2022/5 月报

外围冲击加重，5 月债市或低迷

——2022 年 5 月国债市场展望

2022 年 4 月 28 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

曹晓军 首席分析师

从业/投资咨询证号：

F3008012/Z0010934

刘德勇 助理分析师

从业资格证号：

F03094242

电话：0551-62839752

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

要点提示：

1、期债、基差与收益率曲线分析

2、金融数据分析

3、经济数据分析

4、通胀数据分析

5、外部环境分析

市场展望与投资策略：

5 月份，经济的不确定性增加，外部加息浪潮不断和国内疫情的扩散，货币政策上央行总体仍会保持宽松态势，但是全面降息与降准的可能性不大，更多偏向于结构性宽松。由于物流和供应链受阻，近期面临物价的稳定问题。投资方面，多地采取因城施策，房地产市场在“住房不炒”原则下存在触底反弹的可能，同时基建和制造业投资仍然成为稳增长的抓手。经济数据表明，社会总需求仍然较弱，企业在生产时面临成本高，利润较小的压力。因此采取降费减税等财政措施，缓解企业成本压力是主要途径。未来 5 月份债市在经济受疫情拖累的背景下仍然存在上行的可能，在经济面临不确定性的压力下，短期资金面仍会保持充足。市场的利好消息预计主要围绕着中旬经济数据和金融数据的表现展开，一旦数据较差，存在短期波段操作空间。

投资策略建议：

做陡曲线，推荐 2TF-TS 策略

目录

一、 行情回顾.....1
1.1 国债期货市场.....1
1.2 基差整体小幅走强，5 月或将缩小.....2
二、 利率债供给与需求.....2
三、 债市影响因素分析.....3
3.1 固定资产投资迎开门红，但 4 月受疫情拖累或下降.....3
3.2 综合 PMI 转差，未来经济景气度下降.....4
3.3 实体融资低于同期，5 月社融规模或仍低迷.....5
3.4 资金面预期仍宽松.....6
3.5 疫情与输入性通胀，未来国内通胀压力凸显.....7
3.6 外部环境：10 年期收益率中美利差走窄.....8
3.7 影响因素综述.....9
四 市场展望与投资策略.....10
免责声明.....10

图表目录

图表 1 国债期货价格处于震荡行情.....1
图表 2 国债现券收益率曲线不断上行.....1
图表 3 10Y、1Y 国债利差不断扩大.....1
图表 4 国债关键期限利差小幅扩大.....1
图表 5 TF 国债期货可交割券基差小幅下跌.....2
图表 6 T 国债期货可交割券基差小幅下跌.....2
图表 7 债券市场总发行规模（每月/亿元）.....3
图表 8 政策性银行债发行规模（每周/亿元）.....3
图表 9 国债总发行规模与净融资额（每周/亿元）.....3
图表 10 地方债总发行规模与净融资额（每周/亿元）.....3
图表 11 投资增速超预期.....4
图表 12 房地产高频数据仍然下滑.....4
图表 13 部分与基建、房地产相关高频数据.....4
图表 14 制造业景气度在下降.....5
图表 15 PMI 指数.....5
图表 16 M2 与社融规模存量增速小幅回升.....6
图表 17 M2 与 M1 剪刀差走阔（单位%）.....6
图表 18 社会融资规模增量当月值（亿元）.....6
图表 19 存款类机构质押式回购利率变动（%）.....7
图表 20 银行间质押式回购成交量、隔夜和 7 天成交量.....7
图表 21 央行公开市场操作（亿元）.....7
图表 22 3 月 CPI 环比小幅下降.....9
图表 23 3 月 PPI 环比小幅上升.....8
图表 24 CPI 高频数据（周度）.....9
图表 25 生产资料价格指数（周度）.....8

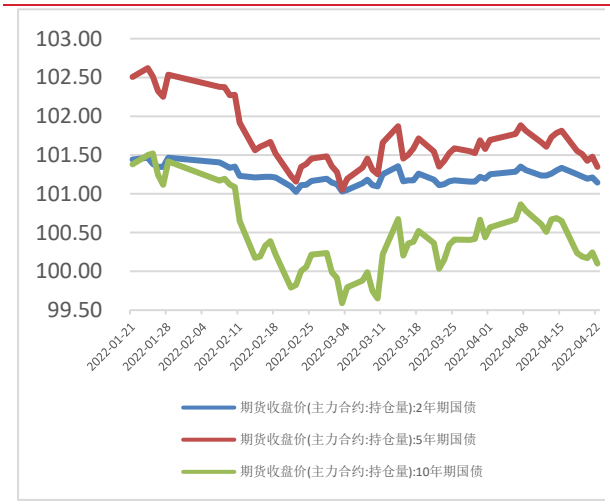
图表 26 美国物价指标（%） 10
图表 27 美债收益率和通胀预期..... 9
图表 28 中美国债 10 年收益率利差倒挂..... 9

一、行情回顾

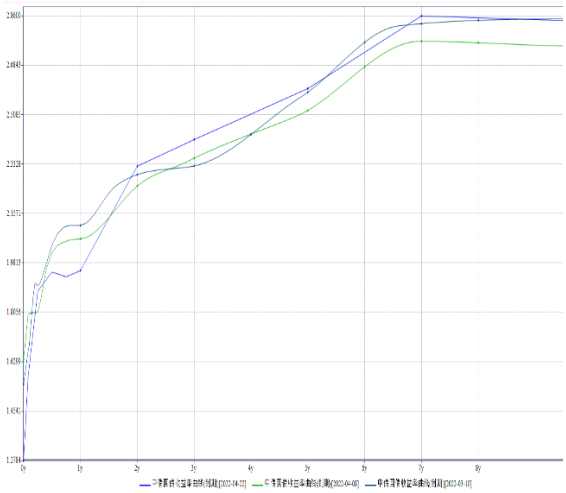
1.1 国债期货市场

2022 年 4 月份国债市场由于上海疫情加剧，市场普遍预计经济下行，在降息降准预期下，利率大幅下行，10 年期国债期货价格一度收 100.78。月末，由于受到外部冲击，10 年期国债收益率总体较上月有所回升，期货 T2206 价格先涨后大幅下跌。国债现券到期收益率曲线处于震荡上行的趋势。10 年与 1 年的期限利差不扩大。展望 5 月债市，市场对于未来经济走弱逐渐形成共识，美联储预期 75bp 降息、加快缩表，物价受到地缘政治影响有通胀预期，降息降准可能性较小，预计 5 月以债券收益率会震荡小幅上行。

图表 1 国债期货价格处于震荡行情

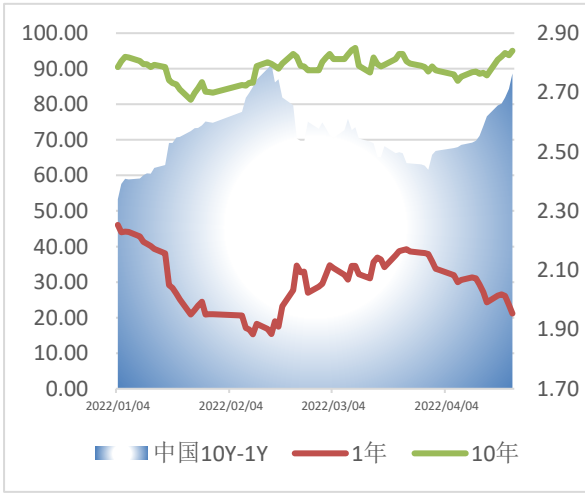


图表 2 国债现券收益率曲线不断上行

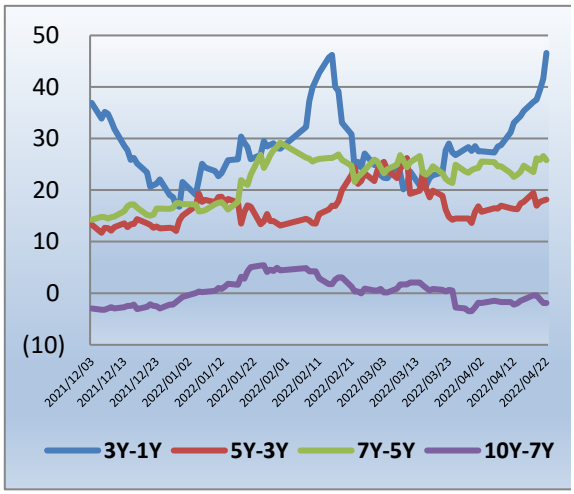


数据来源：华安期货投资咨询部；wind

图表 3 10Y、1Y 国债利差不断扩大



图表 4 国债关键期限利差小幅扩大

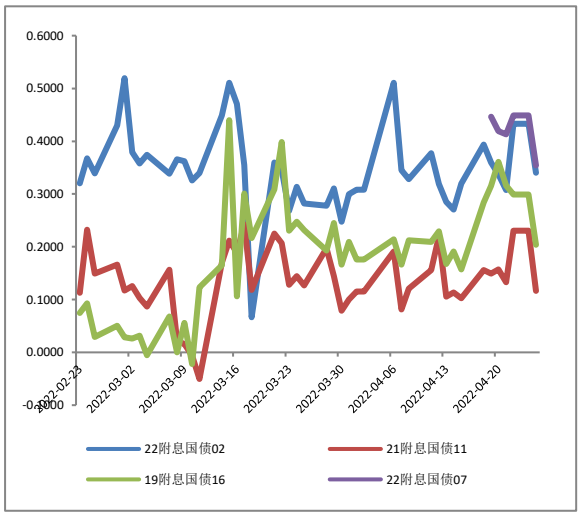


数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

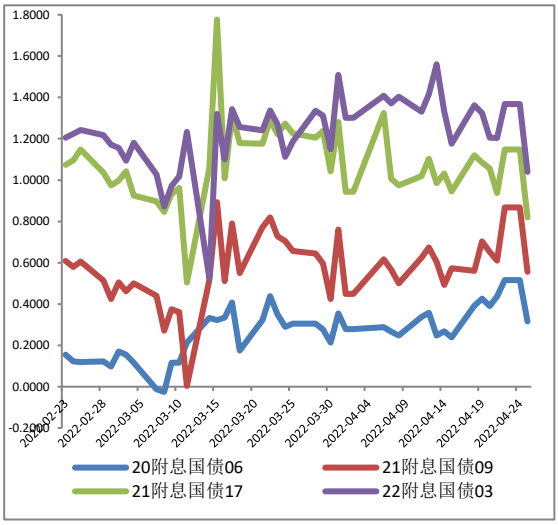
1.2 基差整体小幅走强，5 月或将缩小

4 月份，国债期货的可交割券基差整体震荡走强。由于市场降准预期强烈，资金面的流动性充足，短端收益率较大幅度下降，拉动长端下降，国债现券价格上涨。10 年期主力合约价格波动幅度较小，基差整体走强。5 月可以关注基差缩小的可能性。一方面因为货币政策受制于外部环境制约，降息降准可能性减少。另一方面，受到疫情对供给端影响，通胀压力上升，收益率有拉升趋势。

图表 5 TF 国债期货可交割券基差小幅下跌



图表 6 T 国债期货可交割券基差小幅下跌



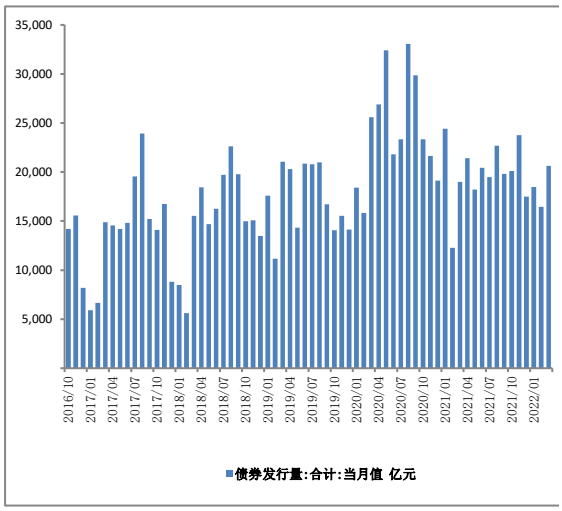
数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

二、 利率债供给与需求

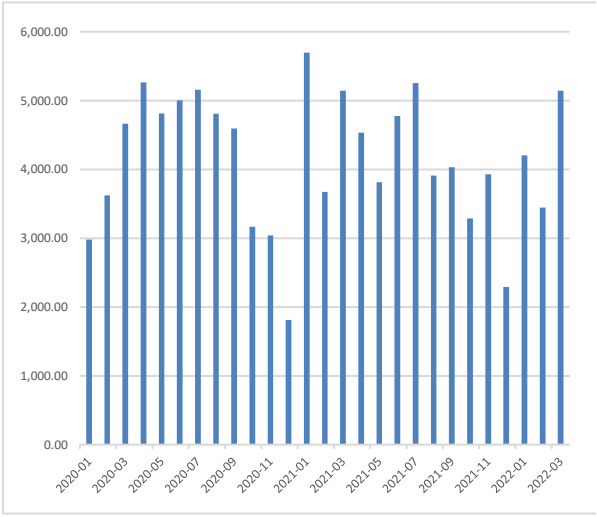
4 月利率债总发行量为 13852 亿元，较去年同期有小幅下降。其中地方政府债、国债、政策性银行债总发行量为分别为 2745 亿元、7658 亿元和 3449 亿元，发行占比分别为 20%、55%和 25%。本期与历史同期比较来看，4 月利率债总发行量及净融资额均处在历史较高水平。

地方债发行进度来看，1-4 月新增专项地方债 16813 亿元，占全年新增地方政府债务限额 43700 亿元的 39%。新增一般地方债发行 2891 亿元，占全年新增一般债务限额 7200 亿元的 40%。根据财政部消息，从在今年新增 3.65 万亿元专项债限额中，用于项目建设的专项债券额度已经全部下达。国债发行进度，1-4 月国债净发行额 507 亿元，占全年赤字率的 1.9%，占比较小。

图表 7 债券市场总发行规模（每月/亿元）

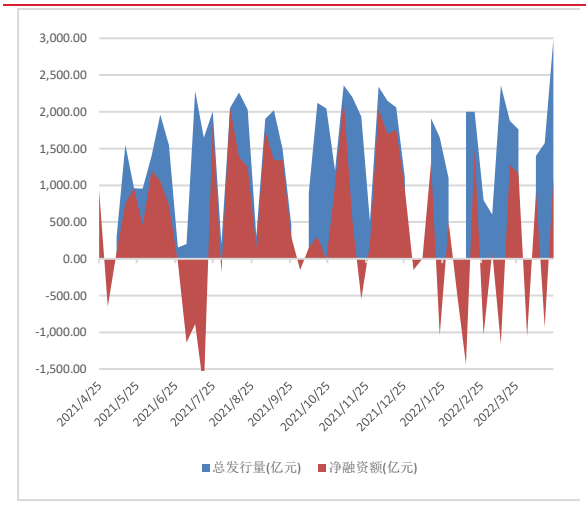


图表 8 政策性银行债发行规模（每月/亿元）



数据来源：华安期货投资咨询部；wind

图表 9 国债总发行规模与净融资额（每周/亿元）



图表 10 地方债总发行规模与净融资额（每周/亿元）



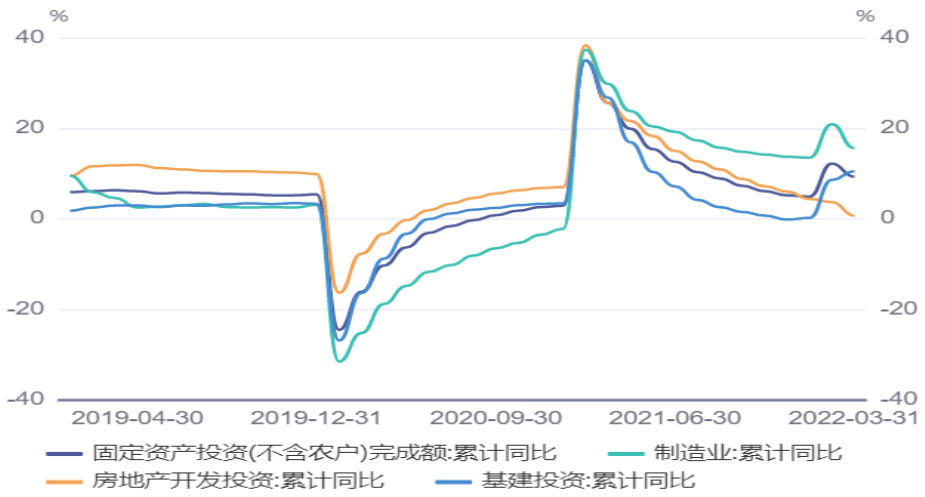
数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

三、债市影响因素分析

3.1 固定资产投资维持高位，但 4 月受疫情拖累或下降

2022 年 4 月经济出炉，固定资产投资（不含农户投资）累计值 104872 亿元，累计同比增长 9.3%。投资数据超市场预期，其中基建投累计资同比增长 15.6%，制造业投资增长 10.48%，房地产开发投资增长 0.7%。进入 5 月，固定资产投资数据预计受到疫情影响有所回落，尤其长三角作为制造业中心，受到疫情防控影响，预计未来投资增速有所下降。

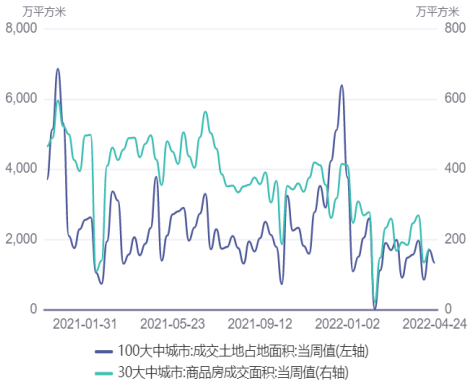
图表 11 投资增速超预期



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

高频数据显示房地产、基建并未完全恢复。房地产产业仍然处于下滑势头，100 大中城市成交土地占地面积和 30 大中城市商品房成交面积仍处于同期较低水平。建筑材料指数如钢铁、水泥、等高频数据显示，3 月房地产和基建经营活动增速基本与上月持平。总的来看，预计受疫情拖累未来固定资产投资相比上月有所下降。

图表 12 房地产高频数据仍然下滑



图表 13 部分与基建、房地产相关高频数据



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

3.2 综合 PMI 转差，未来经济景气度下降

制造业方面，3 月受疫情影响，总体消费需求不足，企业新接订单减少。生产指数和新订单指数，分别为 49.5%和 48.8%，较上月下降 0.9%和 1.9%。在价格方

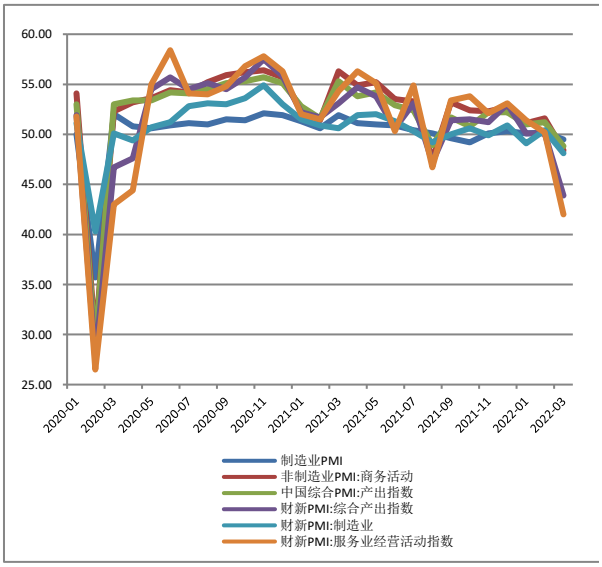
面，由于全球供应链受地缘政治冲突影响，主要原材料购进价格和出厂价格指数分别为 66.1%和 56.7%，较上月上升 6.1%和 2.6%。同时制造业人员就业不足、物流运输不足，交货时间延长等。非制造业方面，由于疫情餐饮业活动、住宿、运输等受约束，服务业景气水平明显回落，商务活动指数为 48.4%，低于上月 3.2%。

展望 5 月份，央行月底会议指出，高度重视支持农业生产和重要能源的生产和供给，保持物价稳定。表明未来企业及居民将会面临，通胀风险。企业面临上游成本端价格压力，商品供给受疫情限制，居民消费价格面临上涨局面。预期 5 月经济景气度仍然较差。

图表 14 制造业景气度在下降



图表 15 PMI 指数



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

3.3 实体融资低于同期，5 月社融规模或仍低迷

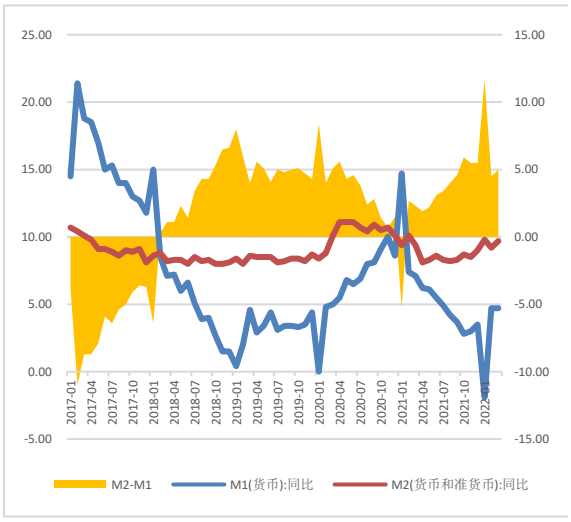
3 月新增社融 4.65 万亿，同比多增 1.27 万亿，超市场预期，支撑总量回升主要依靠人民币贷款和政府债券拉动。人民币贷款同比多增表明货币政策的宽松，推动了社会融资需求的增加。政府债融资的持续增长，主要是地方专项债的发行靠前，一季度的新增专项债额度占全年的 40%左右。政府债的增长表明稳增长持续发力，基建投资需求较大。从社融总体结构来看，企业融资结构仍然偏短期，M2 与 M1 的剪刀差走阔表明企业中长期资本投资活动较低迷。

展望 5 月社融和 M2，新增社融同比增速或小幅下降。在 4 月降准后，近期再次降准的可能性较低，经济增长受疫情影响融资需求不足，在资金面仍然宽松下，未来社融结构和总量都或许不及 3 月数据。

图表 16 M2 与社融规模存量增速回升

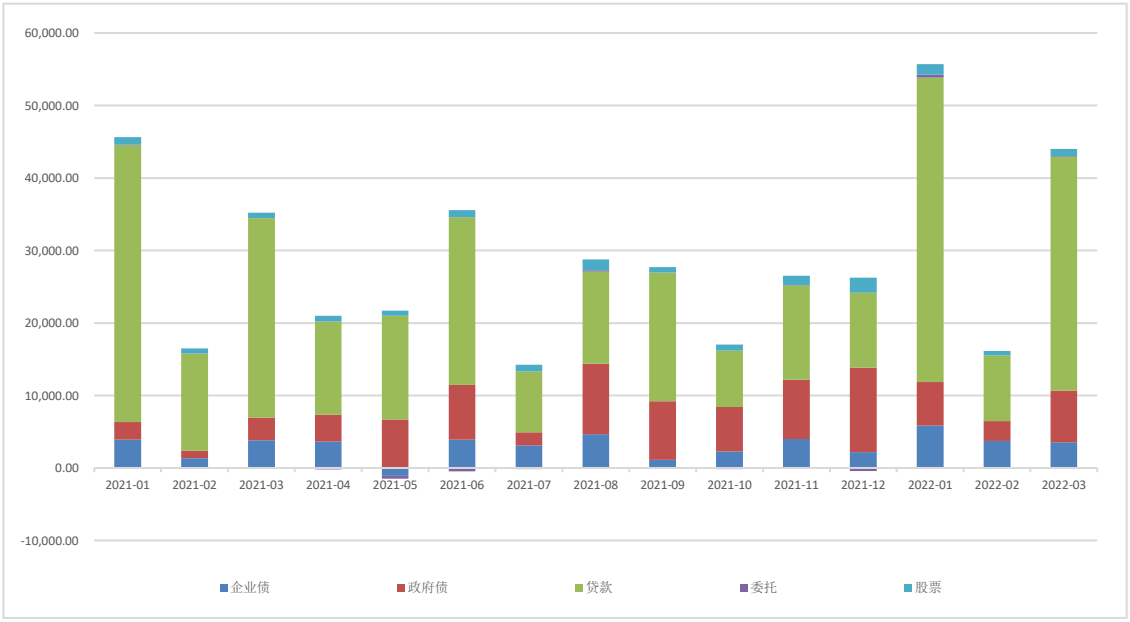


图表 17 M2 与 M1 剪刀差走阔（单位%）



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

图表 18 社会融资规模增量当月值（亿元）

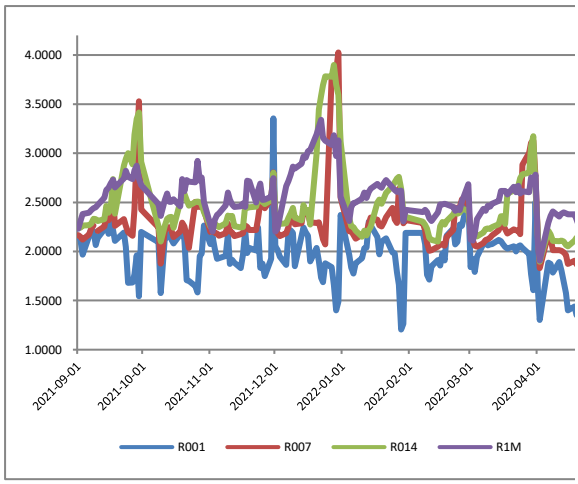


数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

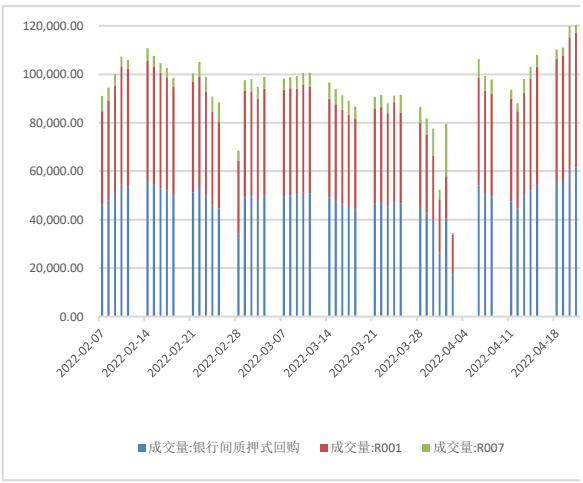
3.4 资金面预期仍宽松

进入 4 月，存款类机构质押式回购利率 DR001 和 DR007 低位运行，持续低于 7 天逆回购利率 2.1%，表明资金面宽松，融资成本低。同时银行间质押式回购成交量突破历史高位，达到 6 万亿大关。表明 4 月在疫情和经济下行背景下，社会融资需求总体较弱，资金主要在金融体系流动。公开市场方面，由于央行降准释放 5400 亿元，同时央行上缴利润，流动性总体宽松，公开市场投放较少。本月，7 天逆回购投放 1900 亿元，逆回购到期 8300 亿元，因此公开市场净回笼 6400 亿元。

图表 19 存款类机构质押式回购利率变动（%）

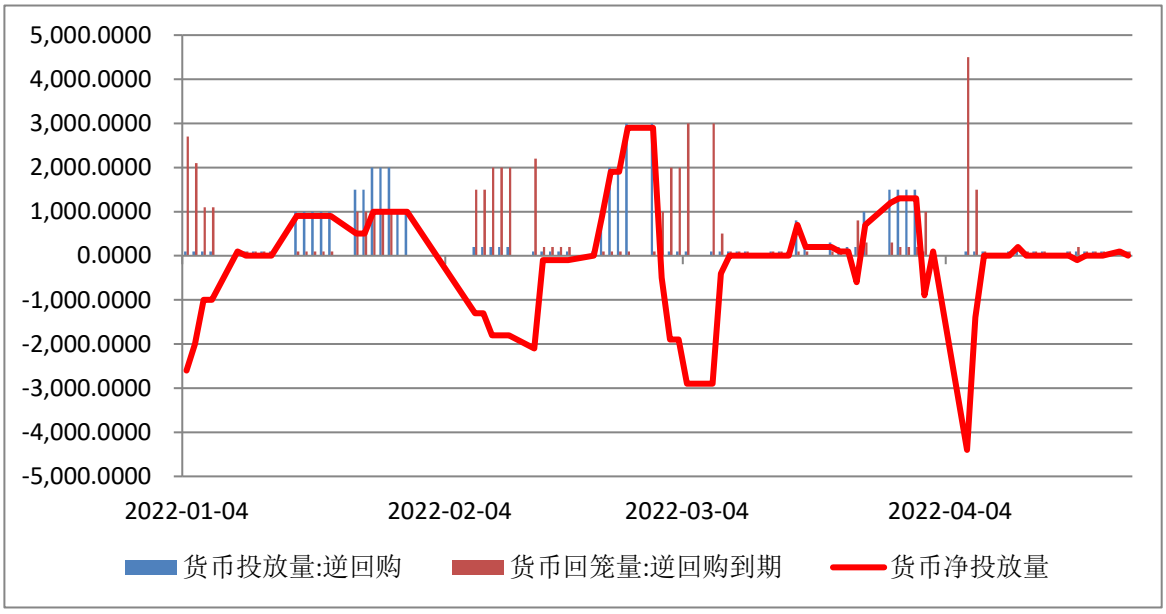


图表 20 银行间质押式回购成交量、隔夜和 7 天成交量



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

图表 21 央行公开市场操作（亿元）



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

3.5 疫情与输入性通胀，未来国内通胀压力凸显

3 月，PPI 环比维持上涨，由上月 0.5%涨到 1.1%，主要原因在于由于全球大宗商品价格上涨，尤其原油、有色价格的大幅上涨，带动石油等相关产业的价格上升。CPI 同比增速从上月 0.6%涨至 1.5%，环比有所下降。主要原因是食品类猪肉价格下降、蔬菜价格小幅上升。3 月 CPI 与 PPI 的增幅基本符合市场预期。

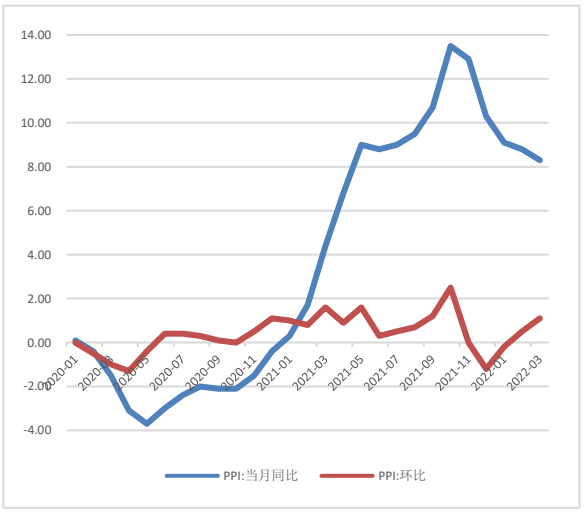
展望未来国内市场价格走势，高频周度数据显示，农产品价格指数从三月开始

小幅持续上升，生产价格指数也在小幅上涨。近期央行多次谈及物价，表示在全球通胀、加息潮和经济稳定下，货币政策首要目标是稳价格和稳就业。预计 5 月份的原材料价格由于疫情防控和境外输入性通胀等，环比会小幅上涨，未来通胀压力凸显。

图表 22 3 月 CPI 环比小幅上升



图表 23 3 月 PPI 环比小幅上升

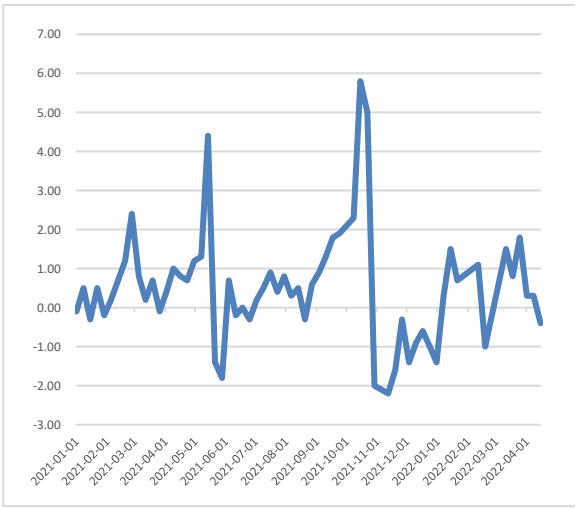


数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

图表 24 CPI 高频数据（周度）



图表 25 生产资料价格指数(周环比)（周度）



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

3.6 外部环境：10 年期收益率中美利差倒挂

美联储透露 5 月或加息 75bp，美债收益率快速上行，从 3 月 2.15%上行到 3%附近，中美 10 年期国债收益率形成倒挂。市场预期如果通胀继续居高不下，未来美国仍有多次加息和缩表的可能可能性。在美债收益率不断上升背景下，美债对全

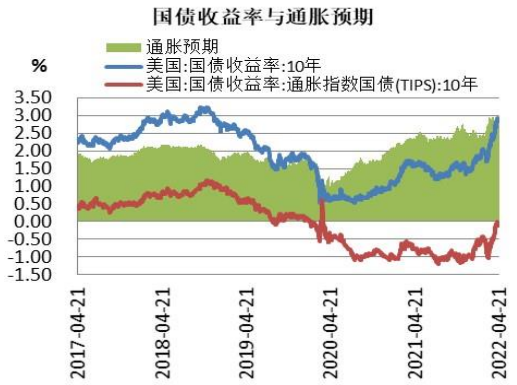
球大类资产配置的吸引力增强，中国债市面临资本外流的压力，人民币汇率小幅贬值。为应对资本外流和外汇压力，央行 25 号宣布外汇存款准备金下调 1 个百分点至 8%。

总体来看人民币贬值的主要原因在于，短期内中美利差倒挂导致资金外流。长期来看，未来汇率的稳定主要取决于疫情防控的态势。看好后续随着物流与供应链逐渐恢复，复工复产和稳增长的落地，出口稳定，结汇力量增强，人民币汇率稳定。

图表 7 美国物价指标（%）

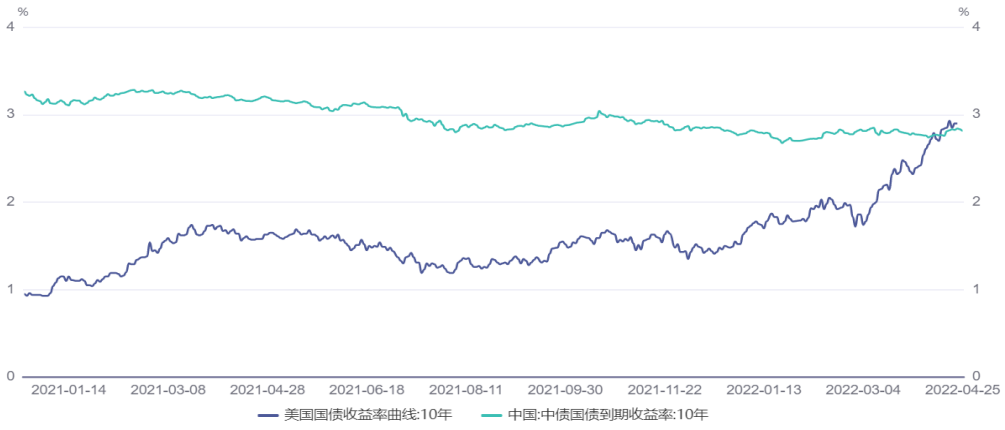


图表 8 美债收益率和通胀预期



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

图表 9 中美国债 10 年收益率利差倒挂



数据来源：华安期货投资咨询部；ifind

3.7 影响因素综述

债市上，当前国债收益率较上月小幅下降，基差小幅走阔。经济上，为应对下行压力，固定资产投资、社融规模总量维持高位，房地产市场仍然冷淡，通胀由于供需两端影响小幅走高。为推动基建增长，未来利率债发行规模仍然较高。中美利差出现倒挂，外资流出加剧。

四 市场展望与投资策略

5月份，经济的不确定性增加，外部加息浪潮不断和国内疫情的扩散，货币政策上央行总体仍会保持宽松态势，但是全面降息与降准的可能性不大，更多偏向于结构性宽松。由于物流和供应链受阻，近期面临物价的稳定问题。投资方面，多地采取因城施策，房地产市场在“住房不炒”原则下存在触底反弹的可能，同时基建和制造业投资仍然成为稳增长的抓手。经济数据表明，社会总需求仍然较弱，企业在生产时面临成本高，利润较小的压力。因此采取降费减税等财政措施，缓解企业成本压力是主要途径。未来 5 月份债市在经济受疫情拖累的背景下仍然存在上行的可能，在经济面临不确定性的压力下，短期资金面仍会保持充足。市场的利好消息预计主要围绕着中旬经济数据和金融数据的表现展开，一旦数据较差，存在短期波段操作空间。

投资策略建议：

做陡曲线和推荐 2TF-TS 策略

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。