



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

宏观国债月报

2024年6月1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。

降成本与控风险

宏观经济数据分析：

5月份中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，落入荣枯线下，前值50.4%。5月生产指数为50.8%，新订单指数为49.6%，新出口订单指数为48.3%，需求不足仍是主要问题。5月建筑业商务活动指数为54.4%，前值56.3%。5月土木工程建筑业施工活动增速有所放缓。5月服务业商务活动指数为50.5%，上月50.3%，服务业景气度保持平稳。5月南华综合指数小幅上升。5月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为56.9%和50.4%，预期5月PPI同比降幅将较大幅度缩减，有利于推动整体价格水平温和上行。5月份30大中城市商品房成交面积同比下降39%，5月25日-31日的一周同比下降38%，4月份同比下降39%，新房销售持续疲弱。

国债期货操作建议：近日央行等四部门发布《关于做好2024年降成本重点工作的通知》，文中指出，要促进社会综合融资成本稳中有降。5月31日《金融时报》头版头条刊登文章《长期国债收益率应符合客观规律》再次提示长期国债利率风险。两者是从不同角度的考量。我们认为目前情况下宽松的货币政策将持续，同时“避免前紧后松”的政策导向将推动经济平稳增长，年内降准降息仍是大方向。国债收益率中线大概率区间震荡，10年期国债收益率在2.25%-2.35%。操作建议：波段操作。

风险提示：宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。



目录

Part 1

近期宏观经济数据分析

Part 2

国债期货上期复盘和本期分析

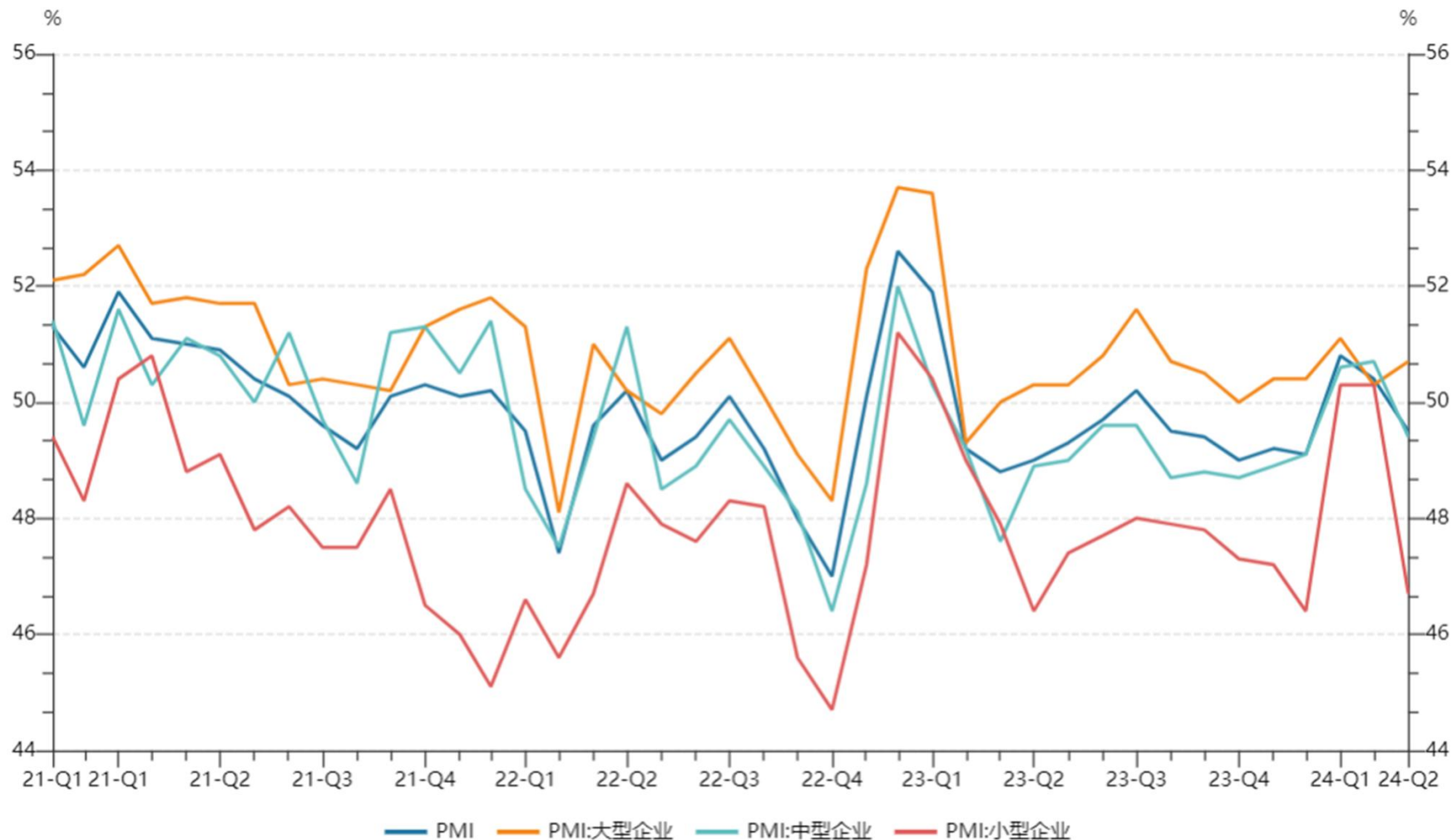
Part 3

风险提示

Part 1 近期宏观经济数据分析

5月份官方制造业PMI为49.5%，落入荣枯线下，前值50.4%

- 5月份中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，落入荣枯线下，不及预估的50.1%，前值50.4%。从企业规模看，5月大型企业PMI为50.7%，前值50.3%；中型企业为49.4%，前值50.7%；小型企业46.7%，前值50.3%；大型企业景气度继续扩张，小型企业收缩幅度较大。



5月生产指数为50.8%，前值52.9%；5月新订单指数为49.6%，前值51.1%



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

- 5月生产指数为50.8%，前值52.9%，企业生产扩张有所放缓但仍在扩张区间。5月新订单指数为49.6%，前值51.1%；5月大、中、小型企业新订单指数分别为51.6%、49.6%、44.8%，前值分别为50.6%、51.9%、51.2%；大型企业需求增长加快，小型企业需求收缩幅度较大。



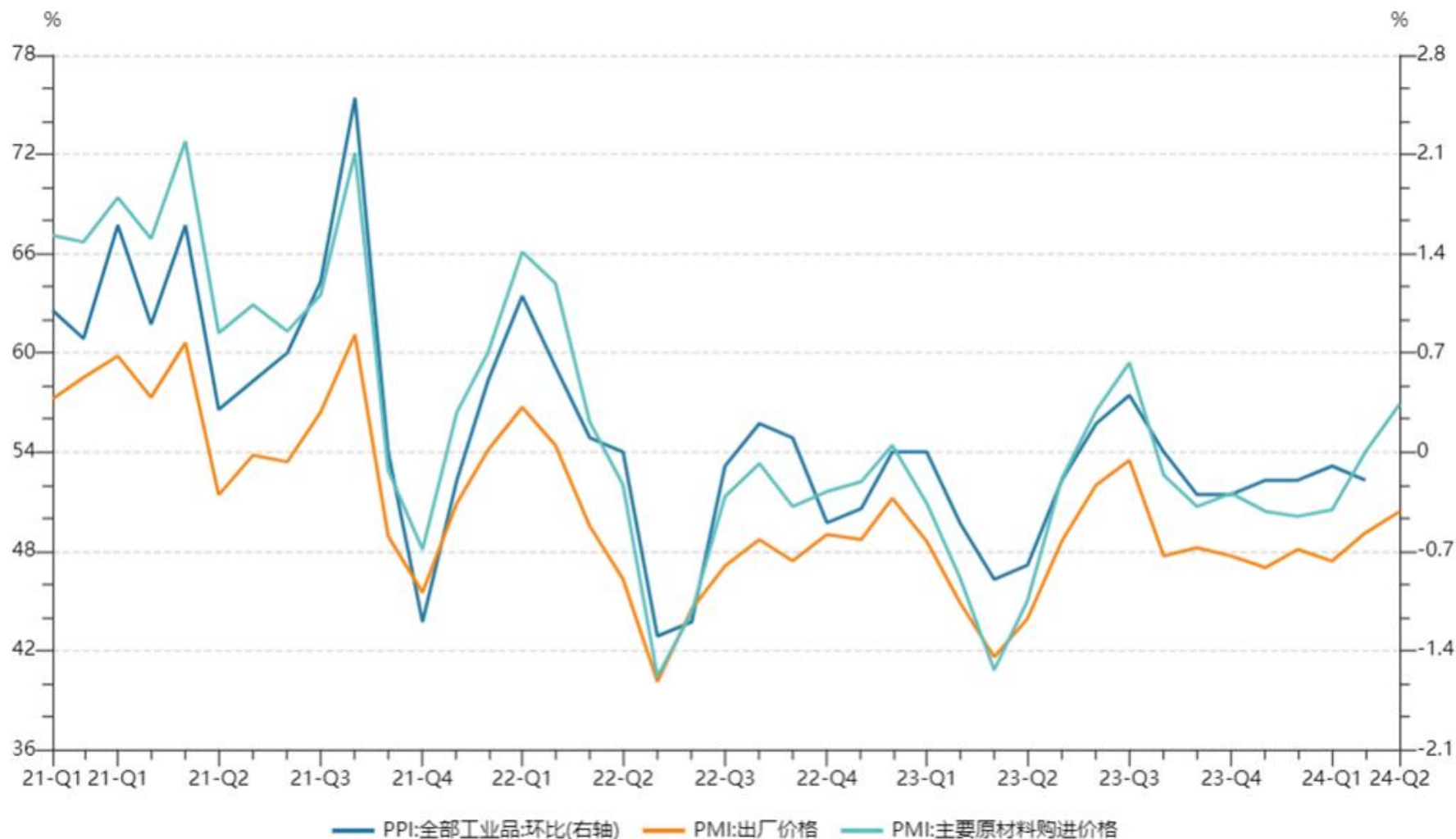
5月PMI原材料库存指数为47.8%，产成品库存指数为46.5%

- 5月PMI原材料库存指数为47.8%，前值48.1%；产成品库存指数为46.5%，前值47.3%。1-4月，制造业利润总额累计同比增长8.0%，1-3月同比增长7.9%。4月末制造业企业应收账款平均回收期为68.6天，同比增加3.9天，处于历史较高位置。制造业企业在利润同比增长的同时应收账款账期同比增加，现金流改善有限，5月制造业企业主要原材料购进价格指数上涨幅度又超出厂价格，同时新订单指数和新出口订单指数回落到荣枯线下，制造业企业因此谨慎增加库存。



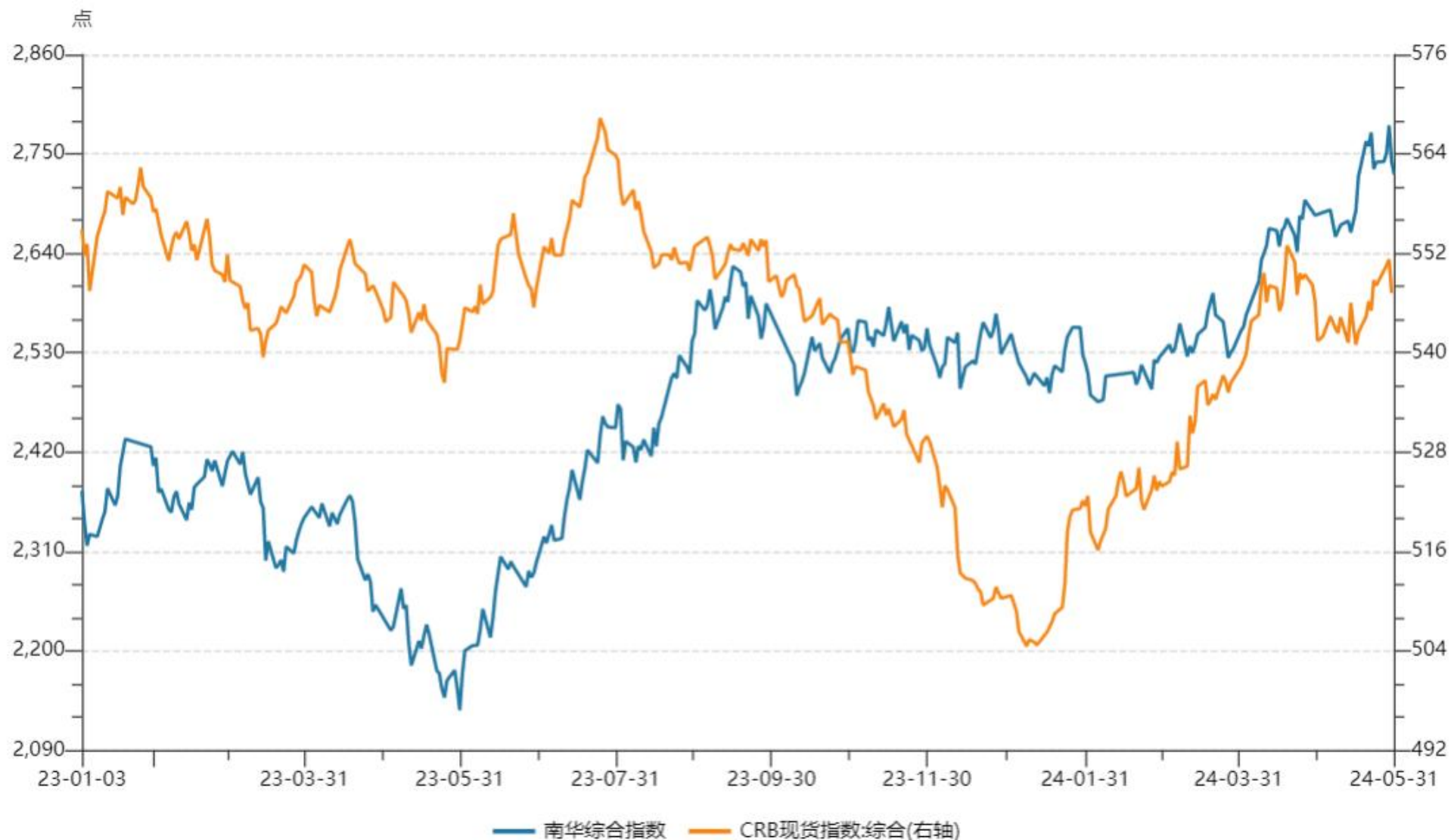
5月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为56.9%和50.4%

- 5月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为56.9%和50.4%，前值分别为54.0%和49.1%。5月原材料购进价格指数上涨速度加快，同时出厂价格指数小幅扩张，制造业企业的利润空间相对承压。预期5月PPI同比降幅将较大幅度缩减，有利于推动整体价格水平温和上行。



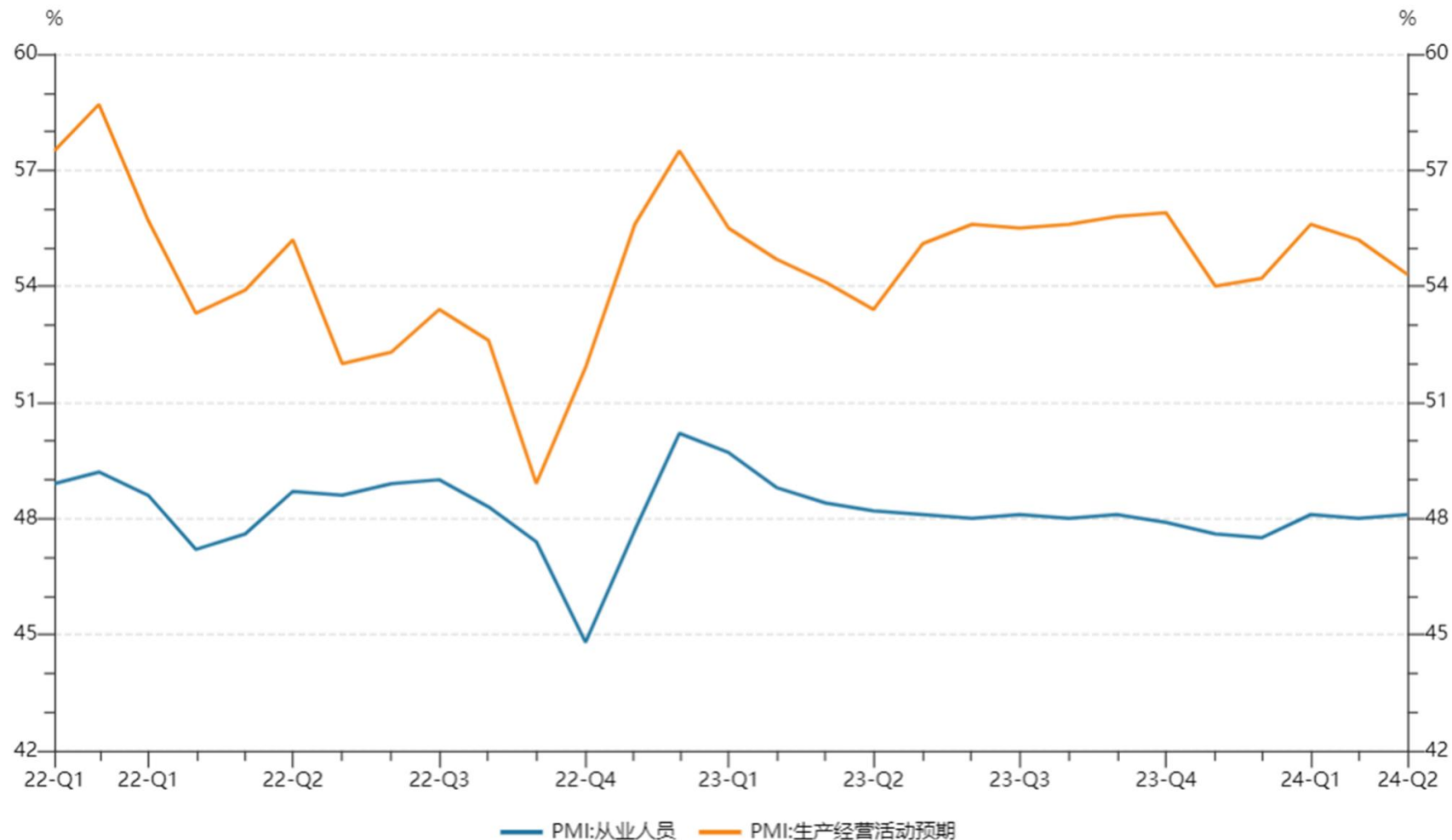
5月南华综合指数小幅上升

➤ 5月国内南华综合指数小幅上升，国外CRB现货指数也小幅上涨。近期多地报道公用事业价格有上调，对消费物价有小幅的上涨作用。



5月制造业生产经营活动预期指数54.3%，前值55.2%

- 5月制造业从业人员指数48.1%，前值48.0%，制造业企业用工景气度变化不大。5月制造业生产经营活动预期指数54.3%，前值55.2%，制造业企业对未来景气度预期在中等位置。从行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、专用设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数今年以来始终位于55.0%以上较高景气区间。



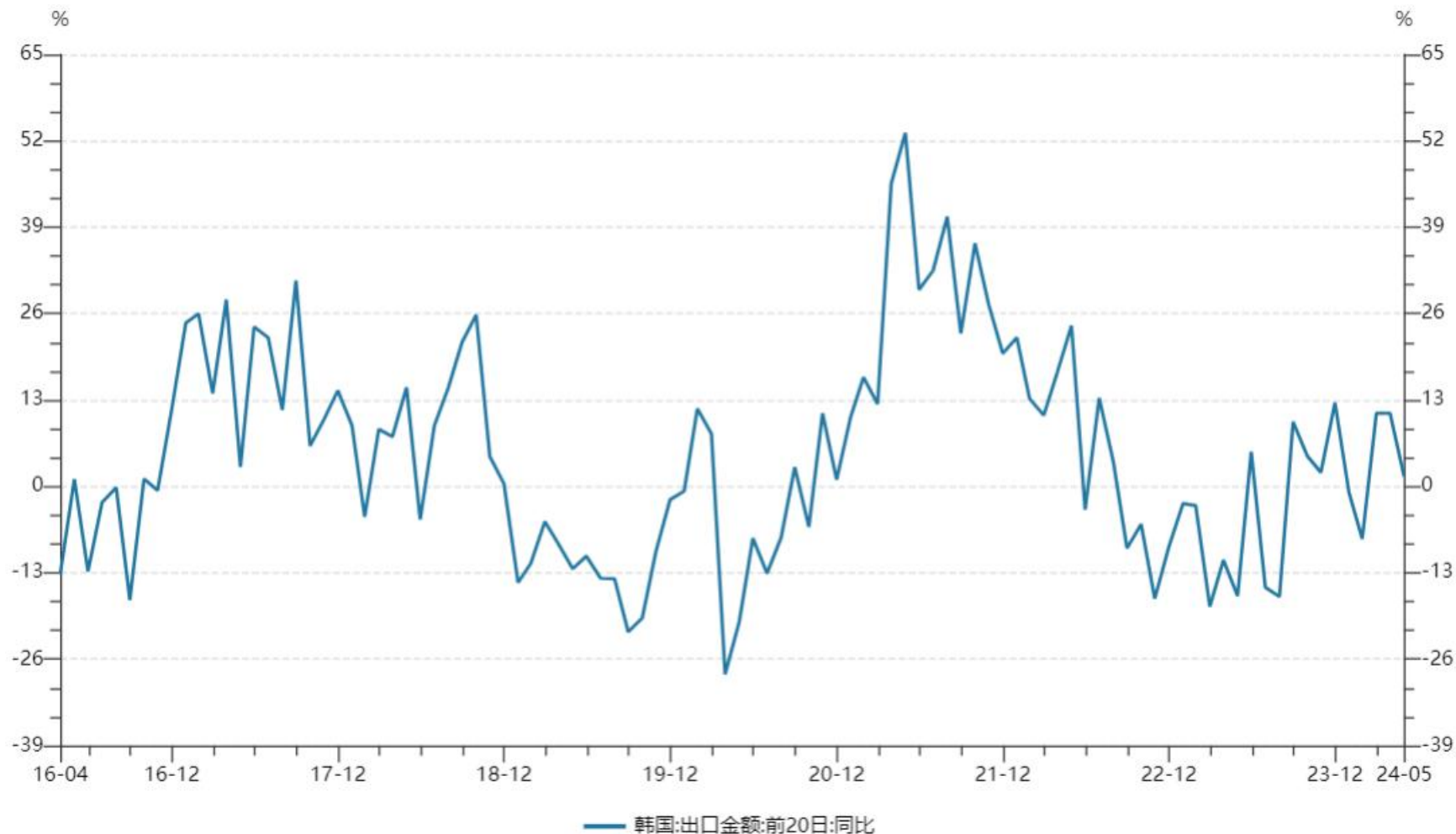
5月新出口订单指数为48.3%，前值50.6%

➤ 5月新出口订单指数为48.3%，前值50.6%；进口指数为46.8%，前值48.1%。5月新出口订单指数在连续两个月扩张后重回荣枯线下。



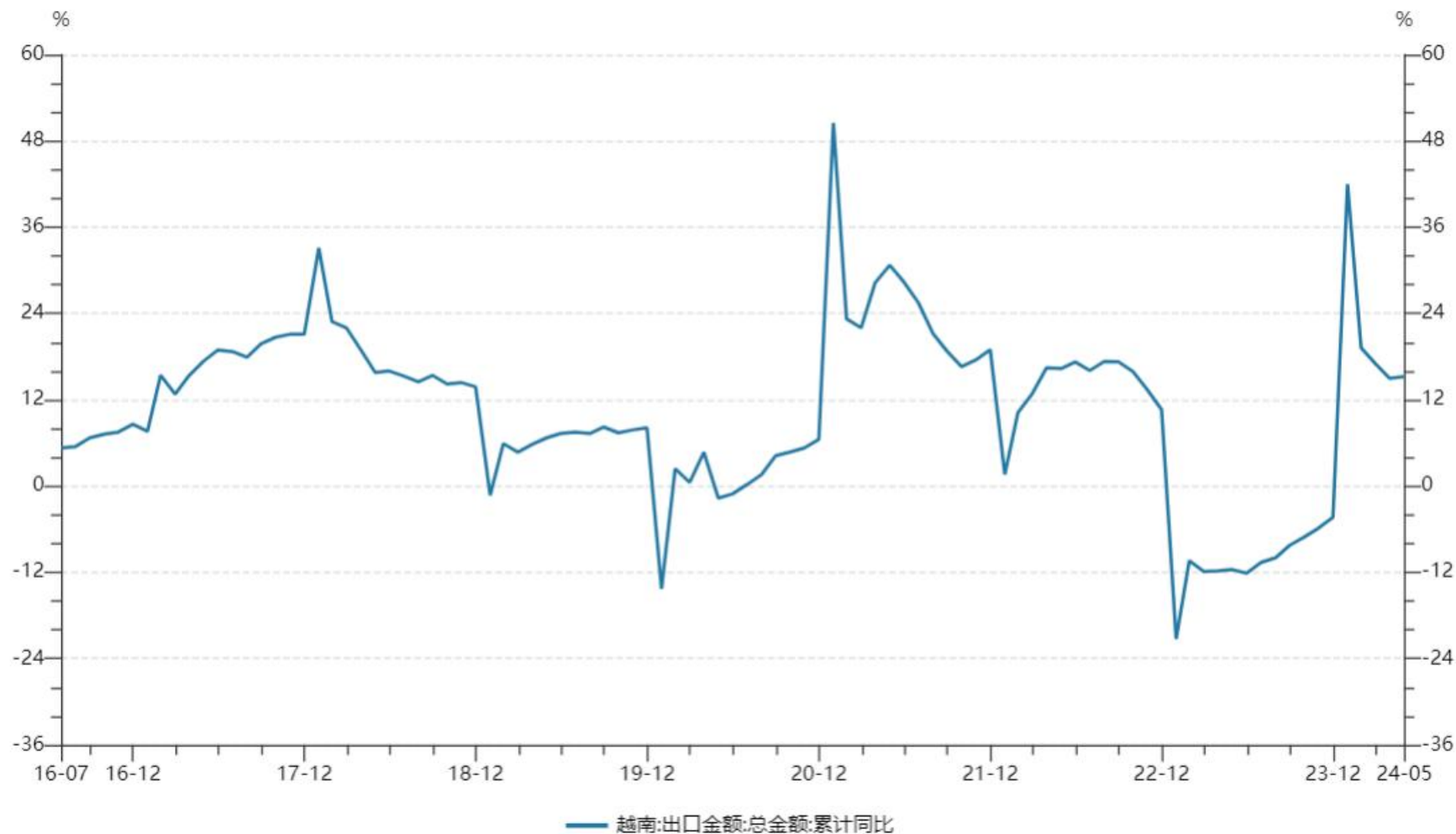
韩国5月前20天出口同比增长1.45%

- 韩国5月前20天出口同比增长1.45%。韩国5月前20日工作日较去年同期少两天，按开工日数计算的日均出口额同比增长17.7%。按品目看，半导体（45.5%）、石油制品（1.9%）、船舶（155.8%）、电脑及周边设备（24.8%）出口增加。半导体继续在景气周期。韩国4月出口同比增长13.8%，从去年10月以来连续正增长。



越南5月出口同比增长15.8%，4月同比增长10.6%

- 越南1-5月出口同比增长15.2%，中国是越南第一大进口来源国和第二大出口目的地。
- 越南5月出口同比增长15.8%，预期10.60%，4月同比增长10.6%。



5月份非制造业商务活动指数为51.1%，前值51.2%

- 5月份非制造业商务活动指数为51.1%，前值51.2%。5月建筑业商务活动指数为54.4%，前值56.3%。5月服务业商务活动指数为50.5%，上月50.3%。



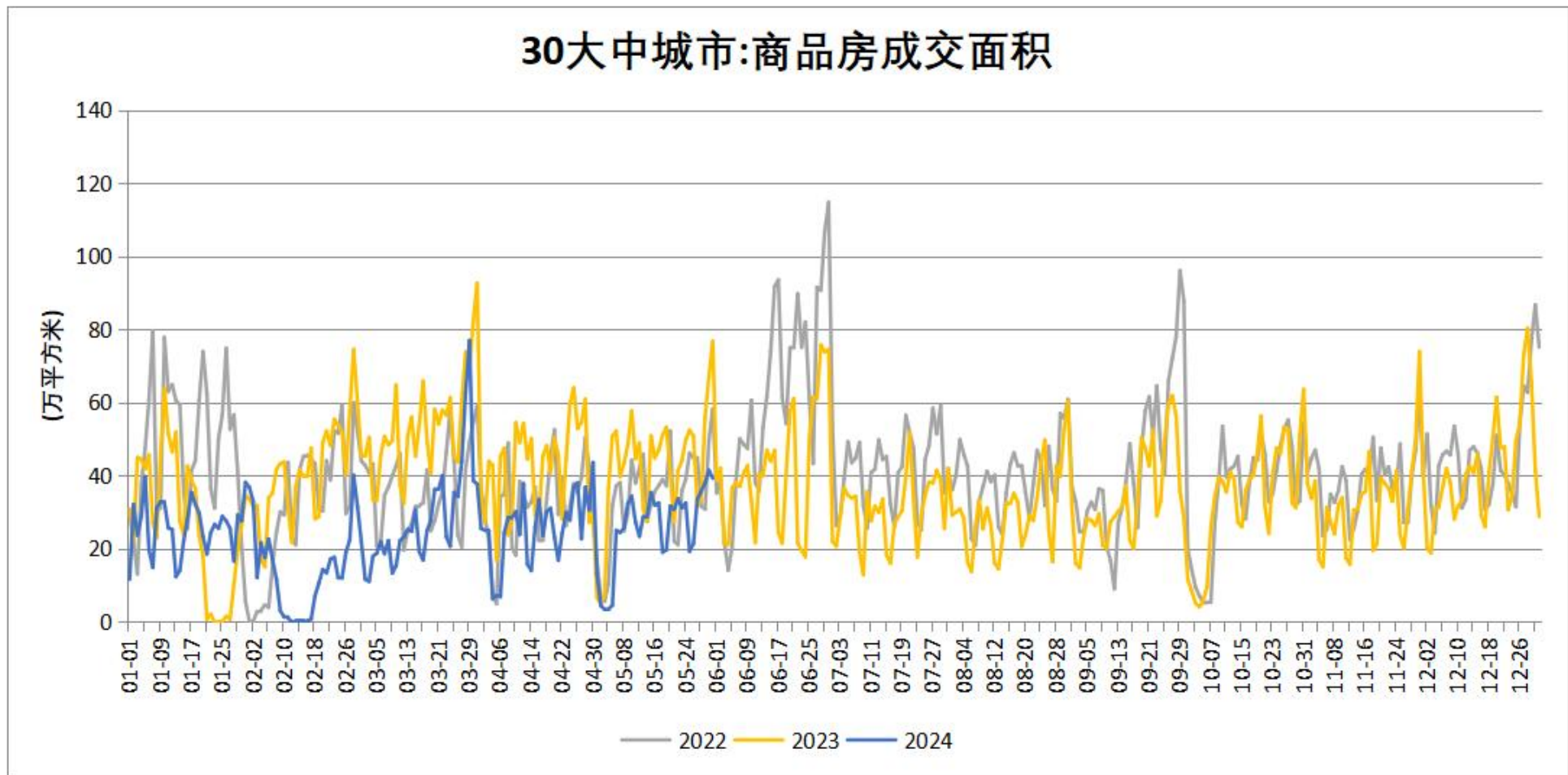
5月土木工程建筑业施工活动增速有所放缓

- 5月建筑业新订单指数为44.1%，前值45.3%；5月建筑业从业人员指数为43.3%，前值46.1%。5月建筑业业务活动预期指数为56.3%，前值56.1%。5月土木工程建筑业施工活动增速有所放缓。



5月30大中城市商品房成交面积同比下降39%，新房销售继续疲弱

- 5月，30大中城市商品房成交面积同比下降39%，4月份30大中城市商品房成交面积同比下降39%，5月25日-31日的一周30大中城市商品房日均成交面积33万平米、同比下降38%。新房销售持续疲弱。



5月服务业业务活动预期指数为57.0%，前值57.4%

- 5月服务业新订单指数为47.4%，前值46.5%。服务业从业人员指数为46.7%，前值47.4%。5月服务业业务活动预期指数为57.0%，前值57.4%。5月服务业商务活动指数小幅上升，但服务业从业人员指数有所回落，服务业业务活动预期指数小幅下行。



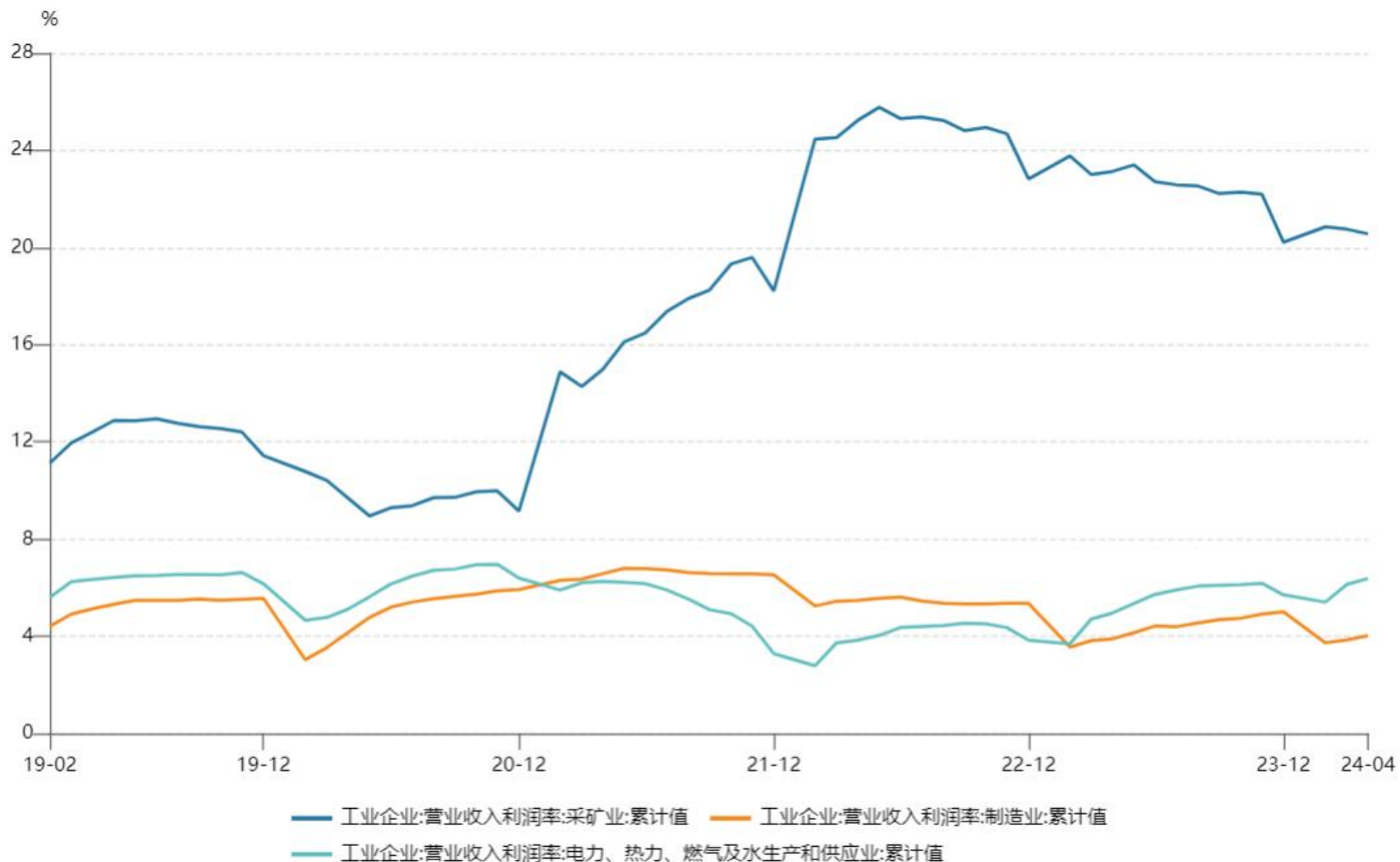
4月份规模以上工业企业实现利润同比增长4.0%，3月同比下降3.5%

- 1-4月份，规模以上工业企业实现营业收入41.92万亿元，同比增长2.6%，1-3月份同比增长2.3%，1-2月份为4.5%，2023年全年营收增长1.1%。
- 1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%，1-3月份同比增长4.3%，1-2月为同比增长10.2%，2023年全年全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降2.3%。
- 4月份规模以上工业企业营业收入由3月份同比下降1.2%转为增长3.3%；4月份规上工业企业实现利润同比增长4.0%，3月份同比下降3.5%。4月利润同比恢复正增长的一个原因，是去年4月的基数低。



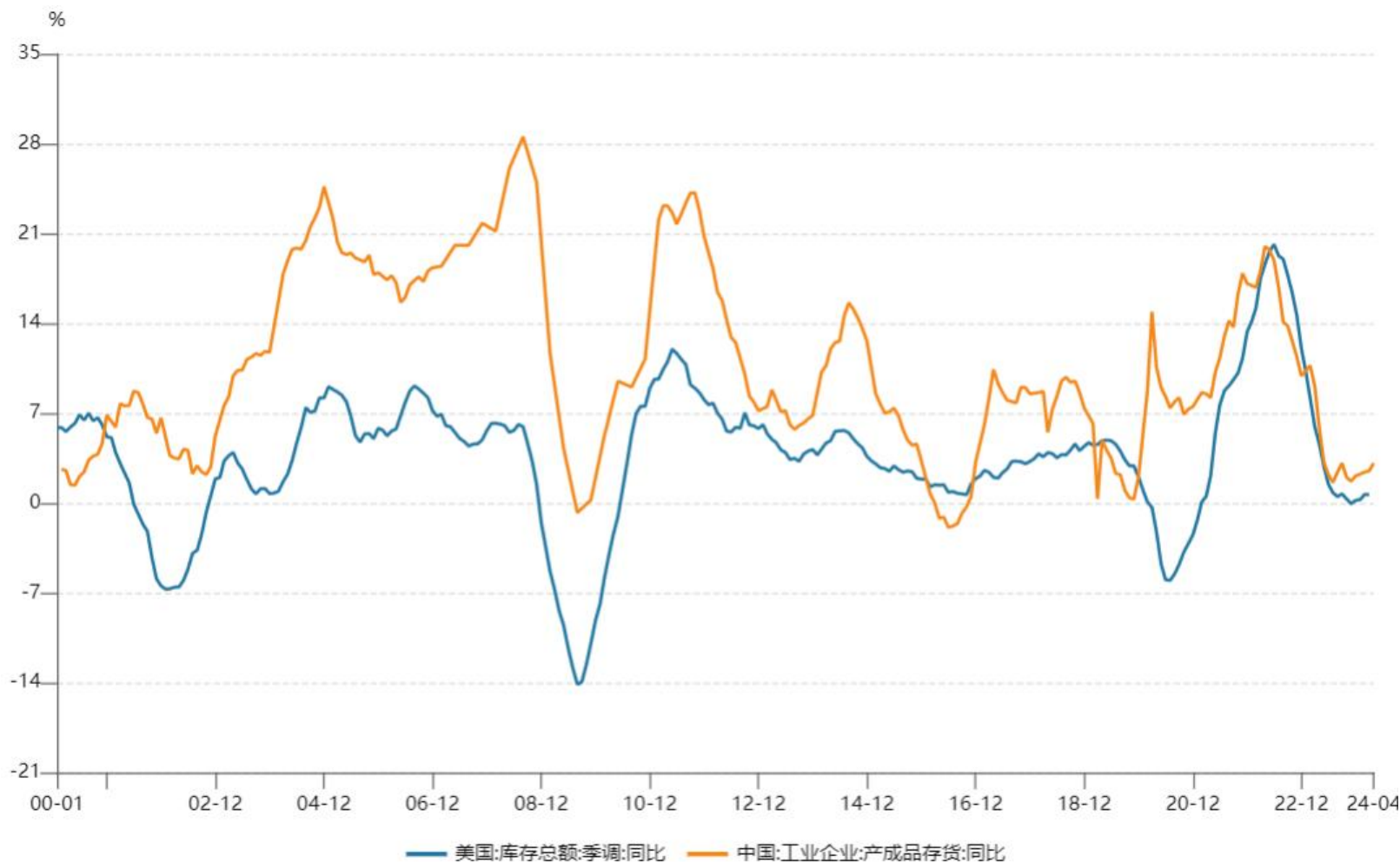
1-4月制造业企业营业收入利润率4.02%，去年同期为3.85%

- 1-4月制造业企业营业收入利润率4.02%，比去年同期的3.89%和1-3月的3.85%略好。
- 1-4月采矿业企业营业收入利润率20.56%，1-3月采矿业企业营业收入利润率20.75%，1-2月20.85%，去年1-4月采矿业企业营业收入利润率23.13%。
- 1-4月电力、热力、燃气及水生产和供应业企业营业收入利润率6.37%，1-3月为6.13%，1-2月为5.40%，去年1-4月4.95%。



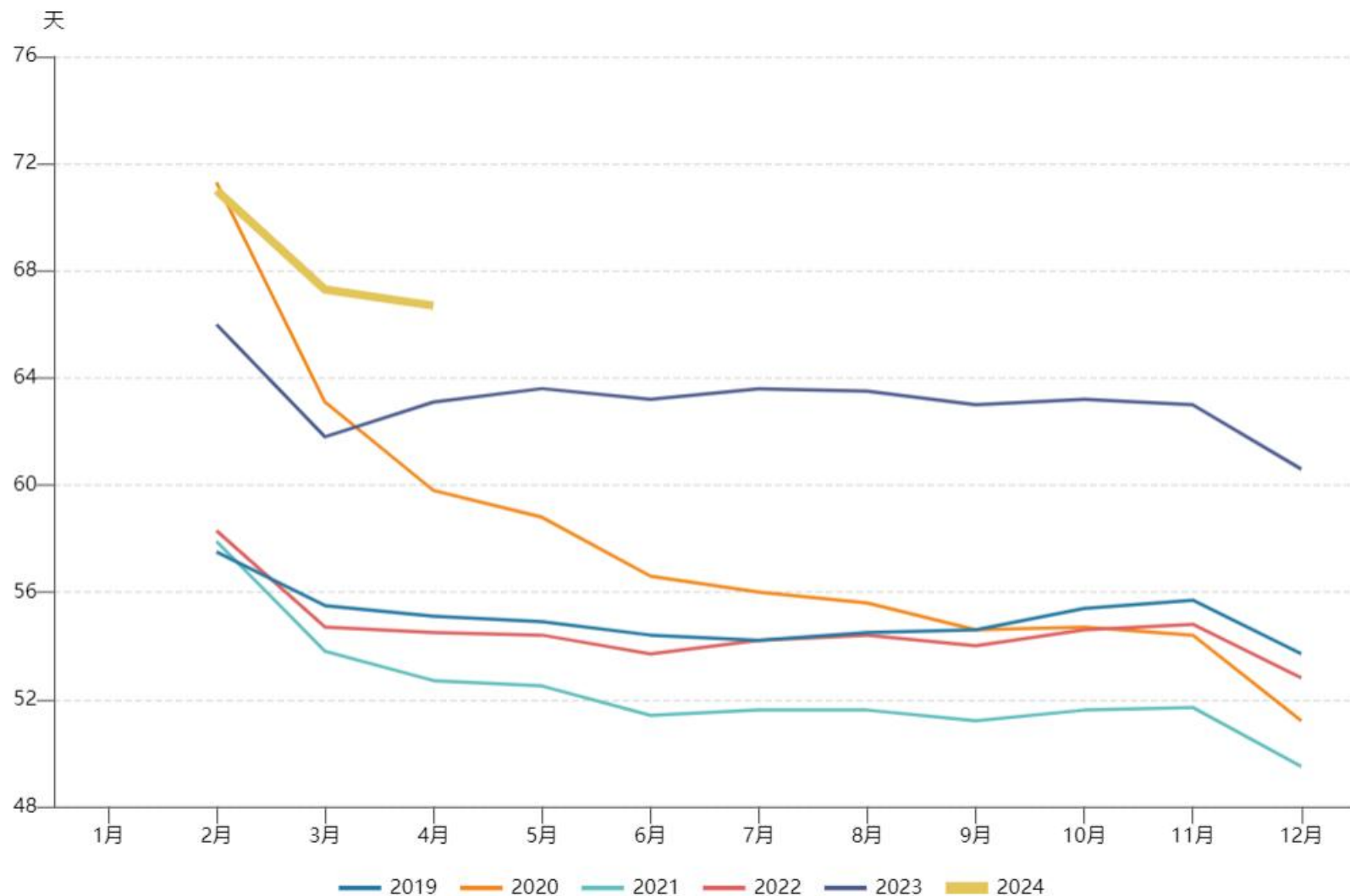
4月份工业企业产成品存货同比增长3.1%，前值2.5%

- 中国4月份工业企业产成品存货同比增长3.1%，前值2.5%，1-2月2.4%。国内工业企业有进入补库存周期的迹象。
- 美国3月全库存总额季调同比增长0.65%，2月0.66%，1月0.27%，2023年12月为0.20%，2023年11月为同比下降0.05%、是2021年2月以来的最低点，美国进入补库存则有利于中国出口。



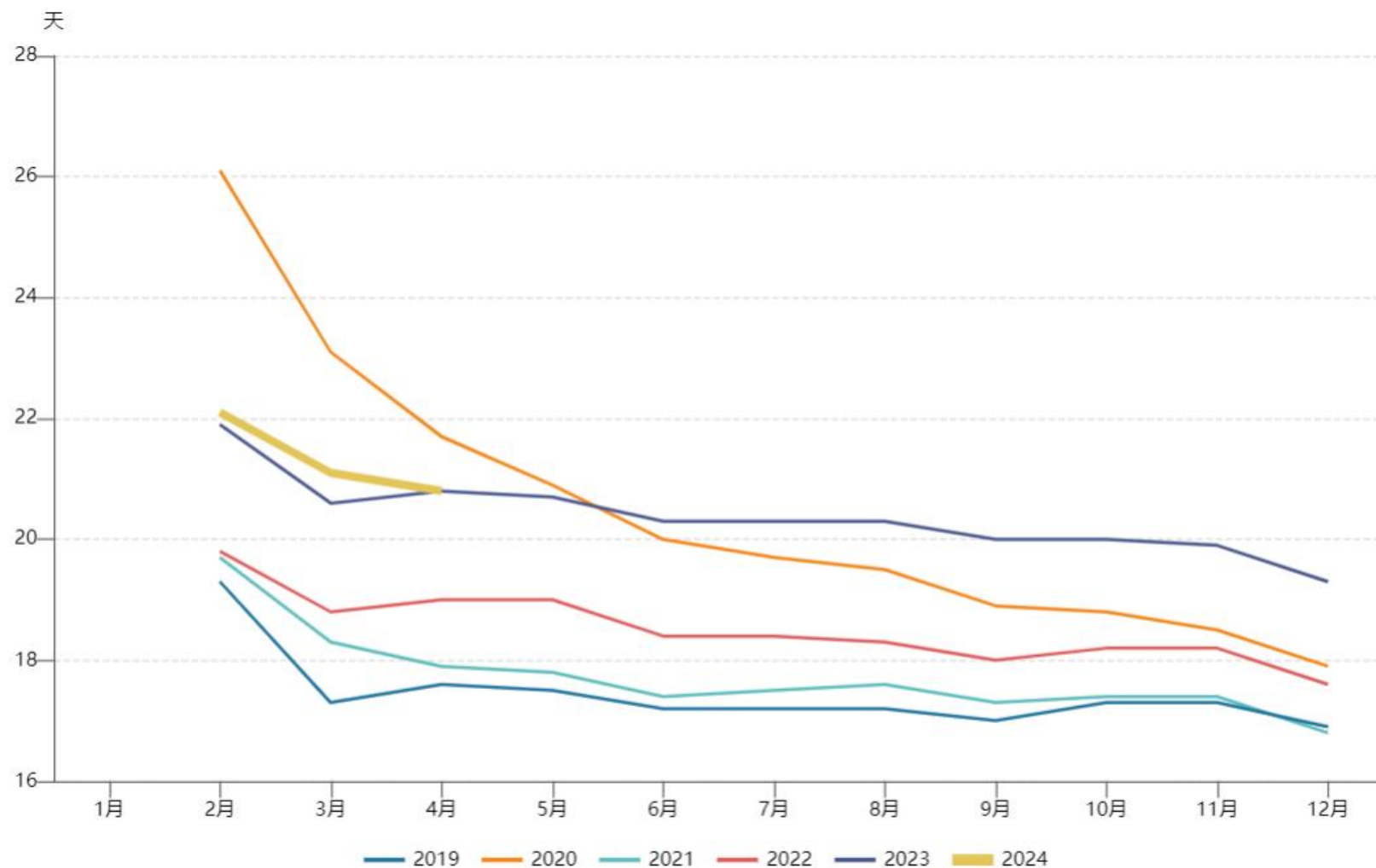
4月末中国应收账款平均回收期为66.7天，同比增加3.4天

- 4月末中国应收账款平均回收期为66.7天，同比增加3.4天，处于历史较高位置。3月末工业企业应收账款平均回收期为67.3天，同比增加3.8天。



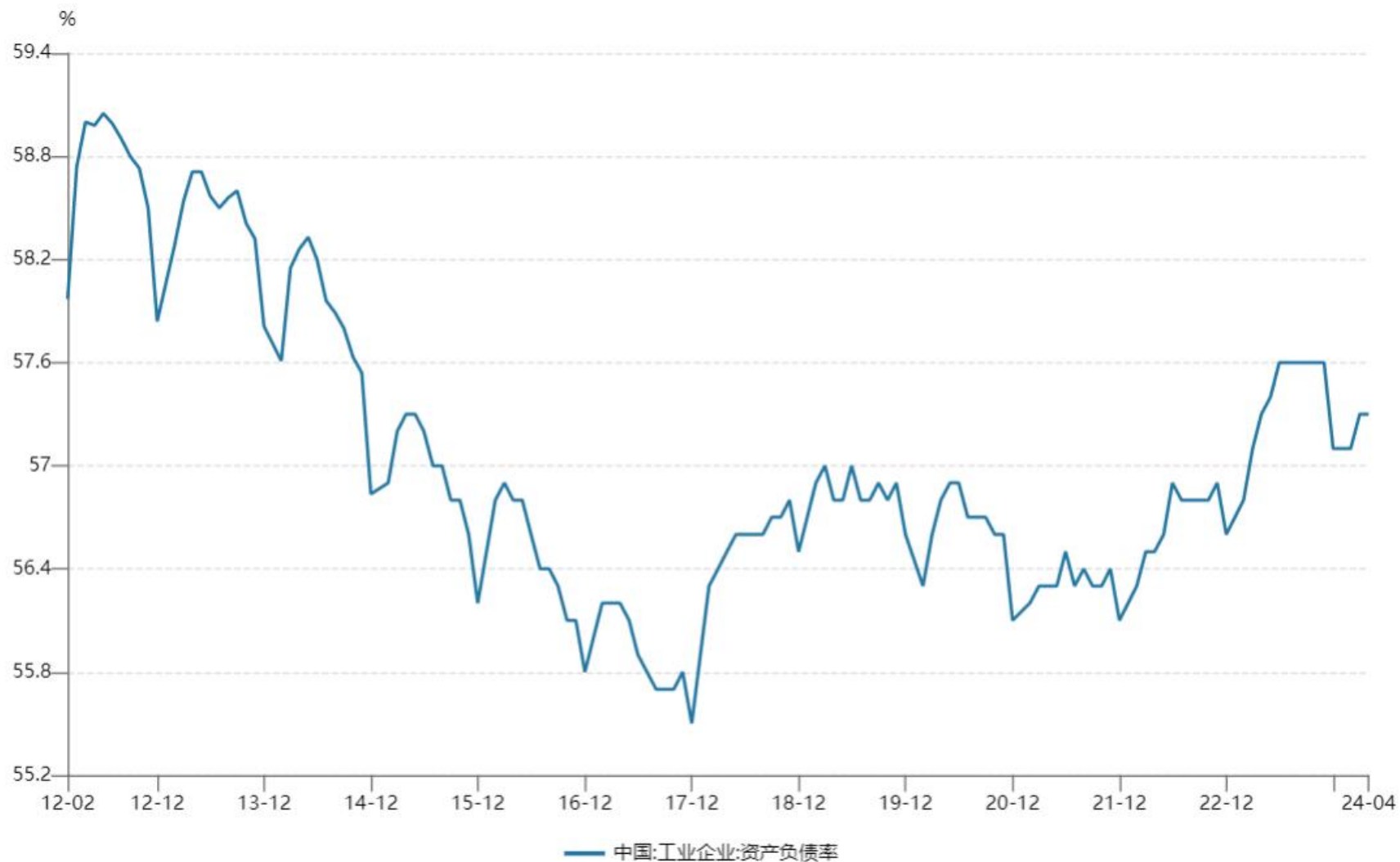
4月末产成品存货周转天数为20.8天，同比持平

➤ 4月末产成品存货周转天数为20.8天，同比持平，与历史同期相比同样偏高。



4月末中国工业企业资产负债率为57.3%，与3月末持平

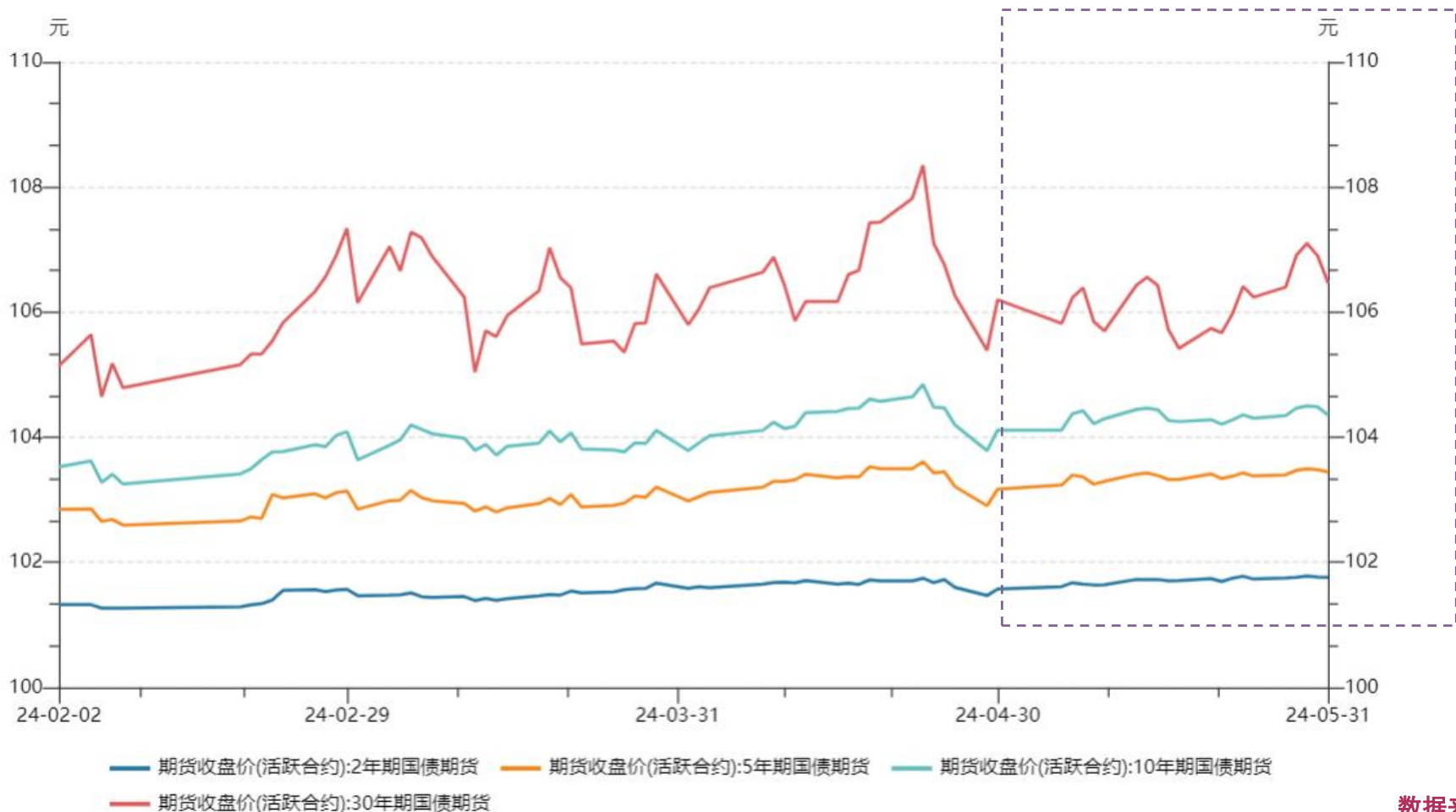
➤ 4月末中国工业企业资产负债率为57.3%，与3月末持平。



Part 2 国债期货上期复盘和本期分析

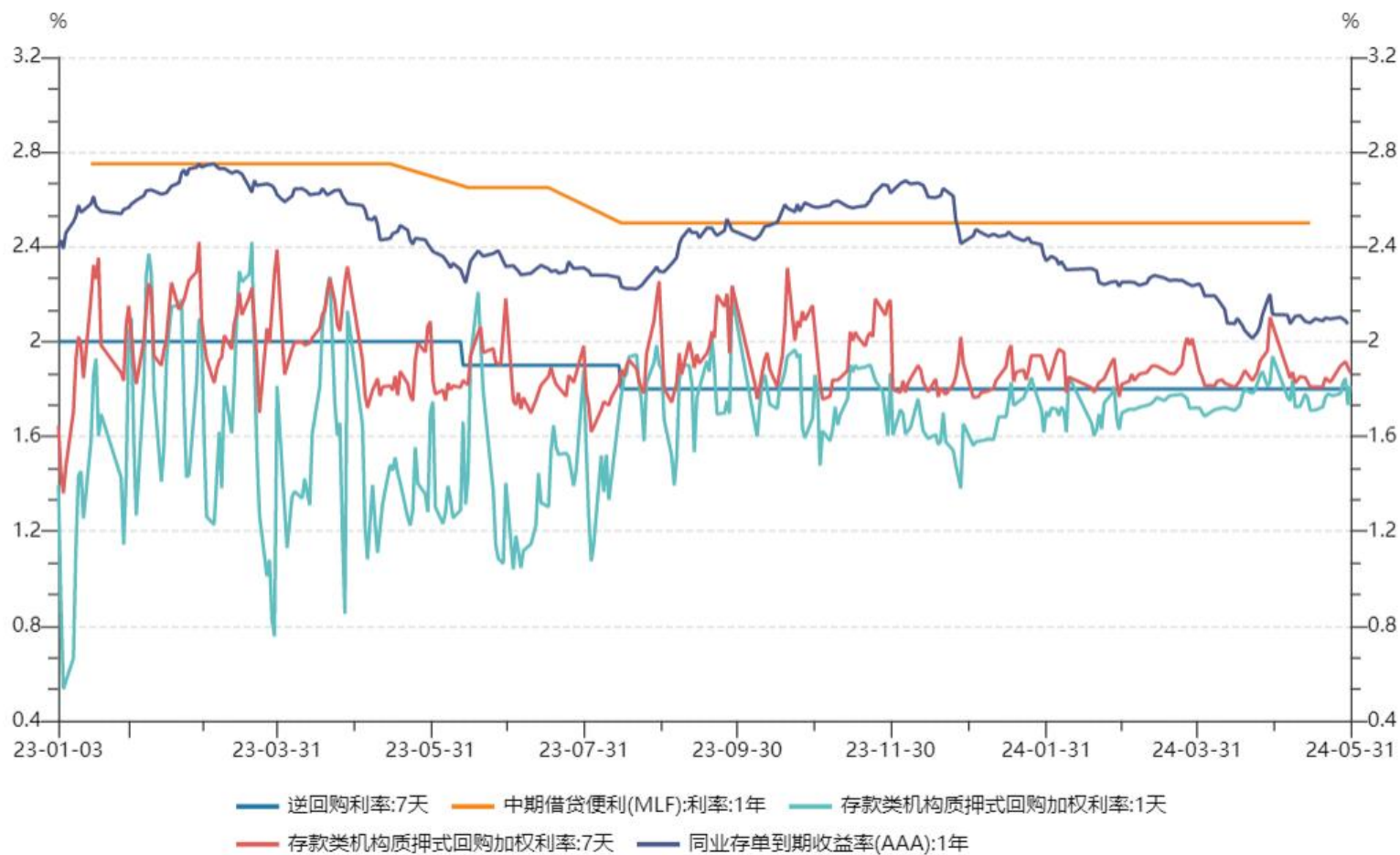
国债期货近期盘面回顾

- 4月23日《金融时报》提示长久期债券利率风险后，长久期国债价格连续三天大幅回调。进入5月后横向波动。财政部5月13日发布2024年一万亿元超长期特别国债发行计划，从5月-11月，发行节奏均衡，短期供给压力靴子落地。5月17日首期400亿元30年期超长特别国债中标收益率2.57%，与市场利率接近。5月17日，央行扶持房地产一篮子政策出台。在政策出台后，市场认为政策的效果如果获得验证也可能需要几个月的时间。对债市来说有短期利空出尽的意味，债市再度上行。5月31日《金融时报》头版头条刊登文章《长期国债收益率应符合客观规律》，再次提示利率风险，长期国债期货价格下行。



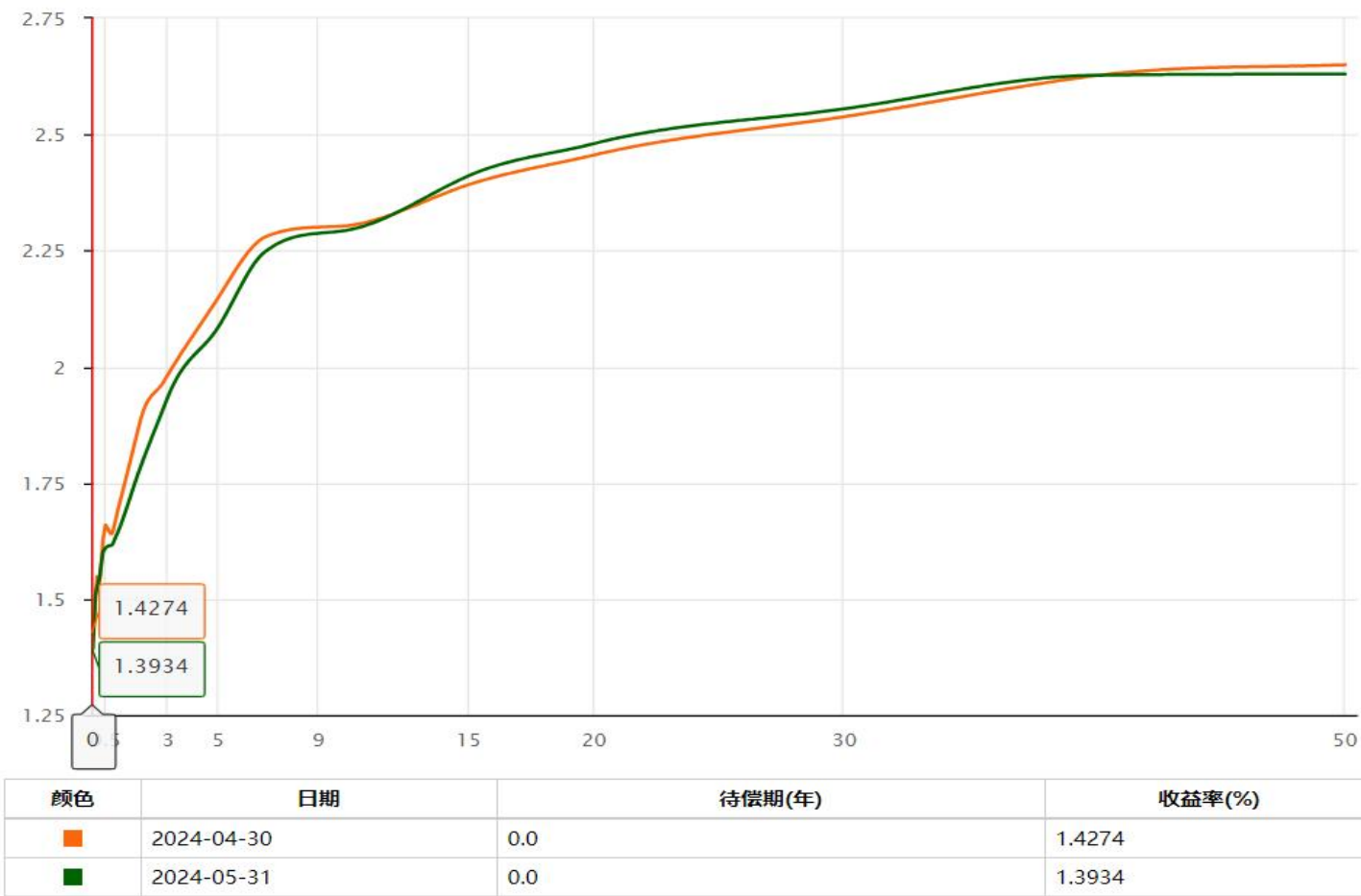
资金市场流动性总体适度宽松

- 5月15日央行开展1250亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率为2.5%，与此前一致，本月有1250亿元MLF到期，央行本月MLF到期等量续作，而不是前两个月的缩量续作，大约是考虑本月国债发行力度加快。5月20日5月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉，1年期LPR报3.45%，5年期以上LPR报3.95%，均保持不变，符合市场预期。
- 5月资金市场流动性总体适度宽松，DR001加权平均多数时间在1.70%-1.80%之间，DR007加权平均多数时间在1.80%-1.90%之间。进入5月1年期AAA同业存单到期收益率在2.10%附近，最近两天在2.07%，远低于2.50%的MLF利率。



国债现券到期收益率曲线变动

➤5月31日收盘国债现券到期收益率曲线与4月30日相比整体表现为扭曲，中短期收益率下行，超长期收益率上行。2年期国债到期收益率从4月30日的1.90%下行10个BP至5月31日的1.80%；5年期国债到期收益率从4月30日的2.15%下行6个BP至5月31日的2.09%；10年期国债到期收益率从4月30日的2.30%下行1个BP至5月31日的2.29%；30年期国债到期收益率从4月30日的2.54%上行2个BP至5月31日的2.56%。（依据中债国债到期收益率曲线）



数据来源：Wind，中国债券信息网，格林大华期货

- 短期：震荡
- 中期：5月23日公布国家发改委、央行等四部门《关于做好2024年降成本重点工作的通知》，其中提到，推动贷款利率稳中有降，持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，促进社会综合融资成本稳中有降。5月31日《金融时报》头版头条刊登文章《长期国债收益率应符合客观规律》，副标题是“投资者当理性购入各类资产”，再度提示利率风险，认为固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，过于短期化的投资行为更容易放大利率风险。
“推动贷款利率稳中有降”和“目前的超长期国债收益率可能有利率风险”出于不同的考量。我们认为目前情况下宽松的货币政策将持续，同时“避免前紧后松”的政策导向将推动经济平稳增长，年内降准降息仍是大方向。我们认为国债收益率中线大概率区间震荡，10年期国债收益率在2.25%-2.35%。国债期货价格如果向下回调幅度大则是多头增加仓位的机会。
- 操作策略：交易型投资波段操作。

Part 3 风险提示

3 风险提示

- 宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。

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。