

债市主线围绕政策基本面预期 警惕节后出现拐点

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 4月国债期货现货市场均震荡走暖，中旬公布的经济数据向好利空债市，但期债继续走强，市场对于基本面数据利好已消化。下旬股票市场降温，“股债跷跷板”效应显著，3月经济数据向好，但债市依然上行，基本面数据利好已提前消化。同时，30年国债合约新上市，债市资金流入有所增加。
- ◆ 随着疫情防控快速过峰，经济内生增长动能快速修复，稳增长政策不断发力，一季度开局良好，也反映了经济快速复苏态势。总体看，经济增长指标呈现整体走强，内需复苏，供需双强之势。但隐患仍存，投资动能有所趋缓，房地产施工端偏弱，供给端的好转仍需时间传导。
- ◆ 一季度金融数据表现超预期，显示宽信用进程正在加速，我国经济企稳回升基础进一步巩固，经济回暖态势更为明朗。
- ◆ 物价3月份继续疲软，显示我国消费仍然较为低迷，尤其是商品类消费的萎靡并未停滞。3月物价数据公布后，国债期货高开高走，表明市场对“通缩”的担忧加剧。
- ◆ 5月来看，MLF或将等量或小幅加量续作，3月份降准落地后，二季度继续降准的可能性降低，加量续作MLF将成为央行向银行体系补充中长期流动性的主要工具。
- ◆ 地方债发行节奏来看，2023年4月上半月发行量与净融资额维持高位，发行节奏前置，显著高于2021年同期水平。
- ◆ 美联储5月份政策会议在即，联储数位官员讲话均指向5月加息，以抗击高通胀。但近期美国公布的就业和消费等一系列疲弱数据，强化美国经济衰退的预期，意味着此轮紧缩周期即将走到终点，甚至于有可能开始转向降息，市场预期美联储5月份将再次加息25个基点。
- ◆ 目前，债市主线还是围绕政策及基本面预期，在政策偏稳，经济内生动能继续修复的情况下，随着二季度经济复苏有所提速，债市预计节后将出现拐点，短期债市将维持震荡走势。还需密切关注五一期间消费复苏情况，另外警惕流动性大幅收紧对债市情绪的影响。

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

外部变量影响加大期债利多反应逐渐钝化

2023-03-31

资金面主导债市波动期债反弹空间有限

2023-03-03

“强预期”终将回归现实债

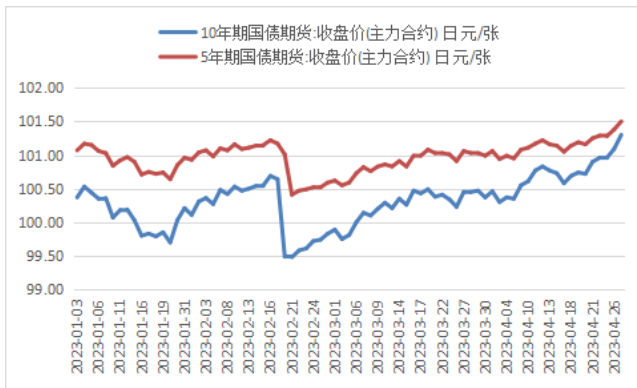
牛行情难重演

2022-12-30

第一部分国债期货行情回顾

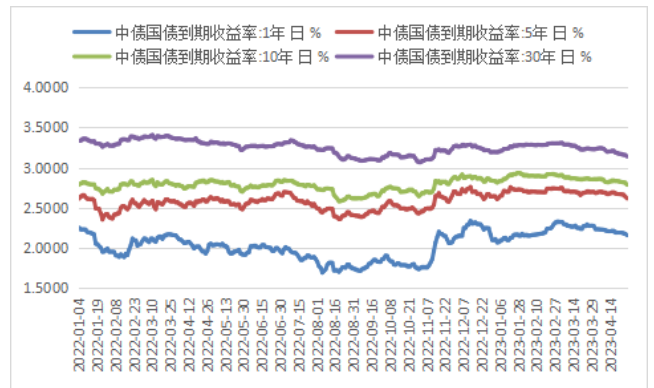
4月国债期现货市场均震荡走暖，中旬公布的经济数据向好利空债市，但期债继续走强，市场对于基本面数据利好已消化。下旬股票市场降温，“股债跷跷板”效应显著，3月经济数向好，但债市依然上行，基本面数据利好已提前消化。同时，30年国债合约新上市，债市资金流入有所增加。

图1. 国债期货重回强势



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

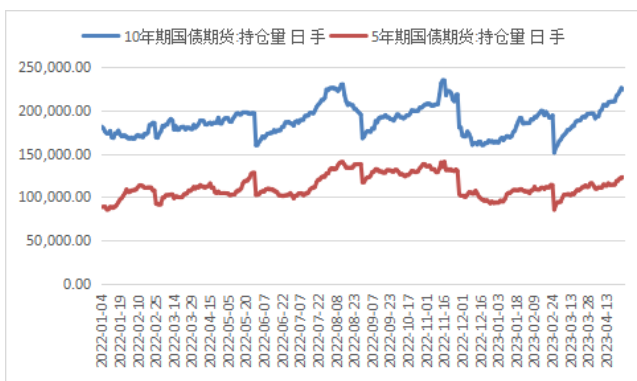
图2. 中债国债到期收益率重心上移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

资金面来看，目前看市场对于跨月预期仍较为平稳，为呵护市场跨月流动性，本周央行增加逆回购投放数量。随着长假临近，回购资金的期限被动拉长，资金面波动幅度有所放大，但在央行适度加码逆回购投放的护航下，整体上月末流动性难现大波澜。

图3. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图4. Shibor 有所上行



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）一季度开局良好

随着疫情防控快速过峰，经济内生增长动能快速修复，稳增长政策不断发力，一季度开局良好，一季度GDP同比增长4.5%，高于预期值4.1%，较前值2.9%大幅走高；环比增速高达2.2%，也反映了经济快速复苏态势。总体看，经济增长指标呈现整体走强，内需复苏，供需双强之势。但隐患仍存，投资动能有所趋缓，房地产施工端偏弱，供给端的好转仍需时间传导。

1、生产端延续复苏势头

3月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.9%，预期4%，前值2.4%，较前值上升1.5个百分点。分三大门类看，3月份，采矿业增加值同比增长0.9%，制造业增长4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.2%。由于3月采暖季逐步结束，原煤生产有所放缓；制造业由于节后需求回暖、外部订单需求释放等因素影响，制造业等工业生产快速回升，特别是汽车制造业、电器机械和器材制造业同比录得13.5%和16.9%的大幅增长。随着国内经济快速复苏，稳经济各项措施持续推进以及外需好于预期，工业经济有望继续回升。

2、社会消费品零售增速加快

3月份，社会消费品零售总额同比增长10.6%，预期7.4%，前值3.5%，较前值上升7.1个百分点。由于去年同期疫情因素导致基数效应较低另外餐饮、纺织服装、金银珠宝、体育娱乐等消费大幅回升所致；其中餐饮收入同比增长26.3%，服装、鞋帽等消费同比增长17.7%，金银珠宝类消费同比增长17.7%，体育、娱乐用品类消费同比增长15.8%，汽车消费也大幅回暖，3月汽车类销售额同比增长11.5%。但是家电和建筑及装潢类材料等与地产相关消费仍旧是拖累，其中家用电器和音像器材类消费同比增长-1.4%，建筑及装潢材料类消费同比增长-4.7%。目前来看，消费复苏方向不变，随着国内疫情对消费得影响逐步减弱、国内消费刺激政策逐步落地显效以及消费信心的回暖，国内消费将继续回升。但是，需关注中长期收入增速放缓和消费倾向降低两个因素对消费的压制作用。

五一假期临近，国内旅游回暖，五一出游需求有望强劲释放。携程数据显示，截止到4月20日，平台上的国内机票、酒店、景区门票等“五一”假期旅游产品的订单量均超过2019年同期水平，消费复苏还需观察五一需求释放情况。

3、固定资产投资平稳

固定资产投资平稳增长，1-3月同比增长5.1%，略低于预期值5.3%，较前值回落0.4个百分点。以年化平均值衡量的3月固定资产投资累计增速为2.3%，较前值5.54%显著下滑。

房地产销售继续回暖，但投资仍旧偏弱。3月房地产开发投资同比增长-7.2%，降幅较前值扩大1.5个百分点，商品房销售面积同比增长-3.5%，较前值缩窄0.1个百分点，商品房销售额同比增长6.3%，较前值上升6.4

个百分点，房地产销售继续回暖，但投资仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，3月当月同比增长2.8%，大幅上升18%，资金来源大幅回暖。房地产新开工面积同比增长-29%，较前值缩窄个4.9个百分点，施工面积同比增长-34.2%，降幅较前值扩大29.9个百分点，竣工面积同比增长32%，较前值大幅上升24个百分点。目前虽然房地产资金来源方面，房地产企业融资逐步回暖，且销售回款继续好转，但整体房地产资金来源压力仍旧相对较大且资金主要投向于保交楼的竣工端；房地产竣工在国家“保交楼”政策的推进落实下大幅回暖；但施工端和新开工受房企资金问题仍旧较重和企业拿地情况仍待回暖等原因整体修复较慢。目前房地产市场继续回暖，房地产景气度有所上升。预计未来随着疫情对经济的影响进一步减弱、国家及地方性房地产政策的持续放松，房地产市场有望继续修复和回暖。

基建投资有所放缓，但继续保持高位水平。3月份基建投资同比增长8.7%，前值9%，较前值下降0.3%，基建投资增速有所放缓，但继续保持高位水平。随着国内进入开工旺季，但是一方面由于节后国内基建项目集中开工，资金需求较大；另一方面由于专项债发行偏慢以及地方政府政府性基金收入不及预期导致基建项目资金短期较为紧张，在一定程度上影响基建投资，导致基建投资增速小幅放缓。

制造业投资小幅放缓。3月制造业投资同比增长6.2%，较去年1-2月下降1.9%，整体小幅回落。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，通用设备、专用设备、以及高技术产业投资依旧保持较高增速；此外由于国内需求逐步回暖，企业投资信心回暖，企业投资意愿上升，制造业投资整体继续保持高位；但是由于目前国内进去去库存周期，周期性行业投资继续放缓，拖累整体制造业。未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖和信心回暖，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有较强的支撑；但是，另一方面，目前国外需求增速整体呈回落趋势，国内外进入去库存阶段，制造业投资动力可能较弱，拖累整体投资。

4、出口大超预期，进口降幅收窄

3月出口增速超预期，主要产品出口金额增速环比改善居多。当前欧美经济仍面临逆风，全球制造业PMI连续七个月位于荣枯线之下，美国仍处高利率环境，叠加地缘冲突等不稳定因素，我国外贸仍面临一定压力。但同时我国外贸结构持续优化，一季度对东盟出口占比超过美国和欧洲，且新能源产业链相关产品出口有望保持较高景气度。短期来看，考虑到2022年4月受疫情扰动影响，出口金额基数相对较低，今年4月出口增速有望保持正增长。

出口增速好于预期，且强于季节性。以美元计价，3月出口同比14.8%，明显好于Wind一致预期的-5.05%。环比来看，3月出口环比47.5%，相比2018-2022年的1.9%、46.5%、129.63%、17.69%、26.85%，相对偏高。3月出口整体较强，呈现出三个明显特点：1) 欧美需求具有一定韧性，我国对美、欧出口增速均有回暖；2) 外贸结构持续优化，对东盟出口增速大幅加快；3) 对比越南、韩国来看，我国出口表现强势。结构上

看，汽车出口强势，机电产品出口回暖。3月汽车（包括底盘）出口金额同比123.8%，较1-2月上升58.6个百分点，出口数量同比94.3%，1-2月为43.2%；汽车零配件出口金额同比25.3%，较1-2月上升21.3个百分点。占比最大的机电产品3月份出口1819亿美元，同比增长12.3%，1-2月为-7.2%，其中集成电路出口金额同比降幅收窄22.8个百分点至-3%。此外，3月服装、鞋靴、箱包、钢材、船舶出口均表现不俗。受欧美银行业动荡导致的大宗商品需求预期转弱影响，成品油出口增速有所回落。

进口增速降幅收窄。以美元计价，3月进口同比-1.4%，高于Wind一致预期的-4.86%，1-2月为-10.2%。3月国内制造业PMI为51.9%，连续三个月位于扩张区间，指向经济延续回暖态势。其中生产指数为54.6%，为近两年较高水平，生产端修复明显。结构上看，3月成品油、天然气、集成电路进口金额增速均有明显回升，原油进口金额增速也有小幅回暖。其中，成品油进口金额同比较1-2月上升54个百分点至47.8%，进口数量同比较1-2月大幅上升95.6个百分点至110%；天然气进口金额同比较1-2月上升25.7个百分点至16.5%，进口数量同比较1-2月上升20.5个百分点至11.1%。

（二）居民信贷显著回升

一季度金融数据表现超预期，显示宽信用进程正在加速，我国经济企稳回升基础进一步巩固，经济回暖态势更为明朗。社融持续超预期，人民币贷款为主要贡献。3月社融各分项中，表内融资同比多增7399万亿元，表外融资同比多增1784亿元，直接融资同比少增806亿元。3月表内人民币贷款新增3.95万亿元，同比多增7211亿元，高于季节性水平，开年以来企业信贷持续呈现大幅多增水平，主要在于企业贷款平均利率达到历史最低，大行放贷意愿较强，导致部分企业倾向于用银行贷款替代债券融资，此外居民信贷回暖也是人民币贷款持续超预期的因素之一。表外融资同比多增1784亿元，主要在于未贴现银行承兑汇票呈现多增，同样反映出经济活动改善，企业融资需求增长。直接融资中企业债融资新增3288亿元，恢复至季节性水平。政府债券融资新增6022亿元，同比少增1052亿元，财政前置持续发力。

M2-M1剪刀差走阔。3月M2同比增长12.7%，较上月下降0.2个百分点；M1同比增长5.1%，较上月下降0.7个百分点；M0同比增长11.0%，较上月上升0.4个百分点。3月单位活期存款同比增长4.11%，较上月下降0.83个百分点，准货币同比增长15.32%，较上月上升0.08个百分点。3月M2-M1剪刀差走阔至7.6%，主要原因在于M1增速下降，或指向实体经济活化程度有限。此外，M2同比增速有所下降，随着2022年央行上缴利润形成的高基数影响逐渐显现，M2同比增速预计呈现逐渐回落至与名义经济增速相匹配的程度。

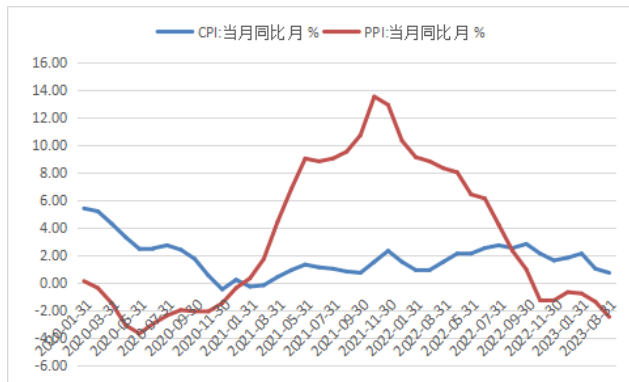
居民信贷显著修复。3月新增贷款3.89万亿元，同比多增7600亿元，高于预期。其中居民贷新增12447亿元，同比多增4908亿元，企业贷新增2.7万亿元，同比多增2200亿元。3月新增贷款高于预期，企业贷维持多增，居民贷大幅修复，具体来看：企业端方面，企业新增中长贷、短贷、票据分别为2.07万亿元、1.08万亿元、-4687亿元，企业中长贷持续超预期，票据融资大幅减少，企业贷款总量和结构上均呈现宽信用修复。

居民端方面，居民户新增中长贷6348亿元、新增短贷6094亿元。其中居民中长贷同比多增2613亿元，对应高频数据

来看 2023 年 3 月 30 大中城市商品房成交面积为 1661.94 万平方米，接近 2019 年同期水平 1718.37 万平方米，地产销售逐渐回暖。居民短贷持续修复，同比多增 2246 亿元，从央行一季度调查问卷来看，城镇储户消费意愿回升，旅游、大额商品、社交文娱消费倾向均有提升，消费回暖趋势向好。

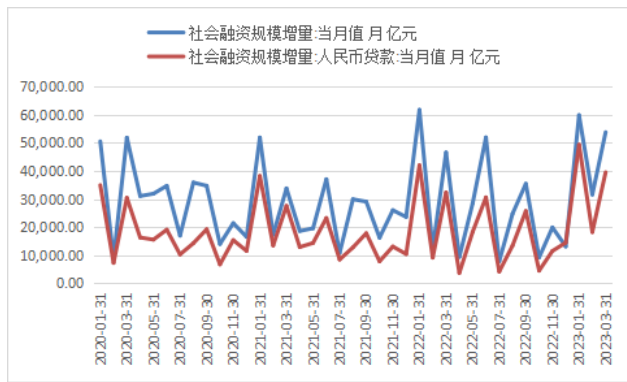
企业存款和居民存款均呈现高增长。3 月人民币存款新增 5.71 万亿元，同比多增 1.22 万亿元，其中居民存款新增 2.91 亿元，同比多增 2051 亿元，企业存款新增 2.61 万亿元，同比少增 456 亿元。3 月居民存款和企业存款贡献新增存款主要增量。非银存款大幅同比多增，或指向企业及居民认购基金或理财产品数额大幅增加。

图 5. CPI、PPI 剪刀差走阔



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) 物价整体低迷

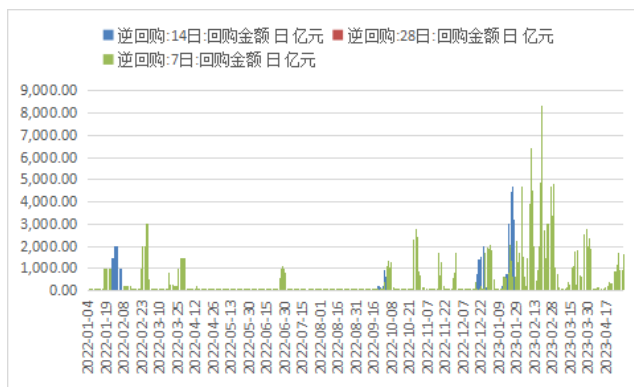
物价 3 月份继续疲软。3 月份 CPI 同比 0.7%，环比-0.3%，CPI 环比继续下行，符合季节性特点。3 月份较低的 CPI 变化显示我国消费仍然较为低迷，尤其是商品类消费的萎靡并未停滞。

3 月 CPI 同比增速继续下行，低于市场预期。以春节月为基准，以更好衡量 CPI 相对季节性规律的变化，3 月 CPI 环比增速基本符合季节性规律。CPI 同比下行的原因主要在于去年同期俄乌冲突升级，推升 CPI 基数；新涨价因素则受到汽车行业价格战打响、就业形势疲弱和国际油价调整的拖累。核心 CPI 表现不强，核心 CPI 的拖累在于汽车行业价格战打响，交通工具项目环比大跌；房地产周期仍在低位运行，就业形势疲弱在一定程度上制约居住服务价格的上行，使其表现弱于季节性规律。核心 CPI 的支撑在于衣着、家用器具、通信工具三项工业消费品的价格稳中有升；服务（非居住类）需求回暖，带动价格进一步恢复。第二，能源价格稳中有降。3 月以来，布伦特原油期货价格呈 V 型走势，月度价格中枢下跌 4.7%。国内成品油价格调整相对滞后，交通工具用燃料 CPI 环比跌幅仅为 0.3%。食品价格环比表现略强于季节性，或受外出用餐需求增加的推升。CPI 食品分项环比为-1.4%，略高于季节性规律（2016 至 2021 年春节后第二个月的历史均值为-1.92%）。鲜果、鸡蛋和羊肉价格环比均上涨，而季节性规律为环比下跌；猪肉、牛肉、鲜菜和水产品价格虽有下跌，但跌幅弱于季节性规律。

PPI 通胀基本符合市场预期，在去年同期基数快速走高影响下快速下行。从产业链看，上游商品价格通缩但下游需求温和扩张；从分项看，黑色、有色价格受基建、地产开工持续支撑，石油价格在国际油价带动下回落，煤炭价格则在保供稳价和季节变化双重影响下下行。受去年同期基数进一步走高影响，PPI 通胀将于二季度在-3.0%附近探底，年内或持续为负。2 季度物价水平较为低迷，为央行打开了货币政策空间，2 季度货币政策仍然可以期待。

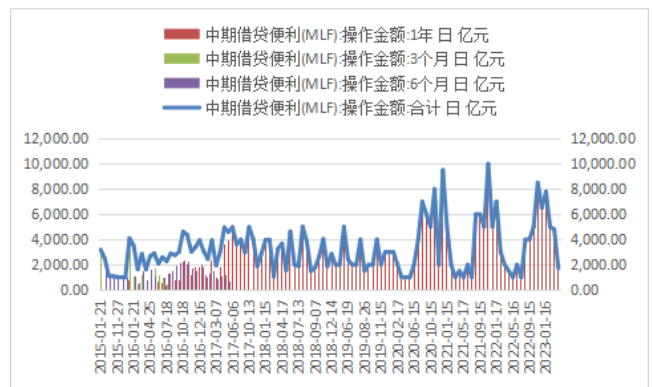
3 月物价数据公布后，国债期货高开高走，表明市场对“通缩”的担忧加剧。二季度 CPI 同比增速或将低位运行、PPI 持续处于收缩区间，可为政策发力创造较好的环境。国内物价的“类通缩”是暂时性的，下半年物价基数走低、内生需求有望滞后回升，国内物将自低位回升。

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



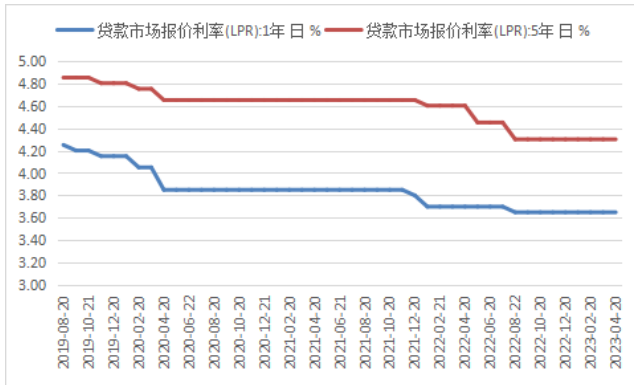
资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

一季度货币政策例会释放出新信号，成为下一阶段政策施力的重心。相较于去年四季度货币政策例会，在当前内需仍相对乏力、基建稳经济的背景下，今年一季度例会仍坚持“着力支持扩大内需”、“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设”，扩内需、稳基建仍是下一阶段重要任务，但注重优化大宗消费品和社会服务领域消费，更好发挥民间投资的作用。同时，在年初以来内外部经济环境变化下，后续货币政策的空间、信贷投放节奏、结构性政策工具重心、存贷款利率走势、房地产政策基调等均出现一定调整。总体而言，一季度货币政策例会对国内经济形势的判断更为乐观，货币政策力度将适度回调，但为防范海外风险外溢和实现国内稳增长稳就业目标，短期也不会过快收紧，整体回归稳健中性基调。

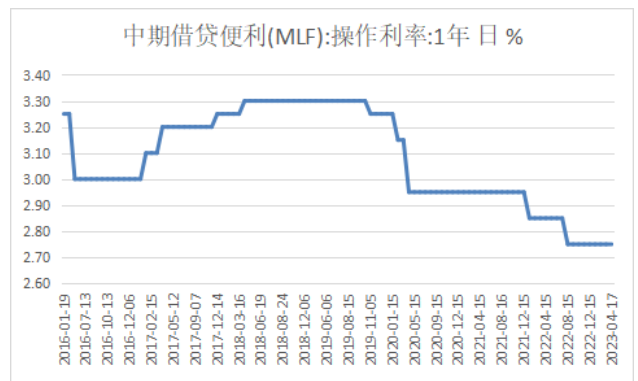
4 月份，MLF 及 LPR 均按兵不动。3 月降准落地后，MLF 超额续作幅度仅为 200 亿元，相较于 3 月 2810 亿元的宽幅净投放大幅收窄，连续八个月延续 2.75% 的操作利率不变，LPR 未能脱离 MLF 单独下行。一季度货政例会明确稳健的货币政策不再“加大力度”，并删去“逆周期调节”表述，结构性工具也不再强调“做加法”，指向未来宽货币力度或将有所回摆。5 月来看，MLF 或将等量或小幅加量续作，3 月份降准落地后，二季度继续降准的可能性降低，加量续作 MLF 将成为央行向银行体系补充中长期流动性的主要工具。

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

专项债提前批发行进度超三分之二,截至4月15日,2023年地方政府债已发行557只,总规模达2.44万亿元。具体来看,湖北、山东、广东、湖南发行数量最多,分别发行48、47、33、32只地方政府债;从发行规模来看,广东、山东、江苏发行债券规模分列前三,分别为2752亿元、1931.63亿元、1777.02亿元;其次四川、河北、河南发债规模在1200亿元以上。

发行节奏来看,2023年4月上半月发行量与净融资额维持高位,截至4月15日,2023年净融资额为1.86万亿元;相较于近三年同期来看,2023年与2022年同期走势相似,都是前置发行节奏,显著高于2021年同期水平。

四、外围风险事件频发

1、美联储加息预期

美联储5月份政策会议在即,联储数位官员讲话均指向5月加息,以抗击高通胀。但近期美国公布的就业和消费等一系列疲弱数据,强化美国经济衰退的预期,意味着此轮紧缩周期即将走到终点,甚至于有可能开始转向降息,市场预期美联储5月份将再次加息25个基点。欧美的银行体系风险事件虽然暂告一段落,但金融体系风险犹存,海外的通胀风险、经济衰退风险、全球地缘局势风险也并未结束。

第三部分国债期货市场展望

一季度 GDP 增长 4.5%，大幅好于 1 个月前 3.5% 和数据发布前 4% 左右的市场预期，归功于 3 月经济增长反弹超预期加速。3 月消费服务强劲修复，出口超预期回升，基建韧性较强，制造业和房地产投资增速回落，就业形势向好。3 月 M2、社融、新增贷款均超预期。3 月超预期增加的信贷社融数据，宽信用稳增长得到初步验证。物价 3 月份继续疲软，2 季度货币空间打开，下半年物价回升 2 季度物价水平较为较为低迷，为央行打开了货币政策空间，2 季度货币政策仍然可以期待。下半年物价可能回升。央行超量平价续做 4 月到期 MLF，LPR 已经连续 8 个月“按兵不动”。本月 MLF 资金的净投放量仅为 200 亿元，为近段时间以来的最低水平，这也体现出央行对于信贷合理、平稳增长的把握。一季度政治局会议召开，此次会议将重点研判当前经济形势，并为今年后三个季度宏观政策定下基调。海外方面，市场普遍预期美联储将在下周的政策会议上加息，欧央行多位官员也发表鹰派讲话，议息前市场较为谨慎。目前，债市主线还是围绕政策及基本面预期，在政策偏稳，经济内生动能继续修复的情况下，随着二季度经济复苏有所提速，债市预计节后将出现拐点，短期债市将维持震荡走势。还需密切关注五一期间消费复苏情况，另外警惕流动性大幅收紧对债市情绪的影响。

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