

利空因素渐占上风，多头长期需持谨慎

一、行情回顾

本月进入合约移仓准备阶段，T2209 合约价格持续上升，进入了新的波动区间。不过，持仓量在随着价格的不断升高而持续积累，显示出多空分歧依然明显。从目前的情况来看，空头平仓止损引发价格波动的风险有一定显露，不过，由于本轮 5 月中旬之后积极入场的多头力量仍在加仓，也不能忽视在当前仓位高企的背景下，价格被推动进一步上涨之后随之而来的价格波动放大的风险。

基本面来看，4 月疫情冲击显现，内需整体回落，中小微企业景气度走弱。从金融数据来看，信贷总量大幅下滑，结构偏差一方面主要与疫情冲击下内需疲软有关，居民消费受到持续压制，同时对生产消费的冲击加剧企业经营压力，融资明显受抑制，房地产销售仍在低位，居民中长期贷款难以提速。

政策面上，稳增长政策着力宽信用，金融机构负债端已相对宽裕，稳增长政策发力方向走向资产端（如单独调降 5 年期 LPR），即刺激实体企业和居民部门融资需求，促使资金流向实体。政策组合拳密集出台，预计 5 月底-6 月初将有更多细则出台，着力稳定二季度经济增速，关注实际信贷回温情况。

资金面上，5 月地方债发行 12000 余亿元，净融资 9638 亿元，为年内发行新高，目前已发行全年新增专项债限额的 55%左右，目前已披露 6 月发行计划额度较高，结合二季度基本面压力，预计 6 月发行力度接近甚至不弱于 5 月。当前

资金利率仍维持在低位，5月底财政支出或对资金面形成补充，且当前稳增长压力增大环境下，央行有动力维持充裕的货币环境，增量宽松政策有望出台，而融资需求处在低位，资金面维持宽松的概率更高。若地方债加快发行和信贷需求回温消耗资金，压力或要到6月中下旬显现。

二、 基本面消息回顾

通胀整体偏高，但依旧可控

4月CPI同比由前值的1.5%上行至2.1%，自2020年11月触底后CPI整体震荡上行；PPI同比由前值的8.3%回落至8.0%，自2021年10月触顶后PPI整体震荡下行，但仍处相对高位。央行对未来的基本判断也是CPI上行、PPI下行。CPI上行主要由食品价格带动，其中猪肉价格环比上行速度提升，和疫情影响下供应链受抑制而囤积需求增加有关，核心CPI再降至1%以下，内需总体走弱；PPI中全球定价商品环比涨幅收窄，内需定价商品环比涨幅仍在高位，但近期发改委强调稳定煤炭价格，保供稳价下相关商品价格或有平缓。目前通胀仍不是约束宏观政策的主要因素。

受疫情冲击 PMI 走弱

4月制造业PMI47.4%（前值49.5%）；非制造业PMI41.9%（前值48.4%）。4月PMI显示疫情冲击显现，制造业和非制造业PMI均大幅回落，4月经济景气度较3月进一步回落。分项看，4月PMI生产指数44.4%，较上月续降5.1个百分点；需求端，4月PMI新订单、新出口订单指数分别回落6.2、5.6个百分点，

制造业供需双弱，疫情冲击下内需降幅明显，此外新出口订单继续走弱，疫情抑制国内供应链、外需趋于回落、东南亚出口替代均增加出口的不利因素；价格高位回落，4月原材料价格、出厂价格指数分别回落1.9、2.3个百分点，但仍处于相对高位；大中小企业景气全面回落，4月大中小型企业PMI分别回落3.2、1.0、1.0个百分点，均位于收缩区间；受疫情冲击，服务业景气度大幅走弱，4月服务业PMI环比回落6.7个百分点至40.0%。

信贷总量下降

中国4月社融存量同比增长10.2%（3月为10.6%），增量为9102亿元，比上年同期少9468亿元。M2同比增长10.5%，增速分别比上月末和上年同期高0.8个和2.4个百分点；M1同比增长5.1%，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期低1.1个百分点。总量看4月新增社融大幅回落，最主要的拖累是人民币贷款；4月社融口径人民币贷款同比少增9224亿元，其他分项中4月政府债发行减缓，对社融的支撑作用明显减弱；表外三项中未贴现银行承兑汇票明显下滑，同比多减405亿元，或主因为企业融资需求减少，开票量下滑并将票据贴现至表内有关。具体看贷款分项，住户部门贷款减少2170亿元，同比少增7453亿元。企业贷款同比少增，其中，中长期贷款同比少增3953亿元，票据融资同比多增2537亿元，主要以来短期贷款。信贷总量大幅下滑，结构偏差一方面主要与疫情冲击下内需疲软有关，居民消费受到持续压制，同时对生产消费的冲击加剧企业经营压力，融资明显受抑制，此外房地产销售仍在低位，居民中长期贷款难以提速。

全球央行开启加息热潮，或制约我国利率下行空间

目前，为应对居高不下的通胀，全球央行正在迅速加息，范围之大创下二十年

未见。在过去三个月中，全球央行共计 60 多次上调关键利率水平，创 2000 年初以来新高。美联储和英国央行都宣布暂停数十年来的超宽松货币政策，并通过在会议上连续加息来应对物价水平的飙升。欧洲央行也或将于今年 7 月启动加息，是 2011 年以来首次，并将在 9 月结束为期八年的负利率政策。此外，拉丁美洲的新兴国家从去年开始启动紧缩周期。巴西央行在一年多的时间里加息 10 次至 12.75%，远远高于去年 3 月的 2%。墨西哥、秘鲁、哥伦比亚和智利也提高了利率水平。预计加拿大、澳大利亚、波兰和印度央行都将在未来几周内加息。

这一轮普遍的加息潮让中国央行政策制定者更有可能考虑更为实质性的举措：如果其他同行都在这样做，那么可能会让我国央行重新审视货币宽松的力度，有可能进一步制约政策利率的下行空间，债券收益率可能见底并上行。其次，债券供需格局转变也将加大债券收益率上行压力。

国常会召开稳定经济大局，国债收益率面临回升风险

5 月 23 日召开的国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。会议释放诸多稳定经济大局的积极信号。包括在财政政策方面，今后将在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，以及在金融政策方面，今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例都将增加一倍等等，本次国常会的召开无疑给经济基本面注入了一针强心剂，政策的实施或将推动市场预期改善，从而令国债收益率或面临回升风险。

三、后市展望

综合来看，目前，供应链矛盾有所缓和，疫情形势边际向好，复工复产有序推进，这些积极信号都显示着经济基本面在不断恢复。但对于债券市场而言，上次早评谈到的资产荒的局面仍在延续，预计流动性持续偏松的局面短期不会改变，支撑利率的短期下行行情，叠加基本面弱现实和资金面宽松对债市有支撑。可以适度博弈杠杆策略。然而这一轮的经济预期底大概率已经出现，再加上6月债券供给压力或将大幅增加，年中以后债市的利空因素将陆续增多，须警惕二季度之后的利率上行风险。套利方面，基本面好转改善预期将支持收益率曲线维持陡峭，中期可关注做平机会。

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。