

## 多因素利好推升债市走强 “短多长空”思路对待

## 宏观经济/国债

## 内容提要:

- ◆ 近期国债期货连续走高,受到经济修复速度有所放缓以及低通胀环境的支撑,随后多头止盈离场迹象明显,期债上行动力消退,5月的最后几个交易日,风险事件推升避险情绪,同时权益市场连续调整,“股债跷跷板”效应显现,期债重拾上行。整体来看,短券表现强于长券,跨月之际资金依然偏暖提振短券小幅向好,而经济刺激预期再起压制长券走势。
- ◆ 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。
- ◆ 目前公布的经济数据显示,修复动能放,今年各个指标同比增速存在低基数效应,主要是由于去年同期供需两端指标均大幅走弱,通过观察两年平均增速以及环比增速的季节性分位数,供给端,工业生产动能衰减。需求端,出口和内需修复减弱,其中,固定资产投资增长明显转弱,消费增长边际放缓。疲弱内需影响下,CPI通胀加速下行,信贷走势转弱。
- ◆ 一季度货政报告明确后续货币政策“总量适度,节奏平稳”,且更多关注存量结构性工具对微观主体的支持成效,预计后续结构代替总量发力、而宽货币力度不及去年的格局将延续。当前经济金融修复的内生动能仍偏弱,此情形下,货币政策仍需保驾护航,短期内货币政策不具备收紧流动性的前提,但资金面也不会过于宽裕。
- ◆ 地方债方面,近期部分省份新一批新增地方政府债券限额下达,各地也正在陆续公布今年获得的新增债务限额。今年以来,地方债早发快发特征明显,新一批新增地方债额度下达,会在稳当前经济恢复、稳未来预期增强方面发挥重要作用。
- ◆ 目前外围金融体系风险犹存,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。
- ◆ 短期来看,经济结构性复苏和低通胀环境对债市基本面具有支撑,期债仍有小幅上行空间,但需注重短期调整压力,市场等待新变量出现,维持“短多长空”思路对待。

## 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

债市主线围绕政策基本面预期 警惕节后出现拐点

2023-04-28

外部变量影响加大期债利多反应逐渐钝化

2023-03-31

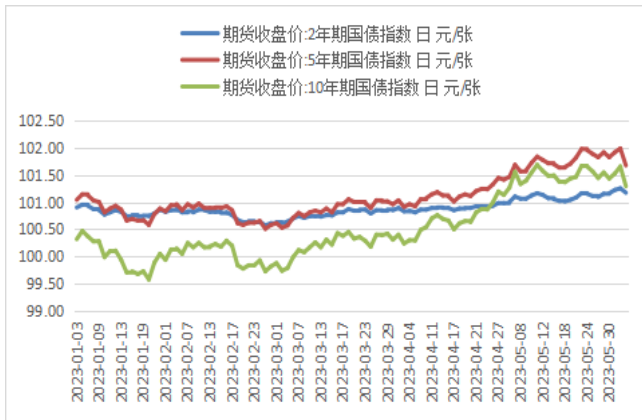
资金面主导债市波动期债反弹空间有限

2023-03-03

## 第一部分国债期货行情回顾

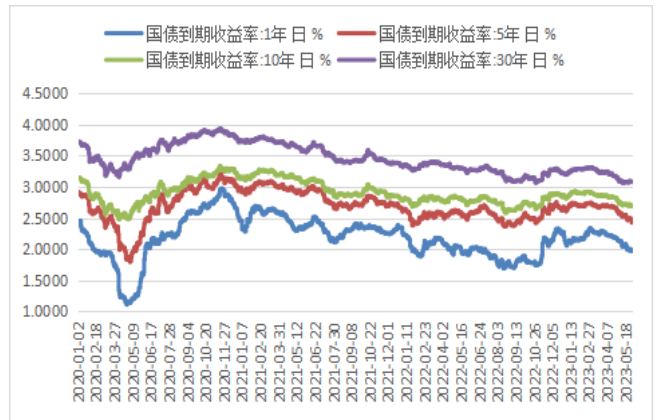
近期国债期货连续走高，受到经济修复速度有所放缓以及低通胀环境的支撑，随后多头止盈离场迹象明显，期债上行动力消退，5月的最后几个交易日，风险事件推升避险情绪，同时权益市场连续调整，“股债跷跷板”效应显现，期债重拾上行。整体来看，短券表现强于长券，跨月之际资金依然偏暖提振短券小幅向好，而经济刺激预期再起压制长券走势。

图 1. 国债期货强势上行



资料来源：IFind 新纪元期货研究

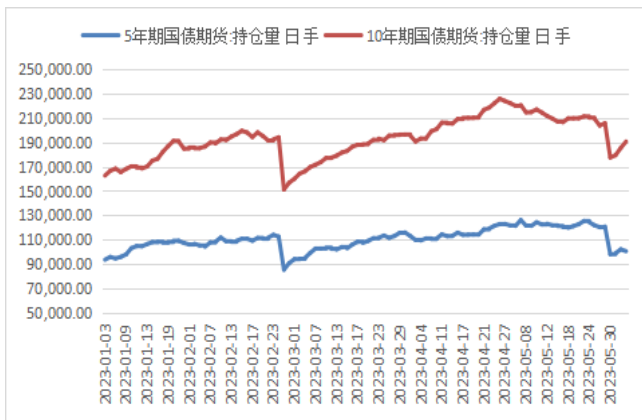
图 2. 国债到期收益率重心下移



资料来源：IFind 新纪元期货研究

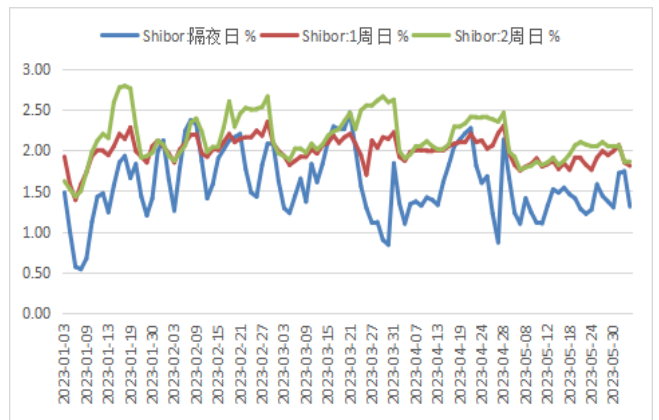
资金面来看，目前看市场对于跨月预期仍较为平稳，为呵护市场跨月流动性，本周央行增加逆回购投放数量。随着长假临近，回购资金的期限被动拉长，资金面波动幅度有所放大，但在央行适度加码逆回购投放的护航下，整体上月末流动性难现大波澜。

图 3. 5 月末多头止盈现象显著



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 4. Shibor 有所下行



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) 经济修复减速

公布的经济数据显示，修复动能放缓。今年各个指标同比增速存在低基数效应，主要是由于去年同期供需两端指标均大幅走弱，通过观察两年平均增速以及环比增速的季节性分位数，供给端，工业生产动能衰减。需求端，出口和内需修复减弱，其中，固定资产投资增长明显转弱，消费增长边际放缓。疲弱内需影响下，CPI 通胀加速下行，信贷走势转弱。

#### 1、制造业 PMI 继续放缓

5月，中国制造业采购经理人指数（PMI）较上月下降0.4个百分点至48.8%，连续三个月下降且创五个月新低。统计局表示，我国经济景气水平有所回落，恢复发展基础仍需巩固。生产指数和新订单指数分别为49.6%和48.3%，比上月下降0.6和0.5个百分点，制造业市场需求仍偏弱，抑制企业产能释放。化学原料及化学制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业指数均位于45.0%以下的低位景气区间，产需明显回落。海外影响因素看，全球经济下行压力加大，外需持续回落，地缘政治关系紧张，制造业回流、我国出口需求受到影响。国内来看，需求恢复持续放缓，房地产市场恢复动能偏弱，上下游产业链拉动效应减弱，对制造业景气度的改善造成了限制。往后看，制造业景气度接下来几个月仍将处于较低水平，外需乏力以及国内房地产市场边际走弱都将对制造业形成制约。

非制造业 PMI 方面，5月，中国非制造业商务活动指数录得54.5%，比上月下降1.9个百分点。其中，建筑业商务活动指数为58.2%，比上月下降5.7个百分点。服务业商务活动指数为53.8%，比上月下降1.3个百分点，服务业在“五一”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。从市场预期看，业务活动预期指数为60.1%，今年以来始终保持高位景气区间，且调查的全部行业均位于扩张区间，服务业企业对市场恢复发展持续看好。

#### 2、工业增加值表现偏弱

4月份规模以上工业增加值表现偏弱。主要受需求不足拖累，4月份规模以上工业增加值同比增速较3月份增加1.7个百分点，主要是去年同期低基数所致。剔除基数效应，4月份两年复合同比增长1.3%，较3月份下降3.2个百分点，反映出工业生产边际走弱明显。主要受两个方面的影响，首先民间投资持续低迷，1-4月份同比仅增长0.4%，对工业生产有所制约；其次年初产能集中释放后，经济内生动能偏弱，叠加外需偏弱，需求不足导致工业企业主动去库，进一步拖累工业生产。未来一段时间，国内经济复苏动能可能持续偏弱，叠加海外需求不足，工业企业主动去库存周期仍在，工业企业生产同比增速或走弱，但政策发力和需求逐渐恢复对工业企业生产形成一定支撑。

### 3、消费复苏斜率有所放缓

消费增速暂时回落，4月社会消费品零售总额四年平均增速回落1.3个百分点至3.5%。主要受两个方面因素影响，首前3个月消费的快速恢复在一定程度上透支了未来的消费，另外当基数效应较强时，统计误差可能导致消费增速波动较大。这两个因素的影响均是短期的。5月份以来国内疫情有所扩散，这可能对服务消费略有抑制。从中长期趋势来看，我国消费仍存在较大的修复空间。预计短期消费增速大体低位稳定，下半年消费有望进一步修复。

### 4、固定资产投资动能放缓

4月份固定资产投资当月同比增速回落0.9个百分点至3.8%，房地产与基建投资增速回落较为显著。1-4月固定资产投资同比增长4.7%，明显低于预期值5.2%和前3月增速5.1%；其中，4月份同比增长3.8%，增速较3月份回落0.9个百分点。

4月制造业同比增速继续回落，2022年下半年以来，在政策性金融工具、增设专项再贷款、融资利率下行等多重政策扶持下，企业扩产意愿出现明显好转迹象。不过，自年初以来，随着出口下行，叠加工业企业盈利增速快速走低，企业扩产意愿受到压制。2023年4月，制造业投资单月同比增速5.3%，相对于3月的6.2%继续小幅回落。从环比增速来看，4月制造业投资环比增速-7%，低于历史同期(2016-2019年)表现的-5%。分行业来看，4月电气机械、汽车、电子设备、化工投资同比增速较高，是制造业投资的主要拉动项，指向当前制造业复苏的核心驱动力依然是产业升级。

基建投资增速有所回落，但依然保持较高景气度。2023年4月广义基建和狭义基建投资单月同比增速均为7.9%，均小幅低于一季度表现。横向与经济其余部门对比，基建投资依然维持较高景气度。今年，专项债发行节奏保持前置，1-4月新增专项债发行1.6万亿元，完成全年发行额度41%，较去年同期的35%进一步加快。从投入领域来看，专项债重点支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性安居住房等重点领域、重大项目建设，进一步带动扩大有效投资。后续，预计政策性开发性金融工具将继续加量，维持基建景气度。

4月房地产销售修复遇阻，区域分化加剧。4月商品房销售面积同比下跌11.8%，高频数据中30个大中城市商品房销售面积同比增长70.4%，两者再次出现明显的背离。5月高频数据显示，30个大中城市商品房销售面积持续放缓。4月房地产开发投资当月同比下滑7.2%，较上月扩大1.3个百分点，而新开工、施工、竣工面积当月同比增速分别为-28.3%、5.8%、37.3%，较上月变动0.7、-0.6、5.2个百分点，当前地产政策进入平稳期，在缺少增量刺激政策时，当前房价和土地溢价企稳后的改善均较弱。

### 5、出口动能放缓，进口仍有压力

4月，以美元计价，出口当月同比8.5%，前值14.8%；进口当月同比-7.9%，前值-1.4%；贸易差额902亿

美元，前值 882 亿美元。

出口增速虽然有所回落，但仍超市场预期。4月当月出口增速虽然较前值回落 6.3 个百分点，市场预期 6.4%，外需仍然呈放缓的趋势，全球主要发达经济体制造业 PMI 仍然位于荣枯线以下。另外出口在积压订单集中释放后自然回落，3月环比的超季节性以及4月环比的弱于季节性需要结合起来看待。最后从累计同比的视角来看，前4月出口增速 2.5%，仍表现相对韧性。分国来看，出口增速有所分化。对美国、欧盟以及日本的出口增速有所改善，对东盟出口的增速有所回落。这种差异主要是因为出口产品结构的不同，以及基数影响。

进口仍然较弱。进口低于预期。明显低于预期的-0.1%，同时弱于季节性。4月进口环比-9.8%，弱于近5年均值的-1.6%，若同样以两个月的复合环比增速来看，-27.4%仍然弱于近5年均值的-25.9%。总体来看，进口维持相对偏弱的趋势，这也与政治局会议对经济的判断是“好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足”相一致。结构上看，机电产品的拖累依然较大，自2022年3月起机电产品进口增速持续为负，或受国产替代化的持续影响。

往后看，在海外整体需求温和走弱的背景下，二三季度基数走高或显著拉低出口增速。进口受内外需两方面因素影响，叠加价格走弱，增速或持续低迷，但实际进口有望随内需逐渐修复。

## （二）金融数据转弱

4月新增社融 1.22 万亿元，较去年同期多增 2873 亿元，低于市场预期。4月社融存量同比增长 10.0%，较上月持平。4月社融规模低于市场预期，4月信贷低于预期反映出政策调整后实体经济内生融资需求的快速下滑，客观上前期积压的融资需求已在一季度过早释放，但各项经济数据共同指向的复苏强度不足仍是主要症结，在信贷节奏平稳的目标判断下，后续货币政策仍有空间；居民中长贷回落至历史最低水平，显示出目前居民购房信心仍呈现摇摆，在当前经济呈现弱复苏、青年就业率达到历史次高的情况下，居民对于未来收入预期还难以支持居民持续加杠杆，后续需关注地产销售情况。

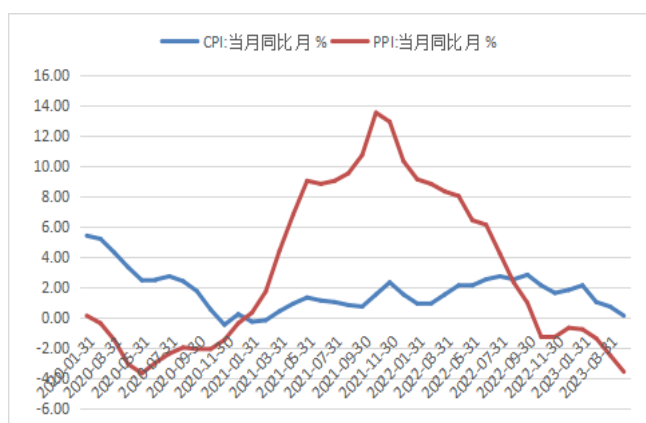
社融低于预期，人民币贷款为主要拖累。4月社融各分项中，表内融资同比多增 1256 亿元，表外融资同比少减 2029 亿元，直接融资同比少增 982 亿元。4月表内人民币贷款新增 4431 亿元，同比多增 815 亿元，一季度天量社融后4月表内贷款降温属于预期内，一方面4月 PMI 数据指向景气度收缩，另一方面4月票据利率持续回落。表外融资同比少减 2029 亿元，其中委托贷款、信托贷款同比多增显示出表外融资对于地产持续提供资金支持，未贴现银行承兑汇票呈现少减，环比大幅下降主要由于4月票据融资回升较多。直接融资中企业债融资新增 2843 亿元，修复强度有限。政府债券融资新增 4548 亿元，环比减少 1474 亿元，显示出稳增长力度有所减弱。

人民币贷款环比大幅下降，一方面是一季度贷款需求过早过快释放的客观反映，另一方面也反映出政策调整后实体经济内生融资需求的不稳定性。虽然政策由前期加大力度调整为精准有力，但在弱复苏的环境下，居

民去杠杆意愿强烈，企业加杠杆力度有限，内生融资需求仍然不足。

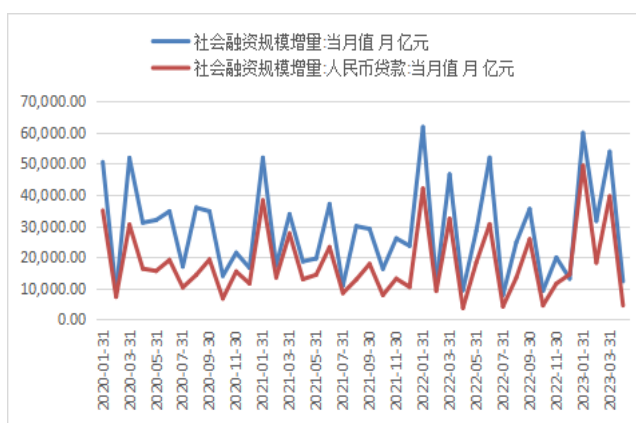
M2-M1 剪刀差收窄。4月M2同比增长12.4%，较上月下降0.3个百分点；M1同比增长5.3%，较上月下降0.2个百分点；M0同比增长10.7%，较上月下降0.3个百分点。4月M2-M1剪刀差收窄至7.1%，M2-社融同比剪刀差缩窄至2.4%，主因在于居民存款大幅下降，导致M2增速下降。

图 5. 物价较为低迷



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 社融低于预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

### (三) 物价整体低迷

4月CPI继续走弱，消费品价格低迷，非食品价格对总体价格依然形成拖累，食品价格拖累更多。4月CPI环比-0.1%，同比+0.1%（前值0.7%），再次低于市场预期的0.4%。4月猪肉价格持续下跌、鲜菜、鲜果价格季节回落，4月CPI食品项同比+0.4%，较前值2.4%回落幅度较大。受国际原油价格波动影响，国内成品油价格小幅回调。4月核心CPI环比+0.1%，同比+0.7%，与前值持平，仍在低位徘徊。其中，旅游、交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿等出行类服务价格有所回升，交通工具、家用器具等可选耐用品价格持续回落。

4月PPI环比-0.5%，同比-3.6%（前值-2.5%），低于市场预期-3.3%，PPI继续寻底，工业品价格跌多涨少，工业企业盈利持续承压。进入二季度，经济复苏斜率有所放缓，建筑建材需求不及预期，煤炭、钢材、水泥等国内定价品种价格均有所回落。4月份OPEC+突发减产影响，原油价格有所回升，但海外银行危机事件导致衰退预期加剧，4月下旬原油价格又开启了震荡回调。美联储加息预期降温，铜等有色金属受益于低库存水平价格保持稳定。

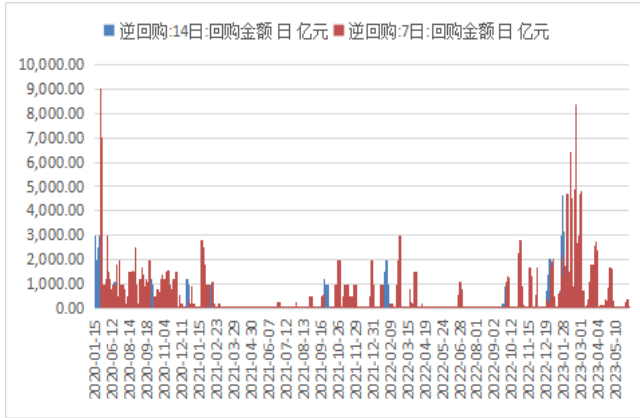
4月物价数据低于市场预期，往后看，内需的修复尚需时日，物价的低迷为货币政策宽松打开了空间，流动性短期内不会收紧。

## 二、货币政策灵活精准

资金面方面，5月市场资金整体平稳，月末市场资金面略有收紧，随后央行公开市场净投放小幅增量维稳，流动性重回宽松态势，资金面分层现象也有所缓解，波动弱于季节性水平。6月来看，根据央行历年同期

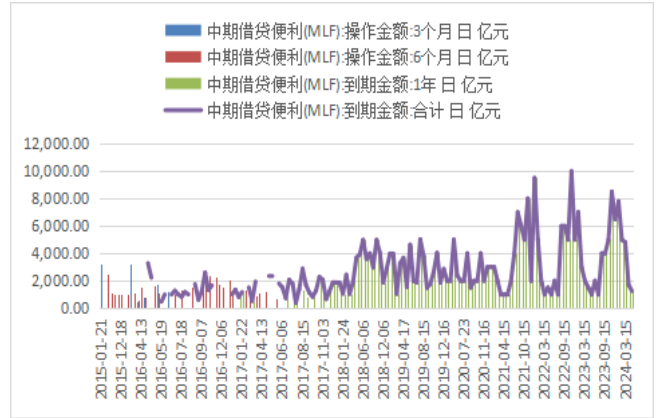
操作看，央行投放总体呈现“削峰填谷”，维稳季末流动性，MLF方面多表现为等量续做或超量续做，对应从资金面看，6月资金面通常维持平稳均衡。一方面跨季因素影响下央行对应会加大货币投放，维护流动性平稳，另一方面6月是财政支出大月，也会对流动性形成补充，还需关注季末流动性分层现象。

图7：逆回购投放缩量



资料来源：IFind 新纪元期货研究

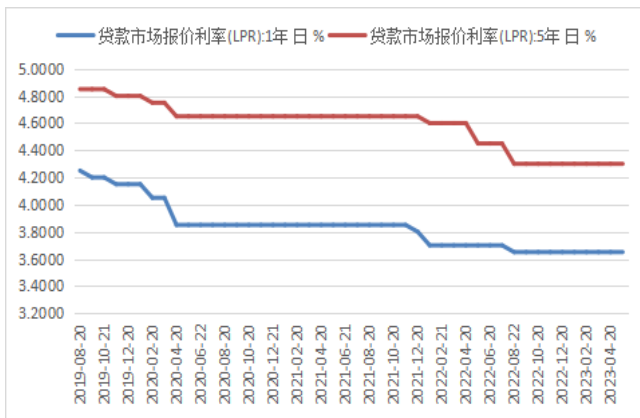
图8：MLF投放金额平稳



资料来源：IFind 新纪元期货研究

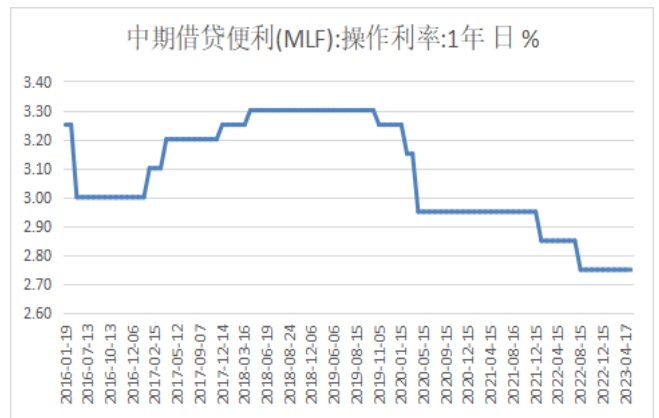
5月MLF未降息，且延续小幅超额续作方式，LPR报价基础未发生变化，降息预期落空，5月贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%。自2022年8月LPR非对称性下调以来，LPR已经连续9个月“按兵不动”。贷款利率下行至历史低位，银行息差压力较大，近期存款利率调降与利率上限调整未能支持LPR达到最小下调步长。一季度货政报告明确后续货币政策“总量适度，节奏平稳”，且更多关注存量结构性工具对微观主体的支持成效，预计后续结构代替总量发力、而宽货币力度不及去年的格局将延续。当前经济金融修复的内生动能仍偏弱，此情形下，货币政策仍需保驾护航，短期内货币政策不具备收紧流动性的前提，但资金面也不会过于宽裕。

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

地方债方面，近期部分省份新一批新增地方政府债券限额下达，各地也正在陆续公布今年获得的新增债务限额。今年以来，地方债早发快发特征明显。截至5月29日，地方政府新增债（包含新增一般债和新增专项债）发行规模达到22109.77亿元；地方政府债券（包含一般债与专项债）发行规模已达到34503.88亿元，新一批新增地方债额度下达，会在稳当前经济恢复、稳未来预期增强方面发挥重要作用。

### 四、外围风险事件频发

#### 1、债务上限危机暂时平息

6月1日，美国国会参议院以63票赞成，36票反对的结果通过债务上限相关法案。按照程序该法案将在美国总统拜登签字后生效。美国参议院多数党领袖民主党人舒默称：“美国避免了违约，终于可以松口气”，市场情绪受到提振，避险情绪降温，目前市场对于6月美联储将会暂停加息的预期再度回升，费城联储主席哈克认为，至少应该跳过6月份的加息，然后密切关注数据，以评估是否需要进一步的政策收紧，并且需要在整个2023年维持紧缩水平，总体上看，外围金融体系风险犹存，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，还需保持密切关注。



## 第三部分国债期货市场展望

经济修复动能放缓，供给端工业生产动能衰减，需求端出口和内需修复减弱。疲弱内需影响下，CPI 通胀加速下行，信贷走势转弱。近期股市出现显著下跌，市场全面降温，源于市场对复苏持续性的担忧，“股债跷跷板”效应显现。海外方面，美国债务上限危机暂时平息，市场情绪受到提振，避险情绪降温，另外美联储将会暂停加息的预期再度回升，外围金融体系风险犹存，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，还需保持密切关注。当前货币政策维持稳健中性基调，短期降息的可能性不大，6月资金面将维持平稳均衡，但仍需关注央行公开市场操作情况，警惕季末流动性对债市的影响。汇率方面，美元对人民币汇率再次破7，经济环比增速放缓，复苏不及预期，导致汇率的下行。短期来看，经济结构性复苏和低通胀环境对债市基本面具有支撑，期债仍有小幅上行空间，但需注重短期调整压力，市场等待新变量出现，维持“短多长空”思路对待。

## 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