

多因素影响 期债上行空间受阻

内容提要:

- ◆ 期债受多空因素拉扯，走势较为纠结，整体呈现震荡态势。疫情冲击下国内经济下行压力增大，降准落地但力度不及预期，人民币贬值压力加大，同时股市走弱，市场风险偏好下降。海外方面，美联储政策收紧速度加快，中美国债利差倒挂程度加深。
- ◆ 4月以来，资金面总体偏宽，近日资金面略有上行，主要受到跨“五一”假期的影响，但绝对价格依然属于相对低位。虽面临月末及假期，但流动性供给仍较充裕，跨月无忧；此外在国内疫情未有明显缓解之前，货币宽松环境将维持，资金向好趋势亦料延续。
- ◆ 我国一季度经济数据表现较弱，主要受到疫情以及俄乌冲突等因素影响。不过3月数据尚未完全体现疫情冲击力，以上海为例，采取较为严格的居家隔离措施是从3月下旬开始，从高频的全国经济活动数据来看，降至底部也是从3月下旬开始，往后4月的经济数据受疫情拖累或更为明显。随着疫情对经济的拖累逐渐显现，稳增长政策发力对冲的必要性进一步上升。
- ◆ 预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。
- ◆ 后续货币政策将向结构性支持发力。近期多项宽松货币政策落地，进一步宽松的政策空间缩窄。但在局部地区疫情拖累稳增长宽信用进程的背景下，预计货币政策宽松取向不会扭转，但后续货币政策或将逐渐转向结构性支持为主。
- ◆ 虽4月地方债发行进度相对放缓，但预计后续将逐渐加快，整体上看二季度专项债发行将继续提速，6月底前将发行七八成，9月底前或正式收尾。
- ◆ 随着美联储加息不断升温，美债利率不断上升，中美利差倒挂，海外快速紧缩对央行宽松有掣肘。

宏观经济/国债

葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

期债受多空因素拉扯，走势较为纠结，整体呈现震荡态势。疫情冲击下国内经济下行压力增大，降准落地但力度不及预期，人民币贬值压力加大，同时股市走弱，市场风险偏好下降。海外方面，美联储政策收紧速度加快，中美国债利差倒挂程度加深。

图 1. 国债期货高位震荡



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 2. 中债国债到期收益率下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

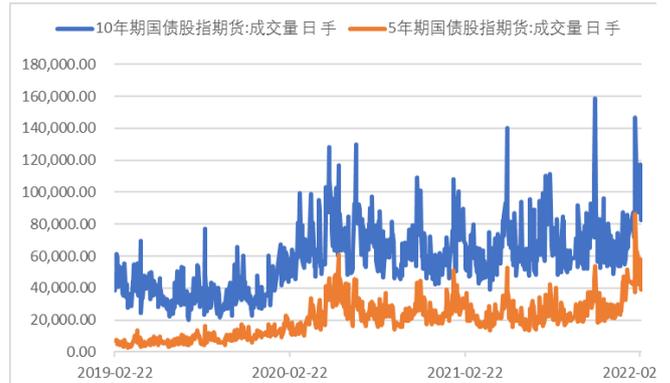
4月以来，资金面总体偏宽，近日资金面略有上行，主要受到跨“五一”假期的影响，但绝对价格依然属于相对低位。虽面临月末及假期，但流动性供给仍较充裕，跨月无忧。此外在国内疫情未有明显缓解之前，货币宽松环境将维持，资金向好趋势亦料延续。

图 1. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 2. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

（一）经济数据表现较弱

我国一季度经济数据表现较弱，主要受到疫情以及俄乌冲突等因素影响。我国一季度国内生产总值 270178 亿元（初值），不变价同比增长 4.8%，基本持平于预期，环比增长 1.3%，指向国民经济运行总体平稳。分产业看，第一产业增加值同比增长 6.0%，第二产业增加值增长 5.8%，第三产业增加值增长 4%。一季度经济的增长点主要在于基建投资的发力，三月以来疫情波及范围的扩大接触类行业包括餐饮航空等服务业及消费行业表现略不及市场预期，地产投资继续走弱。随着疫情对经济的拖累逐渐显现，稳增长政策发力对冲的必要性进一步上升。

不过 3 月数据尚未完全体现疫情冲击力，以上海为例，采取较为严格的居家措施是从 3 月下旬开始，从高频的全国经济活动数据来看，降至底部也是从 3 月下旬开始，往后 4 月的经济数据受疫情拖累或更为明显。此外，失业率也出现明显上升，就业水平不及预期，3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 2 月上升 0.3 个百分点，3 月城镇新增就业 122 万人，较去年同期 149 万大幅回落。随着疫情对经济的拖累逐渐显现，稳增长政策发力对冲的必要性进一步上升。

1、工业生产略低于预期

中国 3 月份规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，略低于市场预期和前值 7.5%。回顾 3 月官方 PMI49.5% 跌破荣枯线，目前来看工业制造存在下行趋势。四月部分区域防控形势升级，或对供应链仍形成冲击。且静态管理措施下，服务类企业可能受影响较大。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比 2 月增长 0.39%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%。从主要工业品产量增速来看，原煤上升 14.8%，粗钢和水泥降幅收窄，高耗能工业品产量逐渐恢复，汽车产量由正转负。

2、社零消费大幅下滑

社零数据不及预期，可选消费受疫情冲击较大。中国一季度社会消费品零售总额同比增长 3.3%，其中除汽车以外的消费品零售额增长 3.6%。扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长 1.3%。从三月份的数据来看，3 月份社会消费品零售总额同比下降 3.5%，降幅大于预期，环比下降 1.93%。其中粮油和饮料等部分必选消费韧性较强，而金银珠宝、服装、家具和汽车等可选消费回落明显，其中汽车零售额同比下降 7.5%，降幅强于零售总额同比下滑幅度。

3、基建投资持续走强，制造业投资承压

固定资产投资好于预期。其中，基建投资超预期发力提振整体固定资产投资，未来仍有上行空间；房地产投资再度转负，销售连续第 8 个月负增长；制造业投资持续回落。中国一季度固定资产投资同比增长 9.3%，比

1-2月数据回落2.9个百分点。从环比看，3月固定资产投资增长0.61%。分项目来看，基建同增8.5%，制造业15.6%。

基建投资超预期发力，未来仍有上行空间。1-3月基础设施投资(不含电力)同比增长8.5%；三年平均增长4.2%，较1-2月大幅加快3.2个百分点，前者创下疫情后最快增长。2021年下半年以来地方政府专项债集中发行，今年一季度专项债发行节奏后来居上，现已初步形成实物工作量从而提振基建投资。截至3月底，地方累计发行约1.25万亿元，占提前下达额度的86%；各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占已发行新增专项债券的68%。前瞻地看，受基建投资意愿积极、资金充足、项目到位、财政前置发力的支撑，上半年基建投资预计将维持较快增长。

房地产投资再度转负，销售连续第8个月负增长。1-3月房地产开发投资同比增长0.7%；3月当月同比下降2.4%，三年平均增长4.2%，较前值回落2个百分点。3月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-22.2%、-21.5%、-15.5%，均较2月大幅下滑，主要受疫情管控加强、市场尚未企稳等因素的不利影响；商品房销售面积同比下降17.7%，连续第8个月负增长，较1-2月回落8.1个百分点。一季度以来房地产政策不断松绑，但商品房销售仍在低位徘徊。一季度60多个城市发布房地产相关政策超百次，主要涉及针对性放松限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低房贷利率、取消限售、为房企提供资金支持等方面；另据央行数据，3月以来全国已有100多个城市的银行自主下调房贷利率。但是，商品房销售仍未企稳。考虑到房地产市场平稳健康发展对中国经济跨周期平稳的重要性，预计未来仍存有因城施策进一步加大放松的可能性。

制造业投资回落。1-3月制造业投资同比增长15.6%，三年平均增长3.9%，较2月回落0.5个百分点。高技术制造业投资继续发挥引领作用。一季度高技术制造业增加值同比增长14.2%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长10.8%，均保持较快增长。制造业投资总体保持平稳增长，主要和企业利润仍然较好、出口仍有韧性、政策支持力度加大等因素相关。未来，货币政策发力宽信用，财政政策留抵退税和专项债将在二季度加速落地，在“稳增长”和“宽信用”支撑下，增长动能或将有所恢复，国内经济有望在二季度迎来下行拐点。

4、进口同比增速小幅转负

3月当月，中国出口17,535.40亿元，同比增长12.90%；进口14,529.60亿元，同比下降1.70%；贸易顺差3,005.80亿元。按美元计价，3月中国出口2,760.80亿美元，同比增长14.70%；进口2,287.00亿美元，同比下降0.10%；贸易顺差473.80亿美元；

出口韧性很强。3月份出口再次超预期增长。在疫情冲击较为严重的背景下，14.7%是不错的数字。市场从去年下半年就开始担忧的出口断崖式下滑始终没有发生。分国家和地区来看，3月大陆对香港地区的出口同比下滑21.87%。2、3月份香港疫情的大规模爆发严重影响了其转口贸易。由于转口贸易受阻，一些原本经过香港的出口订单将发货地改为了内地港湾，所以中国内地对其它各国家和地区的直接出口则出现明显上升。从商品

结构来看，3月份出口反映出以下现象：第一，劳动密集型产品出口依然保持强劲。反映出外需中居民表观消费未见衰退。第二，海外生产端相关的商品出口表现较好。反映出海外生产端在加速恢复，带来生产相关的设备或资源需求。第三，地产后周期相关商品出口相对较弱。反映出海外房地产市场持续降温。随着海外加息周期的开启，地产链相关需求未来面临较大下行压力。第四，疫情冲击了部分商品的生产 and 物流，从而对出口产生影响。比如供应链较长的半导体行业，全国四个产业聚集区中的长三角、珠三角都受到了疫情较为严重的冲击。第五，价格因素对出口的拉动作用愈发明显。虽然国内通胀水平较低，但出口商品价格已经被海外的高通胀拉动。

进口受内需拖累。3月进口大幅低于预期，在价格高企的情况下进口额仍然同比转负。3月进口数据具有以下特征：第一，对美欧日进口下降更多，对东盟进口保持正增长。总的来看中国进口向东盟及周边地区的倾斜度越来越高。第二，各类商品进口量全面下降，反映出内需非常弱。第三，汽车包括底盘进口量同比增长2.9%，自去年以来持续上升，也是主要进口商品中极少数保持正增长的。反映出目前国内汽车需求可能相对较好。

3月贸易顺差473.8亿美元，较2月扩大，明显高于往年同期水平。目前市场较为担忧未来出口的下滑，但我们认为出口的韧性将维持较长时间：首先，目前看来全球贸易需求仍然较为旺盛，未见衰退迹象。

3月以来，国内经济受到部分地区疫情影响，出口景气度有所回落；从前瞻指标—制造业PMI的细分项指标看，3月大中小型制造业企业的新出口订单指数均位于荣枯线以下。展望4月，预计疫情对供应链的扰动将持续存在，叠加去年二季度出口规模基数较高，预计当月出口同比增速将继续收窄。

（二）社融继续上行

3月份社融总体数量上行，主要是贷款上升、企业债券和政府债券发行放量带来的，影子银行止跌、也给社会融资总量带来积极的影响。整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下完成了信贷的同比增长，稳增长措施逐步见效也反应了管理层的决心和对整体经济调控的有效。

表外信贷止跌上行首先，影子银行继续上行，委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票同比回升，意味着房地产相关企业信贷逐步好转。其次，政府债券前置，发放速度加快。1季度政府债券融资1.58万亿，同比增长9215亿元。最后，表内贷款上行，居民贷款稍有回升，企业贷款增加。总体来说，制造业需求仍然相对弱势，整体金融环境继续保持宽松，信贷持续上行是经济恢复的积极信号，这种宽松可能会延续至3季度。

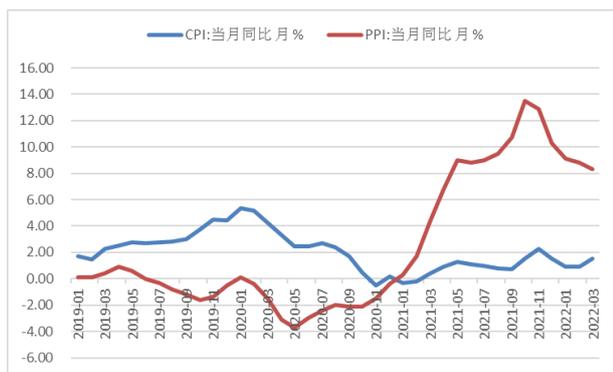
企业短贷爆发，居民需求仍然较弱 2022年3月份新增信贷增速回升，企业信贷上行，居民信贷疲弱，企业贷款中短期贷款大幅上行。新冠疫情影响了部分房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然低增长。企业贷款结构并不理想，但快速上行的短期贷款说明企业资金较为紧张，部门企业得到长期贷款仍然较为困难。

社融和M2匹配度仍然显示显示宽松需持续 M2 缓慢上行，M2 回升是居民存款上升的结果，同时金融机构购

买债券推动了M2小幅上行。3月份M1保持平稳，企业资金状况在3月份没有明显变化。1季度M1和M2继续走高，货币投放加快，金融活化程度加快。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果会逐步显现。社融和M2的比例继续回落，说明现阶段金融相对于实体经济仍然较为紧张，需要进一步的宽松。

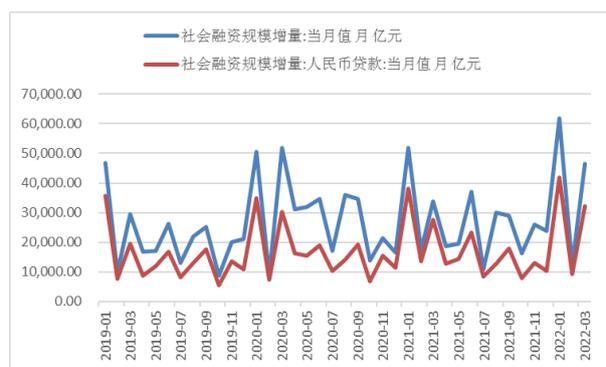
宽信用继续，货币政策处于观察期央行稳增长的决心和动力仍然较足，着力促进信贷的发放，并且1季度运行良好，信贷回升会带来经济的缓步上行。虽然3月份央行并无降准降息出现，但宽信用仍然在持续。鉴于美联储已经在收缩货币的过程中，在美联储加息缩表的时刻，央行降息的效果可能并不好，预计上半年央行降息有所谨慎。同时通胀预期有所走高，下半年央行货币政策可能一定程度受到通胀压制，央行的货币操作会面临更加复杂的环境。

图 5. PPICPI 剪刀差缩小



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 社融上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

(三) PPI 下行趋缓，CPI 小幅上行

3月，CPI 当月同比 1.5%、CPI 环比持平，春节需求回落和疫情冲击叠加，食品和服务价格双下降，工业消费品涨价背后是大宗商品涨价和基建开工提振。CPI 当月环比 0.6%、与上月持平。其中，食品价格下降 1.2%，主要受节后消费需求回落及供给充足等因素影响，猪肉价格下降 9.3%；非食品价格上涨 0.3%、较上月回落 0.1 个百分点；工业消费品价格上涨 1.1%、涨幅扩大 0.3 个百分点，主要是能源价格上涨带动；服务价格由上月持平转为下降 0.2%。CPI 当月同比 1.5%，较上月上升 0.6 个百分点。其中，食品价格下降 1.5%，较上月下降 2.4 个百分点，食品价格影响 CPI 下降约 0.28 个百分点，食品项目主要变动来自猪肉价格当月同比下降 41.4%、鲜菜价格当月同比上涨 17.2%。非食品价格上涨 2.2%，较上月上升 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.77 个百分点。非食品项目的主要变动来自能源涨价，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 24.6%、26.9%和 27.1%，涨幅均有扩大；扣除能源的工业消费品价格上涨 0.7%；此外，服务价格上涨 1.1%、较上月下降 0.1 个百分点。

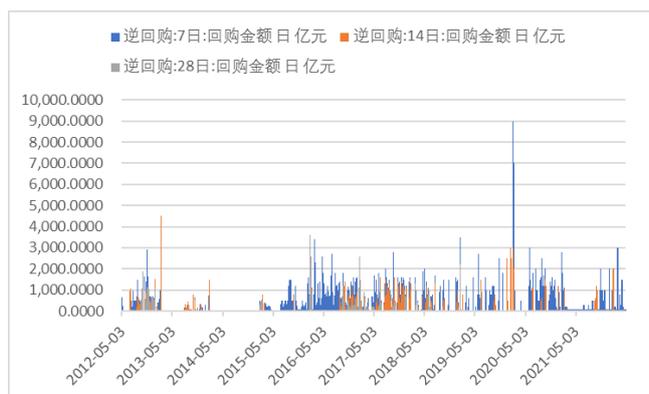
PPI 同比 8.3%、环比 1.1%，同比回落环比上涨，商品价格冲击开始显现。3 月份，受国际大宗商品价格上涨、地缘政治等因素影响，PPI 环比上涨，同比涨幅继续回落。PPI 环比上涨 1.1%、较上月上涨 0.6 个百分

点。其中，生产资料价格上涨1.4%、涨幅0.7个百分点；生活资料价格上涨0.2%，涨幅扩大0.1个百分点。缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行，带动国内石油、有色金属等相关行业价格继续上涨。其中石油和天然气开采业价格上涨14.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨7.9%，化学纤维制造业价格上涨2.0%，化学原料和化学制品制造业价格上涨1.8%；有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.7%。上述行业合计影响PPI上涨约0.77个百分点，占总涨幅的七成。

PPI当月同比8.3%、较上月回落0.5个百分点，其中，生产资料价格10.7%、回落0.7个百分点；生活资料价格0.9%、与上月持平。调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有37个，其中涨幅扩大的行业由煤炭开采和洗选、石油和天然气开采、石油煤炭及其他燃料加工、电力热力生产和供应。

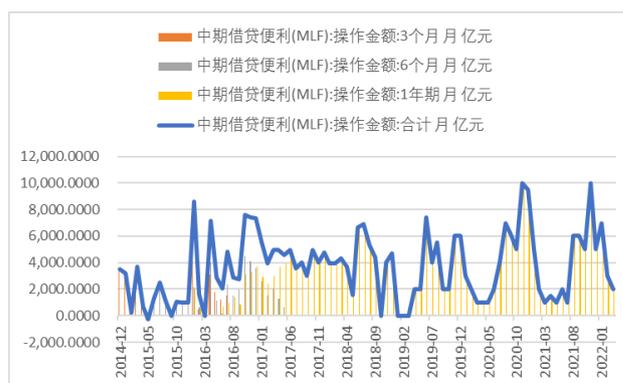
综合来看，PPI涨幅缩窄、CPI同比上行，主要体现为中上游生产原材料和制造业方面，其中，工业原料涨价主要受到海外输入性通胀影响、一季度以来投资项目加快开工也提振了工业制造和黑色金属加工业。而CPI同比上行主要原因有：成本推动。疫情管控下，消费企业较难正常的经营，并维持供应和库存稳定性，被迫提高经营成本；海外输入。上游原料价格涨价所带来成本转移上涨，由于消费疲弱和间断疫情防控，这一传导链条时滞有所延长，但并未消失。

图7：逆回购投放缩量



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图8：MLF操作金额



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

4月以来，资金面总体偏宽，2022年4月15日，央行宣布决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。

2022年4月15日，中国人民银行决定于当日开展1500亿元MLF和100亿元逆回购操作，同时1年期MLF利率和7天逆回购利率分别为2.85%和2.1%，维持不变。MLF和逆回购平价等量续作，同时宣布全面降准叠加定向降准，央行货币政策工具偏数量而非价格，意在增加金融机构长期稳定资金来源，同时通过金融机构降准资金传导降低社会综合融资成本。

央行于4月15日公开市场操作保持MLF平价等量续作，同时预告4月25日全面降准叠加定向降准，降准

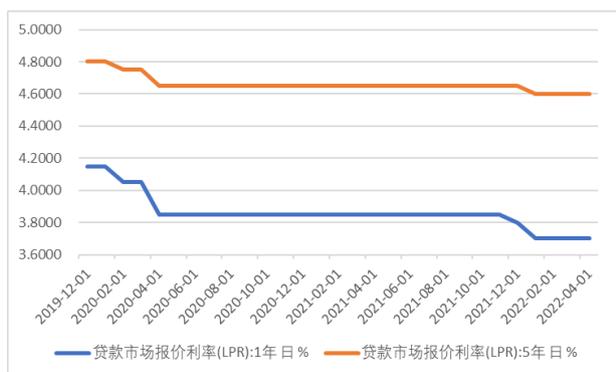
一方面利于优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构对实体的支持力度。二是引导金融机构运用降准资金降低社会综合融资成本。

MLF 利率不变，降准不及预期，LPR 报价下行缺乏引导，4 月 LPR 报价维持不变。4 月 LPR 维持不变，1 年期 LPR 报价 3.70%，5 年期 LPR 报价 4.60%。1 月降息后货币政策宽松进程缓慢，4 月 0.25 个百分点的降准力度较弱，LPR 报价连续三个月维持不变。当前政策利率与 LPR 利差为：7 天逆回购（2.10%）+75bps=1 年 MLF（2.85%），1 年 MLF（2.85%）+85bps=1 年 LPR（3.70%），1 年 LPR（3.70%）+90bps=5 年以上 LPR（4.60%）。

LPR 报价不变，货币政策仍需关注物价与国外货币政策调整。中国人民银行相关负责人在就降准答记者问时提出要“密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定” 预计后续货币政策将向结构性支持发力。近期多项宽松货币政策落地，进一步宽松的政策空间缩窄。但在局部地区疫情拖累稳增长宽信用进程的背景下，预计货币政策宽松取向不会扭转，但后续货币政策或将逐渐转向结构性支持为主。

近期人民币贬值压力加大，本月 19-22 日，人民币汇率快速跌破 6.5，创 2018 年以来单周最大跌幅。25 日汇率继续大幅贬值，上证指数跌破 3000 点，当晚央行宣布 5 月 15 日起，外汇存款准备金率由 9% 下调至 8%。截至 3 月末，外币存款余额 1.05 万亿美元，此次调降可以释放大约 100 亿美元的流动性。

图 9：LPR 连续四个月保持不变



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 10：MLF 利率调降



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

地方债方面，一季度专项债发行创 2019 年以来的史上最快进度，政府债支撑地方财政支出发力，目前地方支出已经回到 2020 年疫情爆发后 7-8 月份的历史高位。截至 4 月 22 日，2022 年共发行地方政府债 20103 亿，新增地方政府债 16132 亿，再融资政府债 3971 亿。新增一般债 2835 亿，达到预算安排的 35.44%，新增专项债 13298 亿，达到预算安排的 36.06%，提前批的 90%。近期监管部门对专项债发行进度提出新要求，地方需在 6 月底前完成大部分 2022 年新增专项债的发行工作，在三季度完成剩余额度的发行。虽 4 月发行进度相对放缓，但预计后续将逐渐加快，整体上看二季度专项债发行将继续提速，6 月底前将发行七八成，9 月底前或正式收

尾,

四、外围风险事件频发

1、议息会议临近

美联储5月议息会议临近，此前美联储公布的3月份会议纪要和美联储的官员讲话均在不断提示市场其将加速缩表、加速加息。美联储2020年3月启动第四次量化宽松（QE），目前其资产负债表已经接近9万亿美元的规模。市场普遍预期，美联储在开启缩表后的3个月内，将会把每月国债和抵押贷款支持债券（MBS）的缩减规模分别陆续提高到600亿美元和350亿美元的上限。与上一轮缩表相比，即将到来的此次缩表速度明显加快，债券减持的幅度也明显增大。随着美联储加息不断升温，美债利率不断上升，中美利差倒挂，海外快速紧缩对央行宽松有掣肘。

第三部分国债期货市场展望

一季度 GDP 表现较弱，受疫情影响，供需两端趋弱，基建、出口、制造业投资仍是支撑经济的关键，“稳增长”政策驱动下的基建投资是唯一亮点。4 月 LPR 报价持稳，报价虽未变，但金融持续向实体经济合理让利，降低综合融资成本；未来，货币政策预计会继续坚持稳字当头，以我为主，兼顾内外，发挥总量和结构性双重功能，加大对实体经济的支持力度，稳住经济基本盘。总体来看，当前经济所面临较多冲击，后续政策仍有发力空间，需配合财政政策和货币政策加呵护。美国议息会议临近，政策基调已基本明朗，但部分细节还有待揭晓。近日国内市场风险偏好下降，市场数据真空期，国债期货或维持震荡走势。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#