



国债收益率波动上限扩大 ——国债期货半年报

研究员：刘洋

从业资格：F3063825

投资咨询：Z0016580

联系邮箱：liuyang18036@greendh.com

2022年6月27日



和谐



欣赏

目 录

CONTENTS



契合



维护



互动

01

上半年行情回顾

02

影响因素分析

03

下半年行情展望

04

风险提示

共荣





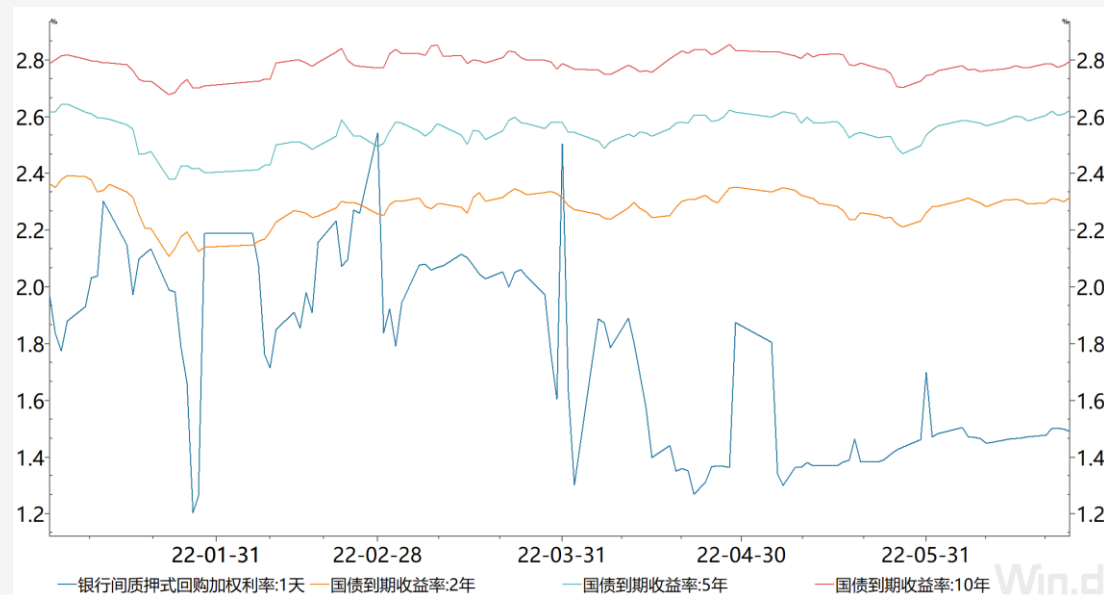
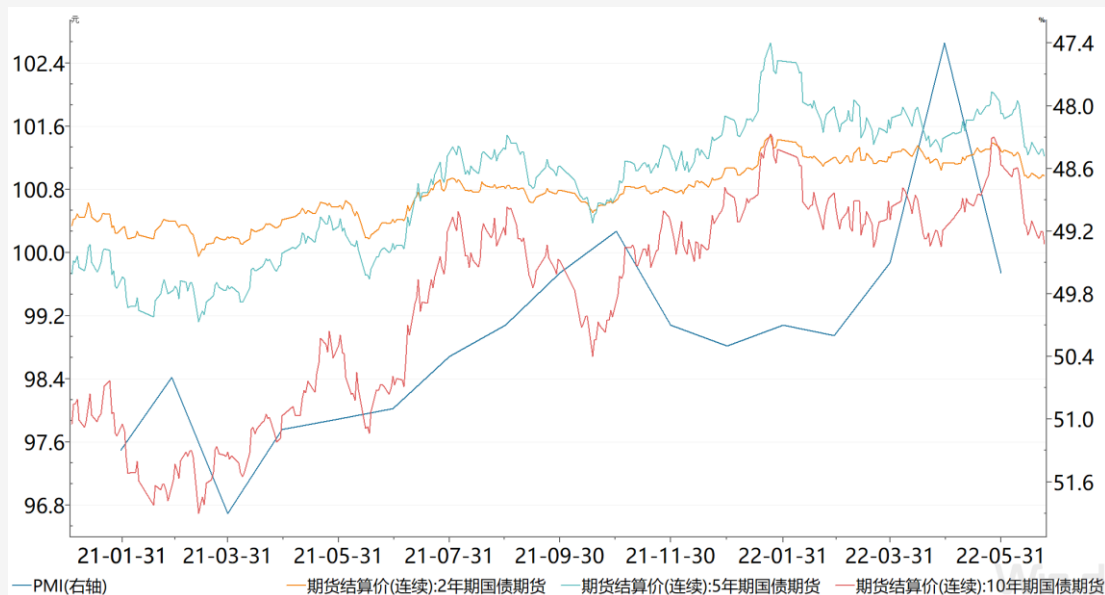
格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.



上半年行情回顾

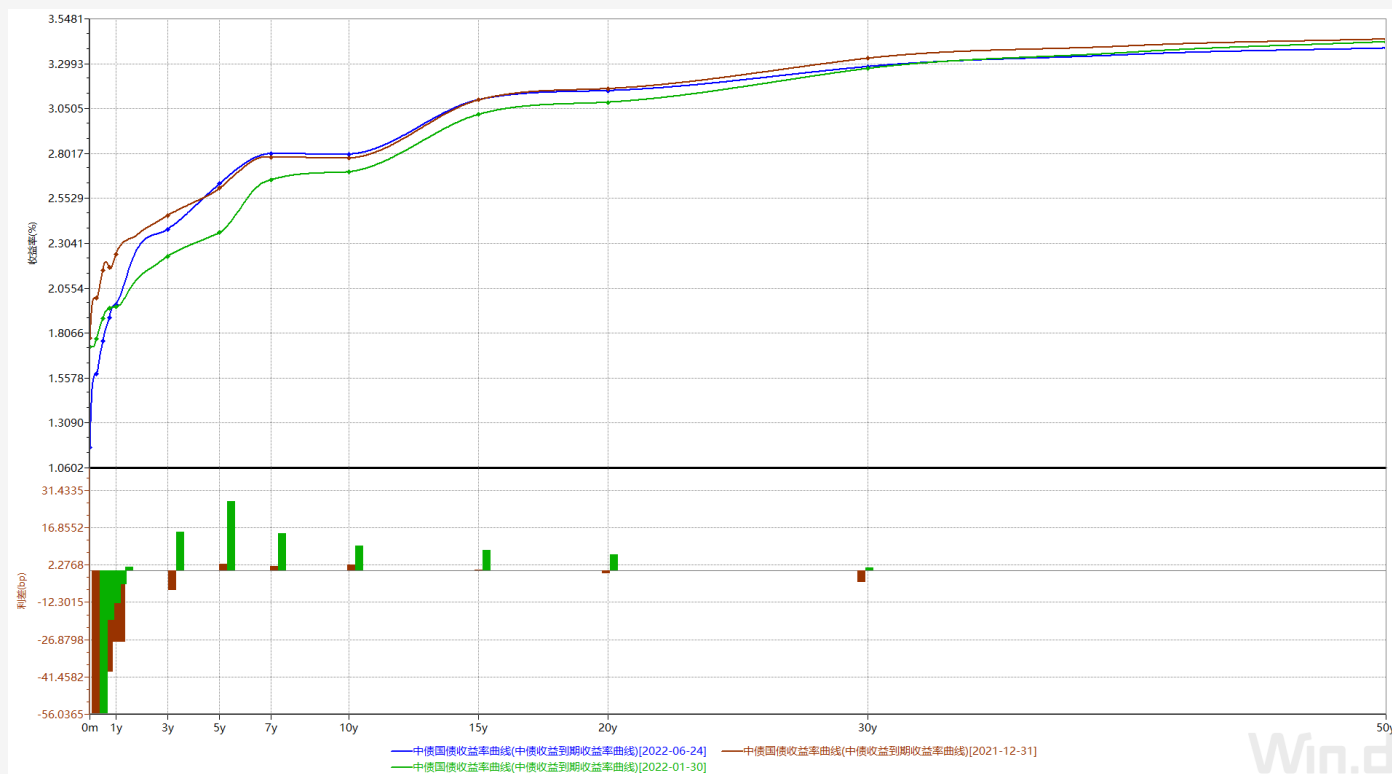
上半年国债期货走势回顾

上半年国债期货主力合约总体走势为横向箱体震荡格局。一月份央行降息推动国债期货价格一波上扬，然后2月份公布1月超预期社融数据后有一个快速回落。然后进入横向震荡格局。5月京沪疫情反复，国债期货主力合约价格一波上行，在疫情得到控制、5月PMI数据回升后（下图PMI为逆序），经济回升推动国债期货主力价格回落到上半年箱体的底部位置。



国债现券到期收益率曲线变化

10年期国债现券收益率2021年末为2.77%，在一月底最低达到2.70%附近（上半年最低点），6月24日收盘在2.80%附近。因为在一月份央行将7天逆回购利率调降10个BP，直接带动短期货币市场利率下行，4月份，因为疫情的原因央行将DR001推低至1.3%附近，6月以来DR001有所上升保持在1.40%上方附近，总体上推动国债收益曲线的短端维持低位。目前的国债现券收益率曲线（蓝线）较去年年底（棕色）扭曲变陡。2年期国债到期收益率从2021年末的2.37%下行6个BP至今年6月24日收盘2.31%，5年期国债到期收益率从2.61%上行2个BP至2.63%，10年期国债到期收益率从2.78%上行2个BP至2.80%。（依据中债国债到期收益率曲线）





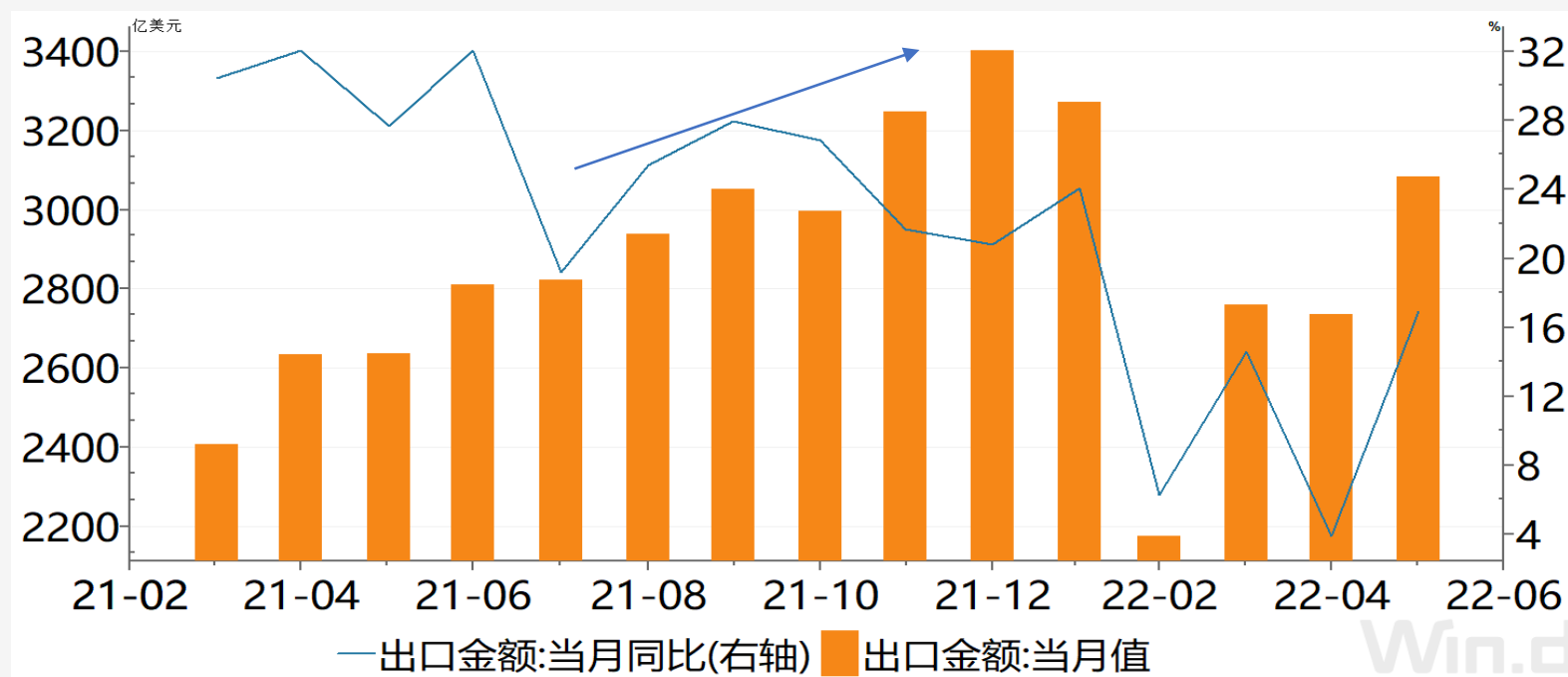
格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO.,LTD.



影响因素分析

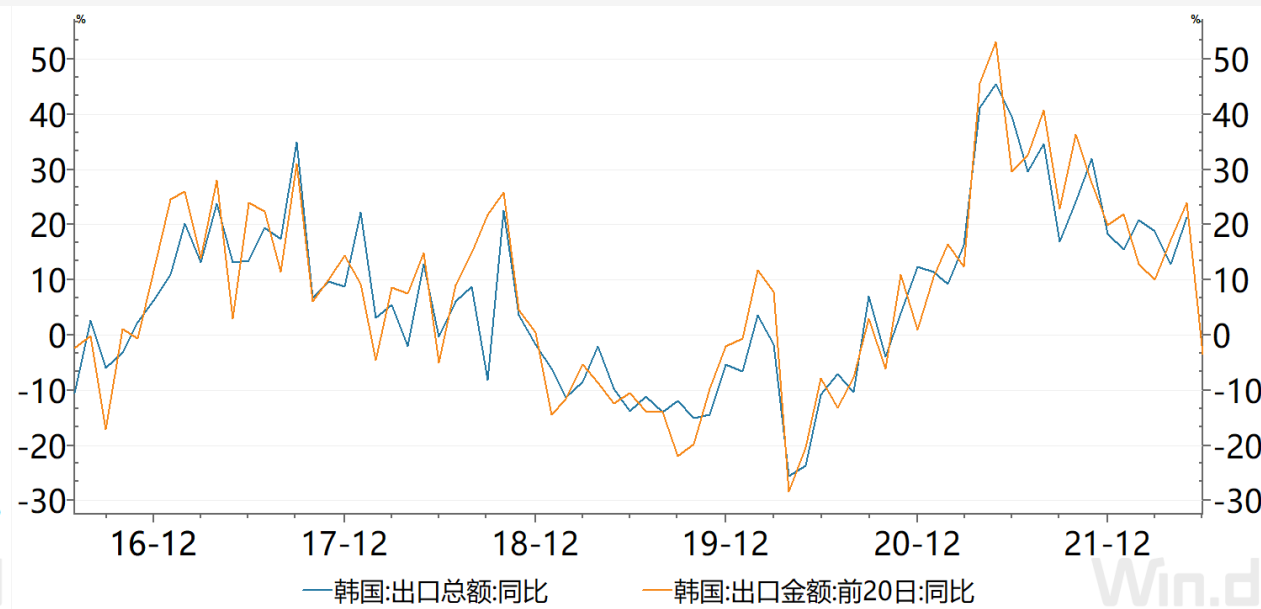
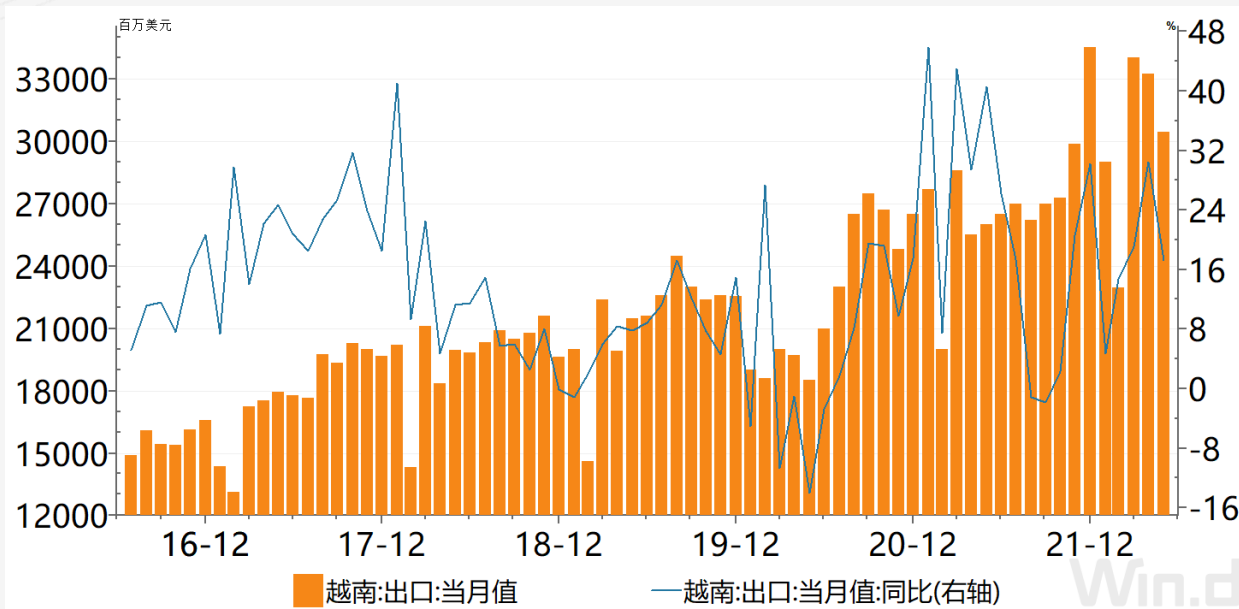
预期下半年出口增速将回落

2022年1-5月中国出口增速以美元计价，同比增长13.5%，进口金额同比增长6.6%，保持了较好的增速。去年下半年中国出口金额节节上升，同比增速在20%以上。去年过高的基数和今年中国出口对其他国家出口替代效应的消失，将影响今年下半年出口增速明显回落。有利的消息是近期美国总统表示有意降低中国对美出口部分商品的关税，帮助美国降低通胀，有利于增加相应中国商品出口美国的竞争力，下半年中国出口增速回落过程中或保持一定的韧性。



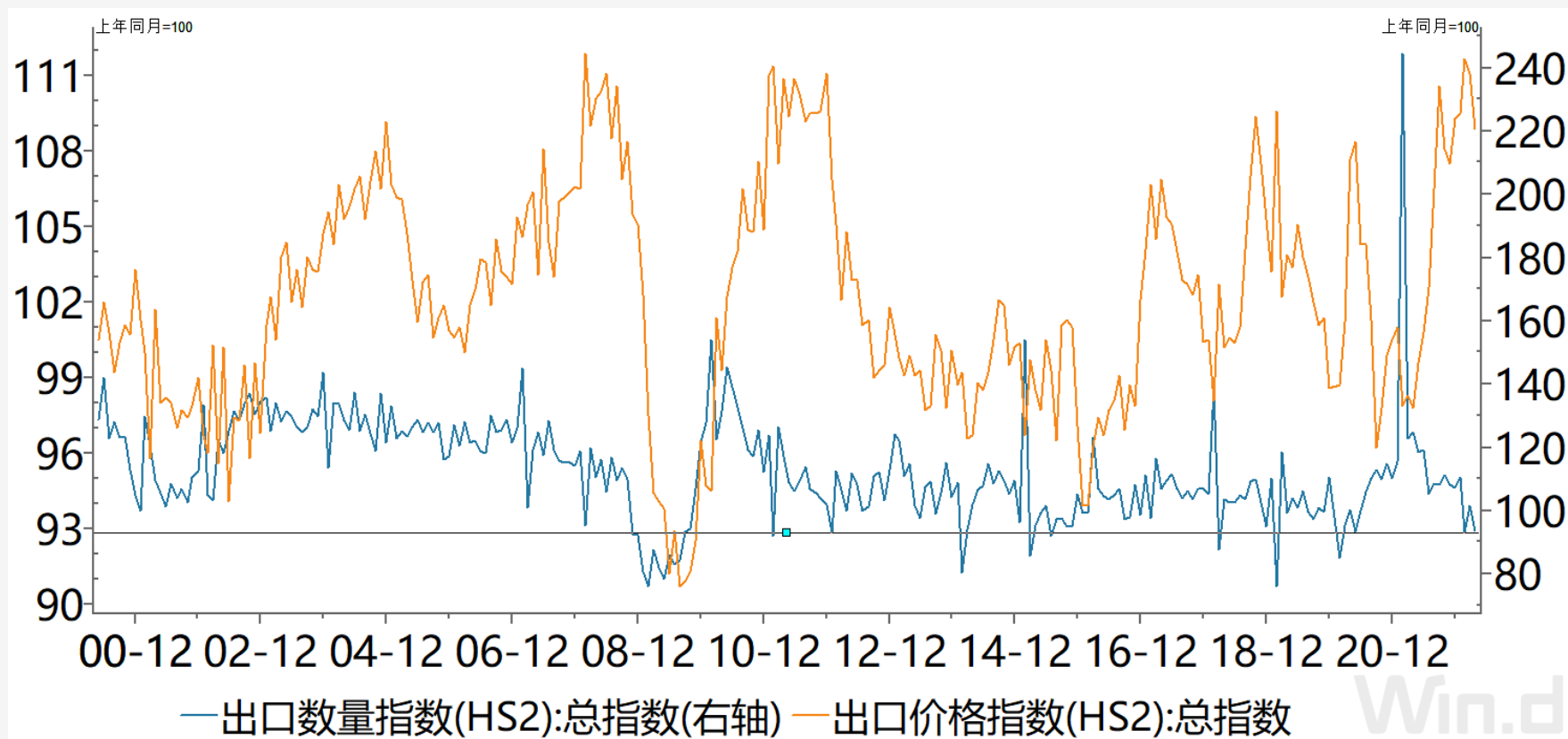
韩国和越南最新出口增速滑落

越南5月出口同比增长17.23%，较4月的30.42%和3月的19.09%均出现回落。韩国6月前20日出口金额同比下降3.4%，按出口目的地来看，对华出口下降6.8%，对美国出口下降2.1%，对欧盟出口下降5.3%；6月韩国开工日数为13.5天，较去年减少2天，日均出口额同比增加11%。5月韩国出口同比增长21.3%，仍是出现回落。



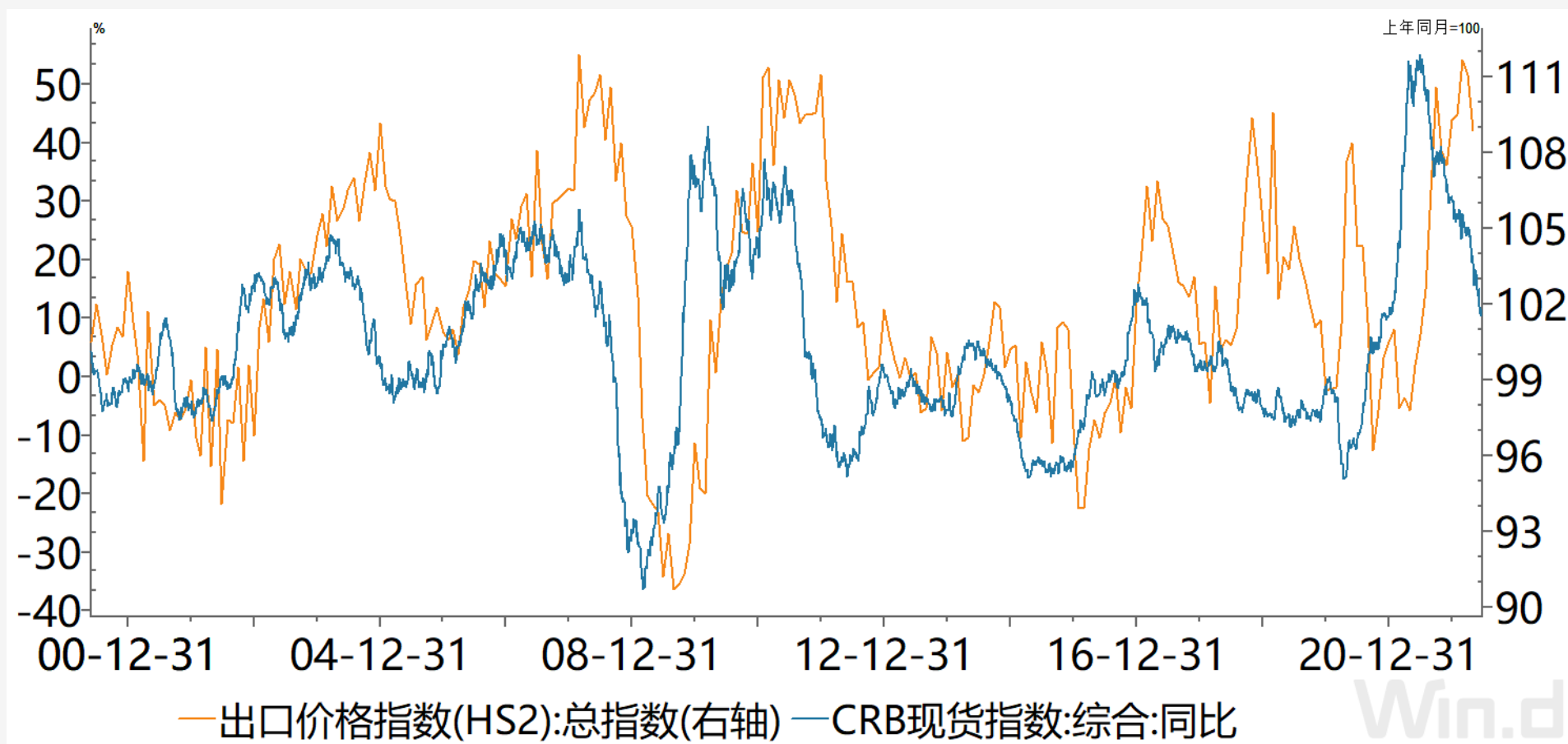
上半年出口数量指数已明显滑落

去年下半年在出口价格指数快速上行并维持高位的同时，出口数量指数在下行，今年上半年已回落到100附近，甚至部分月份低于100，4月的93.6有上海港疫情的因素，但2月和3月分别为93.2和101.6，也处于历史较低位置。



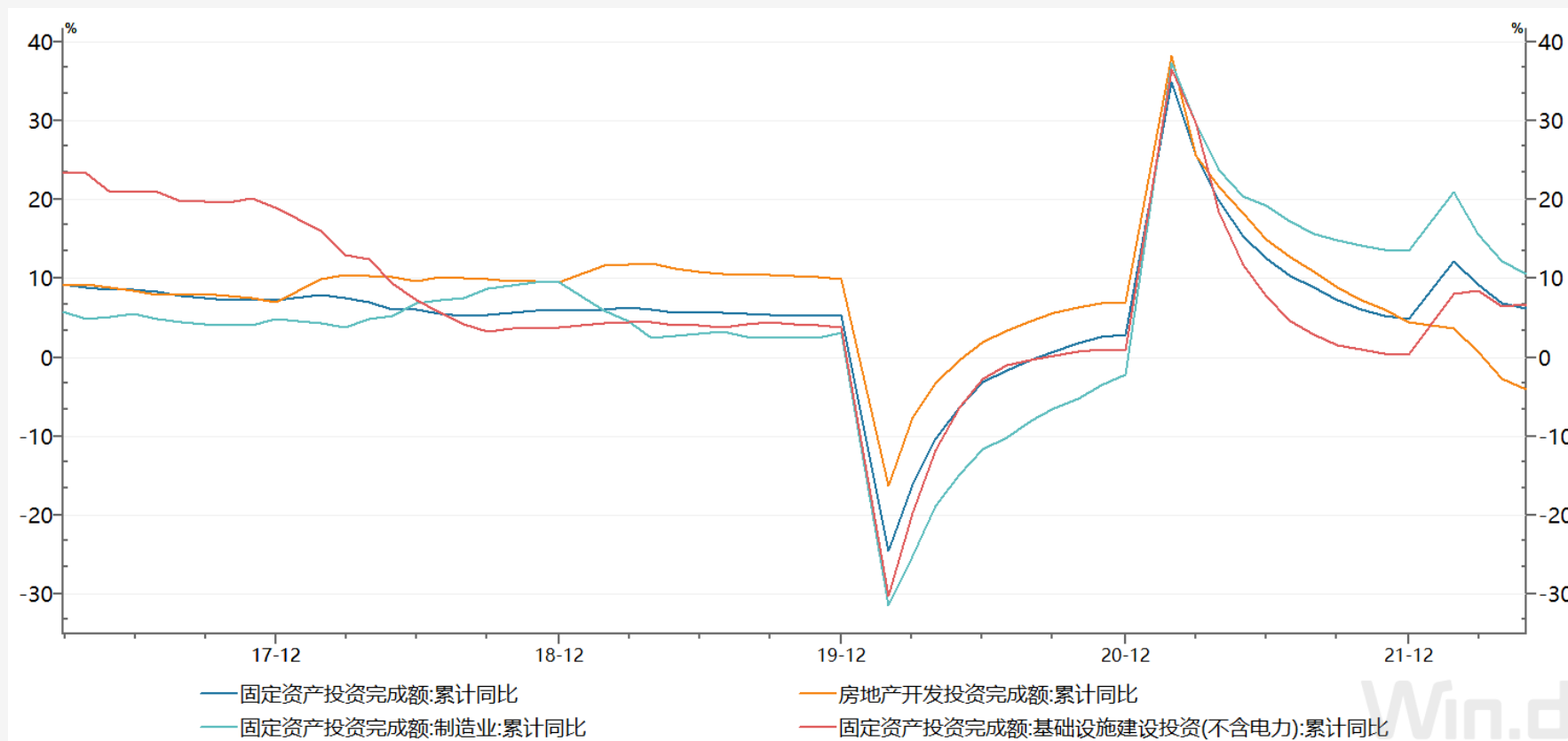
下半年出口价格指数下行

从历史上来看CRB现货指数同比数据领先中国出口价格指数约5个月，今年以来CRB现货指数同比数据持续回落，可以预期下半年出口价格指数将持续下行。下半年中国出口从量和价同比两方面均影响出口金额同比下行。



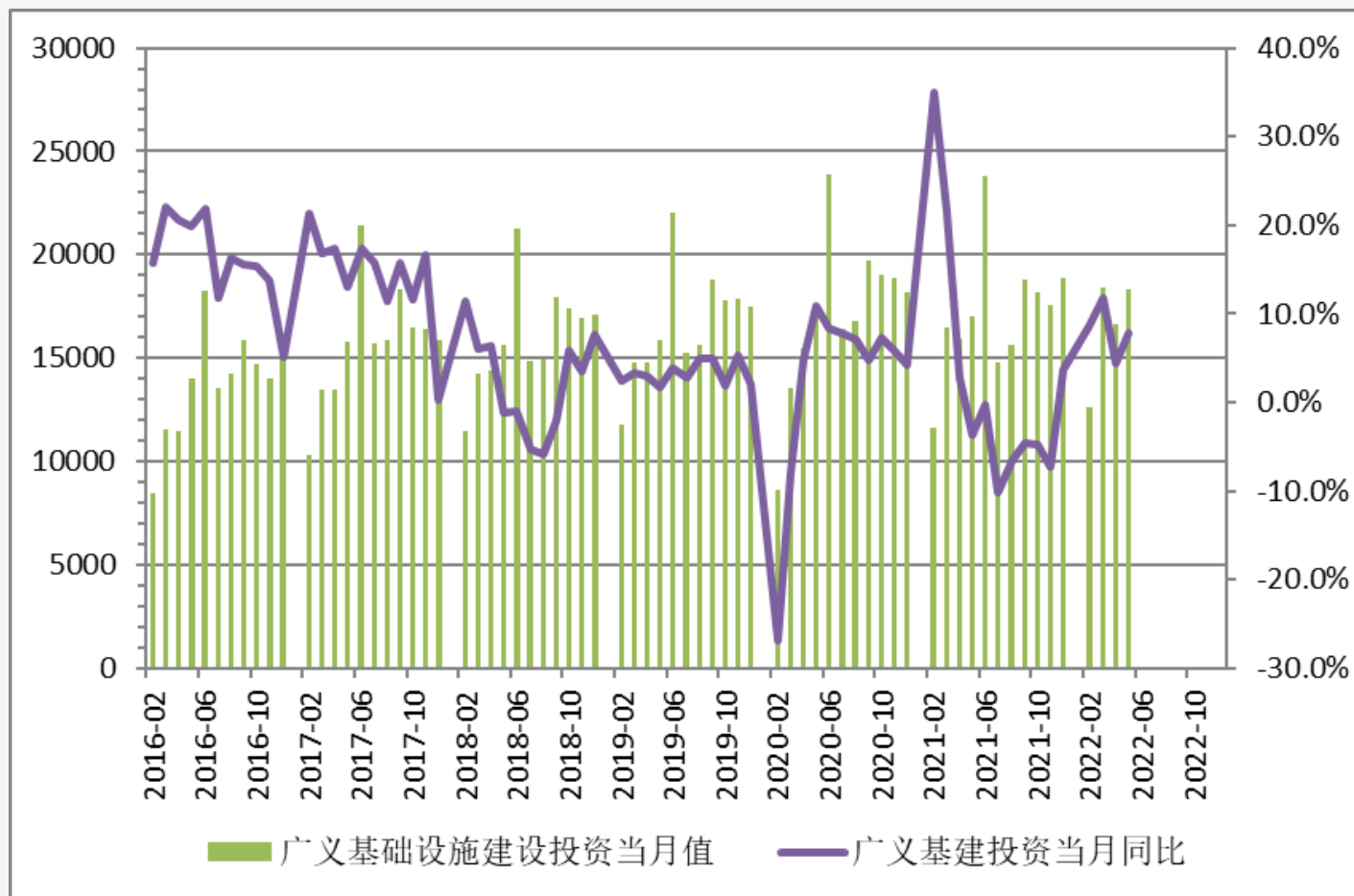
上半年固定资产投资总体增速尚可

1-5月份，全国固定资产投资同比增长6.2%，市场预期6.0%，1-4月份为同比增长6.8%。1-5月制造业投资增长10.6%，1-4月制造业投资增长12.2%；1-5月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.7%，1-4月份为6.5%。1-5月房地产开发投资同比下降4.0%，1-4月为同比下降2.7%。房地产开发投资表现最弱。



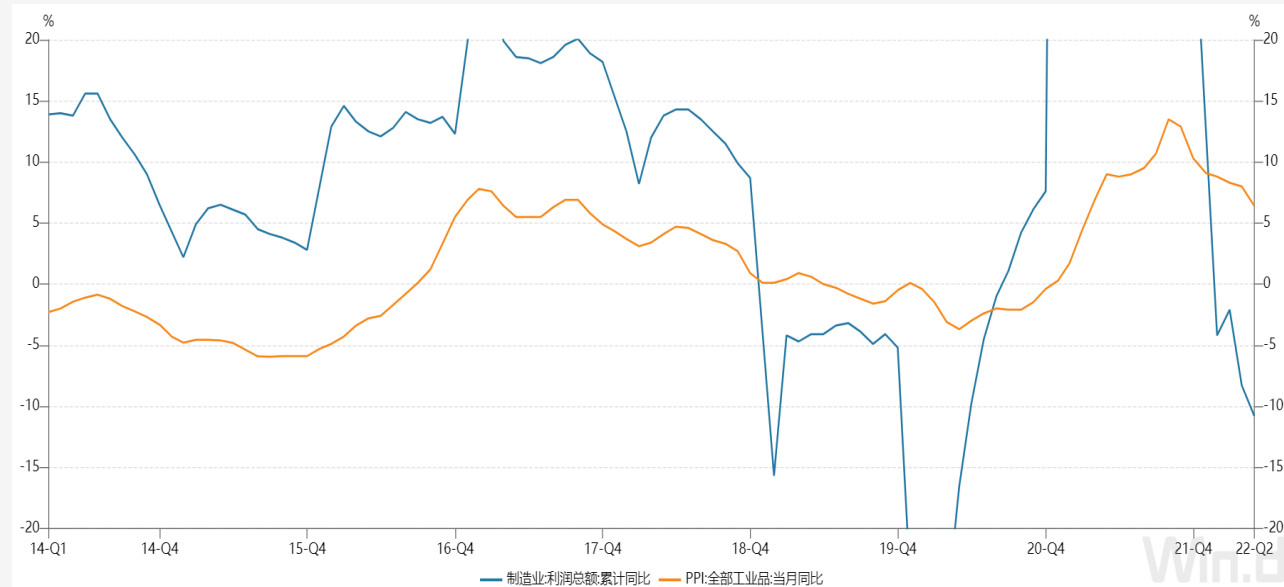
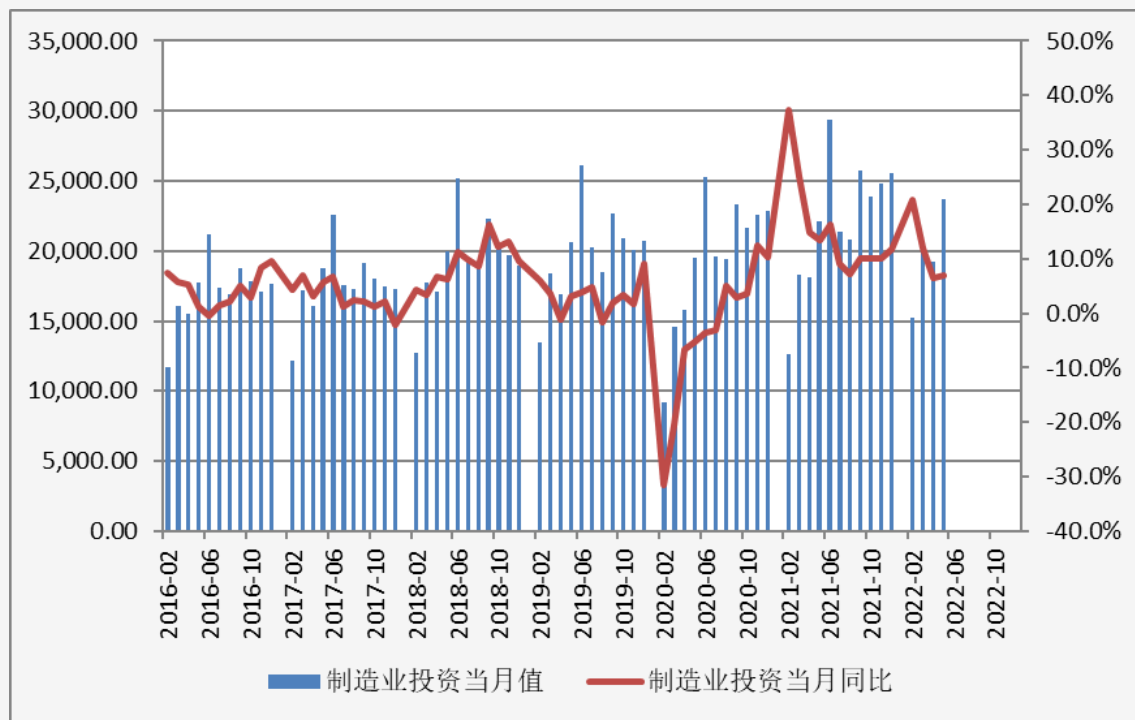
基建投资仍然是稳增长重要抓手

5月单月基建投资（含电力等）同比增长7.9%，较4月的4.3%明显扩张。下半年基建投资仍然是稳增长重要抓手，预期全年增速在8%左右。



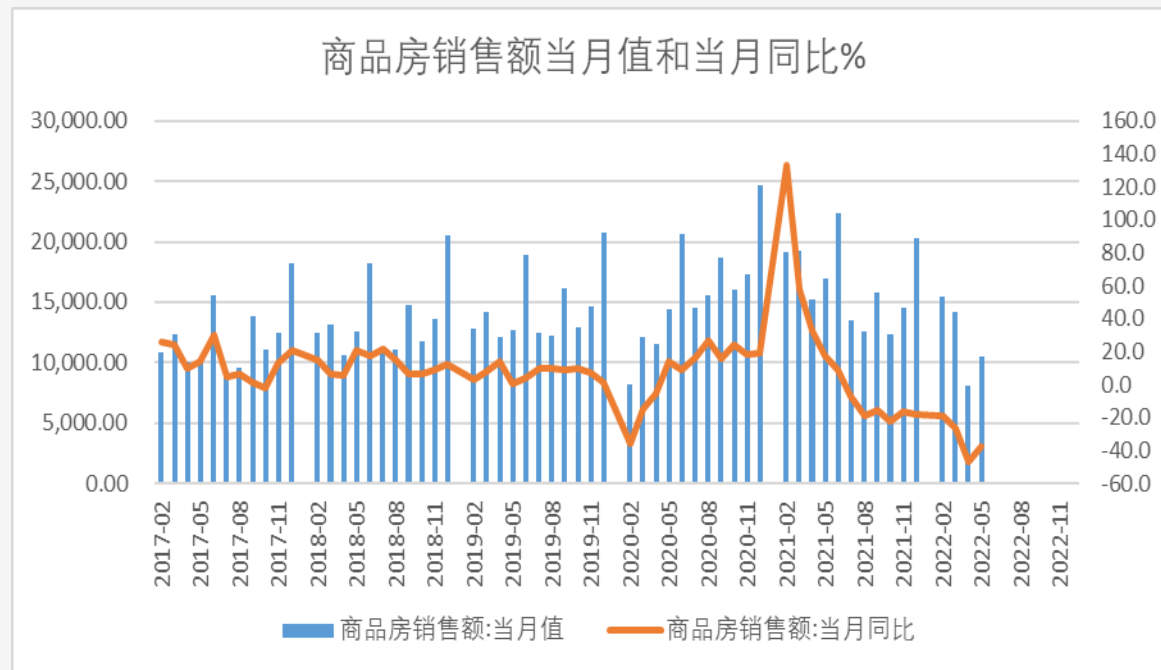
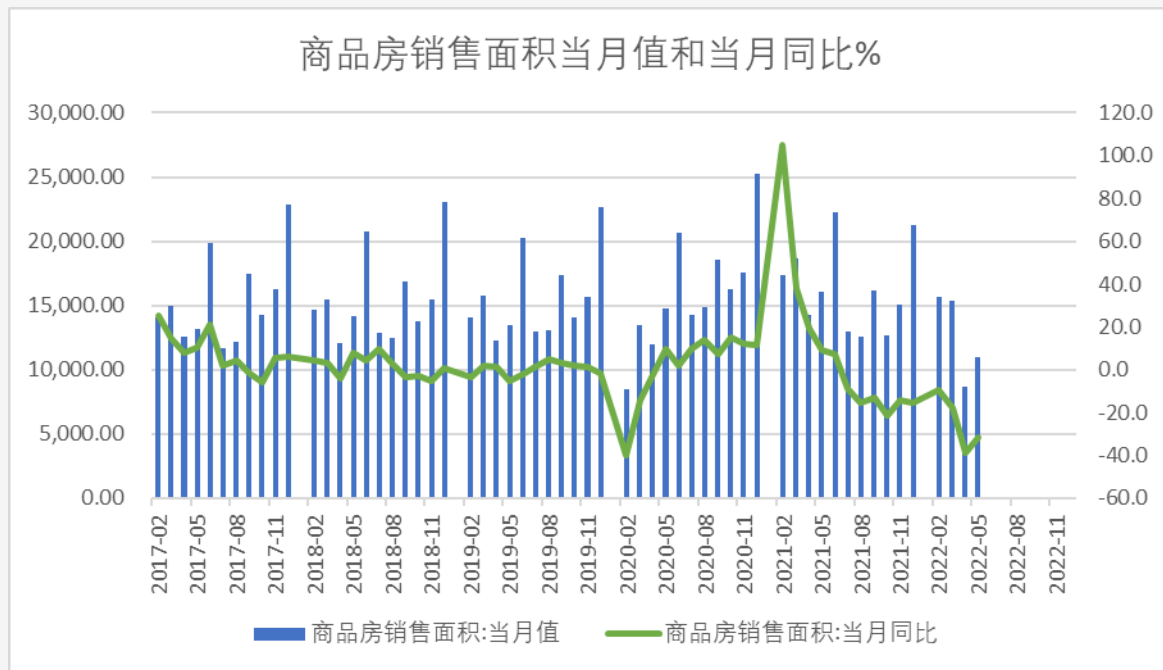
制造业投资相对平稳、但后劲不足

5月制造业投资同比增长7.1%，较4月的6.4%小幅扩张。今年前5个月制造业企业利润总额累计同比为-10.8%，1-4月为的-8.3%。历史上来看PPI和制造业企业利润总额同比有较好的正相关性，市场一致预期下半年PPI同比回落，制造业企业利润同比增长也将较弱。制造业投资会相对比较平稳，但在制造业企业利润增长不佳的情况下，制造业投资后劲或有所不足。



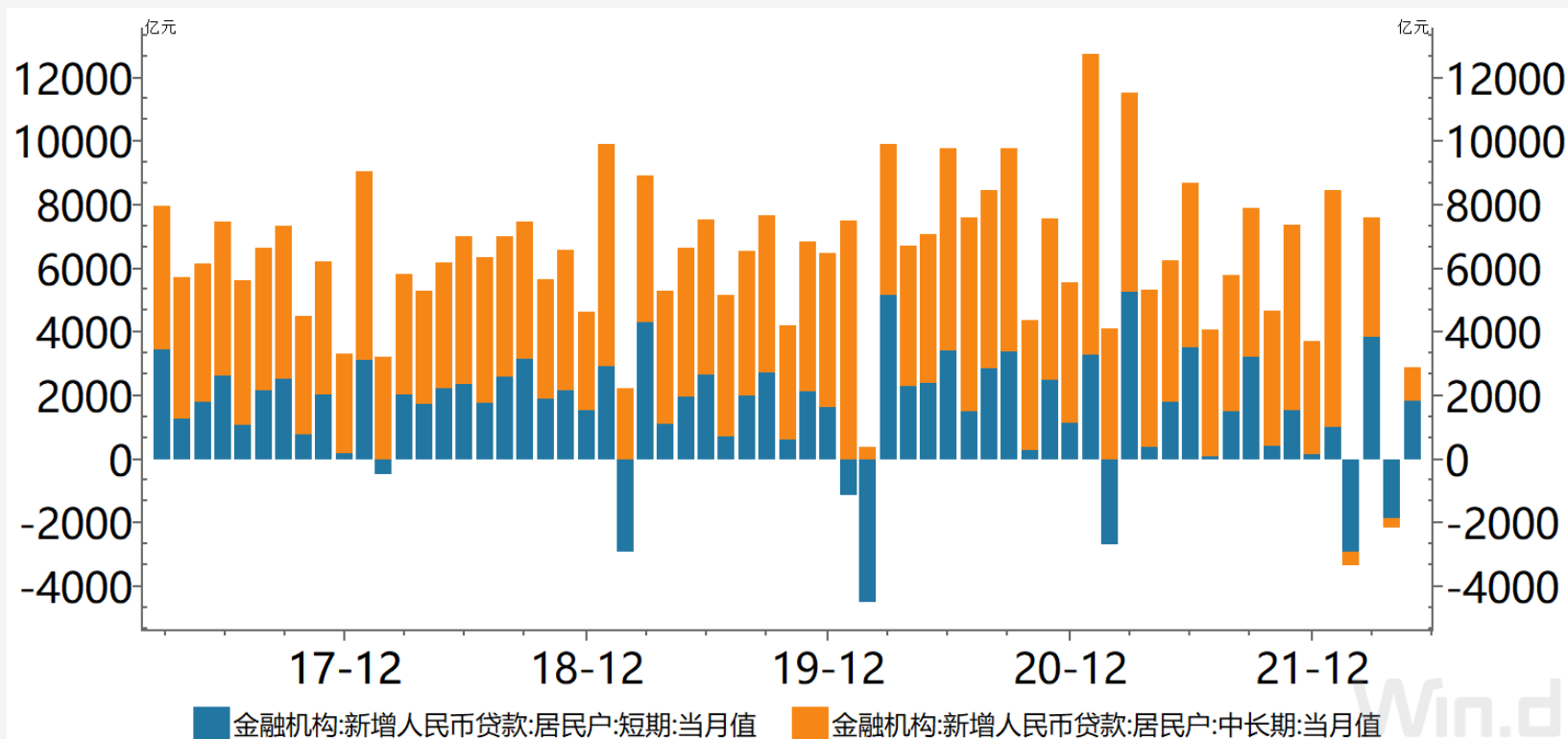
上半年商品房销售同比大幅回落

1-5月份，商品房销售面积50738万平方米，同比下降23.6%；其中，住宅销售面积下降28.1%。商品房销售额48337亿元，下降31.5%；其中，住宅销售额下降34.5%。5月份商品房销售面积同比下降31.8%，4月为同比下降39%。5月份商品房销售额同比下降37.7%，4月为同比下降46.6%。同比下降幅度比4月略有缩减。



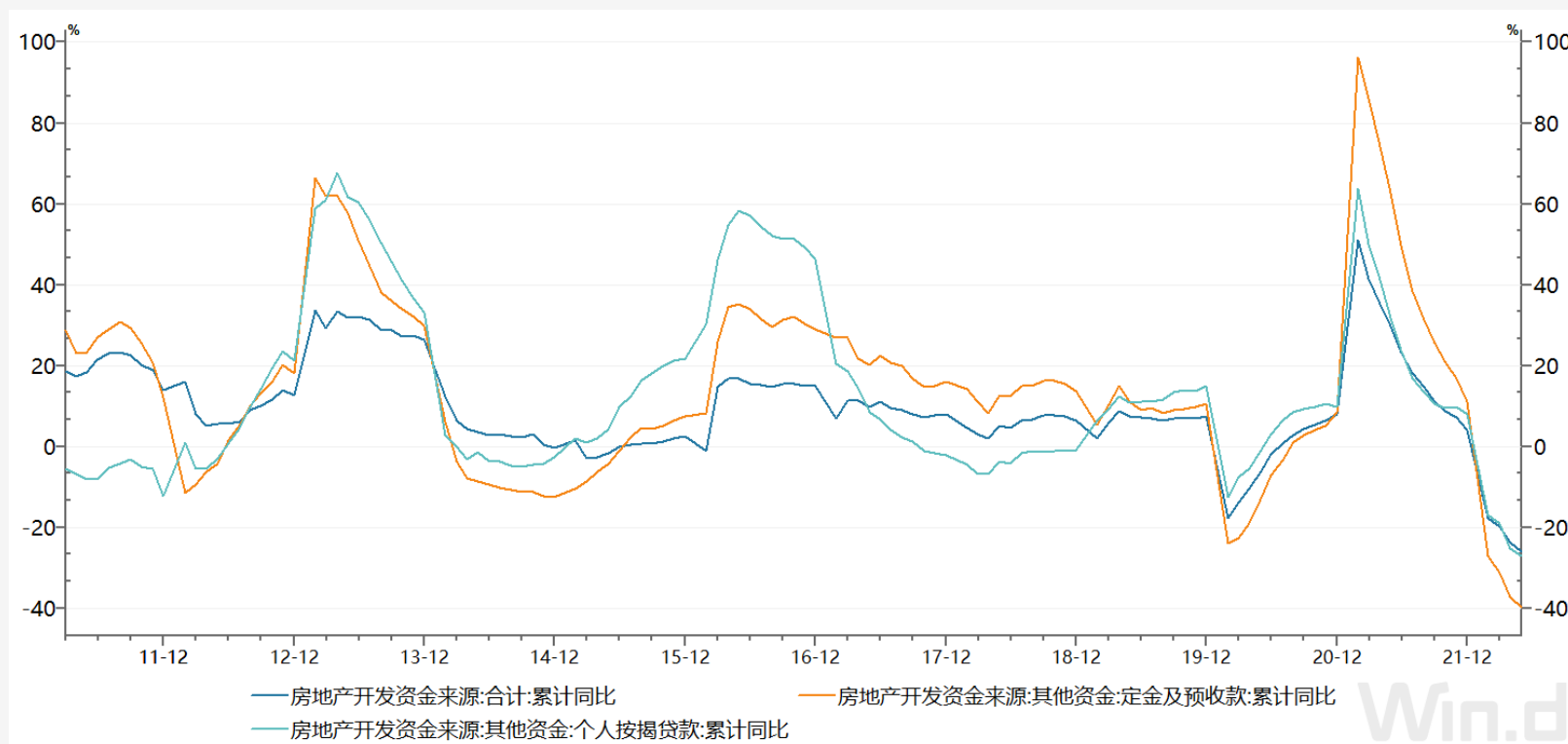
上半年居民谨慎新增债务

5月住户贷款增加2888亿元，同比少增3344亿元。其中，5月份居民户新增人民币短期贷款1840亿元，同比多增34亿元，4月份为新增-1855.87亿元，3月为3848亿元，2月为-2911亿元。5月份居民户新增人民币长期贷款1047亿元，同比少增3379亿元，4月份为新增-313.72亿元，3月为3735亿元，2月为-459亿元。5月居民中长期贷款比4月数据好一点的是没有再出现4月和2月的同比减少，但同比少增较多，与房地产销售金额同比下滑较多相关。



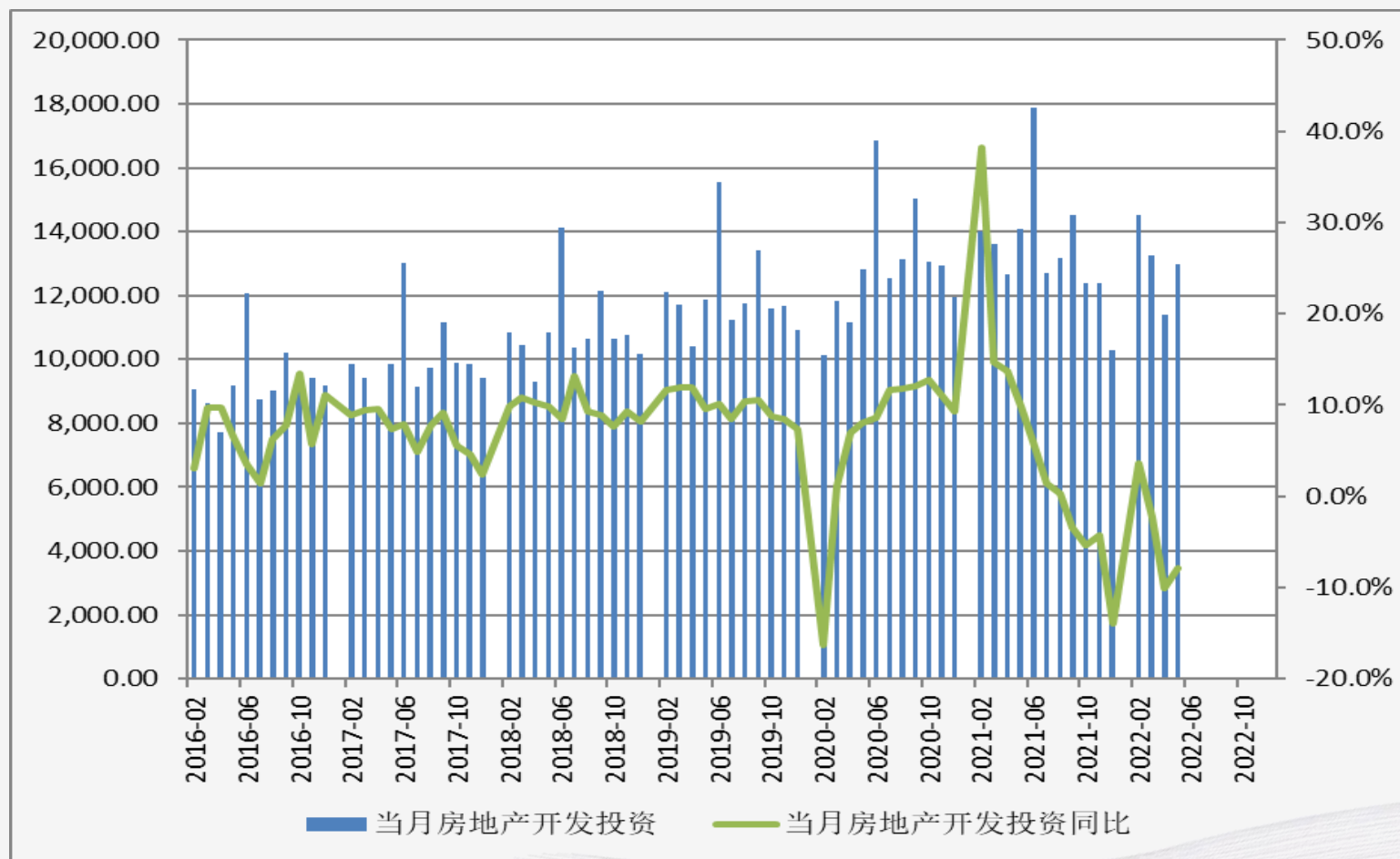
房地产开发企业到位资金持续回落

1-5月份，房地产开发企业到位资金60404亿元、同比下降25.8%，1-4月份同比下降23.6%，1-3月份为同比下降19.6%。其中，国内贷款8045亿元，下降26.0%（1-4月为同比下降24.4%）；利用外资51亿元，增长101.0%；自筹资金21061亿元，下降7.2%（1-4月为同比下降5.2%）；定金及预收款19141亿元，下降39.7%（1-4月为同比下降37.0%）；个人按揭贷款9785亿元，下降27.0%（1-4月为同比下降25.1%）。



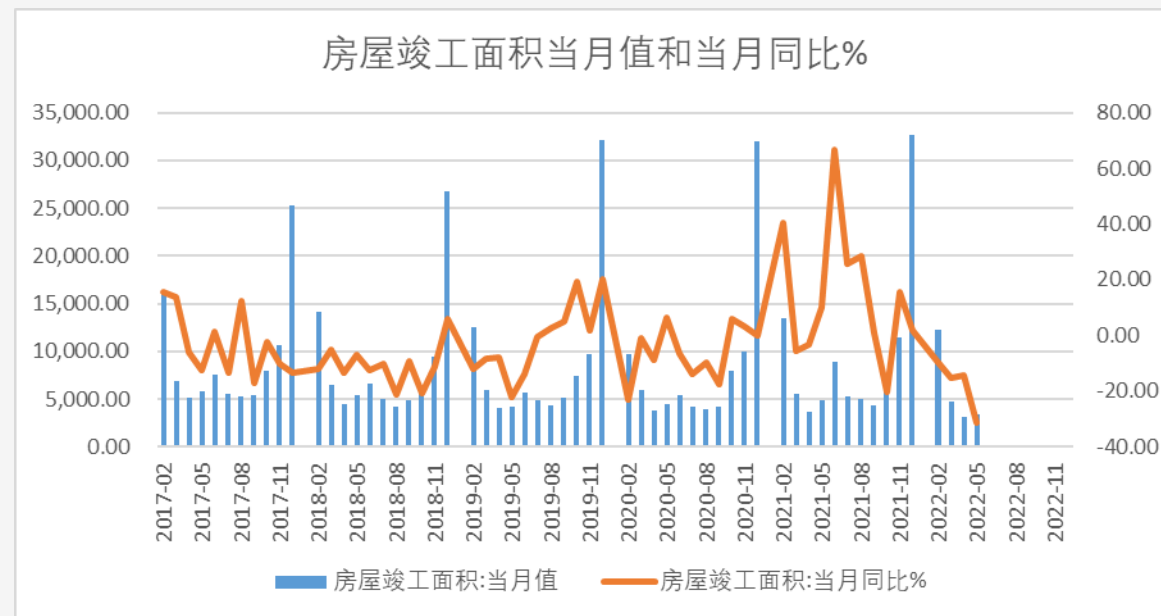
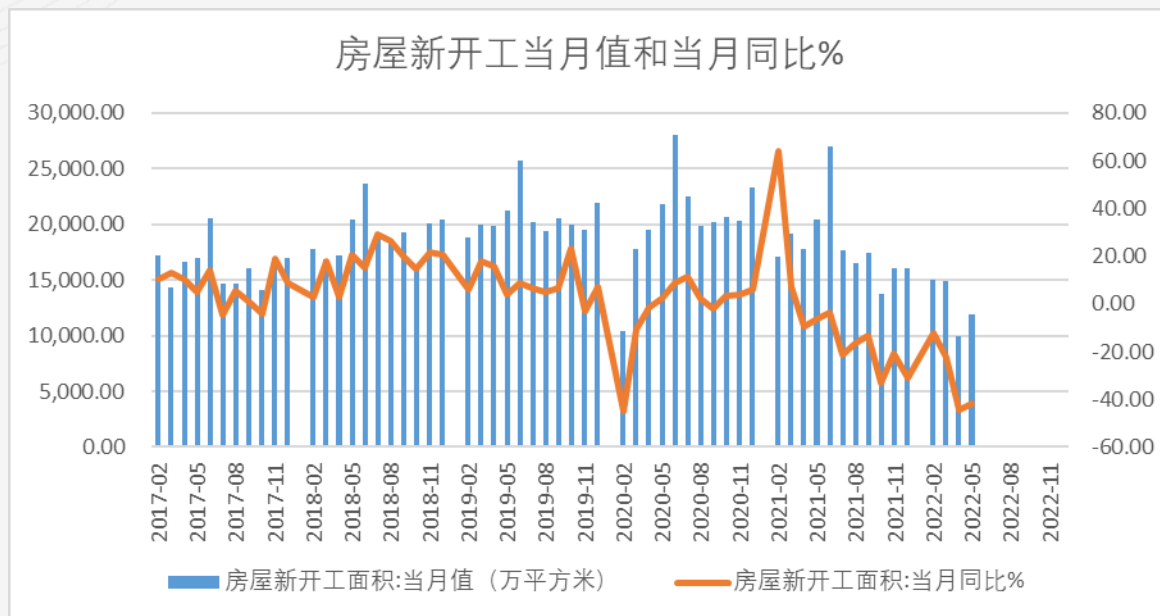
房地产开发投资同比负增长

1-5月份，全国房地产开发投资52134亿元，同比下降4.0%；其中，住宅投资39521亿元，下降3.0%。5月单月房地产开发投资为同比下降7.8%，4月份为同比下降10.1%。3月份为同比下降2.4%，1-2月份为同比增长3.7%，去年全年为同比增长4.4%。



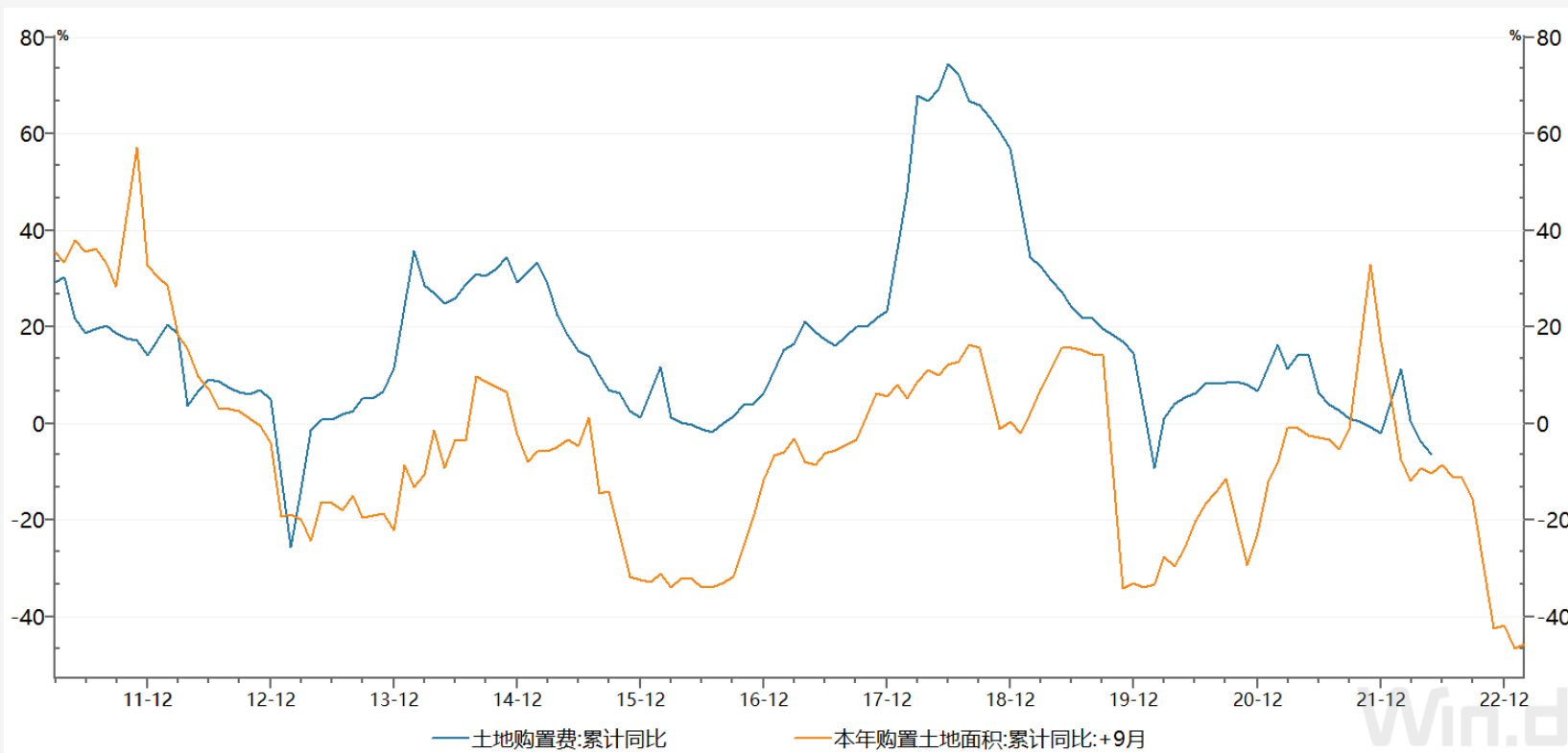
房屋新开工面积和竣工面积持续下行

5月份房屋新开工面积同比下降41.9%，4月为44.2%；去年全年同比下降11.4%。5月房屋竣工面积同比下降31.3%，4月同比下降14.2%，3月为15.5%，1-2月份为同比下降9.8%；去年全年同比增长11.2%。房地产销售面积同比大幅下滑，带动房屋新开工面积同比维持同比大幅下滑。



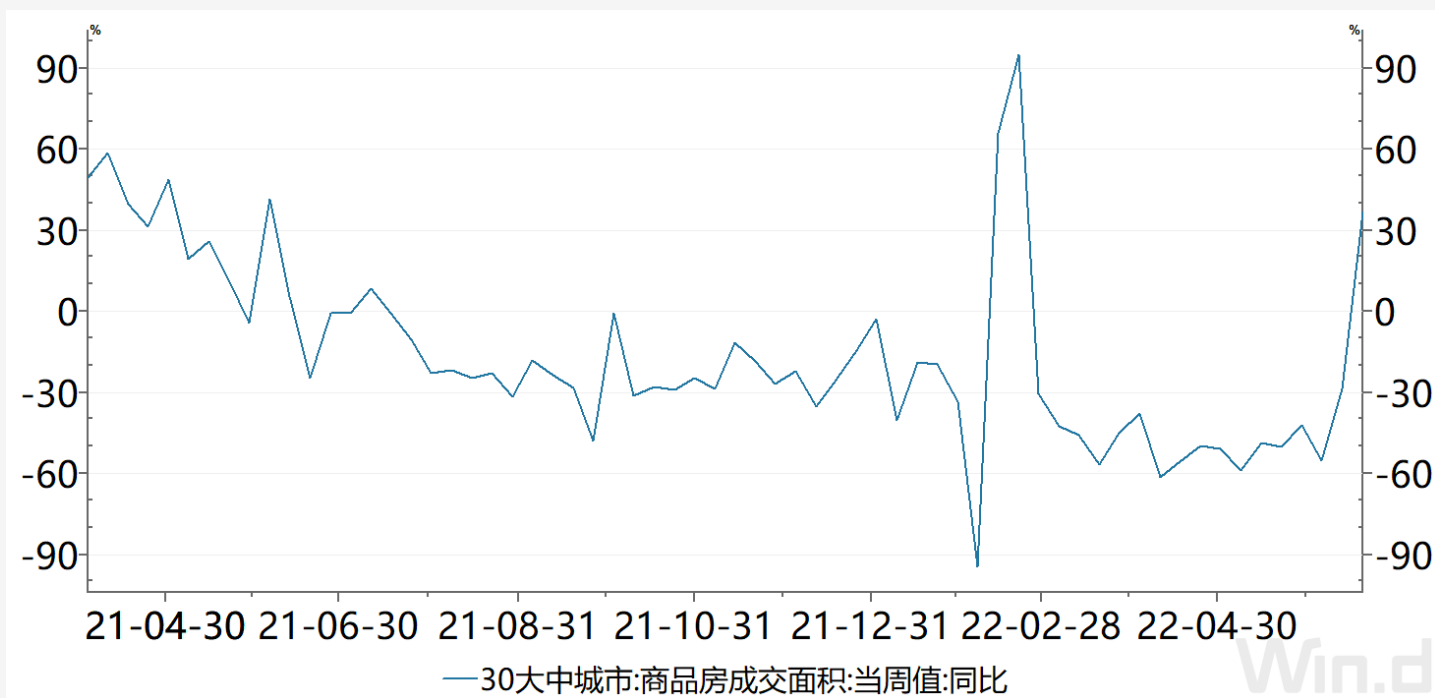
上半年土地购置面积同比大幅下降

1-5月份土地购置面积同比下降45.7%，1-4月份为同比下降46.5%，去年全年土地购置面积同比下降15.5%。1-5月土地购置费累计同比下滑6.3%，1-4月份为同比下降3.8%。从历史上来看，因为实际支付资金较土地成交要晚，土地购置费较购置土地面积落后约9个月。土地购置费占当月房地产投资金额30%出头，这样下半年的房地产开发投资金额仍较低，因为去年下半年房地产开发投资同比快速下滑的原因，四季度房地产开发投资同比增速或企稳。



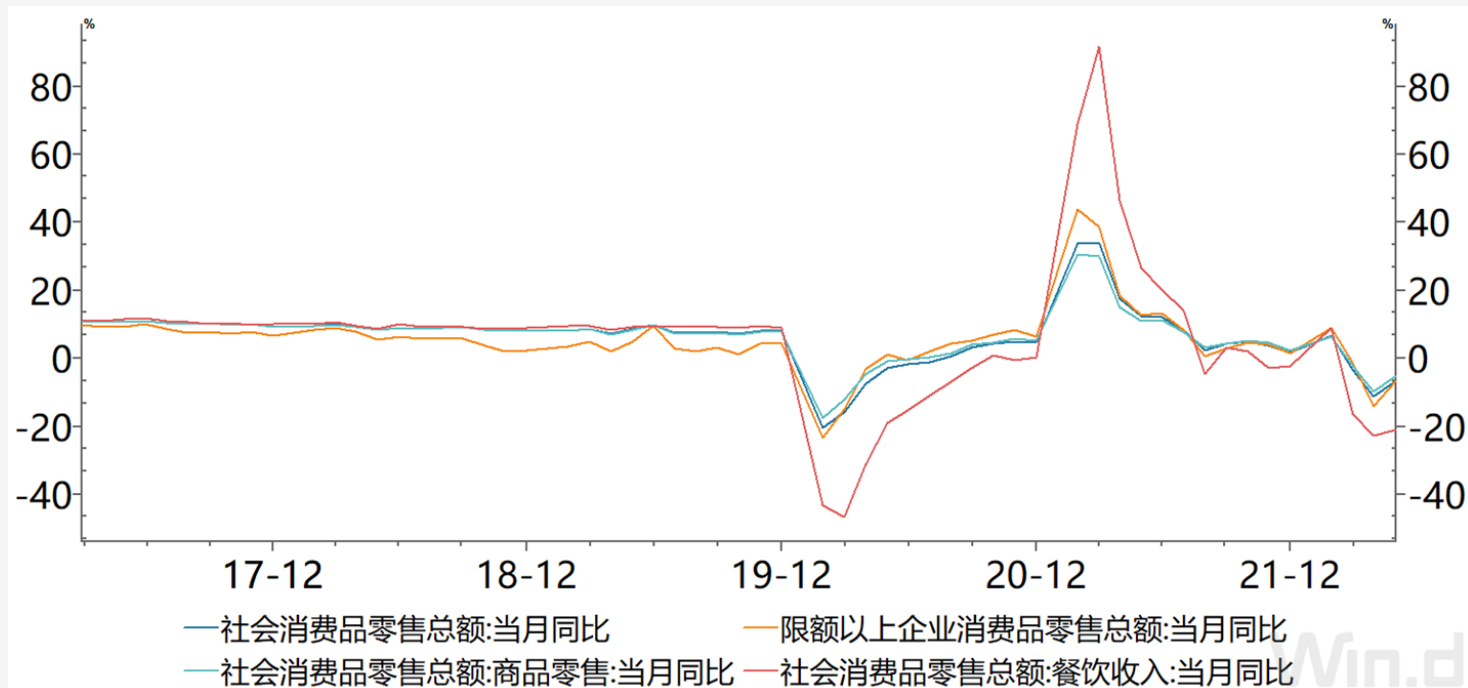
商品房销售能否持续回暖值得重点关注

6月19日一周的30大中城市商品房成交面积同比增长36.8%，一改之前5个月连续大幅负增长的局面，有政策面累计效应的因素，还有京沪疫情控制好转的因素，下半年商品房销售能否持续回暖值得重点关注。只有商品房销售上来了，房地产商资金回笼良好，房地产开发投资才会在随后的几个月回升，经济大盘才会明显企稳。一方面各地纷纷出台房地产扶持政策，包括放松限购限售、降低首付比例、降低房贷利率、提供政策补贴，监管部分也有意向放松对房地产企业的资金监管；另一方面在房住不炒的大前提下，一线城市大幅放开限购政策的概率较小，同时因为连续两年疫情影响居民收入增长预期偏谨慎，下半年房地产市场成交或环比逐步修复。



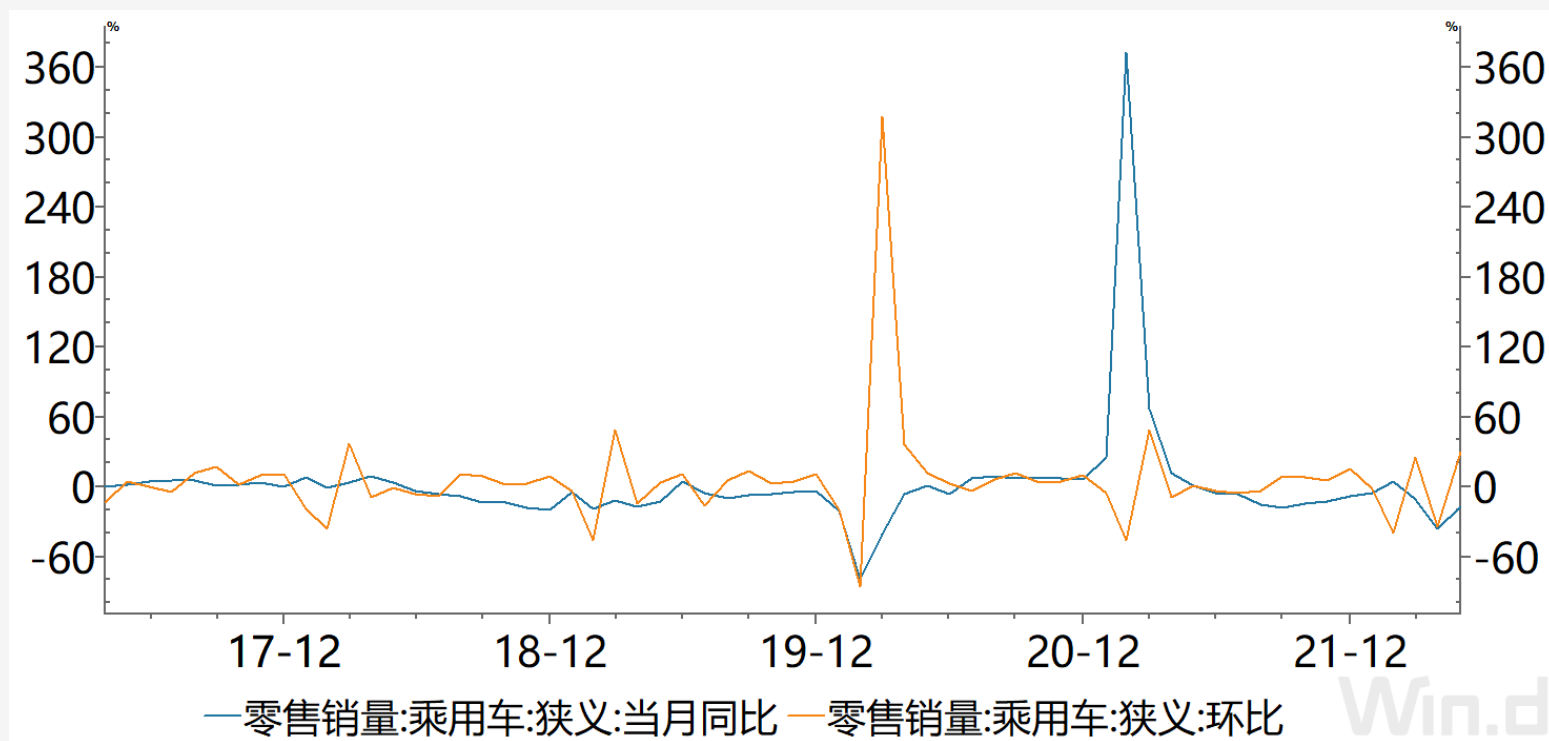
预期下半年消费逐步恢复

1—5月份，社会消费品零售总额171689亿元，同比下降1.5%。5月份社会消费品零售总额33547亿元，同比下降6.7%，4月同比下降11.1%，3月份同比下降3.5%，1-2月份同比增长6.7%。5月商品零售30535亿元，同比下降5.0%，4月同比下降9.7%，3月为下降2.1%；5月餐饮收入3012亿元，下降21.1%，4月同比下降22.7%，3月为下降16.4%，疫情影响下，5月餐饮收入同比下降幅度较4月改善较小。分商品来看，食品饮料等必选消费品增长较好，5月份同比下降10%以上的有服装、鞋帽、针纺织品类，汽车类，金银珠宝类，家具类，化妆品类，家用电器和音像器材类，主要为可选消费品类，相较4月同比下降幅度总体有所缩减。预期6月消费增速的恢复会比5月加快。因为居民的消费意愿受到未来收入预期和预防储蓄的影响，下半年消费有一个逐步恢复的过程。



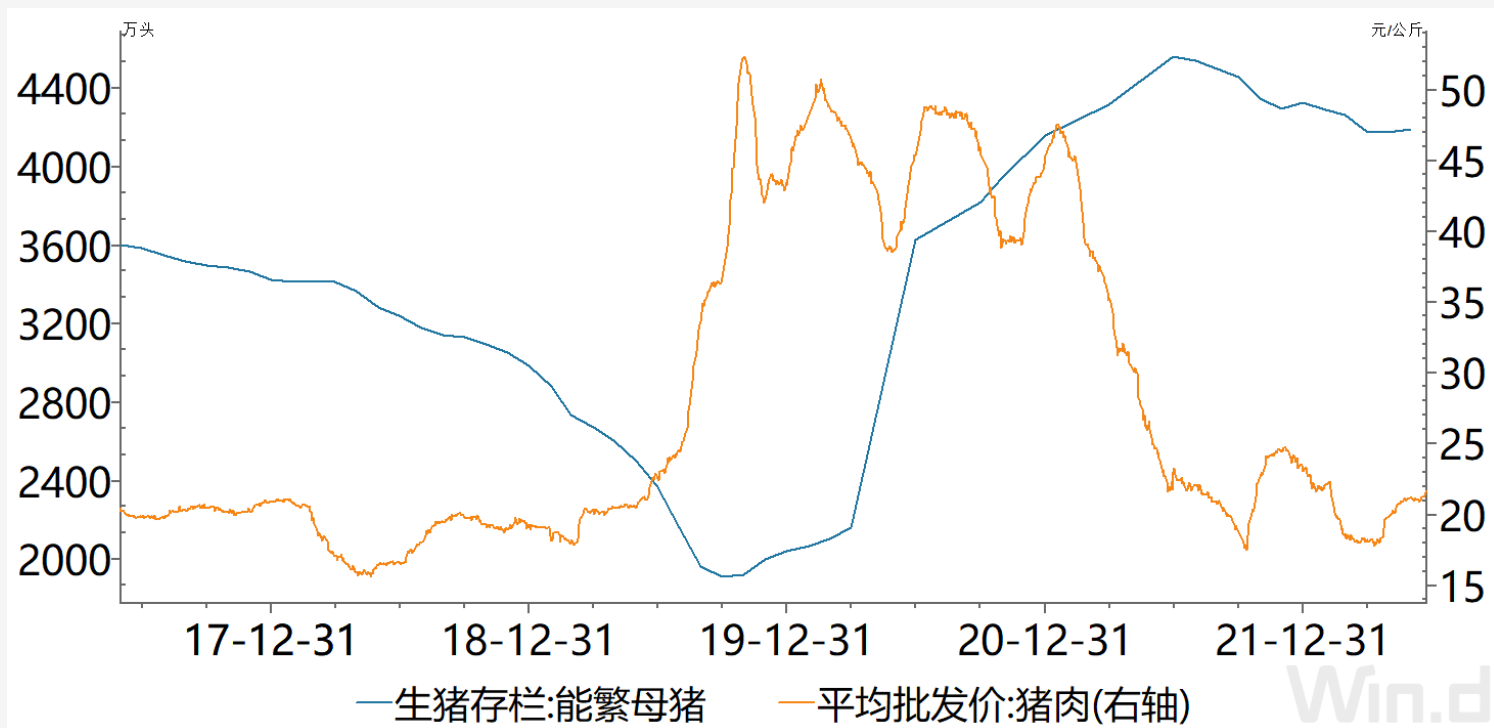
政策推动乘用车零售从4月低点持续恢复

据乘联会数据，2022年5月狭义乘用车市场零售达到135.4万辆，同比下降16.9%（降幅较上月同期收窄18.5个百分点），环比增长29.7%。6月1-19日全国乘用车市场零售93.5万辆，比去年同期增长24%，环比5月增长43%。5月23日，国务院常务会议部署稳经济一揽子措施，其中包括阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。6月22日召开的国务院常务会议，确定加大汽车消费支持的政策，相关政策实施预测今年将增加汽车及相关消费大约2000亿元。汽车消费在社零总额中占比1/10左右，且汽车产业链条长、带动效应强，是扩大内需、拉动消费的“大头”。



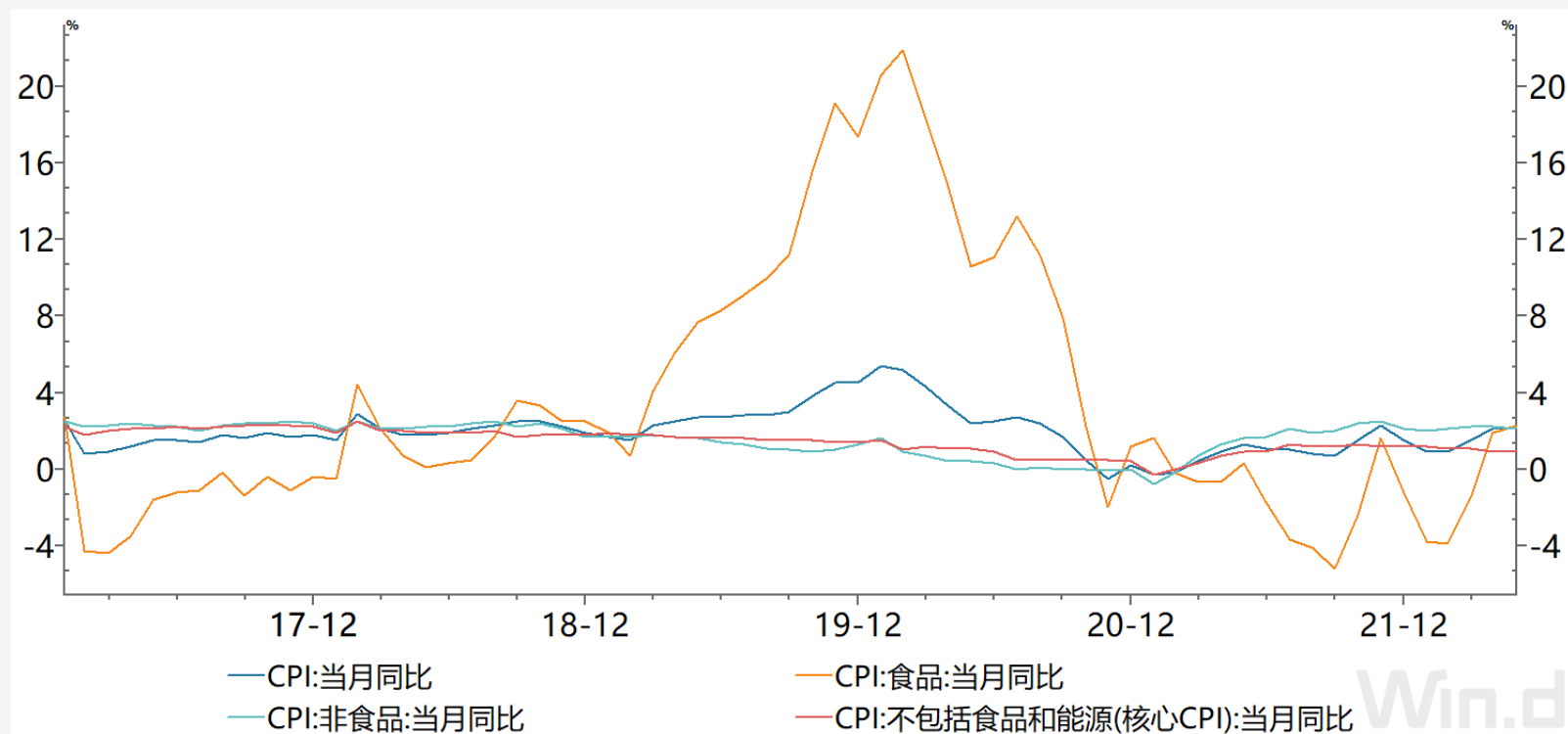
下半年猪肉价格或温和上行

3月末能繁母猪存栏量为4185万头，4月末为4177.3万头，5月末为4192万头。2021年9月，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》，设定能繁母猪正常保有量在3700-4100万头之间。业内认为，猪周期上行拐点已确立，但受能繁母猪去化力度边际趋弱及需求回落影响，本轮猪周期相对较弱，下半年生猪价格或温和上行。5月猪肉价格同比下降21.1% 环比上涨5.2%。5月底猪肉平均批发价为21.21元/公斤，6月23日为21.67元/公斤，猪肉价格温和上行。



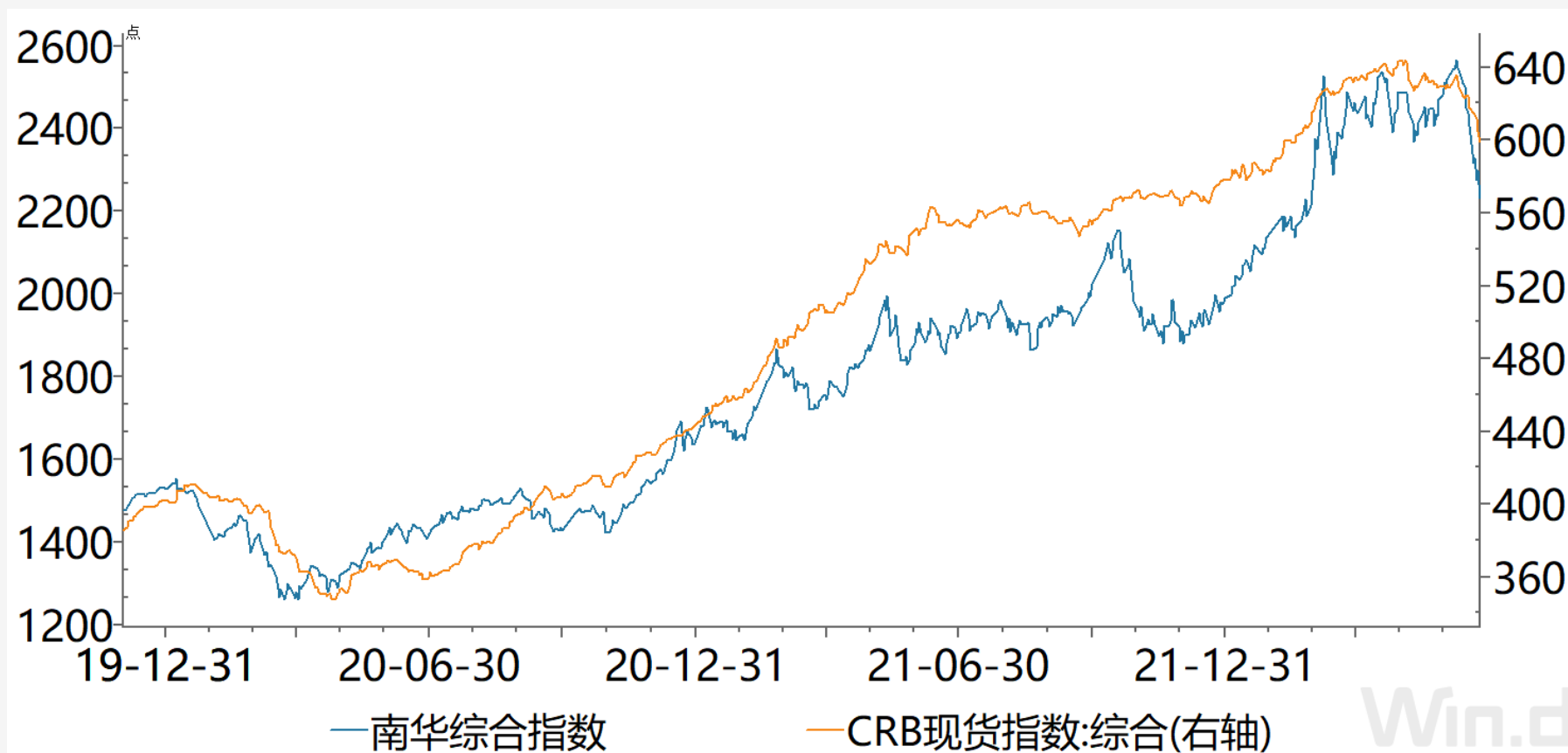
预期下半年CPI温和上行

1—5月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨1.5%。5月全国居民消费价格（CPI）同比上涨2.1%，值上涨2.1%；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.9%，涨幅与上月相同。预期下半年CPI温和上行，个别月份CPI同比可能达到3%，全年CPI同比增长在2.5%左右。



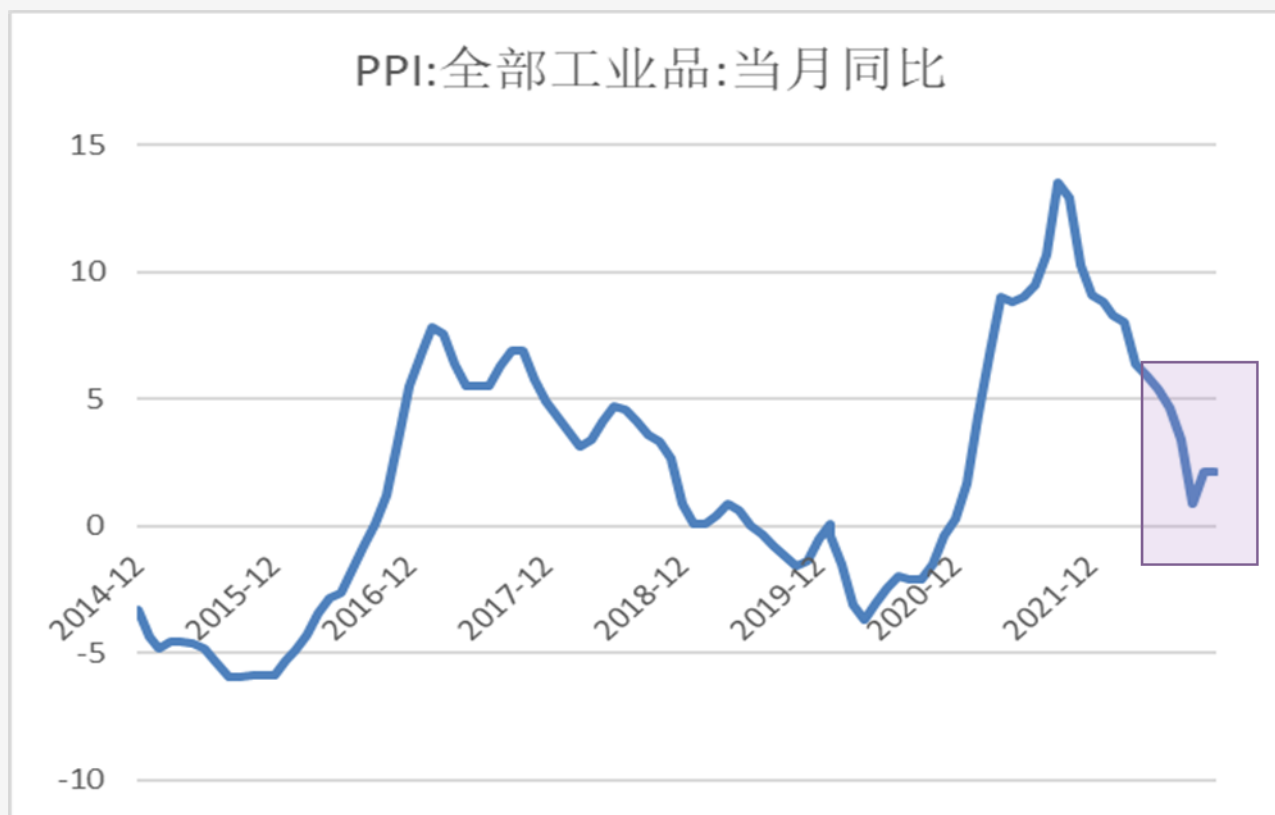
大宗商品价格指数近期有所回落

今年一季度，大宗商品价格指数快速上行，二季度多数时间在高位震荡，近期有所回落。因为俄乌冲突，下半年农产品和能源价格或维持高位震荡。下半年海外主要国家进入加息周期，全球需求受到抑制，全球疫情爆发以来大宗商品价格指数连续两年的连续上升趋势或告一段落。



预期下半年PPI 同比持续回落

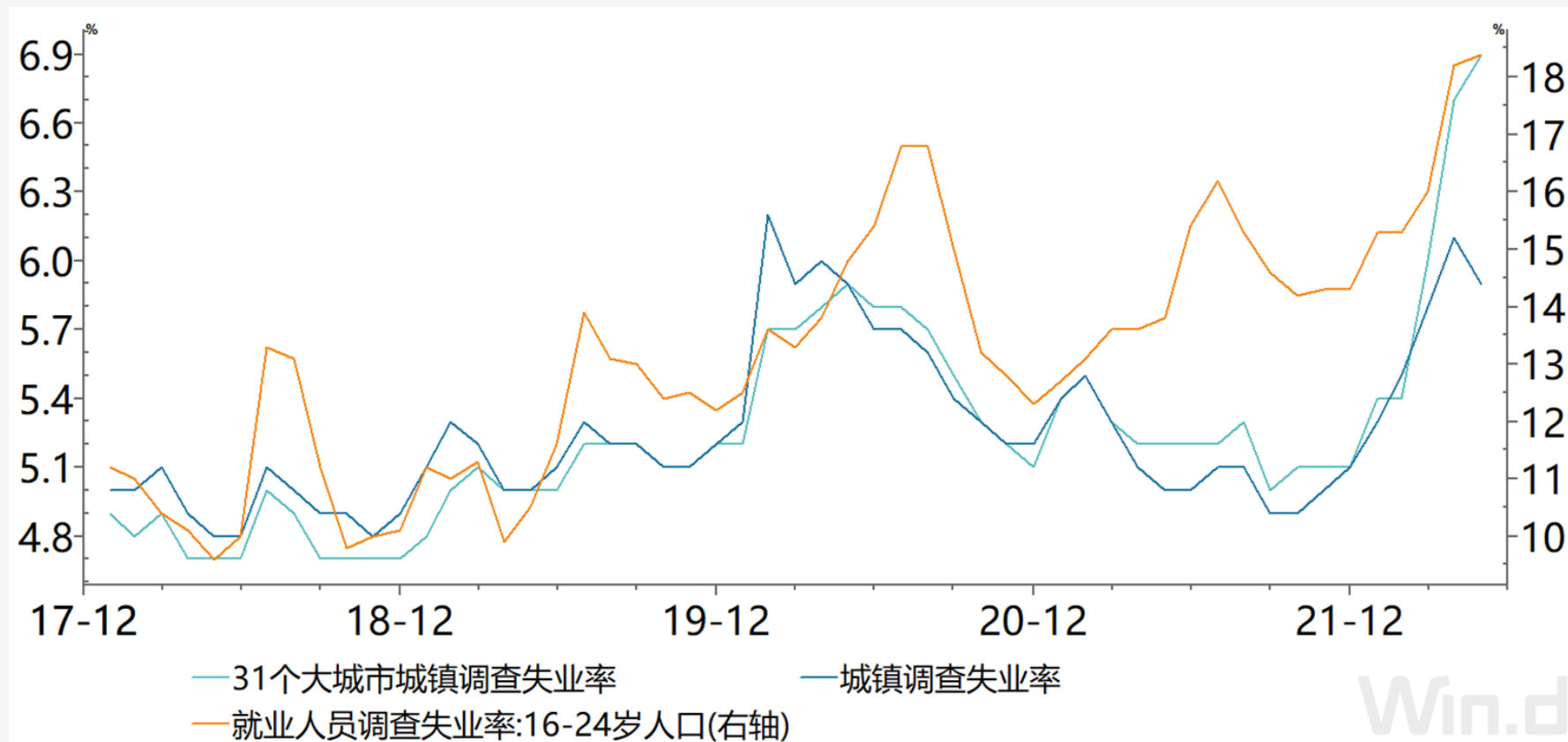
1-5月份PPI累计同比上涨8.1%。5月份全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨6.4%，预估为6.3%，前值8%。5月份，PPI环比上涨0.1%，前值为上涨0.6%。我们预计下半年PPI同比总体为持续回落，年末在0%-2%。



(图中阴影部分为预测值)

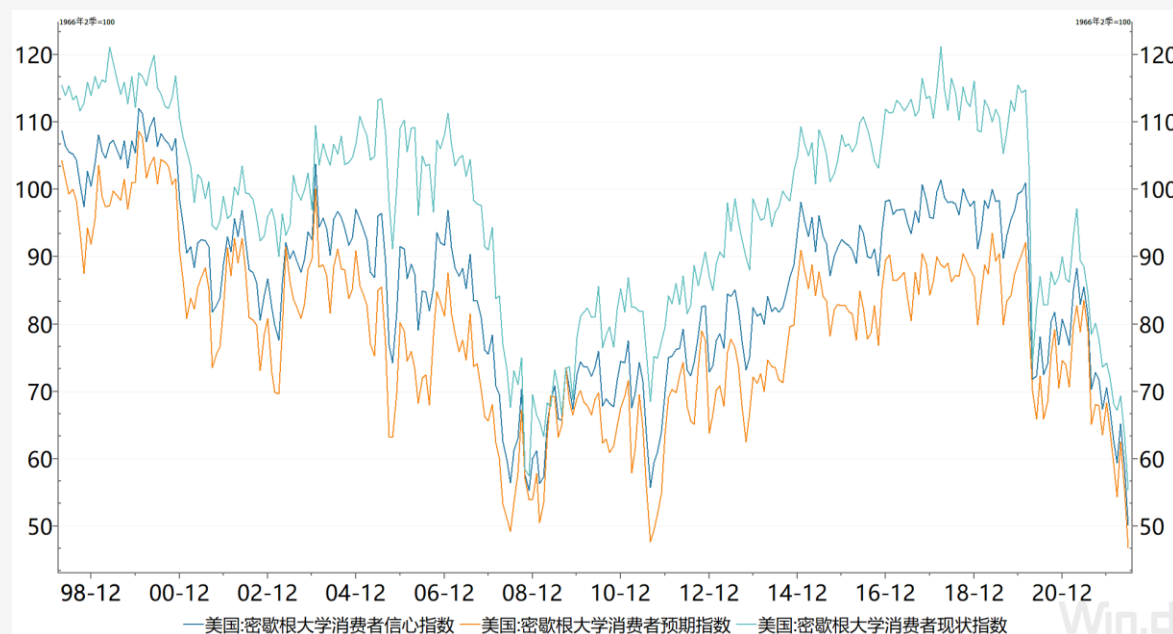
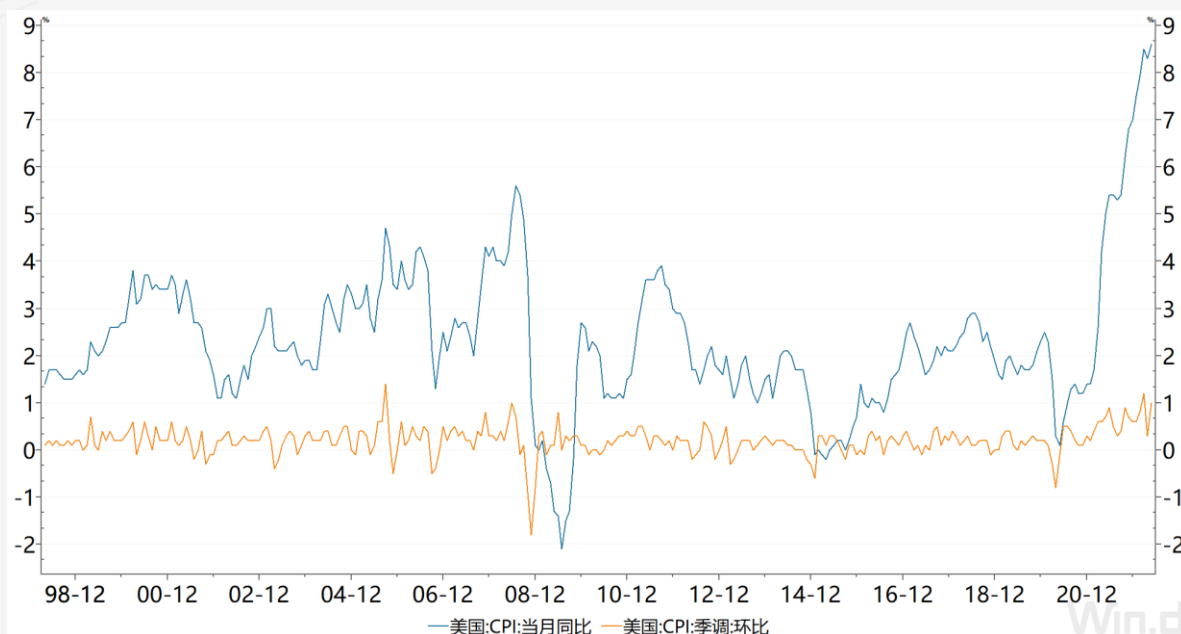
就业的压力较大

5月城镇调查失业率5.9%，超过两会的控制目标5.5%以内，4月为6.1%；其中16-24岁人口失业率18.4%，4月为18.2%，目前该年龄段人口占比为10.8%，超过1.5亿人，今年有超过1000万人的高校毕业生，就业压力特别是年青人结构性就业的压力较大；5月31个大城市城镇调查失业率为6.9%，4月为6.7%。



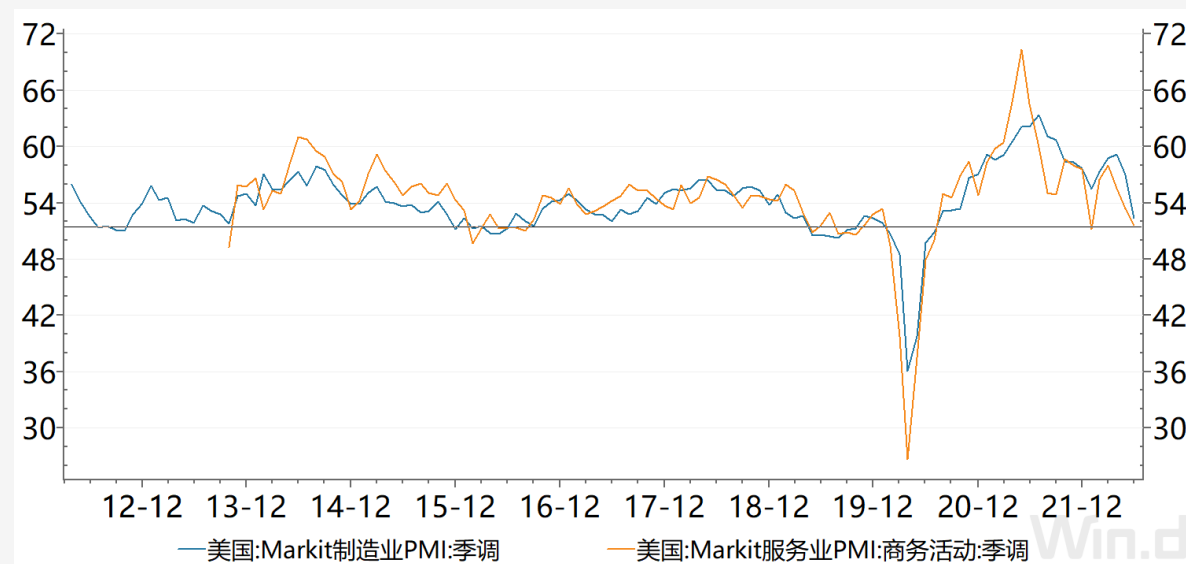
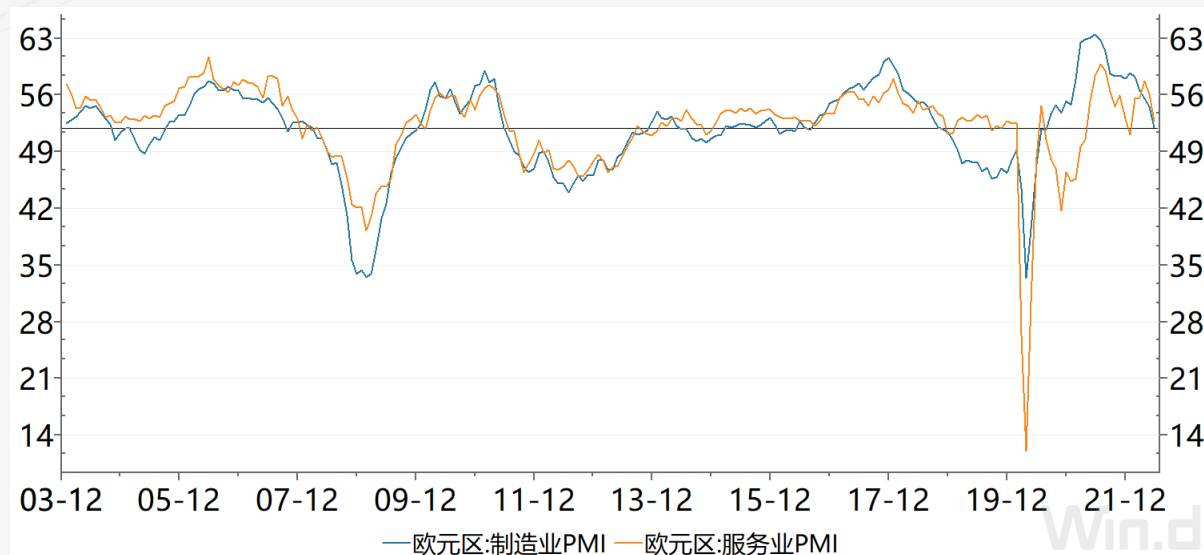
持续高通胀导致美国消费者信心大幅下滑

美国劳工统计局公布美国5月份消费者物价指数（CPI）同比上升8.6%，创1981年12月以来最大的同比增幅，超过市场预期的8.3%，前值8.3%；美国5月CPI环比上升1%，市场预期0.7%，前值0.3%。美国6月密歇根大学消费者信心指数初值50.2，大幅不及预期的58.2，也远低于5月终值58.4。通胀持续高位，美国消费者信心大幅下滑。



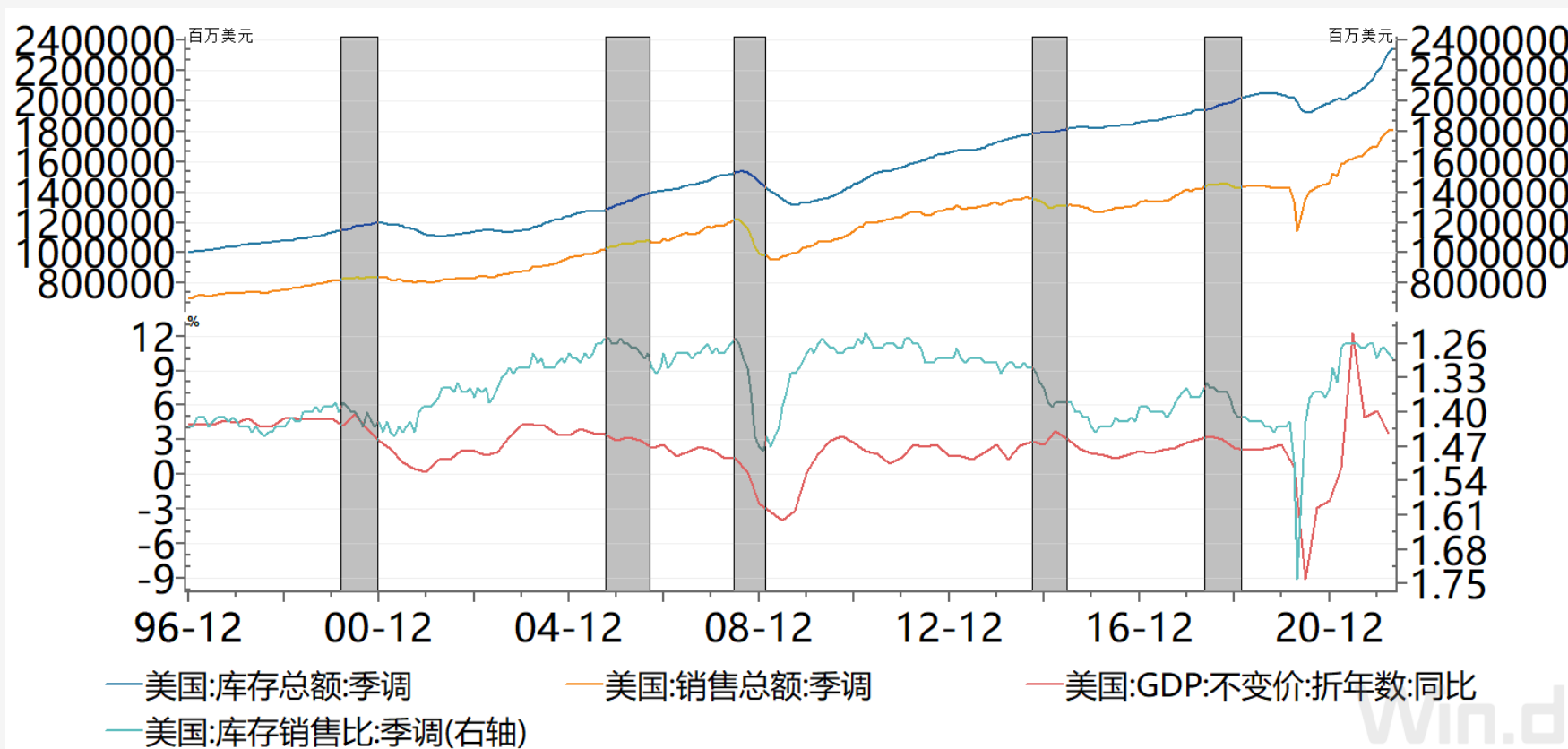
PMI数据显示欧美经济景气度持续回落

6月欧元区制造业PMI初值录得52，预期53.9，前值54.60；6月欧元区服务业PMI初值录得52.8，预期55.5，前值56.1。美国6月Markit制造业PMI初值录得52.4，大幅低于预期的56，5月为57。美国6月Markit服务业PMI初值为51.6，预期53.5，5月为53.4。过去三个月欧美制造业PMI和服务业PMI均连续回落，并且回落至历史偏低位置，欧美经济景气度持续下行。下半年欧美连续加息以控制通胀，则会导致需求下滑，欧美经济增速变缓。



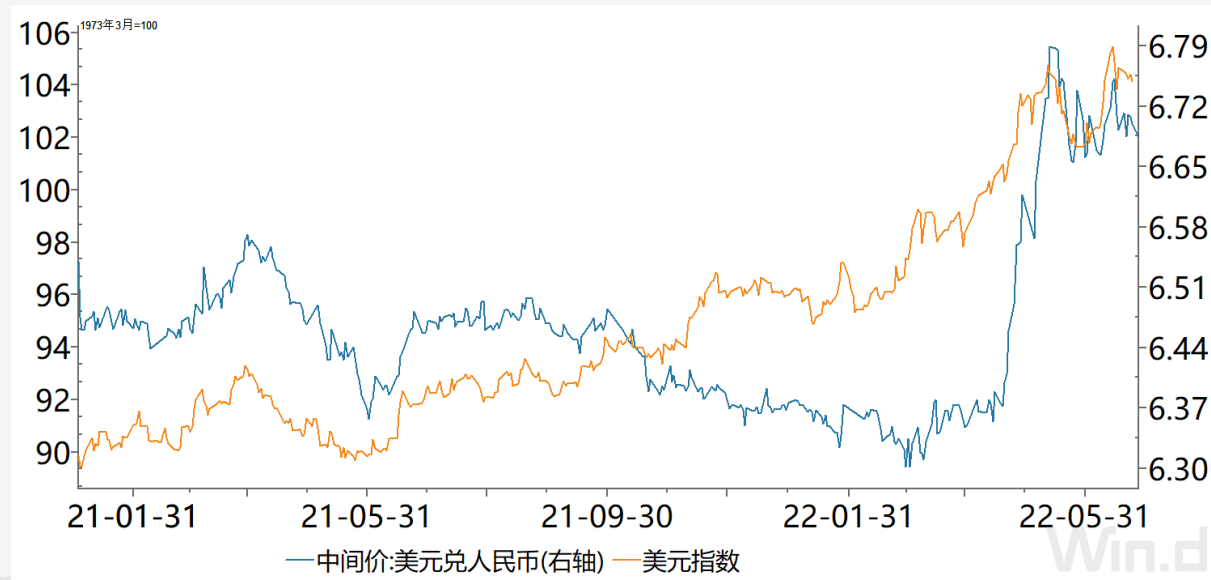
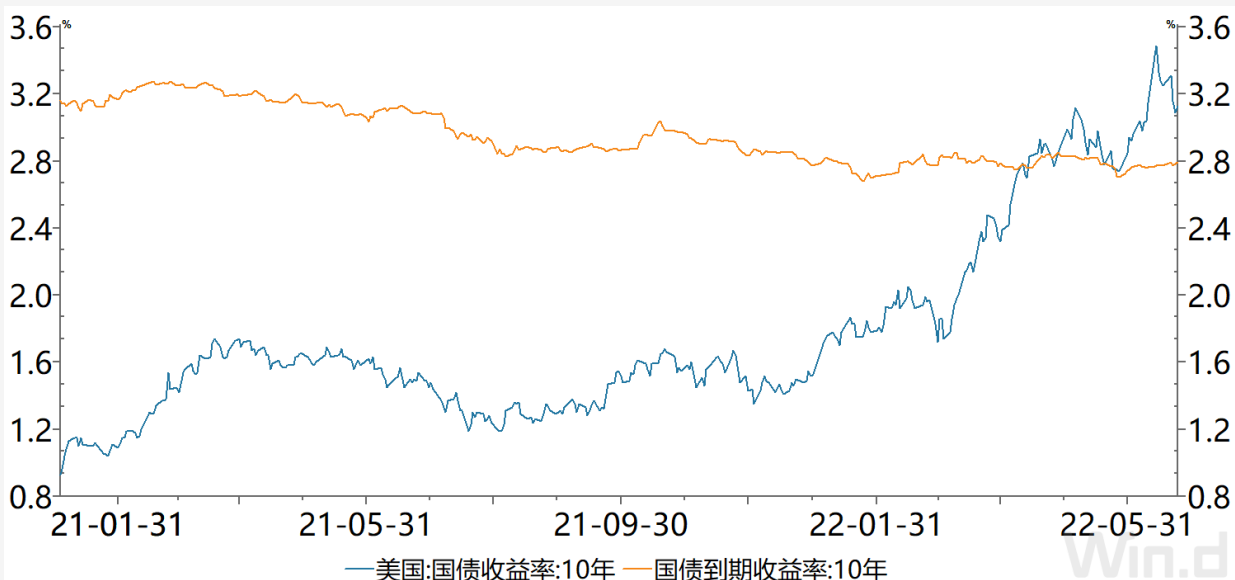
美国库销比从低位转升往往意味着经济下行

从历史上来看，美国销售总额在持续攀升一段时间之后，一旦库存销售比从低位开始筑底回升，则往往意味着经济增速开始下行，图中阴影部分时段。（注意：下图中库存销售比为逆序）



美联储连续加息、美债收益率维持高位

6月15日美联储公布最新利率决议，将基准利率上调75个基点至1.50%-1.75%区间。美联储6月点阵图中值显示，2024年底联邦基金利率预期中值分别为3.4%，这样下半年美联储还将加息约175个基点。同次会议上美联储更新了对于美国经济增长、失业率以及通胀水平的预测，相比于3月的预测数据，将2022年美国经济增长下调1.1个百分点至1.7%，PCE通胀上调0.9个百分点至5.2%。市场预期欧洲央行7月份也将加息。上半年10年期美债收益率连续拉升，盘中高点一度站上3.50%，最近在3.1%附近。下半年美债或高位震荡，因为美国长期经济增速有限，10年美债利率很难超过3.5%太多。4月下旬人民币兑美元汇率快速贬值后横向波动，是对美元指数上升的滞后反应，因为下半年预期中国经济从二季度底部回暖而美国经济下滑，人民币兑美元汇率或在目前位置附近横向震荡。这样，下半年相对平稳的美债利率和人民币汇率不会成为影响国债利率的重要因素。





格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.



下半年行情展望

宏观经济政策“托而不举”

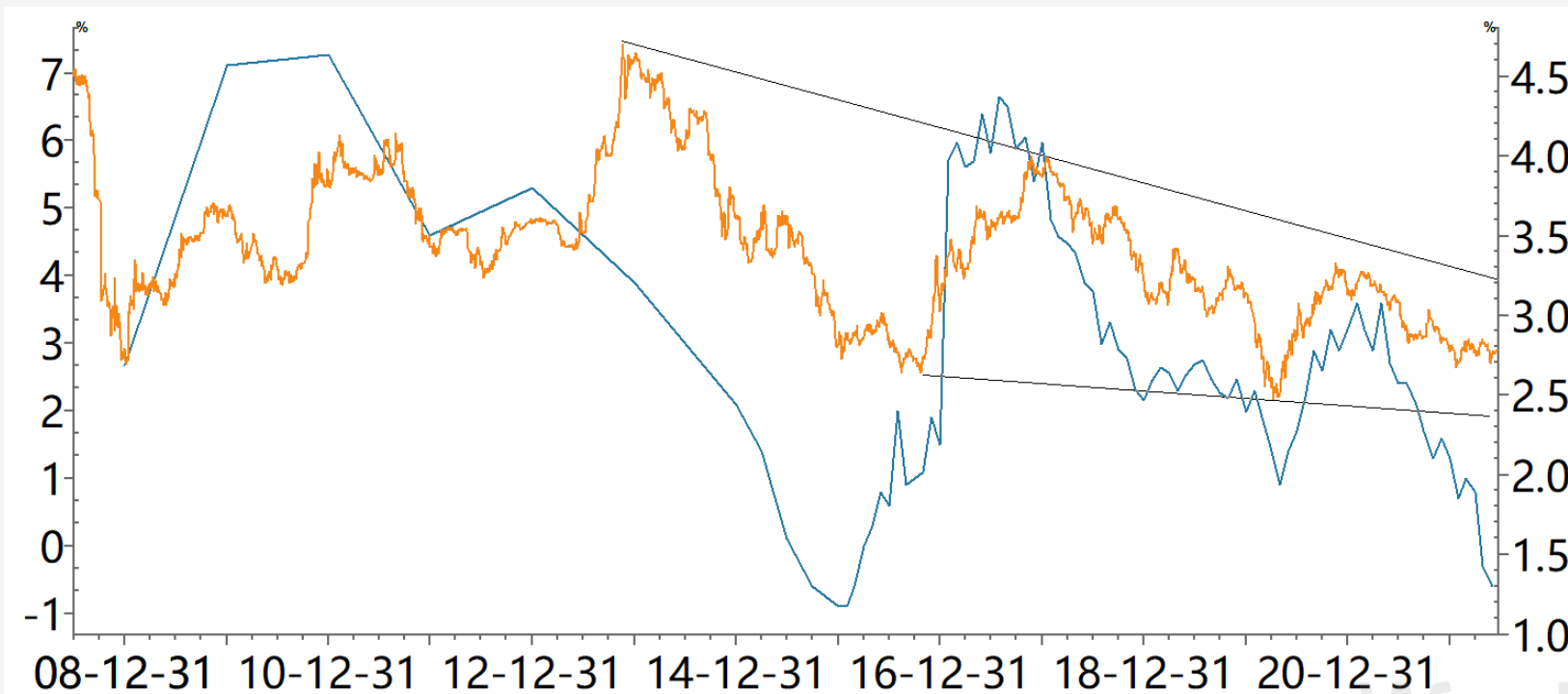
6月15日召开的国常会部署支持民间投资和推进一揽子项目的措施，更好扩大有效投资带动消费和就业，要抓住时间窗口，注重区间调控，既果断加大力度、稳经济政策应出尽出，又不超发货币、不透支未来，着力保市场主体保就业稳物价，稳住宏观经济大盘。其中“不超发货币、不透支未来”，可能意味着流动性不会过于宽松，控制宏观债务率不会大幅上升，也意味着宏观经济是托而不举，不会大起大落，这样不会因为稳增长而大幅降息，也不会经济快速上行而推动利率大幅上行。预期下半年宏观经济政策更多依靠财政政策和产业结构性政策，将经济大盘稳定在可以接受的合理范围内，中国全年GDP同比增速如果在4%-5%，相对主要发达国家而言已经是一个优秀的增速。

世界银行6月7日发布的全球经济展望报告显示，世界银行对2022年全球经济增长预测从1月份的4.1%的降低到了2.9%；2022年美国GDP增长预测值为2.5%（1月预测值为3.7%），2023年为2.4%；欧元区2022年经济增速预计为2.5%（1月预测值为4.2%），2023年将降低至1.9%。

6月25日国际货币基金组织（IMF）将2022年美国经济增长预测从3.7%下调至2.9%，将2023年增长预测从2.3%下调至1.7%。

从长期视角看国债收益率

与中国GDP增速在过去10年趋势下行相对应的是长期国债收益率重心的持续下行。长期国债收益率代表长期的投资回报率。借鉴日韩的经验和中国的历史现实，未来中长期来看中国GDP继续下行是一个趋势，这样长期国债收益率中长期也将是下行趋势。同时过去10年内10年期国债收益率两个低点的连线显示10年期国债收益率低点下行的幅度偏小。有一个变量需要考虑的是，在过去几年以来，国际政治经济环境中逆全球化的力量在发力，疫情也使各国更加重视产业链的安全，美国企图联络盟友对中国进行全方位打压，导致过去推动全球价格下行的力量发生一定的逆转，全球的通胀压力也对中国国债的名义收益率构成一定支撑。



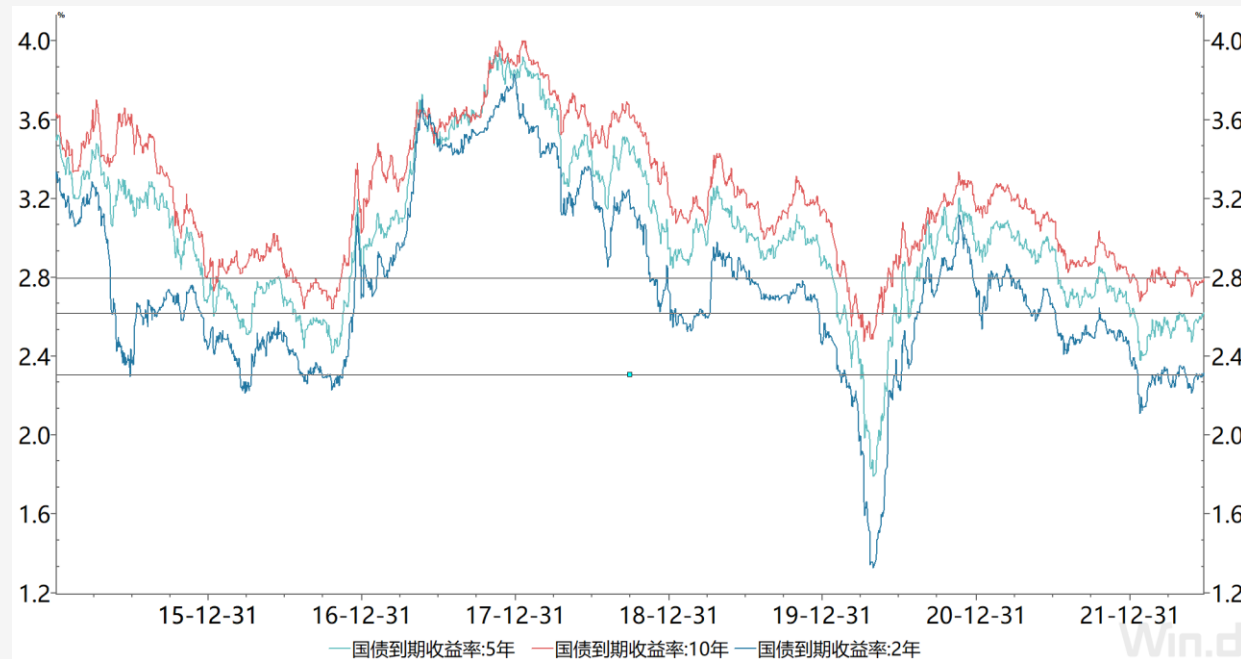
— 社会融资规模存量:同比:-M2:同比 — 国债到期收益率:10年(右轴)

行情预判-国债收益率波动区间上限较上半年扩大



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

我们假设下半年房地产市场环比逐步修复，疫情及防疫政策较目前没有发生巨大变化。二季度因为疫情的原因GDP增速为全年最低点，随着稳增长政策的持续推进实施和累计效应显现，三季度经济较二季度将明显改善，四季度海外经济可能的下行以及中国出口增速的回落或使国内经济承压。目前货币市场较低的短端利率将在经济增长好转后缓步上行，成为推动国债收益率上行的重要因素。四季度全球通胀压力可能因为海外主要国家连续加息和经济增速回落后得到缓解，海外经济下行压力重现，外需不振或使国内利率下行预期重新走强。因此，我们预期下半年国债收益率波动区间上限较上半年扩大，10年期国债收益率大约在2.7%-3%之间波动，对应的国债期货价格总体走势可能为探底回升。配置型投资者可以考虑收益率在相对高位时，逐步增加头寸和拉长久期；交易型投资者适量资金波段操作。





格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.



风险提示

风险提示



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

全球疫情变化，宏观政策边际变化，全球地缘政治变化，市场信用风险波动。



免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。