

## 国债

### 一、行情回顾

近期受到降息落空等因素的影响，期债市场情绪低迷，虽然4月25日本年度首次降准落地以及股市出现大幅下挫对市场略有短期提振，此后市场维持震荡偏弱的趋势。

上周国债期货成交量整体上有所回落，持仓量方面呈现一定分化，十年期主力合约持仓量略有上升，而五年期和两年期主力合约持仓量则明显下降。近期降准力度方面不及预期等因素使得市场的宽货币预期明显减弱，中短端品种上多头清仓现象较为明显，持仓量显著下行。对于长端品种，降准落地后十年期合约也存在多头席位的减仓现象，不过在当前经济下行压力仍较大的情况下，多头偏抄底以及投机力量表现也较为活跃，多空双方博弈仍然较为剧烈。

此外，各主力合约CTD的IRR均明显回落。此前一段时间，宽货币预期以及货币宽松的环境是使得五年期和两年期主力合约CTD的IRR能维持在高位的重要原因。近期宽货币预期明显走弱，人民银行表示货币政策首要任务在于维护物价稳定可能也给市场情绪带来一定冲击。从而导致IRR下行。

### 二、基本面分析

## 1、利多因素

### 四月专项债供给有所回落，后期发力或压缩国债空间

从目前已披露的地方债发行计划上看，4月新增专项债发行规模不足1000亿元，仅约941亿元，相较于今年前三个月明显收缩。今年1-3月地方政府新增专项债平均月发行规模约4327亿元，比2021年同期的月平均发行规模高约4239亿元，而这也成为推动财政发力以及宽信用的重要抓手。但在当前疫情爆发导致经济下行的情况下，基建无疑是稳增长的主要抓手之一，而专项债为基建活动提供了大量资金。因此财政部要求地方政府加快新增专项债发行进度，6月底前完成大部分新增专项债的发行工作，并在三季度完成剩余额度的发行，因此4月专项债发行的收缩也可能意味着接下来几个月新增专项债供给的增加。

而国债发行与地方债发行存在节奏上的互补关系，因此在5月和6月专项债发行加速的情况，国债的供给也倾向于下降，有助于推升期债价格上行。

### 疫情拖累经济增长 短期利好债市

本轮疫情已持续近2个月，对经济、生活冲击巨大，虽然4月实体经济相关数据尚未公布。总的来看，当前疫情拖累3月消费约3%，4月可能约7%左右；拖累第一季度GDP约0.8%，若疫情5月底受控，将拖累第二季度GDP约2%，合计拖累全年GDP约0.7%。4月疫情影响范围更广，防控力度更强。4月疫情对经济的冲击将明显大于3月。本周即将公布的4月PMI数据或将不容乐观。多地疫情管控下企业借款进行资本开支的动力趋弱，使得银行间利率近期保持在低位运行，对债市短期有一定的提振作用，但由于政治局会议和五一假期临近，政策不确定性上升，市场整体头寸摆布更偏谨慎。

## 2、利空因素

### 4 月 LPR 报价维持不变，对宽货币预期减弱

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。

原因之一是因为 MLF 利率不变，降准不及预期，LPR 报价下行缺乏引导。4 月 15 日，央行开展 1500 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率为 2.85%，与前期持平。同日，央行宣布 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，为历史上最小降准幅度。

其次，海外方面，3 月以来受俄乌冲突等地缘政治危机影响，原油等大宗商品大幅涨价，3 月美国 CPI 指数同比增长达到了创 40 年以来新高的 8.5%，美联储紧缩货币政策操作对国内宽松货币政策操作存在一定约束，LPR 报价下调存在一定阻力。受海外输入性通胀影响国内相关商品价格也有上升。国内方面，由于疫情防控等原因蔬菜价格涨价明显。通胀上行风险也对 LPR 报价调整造成了一定制约。

本次 LPR 再次维持前值，意味着后续货币政策的重心将会由宽货币的格局转向结构性货币政策，目前局部地区疫情之下经济承压，借助宽信贷手段更有利于稳增长政策的实施。对债市而言，宽货币局面的结束意味着接下来降息可能性不大，对期债市场难言利好，预计近期 10 年期国债收益率仍将在低位震荡运行。

### 近期人民币贬值或阻碍国债收益率下行

2022 年 4 月下旬，人民币对美元贬值压力明显上升。在 4 月 18 日至 22 日上周的 5 个工作日内，人民币对美元累计贬值 1.8%，创下了 2010 年以来的第三

大单周贬值幅度。前两大单周贬值幅度分别出现在 2015 年 8 月 11 日“811 汇改”后的一周内，贬值 2.8%，以及 2018 年 6 月的最后一周，贬值 1.9%。相较于前两次而言，本次贬值幅度并不算太大，反映出人民币汇率的韧性之所在。

本次人民币贬值原因主要是美联储今年快速收紧货币政策，美国加息预期大幅提升，带动美国国内利率显著上扬。美中利差上升会给人民币带来贬值压力，因此本次人民币对美元贬值并不让人意外。

尽管为应对人民币进一步贬值，人民银行宣布自 2022 年 5 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率一个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%，但也难以完全消除海外利率上升和美元走强带给人民币的贬值压力。未来几个月，人民币对美元汇率可能还是会继续走低。此外，还需要警惕若美国经济和通胀双强会给人民币汇率带来更大的贬值压力，也会一定程度上制约国债收益率的下行空间。

### 三、后市展望

综合而言，从流动性角度看，资金利率上升，货币净投放增加，反映流动性趋紧的背景下，央行放松货币。从资金面来看，最新的融资指标多数上行，信用边际转松。从持仓角度看，前 5 大席位净多持仓倾向下行，反映期债的做多力量在减弱。

操作方面，需要注意房地产政策的全面放松或大规模增发特别国债。交易性需求短期可偏多。同时，中长期套保仍有必要，把握短期多头博弈带来基差收敛的情况下的入场机会。

## 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。

本报告清晰准确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。