

多因素叠加影响 期债窄幅震荡上行

一、行情综述

三月初至今，期债市场整体保持窄幅震荡上行，具体可以分成三个阶段来看待：

第一阶段：3月1日-3月10日，随着各地一系列房地产调控政策的放松，项目投资进度的提前，以及“俄乌冲突”导致的大宗商品价格上涨等因素发酵，众多的消息刺激导致了期债市场的持续回调。

第二阶段：3月11日-3月14日，这波行情我们可以发现自3月11日下午行情意外大幅反弹开始。原因是2月份社融数据不及预期，加之近期全国各地疫情的爆发，深圳、上海等全国大城市的经济活动按下了暂停键，经济的复苏前景再度受到重创。

第三阶段：3月15日至3月31日，这段时间内，短期降息屡次落空，美联储加息确定等因素的综合作用冲击期债市场，但本月16日刘鹤主持召开的国常会表示要加大稳健货币政策对实体经济支持力度，同时保持社会融资适度增长，为稳定宏观经济大盘提供强力支撑后。此外3月31日本月PMI数据公布，低于临界值，受到疫情影响国内经济受到冲击，数值基本符合预期。期债市场虽有小幅波动，但市场迅速稳定并开始回升。

二、基本面因素

资金面因素：降息预期落空 加剧债市波动

为维护银行体系流动性合理充裕，3月15日，央行发布公告称，当日开展2000亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作。此次MLF操作利率为2.85%，与上一次持平。

3月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布当月贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。本月1年期与5年期以上LPR报价均未变，这两个指标自今年1月下降之后，连续第二个月保持不变。

对于本月LPR报价保持不变的原因，首先，企业贷款利率目前已降至4.57%，已处于历史低位；其次，LPR报价是跟随MLF报价，在定价基准未做调整情况下，银行也不太可能会压缩溢价水平；再者，在“稳增长”政策的基调下，房地产融资环境也会跟随经济大势和政策大环境变化，从而对信贷市场形成制约，LPR利率不会贸然调降。

基建因素：基建发力效果明显，疫情扰动可能影响基建效果

从1-2月经济数据上看，基建发力效果已有所显现。1-2月基建投资增速达到8.61%，基建各分项也分别取得高增速，相比于去年明显好转。另外固定资产投资也触底反弹。从2022年新增专项债提前批额度上看，无论是下达时间还是下达额度规模都较为积极。而从年初新增专项债的发行与投向上看，也进一步印证基建发力与稳增长的政策导向相吻合。

如果按照之前的经验来看，基建以及固定资产投资明显反弹的情况下，债市大

概率迎来拐点。不过值得注意的是，当前环境与此前也有所不同，并可能影响基建-基本面预期-债市的传导路径。其一，近几年基建增速始终处于较低水平，这可能制约市场对今年基建的想象空间，并对基建能否维持较高增速持怀疑态度；二来，近期疫情在各地的爆发也制约预期的好转，而对于基建来说，疫情可能也会影响基建施工的情况，因此基建托底的作用也可能需要更多时间的检验。后续如果基建托底效果得到进一步确认，债市调整风险预计也将明显增加。

外部因素：美联储加息落地，中美利差快速压缩

当地时间3月17日，美联储宣布上调联邦基金目标利率25BP至0.25%~0.5%区间，基本符合预期。本次美联储议息会议对未来货币政策收紧路径进行了较为清晰的阐述，在一定程度上打消了市场的猜疑和恐慌，市场反应相对平稳。

美联储加息确定后，10年期美国国债收益率快速上扬，目前已达2.48%，创近3年来新高。美债收益率的一路上扬，不断压缩中美利差。当前，以10年期国债收益率为基准的中美长端债券利差已缩窄至31个基点左右，从以往情况看，中美利差收窄到40个基点以下会对经济造成一定负面影响，往往会使人民币汇率和我国跨境资本流动承压，并加剧国内债市的波动。这或许也是导致我国本月未降息的一个原因。

三、后市展望

综合来看，近两周债市波动有所加大，国债期货上周连续两天大幅下跌后持续走强，市场博弈较为剧烈，主要在于目前国内基本面恢复尚不稳固，市场对货币政

策仍有期待，但央行却并未如市场所期进行宽松，3月降准、降息、降LPR的预期一一落空，且目前全球通胀压力不减，而美国又开启加息，国内央行的调控压力在进一步增大。展望后市，短期市场大概率会延续博弈和震荡，但考虑目前地产销售和购地数据仍旧低迷，这或将继续拖累信贷增长，再加上3月疫情的冲击，经济下行压力不减，降准可能性仍然较大，且刺激政策在短期进一步落地的概率在加大，债市反弹破局可能性上升。但2月以来的地产政策变化或说明政策底已经显现，随着后期地产行业的触底回升，经济底部也将明晰，自2月以来的利率上行周期形态或将得到进一步的确定。

操作方面，建议交易性需求维持中性，短期机会有限，短期可关注货币宽松预期再度升温带来的收益率曲线重新回归陡峭；中长期可关注稳增长信号不断被确认后的做空机会。此外基差明显回落，可关注空头套保的建仓机会。

免责声明

本报告分析师/投资顾问在此声明，本人取得中国期货业协会授予期货从业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

本报告仅提供给华融期货有限责任公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融期货有限责任公司所有。未获得华融期货有限责任公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述期货合约的买卖价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融期货有限责任公司研发部及其投资顾问认为本报告所载资料来源可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。

