

国债

一、行情回顾

上周国债期货成交持仓整体均有所上升。成交量方面，除两年期品种总成交量下降外，十年期和五年期品种总成交量均明显上升，而在持仓量方面，三个品种均有所增加，十年期合约上周总持仓量增加 9918 手，五年期合约和两年期合约总持仓量也分别增加 5750 手和 2045 手。此前国债期货持仓量整体呈现长端上升，短端下降的趋势，而从上周开始该局面有所改变。当前在疫情扰动仍未完全消退以及稳增长政策预计加码等背景下，市场分歧和博弈也较为激烈，短端分歧同样也有所增加。另外，从前 5 大席位净持仓来看，近期 2206 合约净多单普遍上行，或也反映空头移仓相对积极。

上周，主力和次主力合约 CTD 的 IRR 走势整体较为一致，不过 T2206 合约 CTD 的 IRR 波动仍明显更为剧烈。当前短端品种的 IRR 相对较高，且与存单收益率较为接近，TS2209 合约 CTD 的 IRR 已超出存单收益率，TF2209 以及 TS2206 合约 CTD 的 IRR 也处于存单收益率附近。反映出环境整体较为宽松的背景下，短端情绪偏强。

由于时间进入 5 月中下旬，移仓速度进一步加快。当前 T、TF 和 TS 的移仓进度分别为 44.3%、44.03%和 51.23%。在跨期价差方面，近期随着移仓进入高峰期，多头移仓动力也略有增强，叠加跨期价差不断走高的情况下，空头成本会

限制空头持续移仓动力。

二，基本面分析

利多因素

4 月社融数据表现不佳，显示宽信用面临较多阻力，利率上行承压

从 4 月社融数据上看，社融存量同比增速相比于 3 月下降 0.4 个百分点至 10.2%，没能进一步延续 3 月的上升态势。在总量方面，4 月社融新增规模仅有 9102 亿元，相比于去年同期下降比例超过一半。其中，信贷总量表现不佳，并明显对新增社融构成拖累，4 月社融口径下的新增人民币贷款规模仅有 3616 亿元，相比于过去三年的平均水平下降超过 70%。

一方面，居民信贷需求明显偏弱，住户部门贷款明显要低于去年同期，以消费贷款作为短期贷款，住房贷款和经营贷款作为中长期贷款进行比较可以发现，无论是居民短期贷款还是居民中长期贷款均较去年同期下降。其中，4 月居民新增贷款同比下降 7453 亿元，中长期新增贷款也同样呈现负值。另一方面，票据融资项继续表现强势，结合 4 月底票据融资利率的大幅下降来看，票据融资项的偏强可能也反映了融资需求的偏弱。当前的融资需求偏弱尤其是中长期信贷需求的偏弱，可能也体现了在疫情扰动下，需求收缩以及预期转弱的压力增加。可能进一步限制利率上行空间。

5 月的地方债和信用债供给较少，进一步加剧资产荒，推升国债需求

从今年年初开始，房地产等高利率主体投资回报率的下行导致非标等高收益固

收资产的供给明显收缩，“资产荒”现象初见端倪。近期信用债市场“资产荒”愈演愈烈。一级市场新发行城投债遭遇“抢购”，超额认购倍数突破新高；二级市场上城投债与产业债收益率持续下行，6M和1Y城投债的收益率达到2021年以来新低。目前的“资产荒”现象主要受到两大因素影响，一是监管趋严导致高信用评级城投债发行量减少。数据显示，今年前4个月城投债发行规模约为1.93万亿，较去年同期下降约11%；二是受市场投资风险偏好下降影响，大量资金转投债市，加剧了高信用评级城投债资产的争夺力度。不少机构投资者通过国债质押等方式筹集更多资金，转而投资高信用评级城投债获取更多收益。从而在一定程度上推升了国债需求的预期。

利空因素

5月LPR调降，提振中长期信贷增长，进一步降低融资成本

5月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年5月20日贷款市场报价利率(LPR)为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%。其中，5年期以上LPR相较上月4.6%下调了15个基点，1年期LPR保持不变。为时隔4个月后LPR再度调降。

对于本次1年期和5年期LPR的下调，银行存款利率下行成重要推手。首先，降准和存款利率市场化改革降低了银行的负债成本，为LPR的调降创造了客观条件；其次，经济发展面临的三重压力依然存在，调降5年期LPR有利于刺激企业的中长期贷款需求，同时也能适度发挥房地产对经济的托底功能。债市对房地产周期的反应素来比较敏锐，本次五年期LPR单边下调将有助于继续改善房地产需

求，降低居民债务负担，叠加前期央行下调房贷利率下限，本次政策可能是稳增长政策的一部分，预示着宽信用加码在接下来的时间里大概率落地，对期债市场走势偏不利，

特别国债发行呼声渐高

为了应对经济下行压力，中央要求在加快落实已经确定的退税减税降费等政策的同时，要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度。特别国债显然是财政政策增量工具可选项。疫情在冲击财政收入的同时，稳增长和常态化防疫对财政支出的诉求上升，加之退税和土地市场低迷，若没有特别国债等增量工具，年内积极财政发力或将面临较大约束。目前来看，今年发行特别国债的必要性上升，时间在可能在三季度。特别国债发行将进一步加大国债市场供给，阻碍期债价格上行。

风险因素

央行等量续做 1000 亿元 MLF 操作 利率不变，后续变化需谨慎

2022 年 5 月 16 日 MLF 等额平价续作 1000 亿元。虽然对债市而言，短期缺乏强烈的政策刺激信号，但 4 月偏弱的金融与经济数据仍遏制了收益率的上行。在疫情全面好转之前，基本面偏弱的局面会持续，叠加近期资金面偏松，预计短期利率顶部有支撑。长期来看，疫情好转叠加财政政策发力，宽信用会迟到但不会缺席，届时债券收益率或将进入上行区间。

三，后市展望

综合来看，目前资金利率上升，货币净投放增加，反映流动性趋紧的背景下，央行放松货币。同时，最新的融资指标多数下行，信用边际转紧。从持仓角度看，前5大席位净多持仓倾向上行，反映期债的做多力量在增强。

操作上，期债市场短期或可维持偏多思路，长期需要警惕稳增长预期升温的扰动。建议交易性需求短期多头可适当建仓。在套保策略方面，远月基差仍然偏高，空头套保可等待交割月前基差惯性收敛后的建仓机会。此外，短期收益率曲线预计维持陡峭，关注中长期做平机会。

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。