

资金面主导债市波动 期债反弹空间有限

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 2月以来，债券市场整体弱势震荡，经济数据空窗期，目前经济修复预期并未得到数据支撑，央行加大逆回购投放，但资金面呈现偏紧态势，利率债震荡走平。
- ◆ 2月以来，受到税期走款的影响，资金面呈现收敛态势，资金利率中枢抬升、波动加大。
- ◆ 尽管1—2月部分宏观数据处于真空期，2月份以来，经济暖意渐浓。多项高频监测数据显示，人流量、物流快速回升，楼市车市等消费逐步复苏，企业开工及生产正在改善，今年经济开局有望延续回升态势。
- ◆ 政策叠加预期，新增社融、人民币贷款“开门红”。考虑到2013年以来在经济基本面缺乏内需强刺激的情况之下，只有“内外需共振”才能推动社融大幅复苏，因此2023年社融弱复苏的可能性较高。
- ◆ 后续来看，CPI走势还需要观察两个方面：一是经济修复后，居民失业率降低；二是猪价回升带来的食品项价格上涨。PPI随着生产的修复后续大概率会有所上行，但受制于去年的高基数、海外经济衰退预期、疫情对生产生活的影响还未完全消退，以及地产低迷行情等因素的影响，价格上涨空间有限。
- ◆ 政策指引下，2023年1月新增专项债发行明显放量。2022年11月财政部提前下达了2.19万亿元的2023年新增专项债额度，稳增长诉求下，监管要求提前批专项债于2023年1月启动发行，2023年上半年使用完毕。
- ◆ 市场对美联储的加息预期再度回升，美联储2月利率会议纪要显示利率将维持在高位，通胀回落的速度缓慢且不确定性较高，就业市场相对强劲，经济下行风险增加，但部分票委预期经济能够实现软着陆。
- ◆ 1—2月部分宏观数据处于真空期，从高频数据来看，反映基础消费的高频数据表现尚可，较去年明显回升。海外金融环境收紧不利于金融资产价格修复，货币宽松仍有必要，短期弱现实交易仍在延续，短期债市或延续弱势震荡行情。

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：T339455

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM持证人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

近期报告回顾

政策宽松博弈加强 国债期货方向未改

2022-09-30

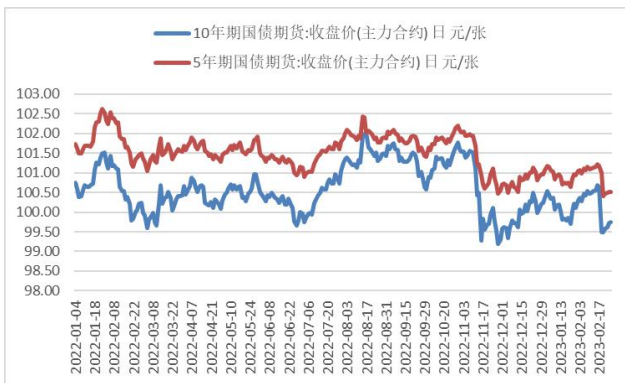
政策预期发酵 国债期货有望继续上行

2022-09-02

第一部分国债期货行情回顾

2月以来，债券市场整体弱势震荡，经济数据空窗期，目前经济修复预期并未得到数据支撑，央行加大逆回购投放，但资金面呈现偏紧态势，利率债振荡走平。另外美联储加息预期升温，海外风险资产抛压明显，国内股债市场“跷跷板”效应明显。

图 1. 国债期货弱势震荡



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 2. 中债国债到期收益率重心上移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

2月以来，受到税期走款的影响，资金面呈现收敛态势，资金利率中枢抬升、波动加大，DR007 持续运行在 2%以上，2月15日为纳税申报截止日，16—17日税期走款，资金面在16—17日出现异常收紧。税期过后，随着央行逆回购持续加量投放，资金面有所缓和，流动性总量无忧，

图 3. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济逐步复苏

尽管1—2月部分宏观数据处于真空期，2月份以来，经济暖意渐浓。多项高频监测数据显示，人流量、物流快速回升，楼市车市等消费逐步复苏，企业开工及生产正在改善，今年经济开局有望延续回升态势。高频数据显示工业生产、地产销售等诸多数据还在环比持续改善，经济仍然维持向好势头。同时，金融领域改革政策频出，全面注册制规则制度发布实施、商业银行新资本管理办法征求意见均显示改革持续推进。

1、制造业 PMI 重回扩张区间

2月PMI上行幅度超预期，创下近年来新高。2月制造业PMI指数超预期回升至52.6%，较上月上升2.5个百分点，创下2012年4月以来新高。制造业PMI的5个分类指数全面回升，其中生产指数较前值上行6.9个百分点至56.7%，新订单指数较前值上行3.2个百分点至54.1%，原材料库存指数较前值上行2.5个百分点至49.6%，从业人员指数较前值上行0.2个百分点至49.8%，供应商配送时间指数较前值上行4.4个百分点至52.0%。

供需双双走强，其中在节后复工速度加快带动下2月生产端复苏更为强劲，1-2月整体来看，供需复苏较为均衡，生产复苏力度略强于需求。需求端，2月新订单指数上升3.2个百分点至54.1%，为2017年9月以来的新高，新出口订单指数大幅增加了6.3个百分点至52.4%，重回荣枯线以上；在生产端，春节后务工人员返岗和企业复工速度较快，2月从业人员指数较上月上升2.5个百分点至50.2%，高频数据也显示2月末上中下游多数行业开工率均较1月有明显回升，工业生产改善势头强劲，2月PMI生产指数较上月上升6.9个百分点至56.7%，亦创下2012年4月以来的新高，且上行幅度亦高于1月的5.9%。从2020年和2022年两轮疫后复苏的初期节奏来看，通常生产恢复明显快于需求，但受今年春节靠前影响，1月需求复苏明显快于生产，2月生产端的复苏力度开始明显强于需求端，而整体来看，1-2月PMI生产指数合计回升12.1%，而需求指数合计回升10.2%，整体来看今年以来供需修复较为均衡，生产复苏力度可能略强于需求。价格和库存方面，主要原材料购进价格指数较上月上升2.2个百分点至54.4%，出厂价格指数为51.2%，高于上月2.5个百分点；库存指数均有所回升，其中原材料库存指数变动不大，较前值上行0.2%至49.8%，产成品库存指数则回升至50.6%，高于上月3.4个百分点。

大、中、小型企业景气度延续回升，其中中小企业复苏力度较大，小型企业时隔22个月重回荣枯线以上。2月大型企业PMI为53.7%，较上月上升1.4个百分点；中、小型企业PMI分别为52.0%、51.2%，较上月回升3.4、4.0个百分点，中、小型企业分别时隔7、21个月来重回荣枯线以上。2月中小型企业的反弹强于大型企业，进一步印证当前实体经济复苏成效显著。

2月非制造业商务活动指数延续反弹，其中服务业改善势头有所放缓，基建发力下建筑业PMI进一步上行。2月商务活动PMI指数为56.3，高于上月1.9个百分点。其中，2月服务业PMI指数为55.6%，比上月回升1.6个百分点，继续处于较高区间，但反弹力度较上月的14.6%明显回落。2月非制造业建筑业指数为60.2%，较前

值上升3.8个百分点。其中春节过后，多地重大项目集中签约开工，基建投资需求加速释放，2月土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数均升至60%以上。基建投资仍是2023年扩大有效投资的重要抓手，对经济复苏的支撑作用将继续显现。

（二）金融数据强劲

政策叠加预期，新增社融、人民币贷款“开门红”。1月，社融存量同比增长9.4%，增速较上月回落0.2个百分点。1月社融增量为5.98万亿元，前期政策落地生效，企业信心好转；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4.93万亿元，同比多增7308亿元。后续政策积极发力的支持下，金融对实体经济支持仍大，人民币贷款增量或仍在较高水平。

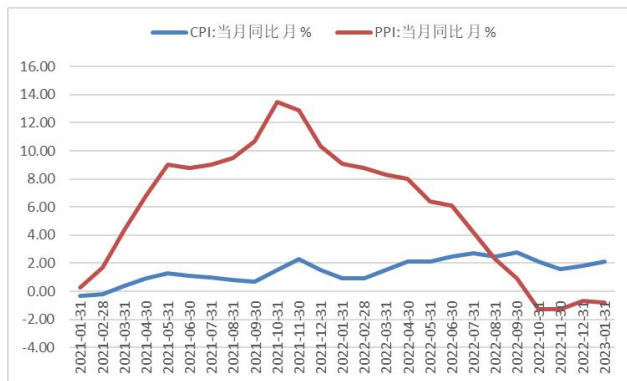
企业和政府债券融资同比少增，表外融资占比回升。1月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重为82.44%，仍处于高位；直接融资表现整体一般，1月新增直接融资占同期社会融资规模增量的11.02%，其中政府债券是主要贡献项，新增政府债券融资同比少增1886亿元，截至2月8日，已有33个省市公布2023年新增地方债提前批额度，合计2.3万亿元，预计今年地方债发行预计仍保持前置节奏，短期政府债券融资或有明显增长。1月企业债券融资同比少增4352亿元，后续在政策发力和市场情绪修复下，企业债券融资有望边际改善。表外融资占比回正，不同分项融资环比都有所改善。

企业中长期贷款增长较多，居民贷款仍偏弱。1月企（事）业单位贷款增加4.68万亿元，短期贷款增加1.51万亿元，同比多增5000亿元，受到季节性及春节因素影响，此外也由于企业预期有所好转。企业中长期贷款增加3.5万亿元，同比多增1.4万亿元，各地推进项目建设，带动了企业中长期贷款加速增长。

1月，住户贷款同比少增5858亿元，其中居民短期贷款增加341亿元，居民消费复苏恢复仍需时间，居民中长期贷款同比少增5193亿元，在春节长假影响下，购房需求偏弱，后续多重利好政策下，预计居民中长期贷款将逐渐改善。

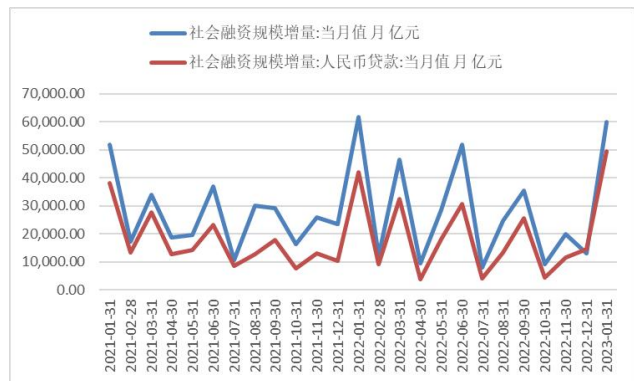
M2增速超预期回升，居民存款同比继续多增。1月M2同比增长12.6%，增速比上月末高0.8个百分点。1月末，本外币存款余额271.39万亿元，同比增长11.9%，其中在春节效应及居民消费偏谨慎等多重因素影响，住户存款继续同比多增，非金融企业存款减少，但同比少减6845亿元。M1同比增长6.7%，M1与M2剪刀差较上月缩小3.2个百分点，实体经济需求开始回暖。后续在经济稳健复苏及市场信心修复下，M2增速或逐渐回落。更进一步地，考虑到2013年以来在经济基本面缺乏内需强刺激的情况之下，只有“内外需共振”才能推动社融大幅复苏，因此2023年社融弱复苏的可能性较高。

图 5. CPI、PPI 剪刀差收窄



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 6. 社融超预期



资料来源：IFind 新纪元期货研究

(三) 物价弱勢恢复

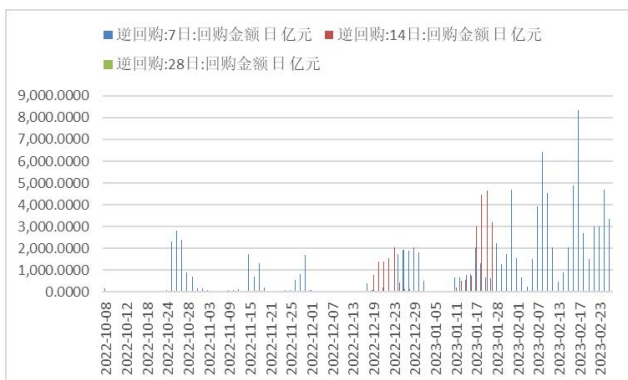
1月CPI同比为2.1%，在春节催化下，鲜菜、鲜菌、鲜果、薯类和水产品价格悉数上行，其中鲜菜环比涨幅达到19.6%，不过春节因素并未催化猪价上行，主要原因或在于，节前养殖户积极出栏，但防疫优化后需求暂时缩减，市场短期供过于求。往后看，考虑到消费复苏提振需求是慢过程，对猪价催化有限，供给端仍是猪价主导因素。当前猪价再度进入过跌区间，由此需要关注二次去产能带来新一轮小周期的可能。

两因素叠加推高核心通胀，1月核心通胀同比涨1.0%，环比涨0.4%，环比上行幅度高于季节性，是防疫优化和春节效应叠加的作用，机票、交通工具租赁、电影票等价格均达到两位数的环比涨幅。不过1月核心通胀高涨是有节假日因素加持，后续即使消费势头旺盛，也难以超过1月水平。从历史数据上看，核心CPI环比一般在0-0.3%区间波动，预计未来大概率有均值回归的过程，如果假设年内各月的核心CPI环比增速都能达到上限0.3%，预计核心CPI全年同比大约为2-2.3%左右，或不会掣肘货币政策。

1月PPI同比降幅扩大至-0.8%，主要是翘尾因素由0变为-0.4%所致，新涨价因素降幅则有所收窄。国际定价商品价格表现偏弱，国内定价商品中，黑色金属开采、黑色金属加工环比分别上行3.4%、1.5%，涨幅扩大且均为连续第二个月上涨，“保交楼”落地的滞后反馈在黑色金属产业链上或有验证；同时，也需关注后续复苏逐步实现过程中的涨价持续性。煤炭方面，保供稳价继续，煤炭开采价格由涨转降。

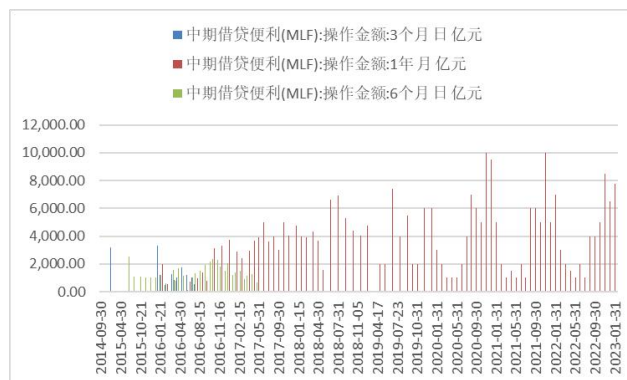
后续来看，CPI走势还需要观察两个方面：一是经济修复后，居民失业率降低，收入改善，消费信心增加后将带来一定的通胀压力，但目前来看消费修复较慢，预计CPI上涨斜率较缓；二是猪价回升带来的食品项价格上涨。PPI随着生产的修复后续大概率会有所上行，但受制于去年的高基数、海外经济衰退预期、疫情对生产生活的影响还未完全消退，以及地产低迷行情等因素的影响，价格上涨空间有限。

图 7：逆回购投放放量



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8：MLF 投放金额平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

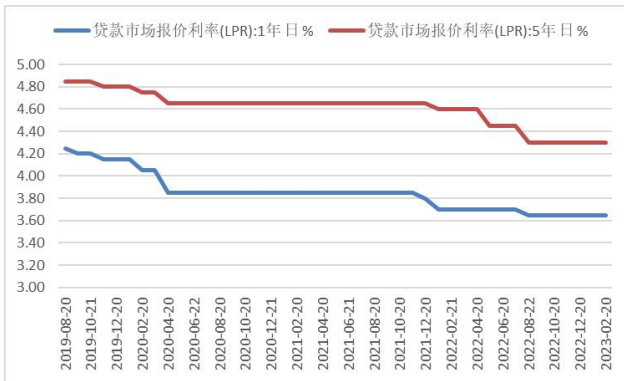
2月MLF操作未降息，LPR报价连续6个月持平。2023年2月15日，央行开展4990亿元MLF（中期借贷便利）操作，2月MLF到期量为3000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，2022年8月以来连续7个月处于这一水平。2月央行实施了1990亿净投放，为连续第三个月加量续作。首先，这将补充银行体系中长期流动性，增加银行贷款投放能力。

2月MLF未降息，LPR下调缺乏指导。2月20日，2023年2月LPR报价出炉：1年期品种报3.65%，5年期以上品种报4.3%。1年期品种与5年期品种利率均与上期持平。

2月MLF实现了4990亿元的超额续作，但降息预期并未兑现。虽然节后资金面摩擦下资金利率和同业存单利率存在较大波动，但央行主要通过数量端放量7天逆回购以及MLF超额续作来平抑紧资金压力，并未动用价格端工具。一方面，1月信贷数据修复较好而基本面向好修复，稳健政策基调下MLF降息必要性降低；另一方面，美国经济韧性足、通胀粘性高，美联储加息周期尚未结束，内外均衡目标下MLF降息阻力较高。缺乏MLF降息指导，而当下NCD利率指向银行中长端负债成本高增，1990亿元的资金净投放并不足以支持LPR报价达到最小下调步长。

2023年2月LPR报价和上月持平，基本符合市场预期，对债市影响较小。央行发布2022年第四季度货币政策执行报告，本次报告有四个专栏，分别涉及央行缴存利润、稳健货币政策、金融稳定和居民消费，其中重点强调：随着疫情防控优化，经济复苏曲线上行和扩大内需战略深入实施，制约2022年消费回暖的因素有望缓解。未来将重点化解高风险集团、中小金融机构、影子银行和非法金融活动等风险，设立金融稳定保障基金等。

图 9: LPR 未下调



资料来源: IFind 新纪元期货研究

图 10: MLF 利率持平



资料来源: IFind 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

政策指引下, 2023年1月新增专项债发行明显放量。2022年11月财政部提前下达了2.19万亿元的2023年新增专项债额度, 稳增长诉求下, 监管要求提前批专项债于2023年1月启动发行, 2023年上半年使用完毕。政策指引下, 2023年1月新增专项债发行明显放量, 合计发行4911.84亿元。2023年1月合计来看, 地方债发行6434.93亿元, 略低于2022年1月的6988.57亿元。

发行期限与发行利率: 在新增专项债提前发行和明显放量的影响下, 2023年1月地方债加权发行期限环比大幅上升至16.62年, 加权票面利率环比提升至3.12%, 皆高于2022年同期水平(14.25年和3.05%)。

稳增长诉求下, 财政在地方债投资拉动上加力可能是大势所趋, 其内涵主要包括合理安排地方政府专项债券额度、扩大地方债使用范围、扩大专项债可作项目资本金的比例、加快形成实物量工作量的进度等。

2022年11月财政部提前下达了2.19万亿元的2023年新增专项债额度, 稳增长诉求下, 监管要求提前批专项债于2023年1月启动发行, 2023年上半年使用完毕。政策指引下, 预计全年新增专项债额度或仍将保持高位, 且发行节奏可能比2022年更为前置, 一季度的发行或将持续放量。

考虑到2023年地方债的到期规模进一步增加(3.65万亿元), 以及或用于隐性债务化解的新型再融资债可能继续发行(1月8日郭树清提到“有序开展地方政府债务置换”, 近日贵州在2023年预算草案报告中也提到“争取高风险建制市县降低债务风险试点等政策支持”、“发行政府债券置换隐性债务”), 2023年的再融资债或将创造新高。

四、外围风险事件频发

1、美联储加息预期升温

市场对美联储的加息预期再度回升，美联储2月利率会议纪要显示利率将维持在高位，通胀回落的速度缓慢且不确定性较高，就业市场相对强劲，经济下行风险增加，但部分票委预期经济能够实现软着陆。美国2月Markit服务业PMI重回50上方，制造业PMI初值升至47.8。美国1月PCE价格指数同比涨幅达到5.4%，高于前值的5.3%，核心PCE同比增速达到4.7%。从环比来看，今年1月美国PCE价格指数环比上涨0.6%，涨幅超过市场普遍预期，且来到2022年6月以来最高水平。债市来看各期美债利率全线上涨，中短债收益率涨幅居前。与美联储利率变动关联最为紧密的2年期美债收益率整周上涨16BP至4.78%，为金融危机以来最高值，反映出当前市场加息预期，尤其是对于终点利率的预期急速升温。

第三部分国债期货市场展望

近期国内经济数据相继公布，中国2月官方制造业PMI录得52.6超预期值50.5，市场对中国需求向好预期加强；1月份金融统计数据大增，信贷投放创单月历史新高，随着疫情等扰动因素消退叠加政策持续加力，国内宽信用效果显现。中共中央政治局2月21日召开会议。会议指出，要全面贯彻落实党中央决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。2月MLF延续加量续作，显示在1月信贷“开门红”之后，政策面继续支持银行信贷投放“适时靠前发力”，以宽信用巩固经济回升向上势头。2月LPR报价和上月持平，基本符合市场预期，对债市影响较小。目前债市波动主要受资金面扰动，2月中旬大量公开市场到期叠加税期扰动，资金面明显紧张，尽管央行加大公开市场投放后资金面一度转松，但上周公开市场再度转向净回笼。目前银行间回购拆借利率依然高于去年同期，货币政策回归正常化迹象显现。经济基本面上看，1—2月部分宏观数据处于真空期，从高频数据来看，反映基础消费的高频数据表现尚可，较去年明显回升。海外金融环境收紧不利于金融资产价格修复，货币宽松仍有必要，短期弱现实交易仍在延续，短期债市或延续弱势震荡行情。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8