



格林大华期货有限公司

GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

# 国债期货月报

2022年5月29日

## 联系我们

研究员：刘洋

邮箱：

Liuyang18036@greendh.com

从业资格：F3063825

投资咨询：Z0016580

## 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 国债收益率或探底回升

### 因素分析：

**利多因素：**经济尚未修复至正常水平，国内PTA等开工率持续低迷。交通部表示5月24日铁路、公路货运量较4月18日分别增长9.2%和12.6%，均恢复至正常水平九成左右。五月下旬，国股银票1月期转贴现利率再次下降到0.1%以下，实体融资需求偏弱。5月1日-26日30大中城市商品房成交面积同比下降49.6%，房地产销售仍然处于底部区域。货币市场流动性继续充裕。

**利空因素：**全国当日新增病例持续回落。5月中旬中国沿海八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量当旬同比增长7.2%，较4月中旬的低点同比下降4.2%出现明显回升。全球大宗商品价格高位震荡。猪肉价格继续小幅上行。5月专项债发行再次提速，基建投资将发力。

**操作建议：**本轮经济修复速度相对较慢，货币市场流动性宽松，推动5月国债收益率下行较多。大宗商品价格高位震荡，农产品和猪肉价格将推动下半年消费价格上行。全球主要国家已进入或将进入加息周期。未来随着稳增长政策的推进实施，以及疫情得到控制，三季度经济较二季度或将明显改善。国债收益率下行空间较小，国债收益率未来或探底回升。另一方面，中国经济受限于内外部环境，国债收益率上行空间亦有限。总体上今年以来的区间震荡的格局未改。交易型投资考虑适量资金波段操作。

**风险提示：**全球疫情变化，宏观政策边际变化，全球地缘政治变化，市场信用风险波动。



# 目录

Part 1

上期复盘

Part 2

本期分析

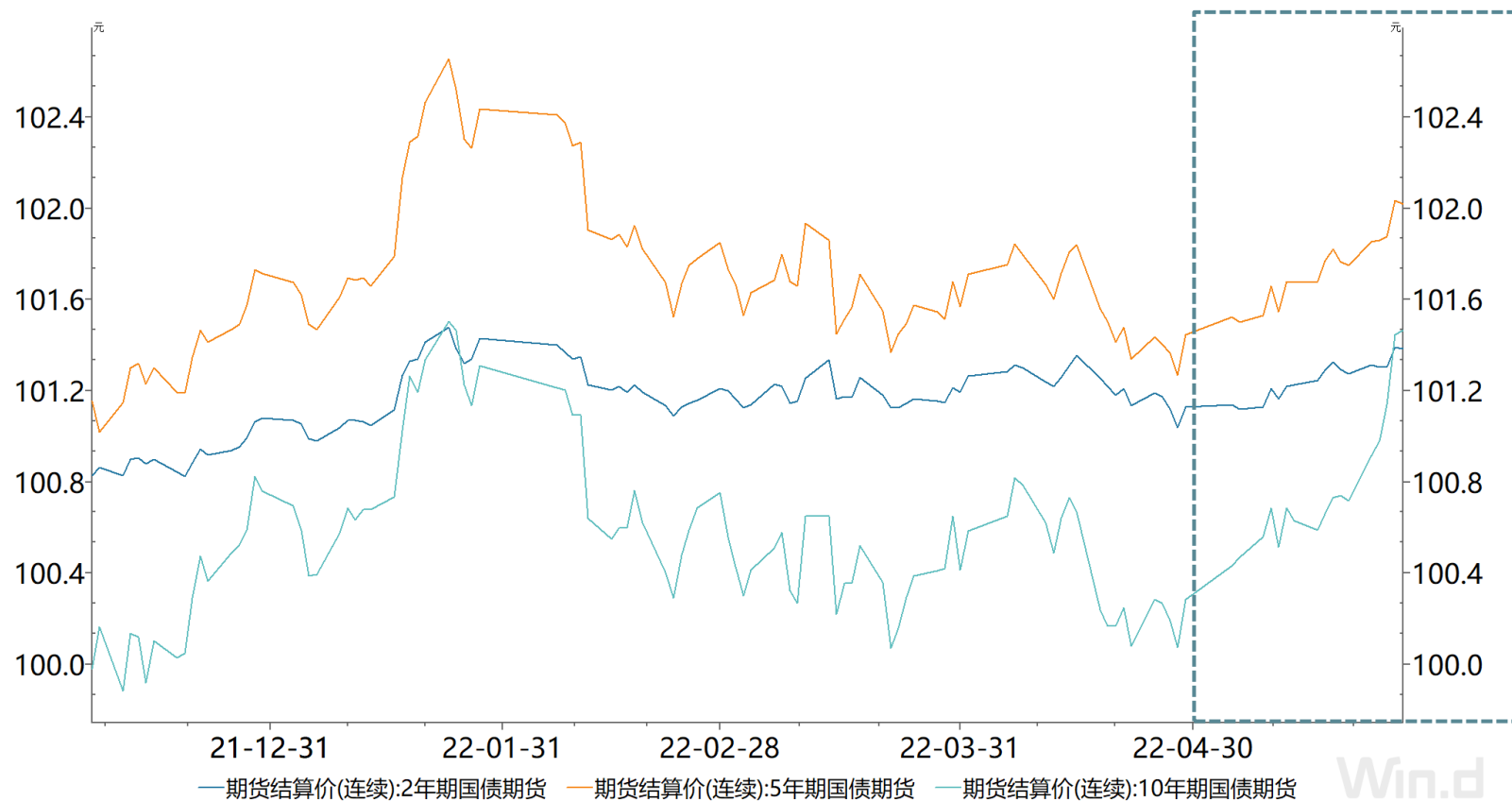
Part 3

风险提示

# Part 1 上期复盘

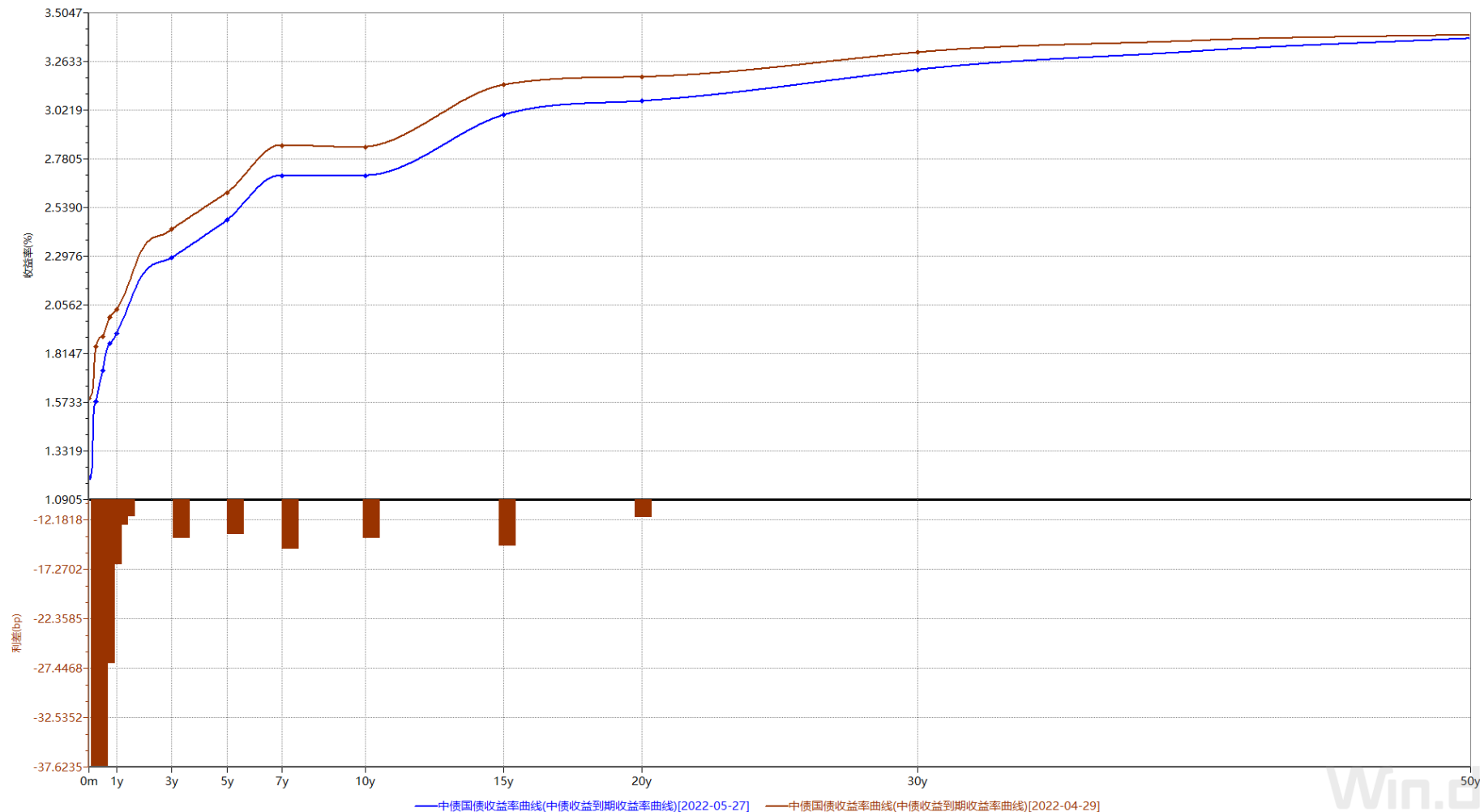
## 1.1 盘面回顾

➤ 本月国债期货主力合约价格整体上行。



## 1.2 国债现券到期收益率曲线变动

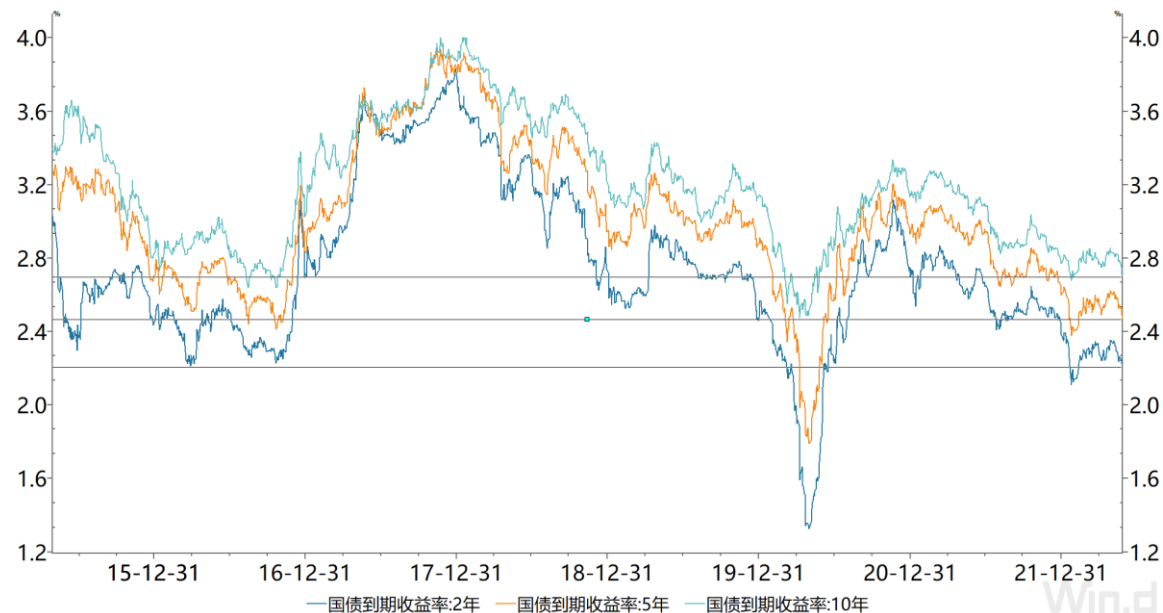
➤ 5月27日收盘国债现券到期收益率曲线与4月29日收盘相比整体下行。2年期国债到期收益率从4月29日的2.35%下行13个BP至2.22%，5年期国债到期收益率从2.61%下行13个BP至2.48%，10年期国债到期收益率从2.84%下行14个BP至2.70%。（依据中债国债到期收益率曲线）



## Part 2 本期分析

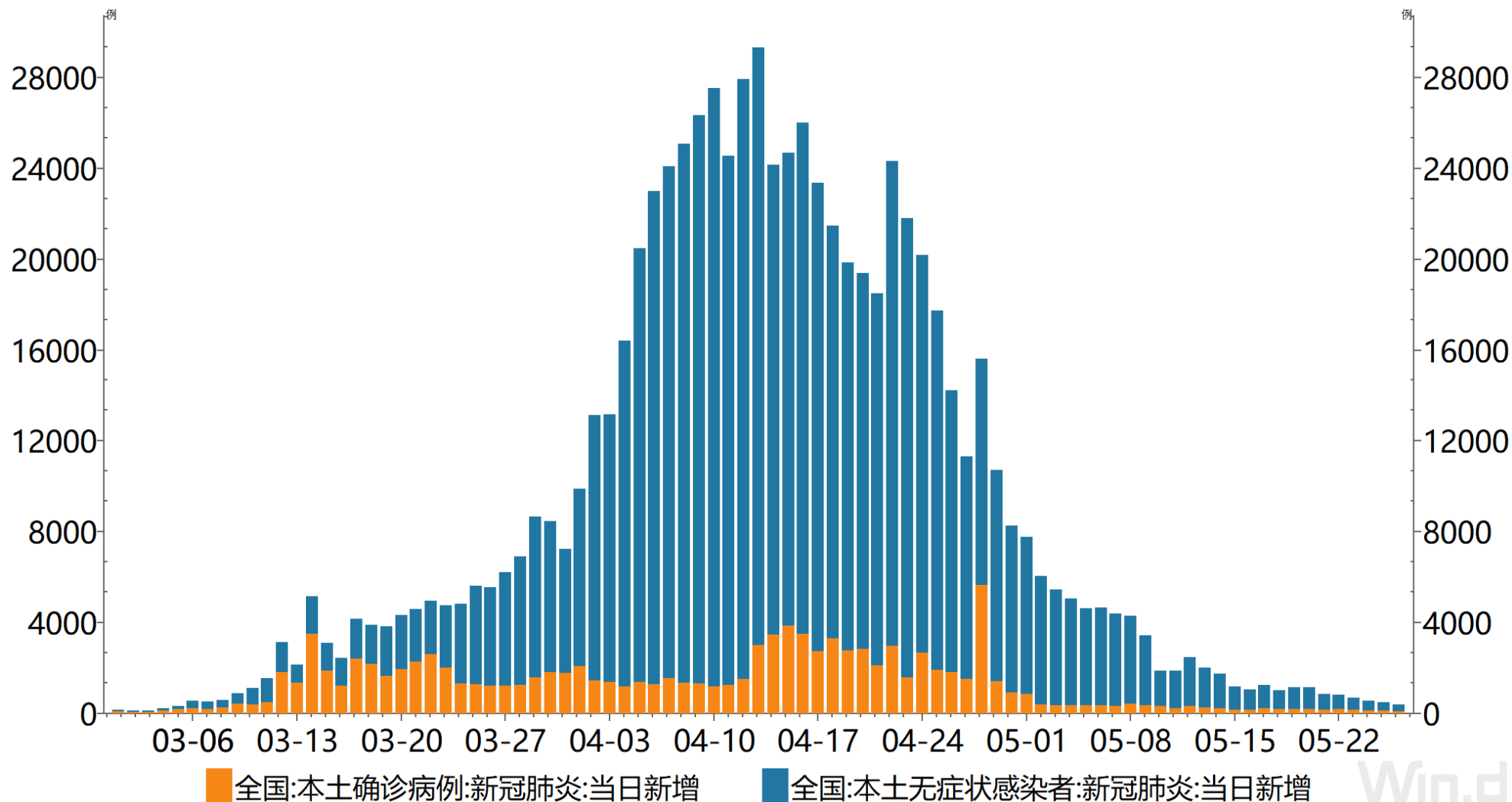
## 2.1 行情预判

- 短期：市场短线或震荡。
- 中期：本轮疫情多点反复时间较长，经济修复速度相对较慢，二季度经济下行压力较大。货币市场流动性宽松，隔夜利率低位，有利于债券投资加杠杆。推动5月国债收益率下行较多，10年期国债收益率重回年初低点2.7%附近。5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，要求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。大宗商品价格高位震荡，农产品和猪肉价格将推动下半年消费价格上行。美联储6月和7月两次会议各加息50个基点基本确定，欧央行三季度大概率也会加息。央行对使用价格工具比较谨慎。未来随着稳增长政策的推进实施，以及疫情的好转，三季度经济较二季度或将明显改善。国债收益率下行空间较小，国债收益率未来或探底回升。美国通胀高点已现，市场担忧美国加息将推动美国经济步入衰退，美债长债利率下行。中国经济受限于内外部环境，国债收益率上行空间亦有限。总体上国债市场今年以来的区间震荡的格局未改。
- 操作策略：交易型投资适量资金波段操作。



## 2.2.1 多空逻辑- 本土新增病例较持续回落

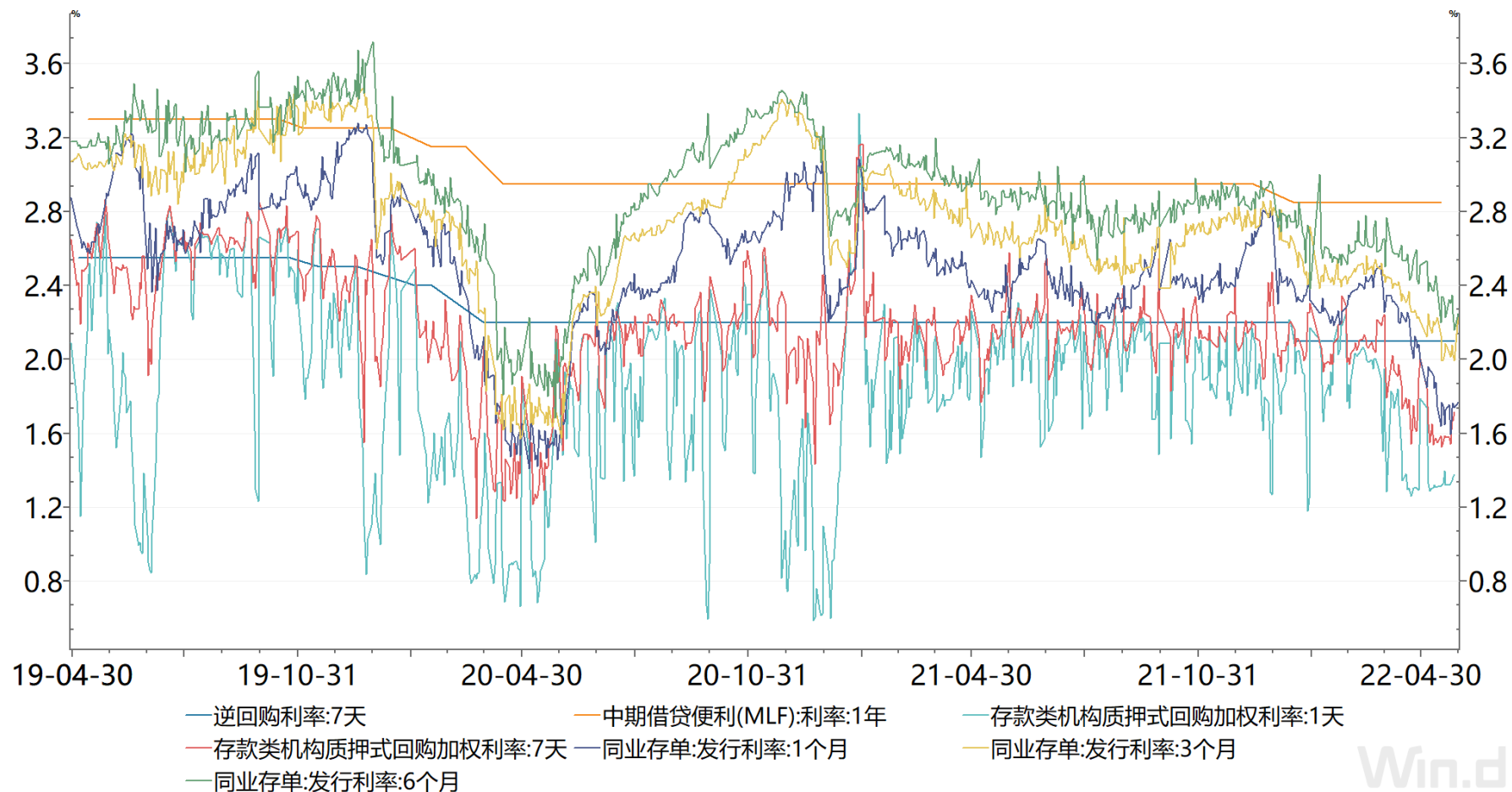
五月全国当日新增病例较四月持续回落。上海有序恢复生产生活秩序。北京当日新增也逐步回落。





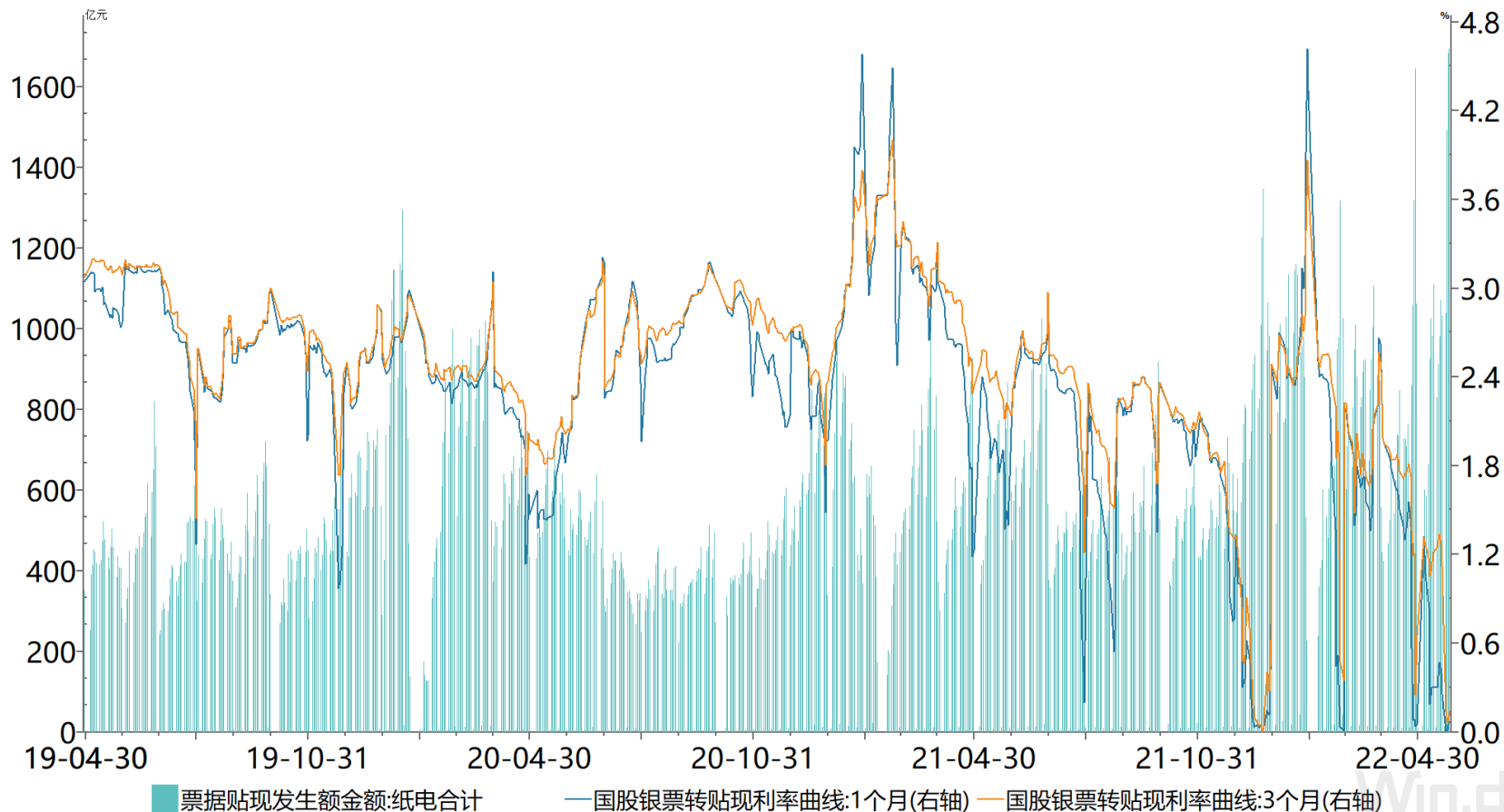
## 2.2.2 多空逻辑-货币市场流动性持续宽松

5月以来货币市场利率持续维持在低位，1天期存款类机构质押式回购加权平均利率（DR001）在1.3%附近，货币市场流动性继续宽松。持续的隔夜回购低利率，有利债券投资加杠杆，成为推动国债价格上行的重要因素之一。



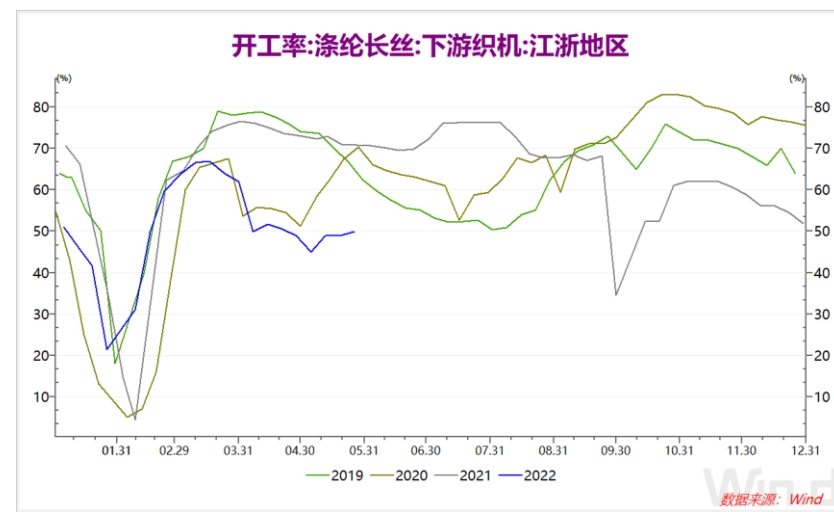
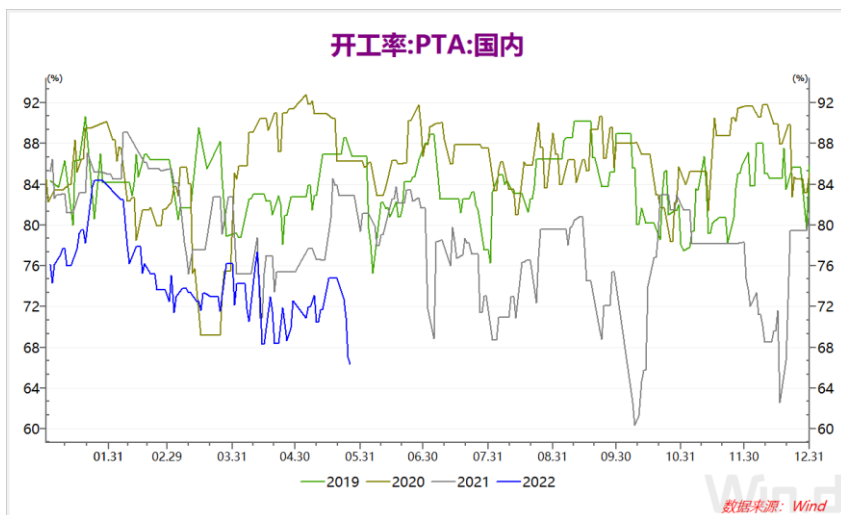
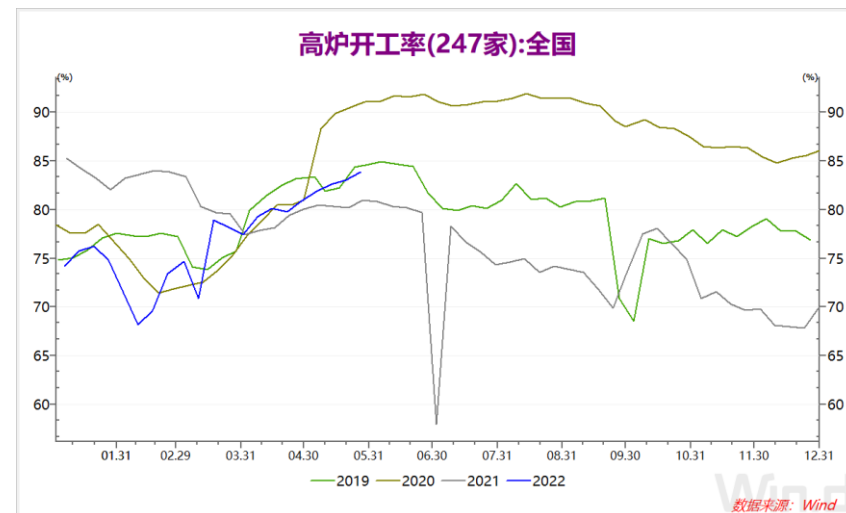
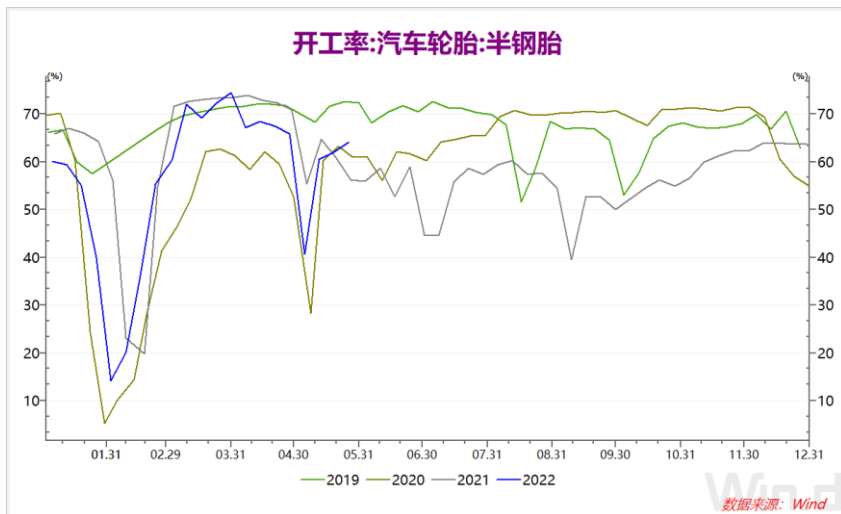
## 2.2.3多空逻辑-票据再现“零利率”

五月下旬，国股银票1月期转贴现利率再次下降到0.1%以下，最低至0.01%，同时票据贴现发生额增加，与央行要求主要商业银行扩大信贷有关。由于贴现票据纳入信贷规模的统计，在中长期贷款展业困难的情况下，部分银行便通过买入贴现票据冲量。在去年末和今年2月末、4月末均出现过票据“零利率”现象。



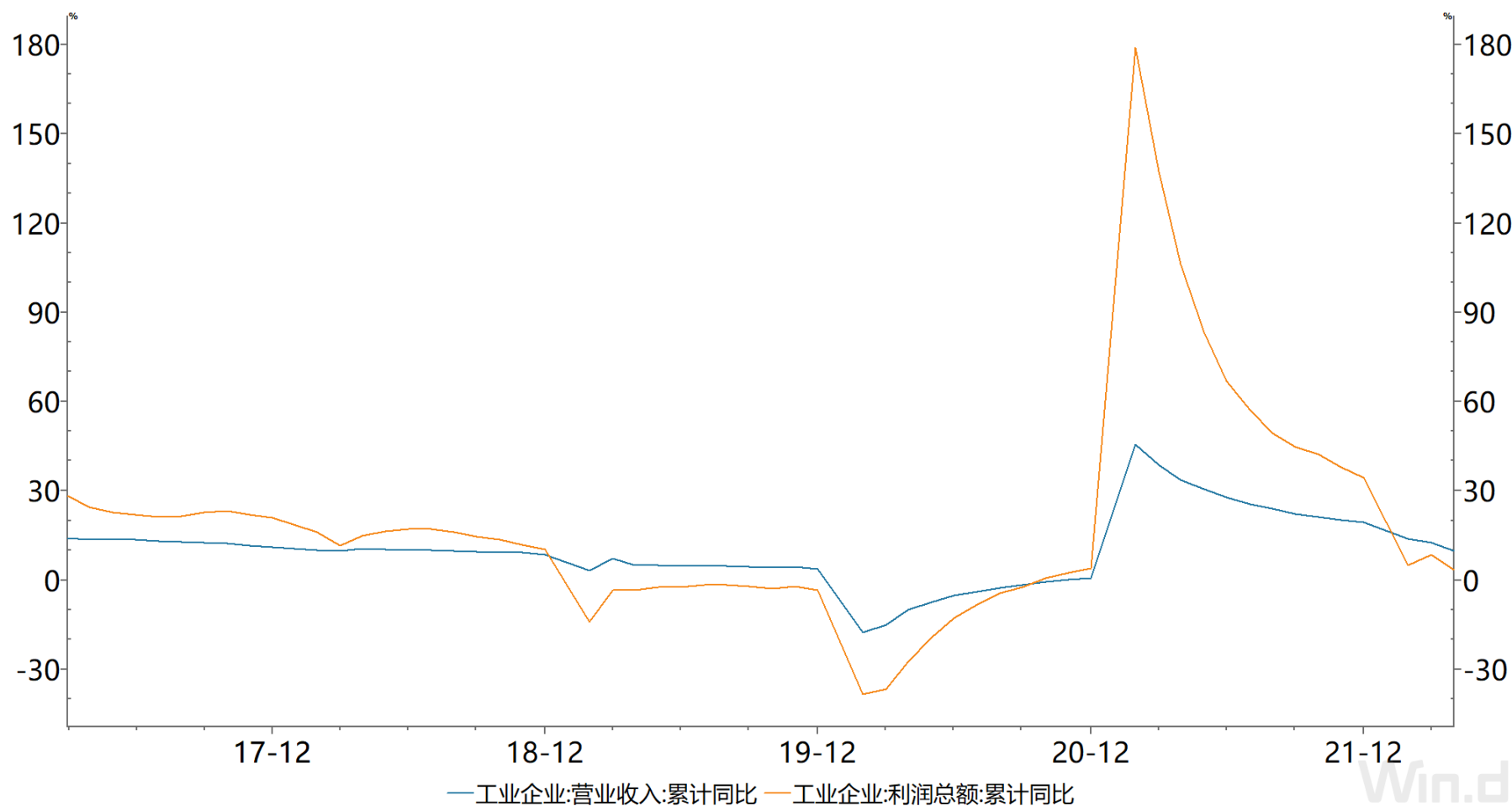
## 2.2.4 多空逻辑- 部分生产“开工率”恢复较缓

汽车半钢胎开工率从5月初的低点快速反弹后，最近两周连续小幅回升。5月以来全国247家高炉开工率也是连续上升，超过2021年同期，接近2019年同期。5月国内PTA开工率明显低于历史同期水平。5月以来江浙地区的涤纶长丝下游织机的开工率也在徘徊在低位。



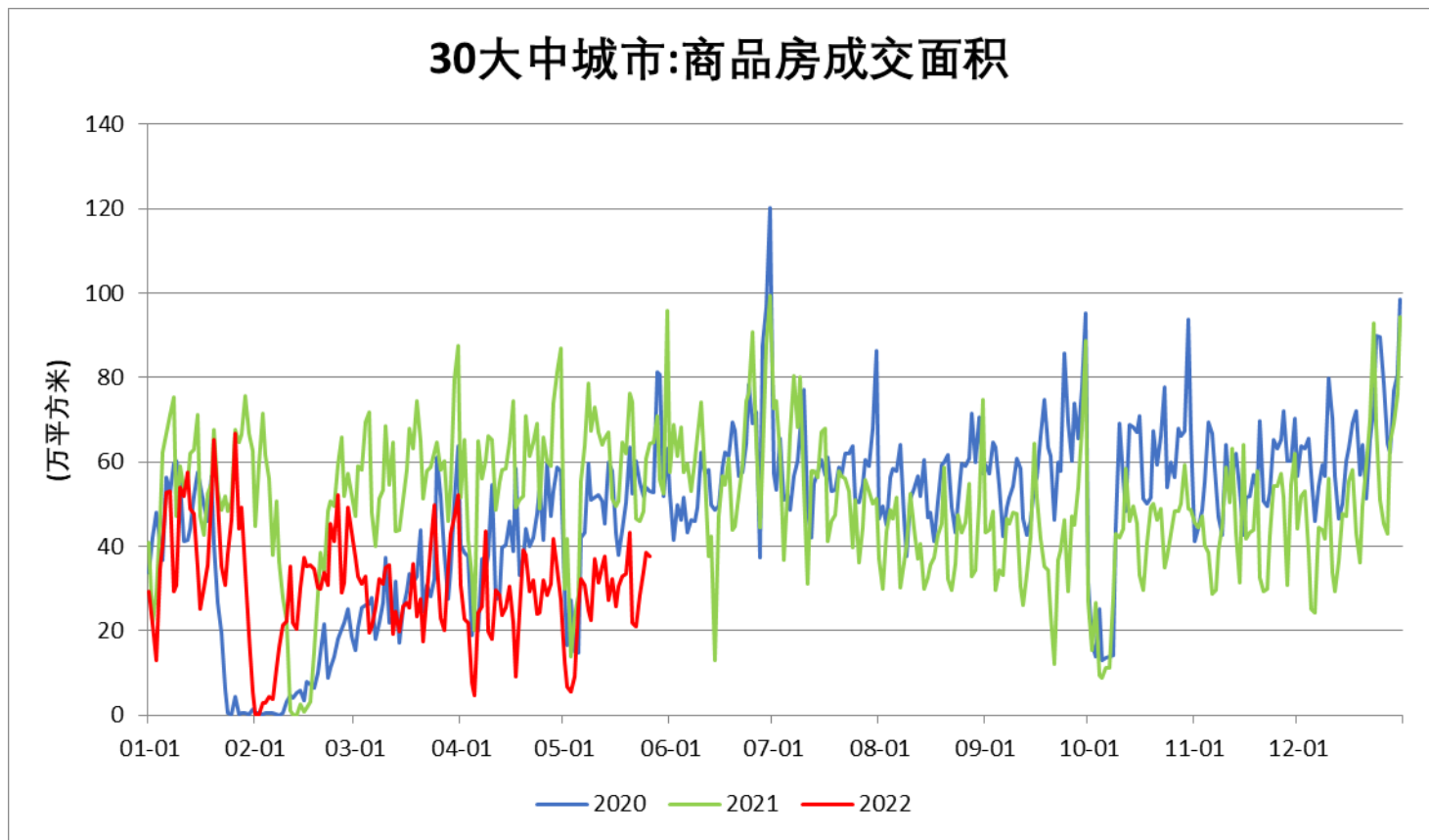
## 2.2.5 多空逻辑- 4月份工业企业利润同比下降8.5%

1-4月份，全国规模以上工业企业实现营业收入41.85万亿元，同比增长9.7%。1-4月份，规模以上工业企业实现利润总额26582.3亿元，同比增长3.5%。单月来看，受疫情影响4月份工业企业利润同比下降8.5%，分门类看，采矿业利润同比增长1.42倍，制造业利润下降22.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润下降26.8%。4月大宗商品价格维持高位震荡，上游采矿业利润好。4月制造业利润下降较多，预期5月会有所修复。



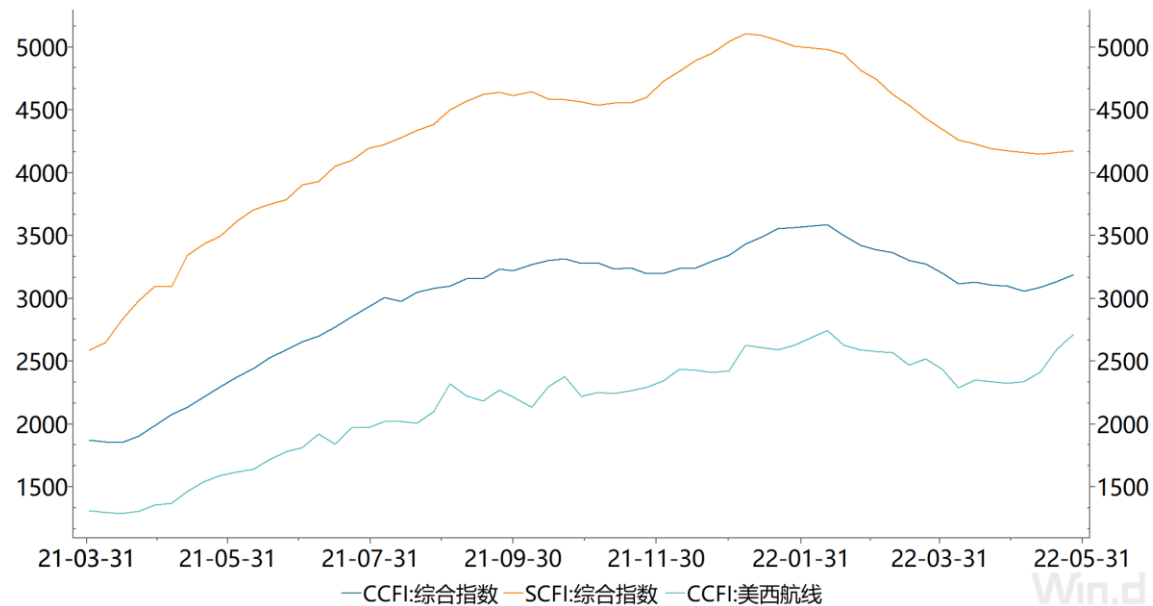
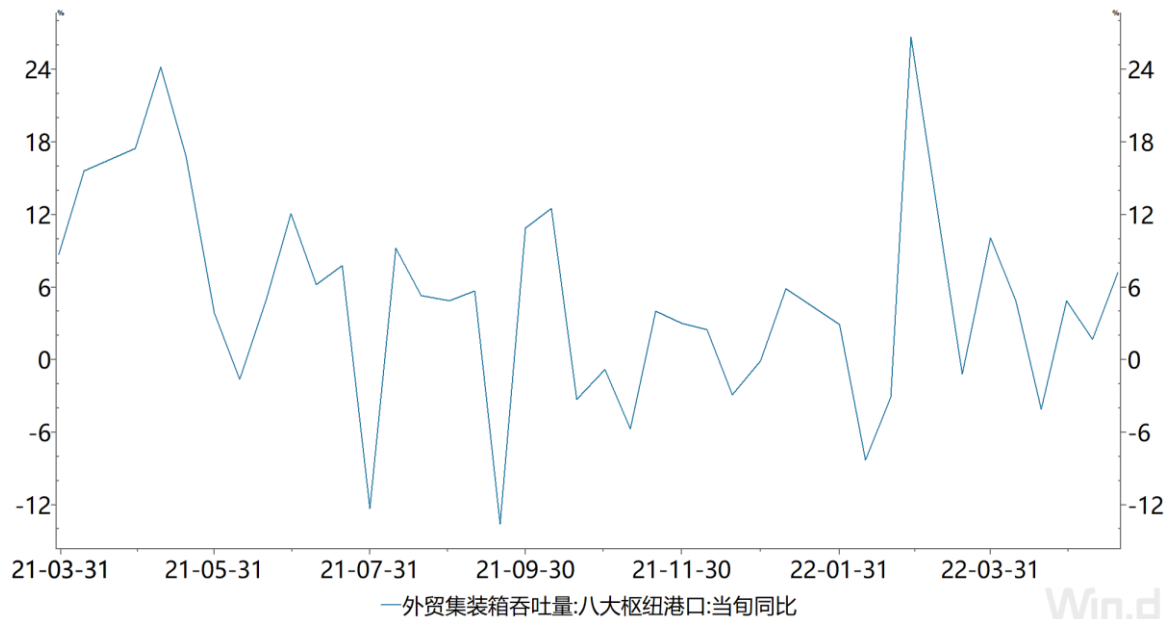
## 2.2.6 多空逻辑-房地产市场的回暖尚需时间

5月1日-26日30大中城市商品房成交面积同比下降49.6%，较4月的同比下降55%略有好转，成交面积与去年同期相比仍下降约一半。目前房地产销售仍然处于底部区域。5月20日发布的5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.45%，下调了15个基点，有利于推动房贷利率下行，促进房地产市场回暖。在本次下调之后，个人首套住房贷款利率可以最低至4.25%。但在目前的经济环境下，不大会起到立竿见影的效果。预期房地产市场未来会有更多城市更多的宽松政策实施，房地产市场的回暖尚需一定时间。



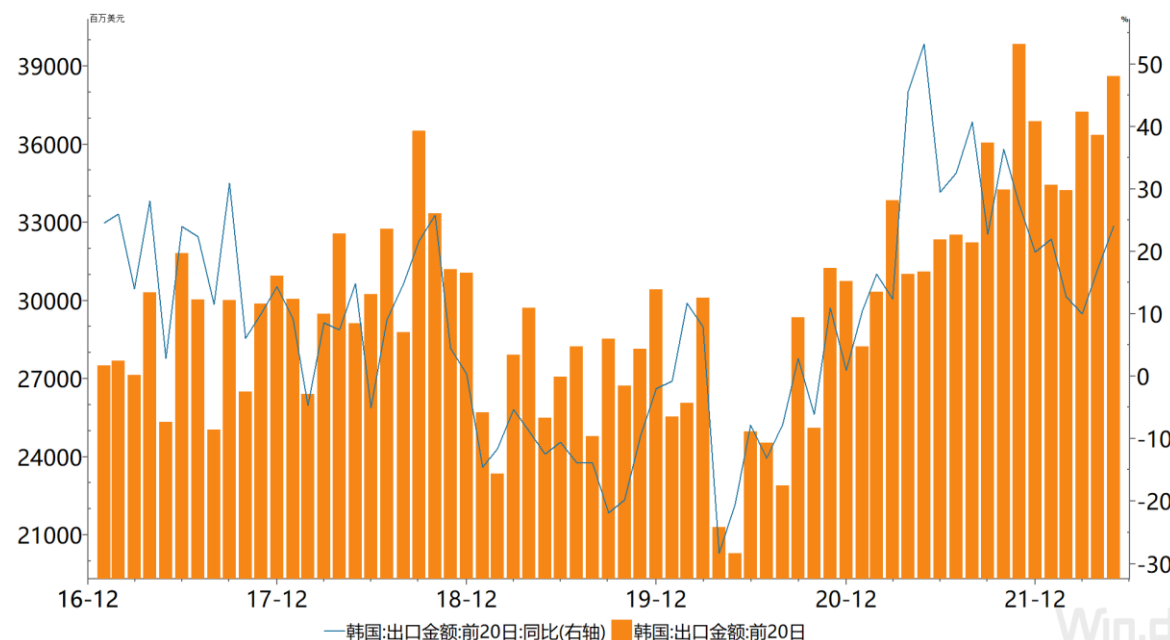
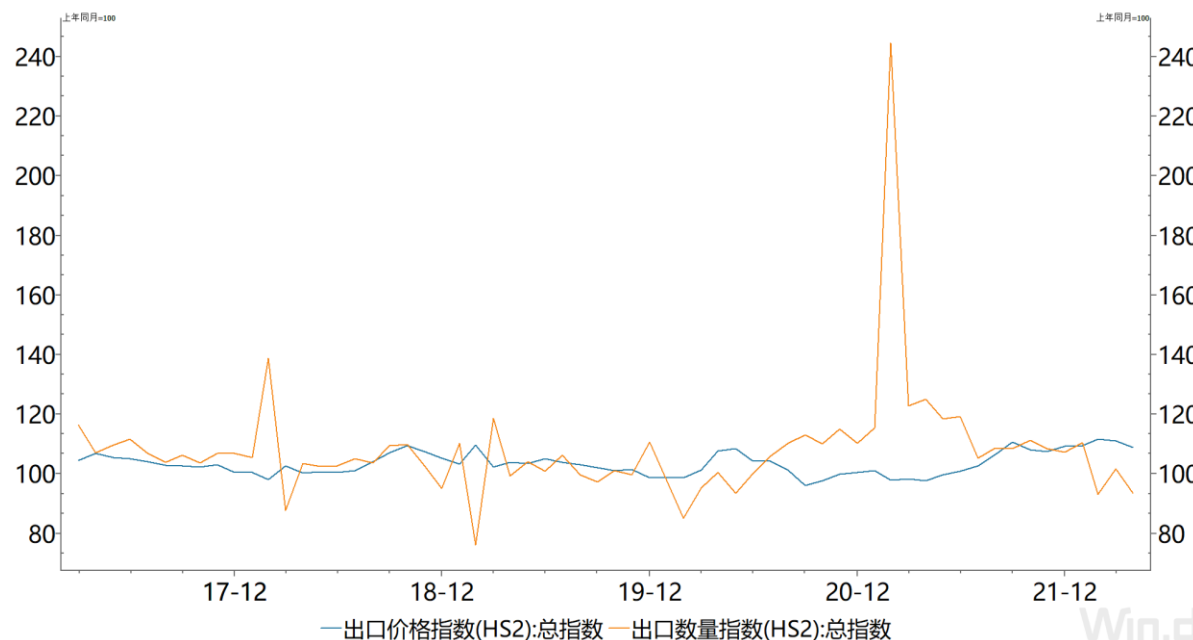
## 2.2.7 多空逻辑-5月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增长7.2%

5月中旬中国沿海八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量当旬同比增长7.2%，较4月中旬的低点同比下降4.2%出现了明显的回升。5月以来中国出口集装箱运价指数（CCFI）综合指数小幅回升，CCFI美西航线指数回升更快一些，上海出口集装箱运价指数（SCFI）也从4月份的小幅回落开始走平。交通运输部5月26日举行新闻发布会表示，与4月18日相比，5月24日高速公路货车流量上升约10.9%；铁路、公路货运量分别增长9.2%和12.6%，均恢复至正常水平九成左右。近一周，全国邮政快递日均业务量已基本恢复至去年同期水平。重点枢纽逐步复工达产。上海港集装箱日吞吐量，回升至正常水平的95.3%。近一周，浦东机场日均货邮吞吐量，高峰时段已恢复至疫情前的八成左右；白云机场已基本恢复到正常水平。



## 2.2.8 多空逻辑-预计5月出口同比增速有所恢复

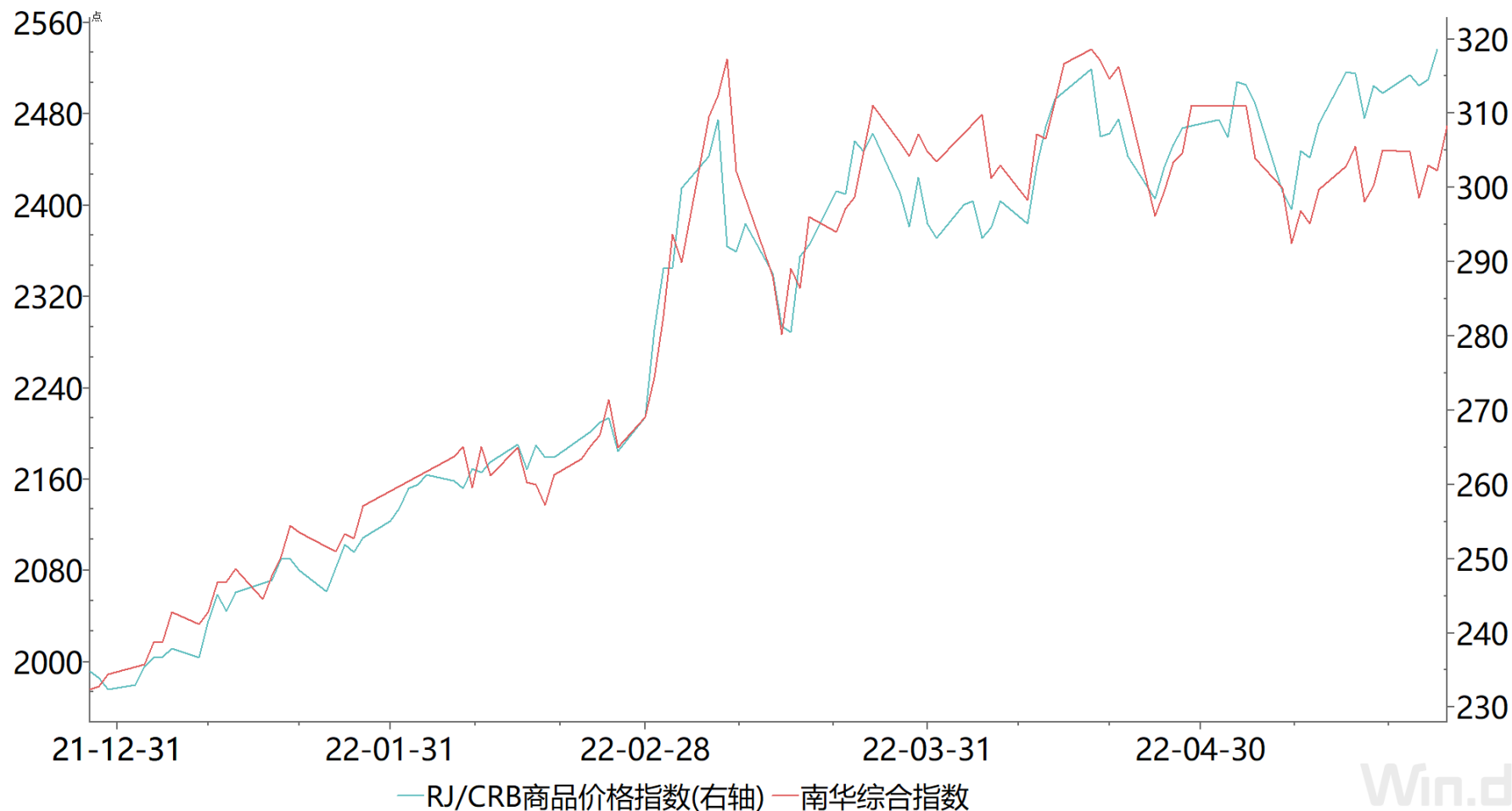
中国4月出口价格总指数为108.9（上年同月为100），3月为111.1；4月出口数量总指数为93.6，3月为101.6。可以看到4月出口数量下滑较多，成为影响出口同比较大幅度下滑的重要因素。韩国5月前20天出口额同比增长24.1%，4月前20天为同比增长17.2%。美国总统拜登5月23日在东京表示，他正在考虑取消对中国的一些关税壁垒，并强调说这些壁垒不是他的政府设置的。人民币4月下旬以来的快速贬值，也有利于中国出口。





## 2.2.9 多空逻辑-大宗商品价格继续高位震荡

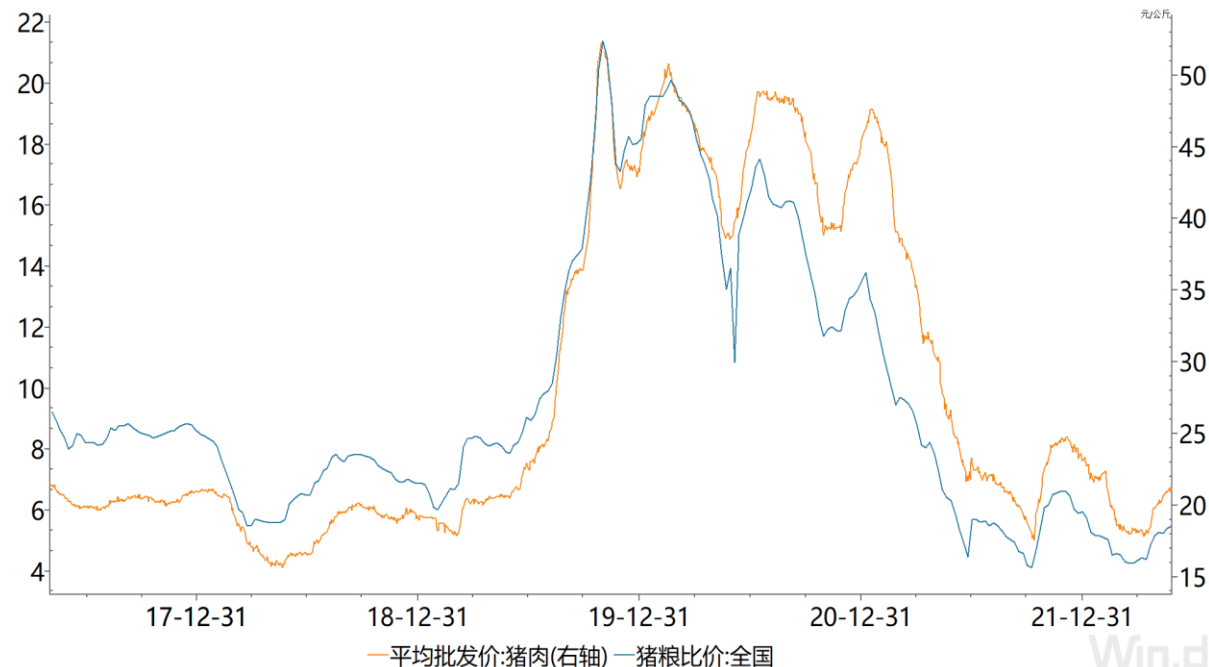
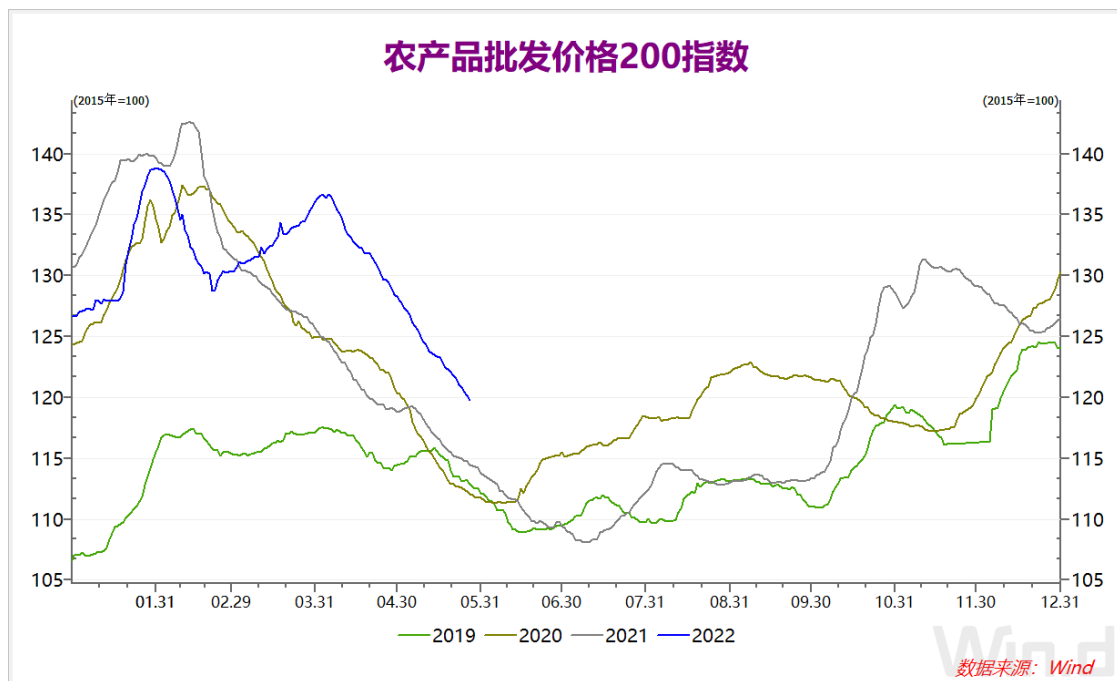
自3月以来大宗商品价格指数维持横向高位震荡格局。





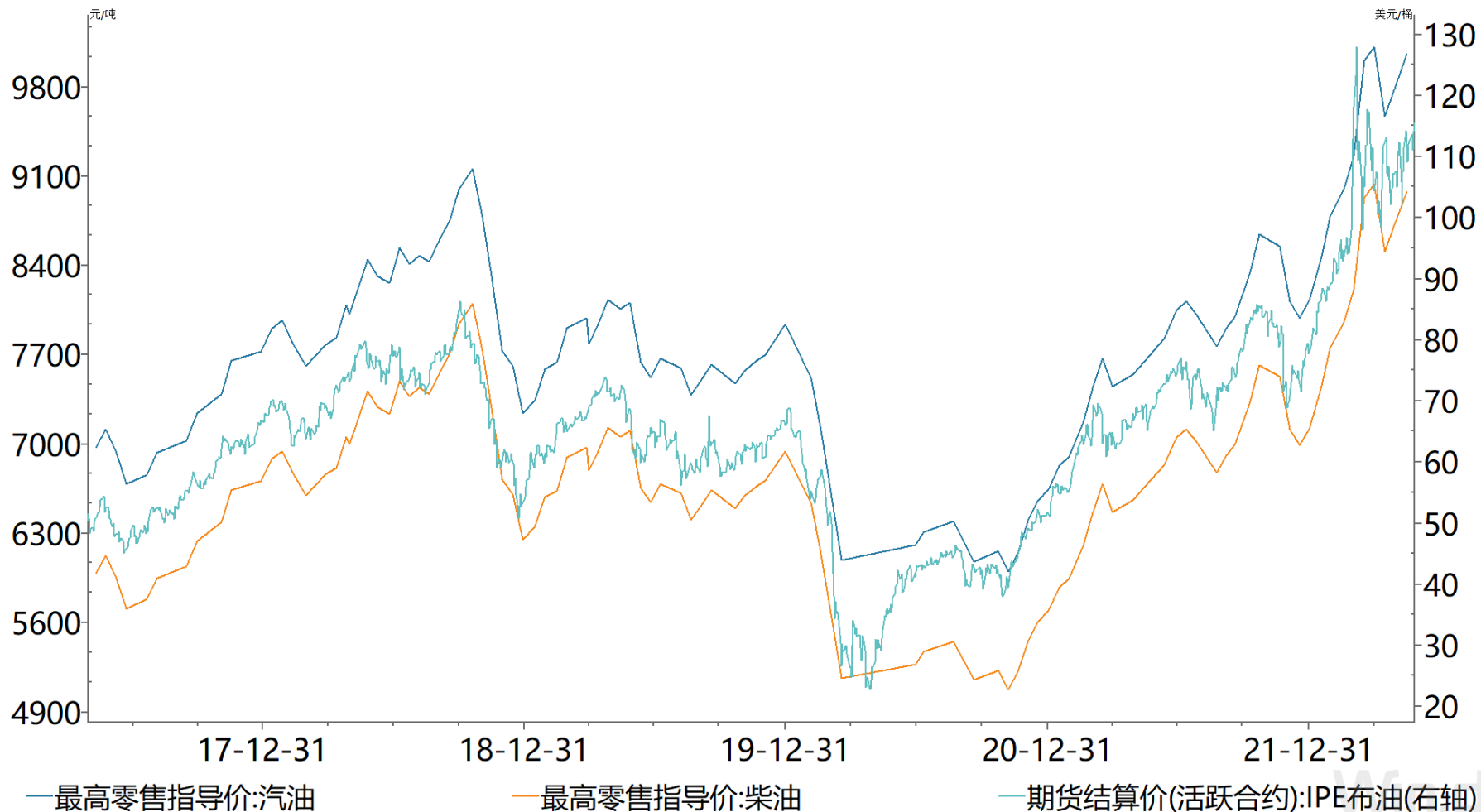
## 2.2.10 多空逻辑-农产品和猪肉价格将推动下半年价格小幅上行

过去两个月的农产品批发价格200指数显著高于过去两年，按照季节性规律下半年农产品批发价格200指数会逐步上升。猪粮比价在3月和4月在低于5:1的警戒线之下徘徊之后开始反弹，猪肉平均批发价格也从底部的18元/公斤左右上涨至最近的约21元/公斤。今年以来因为俄乌冲突，粮食价格上行，从季节上来说下半年猪肉价格一般也会小幅上行。预期农产品和猪肉价格将推动下半年CPI上行。



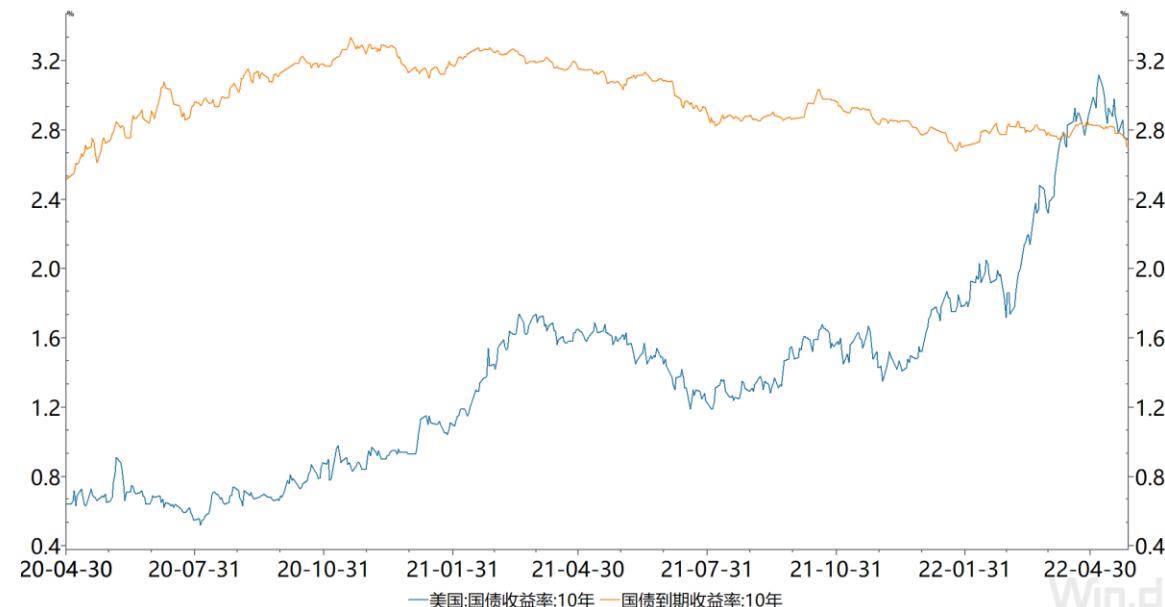
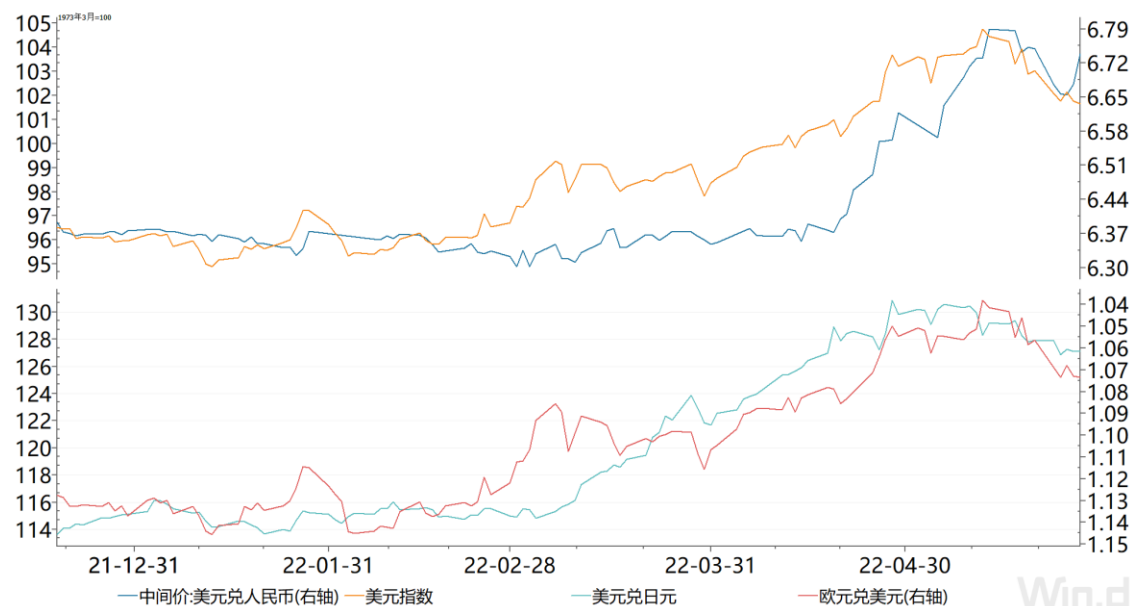
## 2.2.11 多空逻辑-原油价格高位震荡

3月以来，国际原油价格在高位震荡。未来国际原油价格或延续高位震荡格局。



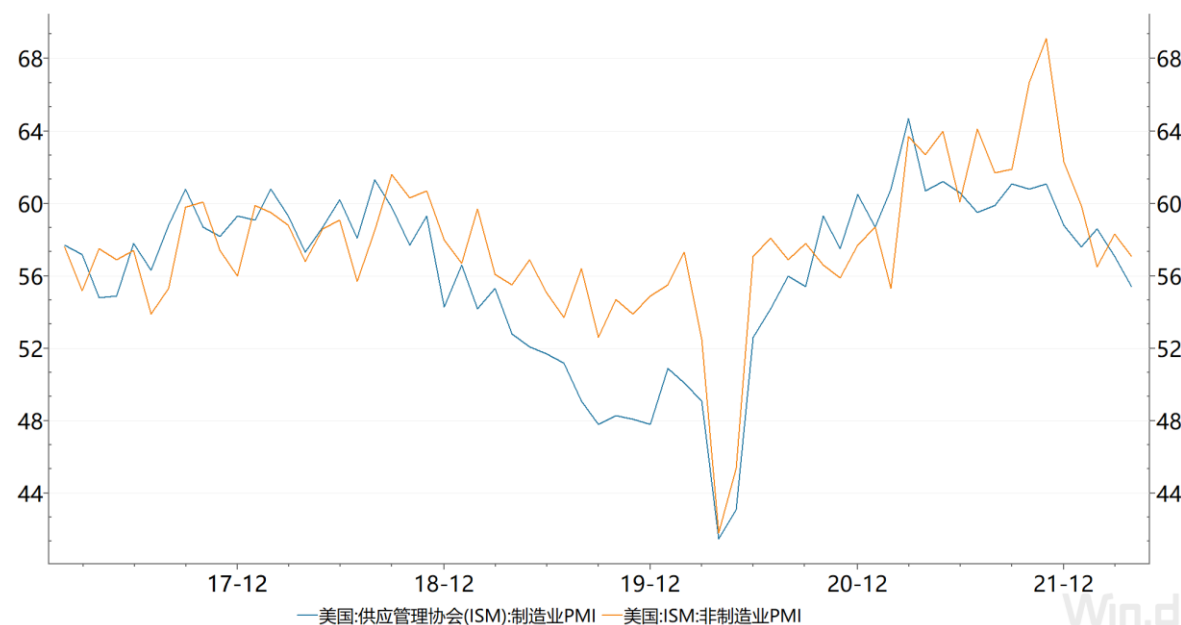
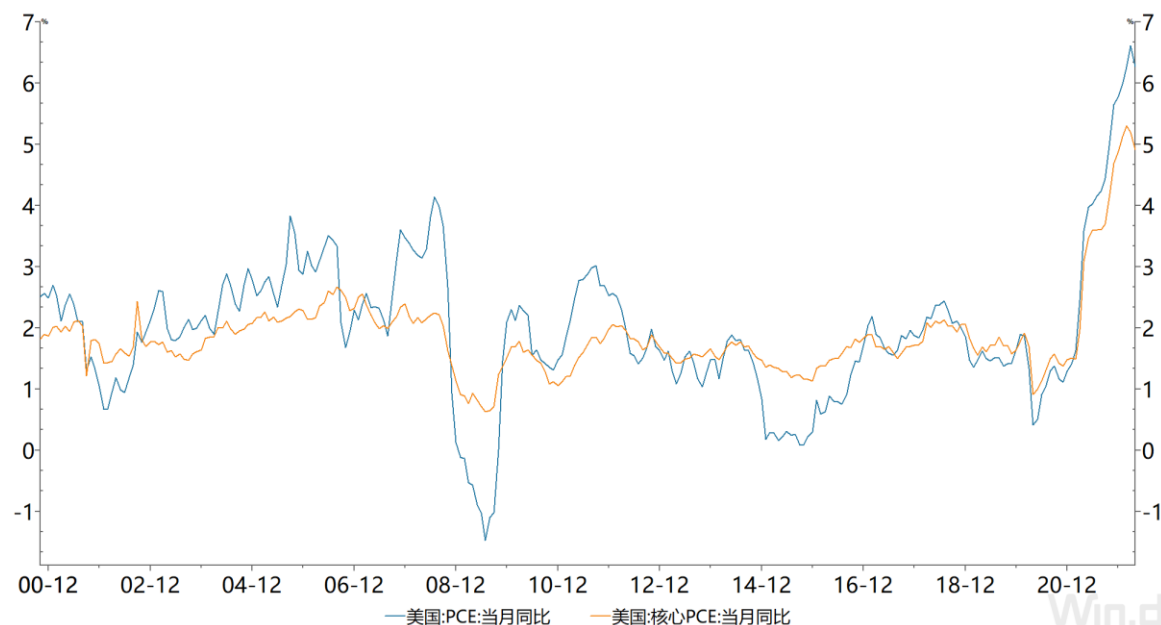
## 2.2.12 多空逻辑-5月人民币兑美元贬值、美债利率冲高回落

美联储加息，以及未来继续快速加息的预期，推动3月以来美元指数快速上行，全球主要的国际货币兑美元都出现较快贬值。美元指数上升是四月下旬以来人民币兑美元较快贬值的主要原因。人民币兑美元从3月初的6.3贬值最多至6.79，最新在6.74附近。人民币兑美元贬值短期或进入震荡期，但年内存在进一步贬值的可能，较强阻力在7附近。5月十年期美债收益率盘中最高上探到3.20%后连续回落，最新回到2.74%附近，中美十年期国债收益率基本持平。5月25日公布的5月美联储会议纪要显示，会议上大多数与会者认定，未来几次会议可能都适合加息50个基点。市场也普遍认为在接下来6月和7月召开的两次美联储会议都会加息50个基点。



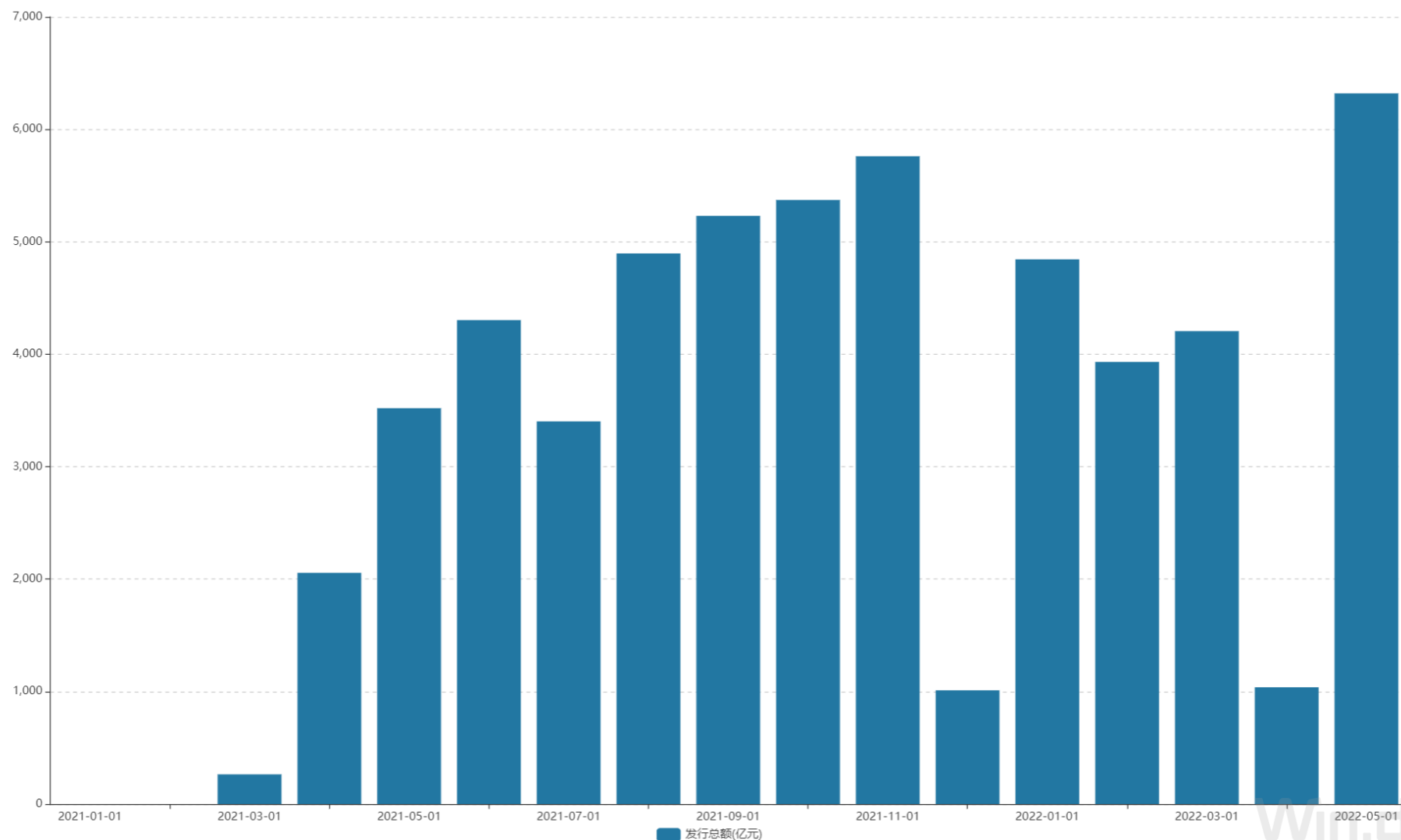
## 2.2.13 多空逻辑-美国通胀高点已现？

5月27日公布的美国个人消费支出（PCE）价格指数4月同比增长6.3%，前值为6.6%；剔除能源和食品价格后，核心PCE物价指数同比增长4.9%，前值5.2%。较早公布的美国4月ISM制造业PMI录得55.4%，市场预期57.6%，前值57.1%。美国4月ISM非制造业PMI录得57.1%，预期58.5%，前值58.3%。5月后半段美国国债和欧元区主要国家长期国债收益率都有所下行，体现市场对长期经济增长的担忧。



## 2.2.14 多空逻辑- 5月专项债发行再次提速

5月，地方政府专项债发行再次提速，全月发行额将超过6000亿元。接下来基建投资将发力。



## 2.2.15 多空逻辑-最新宏观政策

5月23日国务院召开常务会议决定实施6方面33项措施以稳经济，包括增加退税1400多亿元、特困行业缓缴社保扩大至3200亿元、国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上，今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，因城施策支持刚性和改善性住房需求等。

5月23日人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，强调金融系统要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展；要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度；要落实政策要求，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。同日人民银行召开全系统货币信贷形势分析会，要求在落实好已出台政策的同时，抓紧谋划和推出增量政策措施，引导金融机构全力以赴加大贷款投放力度，增强信贷总量增长的稳定性，积极挖掘新的项目储备，聚焦重点区域、重点领域和薄弱环节，加快对接新的有效信贷需求。

5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，强调把稳增长放在更突出位置，保市场主体保就业保民生，确保经济运行在合理区间，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降，要求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。

## Part 3 风险提示

### 3 风险提示

- 全球疫情变化，宏观政策边际变化，全球地缘政治变化，市场信用风险波动。



## 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。