

三季度政策面主导 债市等待方向性指引

内容提要:

- ◆ 今年上半年债市意外走牛，六月随着降息预期落地，市场对于政策支持预期升温，债市冲高回落，但于央行 LPR 利率下调幅度低于预期，强预期尚未兑现，债市随之小幅反弹。
- ◆ 二季度，资金面整体维持较为宽松态势，虽然资金面受到税期、月季末以及假期等因素影响，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，整体上流动性并未出现太大波澜。
- ◆ 2023 上半年，经济整体延续修复趋势，一季度需求有所恢复，二季度需求逐步走弱。具体来看，地产销售疲弱，投资增速持续下行，出口中枢较去年下移，消费总体持续修复，但 5 月以来消费出现走弱迹象。受总需求较弱影响，上半年通胀持续走低。
- ◆ 总的来看，尽管一定程度上受“开门红”的干扰，5 月社融数据反映信贷需求相对偏弱，一方面印证了经济环比动能正在走弱，另一方面也打开了政策想象空间。
- ◆ 5 月 CPI 环比继续受到食品价格拖累，五一假期后旅游相关价格亦出现回落。PPI 环比下行受到主要工业品价格下行的影响，同比则继续受到基数因素的拖累。
- ◆ 6 月在央行行长易纲重提“逆周期调节”之后，政策利率调降快速落地，OMO、MLF 以及 LPR 利率相继下调 10 个基点。随着利率市场化改革的推进，利率传导逐渐形成了“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的机制。
- ◆ 今年以来地方债发行节奏“先快后慢”，目前总体进度不快。从发行体量来看，年初地方债净融资体现节奏前置，但进入 5 月后有所放缓。
- ◆ 海外鹰派紧缩预期升温，短期市场可能面临“衰退+鹰派紧缩”的双重风险，避险情绪对债市存在支撑。
- ◆ 短期来看，降息预期已经兑现，市场等待更多方向性指引，债市仍存调整压力。三季度看，政策面将成为期债主要交易逻辑，需关注各部委对宽财政、稳增长工具部署的相关表述，以及资金面情况。

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 持有人，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

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

外部变量影响加大期债利多

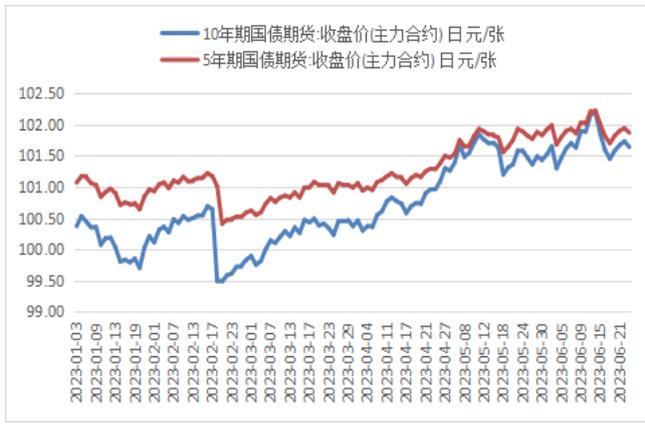
反应逐渐钝化

2023-03-31

第一部分国债期货行情回顾

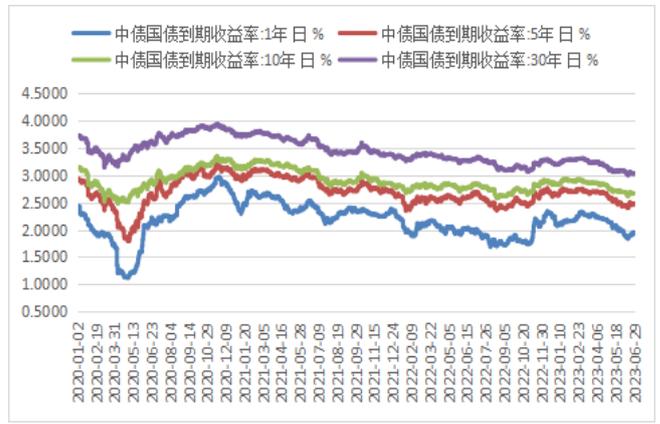
今年上半年债市意外走牛，2023 年初基本面出现了稳步改善的趋势，但由于此前市场对于稳增长的预期较高，从稳增长预期到基本面的映证过程中，存在略不及预期的情况。政府工作报告对今年经济增长目标定调偏向保守。货币政策整体偏中性，央行虽然引导资金利率回归政策利率，但资金面也没有趋势性收紧。一季度债市在现货不弱的背景下，期债受基差保护支撑。三月随着降准落地，海外银行风险事件影响，金融市场情绪依然不稳，避险情绪攀升，国债期货迎来了一波修复性行情。

图 1. 国债期货震荡上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

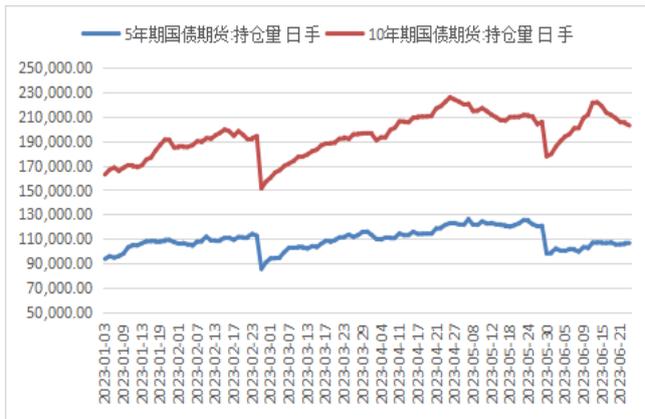
图 2. 中债国债到期收益率重心下移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

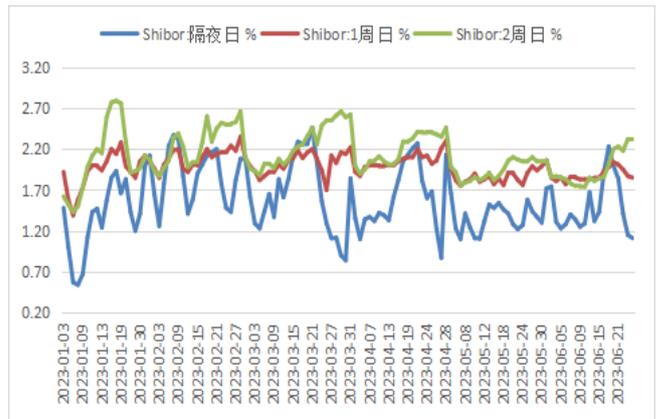
四月国债期现货市场均震荡走暖，月中公布的经济数据向好利空债市，但期债继续走强，市场对于基本面数据利好已消化，四月票市场降温，“股债跷跷板”效应显著，同时，30 年国债合约新上市，债市资金流入有所增加。五月末，风险事件推升避险情绪，同时权益市场连续调整，“股债跷跷板”效应显现，期债继续上行。

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

六月随着降息预期落地，市场对于政策支持预期升温，债市冲高回落，但于央行 LPR 利率下调幅度低于预期，强预期尚未兑现，债市随之小幅反弹。

二季度，资金面整体维持较为宽松态势，虽然资金面受到税期、月季末以及假期等因素影响，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，整体上流动性并未出现太大波澜。

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

2023 上半年，经济整体延续修复趋势，一季度需求有所恢复，二季度需求逐步走弱。具体来看，地产销售疲弱，投资增速持续下行，出口中枢较去年下移，消费总体持续修复，但 5 月以来消费出现走弱迹象。受总需求较弱影响，上半年通胀持续走低，CPI 和 PPI 均处于低位，在国际国内需求均偏弱的环境下，我国经济修复较为曲折。往后看，随着一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，以及货币政策进一步支持，经济复苏形势有望延续。

1、工业生产不及市场预期

5 月工业增加值同比增长 3.5%，较上月回落 2.1 个百分点，但四年平均增速为 4.3%，较上月小幅回升 0.3 个百分点，季调后的环比增速也由负转正。需求拉动有限，企业盈利也有所承压，工业生产缺乏足够上行动能，叠加 5 月低基数效应减弱，生产持续放缓，仍处去库阶段。三大门类中采矿业及制造业增速有所回落，电力、燃气及水的生产和供应业同比则与上月持平。

2、消费小幅不及预期

5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，四年平均增速仅为 3.5%，略好于 4 月 0.1 个百分点，仍不及今年一季度的水平。其中，商品消费有所回升、同比 10.5%，两年复合 2.3%、较上月回升 0.2 个百分点；餐饮收入明显走弱、当月同比 35.1%，两年复合 3.2%、较上月回落 2.2 个百分点。分行业看，通讯器材、汽车、中西药品两年复合同比改善较多，家用电器、石油制品和服装鞋帽等行业边际明显走弱。城镇消费修复对社零的贡献延续回升，网上消费继续保持较高增速、或与 618 等网购活动开启有关。

3、投资增速超预期回落

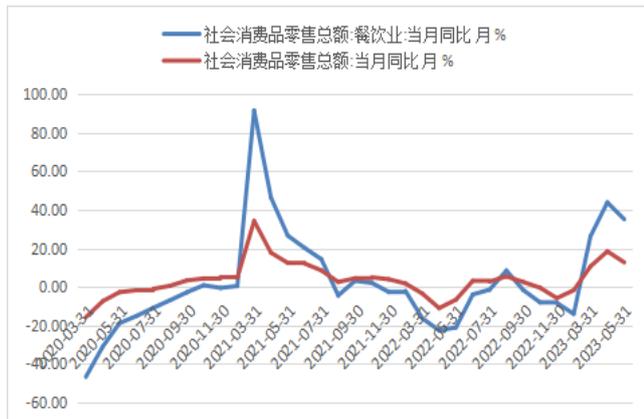
5 月，固定资产投资环比改善 0.11%、2 月以来首次转正。其中，基建投资重回两位数增长，指向稳增长再度加力；制造业投资延续回落，中游装备制造投资韧性强、部分下游行业投资边际好转；房地产投资延续低迷，竣工端明显走弱、新开工延续疲软、商品房销售面积再度转负。

基建投资维持高韧性，5 月基建投资累计增速 7.5%，前值 8.5%，快于全部投资增长。分行业来看，电热水供应行业投资高增，但公共设施及及交运建筑行业投资回落明显，导致广义基建投资和基建投资（不含电力）走势出现分化。今年财政具有前置发力的特征，后续随着专项债新增额度的使用完毕，需关注政策性金融工具或其他政策工具是否落地形成资金接力。

房地产投资延续低迷，5月房地产投资当月同比-10.2%、降幅较4月扩大3个百分点。其中，竣工明显走弱、当月同比24.5%，两年复合-7.5%、较上月回落16个百分点；新开工延续疲软、当月同比-28.5%，两年复合-35%、降幅较上月收窄1.2个百分点。商品房销售面积再度转负、当月同比-2.7%，两年复合-18.7%、降幅较上月收窄1.3个百分点。近期OMO利率和MLF利率均下调10个基点，LPR利率降息概率增加，对地产销售将起到一定利好，这也意味着新一轮稳增长政策周期有望开启，对经济起到提振作用。

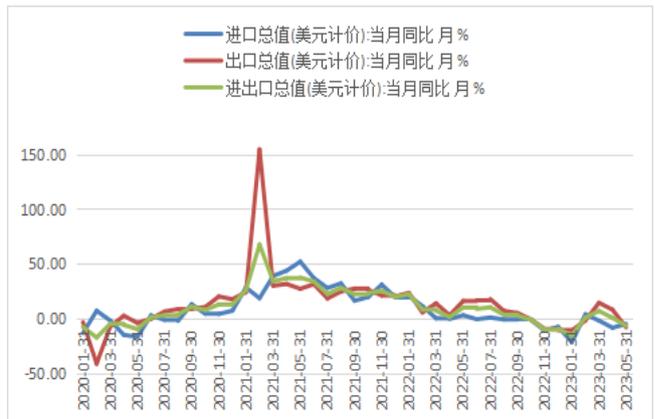
制造业投资相对稳定，当月同比5.1%，相比上月小幅回落。分行业看，电机、运输设备、化学、及汽车等行业固投增速相对较高，医药制造业及金属制品业投资增速为负。根据今年最新财政收入数据，一般公共预算收入和税收收入同比增速提高，留抵退税对于制造业的支持出现明显退坡；同时，工业企业营收未出现明显改善。在政策支持放缓、企业收入预期不足的背景下，预计6月制造业投资持续小幅回落的概率较大。

图 5. 消费有所回落



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 6. 进出口数据处于阶段性底部



资料来源：IFind 新纪元期货研究

4、外需承压出口景气度回落

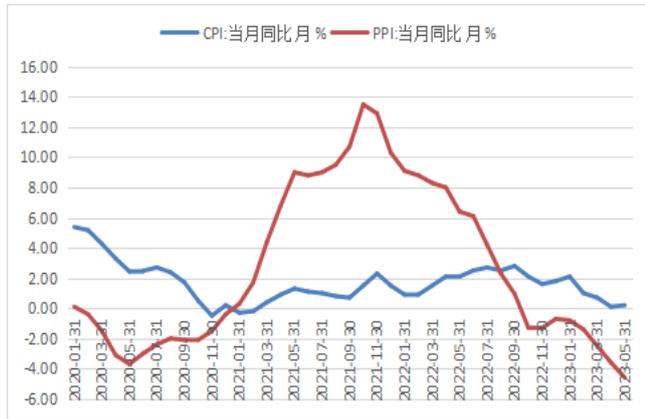
按美元计价，5月我国进出口总值5011.9亿美元，同比下降6.2%。其中，出口2835.0亿美元，同比下降7.5%，市场预期增0.1%；进口2176.9亿美元，同比下跌4.5%，预期降7.5%；贸易顺差658.1亿美元，同比下降16.1%。

2023年5月出口增速的超预期下行，一方面来自于同期基数的快速抬升，另一方面也反映出在前期积压订单释放完毕后，我国出口或已重新回到外需主导的逻辑。5月我国对美国、欧盟和东南亚等主要贸易伙伴的出口当月同比增速，均较4月下行10个百分点以上，劳动密集型产品、工业品当月同比增速也已再度转负。随着二、三季度基数压力的持续抬升，叠加全球高利率环境下外需的继续收缩，我国出口短期或将延续负增长。出口下行压力的明显缓解，或需等待四季度后基数效应的改善。但与此同时，我国出口向新伙伴、新动能的逐步切换，以及稳外贸政策的持续发力，仍有望对出口增速形成一定支撑。

进口方面，在基数压力较小、价格下行趋缓和需求温和修复共同支撑下，5月进口同比降幅小幅收窄，但后续仍有下行压力。分产品来看，重点商品进口降幅普遍收窄。医药、纸浆等消费品进口仍然保持

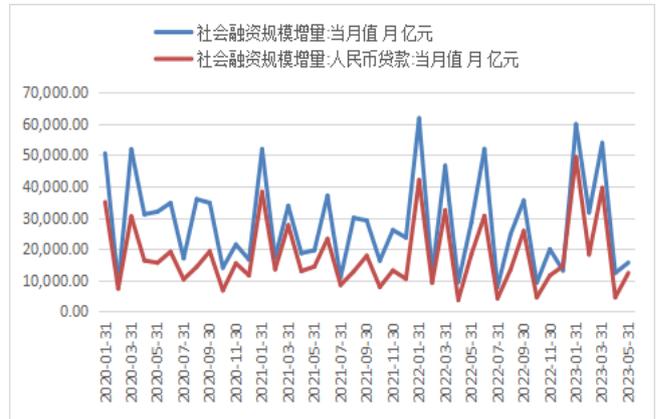
正增长，铜、钢材等工业品进口 5 月当月同比降幅仍在 10% 以上，但降幅普遍较 4 月有所收窄；汽车、集成电路等制成品进口 5 月当月同比降幅仍在 20% 左右，汽车进口 5 月当月同比降幅较 4 月收窄 13 个百分点。

图 7. 通胀回落



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) 社融增速放缓

5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元；人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元；人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元。5 月末，社会融资规模存量为 361.42 万亿元，同比增长 9.5%；人民币贷款余额 227.53 万亿元，同比增长 11.4%；广义货币 (M2) 余额同比增长 11.6%；狭义货币 (M1) 余额同比增长 4.7%。

社融同比少增，社融-M2 增速持续修复。5 月新增社融 1.56 万亿，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元。分项来看：信贷融资（社融口径）较上月大幅回升，不过同比少增；直接融资方面，企业端债降股增，政府债券融资同比收缩，表外非标融资持续修复，信托贷款表现活跃。总体来看，需求不足叠加高基数影响，且非标融资修复有限，导致社融总量新增同比少增。

居民贷款由负转正，企业中长贷韧性十足。受到需求不足、高基数及一季度金融政策靠前发力等因素的影响，5 月金融统计口径人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元，不及市场预期的 1.45 万亿元。分项来看：居民贷款由负转正，短期贷款修复主要是受到假期消费推动，不过高频数据显示地产销售仍然低迷，中长期贷款修复主要是因为基数较低。企业端中长期贷款持续多增，韧性十足，表明企业信心进一步修复。

居民存款同比少增，财政存款增加。5 月人民币存款增加 1.46 万亿元；居民存款同比少增 2029 亿元，主要来自三方面影响，一是消费复苏，5 月非制造业 PMI 维持在景气区间、五一假期出游人数超越 2019 年，表明居民消费信心有所恢复，二是 2022 年底理财赎回潮影响逐渐褪去，部分资金重回理财，三是居民部门持续降杠杆，积极还贷。

M1 与 M2 负向剪刀差收窄。货币供应方面，5 月末 M2 同比增长 11.6%；M1 同比增长 4.7%；M0 同比增长 9.6%。5 月 M1 与 M2 同比增速负向剪刀差小幅收窄，反映出企业资金温和进入生产。

总的来看，尽管一定程度上受“开门红”的干扰，5月社融数据反映信贷需求相对偏弱，一方面印证了经济环比动能正在走弱，另一方面也打开了政策想象空间。

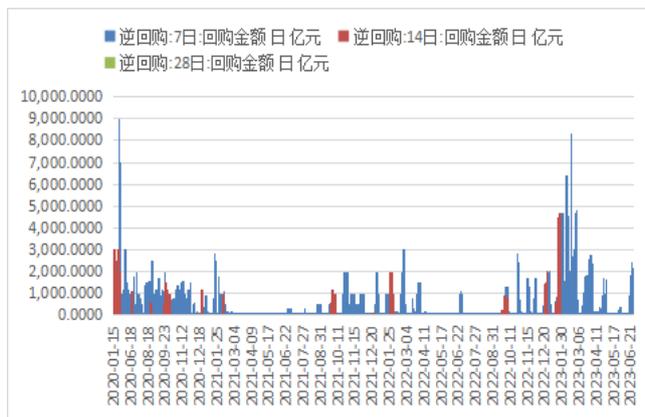
（三）CPI 小幅回升，PPI 同比回落

5月CPI同比小幅升至0.2%，环比为-0.2%。其中食品CPI环比回落0.7%，影响CPI下降约0.12个百分点，非食品CPI环比回落0.1%。食品项价格主要拖累项来自鲜菜价格。天气变暖，鲜菜供应充足，带动价格环比回落3.4%，较4月降幅收窄。猪价方面，5月猪肉CPI环比回落2%，进入6月，高频的猪肉平均批发价还在下行，从5月平均的19.45元/千克继续降至19.08元/千克（6月8日），由于仍在需求淡季，预计短期猪价或继续低位震荡。非食品CPI方面，旅游类价格涨幅仍然较高。假期后出行需求回落，飞机票和交通工具租赁费价格均下降7.2%，但飞机票、旅游和交通工具租赁费价格同比涨幅仍然有14.7%、8.0%和5.1%。演唱会等演出活动增加，电影及演出票价格环比上涨0.8%。整体上，5月服务CPI环比回落0.1%，符合季节性特征；核心CPI环比持平，同比小幅回落至0.6%，指向内需仍有进一步修复的空间。

5月PPI环比回落0.9%，带动同比降至-4.6%，PPI的同比负增长受去年基数偏高的影响较大。分行业来看，降幅最高的集中在黑色产业链上，煤炭采选PPI环比-5.2%，黑金冶炼环比-3.9%，非金属矿制品环比-0.1%，主要是煤炭、钢材、水泥等行业供应总体充足，但需求偏弱。油气化工行业价格则主要受到海外油价的拖累，5月海外油价波动较大，布伦特原油现货价从4月均值85.1美元/桶下行至75.7美元/桶，带动国内油气开采、化学制品等价格回落。另外，受益于娱乐出行的恢复，文教工美体育和娱乐用品制造业价格环比上涨0.5%，电力热力生产和供应业价格环比上涨0.1%。

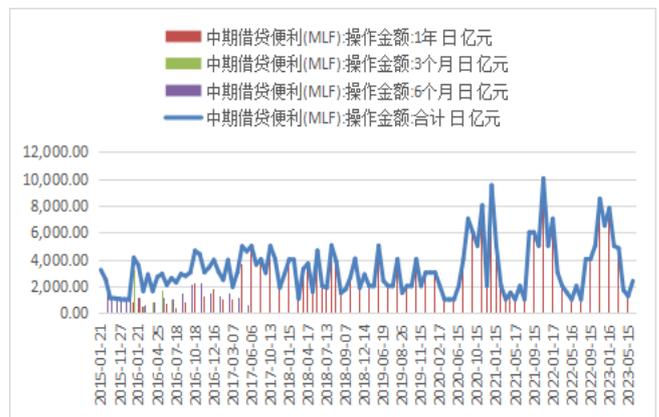
往后看，CPI同比短期或继续探底，最低点或出现在7月，之后年内持续回升，全年平均同比在0.8%左右。随着高基数效应的消退，PPI同比已进入探底阶段，PPI同比底部可能在5月或6月，高频数据显示6月见底的概率较大。

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

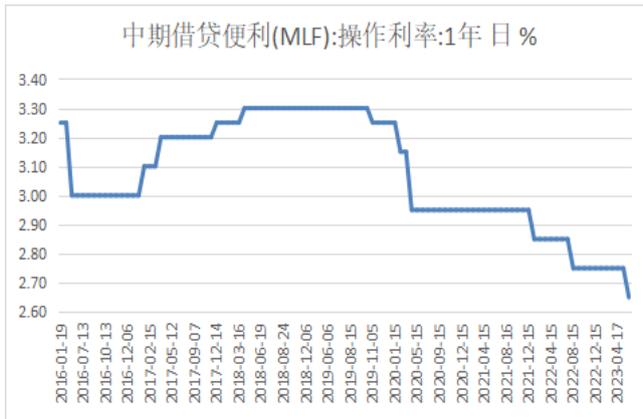
二、货币政策灵活精准

为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持

银行体系流动性合理充裕，中国人民银行于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），此次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。降准超出预期，显示央行货币政策仍保持宽松取向，且加量续作 MLF+全面降准有利于资金面压力缓和。

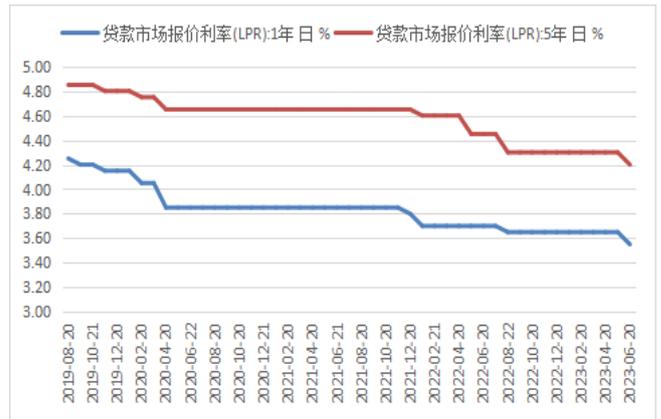
4 月份，MLF 及 LPR 均按兵不动。3 月降准落地后，MLF 超额续作幅度仅为 200 亿元，相较于 3 月 2810 亿元的宽幅净投放大幅收窄，一季度货政例会明确稳健的货币政策不再“加大力度”，并删去“逆周期调节”表述，结构性工具也不再强调“做加法”，指向未来宽货币力度或将有所回摆。

图 11: MLF 意外调降



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

图 12: LPR 利率下调



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。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 月在央行行长易纲重提“逆周期调节”之后，政策利率调降快速落地，OMO、MLF 以及 LPR 利率相继下调 10 个基点。随着利率市场化改革的推进，利率传导逐渐形成了“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的机制，在央行政策利率的下调下，市场利率整体下行，并带动了贷款利率的明显降低。

6 月下半月受税期等季节性因素影响，银存间 7 天期质押式回购利率稍有抬升。而临近季末，非银机构跨月资金价格上行幅度稍大，流动性出现分层迹象，但市场整体资金压力可控。7 月来看，存在一定的流动性缺口，但更多是季节性因素所致，较往年相比实际上整体偏友好。在机构跨季考核结束后，DR007 或在政策利率下方平稳运行。

三、利率债供给压力

今年以来地方债发行节奏“先快后慢”，目前总体进度不快。从发行体量来看，年初地方债净融资体现节奏前置，但进入 5 月后有所放缓。截至 6 月 23 日，共有 14 个省市披露 2023 年 7-9 月地方债发行计划，披露总额共计 11214 亿元。其中，新增债券 5337 亿元，再融资债券 5877 亿元；一般债券 4137 亿元，专项债券 7078 亿元。

截至 6 月 23 日，今年地方债共计发行 40723.00 亿元，其中新增债 25183.83 亿元（新增一般债

4054.56 亿元，新增专项债 21129.28 亿元），再融资债 15539.17 亿元（再融资一般债 10266.47 亿元，再融资专项债 5272.70 亿元）。在下达第二批额度以及地方预算调整完毕的基础上，三季度地方债发行有望再度放量。至于季度内的分布，要观察政策是否明确提出进一步加快发行的要求，预计发行节奏可能会有所前置。

四、欧美央行鹰派表态重新燃起

海外鹰派紧缩预期升温，美国消费端核心通胀粘性使得美联储将点阵图隐含终点利率提高至 5.6%，鲍威尔表示 23 年下半年或有两次 25 个基点加息，或使美联储官员在 7 月 12 日 6 月消费端通胀公布前持续释放鹰派加息信号，叠加美国经济增长和就业表现仍具韧性，美元指数走强。美国银行业通过压力测试，情况较为良好，仅的房地产贷款需要持续关注。欧央行主要官员更是表态 7 月加息已定（概率 92%），9 月加息可能性加大。短期市场可能面临“衰退+鹰派紧缩”的双重风险，避险情绪对债市存在支撑。

第三部分国债期货市场展望

基本面环境对债市形成利多，出口数据的超预期回落，通胀环比回落，在经济内生动能不足，且逆周期调节力度减弱的情况下，经济复苏斜率放缓，结构性问题凸显。居民消费意愿偏弱，企业面临利润整体偏弱，盈利压力较大的局面，并处在主动去库周期。6 月 13 日央行 7 天期逆回购利率下调 0.1 个百分点，同日各期限 SLF 利率有相同幅度下调，MLF 延续加量续作，加量幅度有所扩大，随后 20 日 LPR 报价跟进调整。随着利率市场化改革的推进，利率传导逐渐形成了“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的机制，在央行政策利率的下调下，市场利率整体下行，并带动了贷款利率的明显降低。

资金面来看，7 月来看，存在一定的流动性缺口，但更多是季节性因素所致，较往年相比实际上整体偏友好。海外方面：海外鹰派紧缩预期升温，鲍威尔表示 23 年下半年或有两次 25 个基点加息，欧央行主要官员更是表态 7 月加息已定（概率 92%），9 月加息可能性加大。短期市场可能面临“衰退+鹰派紧缩”的双重风险，避险情绪对债市存在支撑。

短期来看，降息预期已经兑现，国内经济复苏节奏放缓以及海外紧缩预期升温背景下，避险情绪有所升温，债市短期有所支撑，但仍存调整可能，追涨需谨慎。三季度来看，政策面将成为期债主要交易逻辑，债市仍需更多方向性指引，需关注各部委对宽财政、稳增长工具部署的相关表述，以及资金面变化情况。

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