

## 关注政策落地有效性 期债操作需谨慎

## 内容提要:

- ◆ 7月期债走势整体偏强，创阶段新高，降息落地后，市场政策预期偏强，但随着时间推移，市场逐步调低政策预期，助推债市上行。近日，重要会议落地，债市围绕政策预期博弈，债市波动放大。
- ◆ 7月中旬资金面波动加大，宽松局面显收敛，随后公开市场继续加码净投放，月末银行间资金市场情绪整体稳定，跨月在即资金面仍未见涟漪，表明当前流动性总量充足，同时政治局会议为下一段货币政策维持宽松定调，市场乐观预期支撑下资金还将维持舒适状态。
- ◆ 上半年我国经济增长总体不及预期。经济修复进程主要受三方面因素的拖累，首先是房地产投资在低基数下收缩加剧，其次是出口下行幅度超预期，最后消费修复动能明显放缓。当前经济增长的主要支撑仍在于基建和制造业投资。
- ◆ 今年上半年，在精准有力基调下资金价格全面出现调降，二季度公开市场操作由紧转松二季度以来经济修复动力有所减弱，货币政策精准有力，共进行1次全面降准、1次降息操作，并于6月末表示增加再贷款再贴现额度2000亿。
- ◆ 7月下旬以来，国内各项政策密集发布，积极发力国内经济运行重点领域。月中央行官员就存量房贷进行表态，上周中共中央、国务院发布民营企业的支持政策，同时国常会提到城中村改造，7月24日中央政治局会议召开。
- ◆ 下半年地方债市场来看，三季度再融资债券到期规模较大，地方债三季度将迎来发行高峰，地方债发行利率仍将保持下行，地方政府仍将继续加强债务管理。
- ◆ 美联储在7月议息会议宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5.25%到5.50%之间，这也是美联储6月暂停加息一次后再次重启加息，符合市场预期。本轮加息接近尾声，此次是否是本轮加息的终点，以及何时开启降息引起了市场的高度关注。
- ◆ 长期来看，当前经济仍偏弱、对债市仍有支撑。短期来看，政治局会议略超预期，但市场情绪消化已经节本消化，期债追涨需谨慎，还需关注稳增长预期下的空头机会。

## 宏观经济/国债

## 葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

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

三季度政策面主导 债市等待方向性指引

2023-06-30

多因素利好推升债市走强  
“短多长空”思路对待

2023-06-05

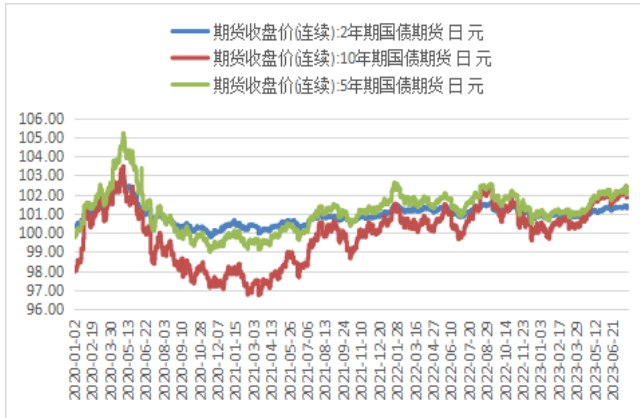
债市主线围绕政策基本面预期 警惕节后出现拐点

2023-04-28

## 第一部分国债期货行情回顾

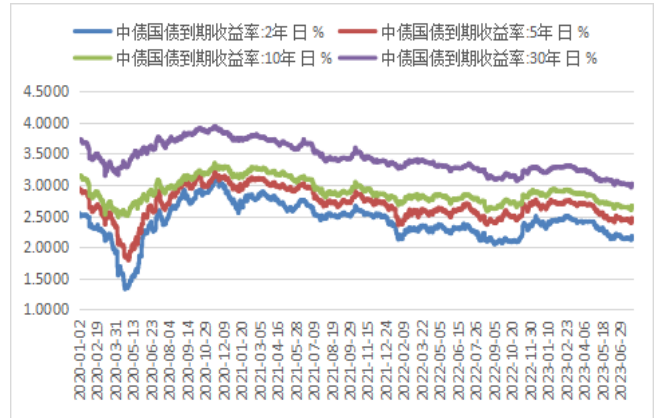
7月期债走势整体偏强，创阶段新高，降息落地后，市场政策预期偏强，但随着时间推移，市场逐步调低政策预期，助推债市上行。随后，重要会议落地，债市围绕政策预期博弈，“股债跷跷板”效应增强，债市波动放大。

图 1. 国债期货震荡上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

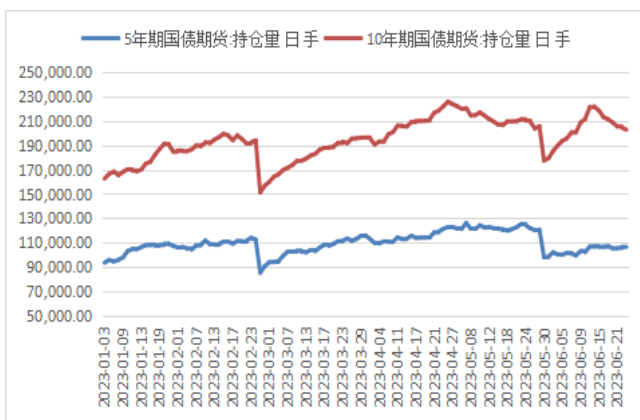
图 2. 中债国债到期收益率重心下移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

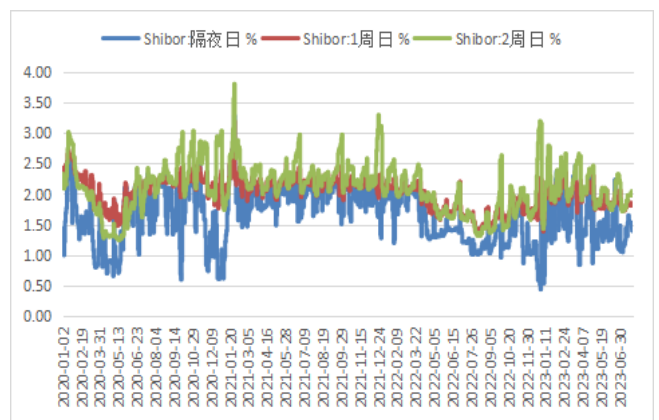
资金面方面，7月中旬资金面波动加大，宽松局面显收敛，随后公开市场继续加码净投放，月末银行间资金市场情绪整体稳定，跨月在即资金面仍未见涟漪，表明当前流动性总量充足，同时政治局会议为下一段货币政策维持宽松定调，市场乐观预期支撑下资金还将维持舒适状态。

图 3. 持仓量有所缩量



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) 经济弱复苏

上半年我国经济增长总体不及预期。GDP 同比增长 5.5%，其中最终消费支出在低基数下高增长，对 GDP 增长的贡献率达 77.2%。2023 年二季度 GDP 增长 6.3%，较前值上升 1.8 个百分点，不及预期 7.1%。环比增长 0.8%，符合预期，前值 2.2%。受到低基数的提振，二季度 GDP 同比增速从一季度的 4.5% 反弹至 6.3%，整个上半年同比增长 5.5%，比一季度加快 1.0 个百分点，但由于疫后复苏已见放缓，二季度经济增长承压，环比增速下滑。经济修复进程主要受三方面因素的拖累，首先是房地产投资在低基数下收缩加剧，其次是出口下行幅度超预期，最后消费修复动能明显放缓。当前经济增长的主要支撑仍在于基建和制造业投资。

#### 1、生产增速回升

工业改善符合季节性，服务业景气度有望回升。2023 年 6 月工业增加值同比增速从 5 月的 3.5% 回升至 4.4%，超过预期的 2.5%，经季调修订后，6 月工业增加值月环比增速较 5 月的 0.6% 略上行至 0.7%。6 月工业增加值同比在高基数下仍回升，环比和过去 10 年同期相比处于中等水平。受需求不足的影响，工业产销率降至历年同期新低。分行业看，以煤炭、钢铁等为代表的上游行业明显改善，汽车制造业依然延续较高景气度。服务业生产指数两年同比 2023 年以来首次出现改善，在暑假出行的带动下，有望延续较高的景气度。

#### 2、消费小幅复苏

旅游旺季叠加极端天气影响，消费一定程度上有所改善。6 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，虽然较 5 月明显回落 9.6 个百分点。若剔除基数效应，两年平均增速较 5 月小幅回升 0.55 个百分点至 3.1%。消费的改善主要来自于端午假期叠加暑假，家庭出行意愿较强。从消费类型看，可选消费出现较为明显改善，其中化妆品、金银珠宝等可选消费两年平均增速分别为 9% 和 5.5%，均较上月出现明显改善。同时，受厄尔尼诺现象影响，持续的高温带动居民对于空调、风扇等类型的家电消费增多。

#### 3、基建及制造业投资保持韧性，地产投资继续走弱

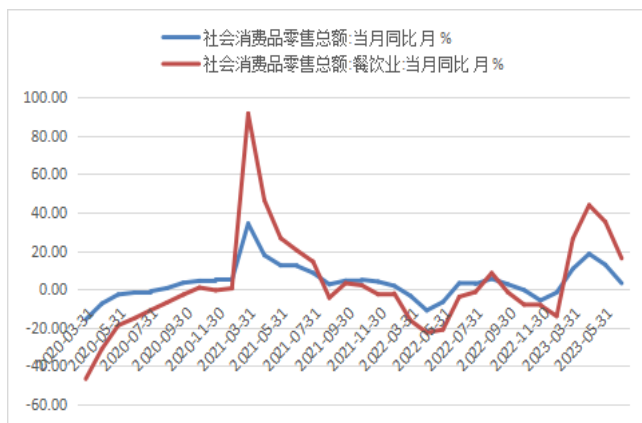
2023 年上半年，全国固定资产投资(不含农户)243113 亿元，同比增长 3.8%(前值 4%)较上月继续走弱。其中，民间固定资产投资 128570 亿元，同比下降 0.2%。分产业看，第一产业投资 5152 亿元，同比增长 0.1%；第二产业投资 74839 亿元，增长 8.9%；第三产业投资 163123 亿元，增长 1.6%。总的来看，固定资产投资增速继续小幅走弱。基建投资增速保持一定韧性。

6 月基建投资保持韧性，以电力、热力、燃气及水生产和供应业方面为主。6 月狭义基础设施投资(不含电热水)同比增长 7.2%(前值 7.5%)，较上月小幅回落，但广义基础设施投资同比增长 10.7%(前值 10.1%)。其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 27%。此外，铁路运输业投资增长 20.5%，水利管理业增长 9.6%，均给基建投资带来较强支撑。往后看，在经济复苏放缓背景之下，基建作为稳增长的主要抓手，或将继续保持韧性。

制造业投资增速持平，部分高质量行业投资仍具韧性。6月制造业投资同比增长6%，与上月持平。分行业来看，由于库存去化速度较快，当前库存偏低，化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业投资维持较高增速，分别为13.9%(前值15.9%)和14.2%(前值6.5%)。此外，部分高质量行业依旧保持较高投资增速，高质量发展仍将作为重点任务，后续或出台更多针对高质量发展政策。

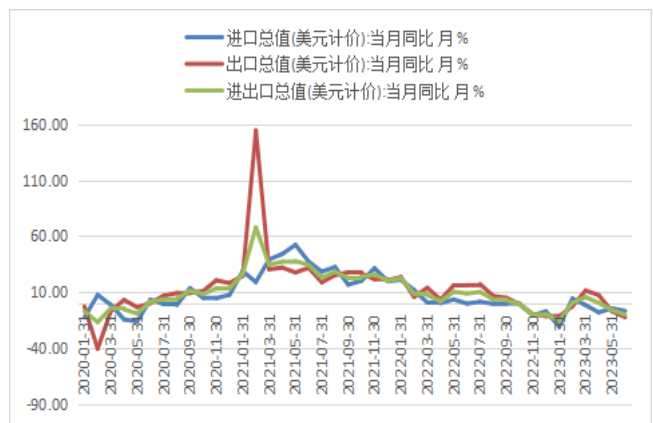
地产投资继续走弱，2023年1-6月份，全国房地产开发投资58550亿元，同比下降7.9%(前值下降7.2%)。根据分项来看，房地产新开工、施工面积当月同比增速均为负增长，分别为-31.35%和-30.34%(前值分别为-28.48%和-36.35%)。虽然“保交楼”政策继续发力，但竣工面积已经出现回落迹象，单月同比增速15.24%(前值24.52%)，后续支撑力度或进一步走弱。同时需求侧继续下行，6月商品房销售面积当月同比增速继续下行8.4个百分点至-28.1%。地产供需均继续走弱，后续下行风险犹存，但考虑低基数因素，下半年降幅有望收窄。

图 5. 消费有所改善



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 出口动能继续偏弱



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

#### 4、进出口继续承压

以美元计价，2023年6月出口金额同比-12.4%，低于预期-10.2%，前值为-7.5%，6月进口金额同比-6.8%，低于预期-3.8%，前值为-4.5%。

6月出口总体呈现量价齐跌，价的影响大于量的影响。分商品来看，劳动密集型产品均价降幅较大，而机电产品均价相对坚挺，手机、集成电路、家用电器均价同比增速基本保持稳定的同时出口总额增速继续提升。汽车延续上半年亮眼表现，均价同比增速超出去年同期。运价方面，6月出口集装箱运价指数由月初930.97继续下行至895.72，多数地区运输需求增长动力不足，主要航线市场运价走低，仅澳新、波红航线小幅上涨。

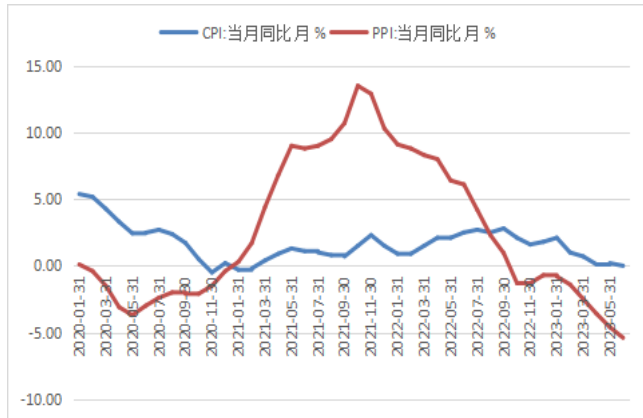
6月进口继续低于预期，但结构较5月有很大程度上的变化。能源类煤、原油、成品油、天然气总体价跌量升。国内产量充足和下游需求疲软等多重因素叠加，铜铁矿砂、钢材、未锻轧铜及铜材进口增速下降，机电产品、高新技术产品、集成电路增速下行有所放缓，但机床进口增速大幅下降。汽车(包括底盘)、汽车零部件、飞机同比增速保持增长。

我国出口同比延续负增长，进口持续疲弱。短期内，我国出口或因外需疲弱逐步凸显和高基数而有所



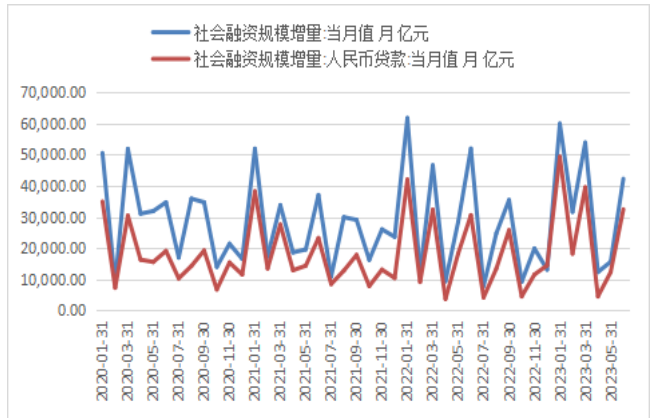
承压，随着基数效应影响的趋弱，四季度出口同比增速或能有所好转。

图 7. 通缩风险显著上升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8. 社融数据表现不及预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

## (二) 社融信贷表现超预期

6月新增社融4.2万亿，预期3.2万亿。社融存量同比9%，低于预期9.1%，连续两月下行。新增人民币信贷3.05万亿，高于预期2.38万亿。

社融方面，社融增量比5月及6月有明显好转，6月显著高于季节性表现，但较去年同期同比少增9859亿元。主要受到政府债券的拖累，政府债同比少增10828亿元，今年政府债发行节奏相对平稳，去年政府债发行主要集中在6月份，给今年带来了超高基数。其他方面，社融口径下人民币信贷，6月新增32365亿元，同比多增1825亿元；外币贷款减少191亿元，同比少减100亿元。直接融资方面，6月企业债融资净增加2360亿元，同比多增14亿元。6月股票融资新增701亿元，同比多增112亿元。非标融资方面，6月减少902亿元，同比多减760亿元。

信贷方面，新增信贷较5月及6月也有明显好转，明显高于季节性表现，较去年同期同比多增2296亿元。其中居民新增中长贷相较5月及6月有明显好转，6月略高于去年同期，恢复至接近季节性表现的水平。企业端信贷的绝对值不低，但是需要注意的是，中长期贷款余额同比首次出现下滑，中长期信贷脉冲出现连续两月下行。具体来看，居民端，6月住户贷款增加9639亿元，同比多增1157亿元。企业端，6月新增企业贷款22803亿元，同比多增687亿元。

货币供给方面，M0同比小幅回升0.2个百分点至9.8%，但是M2广义货币同比回落0.3个百分点至11.3%。M2-M1剪刀差，扩大1.3个百分点至8.2%，存款活化比例有所下降。M2同比的下降，主要因为货币派生强度不足，信心不足是根本原因，全社会预期的实体投资回报率依然较低，经济活力有待恢复，6月BCI企业投资前瞻指数显著。存款方面，财政存款显著低于季节性表现，与近月宏观经济景气度下降导致财政收入下降，但财政支出仍然保持平稳有关。

## (三) 物价数据继续探底

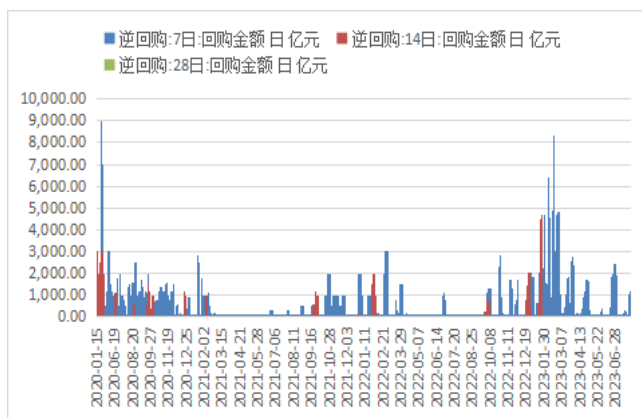
内需持续疲弱叠加经济重启脉冲效应消散，6月物价数据继续探底。CPI同比增速0，预期0.1%，继

续逼近通缩：环比增速-0.2%，连续第五个月为负。PPI 同比增速-5.4%，预期-5.0%，跌幅连续第六个月走阔；环比增速-0.8%，连续第三个月下跌。

CPI 持平于去年同期，同比增速较上月回落 0.2 个百分点。从分项表现看，CPI 同比走势的支撑因素主要在鲜菜、鲜果和服务价格，前期弱勢的能源、商品价格拖累加大。食品价格是 CPI 的重要支撑。受 4 月中旬寒潮、6 月以来高温多雨天气的影响，6 月鲜菜、鲜果价格走势偏强，猪肉价格低位震荡，三者影响力较大，助力食品 CPI 环比强于季节性均值。服务价格表现平稳。6 月居住、家庭服务、交通工具使用和维修等价格较上月略有上行；医疗保健、教育服务、邮递服务、通讯服务等价格持平于上月。不过，前期偏强的旅游价格环比下跌，存在一定拖累。工业消费品价格下行对 CPI 的拖累加大。一方面，能源价格继续下行，对 CPI 同比的拖累较上月增加 0.22 个百分点，受近期国际油价下跌、去年同期基数抬升的共同影响。另一方面，商品价格继续下跌。受“618”促销活动等因素影响，6 月扣除能源的工业消费品 CPI 环比下降 0.3%，同比降幅扩大至-0.5%。各分项中，家用器具、交通工具环比跌幅较大，衣着和通讯工具价格小幅调整；仅中药价格偏强，受到药材涨价成本推升的影响。

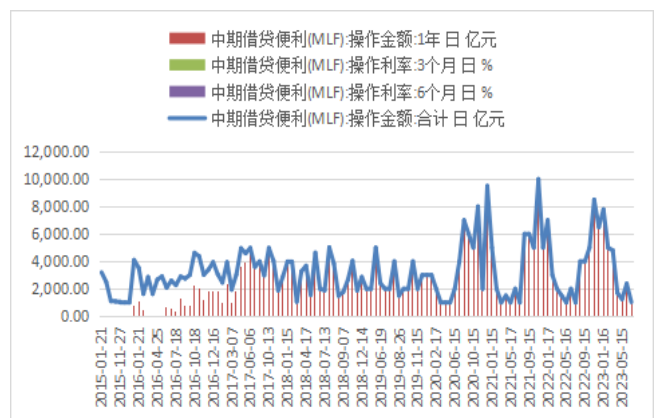
PPI 同比增速较快下跌。2023 年 6 月，PPI 同比跌幅扩大 0.8 个百分点至-5.4%。分行业看，PPI 环比收缩 0.8 个百分点的主要原因在于：石化产业链价格普遍调整。国际原油价格中枢下移，化工品成本端压力减缓，而需求端弱勢运行。石化板块对 6 月 PPI 环比增速的拖累达 0.26 个百分点。黑色及建材价格继续下跌，基建地产相关需求处于低位。房地产投资以保交楼和竣工为主要特征，但其动能在 5 月已边缘走弱。基建投资持续托底相关工业品需求，但 6 月前期项目逐步完工、局部新开工项目需求尚不足以弥补完结减量，高温多雨天气对建筑施工进度也构成一定扰动。黑色及建材板块对 6 月 PPI 环比增速的拖累约 0.49 个百分点。多地优化调整电价机制，水电燃气板块对 6 月 PPI 环比增速的拖累约 0.07 个百分点。中下游需求依然偏弱，有色金属、装备制造、下游消费制造板块对 6 月 PPI 环比增速的拖累共 0.12 个百分点。

图 8：逆回购投放平稳



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 10：MLF 增量续作



资料来源：IFind 新纪元期货研究

往后看，PPI 同比或已触底，CPI 在 7 月可能继续探底。CPI 方面：7 月 CPI 同比增速有可能进一步下探，原因在于猪肉和鲜菜价格走势存在“错位”。不过，去年 8 月至 12 月 CPI 环比从高于季节性转为持

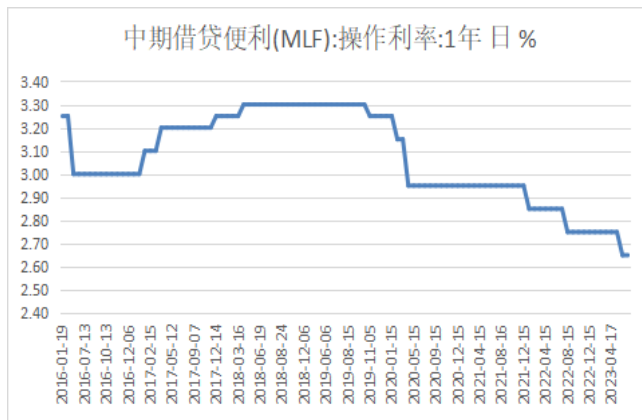
续低于季节性。若今年下半年内需能够持续企稳，CPI 同比增速有望逐步回升。PPI 方面：近期大宗商品期货价格有先行企稳迹象。结合翘尾因素判断，6 月可能是 2023 年内 PPI 增速的低点，下半年 PPI 同比跌幅有望逐步收窄。

## 二、货币政策灵活精准

今年上半年，在精准有力基调下资金价格全面出现调降，二季度公开市场操作由紧转松二季度以来经济修复动力有所减弱，货币政策精准有力，共进行 1 次全面降准、1 次降息操作，并于 6 月末表示增加再贷款再贴现额度 2000 亿；公开市场操作方面，央行超额续作 MLF 到期，逆回购整体净回笼资金。6 月 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 跟随政策利率下调，促进实体融资成本进一步下行。

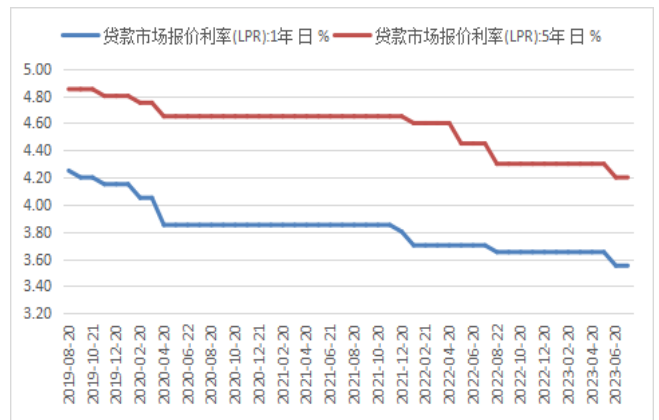
7 月 MLF、LPR 均保持不变，6 月 MLF 及 LPR 报价刚刚下调，因此 7 月报价持稳符合市场普遍预期。7 月 LPR 报价持稳不会影响三季度实体经济融资成本持续下降，当前的重点是在 6 月两个期限品种 LPR 报价分别下调 0.1 个百分点的基础上，充分发挥 LPR 报价改革效能，引导实际贷款利率进一步下调。8 月流动性来看，8 月存在一定流动性缺口，但流动性压力可控。预计跨季结束后 DR007 很可能再度回落至政策利率下方。

图 11: MLF



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

图 12: LPR 利率未变



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

## 三、政策预期逐步落地

7 月下旬以来，国内各项政策密集发布，积极发力国内经济运行重点领域。月中央行官员就存量房贷进行表态，上周中共中央、国务院发布民营企业的支持政策，同时国常会提到城中村改造。7 月 24 日中央政治局会议召开，会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，提振市场预期。会议对当前经济形势的表述比较客观，指出“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，同时指出“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”。

在宏观政策方面，会议表示“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，较 4 月份政治局会议新增了“加强逆周期调节”的表述，删去了“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”的表述，意味着后续财政、货币政策出台力度有

望加大。结合6月央行降息操作，预计后续的货币政策在总体有力的基础上，结构性宽松趋势将延续，不排除后续继续降准降息的可能。

#### 四、利率债供给压力

截至7月21日，今年地方债共计发行47500.79亿元，其中新增债28689.42亿元（新增一般债4572.14亿元，新增专项债24117.28亿元），再融资债18811.37亿元（再融资一般债12733.68亿元，再融资专项债6077.68亿元）。

2023年上半年地方债发行有以下特别，首先稳增长压力下降，地方债发行规模、净融资规模均出现回落，新增债券发行节奏低于去年，主要投向仍为基础设施领域；其次再融资债券发行规模大幅上升，特殊再融资债券无发行；再次地方债收益率曲线总体下行，但平均收益率相比去年下半年上行；最后债券期限继续拉长，地方政府以时间换空间。截至7月21日，共有22个省市披露2023年7-9月地方债发行计划，披露总额共计19400亿元。其中，新增债券11052亿元，再融资债券8348亿元；一般债券6242亿元，专项债券13158亿元。

截至7月21日，共有22个省市披露2023年7-9月地方债发行计划，披露总额共计19400亿元。其中，新增债券11052亿元，再融资债券8348亿元；一般债券6242亿元，专项债券13158亿元。

下半年地方债市场来看，三季度再融资债券到期规模较大，地方债三季度将迎来发行高峰，地方债发行利率仍将保持下行，地方政府仍将继续加强债务管理。

#### 五、美联储加息落地

美联储在7月议息会议宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5.25%到5.50%之间，这也是美联储6月暂停加息一次后再次重启加息，符合市场预期。自去年3月以来，美联储累计加息11次，累计加息525个基点。美联储将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，而对美国国债和MBS持仓的减持速度将保持不变，即每月减持600亿美元美债与350亿美元抵押支持证券(MBS)

本次会议声明并未提供重要的增量信息与前瞻指引，大部分重申6月措辞，表示委员会将继续评估更多的信息及其对货币政策的影响，会考虑货币政策紧缩的累积效应、货币政策对经济和通胀的滞后影响以及经济和金融发展的变化情况，将以2%的长期通胀目标综合做出利率决议。本轮加息接近尾声，此次是否是本轮加息的终点，以及何时开启降息引起了市场的高度关注。

### 第三部分 国债期货市场展望

海外方面，美联储加息25个基点，这也是美联储6月暂停加息一次后再次重启加息，符合市场预期。外汇方面，央行与外管局上调企业和金融机构跨境别资宏观审慎调节参数，稳汇率意图明显，短期人民币大幅升值。

国内方面，上半年经济数据不及预期，二季度6月出口、投资、消费等经济指标同比仍较弱，但社融贷款分项数据环比出现好转迹象。经济数据再次印证当前经济仍是弱现实、实际下行压力仍大，货币政策大概率延续宽松局面。政治局会议落地，后续行情或将依赖于基本面的演化，政策落地的有效性仍需观



察，

7月LPR报价持稳，MLF操作利率保持不变，同时6月两个期限品种的LPR报价均有所下调，因此LPR报价持稳符合市场普遍预期。资金面方面，月末银行间资金市场情绪整体稳定，央行公开市场逆回购小幅增量操作，主要回购利率波动不大。

长期来看，当前经济仍偏弱，对债市仍有支撑。短期来看，政治局会议略超预期，但市场情绪消化已经节本消化，期债追涨需谨慎，还需关注稳增长预期下的空头机会。

## 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