国元期货
Guoyuan Futures Co . Ltd .

宏观金融月报

国元期货研究咨询部 2022 年 4 月 29 日

经济平稳增长 期指筑底期债震荡

【策略观点】

在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，2022 年一季度的经济数据好于去年四季度，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 3、4 月份国内深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，也对我国的经济增长造成一定影响，尤其对需求端构成压力。

期指 4 月行情以下跌为主，跌幅较大超出市场预期，市场调整过程中前期累积的风险有所释放，当前政策面向好，向下调整的空间有限。期指已开启了反弹，后市大概率进入底部震荡过程。。

期债 4 月份为震荡行情，当前期债上有宽信用的压力、下有经济下行风险的支撑， 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。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

许雯
电话：010-84555101

邮 箱
xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F3023704

投资咨询资格号
Z0012103

【目　录】

一、经济下行风险增加 1
（一）、经济下行压力较大 1
（二）、工业生产平稳增长 1
（三）、需求端压力增加 2
1、投资增速回落 2
2、消费承压下行 4
3、进出口保持高景气 5
（四）、价格指标 CPI 回升 PPI 回落 6
（五）、宏观经济展望 7
二、股指期货下跌 7
（一）、期指 4 月行情回顾 7
（二）、两融余额下降 8
（三）、标的指数估值下降 9
（四）、基差收敛波动降低 10
（五）、期指后市行情研判 11
三、国债期货震荡下跌 11
（一）、期债 4 月行情回顾 11
（二）、现货市场平稳波动 12
（三）、资金面整体平稳 13
（四）、期债后市行情展望 13
风险揭示: 14

一、经济下行风险增加

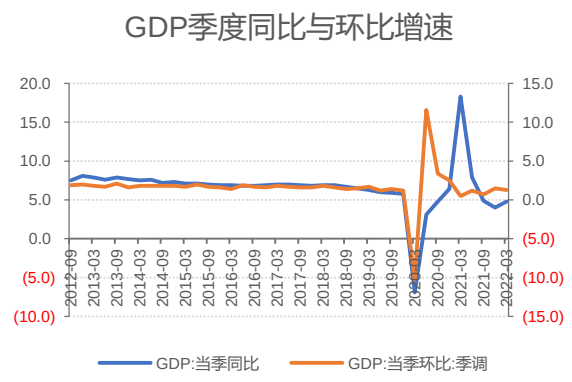
在宏观层面稳增长措施的干预下，我国经济底部企稳，2022 年一季度的经济数据好于去年四季度，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 3、4 月份国内深圳、上海、吉林等地疫情形势复杂严峻，也对我国的经济增长造成一定影响，尤其对需求端构成压力。上海疫情受控之后，国内疫情对经济的影响将逐渐淡化，经济下行压力将有所缓解。

（一）、经济下行压力较大

由于受到多点散发疫情、地产行业调整、消费需求下滑等因素的影响，一季度国内经济增速不高，较去年四季度回升，实现平稳增长。2022 年一季度 GDP 为 27 万亿，同比增涨 4.8%，增速较去年四季度加快 0.8 个百分点。去年四季度应为国内经济的阶段低位。

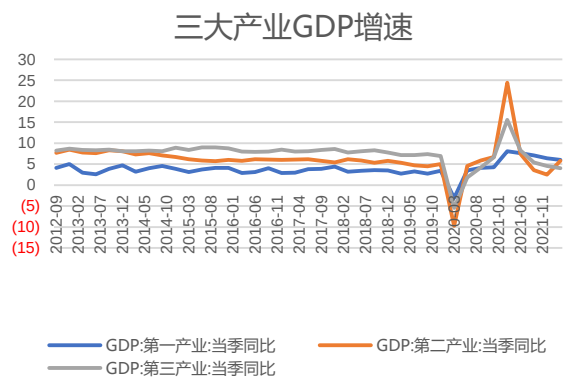
分产业看，一季度第一产业增加值 1.1 万亿元，同比增涨 6%；第二产业增加值 10.6 万亿元，同比增涨 5.8%；第三产业增加值 15.3 万亿元，同比增涨 4%。第二产业保持平稳增长，第三产业受疫情影响较大、增长承压。从行业来看，第三产业中房地产当季同比下降 2%，地产行业收缩；住宿和餐饮业同比下降 0.3%，受疫情影响行业增速转负。信息产业维持 10.8%的高增长。其他行业小幅波动，基本保持稳定增长。

图 1：GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 2：GDP 增速分产业



数据来源：Wind、国元期货

IMF 在今年 4 月世界经济展望报告中，大幅下调今年全球 GDP 增速 0.8 个百分点至 3.6%，并全面调降了各大主要经济体今年的增速预期。由于俄乌冲突和西方对俄制裁，将导致 2022 年全球经济增速显著放缓。IMF 也下调了我国 2022 年经济增速 0.4 个百分点至 4.4%。

（二）、工业生产平稳增长

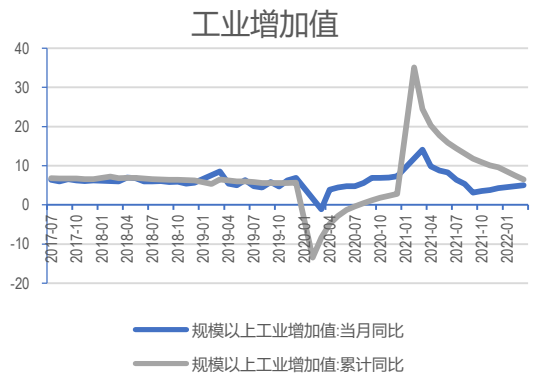
生产方面，上工业增加值增速回落，工业生产走弱。3 月中国规模以上工业增加值同比增长 5%，较 1-2 月增速下降 2.5 个百分点。

供给约束改善后工业增加值增速自去年 9 月以来连续上行，今年开年以来工业生产延续了回升态势，但 3 月份受疫情影响有所下滑。整体来看一季度生产端表现较强，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看 3 月份采矿业增加值同比增长 12.2%较 1-2 月上升 2.4 个百分点，制造业增长 4.4%回落 2.9 个百分点，电热燃气水增长 4.6%下降 2.2 个百分点。上游生产走强，制造业承压回落。41 个行业大类中有 37 个行业增加值保持同比增长，较 1-2 月减少 1 个；617 种产品中有 304 种产品同比增长，较上月减少 34 个。原煤、原油、天然气等上游生产保持了高景气；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、汽车、火电等为负增长。

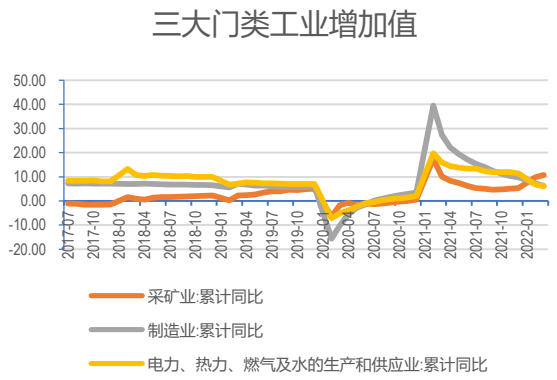
二季度进入传统生产旺季，生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 3：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

图 4：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

（三）、需求端压力增加

1、投资增速回落

投资方面，固定资产投资增速回落。投资主要构成中房地产开发投资处于低位、制造业投资增速高位回落、基建投资小幅提速。1-3 月中国固定资产投资 10.49 万亿元，同比增长 9.3%，增速较 1-2 下降 2.9 个百分点。按投资主体看民间投资 5.96 万亿元，同比增长 8.4%，下降 3 个百分点。分产业看，第一产业投资 2522 亿，同比增长 6.8%；第二产业投资 3.24 万亿，同比增长 16.1%；第三产业投资 6.99 万亿元，同比增长 6.4%。增速分别较 1-2 月下降 2、3.5、3.1 个百分点。制造业投资增速较高，提振整体投资增速，地产投资增速仍偏低拖累作用较大。市场对年内基建投资托底的预期偏正面，投资增速企稳的概率大。

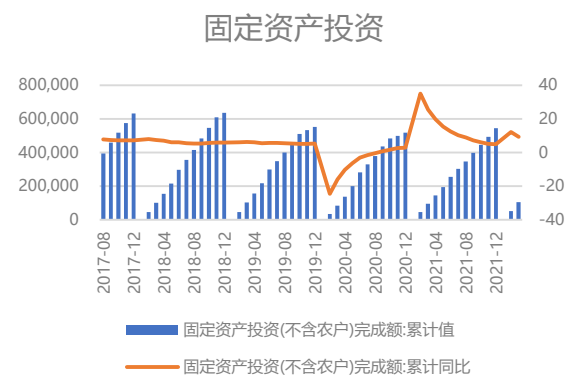
制造业投资方面，1-3 月制造业投资同比增长 15.6%，较 1-2 月下降 5.3 个百分点。受疫情影响制造业投资增长有所下滑。2022 年制造业企业利润增速下滑，制造业投资的需求支撑下降，或对制造业投资继续高增长构成压力，但由于宏观政策宽松、产业政策支持，制造业投资大概率由高位平稳回落。

基础设施投资方面，增速显著提高。基础设施投资同比增长 8.5%，较 1-2 月提高 0.4 个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度较强，基建也是重要地发力点。年初的财政投放明显前置，基建增速回升起到托底经济、对冲下行压力的作用。

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

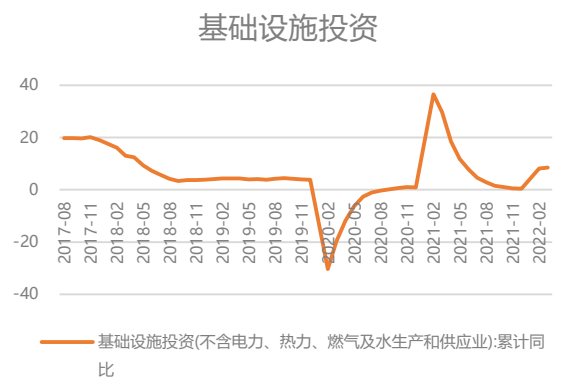
率收缩的情况下，土地收入下降也对未来财政形成一定压力。在结构方面基建投资方向依据政策导向施为，新基建领域会明显超过以电力、铁路、公路为代表的传统基建领域。

图 5：固定资产投资



数据来源：Wind，国元期货

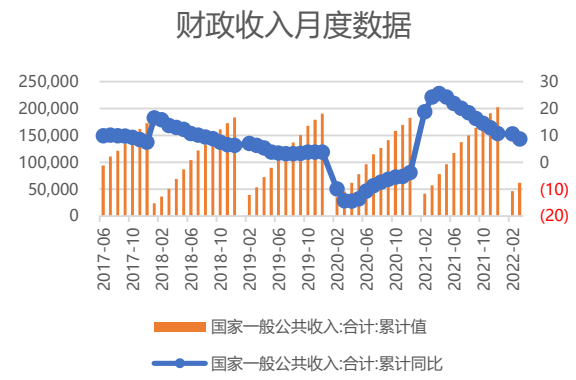
图 6：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

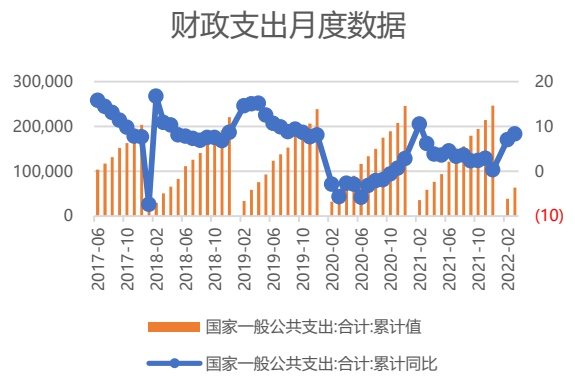
从财政收支来看，财政政策扩张力度加大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-3 月全国一般公共预算收入 6.2 万亿元，同比增长 8.6%，较 1-2 月下降 1.9 个百分点，预算收入保持较高增速；其中中央收入 2.89 万亿，同比增长 7.6%，地方收入 3.31 万亿，同比增长 9.5%，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.3%，较 1-2 月增速加快 1.3 个百分点，今年财政发力靠前。其中中央一般公共预算本级支出 6804 亿元，同比增长 4.5%；地方一般公共预算支出 5.68 万亿元，同比增长 8.8%。由于经济下行压力较大，稳增长导向下减税降费、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 7：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 8：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资，增速下降。一季度整体来看，地产投资收缩状况没有出现明显改善，地产投资增速下降、地产销售降温，土地市场需求下降。

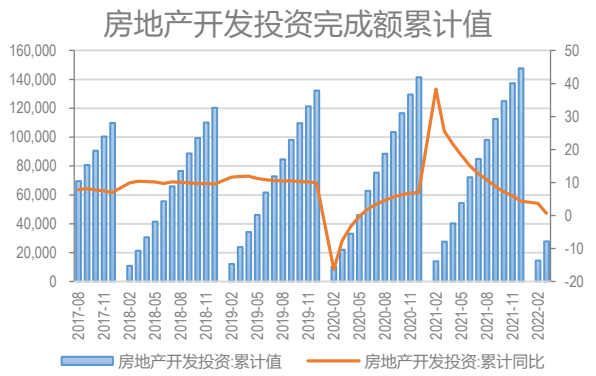
2022 年 1-3 月中国房地产开发投资 2.78 万亿，同比增长 0.7%，较 1-2 月增速下降 3 个百分点。一季度据媒体报道多个大型房企出现经营困难，开发商经营预期转向悲观，地产投资增速加速回落。

施工方面，1-3 月房屋施工面积 80.63 亿平方米，同比增长 1%，增速较 1-2 月下降 0.8 个百分点；新开工面积 2.98 亿平方米，同比下降 17.5%，降幅扩大 5.3 个百分点；竣工面积 1.69 亿平方米，同比下降 11.5%，降幅扩大 1.7 个百分点。新开工清淡，竣工压力增加，地产行业整体压力较大使得开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-3 月商品房销售面积 3.1 亿平方米，同比下降 13.8%，较 1-2 月降幅扩大 4.2 个百分点。销售额 2.97 万亿元，同比下降 22.7%，降幅扩大 3.4 个百分点。商品房销售增速放缓。地产销售放缓趋势或与地产政策导向、房产增值预期、人口结构变化等长期因素有关。

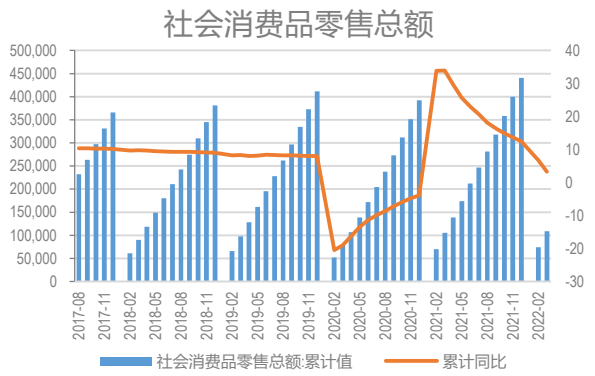
市场主流观点认为 2022 年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。年内房地产投资增速大概率处于低位。

图 9：房地产开发投资



数据来源：Wind，国元期货

图 10：社会消费品零售总额



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、消费承压下行

消费方面，社会消费品零售总额增速单月转负。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。3 月份深圳、上海、吉林等多地出现疫情，对消费领域的打击比较大。

2022 年 1-3 月社会消费品零售总额 10.87 万亿，同比增长 3.3%。3 月单月社销总额 3.42 万亿，同比下降 3.5%，较 1-2 月份的 6.7%下降幅度较大。本土疫情多发，3 月形势较 1、2 月严峻，对消费的影响增加。1-3 月网上商品和服务零售额，同比增长 6.6%，较 1-2 月下降 3.6 个百分点，疫情使居民消费行为发生了结构性地改变，网络零售保持正增长，增速回落但经营状态仍好于线下。

居民收入对消费有比较大的影响，一季度全国居民人均可支配收入 10345 元，同比名义增长 6.3%，实际增长 5.1%，分别较去年四季度下降 2.8、3 个百分点。全国居民人均消费支出 6396 元，同比名义增长

6.9%，实际增长 5.7%，分别较去年四季度下降 6.7、6.9 个百分点。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，对后期的消费支出有一定的抑制作用。3 月份全国城镇调查失业率上升至 5.8%，较 2 月的 5.5%提高 0.3 个百分点。疫情影响下就业压力增加。因二季度疫情等因素对居民就业、收入方面的影响还比较大，消费或继续表现偏弱。

3、进出口保持高景气

2022 年一季度进出口维持了高景气。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。

2022 年 3 月进出口增速有所回落，韧性仍强。2022 年 1-3 月中国进出口总值 9.42 万亿，同比增长 10.7%；出口 5.23 万亿，同比增长 13.4%；进口 4.19 万亿，同比增长 7.5%。增速较上月、去年同期均有所回落。在去年的高基数上，一季度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也较高。值得注意的进口走弱的速度偏快，内需压力较大。3 月份单月中国进出口总值 3.21 万亿，同比增长 5.8%；出口 1.75 万亿，同比增长 12.9%；进口 1.46 万亿，同比下降 1.7%。随着海外供应链逐步疏通，出口增长动能有所下降，但依然保持韧性；进口则受到国内疫情的影响，内需走弱。

出口方面，防疫用品、机电产品、箱包、鞋、玩具等品类增速还处于高位，家电、汽车零件、家具等增速较低。1-3 月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为 22.38%、21.43%、9.71%、10.38%，分别较 2 月提高 12.6、6.06、16.16、4.5 个百分点，主要是由于 2 月春节数据较低，合并 1-2 月数据来看，俄乌战争对欧、东盟出口有一定影响。进口方面，3 月份我国进口主要商品量减价增，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。内需走弱受到市场关注。

一季度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 11：进出口同比

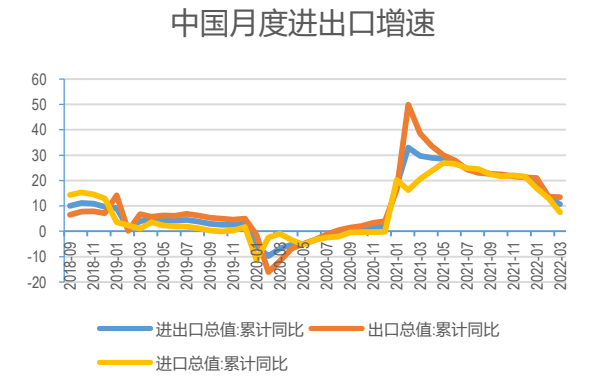
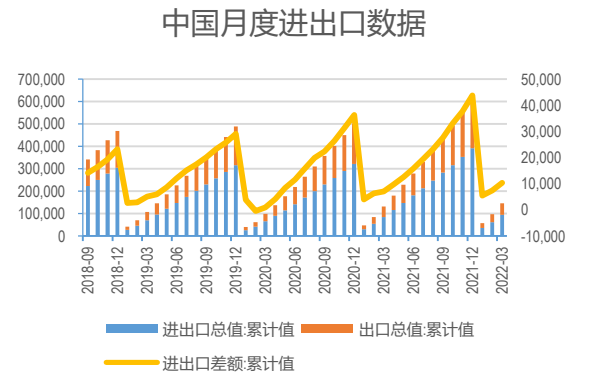


图 12：月度进出口数据



数据来源：Wind，国元期货　　数据来源：Wind、国元期货

（四）、价格指标 CPI 回升 PPI 回落

2022 年 3 月价格指标走势分化，CPI 低位回升，PPI 高位回落。3 月 CPI 同比增长 1.5%，环比持平；PPI 同比增长 8.3%，环比增长 1.1%，CPI-PPI 剪刀差继续收窄。

CPI 方面，3 月消费品价格仍表现较弱，对应消费延续弱势。2022 年 3 月 CPI 同比增长 1.5%，较 2 月上涨 0.6 个百分点，环比持平，环比偏弱。3 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，较上月持平。其中，食品价格下降 1.5%，较上月回升 2.4 个百分点；非食品价格上涨 2.2%，上涨 0.1 个百分点。食品中，3 月份猪肉价格同比下降 41.4%，对 CPI 的拖累较大，其他品类如鲜菜、蛋、鲜果、水产、粮食均为同比上涨。非食品中，汽油、柴油、液化气同比涨幅分别为 24.6%、26.9%、27.1%，均较上月扩大。

去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，较 2 月增加 0.5 个百分点；新涨价影响约为 1.1 个百分点，较上月增加 0.1 个百分点，新涨价动能有所走强。整体上 3 月 CPI 上行翘尾因素贡献较大，新涨价动能中能源价格拉动贡献较大，CPI 整体还处于偏低位置。年内 CPI 低位回升的概率较大。

图 13：CPI

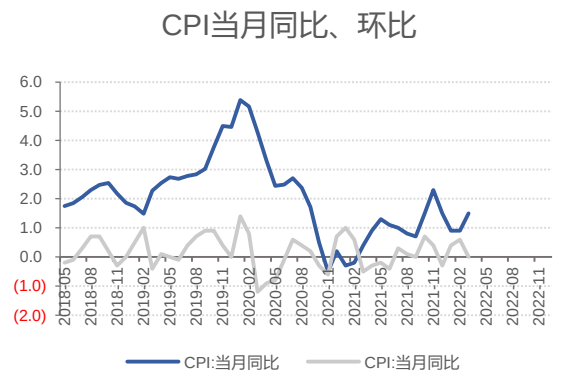
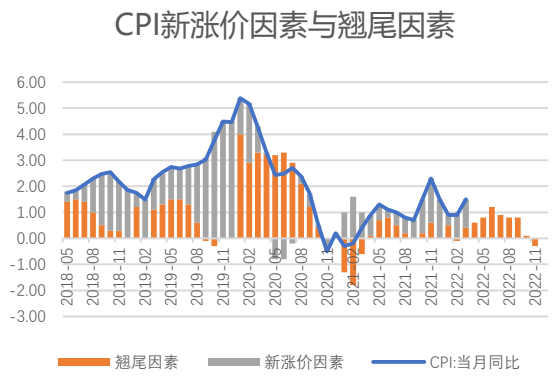


图 14：CPI 新涨价因素与翘尾因素



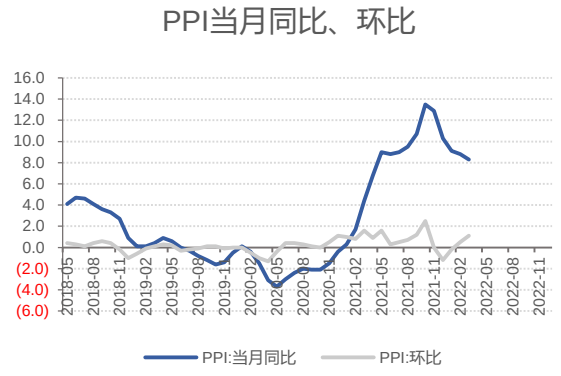
数据来源：Wind，国元期货　　数据来源：Wind、国元期货

PPI 方面，PPI 延续高位回落趋势。3 月 PPI 同比上涨 8.3%，较 2 月回落 0.5 个百分点，为连续第 5 个月回落。PPI 中生产资料价格上涨 10.7%回落 0.7 个百分点，生活资料价格上涨 0.9%与上月持平，生产、生活资料价格分化较大。大宗商品价格见顶回落，叠加翘尾因素的快速下降，PPI 在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，当前经济下行压力增加，需求端有所放缓，压力由下游逐步向上游传导，上游价格持续处于高位的基础并不稳固。结合当前内需形势工业品价格走弱是大概率趋势。

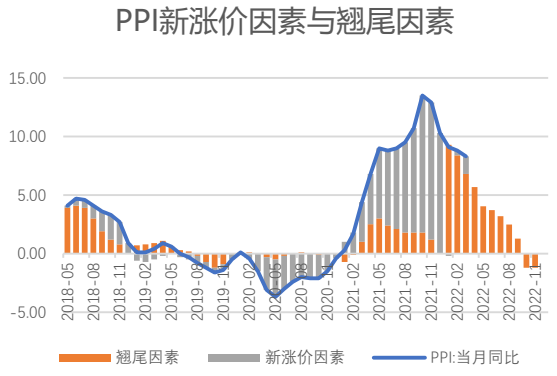
去年价格变动的翘尾影响约为 6.8 个百分点，较上月下降 1.6 个百分点；新涨价影响约为 1.5 个百分点，较上月上升 1.1 个百分点。翘尾因素快速下降，尚偏高；2、3 月份新涨价因素有所增强。在政策层面继续推动保供稳价的阶段，新涨价动能的影响会弱于翘尾因素，因此我们判断 PPI 将延续回落趋势。年内 PPI 同比增速大概率是下行走势，上半年 PPI 整体水平仍偏高，下半年若需求持续偏弱则会进一步走弱。

图 15：PPI

图 16：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 处于偏低位置，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）、宏观经济展望

2022 年一季度我国经济企稳回升实现平稳增长，但 4 月份上海疫情形势较为严峻复杂，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、股指期货下跌

（一）、期指 4 月行情回顾

4 月三大期指同步大跌，跌幅较大超出市场预期，上海疫情较为严重，市场情绪偏弱。由于下跌趋势发展的较快，指数跌破关键点位时，部分资金面临止损，下跌被动加速。4 月月末利好不断，26 日中央财经委要求全面加强基础设施建设，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平。中国结算自 4 月 29 日起将股票交易过户费总体下调 50%，30 日中央政治局召开会议分析研究当前经济形势释放出利好信号。官方重磅发声之后，市场反弹，大盘收复 3000 点。

4 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 4 月分别下跌 6.31%、9.05%、12.8%，创业板领跌，成长股重挫。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 4.89%、3.23%、11.02%。行业表现上多数行业下跌，仅食品饮料等少数板块上涨，计算机、电力设备、环保、机械设备等行业跌幅较大。4 月份 A 股 IPO 共发行 36 家，首发合计募资 833.79 亿，增发 21 家合计募资 416.11 亿元。募资金额较上月上升 275.53 亿。

4 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
IF2205	4019.4	-4.46%	88974	82950	4016.24	-4.89%	-3.2
IF2206	4003.0	-4.34%	81756	6108	4016.24	-4.89%	13.2
IF2209	3946.4	-4.33%	50136	18494	4016.24	-4.89%	69.8
IF2212	3937.8	-4.30%	6646	0	4016.24	-4.89%	78.4
IH2205	2811.0	-3.05%	40559	37859	2805.34	-3.23%	-5.7
IH2206	2806.2	-3.04%	38241	4459	2805.34	-3.23%	-0.9
IH2209	2766.4	-3.17%	29311	10357	2805.34	-3.23%	38.9
IH2212	2782.8	-4.17%	5137	0	2805.34	-3.23%	22.5
IC2205	5619.0	-10.63%	103391	95425	5627.90	-11.02%	8.9
IC2206	5581.6	-10.65%	124729	9482	5627.90	-11.02%	46.3
IC2209	5469.0	-10.91%	103705	10204	5627.90	-11.02%	158.9
IC2212	5392.2	-8.43%	21485	0	5627.90	-11.02%	235.7

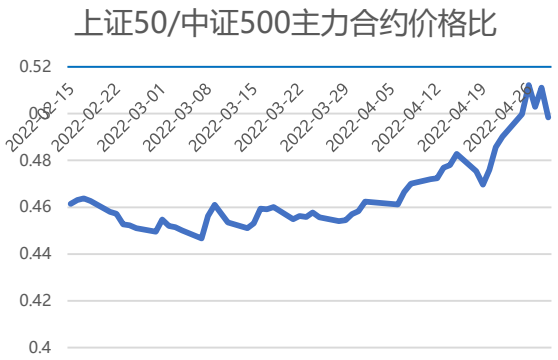
数据来源：Wind、国元期货

市场调整过程中前期累积的风险有所释放，当前政策面向好，向下调整的空间有限。期指已开启了反弹，后市大概率进入底部震荡过程。

图 17：沪深 300 行情回顾

数据来源：Wind，国元期货

图 18：市场风格



数据来源：Wind、国元期货

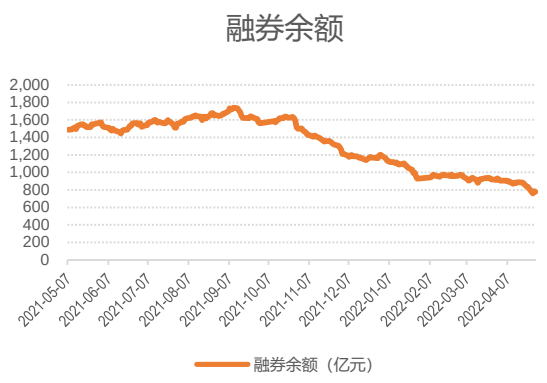
（二）、两融余额下降

2022 年 4 月融资余额下降，截至 28 日融资余额 1444.6 亿较 3 月末的 15806.9 亿下降 1362.03 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 778.9 亿较 3 月末下降 142.6 亿，部分融券止盈。市场开启反弹后，两融大概率降幅渐缓、趋于稳定。

图 19：融资余额

图 20：融券余额

数据来源：Wind、国元期货

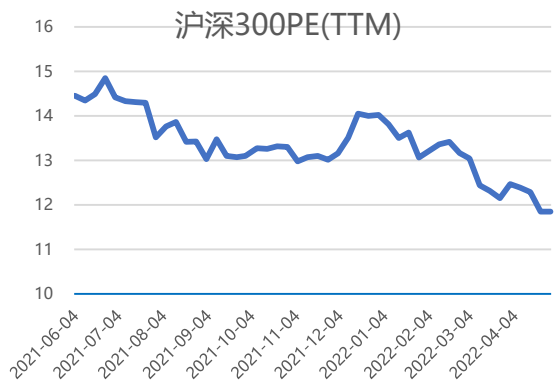


数据来源：Wind、国元期货

（三）、标的指数估值下降

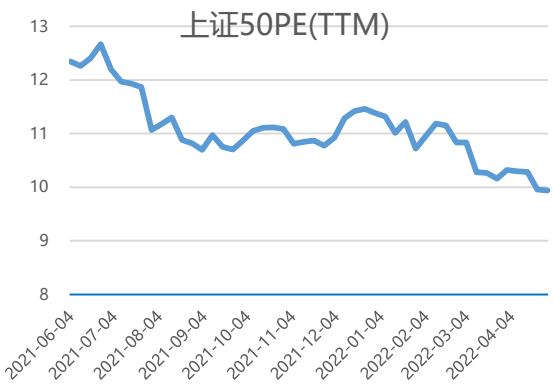
4 月份三大股指期货标的指数估值均大幅下降，估值大幅下降主要是行情大跌造成的。4 月的疫情严重，企业盈利呈压，PE 所代表的估值相对滞后于市场预期。沪深 300、上证 50 指数 PE 估值处于历史偏低位，中证 500 指数 PE 估值处于历史低位。主要是中证 500 中的大量周期股业绩可能顶部已过，市场给与的估值偏低造成的。

图 21：沪深 300PE



数据来源：Wind、国元期货

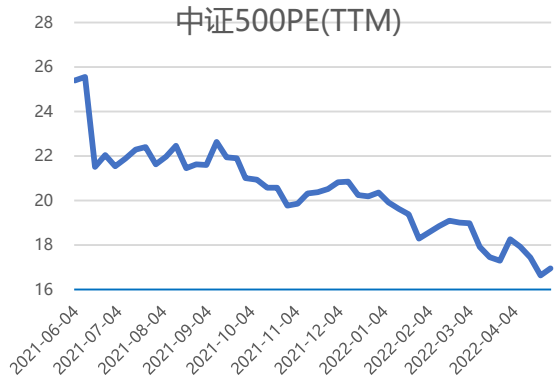
图 22：上证 50PE



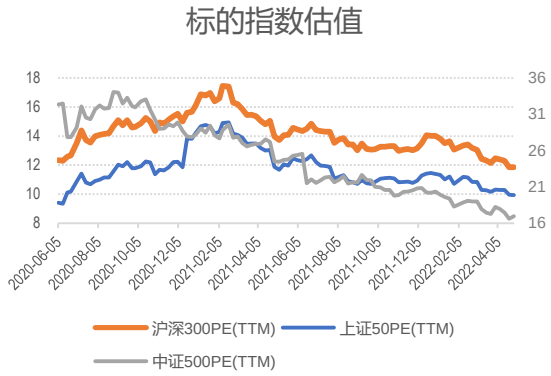
数据来源：Wind、国元期货

图 23：中证 500PE

图 24：标的指数估值



数据来源：Wind、国元期货

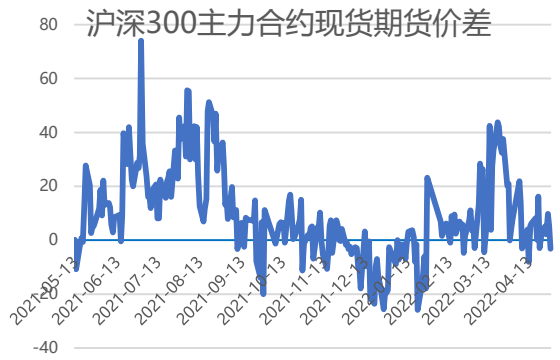


数据来源：Wind、国元期货

（四）、基差收敛波动降低

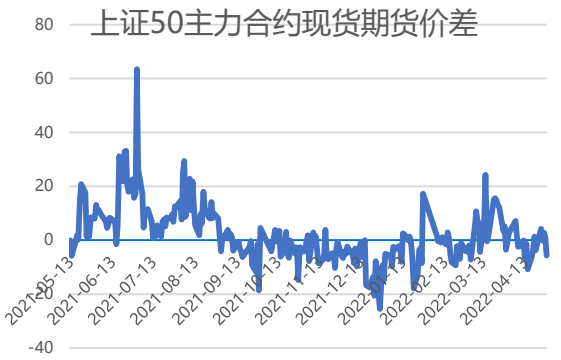
4 月份股指期货主力合约基差波动分化较大，沪深 300、上证 50 基差表现整体平稳，而中证 500 期货主力合约一度深度贴水，可能与套保需求增加有关。月底期指贴水回归，市场悲观预期有所修复。

图 25：沪深 300 主力合约现货期货价差



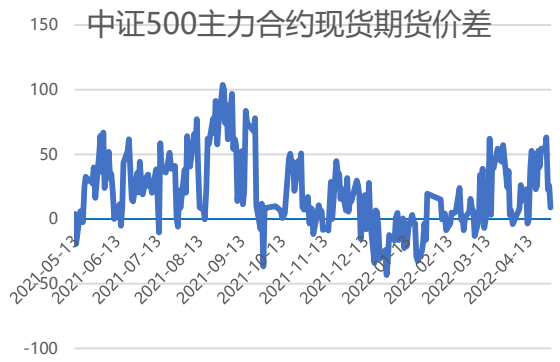
数据来源：Wind、国元期货

图 26：上证 50 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 27：中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

（五）、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，一季度的经济数据实现平稳增长，显示出稳增长措施逐步见到成效。但由于 3、4 月份国内疫情形势复杂严峻，也对供需两端带来负面影响，其中生产端尚可，需求端压力较大。固定资产投资增速回落，社会消费品零售总额增速单月转负。出口增长动能有所下降，但依然保持韧性；进口则受到国内疫情的影响同比增速转负，映射内需走弱。

4 月份多地出现疫情，尤其是上海疫情形势严峻复杂，内需方面压力增加。俄乌局势短期内没有解决的继续，外部压力仍存。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。中央政治局召开会议分析研究当前经济形势释放出利好信号，股市进入反弹。5 月份股指或以震荡筑底为主，建议可积极参与反弹，以底部震荡思路谨慎操作。

三、国债期货震荡下跌

（一）、期债 4 月行情回顾

4 月份期债区间震荡行情，小幅收跌，短端受季末资金面驱动表现相对较强，长端对长期经济增长的预期较为稳定。国债期货 4 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	101.135	-0.06%	38008	-4078	322448
TS2209	100.910	-0.09%	10235	4298	12428
TS2212	100.760	-0.12%	365	207	689
TF2206	101.455	-0.11%	90262	-11882	646278
TF2209	101.060	-0.23%	13197	5769	34697
TF2212	100.680	-0.37%	655	346	1403
T2206	100.300	-0.11%	151252	-12049	1192966
T2209	99.840	-0.27%	37200	21220	100815
T2212	99.430	-0.36%	2418	1820	6779

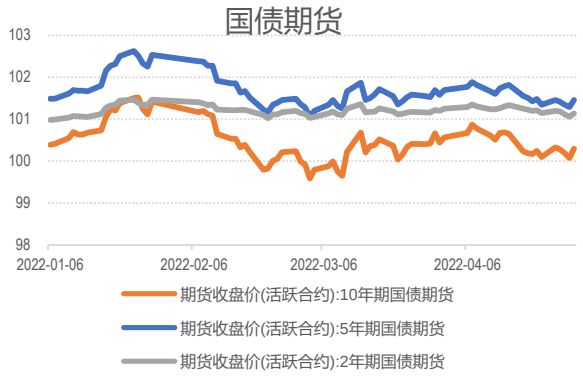
数据来源：Wind、国元期货

月内行情影响因素较多。主要有央行实施降准 0.25 个百分点。4 月份上海疫情严重，经济下行压力较大，债市宽信用预期走强。海外通胀高企，美联储加息预期较强，美元指数、美债收益率上涨速度较快，人民币汇率承压。

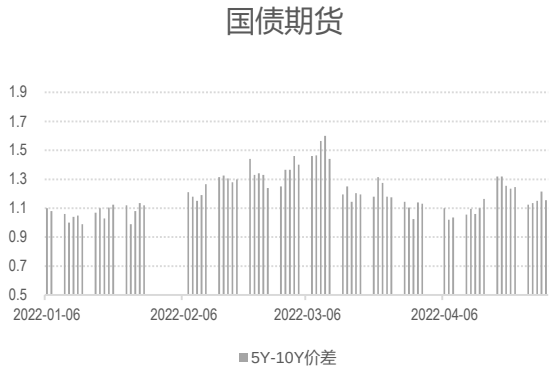
后市由于疫情影响，经济仍有压力，期债受到支撑，但宽信用的预期压制利率债表现。整体判断期债震荡行情为主，央行货币政策动向或继续充当债市方向性指引。

图 28：期货收盘价

图 29：期货 5-10 价差



数据来源：Wind、国元期货

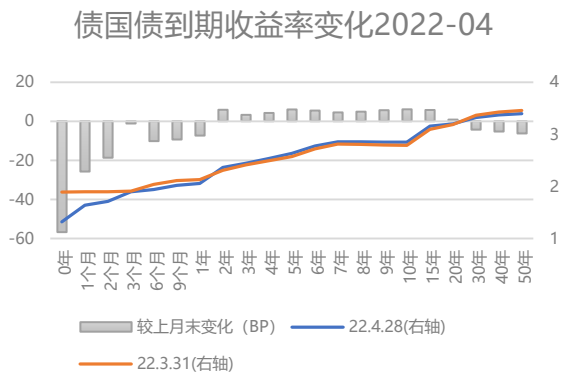


数据来源：Wind、国元期货

（二）、现货市场平稳波动

一级市场方面，2022 年 4 月共发行国债 13 只，发行金额 7659.6 亿，较去年 4 月 4958.4 亿上升 2701.2 亿。发行地方债 92 只，发行金额 2842.06 亿，较去年 4 月的 7758.23 亿下降 4916.17 亿元。政策性银行债 74 只，发行金额 4489.4 亿，较去年同期的 4992.2 亿下降 502.8 亿。利率债供应水平较去年同期下降，金融体系内资金较为宽松配置需求有支撑。

图 30：国债到期收益率月度变化



数据来源：Wind、国元期货

图 31：国债关键期限收益率

数据来源：Wind、国元期货

二级市场方面，4 月份国债收益率曲线整体小幅上移。10 年期国债收益率在 2.74-2.85%之间运行，对应 10 债主力合约价格区间 100.015-100.990 元，月末收益率为 2.85%较上月末上行 6BP。5 年期国债收益率在 2.51-2.63%区间运行，对应 5 债主力合约价格区间 101.235-102.015 元，月末收益率为 2.63%较上月末上行 6BP。2 年期国债收益率在 2.24-2.37%区间波动，对应 2 债主力合约价格区间 101.025-101.4 元，月末收益率为 2.37%较上月末上行 6BP。5-2 年、10-5 年利差平稳。

图 32：国债收益率 5 年-2 年期利差

图 33：国债收益 10 年-5 年期利差

数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

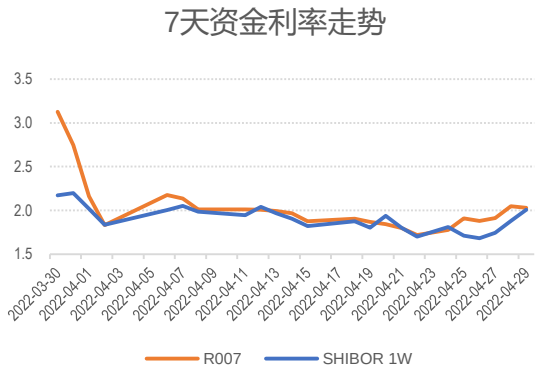
（三）、资金面整体平稳

4 月资金面整体宽松。4 月份央行公开市场操作较为中性。4 月份资金利率波动较大，利率水平整体较 3 月份下降，隔夜拆借利率 R001 月均值较上月大幅下降 47BP。

4 月 7 天 Shibor 利率在 1.68-2.05%之间，R007 利率在 1.72-2.18%之间，整体宽松，基本符合市场预期。

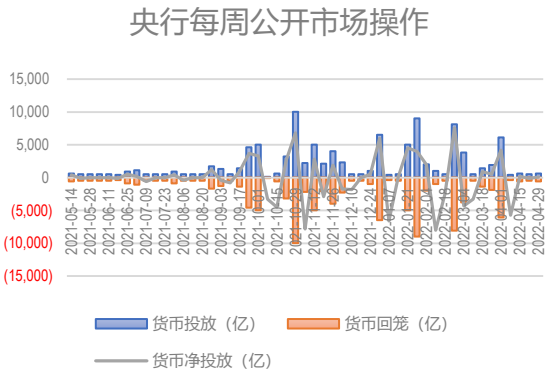
目前货币政策处于稳健中性，偏宽松阶段，稳增长的政策意图比较清晰。央行对于市场还是比较呵护的态度。市场预期 5 月份资金面大概率继续保持平稳充裕。

图 34：7 天资金利率



数据来源：Wind、国元期货

图 35：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，期债价格难以深跌。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。

一季度国内经济平稳增长，显示出稳增长措施逐步见到成效，市场对于经济底部企稳之后回升的信心转强。但是 3、4 月份国内多发疫情增加经济下行压力，外部俄乌局势胶着，增加了经济底部回升过程中的风险。

市场宽信用预期较强，压制利率债价格。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。

整体判断期债上有宽信用的压力、下有经济下行风险的支撑， 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。

风险揭示:

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：青岛市崂山区秦岭路 15 号 1103 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