

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货 张昕

从业资格号：F3073677

咨询资格证号：Z0015602

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：基本面平淡无波澜 区间震荡趋势难破

内容提要：

早春北半球气温逐步回升，南半球进入秋季，多国新冠疫苗接种计划正在实施，受天气、政府防疫政策、疫苗接种速度影响，以美国、英国为代表的发达国家疫情整体转好，经济复苏加速，而发展中国家疫情恶化，尤其是印度以及巴西等南美国家。全球复苏不均衡，发达国家复苏力度将会强于发展中国家，通胀预期持续升温。中国防疫措施得力，就地过年加快企业复产，经济实现开门红，房地产投资仍然强势，基建投资增速逐步加速，制造业恢复较快，企业盈利持续改善，积极因素明显增多，出口、房地产投资对经济的拉动作用预计将会减弱，基建、制造业的贡献度将会上升。国内物价整体平稳，生产资料价格持续回升，但通胀预期前景温和。货币政策上，央行一季度例会重审了3月政府工作报告的内容，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持连续性、稳定性、可持续性，显示短期内不会有明显收紧或者宽松趋势。4月流动性压力不大，人民币兑美元汇率也不会掣肘国内货币政策的决策。经过去年下半年后今年一季度的验证，10年期国债收益率的顶部在3.3%，三个月内波动区间预计在3%-3.3%之间。

4月国债期货波动方向不够明确，操作难度较大，建议更加依赖于技术面的判断。10年期主力T2106的波动区间将会落在96.5-98之间，5年期主力TF2106的支撑位可关注98.9，压力位可关注99.8。套利策略的机会较少，在利率下行期，5年期与10年期、2年期与10年期国债的价差通常会走窄，但当前利率波动空间受限，将影响价差策略收益。

策略方案：

	区间操作策略
操作品种合约	T2106
操作方向	高抛低吸
价格区间	96.5-98
盈亏比	2:1
入场点位	在区间边界附近

风险提示：

对于投资这门学问来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

一、3月国债期货行情回顾

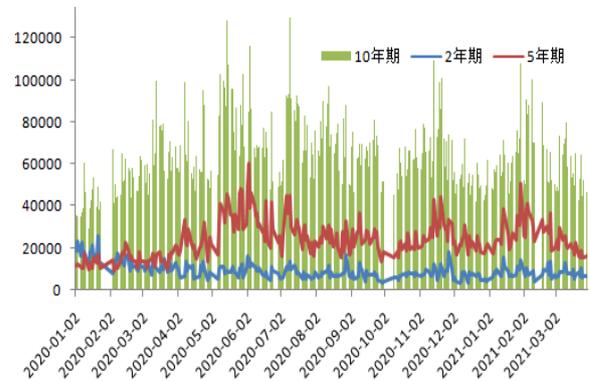
3月资金面转松，央行货币政策保持定力，A股高位回调，多重利多因素助推国债期货小幅回升，扭转了1月下旬开始的下跌趋势。截止3月30日收盘，十债主力报97.330，月度上涨0.87%，所有合约共成交126.97万手，环比大增21.57万手，日均持仓量下降1.25万手至5.77万手；五债主力报99.445，月度上涨0.27%，所有合约成交量减少0.82万手至46.16万手，日均持仓量下降1.02万手至2.06万手；二债主力报100.150，月度上涨0.13%，所有合约成交量增加4.55万手至17.83万手，日均持仓量下降0.07万手至0.81万手。从价差上看，3月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差均收窄。

图1：三大国债期货主力收盘价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



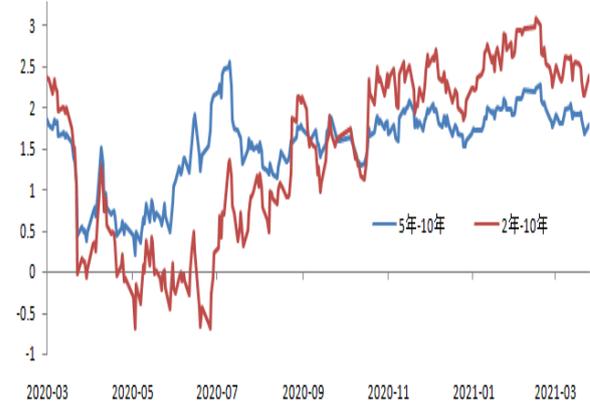
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图4：国债期货主力之间的价差



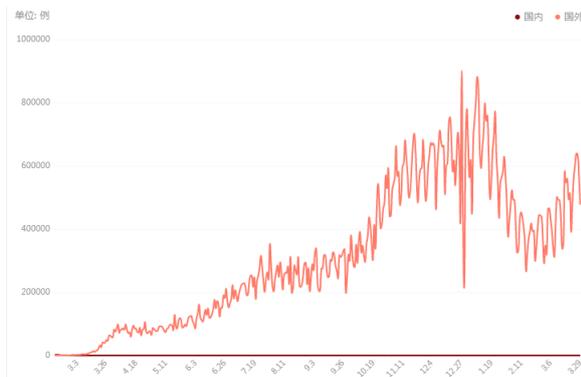
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

冬去春来，北半球气温逐步回升，加之多国启动新冠疫苗接种计划，北半球国家的疫情持续好转。不过由于印度复工复产，巴西为保经济防疫懈怠，且新冠病毒变种传染性更强，南半球进入秋

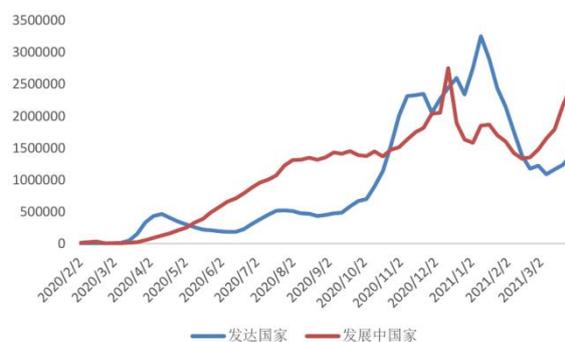
季，印度以及包括巴西在内的多个南美国家疫情反弹，使得全球新增确诊病例在 2 月底开始反弹，目前日新增确诊在 55 万例左右，相当于去年 11 月的水平。发达国家疫苗接种进展快，疫情保持好转趋势。截至 3 月 27 日，美国接种剂数达到 1.4 亿剂，排在全球第一位，每百人接种剂数已经达到 41.9，仅次于英国的 48.6，日新增确诊病例迅速下滑至 4.6 万人，而在峰值时为 35.6 万人。欧洲疫情接种速度较快，虽然复工复产后法国、意大利、德国等国疫情有所反弹，但整体远好于峰值时期，逐步转好的趋势未变。发展中国家疫情恶化明显，上周新增确诊 2460778 例，刷新纪录。其中印度新增确诊数量已经达到 11 月时的峰值，而巴西新增确诊数量持续 4 个月增加，分别为全球新增确诊人数排名第一、第三的国家。主要发达国家经济活跃度不断增强，美国通过大规模刺激计划，全球通胀预期升温，尽管货币政策仍保持宽松，但国债收益率已经悄然上行。整体上看，全球复苏不均衡，发达国家复苏力度将会强于发展中国家，病毒变种是否会引起疫苗失效仍然存在变数。

图 5：全球新增确诊



资料来源：百度疫情实时大数据报告

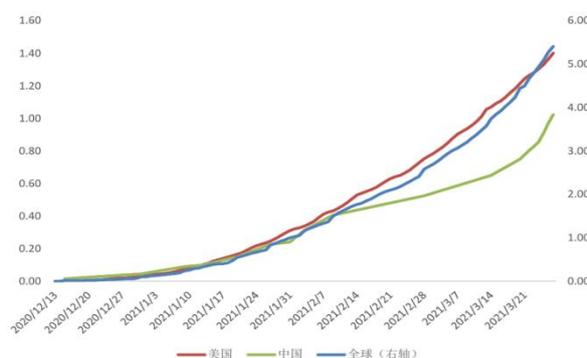
图 6：发达国家、发展中国家新增确诊病例



注：发达国家、发展中国家参考国际货币基金组织在《世界经济展望》中的分类。

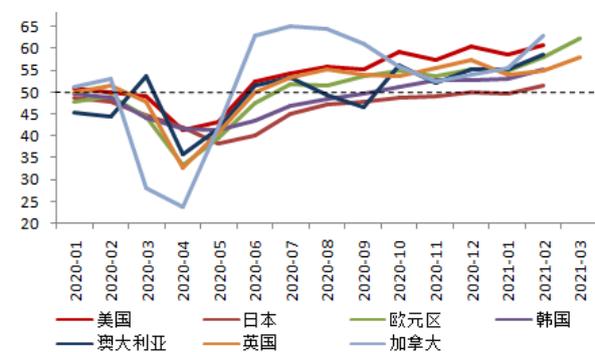
资料来源：约翰霍普金斯大学、第一财经研究院计算

图 7：全球、中美新冠疫苗接种剂数（亿剂）



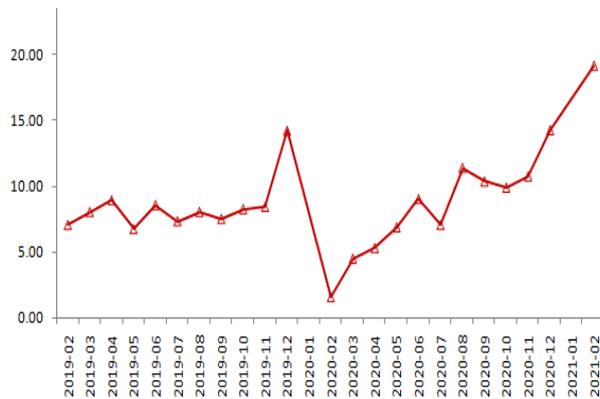
资料来源：Our World In Data

图 8：世界主要国家制造业 PMI



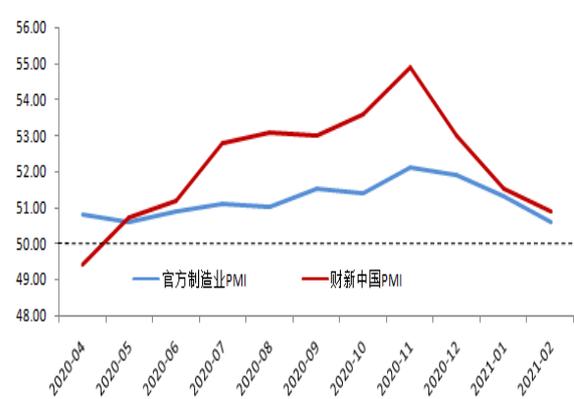
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：克强指数



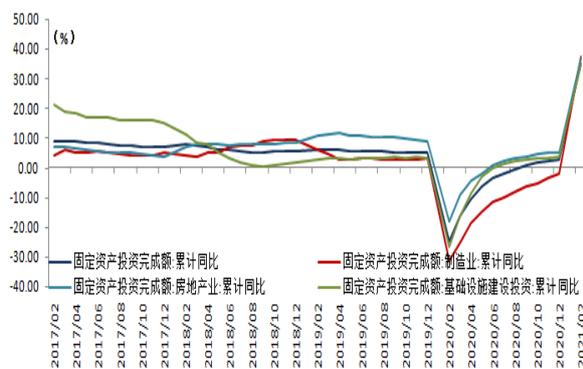
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国制造业 PMI



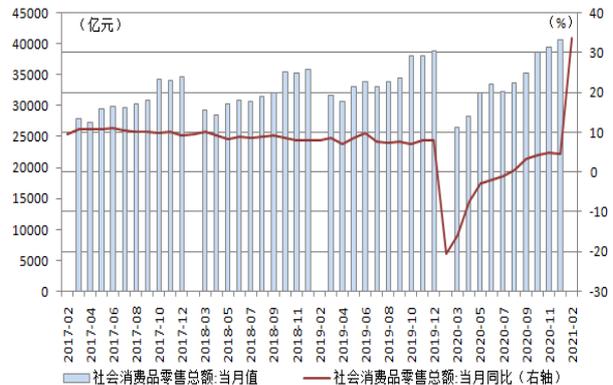
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：中国固定资产投资累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：中国社会消费品零售销售数据

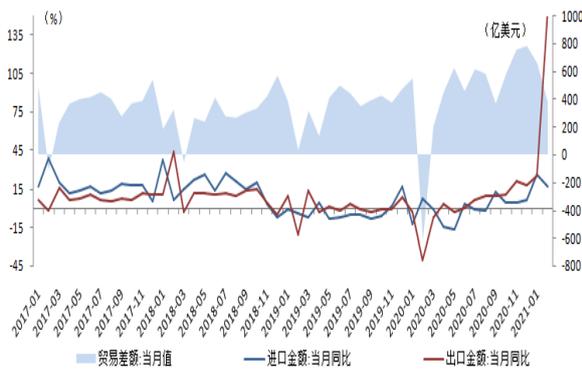


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

国内冬季第二波疫情被成功限制在小范围之内，未对经济造成较大影响。春节就地过年的倡导使得企业复工复产加速，居民消费得到提升，在全球复苏拉动内需的大背景下，中国经济实现开门红。投资上，房地产投资仍然强势，基建投资增速逐步加速。1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35.0%，两年同期平均增长为 1.7%。其中，民间固定资产投资 26183 亿元，同比增长 36.4%，环比增长 2.43%；全国房地产开发投资 13986 亿元，同比增长 38.3%，两年同期平均增长 7.6%；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 36.6%。消费上，1-2 月社会消费品零售总额同比名义增长 33.8%，两年同期平均增速为 3.2%，网上零售增速较快。工业增加值上，1-2 月份规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，两年同期平均增长 8.1%，2 月环比比 1 月加快 0.69 个百分点。1-2 月制造业恢复明显，同比大增 39.5%。进出口方面，以美元计，1-2 月份出口同比大增 60.6%，进口同比增长 22.2%，实现贸易顺差 1032.6 亿美元，而去年同期为逆差 74.3 亿美元。企业盈利延续了 2020 年下半年以来的改善较快的势头，1-2 月全国规模

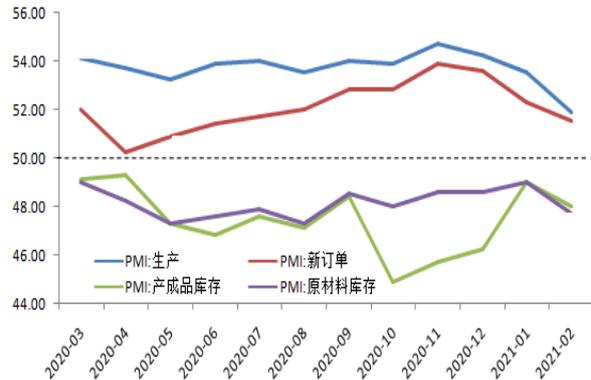
以上工业企业实现利润总额同比增长 72.1 倍，两年同期平均增速为 31.2%。数据彰显中国经济增长的传统动能与增量动能均表现强劲，积极因素明显增多。不过，随着全球经济的复苏，中国出口的替代效应将会逐步减弱，对经济的拉动能力也将会下降。而部分热点城市房价大涨，房地产调控措施重启，房地产对经济的贡献度将会下降，这块缺失将让位于制造业来弥补。

图 13: 中国进出口数据



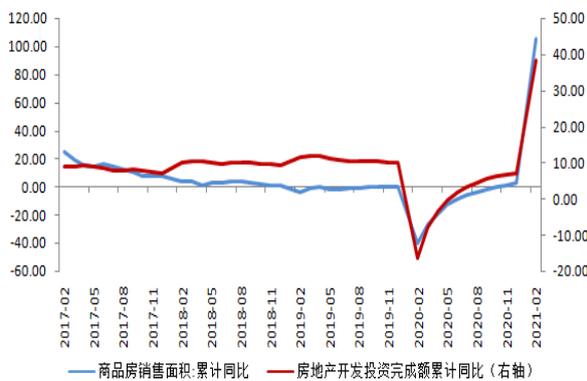
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 14: 中国官方制造业 PMI 分项指标



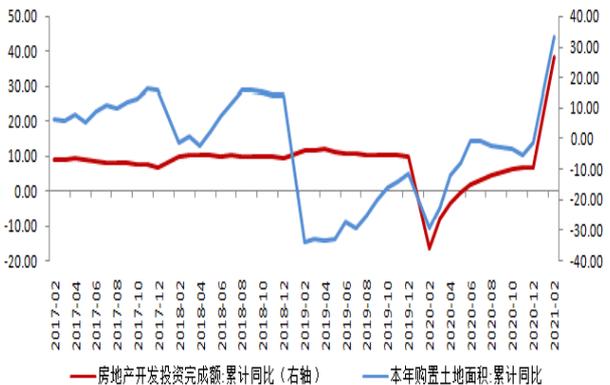
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 15: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 16: 房地产开发投资与土地购置面积

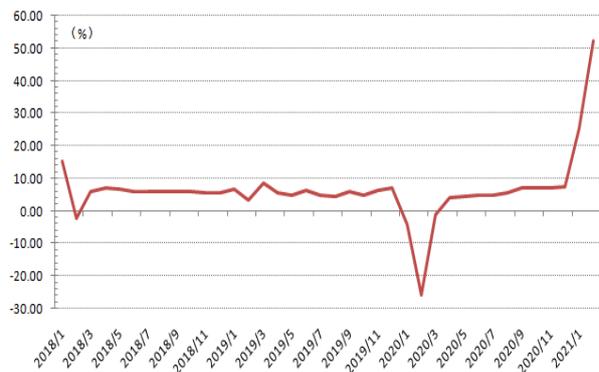


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 17: 工业企业利润累计同比



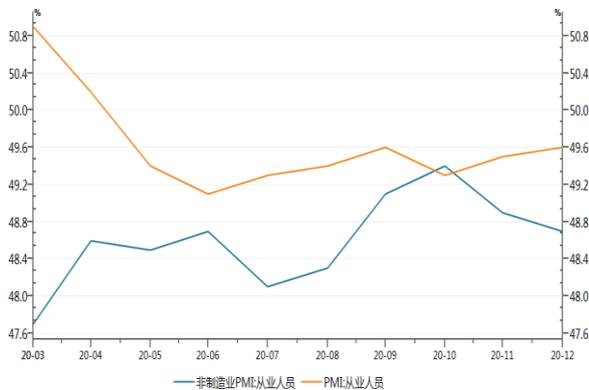
图 18: 规模以上工业企业增加值增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20: 30 中大城市商品房成交面积 (万平方米)

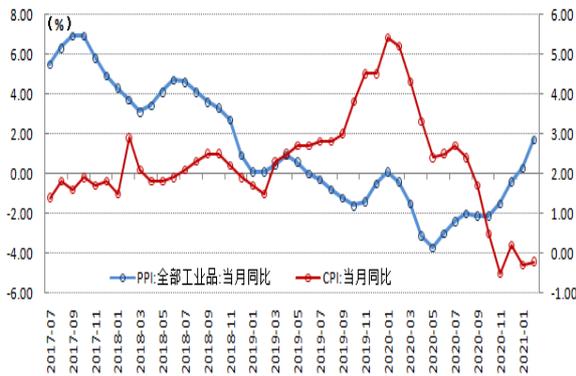


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

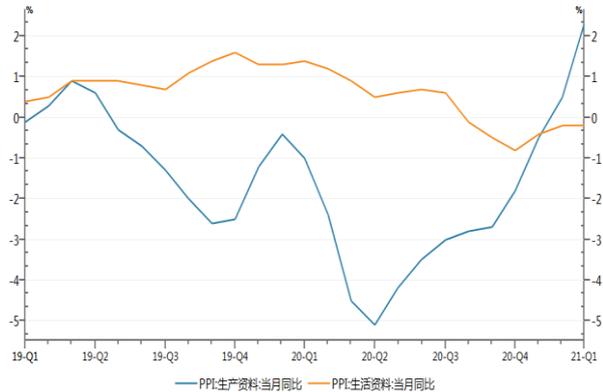
全球经济复苏以及各国的宽松货币政策未退潮，以原油、铜为代表的大宗商品价格持续走高，市场通胀预期升温。国内物价整体较为平稳，不过 PPI 同比有走高势头。2 月 CPI 同比下降 0.2%，环比上涨 0.6%。与去年同比相比，CPI 小幅回落主要受蓄肉类价格下降的影响，其中猪肉价格下降 14.9%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。生猪存栏量以及能繁母猪已经恢复到 2014 年底的水平，产能正在恢复当中，尽管年初有非洲猪瘟的干扰，价格并未快速回落，但后市继续回落是大概率事件，对 CPI 同比的影响将长期转负。食品类除蓄肉类价格同比下降外，其他种类均温和上涨。非食品类价格中多数未恢复到去年同比水平，仍处在通缩状态。后疫情时代国内需求的逐步修复有望使通胀保持在稳定区间。2 月 PPI 同比上涨 1.7%，连续第二个月转正，环比上涨 0.8%，为连续 9 个月环比上行。其中生产资料同比涨幅较大，采掘工业同比涨幅达到 6% 以上，原材料工业同比上涨 2.9%，加工工业同比增长 1.7%，生活资料同比尚未转正。去年 3 月、4 月受疫情刚在境外蔓延的影响，大宗商品大跌，而今年一季度多种大宗商品价格创下几年来新高，基数效应将会推升 PPI 继续走高。而年内随着基建与房地产共同发力，工业品价格仍能得支撑。从物价方面看，通胀预期有所抬头，但整体上仍温和。

图 21: 中国 CPI 及 PPI 同比

图 22: PPI 分项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、货币政策分析

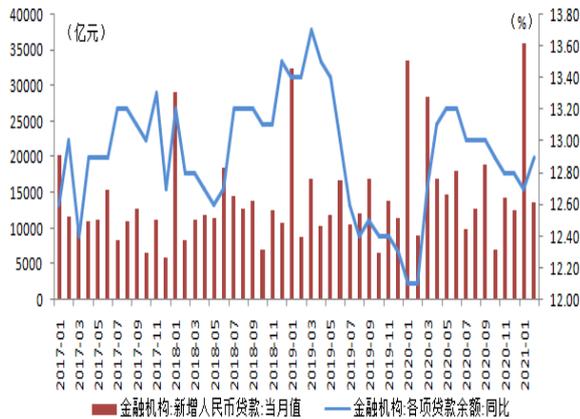
3 月的政府工作报告将今年的国内生产总值增长目标设在 6% 以上，低于市场的普遍预期。这一目标的设定主要考虑了经济运行恢复情况，利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动经济高质量发展，与今后目标平稳衔接。在宏观经济政策上，报告指出要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。3 月 24 日央行一季度例会重申了这一表态，同时认为国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，要集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计。这意味着信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向。鉴于经济继续修复、物价平稳，今年宽松货币政策有望适时退出。操作上整体像 2019 年一样，根据经济改善情况最具体灵活调整，不会再有明显收紧或者宽松趋势。

四、资金面分析

在就地过年以及年初信贷投放尚未强力管控的背景下，2 月国内实体融资需求大增，中小银行信贷投放大增。数据显示，2 月社会融资规模增量 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元，主要因对实体经济发放的贷款增加，尤其是企业中长期贷款和居民中长期贷款。2 月 M2 同比增长 10.1%，增速分别比上月末和上年同期高 0.7 个和 1.3 个百分点。不过随着经济复苏加快，银行房地产贷款受限，稳杠杆基调未变，2 月往后社融增速下降预计是大趋势。3 月股市回调幅度较大，央行未大规模向市场投放资金或者回笼资金，连续近三周完全对冲到期量，并未如市场预期收紧货币政策，资金面保持平稳，14 天期以内的银行间质押式回购利率窄幅波动。中长端利

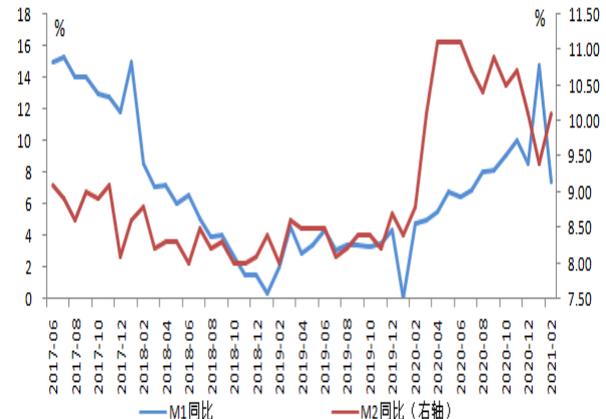
率在3月稳中略降，截至3月30日，3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别比2月26日下降了3.31bp、8.79bp、7.99bp和8.38bp。

图 23：新增人民币贷款与贷款余额增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

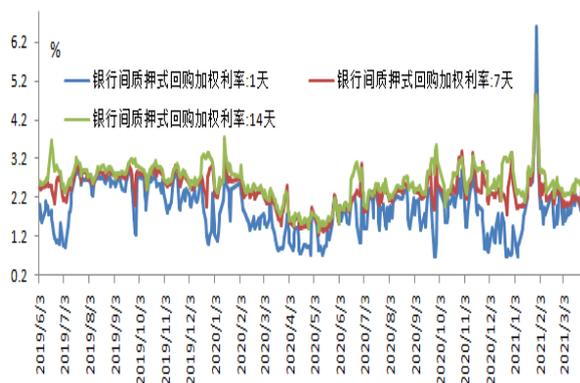
图 24：货币供应量 M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

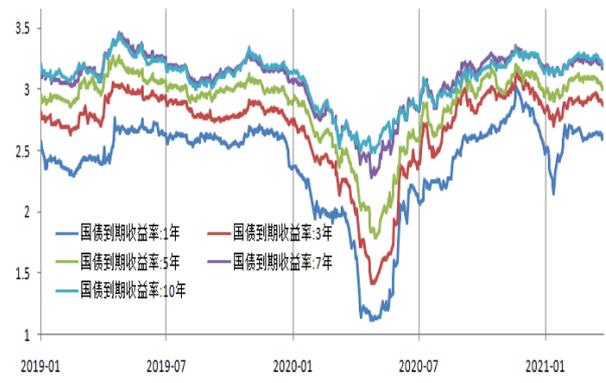
4月流动性压力不大。首先，4月非存款大月，缴纳存款准备金压力不大。其次，国债总发行量预计在5000亿元左右，地方政府债发行量预计在1万亿元左右，大幅加快发行节奏的可能性相对较小，缴款压力适中。最后，近期央行保持流动性稳定的态度较为明显，也未向市场传递收紧或放松货币政策的信号，加息或者降息概率几乎为零。即便国内股市重新拾回涨势，在涨势未稳固之前，央行仍有呵护资金面的可能。

图 25：银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：中证主要期限国债到期收益率



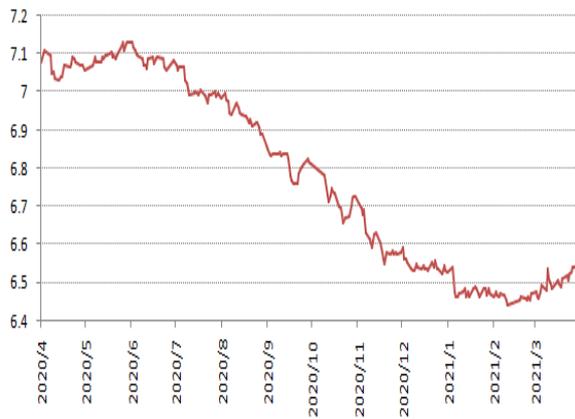
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、汇率分析

人民币兑美元汇率延续2月份的跌势，3月底跌破6.5。人民币走贬有多重因素的作用。一是中美经济复苏速度收窄，美国疫情持续转好，加上大规模刺激政策，经济复苏前景向好，有提前加息可能。二是美债收益率不断走高，中债收益率区间窄幅运行，中美利差不断收窄，人民币升值的空

间受限。三是人民币升值预期经过多月释放，升值压力已经得到缓解。四是欧美经济不断复苏，我国出口持续高增长动能下降，顺差结汇需求下降。五是中美高层会晤首次会议几乎没有达成共识。美元指数在 3 月非常强势，先后涨破 91、92 关口，正在突破 93 一线的压力。介于欧元区疫情反弹，疫苗接种速度不及美国，美国复苏速度更快，美元指数仍有持续上涨的基本面支撑。这些因素，将会令人民币兑美元承压下行。短期看，在岸人民币兑美元即期汇率有跌破 6.6 的可能，但回到 6.7 仍需时日。以人民币兑美元当前的汇价来看，对国内货币政策的决策影响不大。

图 27：美元兑人民币中间价



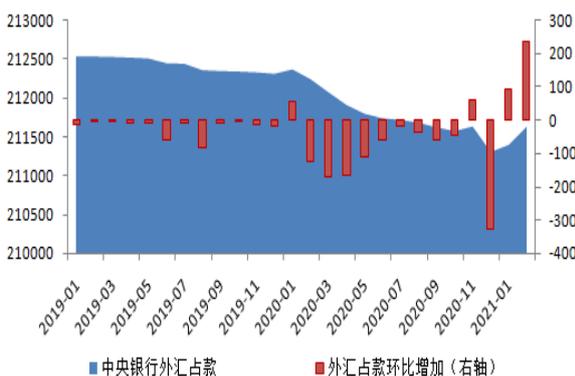
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



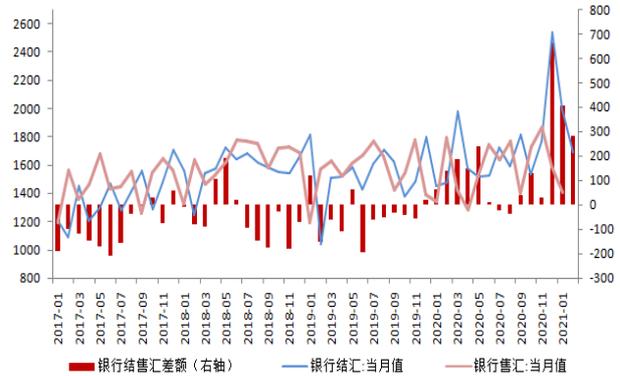
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 29：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 30：银行结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、4 月期债投资建议

早春北半球气温逐步回升，南半球进入秋季，多国新冠疫苗接种计划正在实施，受天气、政府防疫政策、疫苗接种速度影响，以美国、英国为代表的发达国家疫情整体转好，经济复苏加速，而发展中国家疫情恶化，尤其是印度以及巴西等南美国家。全球复苏不均衡，发达国家复苏力度将会

强于发展中国家，通胀预期持续升温。中国防疫措施得力，就地过年加快企业复产，经济实现开门红，房地产投资仍然强势，基建投资增速逐步加速，制造业恢复较快，企业盈利持续改善，积极因素明显增多，出口、房地产投资对经济的拉动作用预计将会减弱，基建、制造业的贡献度将会上升。国内物价整体平稳，生产资料价格持续回升，但通胀预期前景温和。货币政策上，央行一季度例会重审了3月政府工作报告的内容，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持连续性、稳定性、可持续性，显示短期内不会有明显收紧或者宽松趋势。4月流动性压力不大，人民币兑美元汇率也不会掣肘国内货币政策的决策。经过去年下半年后今年一季度的验证，10年期国债收益率的顶部在3.3%，三个月内波动区间预计在3%-3.3%之间。

4月国债期货波动方向不够明显，操作难度较大，建议更加依赖于技术面的判断。10年期主力T2106的波动区间将会落在98-96.5之间，5年期主力TF2106的支撑位可关注98.9，压力位可关注99.8。套利策略的机会较少，在利率下行期，5年期与10年期、2年期与10年期国债的价差通常会走窄，但当前利率波动空间受限，将影响价差策略收益。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。