

宏观与金融期货月报

国元期货研究咨询部

经济下行风险增加 期指下跌期债震荡

主要结论:

1-2 月份的经济数据实现“开门红”，我国经济底部企稳，稳增长措施逐见成效。但由于俄乌局势升级造成全球金融市场巨震，3 月份深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，国际国内风险因素尤存，或对近期需求端构成压力。

期指 3 月行情以下跌为主，后市二次探底的概率仍存，市场或进入底部震荡，期指或以震荡筑底行情为主。

期债 3 月份为区间震荡行情，当前期债上有宽信用的压力、下有经济下行风险的支撑，4-5 月份区间震荡为主。

宏观金融

许雯

电话：010-59544994

邮箱：xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号 F3023704

投资咨询资格号 Z0012103

相关报告

目 录

一、经济下行风险增加.....	1
(一)、3月PMI跌入收缩区间.....	1
(二)、工业生产继续回升.....	3
(三)、需求端好于预期.....	4
1、投资增速大幅回升.....	4
2、消费增速放缓.....	8
3、进出口保持高景气.....	9
(四)、价格指数PPI环比回升.....	10
(五)、2月金融数据偏弱.....	12
(六)、宏观经济展望.....	16
二、股指期货震荡反弹.....	17
(一)、期指3月行情回顾.....	17
(二)、两融余额下降.....	19
(三)、标的指数估值下降.....	19
(四)、企业利润承压.....	21
(五)、基差收敛波动降低.....	21
(六)、期指后市行情研判.....	22
三、国债期货震荡整理.....	23

(一)、期债 3 月行情回顾	23
(二)、现货市场平稳波动	24
(三)、资金面整体平稳	26
(四)、期债后市行情展望	26
风险提示:	27

附 图

图 1: 制造业 PMI.....	1
图 2: 非制造业 PMI.....	1
图 3: PMI 生产和新订单指数.....	2
图 4: 各类型企业 PMI.....	2
图 5: 工业增加值.....	4
图 6: 工业增加值.....	4
图 7: 固定资产投资.....	5
图 8: 基础设施投资.....	5
图 9: 财政收入.....	6
图 10: 财政支出.....	6
图 11: 房地产开发投资.....	7
图 12: 社会消费品零售总额.....	7
图 13: 进出口同比.....	9
图 14: 月度进出口数据.....	9
图 15: CPI.....	10
图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素.....	10
图 17: PPI.....	11
图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素.....	11
图 19: 货币供应.....	13
图 20: 社会融资规模.....	13
图 21: M2、社会融资剪刀差.....	14
图 22: 贷款余额同比增速.....	14
图 23: 外汇储备.....	16
图 24: 外汇占款.....	16
图 25: 沪深 300 行情回顾.....	18
图 26: 市场风格.....	18
图 27: 融资余额.....	19

图 28: 融券余额.....	19
图 29: 沪深 300PE	20
图 30: 上证 50PE	20
图 31: 中证 500PE	20
图 32: 标的指数估值.....	20
图 33: 沪深 300 主力合约现货期货价差	22
图 34: 上证 50 主力合约现货期货价差	22
图 35: 中证 500 主力合约现货期货价差	22
图 36: 期货收盘价.....	24
图 37: 期货 5-10 价差.....	24
图 38: 国债到期收益率月度变化.....	24
图 39: 国债关键期限收益率.....	24
图 40: 国债收益率 5 年-2 年期利差	25
图 41: 国债收益 10 年-5 年期利差	25
图 42: 7 天资金利率.....	26
图 43: 公开市场操作.....	26

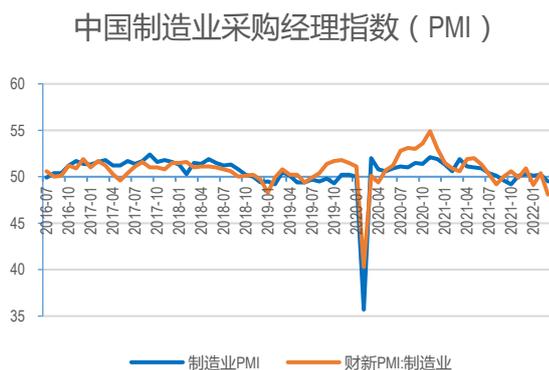
一、经济下行风险增加

2022 年国内经济压力仍存，疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济进入新的均衡过程。在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，1-2 月份的经济数据全线超出市场预期，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 2 月下旬俄乌局势突然升级造成全球金融市场巨震，3 月份国内深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂，国际国内风险因素尤存，或对近期需求端构成压力。

(一)、3 月 PMI 跌入收缩区间

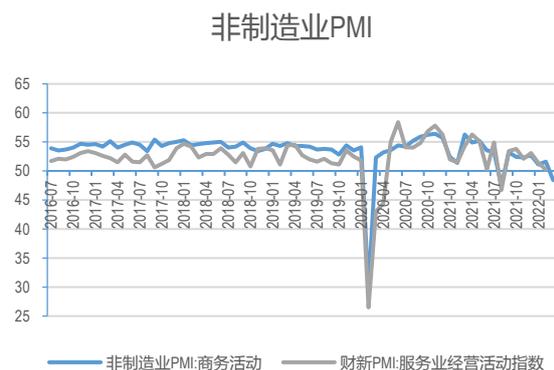
领先指标来看，3 月份制造业、非制造业 PMI 均跌入收缩区间，经济景气度下滑，一般 3 月开始进入传统旺季而今年 3 月的数据明显弱于季节性。制造业上下游价格普遍上涨而需求疲弱，中下游企业压力上升，上下游行业分化严重。3 月的疫情形势严峻，28 日开始上海隔江轮封，料对 3、4 月份的经济均有重大影响。

图 1：制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

2022 年 3 月制造业、服务业 PMI 均下降，处于荣枯线下方，供需两端同步走弱，景气度弱于季节性，价格指标继续反弹。3 月官方制造业 PMI 为 49.5%，较 2 月下降 0.7 个百分点；

财新制造业 PMI 为 48.1%，较 2 月下降 2.3 个百分点，为 2020 年 3 月以来最低。官方与财新制造业 PMI 同步下降，低于市场预期、明显弱于旺季特征，显示制造业景气下降，经济底部企稳回升的压力与风险仍存。

从分类指数来看，各项指标全线回落，其中新订单指数降幅较大，显示需求预期走弱。3 月份构成制造业 PMI 的 5 个分类指数全部处于收缩区间。其中生产指数为 49.5%，较 2 月下降 0.9 个百分点，为连续 4 个月下降，生产进入收缩；新订单指数为 48.8% 下降 1.9 个百分点，制造业需求下滑；原材料库存指数 47.3% 下降 0.8 个百分点，原材料库存继续下降；从业人员指数为 48.6% 下降 0.6 个百分点，用工方面景气较低；供应商配送时间指数 46.5% 下降 1.7 个百分点，原材料供应交货时间继续延长。

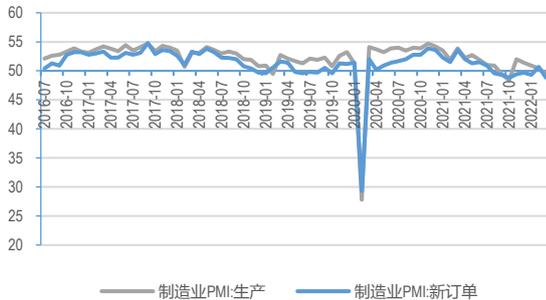
进出口重要指标显示，制造业新出口订单指数 47.2% 下降 1.8 个百分点，进口指数为 46.9% 下降 1.7 个百分点，进出口指数均处于收缩区间。外贸高位回落的风险逐渐积累，今后外贸面临的不确定因素较多。

两个重要价格指标显示工业品价格自 10 月下旬连续下跌之后在今年一季度有所反弹。原材料方面主要原材料购进价格指数为 66.1%，较 2 月上升 6.1 个百分点，原材料价格连续 3 个月上涨。产成品方面，出厂价格指数为 56.7%，反弹 2.6 个百分点，也是连续上涨 3 个月。上游价格反弹总体强于中下游。若下有需求不足，则价格上涨的支撑不足，反弹之后延续下行趋势的概率较高。

图 3：PMI 生产和新订单指数

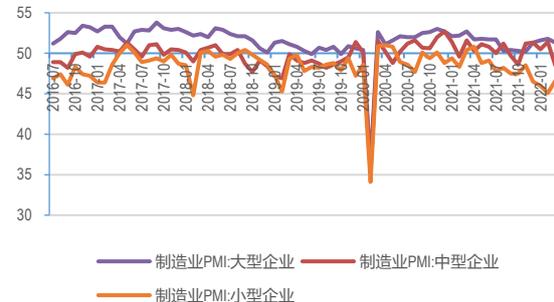
图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

大、中、小型企业PMI



数据来源: Wind、国元期货

3月大型企业PMI为51.3%比上月下降0.5个百分点, 中型企业PMI为48.5%下降2.9个百分点, 小型企业PMI为46.6%上升1.5个百分点, 中型企业本月由扩张区间跌入收缩区间, 受到的压力较大。不同规模类型的企业景气走势分化, 符合市场头部化预期的特征。大型企业的景气度高于中小型企业, 小企业较长时间处于收缩区间, 在经济下行过程中小企业受到的负面影响最大, 而且长期没有显著改善。

3月官方非制造业PMI为48.4%, 较2月下降3.2个百分点, 非制造业收缩, 其中服务业偏弱、建筑业走强。服务业指数46.7%小幅下降3.8个百分点, 服务业受疫情的影响最大, 出行、餐饮、零售、地产等行业全线承压; 信息、金融等行业景气较高。建筑业指数58.1%上升0.5个百分点, 基建需求回升对建筑业的拉动较大。

(二)、工业生产继续回升

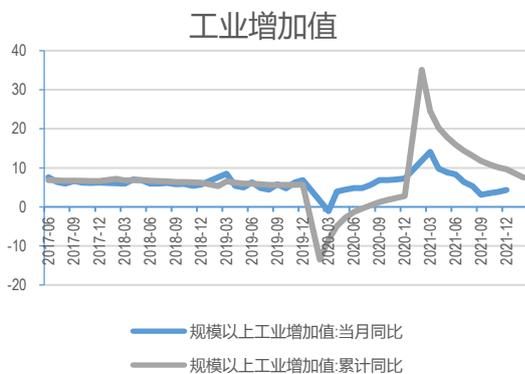
生产方面, 工业生产继续回升。去年三季度生产端受供应约束而走弱, 四季度供给侧约束有所改善, 工业生产渐进回升, 今年开年以来工业生产延续了回升态势。1-2月中国规模以上工业增加值同比增长7.5%, 较12月的4.3%提速, 工业增加值增速自去年9月以来连续上行。由于去年同期基数较高, 今年的生产端表现较强, 稳增长措施逐步见到成效生产端稳步

回升，但从长期需求趋势来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看1-2月份采矿业增加值同比增长9.8%较12月上升2.5个百分点，制造业增长7.3%回升3.5个百分点，电热燃气水增长6.8%下降0.4个百分点。上游生产走强，制造业企稳回升，生产端好转。41个行业大类中有38个行业增加值保持同比增长，较12月增加8个；617种产品中有338种产品同比增长，较上月增加50个。中游、上游生产保持了高景气，煤炭、石油、医药、电子、计算机、通讯等行业增加值保持较快增长；水泥、粗钢、焦炭、风电为负增长。

3月份之后进入传统生产旺季，生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

（三）、需求端好于预期

1、投资增速大幅回升

投资方面，固定资产投资增速大幅回升。投资主要构成中房地产开发投资低位小幅回升、基建投资提速、制造业投资大幅增长。

1-2月中国固定资产投资5.08万亿元，同比增长12.2%，增速较上年12月大幅上升7.3个百分点。按投资主体看民间投资2.92万亿元，同比增长11.4%，较12月上升4.4个百分点。制造业投资增速高增，提振整体投资增速，地产投资增速仍偏低拖累作用较大。分产业看，第一产业投资1129亿，同比增长8.8%；第二产业投资1.46万亿，同比增长19.6%；第三产业投资3.51万亿元，同比增长9.5%。今年以来市场对基建投资托底的预期偏正面，投资增速企稳的概率大。

制造业投资方面，制造业投资同比增长20.9%，较去年12月进一步提速，制造业投资保持上升势头。2022年制造业企业利润增速下滑，制造业投资的需求支撑下降，或对制造业投资继续高增长构成压力，但由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率由高位平稳回落。

图7：固定资产投资



数据来源：Wind，国元期货

图8：基础设施投资



数据来源：Wind，国元期货

基础设施投资方面，增速显著提高。基础设施投资同比增长8.1%，较2021年的0.4%提速。今年年初以来宏观政策稳增长力度较强，基建也是重要发力点。财政投放明显前置，年初的基建增速回升起到托底经济的作用，为一季度实现开门红打下基础。

2022 年经济下行压力较大，稳增长的预期较强，宏观政策逆周期调节的诉求提高，但在政府杠杆率不能大幅上升的约束条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。尤其是在地产链 2022 年大概率收缩的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

从财政收支来看，2022 年财政政策扩张力度加大，托底经济确保实现开门红。收入端，1-2 月全国一般公共预算收入 4.62 万亿元，同比增长 10.5%，预算收入保持较高增速；其中中央收入 2.28 万亿，同比增长 11.3%，地方收入 2.34 万亿，同比增长 9.8%。支出端，全国一般公共预算支出 3.82 万亿元，同比增长 7%，较去年年末支出增速明显加快，今年财政发力靠前。其中中央一般公共预算本级支出 3896 亿元，同比增长 4.6%；地方一般公共预算支出 3.43 万亿元，同比增长 7.3%。由于经济修复带来税基扩大，经济下行压力较大，稳增长导向下减税降费、基建发力的诉求较强，但增速下行可能会税基收缩，地产链调整也对地方收入构成压力，总体评估财政扩张力度整体上应不低于上年。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，增速回升、处于低位。1-2 月份地产投资收缩状况有所改善，地产投资增速回升、地产销售降温，土地市场需求下降。

2022 年 1-2 月中国房地产开发投资 1.45 万亿，同比增长 3.7%，较去年 12 月增速上升 17.6 个百分点。2021 年在房地产政策收紧下，个别大型房企出现经营困难，开发商经营预期转向悲观，地产投资增速加速回落。2022 年 1-2 月份的数据显示地产投资状况好转，但一般地 1-2 月份的数据一般波动比较大，对中长期方向性指引有效性较低。

施工方面，1-2 月房屋施工面积 78.4 亿平方米，同比增长 1.8%，增速较 12 月下降 3.4 个百分点；新开工面积 1.5 亿平方米，同比下降 12.2%，降幅扩大 0.8 个百分点；竣工面积 1.2 亿平方米，同比下降 9.8%，下降 21 个百分点。新开工下滑显示地产新增项目清淡，受房地产政策影响较大。竣工面积高位回落，虽有保竣工的政策导向下，但地产行业整体下行对竣工也构成压力，主要体现在开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-2 月商品房销售面积 1.57 亿平方米，同比下降 9.6，较去年 12 月降幅收窄 6 个百分点。销售额 1.55 万亿元，同比下降 19.3%，较 12 月下降 1.5 个百分点，销售平米平均单价较上月下降。商品房销售有所放缓与地产信贷政策、地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等因素有关，长期趋势难以在短时间内逆转。

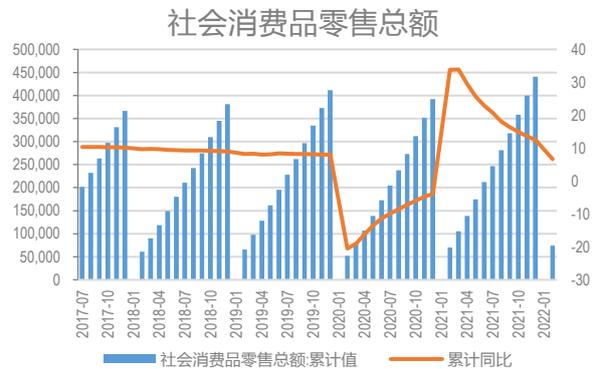
市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。由于高基数的影响，房地产投资增速或被动处于低位。

图 11: 房地产开发投资

图 12: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind, 国元期货



数据来源: Wind, 国元期货

整体来看,2022年固定资产投资增速由于经济下行与财政约束的双重压力全年不会太高,但在稳增长政策导向下或许会小幅高于2021年。2022年房地产投资增速难以提升,不排除全年投资增速负增长的可能性。基建稳定增长依然起到托底经济的作用。制造业投资增速保持较快增速或能够对冲房地产投资的下滑影响。政策支持、扶持领域的主动性投资需求保持强劲,扩张性的财政政策起到托底、稳增长的作用。

2、消费增速放缓

消费方面,社会消费品零售总额增速回升。今年1-2月份消费数据较去年年末走强,消费领域表现好于市场预期。基数与价格因素也有正面贡献。

2022年1-2月社会消费品零售总额7.44万亿,同比增长6.7%,较去年12月的1.7%上升5个百分点。在本土疫情多发的1-2月份,消费数据好预期反映了此轮防控措施对居民生活与消费的影响较以往降低。及至目前来看每一轮疫情对经济的冲击逐渐减弱,一方面面对疫情的处置能力、社会治理能力提高,二是群众对疫情的耐受力也增强了。1-2月网上商品和服务零售额,同比增长10.2%,疫情使居民消费行为结构性改变,网络零售保持较高增速。

2月份全国城镇调查失业率为5.5%,较12月的5.1%有所上升。居民收入对消费走向有比

较大的影响，居民就业、生活方面的压力普遍增加，对后期的消费增长有一定的抑制作用。

3、进出口保持高景气

2022年开年进出口维持了高景气。今年以来欧美等国多数放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求保持强劲。各国已经开始着手解决供应链不畅的问题，但彻底疏通还有待时日，我国在全球产业链、供应链中具有相对优势。2月24日之后俄乌局势恶化，能源价格大涨、政经形式复杂，战争也给全球需求增长蒙上阴影。

进出口同比增速虽有回落，但仍处于两位数的高增长区间。2022年1-2月中国进出口总值6.2万亿，同比增长13.3%；出口3.47万亿，同比增长13.6%；进口2.73万亿，同比增长12.9%。增速较去年同期、去年年末均有所回落。这主要是由于基数的原因，去年外贸全年高增长，年末月度进出口额为历史高值。在去年的基数上，开年还能有两位数的增长，可见外部需求较强，外贸景气不弱。此外价格因素对于增长外贸的贡献较高。

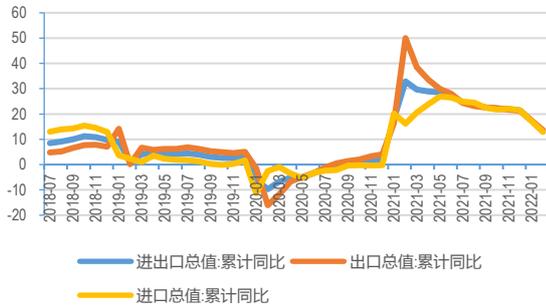
出口方面，防疫用品、机电产品、集成电路等增速还处于高位，手机、家电等增速走低。1-2月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为13.8%、24.2%、7.5%、13.3%，对美、日的出口增速明显回落，对欧盟出口增速处于高位。进口方面，大宗商品价格处于高位，高价抑制需求，国内大宗商品进口价格普遍高于往年。原油、煤炭、天然气、塑料、钢材等进口量下降。

1-2月份进出口维持了去年以来的强势。2022年全球经济增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下2022年进出口增速应较2021年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，进出口有望保持正增长。

图 13：进出口同比

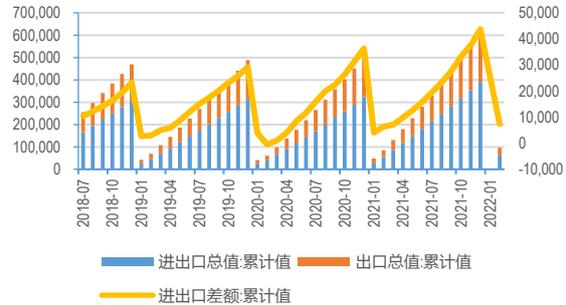
图 14：月度进出口数据

中国月度进出口增速



数据来源：Wind，国元期货

中国月度进出口数据



数据来源：Wind，国元期货

(四)、价格指数 PPI 环比回升

2022 年 2 月价格指数同比走弱、环比走强，消费品价格处于低位，工业品涨价压力有所缓解。2 月 CPI 同比增长 0.9%，环比上涨 0.6%；PPI 同比增长 8.8%，环比增长 0.5%，CPI-PPI 剪刀差继续收窄。

CPI 方面，2 月消费品价格仍表现较弱，映射消费需求延续弱势。2022 年 2 月 CPI 同比增长 0.9%，较 1 月持平，环比上涨 0.6%，环比弱于往年春节时段。2 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，较 1 月下降 0.1 个百分点。

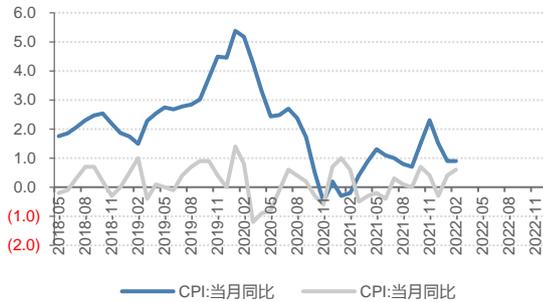
食品价格对 CPI 的拖累较大，能源价格对 CPI 拉动较强，正负相抵、指数持平。2 月食品价格同比下降 3.9%，较上月降幅扩大 0.1 个百分点，非食品价格同比上涨 2.1%，涨幅扩大 0.1 个百分点。2 月份猪肉价格回落环比下降 4.6%，同比下降 42.5%、降幅扩大 0.9 个百分点，据测算猪肉价格下降对 CPI 的拖累接近尾声，之后 CPI 或在能源价格的带动下上行。

去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为 1 个百分点，翘尾因素不高、新涨价动能有所走强，食品价格下降，能源价格处于高位，CPI 整体处于低位。

图 15: CPI

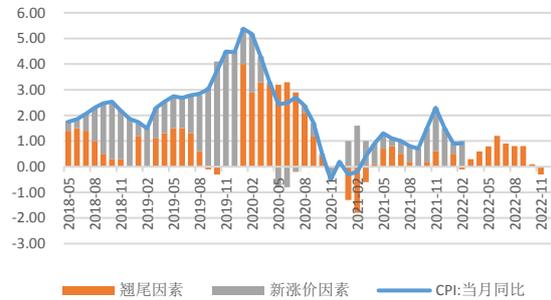
图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素

CPI当月同比、环比



数据来源: Wind, 国元期货

CPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面, PPI 延续高位回落趋势。2 月 PPI 同比上涨 8.8%, 较 1 月回落 0.3 个百分点, 为连续第 4 个月回落。PPI 中生产资料价格上涨 11.4% 回落 0.4 个百分点, 生活资料价格上涨 0.9% 回升 0.1 个百分点, 生产、生活资料价格分化较大。大宗商品价格在政府部门强力干预下见顶回落。叠加翘尾因素快速下降, 上半年大概率是继续回落走势。在供应约束缓解之后, 工业品价格的主要矛盾由供应端逐步转向需求端, 若需求端放缓, 由下游逐步向上游传导, 则上游产品价格压力增加。结合当前内需形势工业品价格走弱是大概率趋势。

去年价格变动的翘尾影响约为 8.4 个百分点, 新涨价影响约为 0.4 个百分点, 翘尾因素较高、新涨价动能由上月的 -0.2 转正有所增强。今年上半年翘尾因素回落较快, 对 PPI 的变化趋势影响较大, 在政策层面继续推动保供稳价的阶段, 新涨价动能的影响会弱于翘尾因素, 因此我们判断 PPI 将延续回落趋势。2022 年 PPI 同比增速大概率是下行走势, 上半年 PPI 整体水平仍偏高, 下半年若需求持续偏弱则会进一步走弱, 若内部需求超预期增长 PPI 回稳。

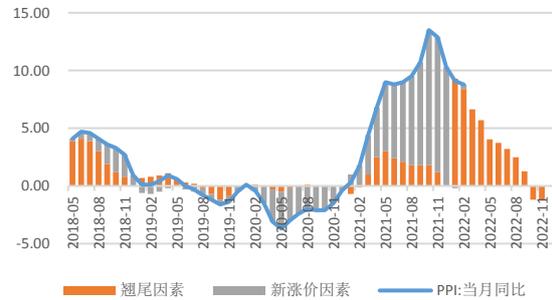
图 17: PPI

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素

PPI当月同比、环比



PPI新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

CPI 处于低位，年内低位回升概率较大；PPI 高位回落，上半年以继续回落为主，下半年能否企稳主要看需求端是否支持。

（五）、2 月金融数据偏弱

2 月份金融数据走弱，全线低于市场预期，信贷、社融、M2 增速下降，内部融资需求偏弱应为主因，季节性因素也有较大影响。2022 年 2 月 M2 余额 244.15 万亿，同比增长 9.2%；社会融资规模存量 321.12 万亿，同比增长 10.2%；人民币贷款余额 197.89 万亿，同比增长 11.4%。

2021 年国庆后宏观政策层面的稳增长、宽信用导向逐渐增强，金融数据逐步企稳、信用收缩状况得以改善。今年一月的新增人民币贷款、新增社融规模超出市场预期，稳增长、宽信用的政策效果逐渐开始显现，市场对于经济底部企稳的信心增强。2 月份金融数据全线走弱，显示出在疫情、外部冲击等因素的影响下，内部需求偏弱，尤其是地产链未出现明显改观，映射到内部融资需求尤其是居民融资需求不足上。

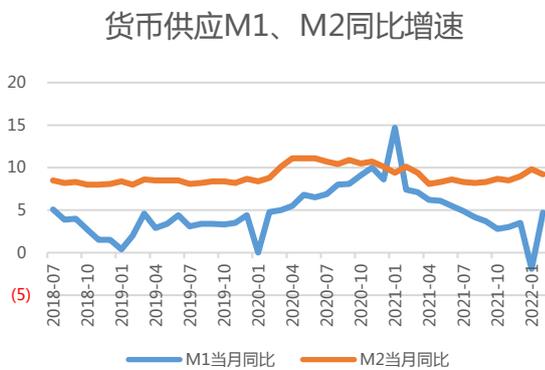
当前因经济下行压力较大，货币政策以“加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”为下一阶段的主要思路。因此政策层面上坚持不搞大水漫灌，但由于经济下行压力较大也会延续“稳增长”、“稳信用”、“宽信用”的政策导向，总量上保持宽松、

结构上加大对实体经济的支持。

货币供应方面，2月份M2增速回升，M1增速下降，M0季节性高增长。2月末M2余额244.15万亿元，同比增长9.2%，增速较上月下降0.6个百分点；M1余额62.16万亿，同比增长4.7%，由上月的-1.9%转正；M0余额9.72万亿，同比增长5.8%，下降12.7回升10.8个百分点，当月净投放现金1.54万亿元。M1M2增速剪刀差收窄。M1仍处于低位，企业流动性环境仍然较差，但较上月明显好转，实体企业压力略有所缓解。M2增速下降，受基数、居民存款等因素的影响，增速与经济增速大体匹配，货币供应整体充裕，符合央行政策方向。

从1-2月数据上来看货币供应总量平稳增长，货币政策发力靠前，后期需继续关注经济下行压力以及货币政策稳增长举措。

图 19: 货币供应



数据来源: Wind、国元期货

图 20: 社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

社会融资方面，2月份社融增速回落。主要是实体企业与居民融资需求下滑。虽然央行宽信用的政策意图渐强，但经济下行约束下社融增速长期、大幅上升的难度也较大，在连续4个月上行之后回落也符合当前的经济形势。

存量看2月社会融资规模存量为321.12万亿，同比增长10.2%，较上月回落0.3个百分点，

较上年同期下降 3.1 个百分点。分项来看同比上升的有：对实体经济发放人民币贷款 196.62 万亿同比增长 11.2%，增速较上月下降 0.4 个百分点；政府债券 53.94 万亿同比增长 16.3%，上升 0.4 个百分点；企业债券 30.76 万亿同比增长 10.1%，上升 0.7 个百分点；非金融企业境内股票 9.66 万亿同比增 14.8%，下降 0.5 个百分点。同比下降的有：委托贷款 10.92 万亿，同比下降 1.1%，降幅持平；信托贷款 4.2 万亿同比降 32.1%，降幅扩大 0.2 个百分点；未贴现的银行承兑汇票 3.06 万亿元，同比下降 24.7%，降幅扩大 11.8 个百分点。表外融资同比增速全面下降。表内信贷增速小幅下滑，政府债券、企业债券融资保持较高增速。

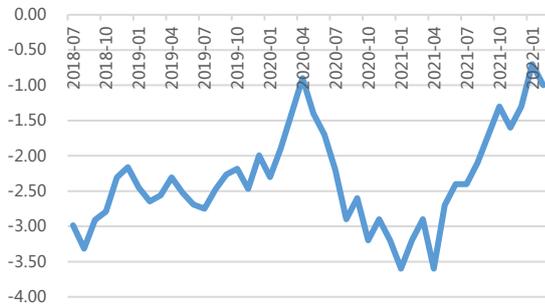
从增量看，2 月社会融资规模增量为 1.19 万亿，同比少增 5315 亿，低于市场预期，新增融资需求偏弱。1-2 月合计新增 7.36 万亿，同比多增 4499 亿，合计来看尚可，但也难言强势。2 月企业债券新增 3377 亿、政府债券新增 2722 亿，分别同比多增 2021 亿、1705 亿，债券融资是新增融资的主要拉动部分。新增人民币贷款 9084 亿同比少增 4329 亿，未贴现票据减少 4228 亿同比多减 4867 亿，表内表外信贷需求均下滑，是 2 月社融增量较低的主要原因。

从需求方面考虑，社融跟随经济下行减速，若 2022 年经济下行幅度较大，社融与名义 GDP 增速匹配则还有下降空间。考虑到宏观政策对冲，下行幅度应可控，不会出现系统性金融风险。

图 21：M2、社会融资剪刀差

图 22：贷款余额同比增速

M2-社融增速



数据来源: Wind、国元期货

人民币贷款余额



数据来源: Wind、国元期货

存贷款方面,2月新增贷款增速回落、存款增速上升。存量看2月末人民币贷款余额197.89万亿,同比增长11.4%,增速比上月回落0.1个百分点,为连续7个月回落。增量看2月新增人民币贷款1.23万亿,同比少增1300亿。其中居住户新增人民币贷款减少3369亿,短期减少2911亿同比多减220亿,中长期减少459亿,同比多减4572亿,居民新增短期、长期贷款均减少,消费、购房等需求均下降。企业贷款增加1.24万亿,中长期贷款新增5052亿,同比少增5948亿;票据融资增加3052亿元,同比多增4907亿。企业中长期贷款结构好转、票据贷款冲量仍有,实体融资需求逐渐由弱转强。2月份人民币存款余额238.61万亿,同比增长9.8%,增速比上月上升0.6个百分点。2月当月存款增加2.54万亿,同比多增1.39万亿。住户存款减少2923亿、同比多减35523亿,企业存款增加1389亿、同比多增255894亿,企业个人存款与去年变化较大主要源于春节错位。财政存款增加6002亿,同比多增14481亿。

目前货币政策注重名义经济增速与货币供应、社融增速相匹配,在经济下行压力下综合评估各项政策目标,相机实施跨周期与逆周期调节措施。“稳字当头”,政策稳定性较高,下行压力下总量保持平稳偏宽松的可能性较高。

外汇储备规模平稳增长。中国 2022 年 2 月外汇储备为 32138 亿美元，较 1 月末下降 78 亿美元。受美联储货币政策收紧预期影响 2 月美元指数上涨，全球金融资产价格总体下跌，折算后当月外汇储备规模下降。外部风险因素虽较多，但中国中长期基本面依然稳健，外汇储备规模大概率将继续保持稳定增长。

中国 2 月末央行外汇占款 21.32 万亿元人民币，环比增加 61.88 亿元，实现连续 6 个月增长。境内银行外币流动性相对宽裕。

图 23: 外汇储备

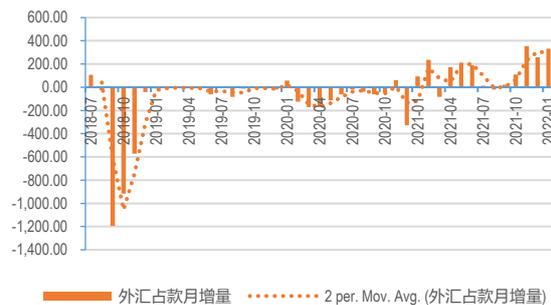
图 24: 外汇占款

中国官方外汇储备月增量



数据来源: Wind、国元期货

外汇占款月增量



数据来源: Wind、国元期货

(六)、宏观经济展望

2022 年开年国内经济企稳回升实现开门红，但 2、3 月份深圳、上海、吉林等多地出现疫情，二季度经济增长承压。2022 年全球经济增长动能减弱、通胀处于高位，俄乌局势也对全球经济增长带来风险。

二季度生产端应能保持强势，需求端不确定因素较多，对生产端的支撑较乏力。需求端受到疫情影响，消费方面的压力较大，同时房地产销售未现好转，地产链收缩可能会对供需两端带来额外的压力与风险。二季度疫情受控之后，各方面经济数据有望改善，基建投资可能成为

托底经济的抓手，消费需求有望快速反弹。

2022 年价格指标走势或将逆转。但短期来看由于基数较高、新涨价动能不强等因素影响，CPI 可能继续处于低位、PPI 有可能快速回落。

宏观政策方面延续稳增长的方向不变。货币政策基调持稳偏，保持流动性合理充裕。财政政策发力适当靠前，预算支出加快，在结构上更加优化。

二、股指期货震荡反弹

（一）、期指 3 月行情回顾

3 月初三大期指同步大跌，跌幅较大超出市场预期，主要是因为俄乌局势恶化，全球资本市场剧震，国内股市受到波及，叠加深圳、上海、吉林等地出现疫情，市场情绪看淡。由于下跌趋势发展的较快，短小时内部分私募与量化基金集中面临止损，下跌被动加速，严重的短线超跌造成了暂时性的流动性危机。15 日公布的 1-2 月份经济数据开门红也未能提振市场。3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。官方重磅发生之后，市场信心得以快速提振，有效阻断了下跌趋势，市场开启反弹。政策面向好，但由于基本面尚不支持行情反转，国内疫情风险仍存、外部风险有所缓解，后市二次探底的概率仍存，形成底部震荡行情。

3 月份的行情以震荡下跌为主，主要指数全线下跌，上证、深成、创业板指数 3 月分别下跌 6.07%、9.94%、7.7%，深成指走势最弱。股指期货三大标的指数全线下跌，沪深 300、上证 50、中证 500 指数分别下跌 7.84%、5.91%、7.71%。行业表现上多数行业下跌，煤炭、房地产、农林牧渔、医药生物等少数板块上涨。

3月各合约行情汇总：

合约	收盘价	月涨跌幅 (%)	持仓量	月增仓	标的指数	标的月涨跌 (%)	基差
IF2204	4218.8	-7.64%	92894	86414	4222.60	-7.84%	3.8
IF2205	4205.2	-0.82%	6024	0	4222.60	-7.84%	17.4
IF2206	4181.6	-8.06%	75648	18899	4222.60	-7.84%	41.0
IF2209	4124.0	-8.32%	31642	13541	4222.60	-7.84%	98.6
IH2204	2900.0	-5.98%	36825	34802	2898.83	-5.91%	-1.2
IH2205	2895.4	-0.68%	2700	0	2898.83	-5.91%	3.4
IH2206	2890.4	-6.05%	33782	9560	2898.83	-5.91%	8.4
IH2209	2855.0	-6.24%	18954	6916	2898.83	-5.91%	43.8
IC2204	6318.6	-7.50%	95851	86554	6324.96	-7.71%	6.4
IC2205	6287.8	-0.22%	7966	0	6324.96	-7.71%	37.2
IC2206	6245.2	-7.78%	115247	16397	6324.96	-7.71%	79.8
IC2209	6139.0	-8.14%	93501	34716	6324.96	-7.71%	186.0

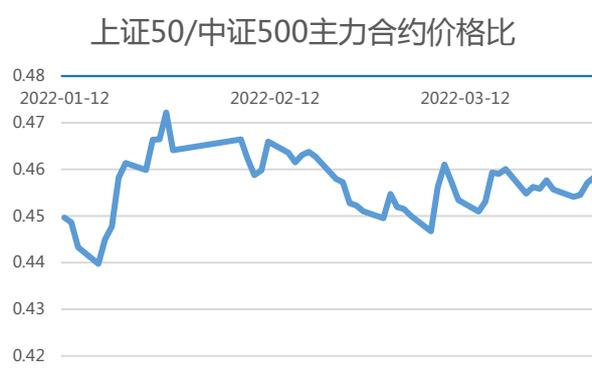
3月份A股IPO共发行37家,首发合计募资500.336亿,增发31家合计募资474.03亿元。

IPO、增发家数及金额较2月份下降。2022年一季度,A股市场首发上市87起,较2021年同期减少32起,较2021年四季度减少45起。首发募集资金1326.96亿元,较2021年同期增长61.48%,较2021年四季度下降41.48%。

3月份市场调整过程中前期累积的风险有所释放,后市我们继续看好稳增长行情。主要考虑的因素在于国内经济底部企稳的过程并没有结束,稳增长的成效将逐步体现。期指大概率进入底部震荡过程。

图 25: 沪深 300 行情回顾

图 26: 市场风格



数据来源: Wind, 国元期货

数据来源: Wind, 国元期货

(二)、两融余额下降

2022年3月融资余额整体变化不大,月末余额15806.9亿较2月末的16311.2亿下降504.2亿,因行情调整幅度较大,部分融资盘止损。融券余额也出现小幅下降,月末余额921.5亿较2月末小幅下降39亿,部分融券止盈。部分股票调整后估值趋于合理,月末两融趋于稳定。

图 27: 融资余额



图 28: 融券余额



数据来源: Wind, 国元期货

数据来源: Wind, 国元期货

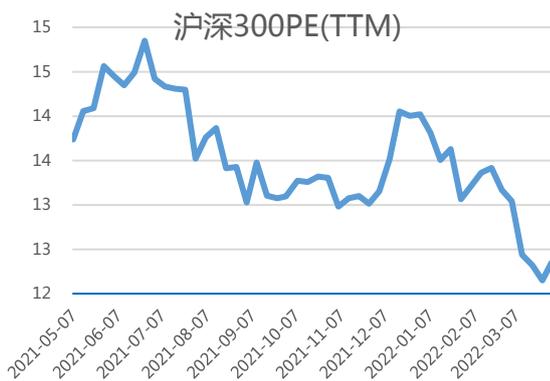
(三)、标的指数估值下降

3月份三大股指期货标的指数估值均大幅下降,估值大幅下降主要是行情大跌造成的。3

月份部分公司公布了年报，多数业绩增长，但还有半数公司未公告业绩，成分股公司盈利变化的影响还没有充分体现在估值中。2、3月的疫情严重，企业盈利承压，PE所代表的估值相对滞后于市场预期。现阶段低PE不等于低风险。

沪深300、上证50指数PE估值处于历史高位，中证500指数PE估值处于历史低位。主要是中证500中的大量周期股业绩可能顶部已过，目前的估值也不能充分反映未来的业绩风险。经济下行压力下防御策略盛行，机构投资者求稳诉求偏强，股票市场“稳增长”行情或可延续。

图 29：沪深 300PE



数据来源：Wind、国元期货

图 30：上证 50PE



数据来源：Wind、国元期货

图 31：中证 500PE

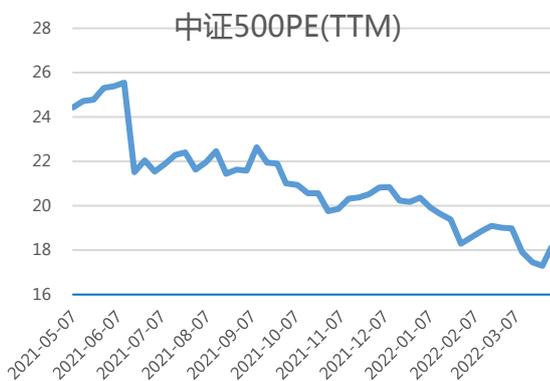


图 32：标的指数估值



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

（四）、企业利润承压

1-2月规模以上工业企业利润实现小幅增长，全国规模以上工业企业实现利润总额1.16万亿元，同比增长5%，较12月上升0.8个百分点，在高基数下取得正增长。2021年企业利润恢复性高增长之后，2022年逐渐面临压力。经济恢复性增涨之后，企业经营会回归常态，不支持利润长期处于历史高位，今年1-2月的增长水平处于合理区间。在41个工业大类行业中，40个行业利润总额同比增加，较上月增加8个。其中，采矿业利润增速较高，油气开采、煤炭开采、有色金属矿采选等行业保持了高利润增速，而下游制造业由于终端需求偏弱、上游成本压力较大等原因利润负增长。

1-2月规模以上工业企业实现营业收入19.4万亿元，同比增长13.9%，营业收入保持高增速，支持利润率继续维持增长态势；营业成本16.28万亿元，增长15.0%，成本增加较快是当期拖累利润增速的主要原因。

1-2月份上下游企业利润分化仍然较大，价格上涨推动，石油、煤炭、化工、有色等上游行业的利润增速较高，占比较大。上游原材料制造业利润表现突出，但下游企业成本端压力显著扩大，各项经营指标表现一般。预计保供政策将使上游价格逐步回落，对中下游利润挤压或将逐步改善。

二季度经济下行压力仍存、需求偏弱，在政策调控下上游价格逐步回落、产量增速趋缓，企业利润增速应逐步下降，直至回归正常水平，上下游的利润格局分化或有所缓和。

（五）、基差收敛波动降低

3月份股指期货主力合约基差波动较大。行情重挫部分市场机构被迫平仓等因素造成沪深

300、上证 50、中证 500 期货主力合约一度深度贴水。市场反弹后基差波动幅度略有下降。月底期指贴水回归，市场悲观预期有所修复。

图 33: 沪深 300 主力合约现货期货价差

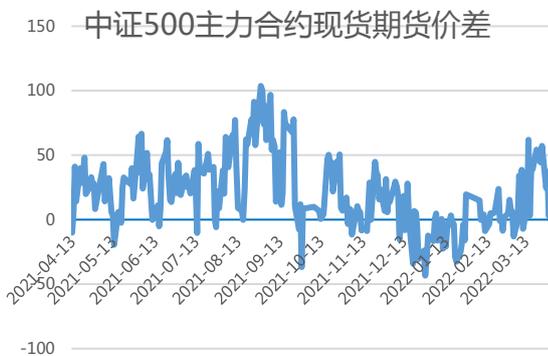
图 34: 上证 50 主力合约现货期货价差



数据来源: Wind、国元期货

数据来源: Wind、国元期货

图 35: 中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源: Wind、国元期货

(六)、期指后市行情研判

在宏观层面稳增长措施的干预下,我国经济底部企稳,1-2 月份的经济数据实现“开门红”,显示出稳增长措施逐步见到成效。1-2 月中国规模以上工业增加值同比增长 7.5%,自去年 9 月以来连续上行,生产端稳步回升。需求端,资、消费增速大幅回升,开年进出口也维持了

高景气。

3月份多地出现疫情，尤其是上海、吉林等地疫情形势严峻复杂，内需方面压力增加。3月底俄乌谈判取得进展，外部压力暂缓缓释。政策层面上的稳增长意图明确，在当前外部风险仍存、经济下行压力加大的时期，市场对于政策层面稳增长、宽信用的期待偏高。

国内经济底部企稳、任性较强，且政策面向好，“政策底”支撑力度较强。国内疫情形势复杂与外部波动风险仍存，市场反弹偏弱，二次探底的概率依然存在。二季度市场或进入底部震荡，股指或以震荡筑底为主，建议以底部震荡思路谨慎操作。

三、国债期货震荡整理

（一）、期债3月行情回顾

3月份期债区间震荡行情，短债小跌、长债小涨，短端受季末资金面驱动，长端对长期经济增长的预期较为稳定。国债期货3月份行情数据如下表：

合约	收盘价	月涨跌幅 (%)	持仓量	月增仓	月成交量
TS2206	101.195	0.00%	42086	11911	382035
TS2209	101.010	-0.05%	5937	4613	13041
TS2212	100.895	-0.09%	158	0	4113
TF2206	101.580	0.08%	102144	14748	969851
TF2209	101.285	0.05%	7428	6145	34143
TF2212	101.045	-0.18%	309	0	4876
T2206	100.440	0.19%	163301	1816	1878456
T2209	100.120	0.16%	15980	11615	84656
T2212	99.795	0.04%	598	0	2213

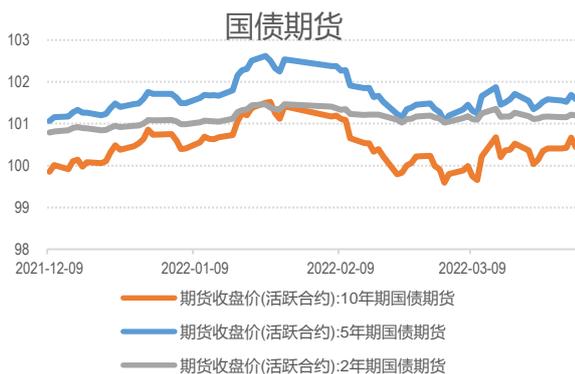
数据来源：Wind、国元期货

月内行情影响因素较多，变化较快。月初俄乌局势升级，全球资本市场剧震，股、债齐跌。2月份金融数据偏弱，信贷增量较低，宽信用效果不佳，货币政策有望继续宽松，市场

降息预期升温，期债反弹。随后公布的 1-2 月经济数据超预期，经济企稳回升概率增加，降息预期落空，期债回落。外部环境方面美联储加息后，中美利差收窄，增加期债压力。三月份深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，28 日上海封城，恐对 3-4 月份经济形成压力，期债受到支撑。

对于二季度行情来说，我国经济已经底部企稳、且韧性较强，但底部回升过程中面临的风险因素增加，经济面临下行压力，期债的基本面多空交织。整体判断期债震荡行情为主，央行货币政策动向或继续充当债市方向性指引。

图 36：期货收盘价



数据来源：Wind、国元期货

图 37：期货 5-10 价差



数据来源：Wind、国元期货

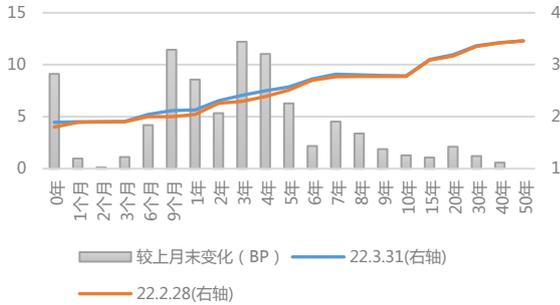
（二）、现货市场平稳波动

一级市场方面，2022 年 3 月共发行国债 14 只，发行金额 6600 亿，较去年 3 月 4940 亿上升 1660 亿。发行地方债 239 只，发行金额 5990.25 亿，较去年 3 月的 4770.51 亿上升 817.74 亿元。政策性银行债 90 只，发行金额 4959.4 亿，较去年同期的 5860.9 亿下降 901.5 亿。利率债供应水平较去年同期上升，金融体系内资金较为宽松配置需求有支撑。

图 38：国债到期收益率月度变化

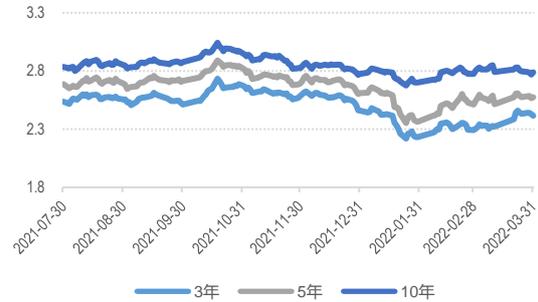
图 39：国债关键期限收益率

债国债到期收益率变化2022-03



数据来源: Wind、国元期货

中债国债到期收益率



数据来源: Wind、国元期货

二级市场方面, 3 月份国债收益率曲线整体小幅上移, 长端基本稳定变化不大。10 年期国债收益率在 2.77-2.85%之间运行, 对应 10 债主力合约价格区间 99.53-100.715 元, 月末收益率为 2.79%较上月末上行 1BP。5 年期国债收益率在 2.52-2.61%区间运行, 对应 5 债主力合约价格区间 101.025-101.98 元, 月末收益率为 2.57%较上月末上行 6BP。2 年期国债收益率在 2.26-2.35%区间波动, 对应 2 债主力合约价格区间 101.015-101.4 元, 月末收益率为 2.32%较上月末上行 5BP。5-2 年利差平稳, 10-5 年利差收窄。

图 40: 国债收益率 5 年-2 年期利差



数据来源: Wind、国元期货

图 41: 国债收益 10 年-5 年期利差



数据来源: Wind、国元期货

(三)、资金面整体平稳

3月资金面整体平稳，月末跨季资金利率走高符合市场预期。3月份央行公开市场操作较为中性，月末进行了大额公开市场投放对冲季末需求。3月份资金利率波动也不大，整体情况与2月份大体相当，隔夜拆借利率R001月均值较上月下行4.3BP。

3月7天Shibor利率在2.01-2.25%之间，R007利率在2.05-3.13%之间，基本符合市场预期。

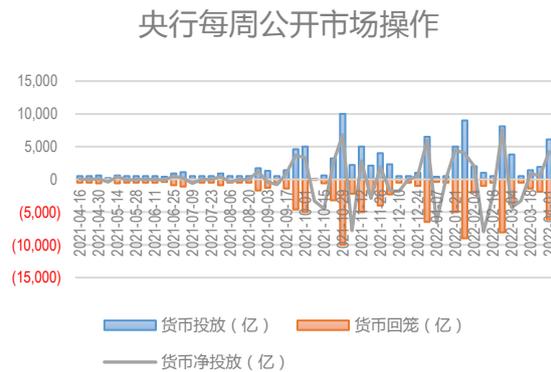
目前货币政策处于稳健中性，偏宽松阶段，稳增长的政策意图比较清晰。央行对于市场还是比较呵护的态度。市场预期4月份资金面大概率继续保持平稳。

图 42: 7 天资金利率



数据来源: Wind、国元期货

图 43: 公开市场操作



数据来源: Wind、国元期货

(四)、期债后市行情展望

从基本面来看，2022年经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，经济下行压力偏大、工业品价格高位逐渐回落，基本面支撑期债价格处于高位。春节之后逐渐进入传统生产旺季工业品价格或阶段性回升，结合海外通胀较为严重，或对期债价格形成阶段性扰动。

1-2月份的经济数据好于预期，经济下行压力有所缓解，继续降息降准的必要性下降，市场宽信用预期走强，压制利率债价格。另一方面，上海、吉林等地的疫情形势复杂，增加了经

济下行风险，经济增速回落预期抬头，利率债难以深跌。央行货币政策大方向无疑延续偏宽松，但若无进一步的降息动作，期债较难突破前高。期债上有宽信用的压力、下有经济下行风险的支撑，4-5月份区间震荡整理为主。期间央行货币政策动向或成为期债方向性指引，应密切关注。

风险提示:

- 1、国内疫情出现反复，防疫政策调整。
- 2、经济增长滑出合理区间，企业盈利大降。
- 3、突发新涨价因素，价格指标大幅走高。
- 4、乌克兰局势恶化。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818