现。二是在物价过高时将对央行的货币政策空间形成制约,政策紧缩会提高货币市场率,进而对广谱收益率形成向上的拉动作用。

物价方面,2月CPI同比涨0.9%,预期涨0.8%,前值涨0.9%。2月份PPI同比上涨8.8%,预期涨8.7%,前值涨9.1%,环比上涨0.5%。受春节因素和国际能源价格波动等共同影响,CPI环比涨幅略有扩大,同比涨幅总体平稳。受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响,PPI环比由降转涨,同比涨幅回落。从长期来看,全球经济将逐步越过高点,货币政策向常态回归,大宗商品价格也将脱离虚高格局,市场通胀压力将随之缓解,物价对债市的负面影响也会逐步减轻。

目前物价的主要影响因素一是国际大宗商品价格运行节奏以及国内猪周期何时启动。我们预计地缘政治冲突对大宗商品的阶段影响将逐步弱化,在基数效应下,国内PPI增速将逐季回落。从消费端来看,占CPI权重较高的猪肉价格仍处于回落过程中,并压制CPI的上行幅度,下半年猪周期可能重新启动,CPI运行

请务必阅读最后重要事项



中枢将逐步走高，但 CPI 总体上行幅度预计有限，PPI-CPI 剪刀差将随着 PPI 和 CPI 的反向运行而逐季走低。从物价变化来看，货币政策暂时不会因物价而陷入两难格局，物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

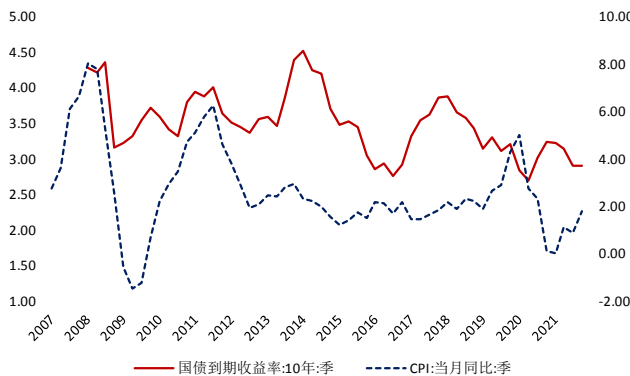


图 2-7：物价对国债收益率的影响

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

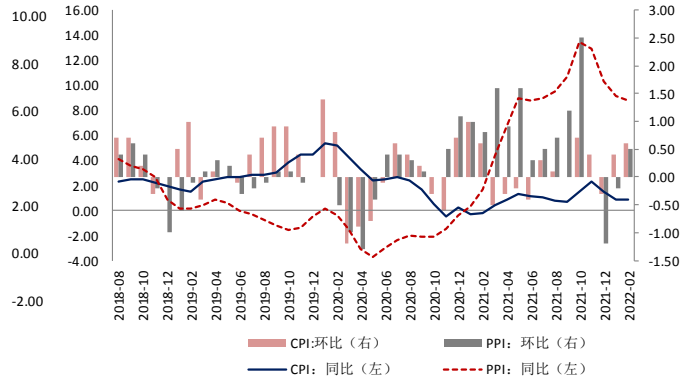


图 2-8：国内物价数据

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

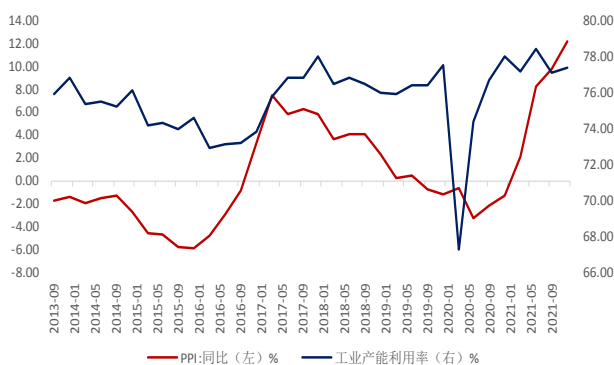


图 2-9：工业生产与物价

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

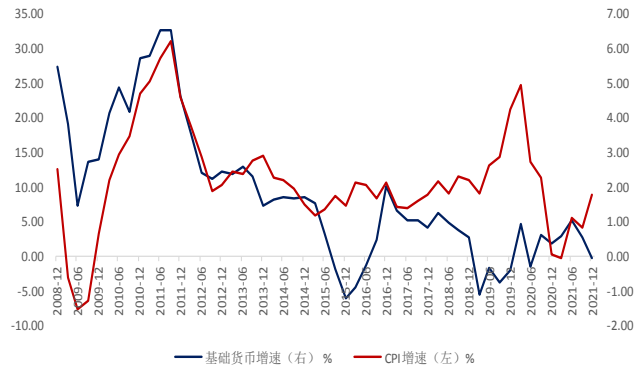


图 2-10：货币投放与物价

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

### 生猪存栏量与能繁母猪存栏量

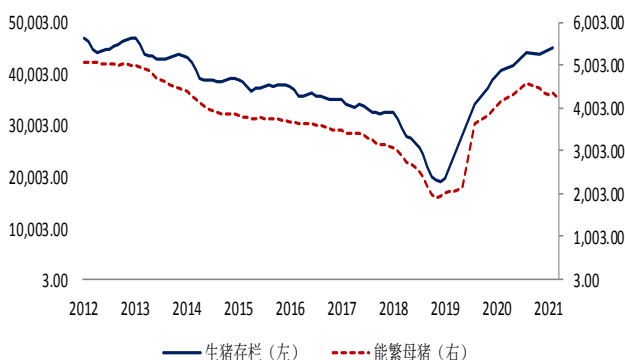


图 2-11：生猪存栏量

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

### 猪肉价格的周期性波动对食品通胀影响



图 2-12：猪肉价格对食品通胀影响

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

### 第三部分 货币与信用条件宽松 政策对债市有对冲性影响

#### 一、货币政策宽松仍有空间

市场流动性决定了短期资金成本，同时也是长期投资加杠杆的基础，因此货币市场资金利率与长端债市收益率存在明显的相关性。目前国内货币政策处于近些年较为少见的稳定期，货币市场资金利率与政策利率的偏离度极低，稳定的资金成本和流动性预期为实体经济和金融投资提供了较好的货币政策环境。

从疫情以来国内货币政策变化来看，国内货币政策在稳定经济，支持实体企业方面发挥了重要作用。2020 年国内货币政策完成超常规宽松-边际收紧-重回正常化的转变，成为全球主要经济体中率先完成货币政策正常化的国家。2021 年随着经济增长逐步回落，国内政策组合由“稳货币+紧信用”逐步过度至“货币条件和信用条件”双向放松。2021 年底至 2022 年一季度政策宽松程度进一步提升，降准、降息等总量政策以及支持小微企业等结构性政策相继落地，针对地产相关的贷款融资等也有明显放松。为对冲经济下行压力，国内政策条件转向全面宽松，宽财政、宽货币、宽信用的效果逐步体现。尤其是近期关于央行向中央财政上缴超万亿结存利润受到市场普遍关注。从政策效果上来看，央行上缴利润将有效提升中央政府可用财力，属于财政政策范畴，而财政资金的使用又将形成流动性投放，因此在政策效果上会形成财政和货币的双重作用，对于股债市场均有利好。

具体来看，1 月份央行对中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。其中，7 天期逆回购操作中标利率为 2.10%，从 2.20% 下调。一年期 MLF 操作利率为 2.85%，此前为 2.95%。贷款市场报价利率（LPR）跟随下调，1 年期 LPR 为 3.7%，较上次下调 10bp，5 年期以上 LPR 为 4.6%，较上次下调 5bp，这是时隔 21 个月 LPR 两个品种再现同步下调，上次同步调整是在 2020 年 4 月。货币政策主动作为、靠前发力，有利于提振市场信心，通过 LPR 传导降低企业贷款利率，促进债券利率下行，推动企业综合融资成本稳中有降，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性，支持国债和地方债发行，稳定经济大盘，保持内部均衡和外部均衡的平衡。央行相关负责人表示，要把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方。央行《2021 年第四季度中国货币政策执行报告》要求，稳健的货币政策要灵活适度，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，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合。从报告来看，国内货币政策积极性仍然较高。我们认为当前国内仍然处于政策宽松周期，预计二季度仍然有降准和降息空间。

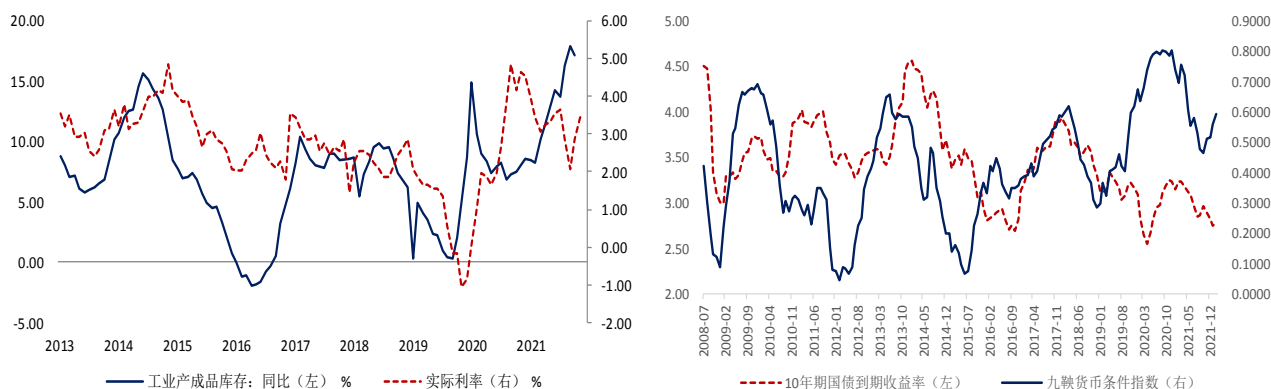


图 3-1：实际利率影响工业生产

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

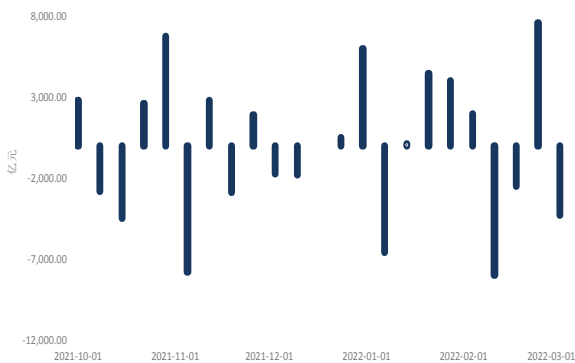


图 3-2：货币条件领先国债收益率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 3-3：公开市场净投放(周)

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

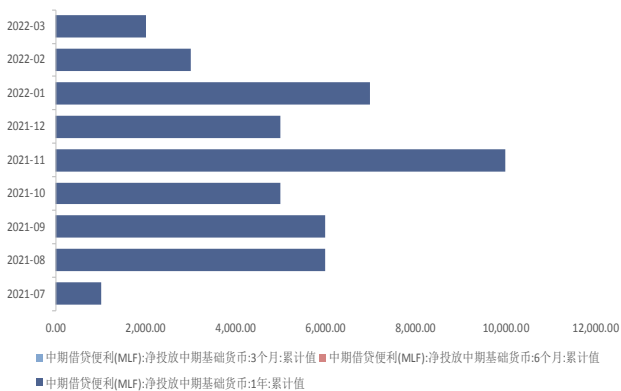


图 3-4：逆回购投放

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

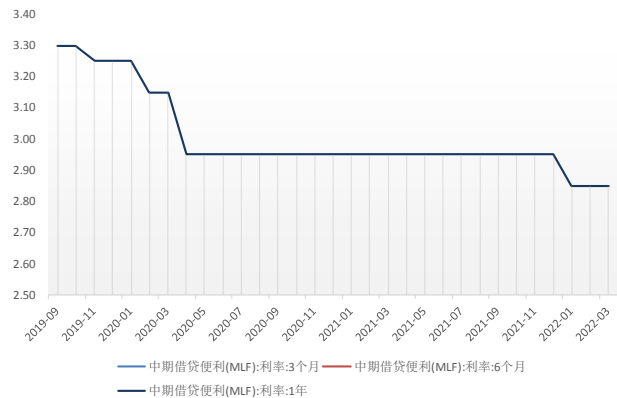


图 3-5：MLF 投放

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

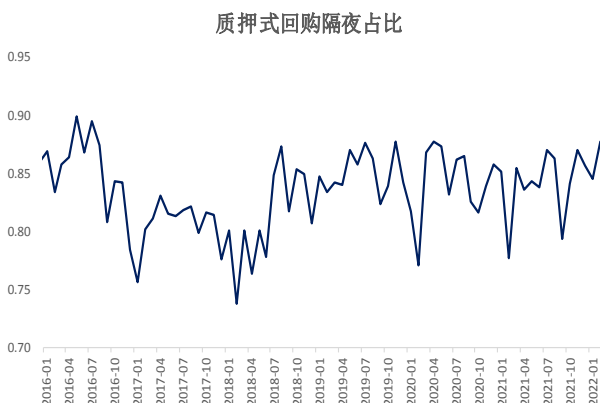


图 3-6：中期借贷便利(MLF)操作利率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

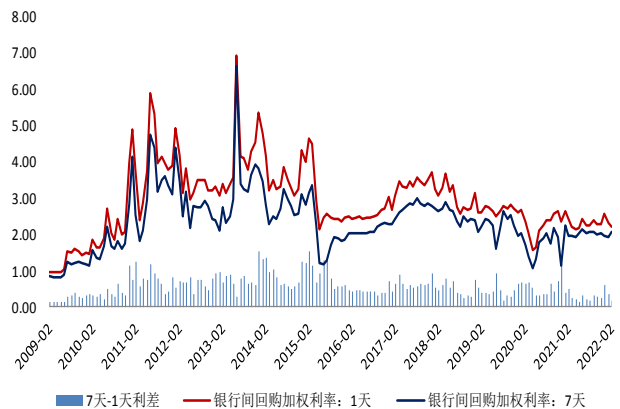


图 3-7：银行间隔夜回购占比

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

图 3-8：隔夜与 7 天回购利差

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

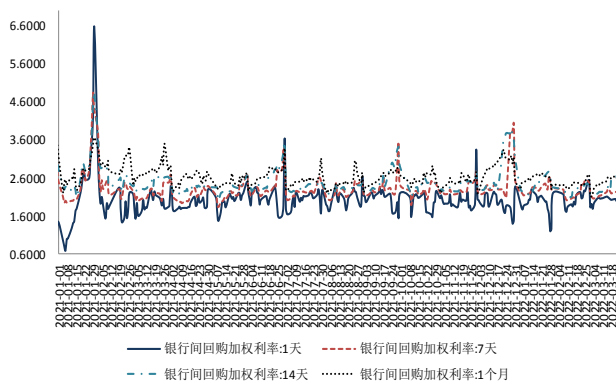


图 3-9: 银行间回购加权利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

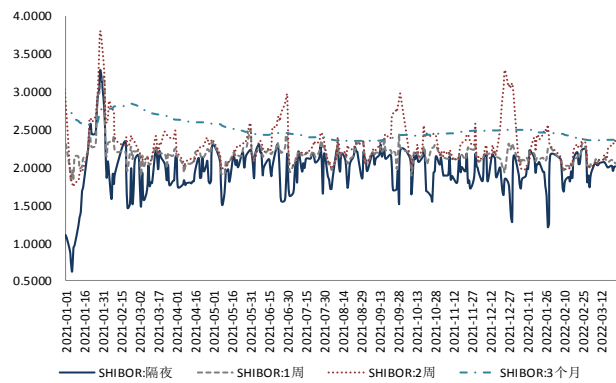


图 3-10: 银行间同业拆借利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 3-11: 同业存单 YTM

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

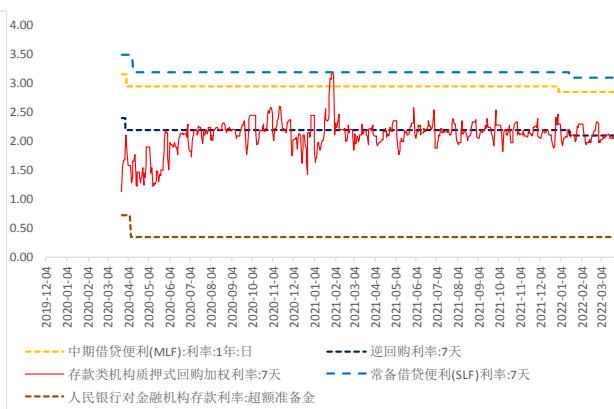


图 3-12: 利率走廊

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

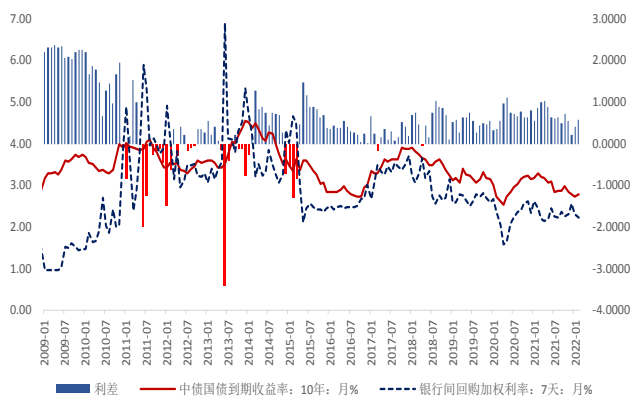


图 3-13: 货币市场利率与长债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

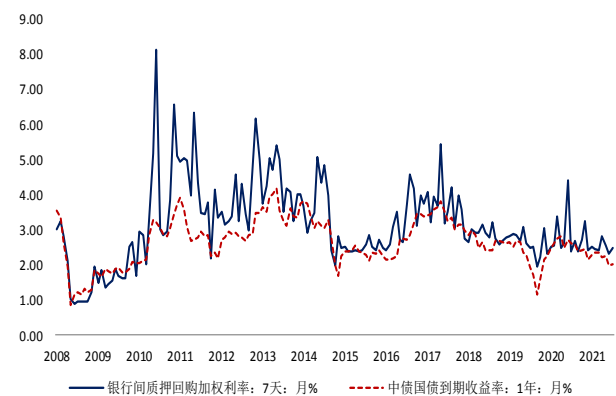


图 3-14: 货币市场利率与短债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 二、宽信用预期制约国债表现

在地产政策上, 2 月初央行、银保监会发布通知, 保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。一季度多个城市调整住房公积金政策, 商业银行也加大房贷投放力度, 下调房贷利率。在国内经济下行压力较大, 地产相关投资继续承压的情况下, 各地支持地产相关政策陆续出台。国务院金融委会议关

请务必阅读最后重要事项

于房地产企业，明确提到，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随着地产相关政策的放松，国内信用条件明显放宽，从而对债市形成一定压力。

在货币政策宽松预期兑现后，市场更加关注金融统计数据的指引，尤其是政策对冲力度增大的情况下，国内信用条件是否出现明显好转。从数据来看，1 月份社融、新增信贷实现开门红，但结构上仍然存在不足。2 月份央行金融统计数据低于市场预期，社会融资规模增量为 11900 亿元，预期 22157 亿元，前值 61700 亿元。M2 同比增 9.2%，预期 9.5%，前值 9.8%。由于 2 月份金融统计数据大幅低于市场预期，且市场融资结构较弱，市场普遍预期央行有可能再次下调 MLF 操作利率，但 3 月 15 日 MLF 续作利率并未调整，3 月 20 日 LPR 报价也维持不变，市场降息预期暂时落空。3 月份金融市场不稳定因素增多，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。会上对于当前国内经济运行，以及市场普遍关心的房地产市场、中概股、平台经济以及香港市场金融稳定等问题均做出明确表态。央行、银保监会、证监会等均召开专题会议，并就做好下一步工作作出安排部署。预计国内政策将保持宽松，各项利好政策将陆续推出。

我们预计，在经济企稳回升之前，国内仍然处于政策宽松周期。货币政策方面，二季度仍然有进一步降准和降息的可能。财政政策方面，随着政府债券发行加速，叠加去年底部分专项债券额度挪到了今年使用，财政前置力度明显增强，另外上年结转收入、央行和专营机构上缴利润、调入预算资金也大大增强了年内财政支出强度。信用层面，商业银行信贷投放加快，尤其是地产相关政策的放松对于地产相关融资起到明显支撑作用。由于宽财政、宽信用与宽货币对于国债市场具有对冲性影响，尤其是宽信用预期对国债市场形成较大的压力。但我们认为，宽货币的效果将提前与财政与信用效果的显现，在经济回升、信用条件真正好转之前，市场收益率水平仍然缺乏上行基础。

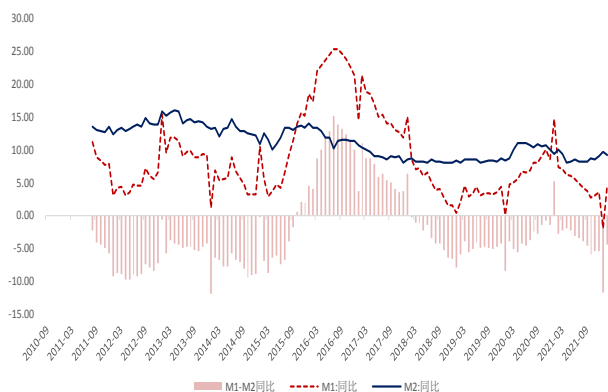


图 3-15: 货币供应增速

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

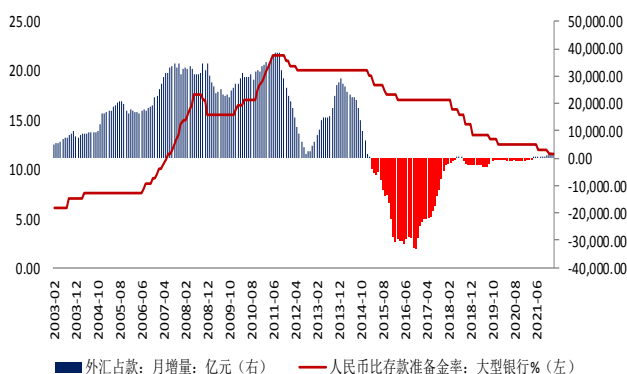


图 3-16: 存款准备金率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



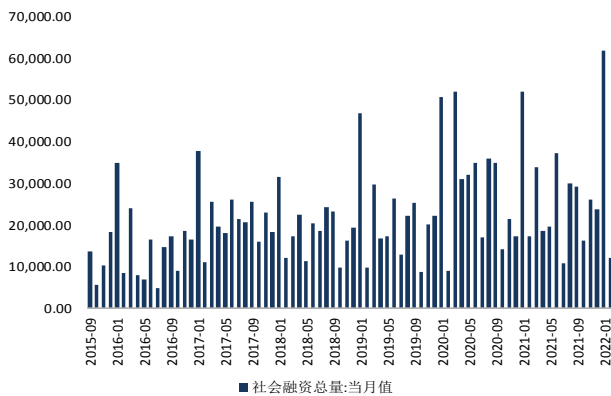


图 3-17：社会融资规模

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

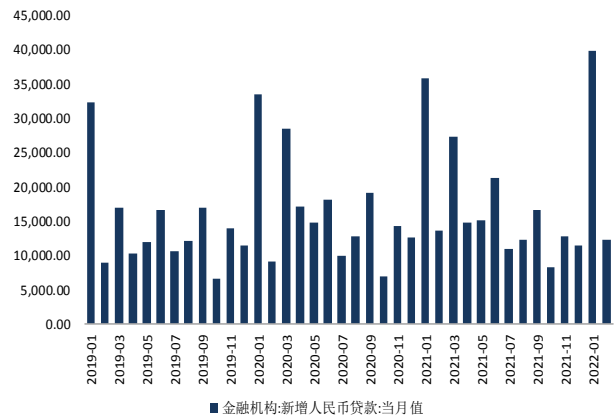


图 3-18：新增人民币贷款规模

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

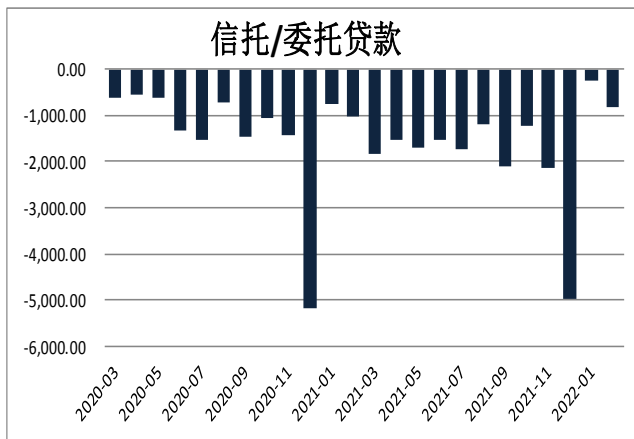


图 3-19：表外融资持续负增长

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

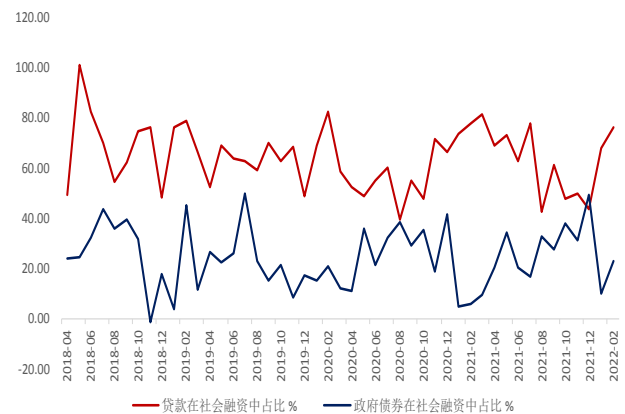


图 3-20：政府债券发行在融资中占比

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

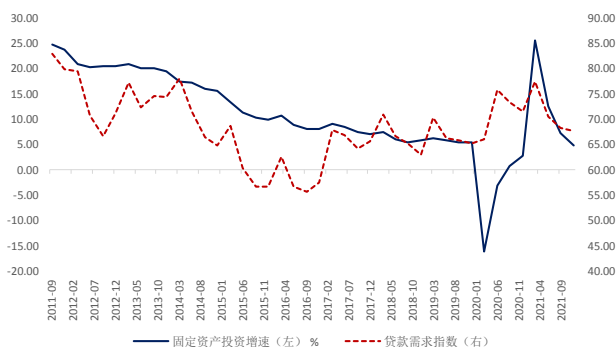


图 3-21：贷款需求与固定资产投资

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

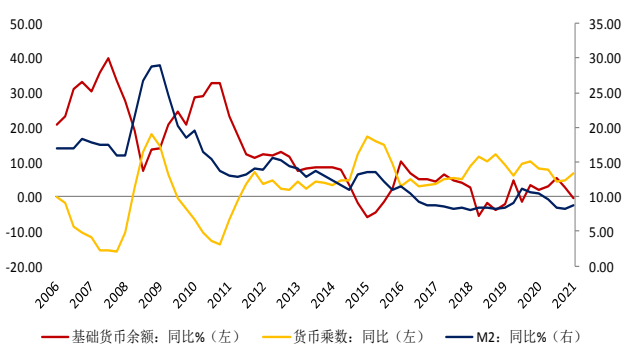


图 3-22：货币投放来源

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 3-23: 同业存单发行利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

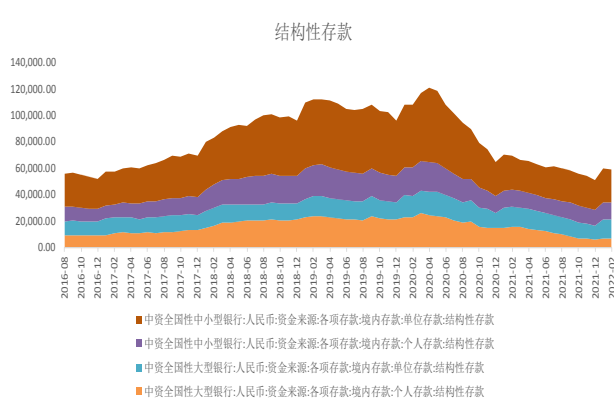


图 3-24: 银行结构性存款规模

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

## 第四部分 债市利空因素增多 市场收益率仍缺乏上行基础

从利率债融资供给来看, 今年政府债券发行节奏与去年完全不同, 债券发行前置特点明显, 地方政府专项债额度 3.65 万亿与去年相当, 但由于去年部分额度留到今年使用, 实际可使用资金要明显高于去年, 上半年政府债券发行前置将对市场形成一定的供给压力。截止 3 月 22 日, 1-3 月份债券市场共发行各类债券 13.72 万亿元, 总偿还量 10.61 万亿元, 净融资规模 3.11 万亿元。其中, 利率债(国债、地方政府债、政策性银行债)总发行量 4.51 万亿元, 总偿还量 2.66 万亿元, 净融资规模 1.89 万亿元。具体来看, 1-3 月份国债发行 1.58 万亿元, 净融资额 529 亿元; 地方政府债券发行 1.75 万亿元, 净融资额 1.59 万亿元; 政策性银行债券发行 1.23 万亿元, 净融资额 3509 亿元。1-3 月份地方政府债券发行节奏和规模均保持高位。截至 3 月 22 日, 债券市场存量余额为 133.83 万亿元。其中, 国债存量余额为 22.92 万亿元, 地方政府债券存量余额为 31.77 万亿元, 政策性银行债券存量余额为 20.72 万亿元。截止 3 月 22 日, 年内地方政府专项债发行进度已达 33%, 明显提前于近几年发行进度, 预计二季度政府债券发行仍较保持高位, 市场存在一定的供给压力。

从需求来看, 在资管新规过渡期到期, 大行理财产品所配资产不得采用成本法估值, 2022 年以后不再存续摊余成本基金等要求下。从长期来看, 市场信用分层将推动利率品种以及高信用等级资产配置需求。另外, 在国内经济增速缓慢下移, 市场流动性保持充裕, 优质资产供给不足的情况下, 银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高位。

从二级市场来看, 一季度现券市场收益率探底回升, 截至 2022 年 3 月 22 日, 10 年期国债收益率报 2.84%, 5 年期国债收益率报 2.61%, 2 年期国债收益率报 2.35%。国内宽货币预期兑现、海外债市收益率普遍回升、宽信用预期升温等因素是国债收益率回升的主要因素。2022 年国内经济前低后高, 利率周期仍处于收益率下行的牛尾阶段, 市场波动将逐步加大, 二季度收益率暂不具备大幅上行基础, 建议投资者适度调整持仓结构, 降低头寸久期。我们预计 10 年期国债收益率运行区间 2.6%-3.0%, 下半年在经济回升以及物价走高的带动下, 收益率水平可能出现翘尾, 建议上半年重点关注机会, 下半年集中关注风险。

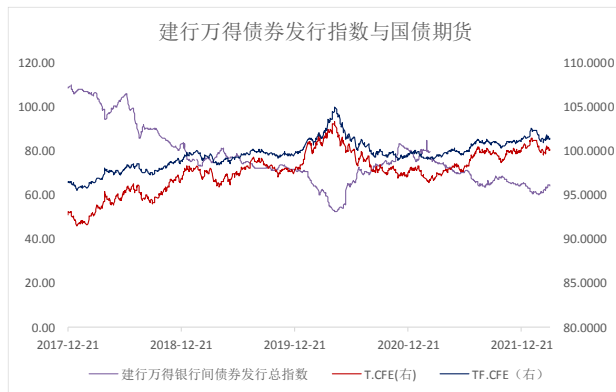


图 4-1: 债券发行指数与国债期货

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-2: 中债国债指数与国债期货

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

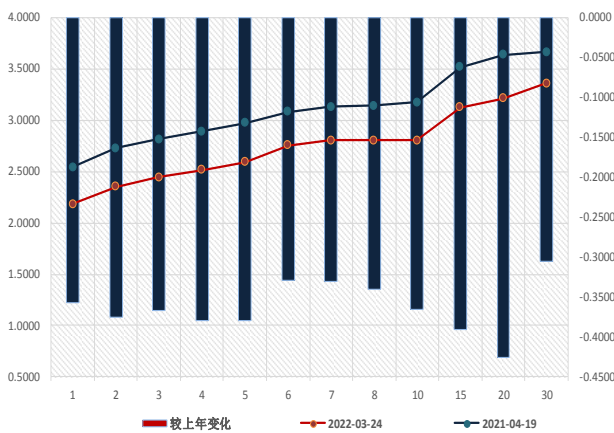


图 4-3: 国债收益率期限结构

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

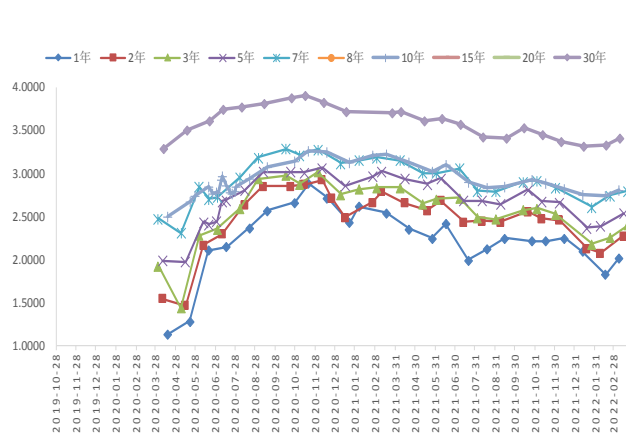


图 4-4: 国债中标收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-5: 国债市场收益曲线

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

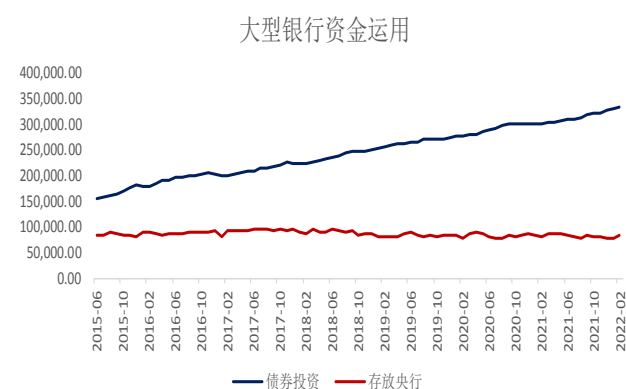


图 4-6: 大型银行资金运用

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

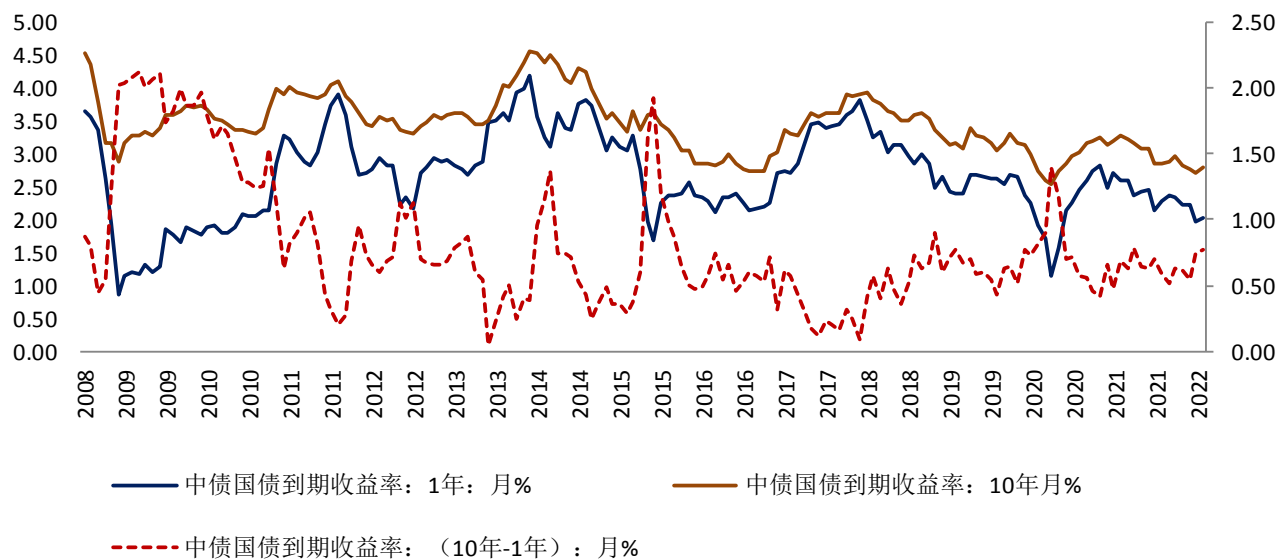


图 4-7：国债市场收益率以及曲线变化情况  
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

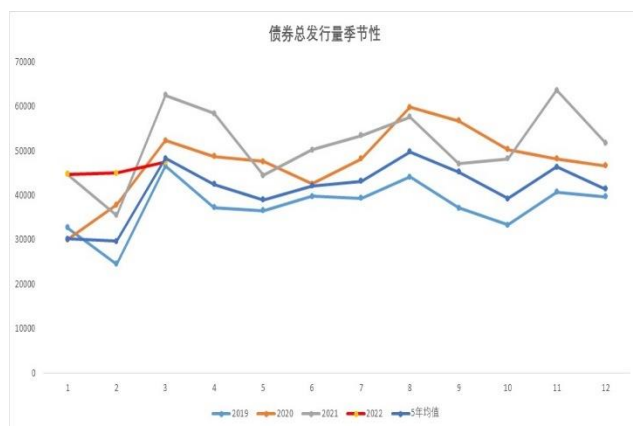


图 4-8：债券总发行量季节性  
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

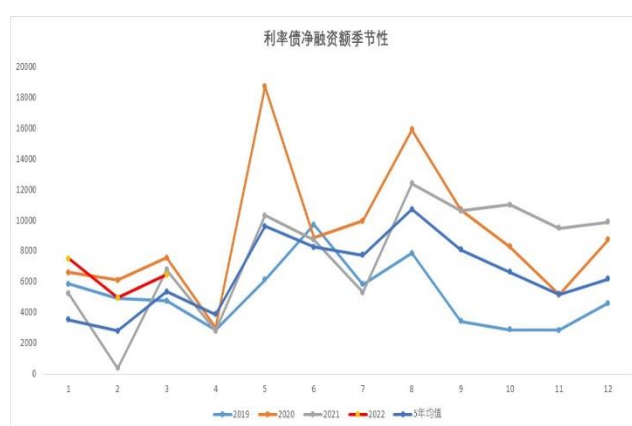
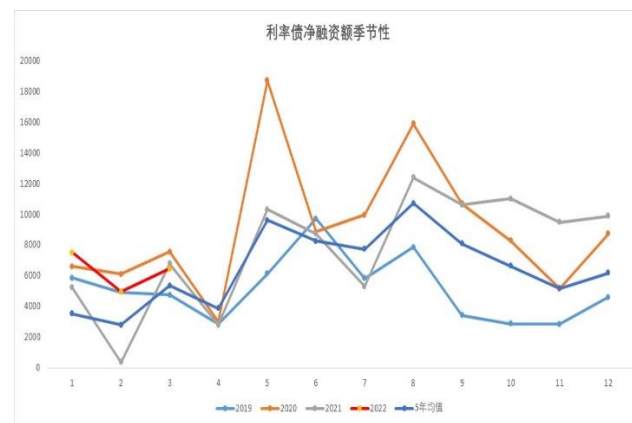
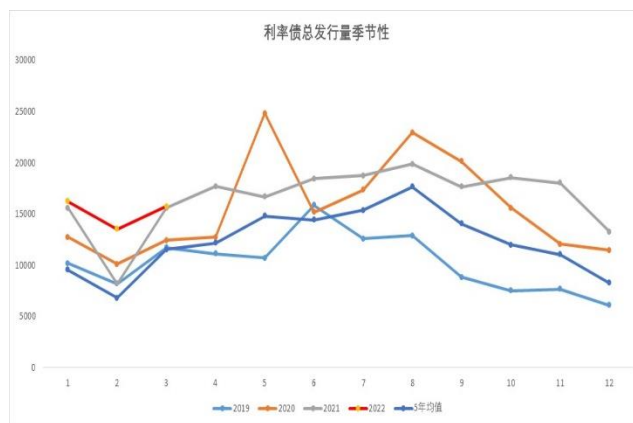


图 4-9：债券净融资额季节性  
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



请务必阅读最后重要事项

图 4-10：利率债总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

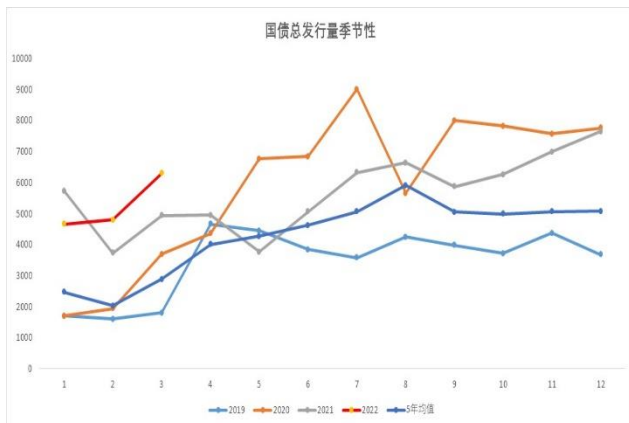


图 4-11：利率债净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

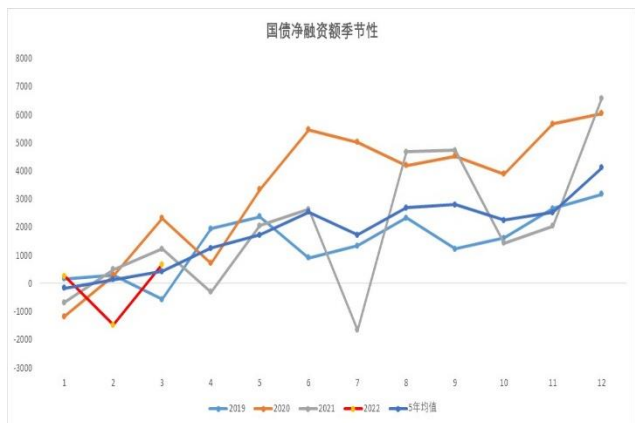


图 4-12：国债总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

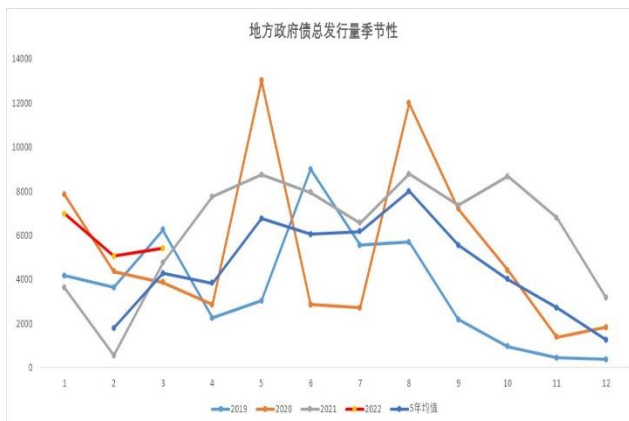


图 4-13：国债净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

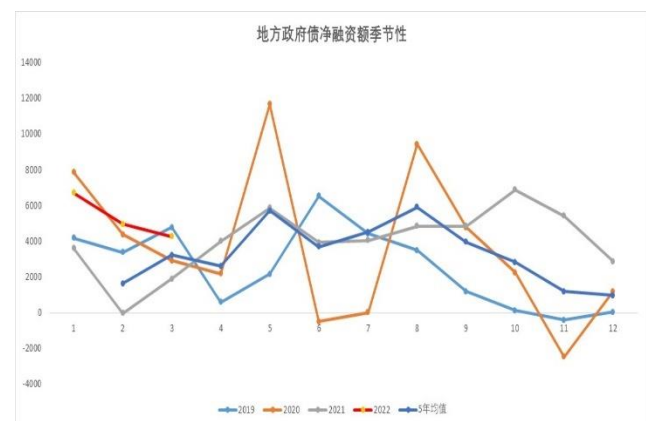


图 4-14：地方政府债总发行量季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-15：地方政府债净融资额季节性

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

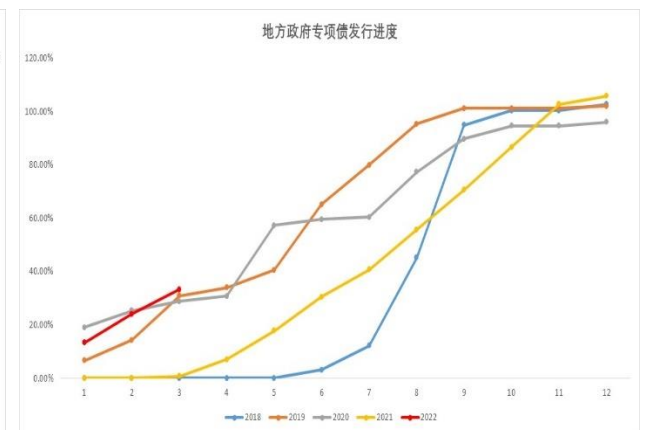


图 4-16：国债招标利率走势

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-17：地方政府专项债发行进度

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理





## 第五部分 国内外利差水平收窄 外资 3 年来首次减持国内债券

从海外经济与政策来看，一季度全球疫情形势依然严峻，但海外主要经济体对疫情的容忍度明显提升，经济层面受疫情的影响逐步减弱。俄乌地缘政治冲突以及各国对相关地区的制裁措施导致商品市场供需紊乱，全球主要大宗商品价格飙升对金融市场形成较大冲击，金融市场波动加剧。目前全球主要经济体仍处于复苏过程中，通胀水平上升至近几十年高位，海外主要央行货币政策逐步收紧。但由于全球经济恢复的节奏和货币政策步伐存在较大的错位，疫情后国际主要经济体恢复的先后顺序是中国-美国-欧洲，货币政策方面也中国率先恢复正常化。因此，海外货币政策重回正常的过程中对我国货币政策的影响较低，甚至在 2022 年上半年呈现海外货币政策向常态回归，我国政策则保持一定宽松的情况。海外央行货币政策收紧预期加快，海外主要市场国债收益率普遍回升，美、欧、英、日等主要经济体国债收益率近期均出现大幅上行。美联储 3 月议息会议如市场预期加息 25BP，并暗示年内还会进行六次同等幅度的加息，将在未来一次货币政策会议上开始缩表。一季度在美联储加息、缩表预期加速，通胀水平大幅上行的情况下，美债收益率大幅上行，截止 2022 年 3 月 22 日，10 年期美债收益率处于 2.38% 附近，我国 10 年期国债收益率在 2.83% 左右，中美 10 年期国债利差水平缩窄至不足 50BP，利差水平较年初水平大幅收窄，尤其是 3 月份利差由 100bp 以上已经压缩超过一半，随着国内外利差收窄。国内债券的相对吸引力明显下降，并会对于国内货币政策也会形成一定挑战。

外资配置上，中央结算公司发布数据显示，截至 2022 年 2 月末，境外机构在中央结算公司的债券托管面额为 3.6665 万亿元，环比降低近 670 亿元，为三年多来首度减持。此前，境外机构已连续 38 个月增持人民币债券。具体来看，境外机构 2 月减持国债 354.24 亿元、减持政策性金融债 285.27 亿元。截至 2 月末，境外机构持有国债、政策性金融债、地方债、商业银行债券、企业债、信贷资产支持证券规模分别是 24834.66 亿元、10450.27 亿元、113.20 亿元、525.01 亿元、83.66 亿元、375.84 亿元。外资减持对于市场将有一定利空，但由于外债持仓占比较低，并不会对债市形成较大影响。虽然近期国内外债券利差明显收窄，但由于国内债券与海外市场的低相关性和高收益率，以及人民币汇率持续保持坚挺，国内金融资产尤其是安全的利率债在国际市场上仍然具备一定的配置优势。目前中国国内债券市场已经被全球三大主流债券指数——彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数、富时世界政府债券指数（WGBI）相继纳入。从中长期来讲，随着国内债券市场开放程度的提升以及人民币国际地位的增强，国内债券将继续吸引海外主动和被动资金加大配置力度。

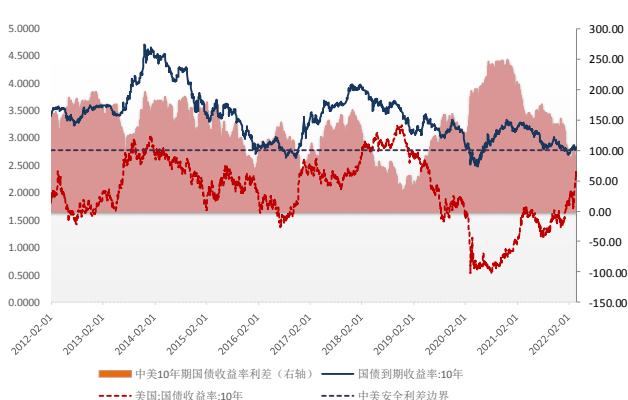


图 5-1：中美国债收益率对比

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

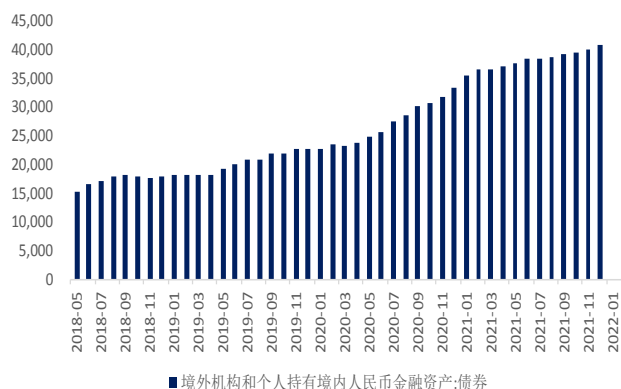


图 5-2：境外机构持有境内债券情况

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

债券通交易情况

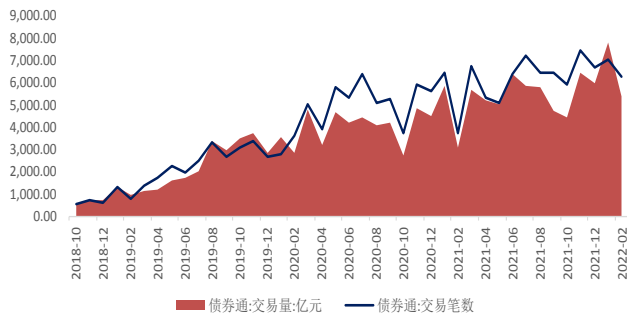


图 5-3: 债券通交易情况

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

债券通: 境外机构持有量 (亿元)

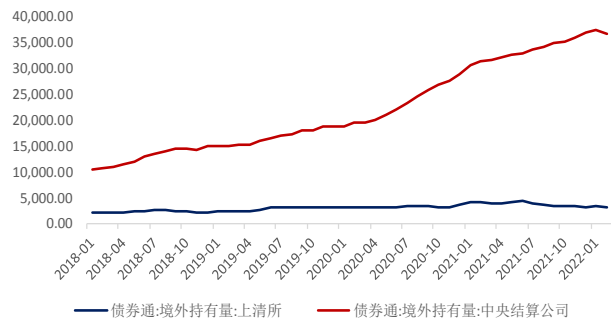


图 5-4: 境外机构持债规模持续增长

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-5: 美元指数与国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

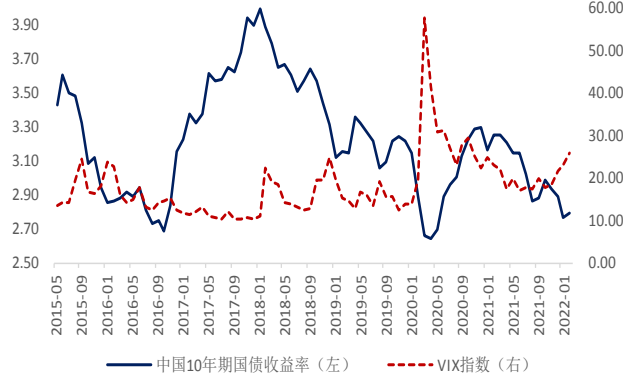


图 5-6: 避险情绪与国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

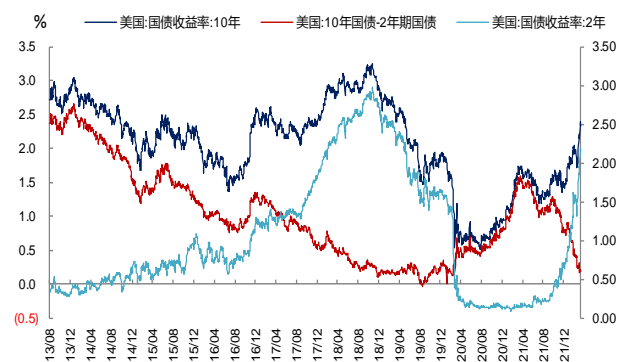


图 5-7: 美国国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

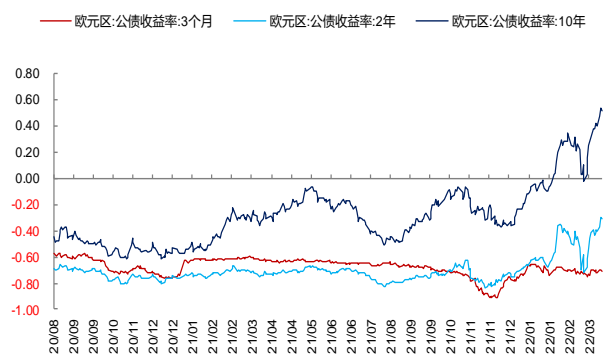


图 5-8: 欧洲国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

方正中期期货 FOUNDER CRIC FUTURES			债市主要参考指标跟踪 (2022年3月24日)							
经济基本面		GDP (季)	制造业PMI (月)	CPI (月)	固定资产投资累积同比 (月)	工业增加值同比 (月)	消费同比 (月)	外贸 (出口) 同比 (月)	外贸 (进口) 同比 (月)	城镇调查失业率 (月)
	本期	4	50.2	0.9	12.2	12.80	6.7	6.2	10.4	5.5
	上一期	4.9	50.1	0.9		3.86		24.1	19.8	5.3
货币政策		M2 (月)	社融 (月)	公开市场净投放 (亿元/周)	MLF净投放 (月)	MLF操作利率 (月)	存准率: 大型 (%) (不定期)	存准率: 中小型 (%) (不定期)	1年期LPR报价利率 (月)	金融机构超额率 (季)
	本期	9.2	11928	900	1000	2.85	8.5	11.5	3.7	2
	上一期	9.8	61750	-3300	2000	2.85	8.5	11.5	3.7	1.4
资金面		7天期逆回购 (不定期)	IBO007	GC007	SHIBOR: 隔夜 (日)	SHIBOR: 一周 (日)	DR001	DR007	6个月同业存单YTM (AAA)	1年期同业存单YTM (AAA)
	T日	2.1	2.3449	3.11	2.005	2.056	2.0008	2.0551	2.4855	2.6058
	T-1日	2.1	2.3123	2.335	2.003	2.074	1.9504	2.0564	2.4593	2.5857
	T-30日	2.1	2.2794	1.95	1.673	1.965	1.7098	1.9886	2.3656	2.4498
债市收益率		6个月国债 (日)	1年国债 (日)	2年国债 (日)	5年国债 (日)	7年国债 (日)	10年国债 (日)	15年国债 (日)	20年国债 (日)	30年国债 (日)
	T日	2.1284	2.1799	2.354	2.6041	2.8218	2.8279	3.1402	3.23	3.378
	T-1日	2.0113	2.2066	2.348	2.6126	2.8293	2.8353	3.147	3.2259	3.3871
	T-30日	1.817	1.8928	2.16	2.4852	2.687	2.7379	3.0545	3.1027	3.2981
	T-180日	2.1395	2.4759	2.676	2.9495	3.0781	3.0857	3.465	3.5148	3.6559
全球债市 (10年期)		中国10年国债 (日)	美国10年国债 (日)	德国10年国债 (日)	意大利10年国债 (日)	法国10年国债 (日)	英国10年国债 (日)	日本10年国债 (日)	印度10年国债 (日)	巴西10年国债 (日)
	T日	2.8279	2.32	0.42	1.997	0.92	1.6378	0.234	6.831	11.709
	T-1日	2.8353	2.38	0.45	2.037	0.965	1.5289	0.229	6.831	11.9
	T-30日	2.7379	1.96	0.16	1.767	0.67	1.463	0.203	6.879	11.2
全球股市		上证指数 (日)	深证成指 (日)	标普500指数 (日)	富时100 (日)	德国DAX指数 (日)	日经225 (日)	韩国综合指数 (日)	MSCI新兴市场 (日)	恒生指数 (日)
	T日	3250	12306	4512	7461	14284	28110	2730	65677	21946
	T-1日	3271	12409	4461	7477	14473	28040	2735	65235	22154
	T-30日	3486	13432	4484	7643	15482	27249	2746	70323	24924
全球汇市		在岸人民币 (日)	离岸人民币 (日)	美元指数 (日)	欧元/美元 (日)	英镑/美元 (日)	美元/日元 (日)	美元/瑞郎 (日)	美元/印度卢比 (日)	美元/巴西雷亚尔 (日)
	T日	6.3742	6.38915	98.6470	1.1005	1.3205	121.145	0.9307	76.03	5.0165
	T-1日	6.36	6.3764	98.4386	1.1031	1.3264	120.795	0.9329	75.94	5.0427
	T-30日	6.3609	6.36235	95.5588	1.1423	1.3535	115.535	0.9242	74.71	5.3047
商品/贵金属		COMEX黄金 (日)	COMEX白银 (日)	WTI原油 (日)	布伦特原油 (日)	LME铜 (日)	LME铝 (日)	SHFE螺纹钢 (日)	铁矿石 (日)	CBOT大豆 (日)
	T日	1993.3	25.1	114.93	121.6	10425	3685	4945	818	1720.75
	T-1日	1921.5	24.88	109.27	115.48	10280	3505.5	4983	822.5	1697.25
	T-30日	1827.9	23.23	89.66	91.55	10095	3263	4955	821.5	1568.75
避险情绪		50ETF期权波动率指数 (日)	沪深300ETF期权波动率 (沪) (日)	沪深301ETF期权波动率 (深) (日)	标普500波动率指数 (VIX) (日)	德国DAX波动率指数 (日)	富时100波动率指数 (日)	日经225波动率指数 (日)	香港恒生波动率指数 (日)	比特币期货 (日)
	T日	21.00	21.86	22.08	23.57	46.78	31.00	30.94	54.91	42425
	T-1日	22.04	23.14	23.49	22.94	46.59	30.99	31.77	55.92	42665
	T-30日	21.08	19.03	19.48	21.44	23.77	17.48	24.09	24.35	44155
注: 债市主要参考指标跟踪数据表由方正中期期货研究院国债期货研究组设计, 如有任何疑问请联系方正中期期货研究院国债期货研究组。										

图 5-9：债市主要参考指标跟踪

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

## 第六部分 期货价格技术与展望



**图 6-1：10 年期国债期货走势**  
数据来源：Wind、方正中期研究院整理



**图 6-2：5 年期国债期货走势**  
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



**图 6-3：2 年期国债期货走势**

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

一季度国债期货价格高位大幅波动，现券市场国债收益率探底回升。从技术上来看，2 年期和 5 年期国债仍处于本轮牛市行情上行趋势线上方运行，10 年期品种走势相对偏弱，技术上曾出现短暂破位，从趋势上来看国债期货仍处于牛市行情之中，在市场出现实质性破位前不建议做空，交易性资金仍可逢低做多。近期国债期货价格走势偏弱主要受到国际大宗商品价格走高、货币政策宽松预期兑现、海外债市收益率普遍回升、国内政府债券发行前置、信用条件放松等因素的影响。但在国内经济见底回升以及政策宽松完全兑现前，国债所面临的政策与经济条件仍然有利于当前牛市行情延续。

从国债期货关键指标来看，随着国债期货牛市行情进入尾端，市场虽然暂未出现下跌行情，但期货市场相对于现券市场表现不再强势，IRR 水平预计仍于低位运行。目前 IRR 水平总体偏低，市场暂时缺乏期现正套交易机会，交易上需要关注日内价格偏离带来的套利机会。

从基差水平来看，随着国债期货到期时间的逐步消耗国债期货价格贴水幅度逐步下降，另外，从国债期货定价上来看，由于基差可以作为国债期货的收益补偿，目前国债市场收益率处于低位，资金成本保持稳定，持券收益下降，作为收益补偿的基差水平也随之下行。我们预计国债收益率进一步下行空间有限，在操作上建议可适当转向做多短久期可交割券基差。

跨期交易方面，从 2206 与 2209 合约所处的经济节点来看，基于我们对于国内经济前低后高的基本判断，预计 2209 合约表现将弱于 2206 合约，这在长久期品种上表现会更加明显。因此本轮跨期价差修复后，建议投资者根据流动性条件逐步参与做多 10 年期品种跨期价差。

从曲线交易来看，目前国债期货仍处于牛市过程中，但已经进入本轮牛市尾端，长端收益率进一步下行空间有限，后期短端预计在货币政策宽松预期兑现后仍有下行空间，在国内经济将逐步触底回升过程中，长端面临的压力也要大于短端。因此，收益率曲线形态将随着市场逐步降低久期而呈现陡峭化表现。操作上建议继续参与做陡曲线策略，尤其是 2 年期和 10 年期品种间交易机会。



国债期货净基差水平总体不高，在价格短期走高后空头套保成本仍然较低。从主要驱动因素来看，基差水平小幅回落，现券持有收益有所走低，两方面因素驱动净基差走低。对于持券机构来讲，可以利用国债期货进行对冲操作，或者进行久期管理，逐步将久期降至中低水平。对于多头替代策略来讲，建议耐心等待市场调整，净基差水平走高后再参与。

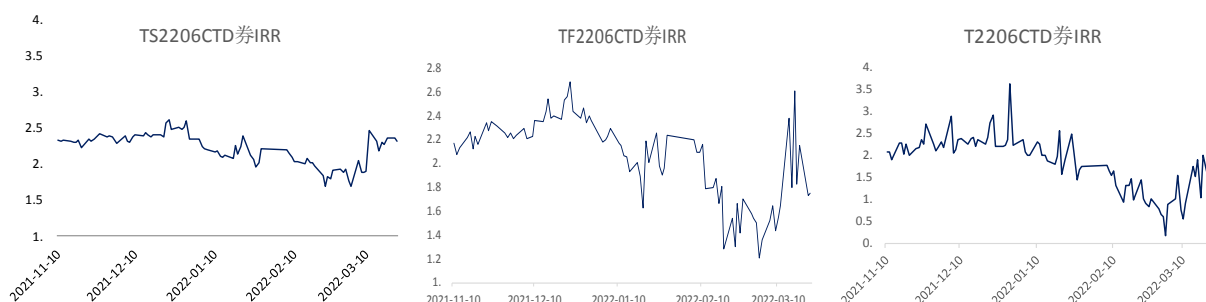


图 6-4：主力合约 CTD 券 IRR 变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

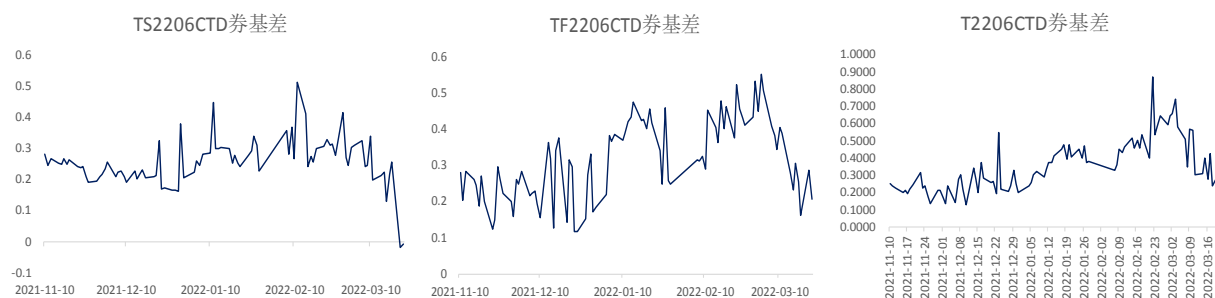


图 6-5：主力合约 CTD 券基差变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

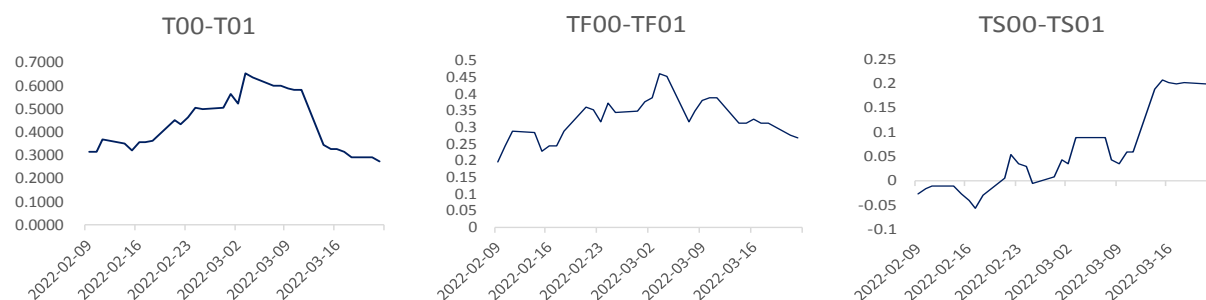


图 6-6：跨期价差变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

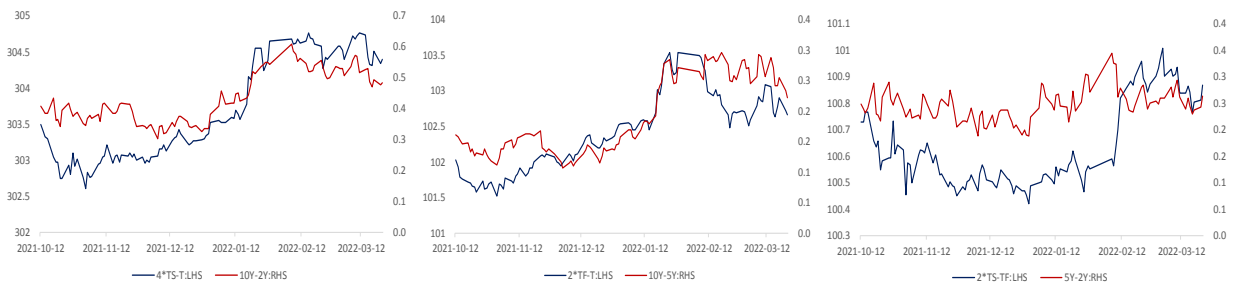


图 6-7：曲线策略表现

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

TF主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.05%	0.17%	0.49%	2.01%	1.93%
波动率(年化)	2.82%	2.46%	2.10%	1.92%	6.89%
振幅	0.94%	1.65%	2.35%	3.40%	2.47%
T主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	0.15%	0.04%	0.48%	2.98%	2.37%
波动率(年化)	3.99%	3.27%	3.17%	3.02%	7.81%
振幅	1.17%	2.04%	2.96%	4.58%	3.56%
TS主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	-0.02%	0.25%	0.39%	0.99%	0.94%
波动率(年化)	1.21%	1.03%	0.86%	0.85%	3.18%
振幅	0.40%	0.57%	1.01%	1.44%	1.19%

图 6-8：国债期货交易统计（截至 3 月 25 日）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

## 第七部分 总结全文和操作建议

一季度现券市场收益率波动加大，国内宽财政、宽信用政策会对国债形成一定压制。全球主要央行货币政策收紧速度加快，海外国债收益率大幅走高，国内外利差收窄，这降低了国内债券的相对吸引力。年内财政前置下政府债券发行压力在上半年集中体现，也对市场形成一定的供给压力。从债市主要影响因素来看，在国债期货核心驱动逻辑中，经济景气程度不足，政策环境宽松，基本面条件依然支撑中长期国债期现券市场表现，上半年暂时难以看到核心驱动逻辑对债市形成较大压力。在经济企稳回升之前，国内仍然处于政策宽松周期。货币政策方面，二季度仍然有进一步降准和降息的可能。在国内经济增速缓慢下移，市场流动性保持充裕，优质资产供给不足的情况下，银行、保险、基金以及海外机构配置热情仍将保持高

位。但随着国内外利差收窄，境外机构三年多来首度减持我国债券。国内债券的相对吸引力明显下降，并会对于国内货币政策也会形成一定挑战。目前本轮国债市场牛市已经进入尾端，我们继续坚持年报中上半年重点关注机会、下半年集中关注风险的判断。操作上建议逐步降低持仓久期，交易性资金逢低买入，配置型资金耐心持仓。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可

请务必阅读最后重要事项

能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。