

## 经济增长承压 期指止跌期债上行

### 【策略观点】

二季度由于京沪疫情影响，经济下行压力增加，尤其对需求端构成较大压力。及至6月京沪疫情料将收尾，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。

期指5月止跌反弹、震荡整理。由于国内疫情形势复杂与外部波动风险仍存，当下基本面并不支持行情反转，同时当前政策面向好，政策底的支撑力度较强，继续向下调整的空间亦有限。后市大概率进入底部震荡。

期债5月份震荡上行，全线上涨。后市央行货币政策将保持宽松。然疫情好转之后，市场宽信用预期将会走强，继续压制利率债价格。整体判断期债后市延续偏多震荡，央行货币政策动向或成为期债方向性指引。

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)、PMI 继续回落.....	1
(二)、工业生产明显承压.....	2
(三)、需求端压力增加.....	3
1、投资增速回落.....	3
2、消费承压下行.....	5
3、进出口增速回落.....	6
(四)、CPI 回升 PPI 回落.....	7
(五)、宏观经济展望.....	8
二、股指期货下跌.....	8
(一)、期指 5 月行情回顾.....	9
(二)、两融余额止跌.....	10
(三)、标的指数估值下降.....	10
(四)、基差收敛波动降低.....	11
(五)、期指后市行情研判.....	12
三、国债期货高位上行.....	12
(一)、期债 5 月行情回顾.....	12
(二)、现货市场上涨.....	13
(三)、资金面宽松.....	14
(四)、期债后市行情展望.....	14
风险揭示:.....	15

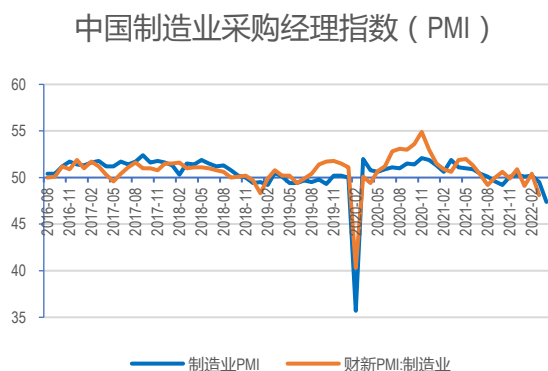
## 一、经济下行风险增加

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4、5月份上海、北京两地疫情，期间的消费需求受到冲击，也对我国第二季度的经济增长造成负面影响，尤其对需求端构成较大压力。及至6月京沪疫情料将收尾，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）、PMI 继续回落

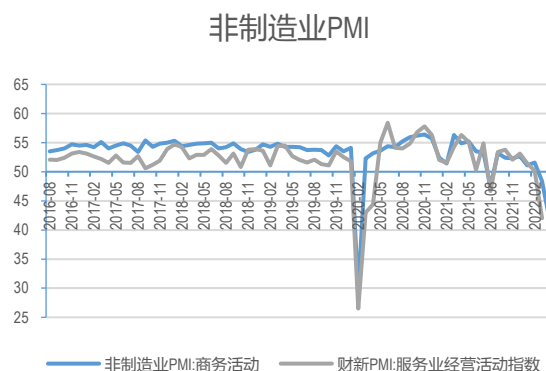
4月份制造业、非制造业 PMI 继续回落，经济景气度下滑，4月份上海疫情形势严峻，对经济的影响较大。制造业上下游价格普遍上涨而需求疲弱，中下游企业压力上升，上下游行业分化严重。

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 4 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，价格指数继续反弹。4 月官方制造业 PMI 为 47.4%，较 3 月下降 2.1 个百分点。制造业 PMI 下降符合市场预期、明显弱于以往旺季特征，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，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数全部处于荣枯线下方。其中生产指数为 44.4%，较 3 月下降 5.1 个百分点，为连续 4 个月下降，生产活动放缓、进入收缩；新订单指数为 42.6% 下降 6.2 个百分点，制造业需求下滑；原材料库存指数 46.5% 下降 0.8 个百分点，原材料库存继续下降；从业人员指数为 47.2% 下降 1.4 个百分点，用工方面景气较低；供应商配送时间指数 37.2% 下降 9.3 个百分点，原材料供应交货时间延长。

进出口重要指标显示，制造业新出口订单指数 41.6% 下降 5.6 个百分点，进口指数为 42.9% 下降 4 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增加。

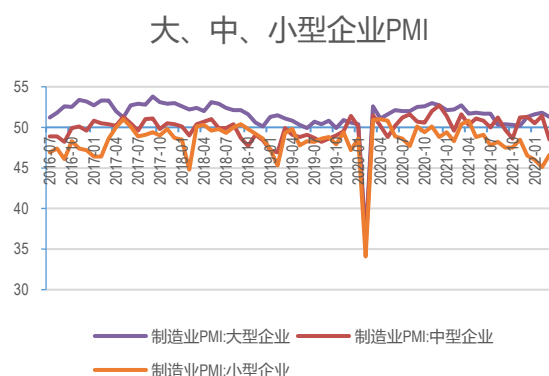
两个重要价格指数显示工业品价格有所反弹。原材料方面主要原材料购进价格指数为 64.2%，较 3 月回落 1.9 个百分点，原材料价格涨势放缓。产成品方面，出厂价格指数为 54.4%，回落 2.3 个百分点，也处于扩张区间。上游价格反弹总体强于中下游。若后期的终端需求不足，则价格上涨的长期支撑不足。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

4月大型企业PMI为48.1%比上月下降3.2个百分点，中型企业PMI为47.5%比上月下降1个百分点，小型企业PMI为45.6%下降1个百分点。3月份中型企业由扩张区间跌入收缩区间之后，4月份大型企业也回落入收缩区间，可见个类型企业受到的压力都比较大。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。

4月官方非制造业PMI为41.9%，较3月下降6.5个百分点，非制造业收缩，其中服务业继续走弱、建筑业走弱但还在荣枯线上方。服务业指数40%，较上月下降6.7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、金融等行业景气度尚可。建筑业指数52.7%，下降5.4个百分点，基建需求回升对经济起到托底作用。

## （二）、工业生产明显承压

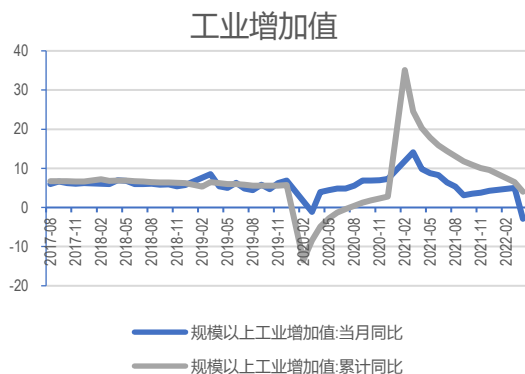
生产方面，上工业增加值增速回落，工业生产走弱。1-4月中国规模以上工业增加值同比增长4%，较1-3月增速下降2.5个百分点。4月份单月规模以上工业增加值同比下降2.9%，较3月份下降7.9个百分点。今年开年工业生产延续了回升态势，但3、4月份受疫情影响有所下滑。整体来看生产端表现仍有较强韧性，稳增长措施逐步见到成效，但从需求端反馈来看生产端的风险因素也未完全消除。

分产业看4月份采矿业增加值同比增长9.5%较3月下降2.7个百分点，制造业下降4.6%回落9个百分点，电热燃气水增长1.5%下降3.1个百分点。上游生产维持强势，制造业承压回落幅度较大。41个行业大类中有18个行业增加值保持同比增长，较3月减少19个；617种产品中有169种产品同比增长，较上月减少135个。原煤、原油、天然气等上游生产保持了较高景气；电子、计算机、通讯等行业增加值保持正增长；水泥、粗钢、焦炭、汽车、火电等为负增长。

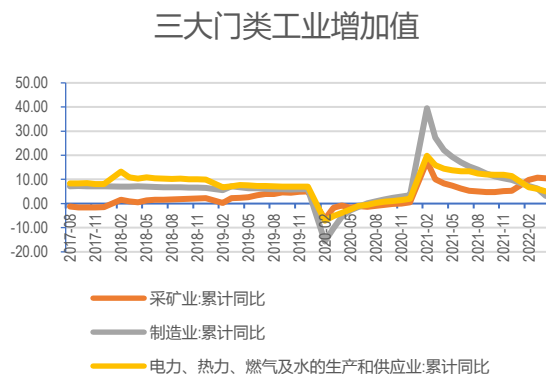
疫情对生产端的压力较为明。二季度进入传统生产旺季，生产端景气度有望继续上升，但增速再提高的空间也不大。地产链改善不明显、终端消费持续偏弱对供需两端都将构成压力。

图 5：工业增加值

图 6：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货



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。

1-4 月中国固定资产投资 15.35 万亿元，同比增长 6.8%，增速较 1-3 月下降 2.5 个百分点。按投资主体看民间投资 8.69 万亿元，同比增长 5.3%，下降 3.1 个百分点。分产业看，第一产业投资 3829 亿，同比增长 5.8%；第二产业投资 4.76 万亿，同比增长 12.6%；第三产业投资 10.21 万亿元，同比增长 4.3%。增速分别较 1-3 月下降 1、3.5、2.1 个百分点。制造业投资增速较高但下降较快，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，疫情好转后投资增速企稳的概率大。

制造业投资方面，1-4 月制造业投资同比增长 15.6%，较 1-3 月下降 3.4 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。

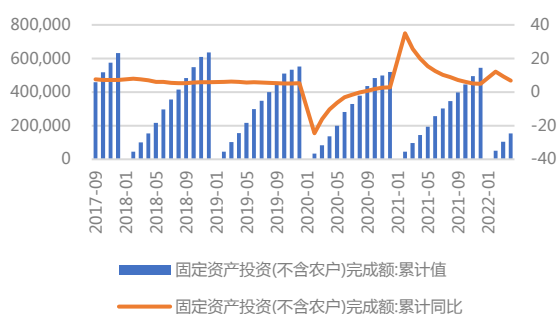
基础设施投资方面，增速保持平稳。1-4 月基础设施投资同比增长 6.5%，较 1-3 月下降 2 个百分点。今年经济下行压力增加，宏观政策稳增长力度增强，基建也是重要地发力点。年初的财政投放明显前置，基建起到托底经济、对冲下行压力的作用。

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 7：固定资产投资

图 8：基础设施投资

固定资产投资



数据来源：Wind，国元期货

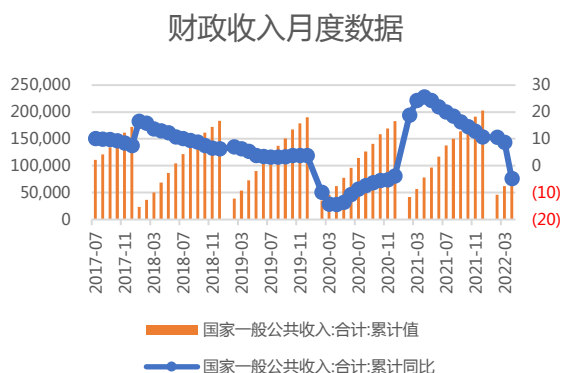
基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

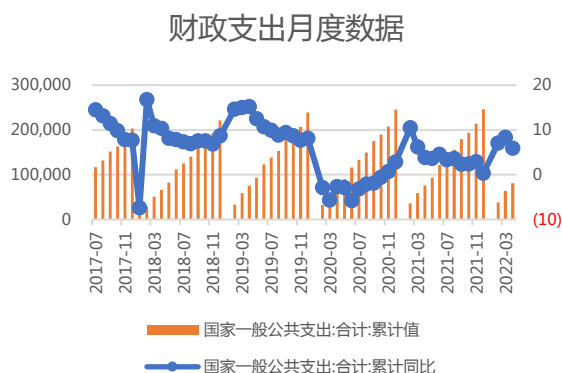
从财政收支来看，财政政策扩张力度加大，托底经济确保运行在合理区间。收入端，1-4月全国一般公共预算收入7.43万亿元，同比下降4.8%，较1-3月下降较多，主要是留抵退税因素造成，扣除后同比增长5%，预算收入平稳下降。其中中央收入3.46万亿，同比下降5.7%，地方收入3.97万亿，同比下降3.9%，中央收入增速回落较快。支出端，全国一般公共预算支出8.09万亿元，同比增长5.9%，较1-3月增速下降2.4个百分点，今年财政发力靠前。其中中央一般公共预算本级支出9636亿元，同比增长5%；地方一般公共预算支出7.13万亿元，同比增长6.1%。由于经济下行压力较大，稳增长导向下减税降费、基建发力的诉求较强，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**，增速转负。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1-4月中国房地产开发投资3.92万亿，同比下降2.7%，较1-3月增速下降3.4个百分点。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，1-4月房屋施工面积81.86亿平方米，同比持平，增速较1-3月下降1个百分点；新开工面积3.97亿平方米，同比下降26.3%，降幅扩大8.8个百分点；竣工面积2.00亿平方米，同比下降11.9%，降幅扩大0.4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

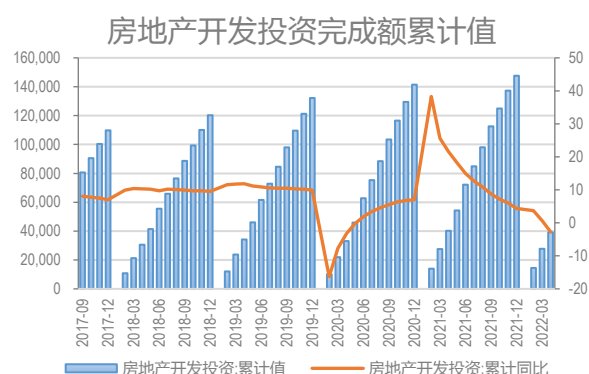


降。

销售方面，1-4月商品房销售面积3.98亿平方米，同比下降20.9%，较1-3月降幅扩大7.1个百分点。销售额3.78万亿元，同比下降29.5%，降幅扩大6.8个百分点。销售增速大幅放缓。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。

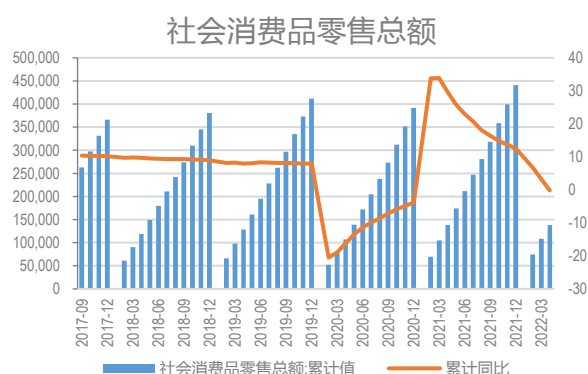
市场主流观点认为2022年房地产投资增速不会太高，甚至有可能负增长。年内房地产投资增速大概率处于低位。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind，国元期货

图 12：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大幅下滑。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、4 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，社零增速大幅下滑。

2022 年 1-4 月社会消费品零售总额 13.81 万亿，同比下降 0.2%，较 1-3 月下降 3.5 个百分点。4 月单月社销总额 2.95 万亿，同比下降 11.1%，较 3 月份降幅扩大 7.6 个百分点。本土疫情多发，4 月形势严峻，对消费的影响增加。1-4 月网上商品和服务零售额，同比增长 3.3%，较 1-3 月下降 3.3 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。4 月份全国城镇调查失业率上升至 6.1%，较 3 月的 5.8% 提高 0.3 个百分点，疫情影响下就业压力增加。因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、进出口增速回落

2022 年开年进出口维持了高景气，3、4 月份由于内外各方面因素综合作用进出口增速高位回落。欧美等国多数放松了防疫措施，海外生产、生活恢复加快，外部需求总体较强。各国已经开始着手疏通供应链不畅的问题，当地产出供应约束好转，部分产业链有向越南等东南亚国家转移的倾斜。但即使受到疫情影响，我国在全球产业链、供应链中仍具有相对优势，进出口领域韧性较强。

2022 年 4 月进出口增速有所回落，但韧性仍在。2022 年 1-4 月中国进出口总值 12.58 万亿，同比增长 7.9%；出口 6.97 万亿，同比增长 10.3%；进口 5.61 万亿，同比增长 5%。增速较上月、去年同期均有所回落。在内外压力下、在去年的高基数上能够实现增长，可见外部需求仍有韧性，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，反映内需压力较大。

4 月份单月中国进出口总值 3.16 万亿，同比增长 0.1%；出口 1.74 万亿，同比增长 1.9%；进口 1.42 万亿，同比下降 2%。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；进口转弱则受到国内疫情的影响，内需走弱。

出口方面，各个大类出口增速均或多或少走弱，其中机电产品对出口增长的贡献下降，由于海外解封后对防疫物资需求下降，防疫用品对出口增长的贡献也有所下降。纺织品、塑料制品、农产品等品类增速还处于高位，家电、手机、家具等增速较低。

4 月对美、欧盟、日、东盟出口同比增速分别为 9.42%、7.91%、-9.37%、7.58%，分别较 3 月下降 12.96、13.52、19.10、2.8 个百分点，防疫对出口有一定影响。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。

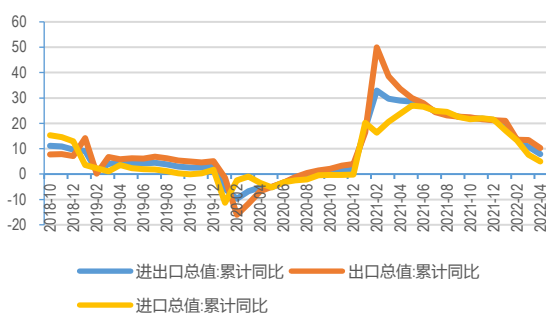
3 月份之后进出口增速回落。2022 年全球经济增速放缓，俄乌冲突导致全球政经局势复杂化，外需下滑的可能性较高，综合评估今年内外部经济景气度或低于去年，在内、外需的双重压力下 2022 年进出口增速应较 2021 年下降。全球供需缺口或仍将长期存在，我国制造业优势显著，进出口有望保持正增长。

图 13：进出口同比

图 14：月度进出口数据

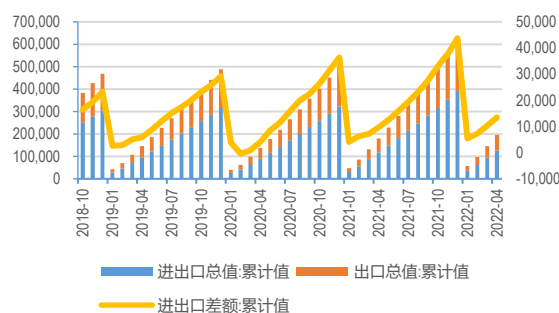


中国月度进出口增速



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)、CPI 回升 PPI 回落

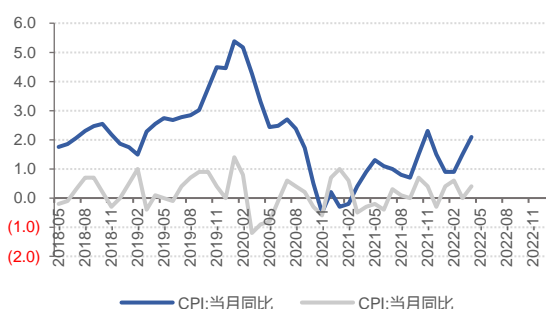
2022年4月价格指标走势分化，CPI温和回升，PPI延续高位回落。4月CPI同比增长2.1%，环比增长0.4%；PPI同比增长8.0%，环比增长0.6%，CPI-PPI剪刀差继续收窄。

CPI方面，4月消费品价格温和上涨，核心CPI回落，能源与食品价格上升，服务与可选消费表现较弱。2022年4月CPI同比增长2.1%，较3月上漲0.6个百分点，环比增长0.4%，较上月提高0.4个百分点。4月核心CPI同比上涨0.9%，较上月下降0.2个百分点。其中，食品价格上涨1.9%，较上月的下降1.5%转升；非食品价格上涨2.2%，较上月持平。食品中，4月份猪肉价格同比下降33.3%，降幅较上月收窄8.1个百分点，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29.0%、31.7%、26.9%，原油等能源价格上涨对CPI的拉动较大。

去年价格变动的翘尾影响约为0.7个百分点，较3月增加0.3个百分点；新涨价影响约为1.4个百分点，较上月增加0.3个百分点，新涨价动能有所走强。整体上4月CPI上行翘尾因素有一定贡献，但主要还是新涨价动能的贡献，新涨价动能中能源价格拉动贡献较大。CPI回升到2-3%的温和增长区间，后期继续温和回升的概率较大。

图 15: CPI

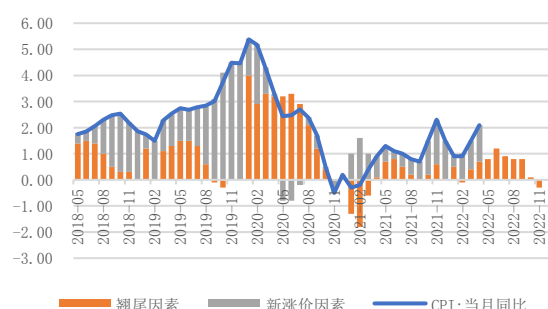
CPI当月同比、环比



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素

CPI新涨价因素与翘尾因素

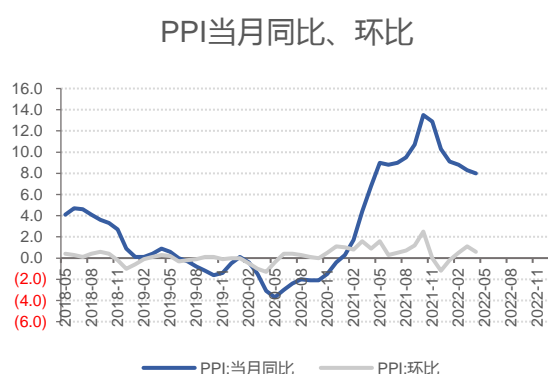


数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，PPI 延续高位回落趋势。4 月 PPI 同比上涨 8.0%，较 3 月回落 0.3 个百分点，为连续第 6 个月回落。PPI 中生产资料价格上涨 10.3% 回落 0.4 个百分点，生活资料价格上涨 1.0% 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。

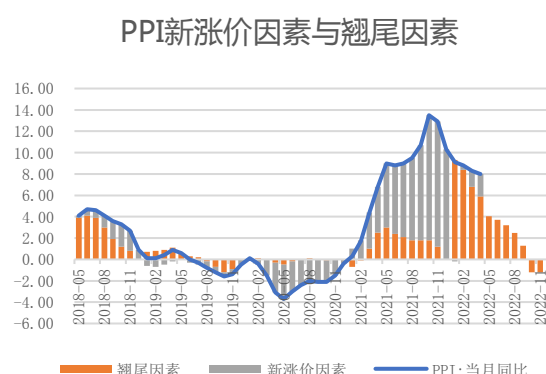
去年价格变动的翘尾影响约为 5.9 个百分点，较上月下降 0.9 个百分点；新涨价影响约为 2.1 个百分点，较上月上升 0.6 个百分点。翘尾因素快速下降，尚偏高；新涨价因素有所增强。在政策层面继续推动保供稳价的阶段，新涨价动能的影响会弱于翘尾因素，因此我们判断 PPI 将延续回落趋势。年内 PPI 同比增速大概率是下行走势，上半年 PPI 整体水平仍偏高，下半年若需求持续偏弱则会进一步走弱。

图 17: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



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，但二季度中，4、5 月份京沪等特大城市出现疫情，对经济造成较大的负面影响，以当前的数据判断 6 月份京沪疫情进入收尾阶段，三个月整体评估二季度的经济增长承压，但三季度的状况会明显恢复，经济数据好于二季度是大概率。

二季度生产端应能保持平稳增长，但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 年前 4 个月价格指数走势分化，CPI 低位回升 PPI 高位回落，CPI 剪刀差收敛，后期大概率继续延续分化的趋势，剪刀差继续收敛。

宏观政策方面延续稳增长的方向不变。当前经济下行压力较大，财政、货币政策均积极扩张。货币政策基调持稳偏宽松，保持流动性充裕。财政政策发力靠前，预算支出加快，加力提效，在结构上更加优化。

## 二、股指期货下跌

## （一）、期指 5 月行情回顾

5 月三大期指止跌反弹，震荡整理，政策层面的利好密集出台，稳增长意图明确，市场情绪有所好转。5 月 20 日央行下调了 5 年期以上 LPR，25 日国家领导人主持召开了全国稳住经济大盘点时电话会议，这些都释放出利好信号，稳定了市场信心。及至 5 月末京沪疫情也有所好转，市场对基本面的悲观预期有所修复。

5 月份的行情以震荡反弹为主，多数指数上涨，上证、深成、创业板指数 5 月（截止 5 月 27 日，后同）分别上涨 2.73%、1.56%、0.14%。股指标的走势分化沪深 300、上证 50 分别下跌 0.37%、1.51%，中证 500 指数上涨 4.83%。行业表现上多数行业上涨，汽车、煤炭、石油石化、国防军工领涨，房地产、银行、食品饮料、计算机领跌。

5 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
IF2206	3983.2	-0.17%	132777	51021	4001.30	-0.37%	18.1
IF2207	3946.6	-2.61%	7898	0	4001.30	-0.37%	54.7
IF2209	3930.0	-0.07%	60960	10824	4001.30	-0.37%	71.3
IF2212	3910.6	-0.39%	14584	7938	4001.30	-0.37%	90.7
IH2206	2750.6	-1.68%	63340	25099	2763.07	-1.51%	12.5
IH2207	2715.4	-2.93%	6027	0	2763.07	-1.51%	47.7
IH2209	2707.0	-1.91%	32086	2775	2763.07	-1.51%	56.1
IH2212	2707.8	-2.42%	9097	3960	2763.07	-1.51%	55.3
IC2206	5845.0	5.27%	174431	49702	5899.92	4.83%	54.9
IC2207	5795.4	-1.16%	8391	0	5899.92	4.83%	104.5
IC2209	5702.2	4.74%	112963	9258	5899.92	4.83%	197.7
IC2212	5599.0	4.31%	44856	23371	5899.92	4.83%	300.9

数据来源：Wind、国元期货

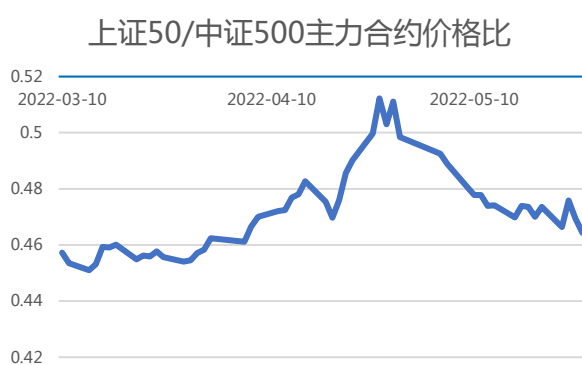
市场调整过程中前期累积的风险有所释放，当前政策面向好，向下调整的空间有限。期指已开启了反弹，后市大概率进入底部震荡过程。

图 19：沪深 300 行情回顾



数据来源：Wind，国元期货

图 20：市场风格



数据来源：Wind、国元期货

## （二）、两融余额止跌

2022年5月融资余额止跌回升,截至27日融资余额14437.94亿较4月末的141337.67亿小幅回升100.3亿,因行情止跌企稳,融资余额随之稳定。融券余额小幅下降,月末余额781亿较4月末小幅下降1.7亿,部分融券止盈。市场开启反弹后,两融降幅渐缓、趋于稳定。

图 21: 融资余额



数据来源: Wind、国元期货

图 22: 融券余额

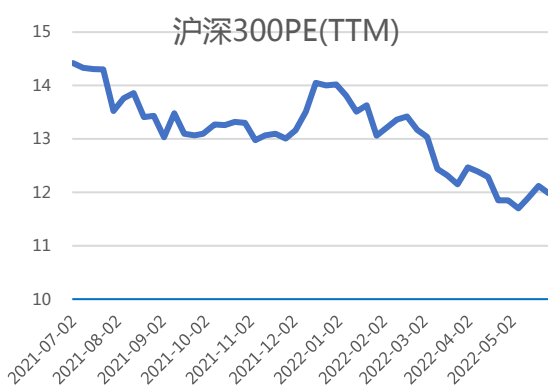


数据来源: Wind、国元期货

## （三）、标的指数估值下降

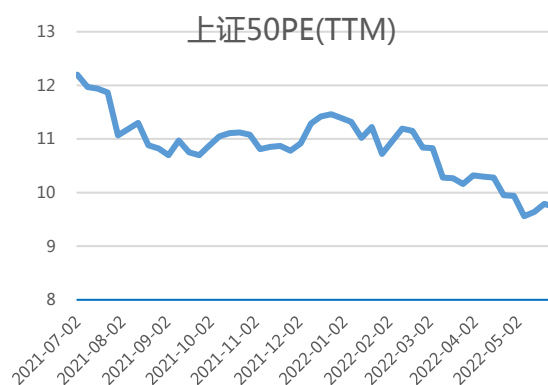
5月份沪深300、上证50指数PE估值变化不大,中证500指数的PE上升,主要是由于中证500行情反弹导致。第二季度的疫情严重,企业盈利承压,PE所代表的估值相对滞后于市场预期。沪深300、上证50指数PE估值处于历史低位,中证500指数PE估值处于历史低位。主要是中证500中的大量周期股业绩可能顶部已过,市场给与的估值偏低造成的。

图 23: 沪深300PE



数据来源: Wind、国元期货

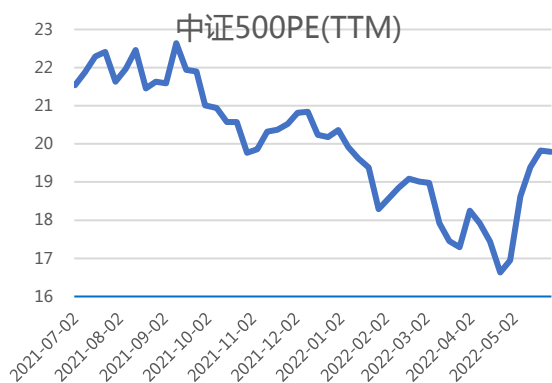
图 24: 上证50PE



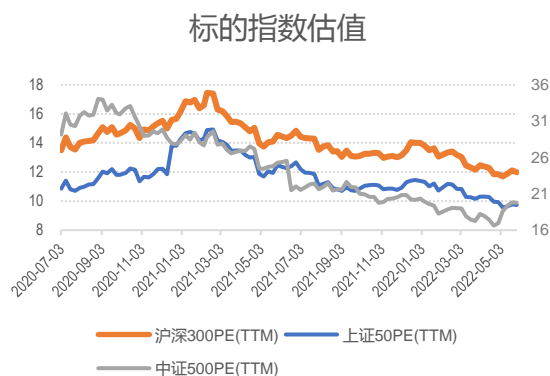
数据来源: Wind、国元期货

图 25: 中证500PE

图 26: 标的指数估值



数据来源：Wind、国元期货

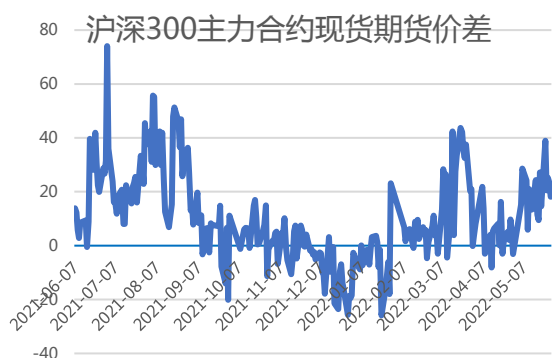


数据来源：Wind、国元期货

#### (四)、基差收敛波动降低

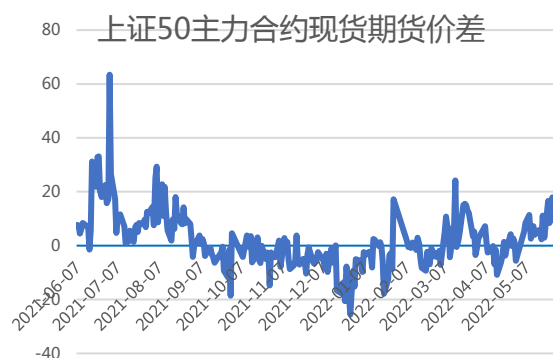
5月份股指期货主力合约基差偏高，但仍处于政策波动区间之内，反弹后市场悲观预期有所修复，期货市场预期转好，市场情绪平稳。

图 27：沪深 300 主力合约现货期货价差



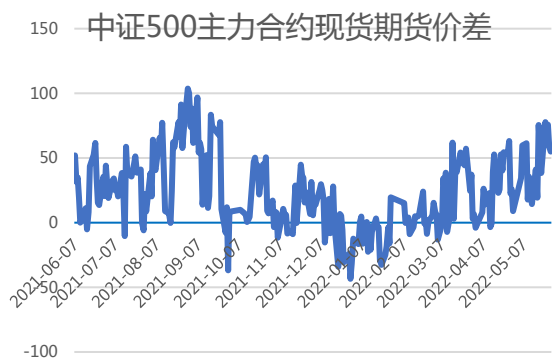
数据来源：Wind、国元期货

图 28：上证 50 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 29：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。但二季度经济回升的进程受到了疫情的冲击，需求端压力尤其大；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。总之内外压力确实是增加了经济底部回升过程中的风险。

5月末京沪疫情已近进入收尾阶段，全力进行经济建设，基本面预期将有所好转。三季度疫情形势大概率好转，经济增长回归原先的趋势，继续底部回升的过程。现阶段的压力虽大，但极度悲观完全没有必要。

股市探底之后，受政策面利好提振反弹。市场依托“政策底”反弹修复技术指标。政策层面的利好密集出台，稳增长意图明确，料对经济起到托底作用，以此判断股市的政策底较为稳固。由于国内疫情形势复杂与外部波动风险仍存，股市还面临较多风险，当下基本面并不支持行情反转，当前行情应谨慎定性为反弹。同时当前政策面向好，政策底的支撑力度较强，继续向下调整的空间亦有限。市场大概率进入底部震荡。

## 三、国债期货高位上行

### （一）、期债5月行情回顾

5月份期债震荡上行，全线上涨。资金面非常宽松，资金利率处于年内低位，带动短端利率下行，短端牵引长端收益率走低。20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布新一期贷款市场报价利率

(LPR)：1年期LPR为3.7%，与此前持平；5年期以上LPR为4.45%，相较此前4.6%下调15个基点。单独调降5年期LPR体现出宏观政策层面支持包括房地产在内的中长期投资的意图。LPR下调后长端收益率进一步下行。及至月末，京沪疫情数据有所好转，部分资金获利回吐，期债涨幅略有回落。国债期货5月（截止27日，后同）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

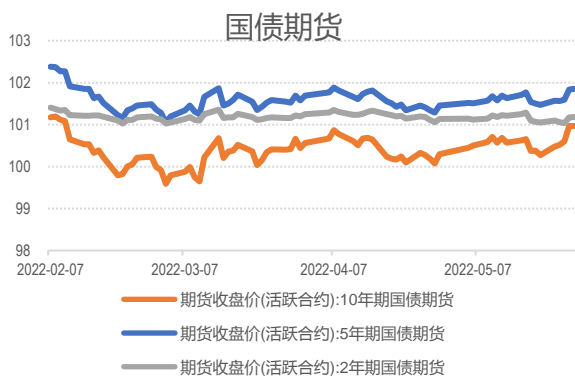
数据来源：Wind、国元期货

月内行情影响因素较多。主要有下调5年期以上LPR，京沪疫情严重，经济下行压力较大，银行间市场流动性极度宽松。海外通胀高企，美联储紧缩预期较强，美元指数、美债收益率在月内冲高回落，人民币汇率压力逐步释放。



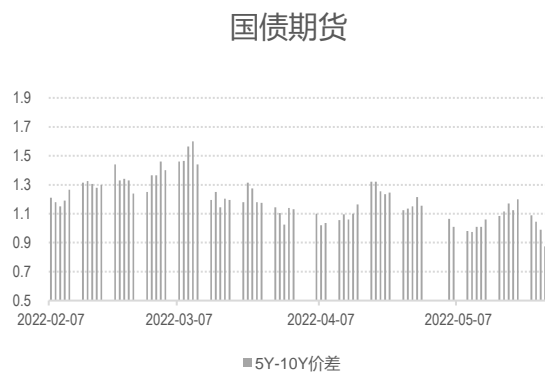
后市由于疫情影响，经济仍有压力，期债价格受到支撑，但6月份京沪疫情收尾之后，基本面预期将有所好转，宽信用的预期将继续压制利率债表现。整体判断期债仍以偏多震荡行情为主，央行货币政策动向或继续充当债市方向性指引。

图 30：期货收盘价



数据来源：Wind、国元期货

图 31：期货 5-10 价差

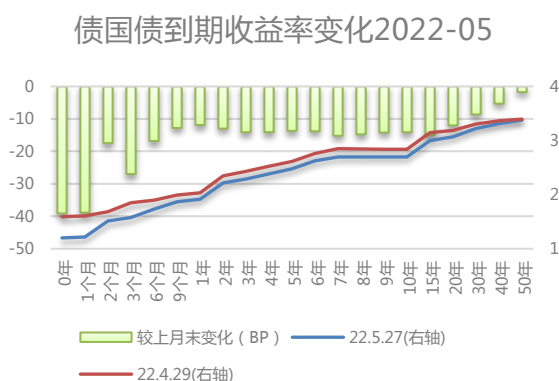


数据来源：Wind、国元期货

## （二）、现货市场上涨

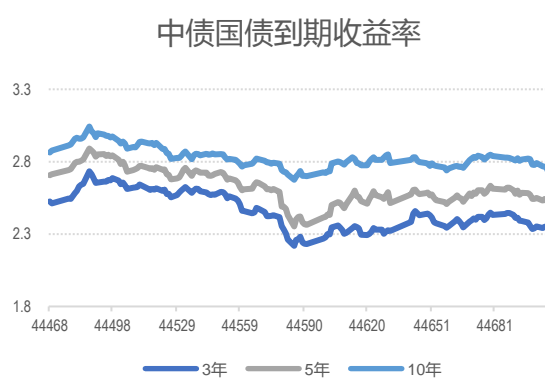
一级市场方面，2022 年 5 月共发行国债 14 只，发行金额 5416.2 亿，较去年 5 月 3766.6 亿上升 1649.6 亿。发行地方债 265 只，发行金额 10628.54 亿，较去年 5 月的 8753.43 亿上升 1875.11 亿。政策性银行债 65 只，发行金额 4071.3 亿，较去年同期的 4155.1 亿下降 83.8 亿。利率债供应水平较去年同期上升，金融体系内资金较为宽松配置需求有支撑。

图 32：国债到期收益率月度变化



数据来源：Wind、国元期货

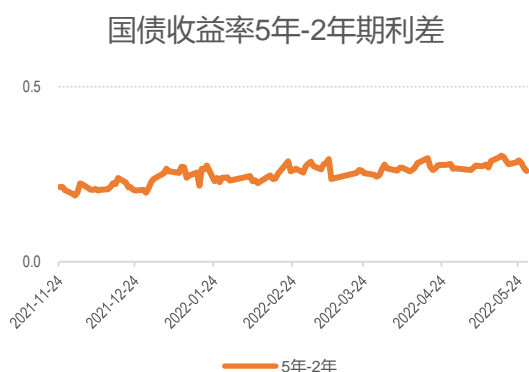
图 33：国债关键期限收益率



数据来源：Wind、国元期货

二级市场方面，5 月份国债收益率曲线整体下移，短端下行幅度相对较大，曲线走陡。10 年期国债收益率在 2.70-2.84% 之间运行，对应 10 债主力合约价格区间 99.775-100.995 元，月末收益率为 2.70% 较上月末下行 14BP。5 年期国债收益率在 2.48-2.61% 区间运行，对应 5 债主力合约价格区间 101-101.875 元，月末收益率为 2.48% 较上月末下行 14BP。2 年期国债收益率在 2.22-2.35% 区间波动，对应 2 债主力合约价格区间 100.85-101.185 元，月末收益率为 2.22% 较上月末下行 13BP。5-2 年、10-5 年利差维持平稳。

图 34：国债收益率 5 年-2 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

图 35：国债收益 10 年-5 年期利差



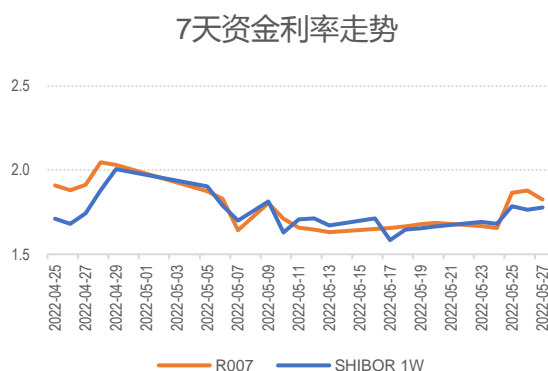
数据来源：Wind、国元期货

### （三）、资金面宽松

5 月资金面非常宽松。5 月份央行公开市场操作较为中性。月内资金利率逐渐将至年内低位，利率水平整体较 4 月份下降，隔夜拆借利率 R001 日均值较上月下降 13BP。5 月 7 天 Shibor 利率在 1.58-1.90%之间，R007 利率在 1.63-1.88%之间，整体宽松，基本符合市场预期。

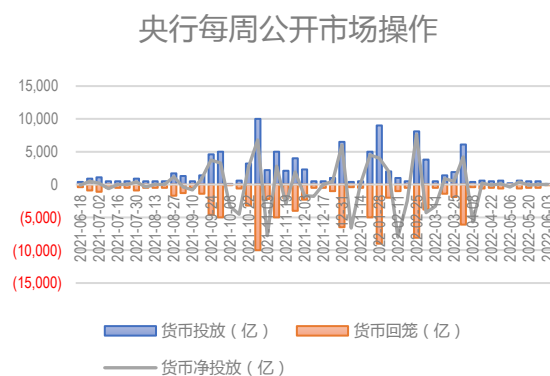
目前货币政策处于稳健中性，偏宽松阶段，稳增长的政策意图比较清晰。央行对于市场还是比较呵护的态度。市场预期 6 月份资金面大概率继续保持平稳充裕。

图 36：7 天资金利率



数据来源：Wind、国元期货

图 37：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。4、5 月京沪疫情对经济的负面影响较大，基本面预期进一步走弱，为处于今年以来最悲观的阶段，期债月内大涨。而 6 月份京沪疫情进入收尾阶段，若能尽快实现复工复产，市场预期将逐步扭转，或对期债价格形成阶段性扰动。

全年来看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。但二季度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。三季度疫情形势大概率好转，经济大概率较二季度环比好转，继续底部回升的过程。对中国经济的极度悲观完全没有必要，虽然压力仍存，但三季度好于二季度是大概率，下半年好于上半年也是大概率。

疫情好转之后，稳增长政策延续，市场宽信用预期将会走强，继续压制利率债价格。央行货币政策大方向无疑延续偏宽松。整体判断期债后市延续偏多震荡，央行货币政策动向或成为期债方向性指引。

### 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，价格指数大幅走高。
- 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