

## 国债

### 一、行情回顾

上周债市结束近期的调整态势，转为窄幅震荡，最终小幅走升。周内基本面和资金面并无新的变化，周一延续之前的跌势；周二则恢复周一跌幅；周三整体窄幅震荡；周四，出口数据超预期，但股债均无明显反映，说明短期经济预期修复的逻辑已经被市场考虑在内；周五震荡走弱。上周债市整体缺乏明显方向，多数时候跟随股市行情反向变动。

上周国债期货成交量整体有所回落，而在持仓量方面，国债期货主力合约持仓量整体仍有所上行，其中T主力合约持仓量上行最为明显。近期疫情形势整体不断好转，上海地区也逐疫情对经济的制约以及引发的担忧减弱，空头情绪或也随之有所升温。从上周日内成交情况来看，价格变动逐渐由多头情绪主导转至空头情绪主导，空头开仓动力始终较强，这也带动价格的下行和持仓量的继续累积。随着空头情绪的释放，市场可能再次进入震荡阶段。

近期国债期货各主力合约CTD近期均有所下降。IRR的回落可能也反映了当前多头情绪或有所减弱，空头情绪相对来说有所升温的特点。分品种来看，长端品种的IRR回落尤为明显，而短端也呈现一定下降，不过整体上短端仍处于较高水平。

上周债市基差多数回落。由于市场对经济复苏尚存疑虑，基本面和资金面对债市仍有支撑，套保难获盈利。同时，当前基差绝对水平很低，做空基差还要承担借贷

成本，整体性价比不高。

## 二，基本面分析

### 利多因素

#### 资金面目前仍较宽裕

上周公开市场共有 500 亿逆回购到期，央行等额等价续作。跨月后资金利率整体回落。截至上周五，DR001 为 1.40%，DR007 为 1.58%。银行间流动性非常充裕的局面已经持续了近两个月。

资金面保持充裕的根本原因在于稳经济诉求。目前经济下行压力仍大，保持银行流动性充裕，进一步引导银行向实体提供更多信贷支持的总体思路是不变的，这也是近期资金价格持续低位的根本原因。此外国有金融机构利润上缴以及财政退税等原因也起到了一定的作用。充裕的资金面短期内能够缓解利率上行，对债市利好。

### 利空因素

#### 多组数据显示经济基本面不断向好

上周公布的中国 5 月财新服务业 PMI 为 41.4，前值 36.2；5 月财新中国综合 PMI 录得 42.2，高于 4 月 5 个百分点；财新制造业 PMI 为 48.1，较上月回升 2.1 个百分点。这一走势与日前国家统计局公布中国制造业采购经理指数 PMI 运行情况一致，本月初国家统计局公布的 5 月份 PMI 为 49.6%，虽仍然低于临界点，但比上月上升 2.2 个百分点。

进出口数据超预期增长：海关总署公布数据显示，按美元计价，5月我国进出口总值5377.4亿美元，同比增长11.1%。其中，出口3082.4亿美元，同比增长16.9%，进口2294.9亿美元，同比增长4.1%。

通胀数据基本符合预期，5月CPI同比为2.1%，与4月数据持平，环比变动为-0.2%。其中，食品CPI同比由上月的1.9%上行至2.3%，非食品CPI同比为2.1%；核心CPI同比为0.9%，与4月持平。

社融总量向好。5月社融新增27900亿元，其中人民币贷款新增18900亿元。社融存量同比增速回升至10.5%，M2同比回升至11.1%，均超出市场预期，信贷总量层面出现修复。

这些数据均显示虽然近期疫情对中国经济仍然有着一定的制约，但长期来看，随着疫情影响的不断消退，供应链和物流链逐渐恢复，整体形势好转带动经济景气回升是大势所趋。

### **专项债供给恐达高峰，对资金面形成压力**

近期专项债发行速度再次加快，上月新增专项债发行规模较4月大幅提升，6月可能将达到供给高峰。6月专项债供给压力的大幅增加可能导致本月下旬资金面承受一定考验。虽然5月新增专项债发行已经明显加速，但是在4月专项债发行收缩的影响下，截至5月底新增专项债发行进度仍仅有55%，而在6月底前基本发行完毕的要求下，6月地方债供给压力仍然较大。

此外还需要注意的是，当前留抵退税进度明显快于专项债发行进度，今年留抵退税规模约1.64万亿元，伴随4月和5月的大规模退税，6月剩余存量留抵退税规模已经不多，6月下旬可能呈现留抵退税的尾声与专项债发行高峰的时间错位，

可能会进一步推升 6 月下旬资金面的压力，进而抑制国债价格上行。

### **美国 CPI 再创新高，通胀预期进一步强化，美联储加息恐更加紧迫**

美国 5 月末季调 CPI 同比升 8.6%，增速回升，创 1981 年 12 月以来新高；核心 CPI 同比升 6%，进一步小幅回落。其主要原因为食品与能源项一定程度超预期上涨。由于俄乌冲突继续扰动全球粮食市场，全球粮食自 4 月以来始终处于历史高位水平，未来粮食价格或较难从高位回落。同时，由于 5 月初欧盟公布在今年年底前全面禁止进口俄石油，进而导致 5 月能源项 CPI 由此前的环比负增长转为环比大幅正增长。

通胀数据公布后，美联储紧缩预期升温，11 月加息预期由 25bps 升为 50bps，市场预期 2023 年的加息步伐也进一步加快。预期美联储 6 月、7 月加息 50bps，若通胀仍处在高位回落速度慢，则存在 9 月与 11 月加息可能会达到 50bps。

### **三，后市展望**

综合来看，全周债市情绪面偏空。随着疫情进入收尾阶段，市场恐慌情绪逐渐缓解，从已有的信息逻辑来推，利率大概率已经见底，社融上行是债市转熊的领先指标，而企业中长贷上行是信用内生动能修复的标志，也是债市确定性熊市的开端。因此后续债市走势转熊的可能性大概率增加。

操作建议：后续偏空概率增加，交易性需求多头应该适当止盈。套保策略方面，基差收敛空间有限，空头套保的建仓需谨慎，短期可关在走阔机会。此外可适当关注收益率曲线做平机会。

## 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。