



中国五矿

五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

关注政策发力带来的**逢低做多**机会

—— **国债**半年报2023/06/09

宏观金融组 蒋文斌

■ jiangwb@wkqh.cn

■ 0755-23375128

■ 从业资格号：F3048844

■ 交易咨询号：Z0017196



CONTENTS



五矿期货

1 半年度评估及策略推荐

2 房地产

3 出口

4 内需

5 政策展望

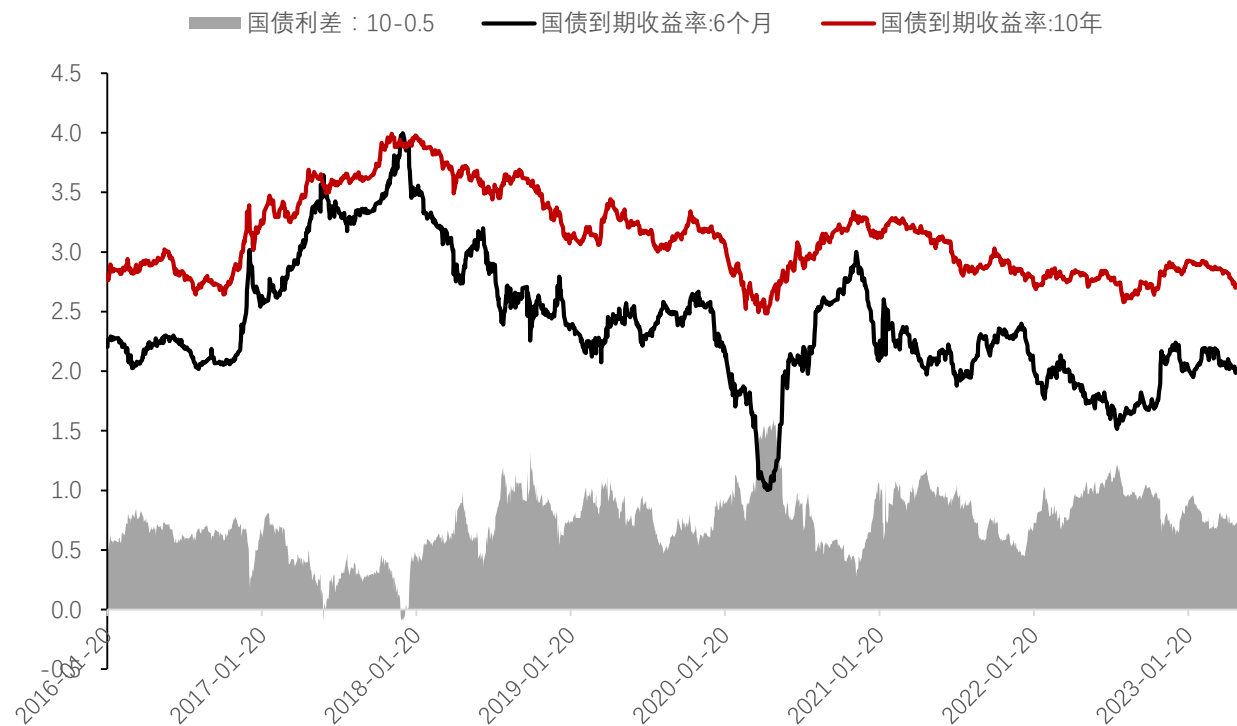
5 总结



1 半年度评估及策略推荐

- ◆ 经济：后疫情时代经济的复苏不及预期，一季度随着疫情期间积压消费的集中释放，经济迎来小复苏。进入四月份后，随着积压需求的释放完毕，主要经济数据回落。对于当下的国内经济，主要面临几个问题：1、房地产需求能否起来；2、出口数据能否稳住；3、内需能否改善。以上问题能否在下半年有所作为，关系着今年的宏观经济大局。
- ◆ 政策：实体经济几大部门，企业、居民及地方政府杠杆率处在高位，未来发力空间有限，中央政府将成为未来政策发力的主要部门，可能的政策有特别国债、量化宽松等。同时，政策在防风险，降低负债成本等方面有所作为，如降低负债成本、限制地方隐形债务规模及化解大型房地产企业风险等。同时国企改革未来的方向将是“聚焦主业，提质增效”，提高估值及增加效益是未来国企的发力点。
- ◆ 利率：去年影响利率的主要因素是疫情，而今年则是地产周期、人口及债务压力等长期因素。长远看我国利率走势大概率将震荡下行，中短期看则受到经济表现及政策预期的影响。截止到6月5日，我国十年期国债收益率为2.6950%，较去年末回落14.86BP。
- ◆ 策略：市场行情已基本反应经济的下行表现，短期国债表现将受到政策利多预期和经济数据表现的相互影响，预计以震荡为主。中长期看，关注政策利多后的逢低做多机会。

图1：国债收益率走势（%）



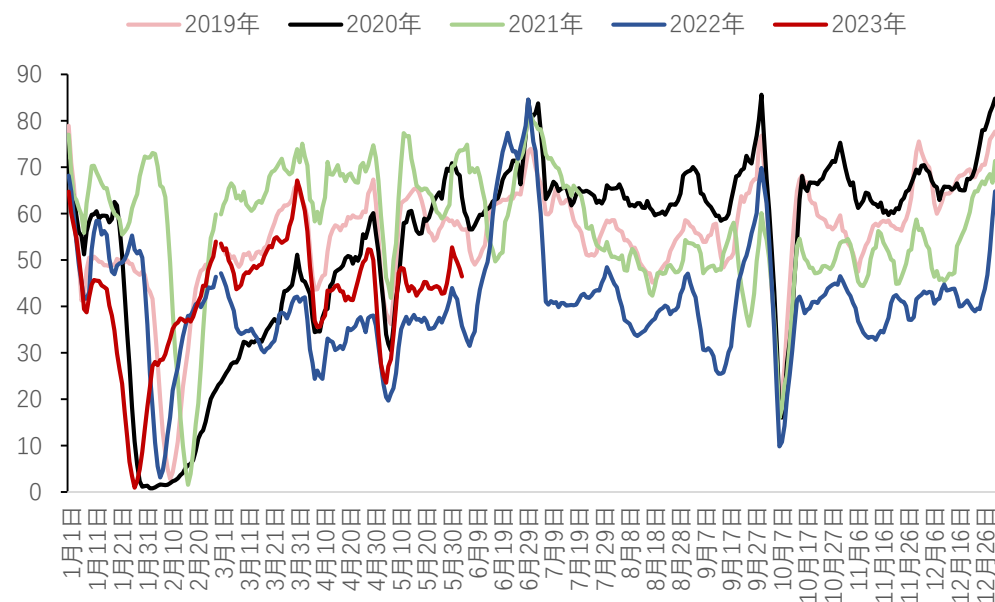
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

春节后至3月底，疫情期间积压的需求集中释放，经济进入小复苏阶段。进入4月份后，积压的需求释放完毕，经济出现迅速回落。从国债收益率走势看，10年期国债收益率接近去年疫情低点，而6个月的国债收益率明显高于去年低点，表明影响市场的是中长期因素。

2 房地产

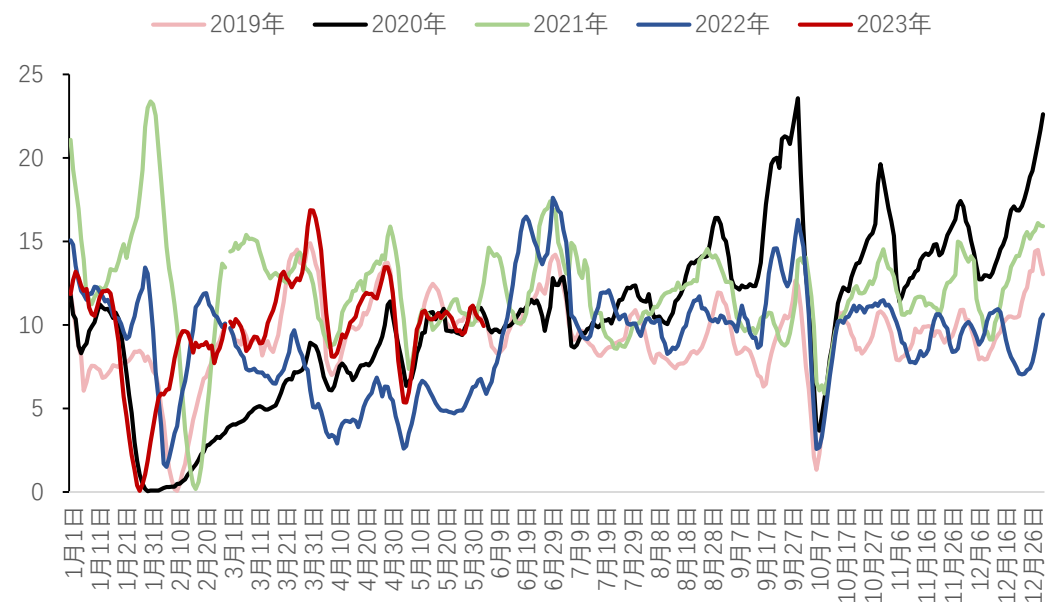
地产销售不及预期，城市间分化

图2：30大中城市销售面积（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：30大中城市销售面积—一线城市（万平）

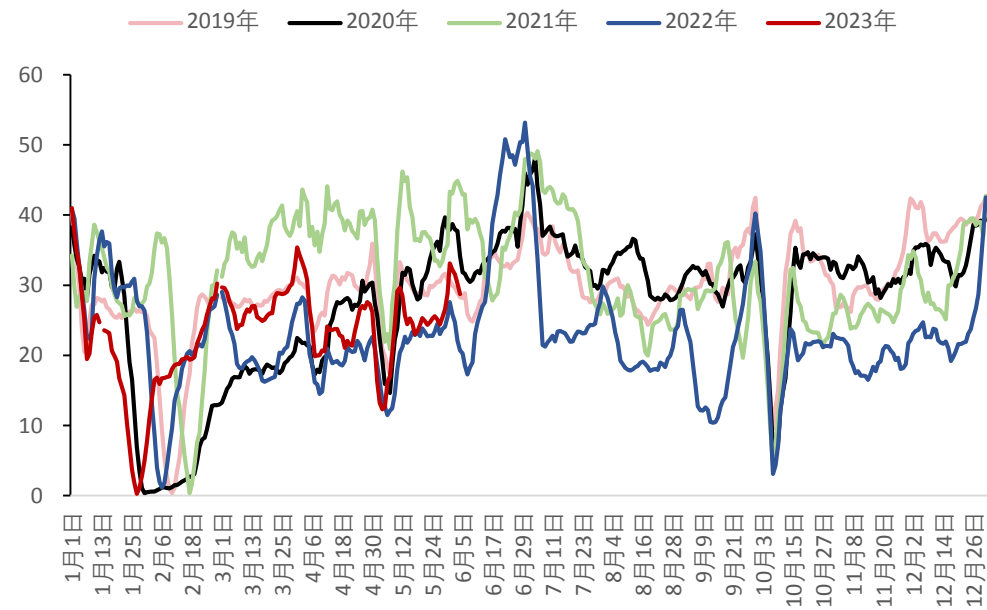


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、受春节后传统销售旺季及疫情期间积压需求集中释放的影响，房地产的销售在春节后至3月底出现了一波小阳春行情。但进入4月份后，随着积压需求的集中释放完毕，房地产销售数据出现了快速回落，4月份后的销售数据仅高于2022年。
- 2、不同的城市分化较大，一线城市的销售数据总体维持在过去五年的一个正常区间。但二三线城市的销售数据较差，二线城市数据仅好于2022年，而三线城市的销售数据在近期跌破2022年的低点，创近5年的新低。

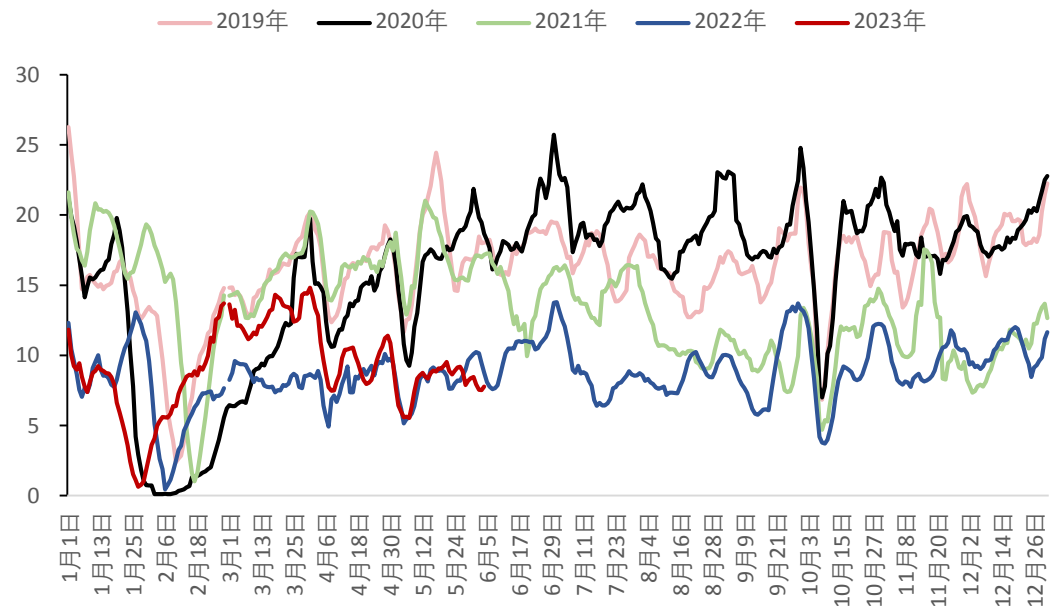
地产销售不及预期，城市间分化

图4：30大中城市销售面积-二线城市（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

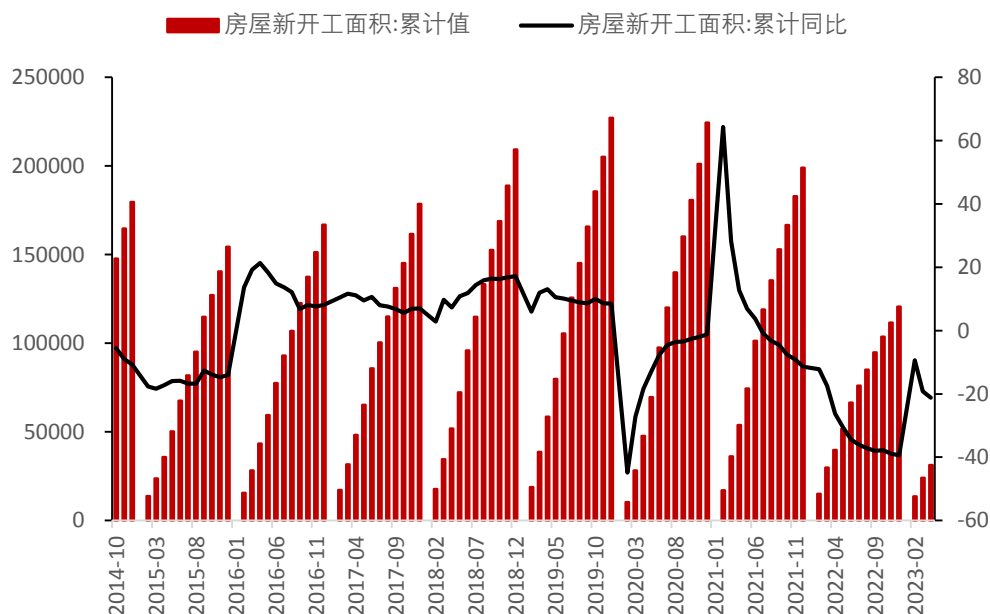
图5：30大中城市销售面积-三线城市（万平）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

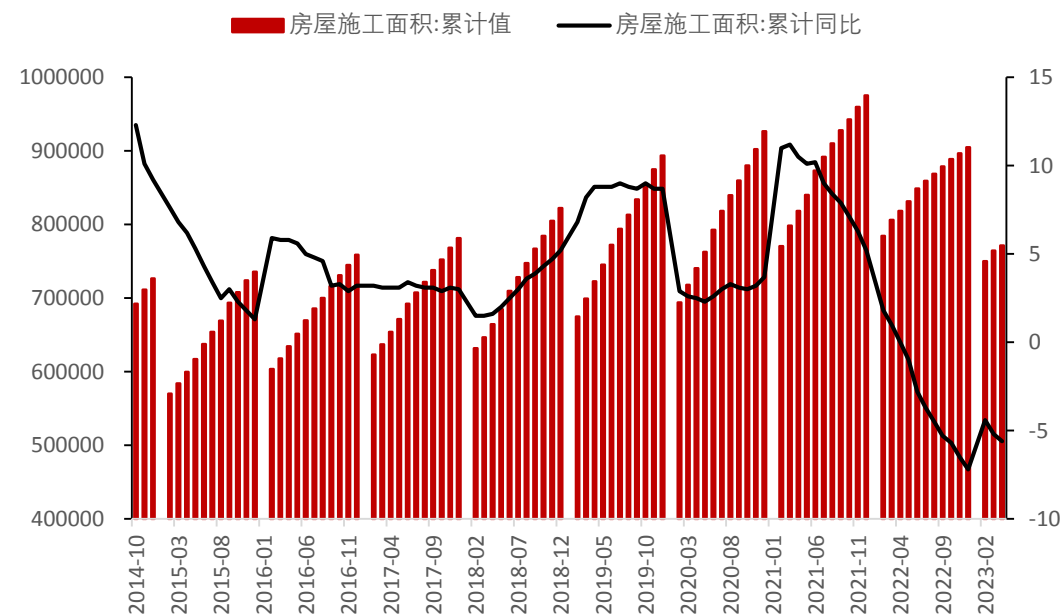
房地产新开工及施工面积高点已过

图6：房屋新开工面积累计值（万平）及同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图7：房屋施工面积累计值（万平）及同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

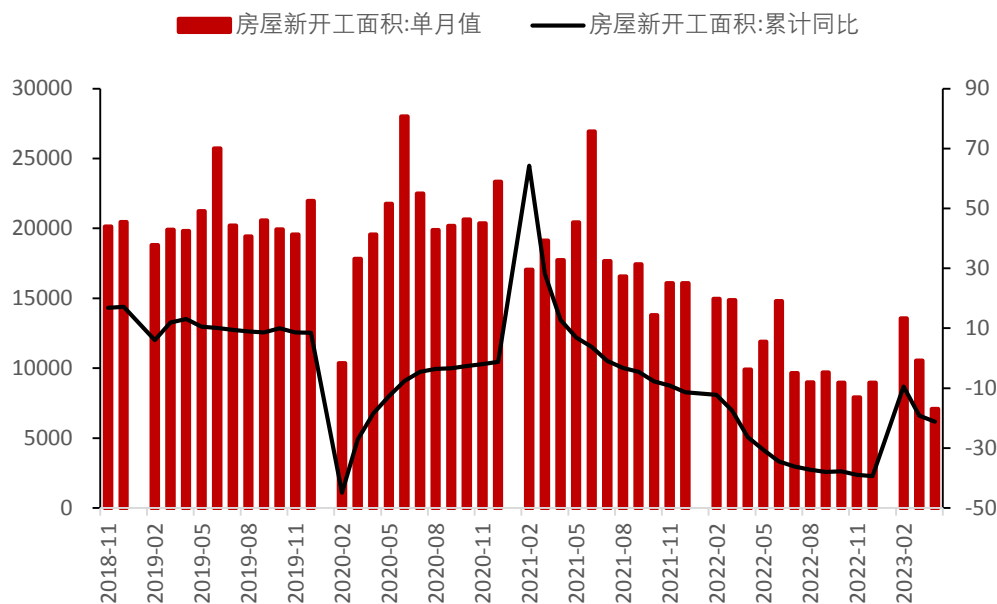
从数据看，房屋新开工面积在2019年见顶（22.72亿平），施工面积在2021年见顶（97.54亿平），且开工端的下滑速度显著快于施工端。未来随着快速城市化的结束、人口的减少以及大量二手房的抛售冲击，新房端的投资及供应预计将逐渐降低。

房地产行业经营策略转变



五矿期货

图8：房屋新开工面积单月值（万平）及累计同比（%）

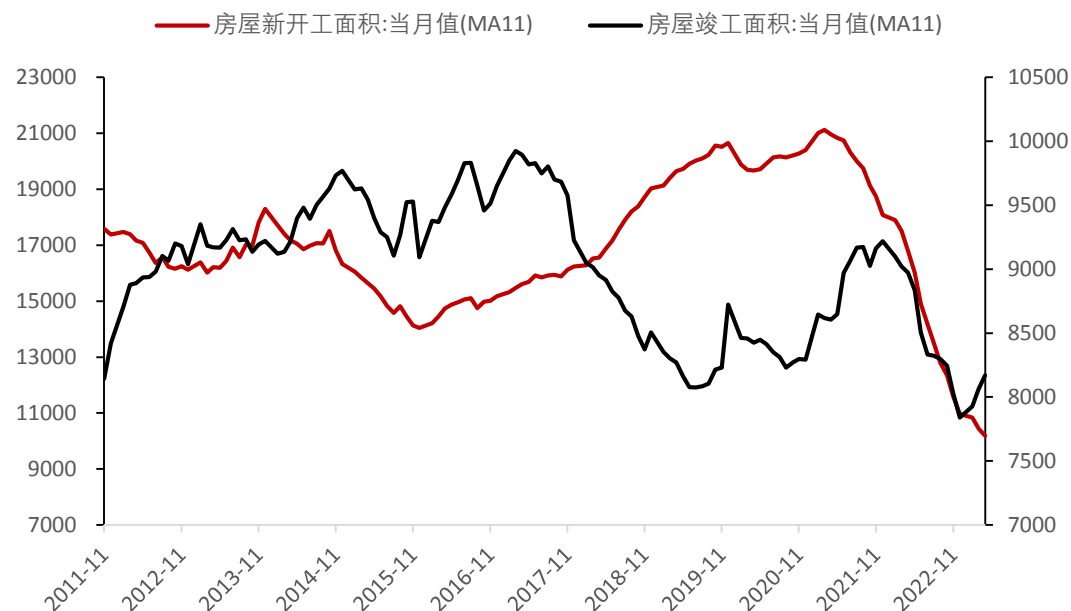


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、从单月新开工面积看，2019-2021年平均值为：20650万平、20403万平、18081万平，而2022年下半年平均值9027万平，基本为前几年均值的一半不到；而今年新开工面积截止到4月份累计同比减少了21.2%。

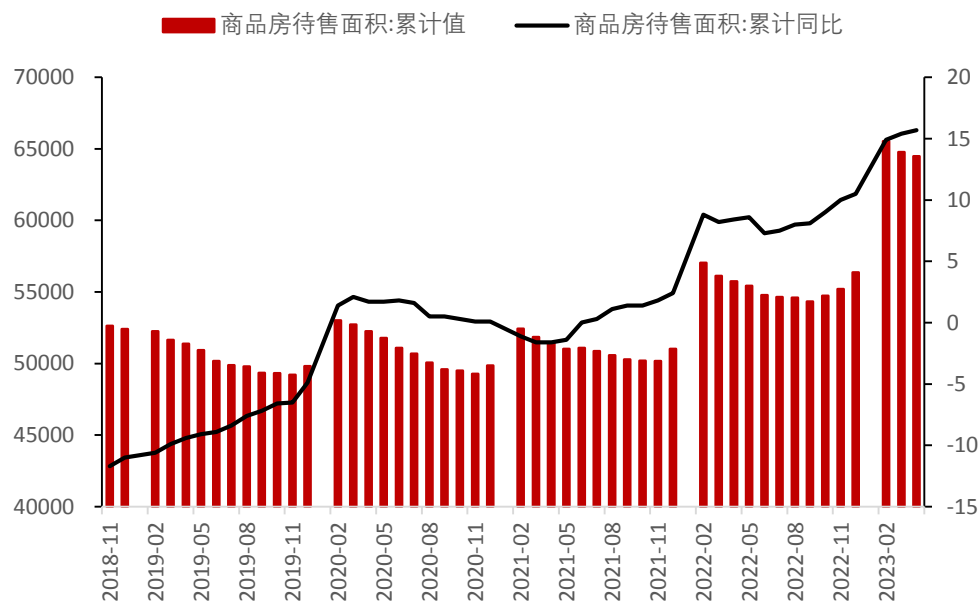
2、在销售数据表现不佳的背景下，房地产企业执行现金为王的政策，加大了竣工端的投入以快速收回投资成本，新开工端的投入持续回落。未来房地产将由过去的“高周转高投入”向“低周转低投入”转变。

图9：房地产新开工端及竣工段（右轴）的走势（万平）



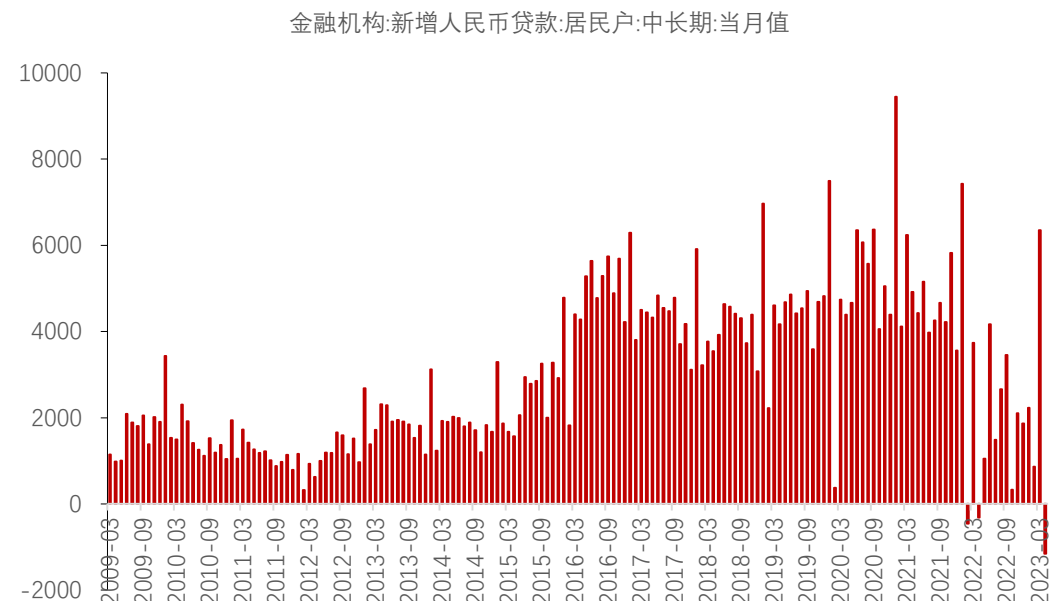
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：商品房待售面积（万平）及累计同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：居民中长期贷款（亿元）

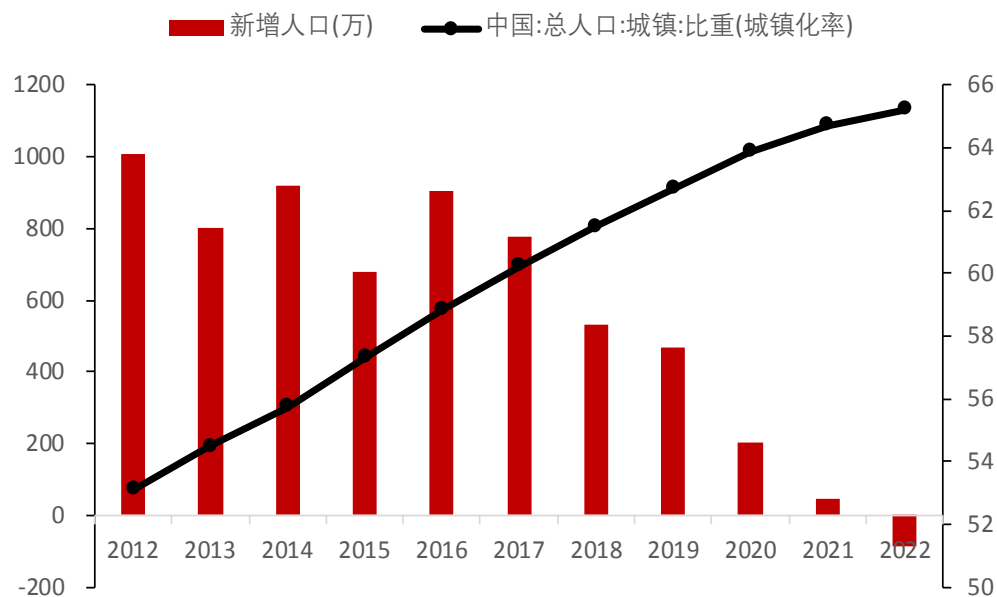


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、过去两年，新房库存大幅增长，截止到4月份，新房待售面积6.47亿平，且累计增速在不断上涨。
- 2、2022年以来，居民购房信心受损，中长期贷款出现了明显的回落，4月份居民中长期贷款减少1156亿。

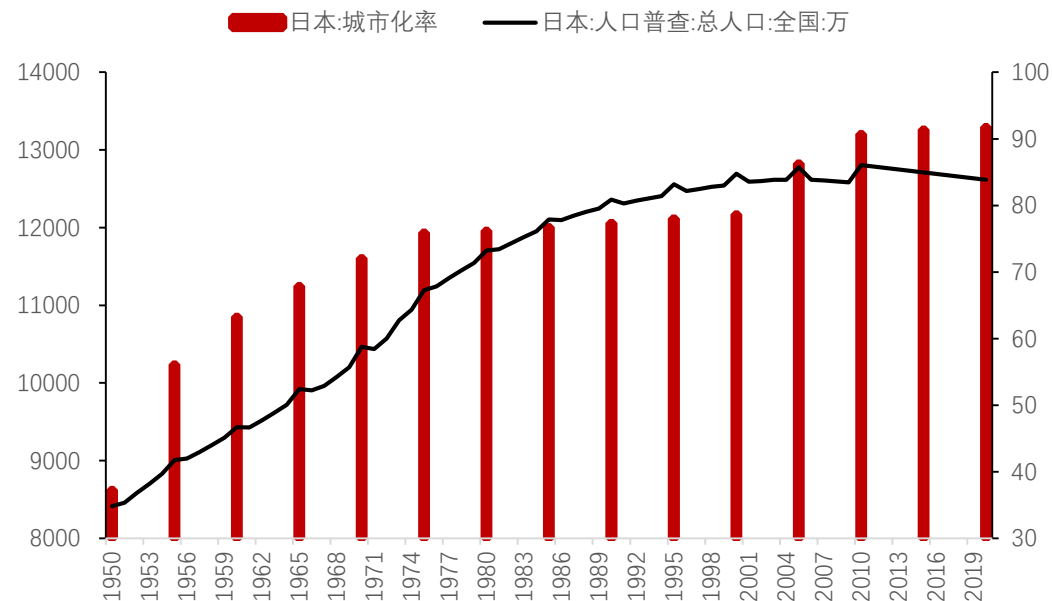
长期看，制约房地产的人口压力出现

图12：我国新增人口（万人）及城市化率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：日本人口（万人）及城市化率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

从长期看，制约房地产发展的主要因素是人口，日本在上世纪90年代人口接近高点后，房地产的价格和投资出现了明显的回落，而我国自2017年开始，人口增长出现了快速的下滑，2022年则多年来首次出现了人口负增长。未来人口流出的三、四线城市房地产市场将持续明显的下滑，而人口聚集的一线和部分强二线城市在未来仍有一定的机会。

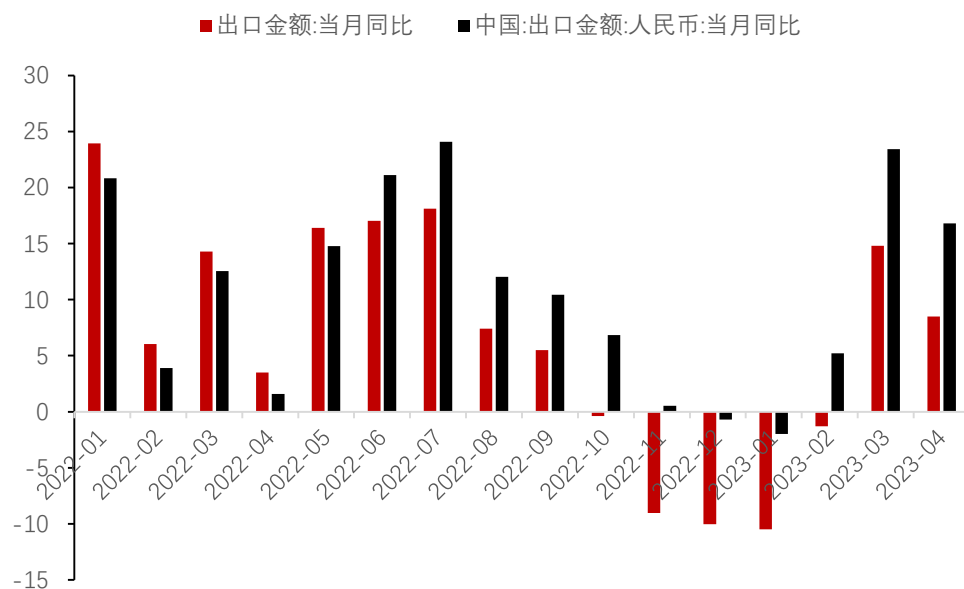
房地产拐点已来，未来整体需求向下，结构分化

- ◆ 房地产高点已过，新开工端和施工端分别在2019年及2021年见顶。
- ◆ 销售端总体表现不及预期，且城市间分化明显。未来人口流入的一线城市及部分强二线城市仍有机会，但三、四线城市的房地产将出现需求大幅下滑。
- ◆ 居民消费信心不足短期难有改善且面临去化周期持续扩大的局面。
- ◆ 长期看，人口老龄化少子化的趋势出现，房地产需求端将出现萎缩。

3 出口

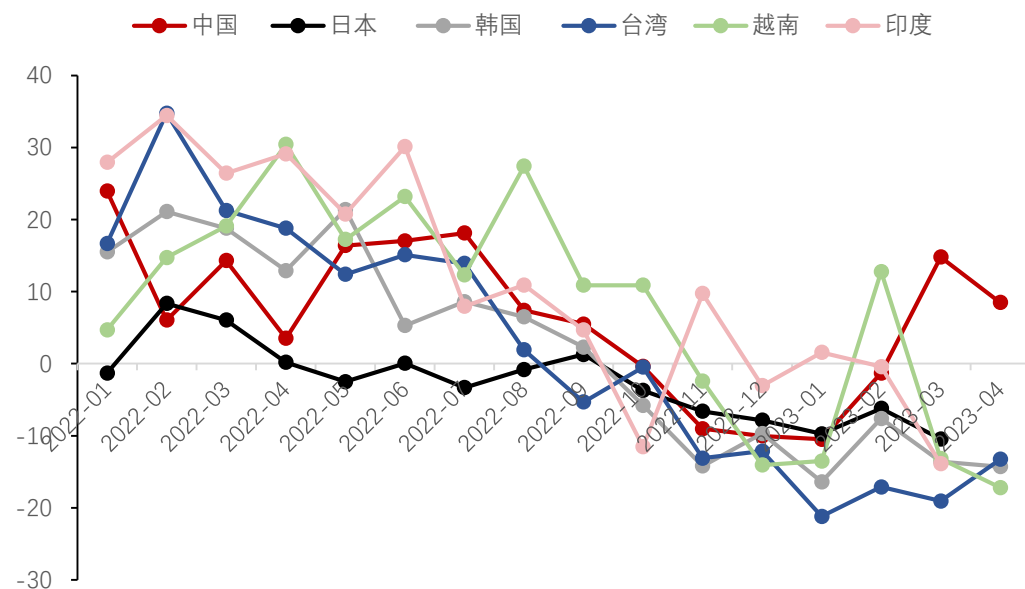
出口表现超预期

图14：出口同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：周边经济体出口增速（%）



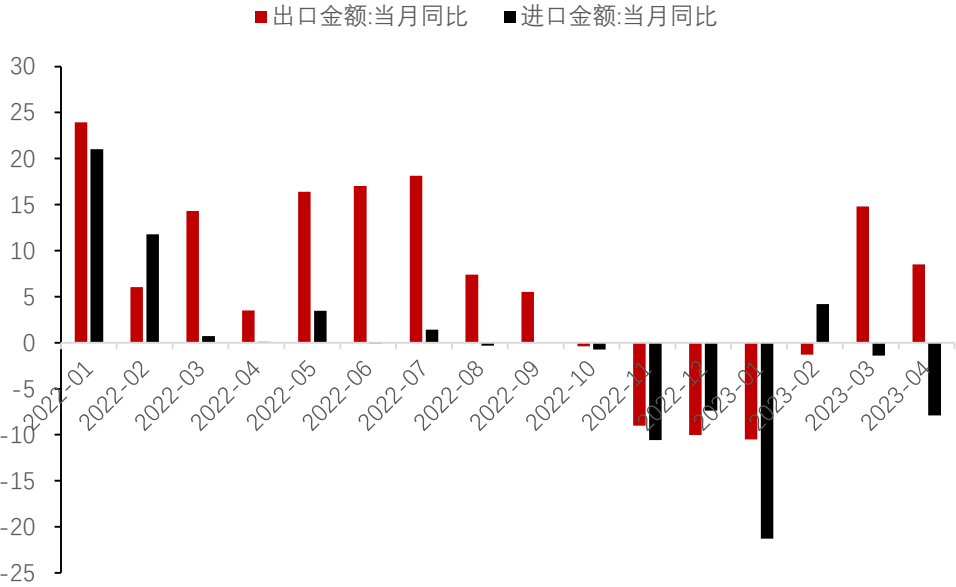
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、1-4月份，我国美元计价的出口增速分别为-10.5%、-1.3%、14.8%、8.5%，而以人民币计价的出口增速分别为：-1.97%、5.22%、23.42%、16.80%。

2、相比周边经济体，今年来我国的出口增速表现超预期。

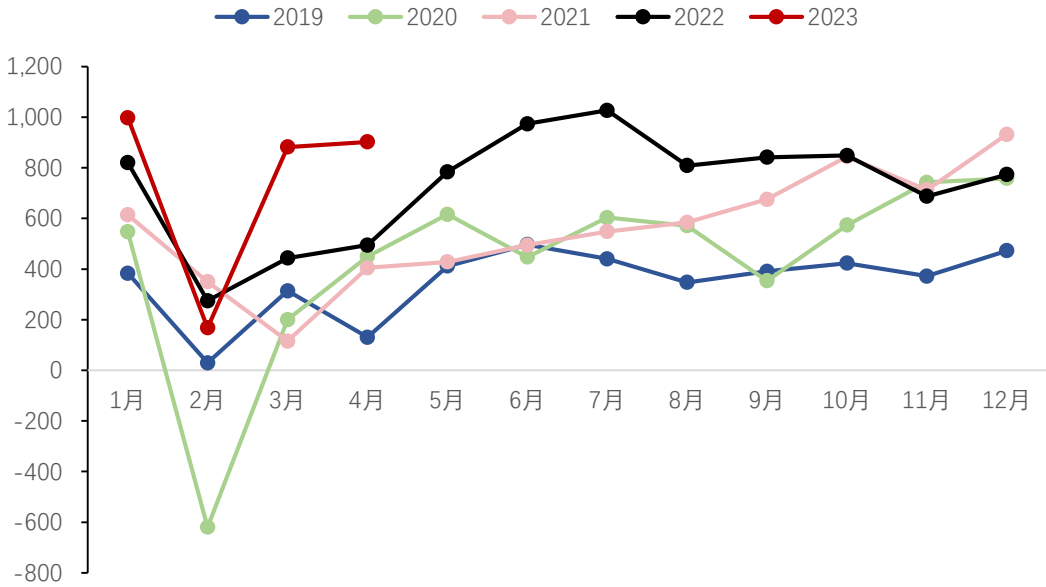
外贸顺差大幅增长

图16：美元计价进出口增速对比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

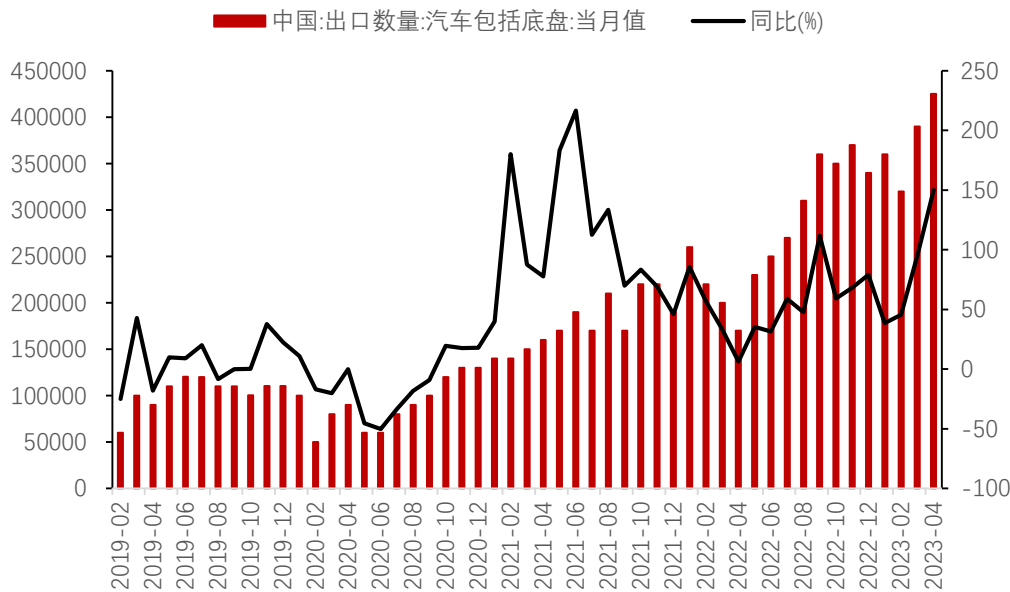
图17：单月贸易顺差统计（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

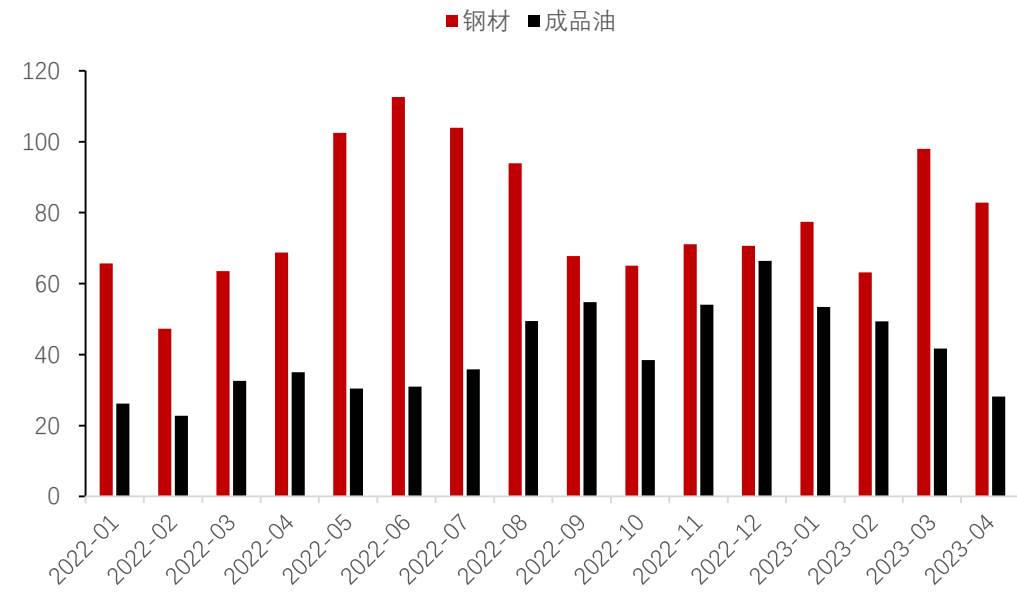
进出口增速分化明显，4月份进口增速和周边经济体基本一致，考虑到去年疫情的低基数影响，表现不及预期。因为进出口增速的剪刀差，导致了我国今年的外贸顺差出现了大幅的增长，前四个月累计达到了2949.18亿美元, 同比去年大幅增长了45.11%。从分月来看，前4月中，有3个月的贸易顺差处在过去五年来的最大值。

图18：汽车出口数量（辆）及增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

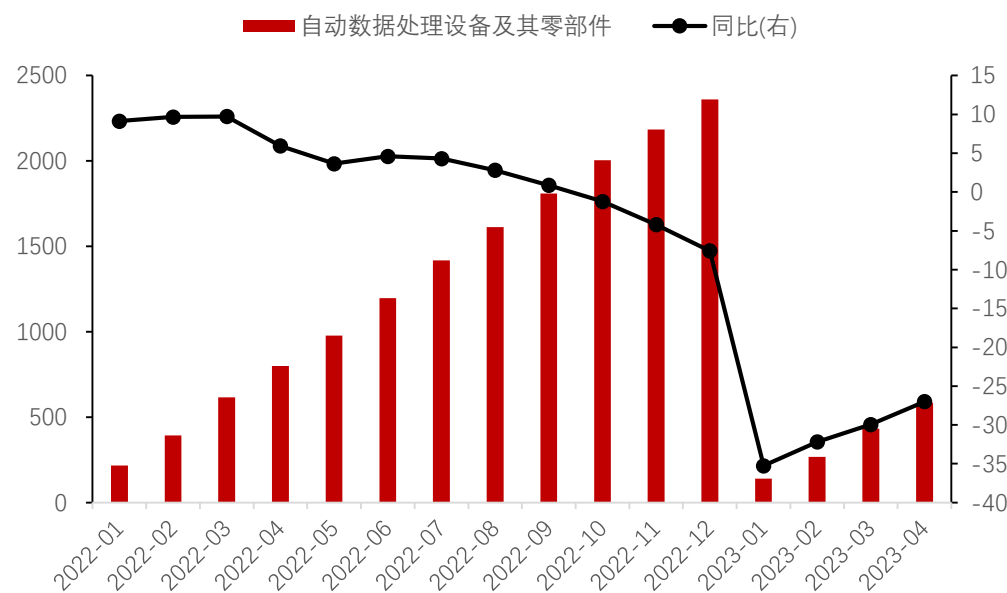
图19：钢材及成品油的出口统计（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

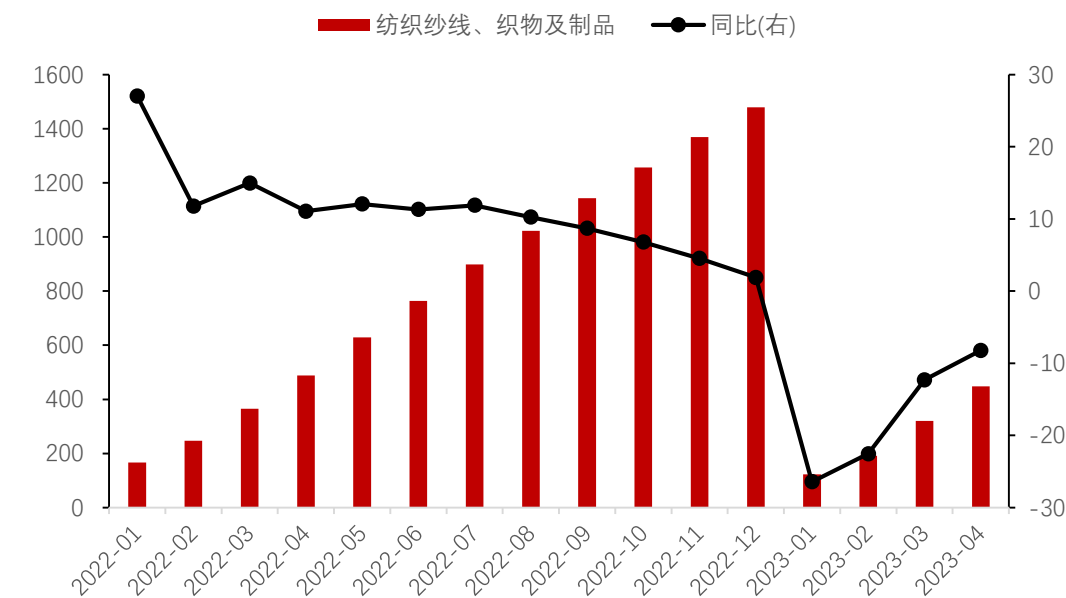
- 1、我国今年出口增幅最大的行业集中在汽车、成品油及钢材等行业。据统计，我国前四个月汽车累计出口149.5万辆（含底盘），同比增长75.88%，超越日本（134万辆）居全球第一，出口金额296.83亿美元，同比增长103.18%。这表明我国汽车出口在数量增加的同时，出口单价也在提升。
- 2、前四个月钢材出口338.91亿美元，同比增长31.71%，而一季度板材的出口金额为142.66亿美元，同比增长25.12%。此外，成品油的出口在今年也出现了快速的增长。但从单月的出口金额来走势看，成品油及钢材的出口则有一定的周期性，而不是像汽车行业的出口带有明显的趋势性，所以未来的出口增长能否持续还有待观察。

图20：自动数据处理设备及其零部件出口金额（亿美元）及增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图21：纺织纱线、织物及制品出口金额（亿美元）及增速（%）

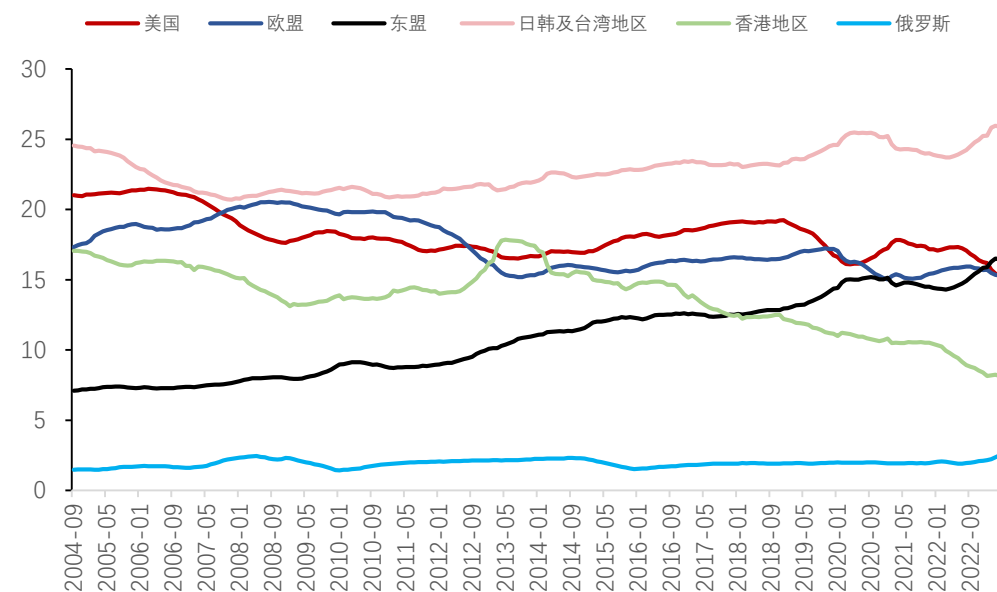


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

电子产品、集成电路及纺织服装的出口在今年则出现了明显的回落。一季度电子元件出口637.70亿美元，同比减少7.95%。前四个月自动数据处理设备及其零部件出口583.65亿美元，同比减少27.00%；手机出口411.46亿美元，同比减少9.81%，集成电路出口427.28亿美元，同比减少15.45%。这表明我国传统的出口优势产业随着供应链的部分转移及全球相关商品需求的回落，其在我国出口份额中的占比出现了明显的回落，对我国的就业市场产生了较大的冲击。

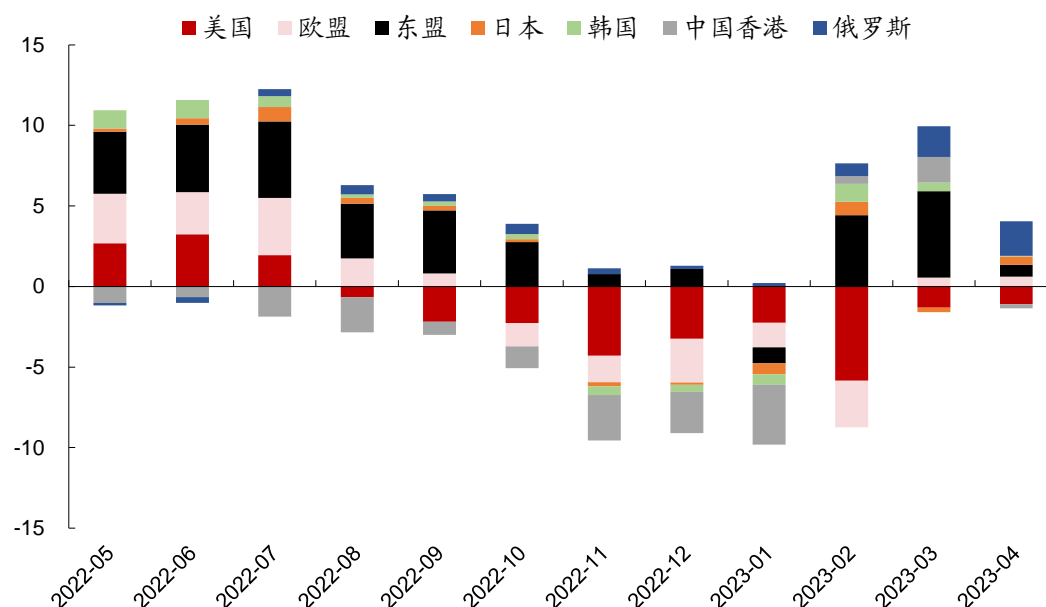
出口地区变化明显

图22：主要贸易伙伴出口份额变化（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：主要贸易伙伴单月出口拉动比例（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、主要贸易伙伴中，欧美及香港地区的出口份额出现了下滑，东盟、日韩台及俄罗斯的出口份额上升。
- 2、东盟和俄罗斯今年对我国出口增长贡献大，其中受“俄乌冲突”导致我国对西方国家产品出口替代的影响，今年对俄出口大幅增长。对东盟的出口中，上游原材料及半成品占比大，容易受到东盟出口增速的影响。

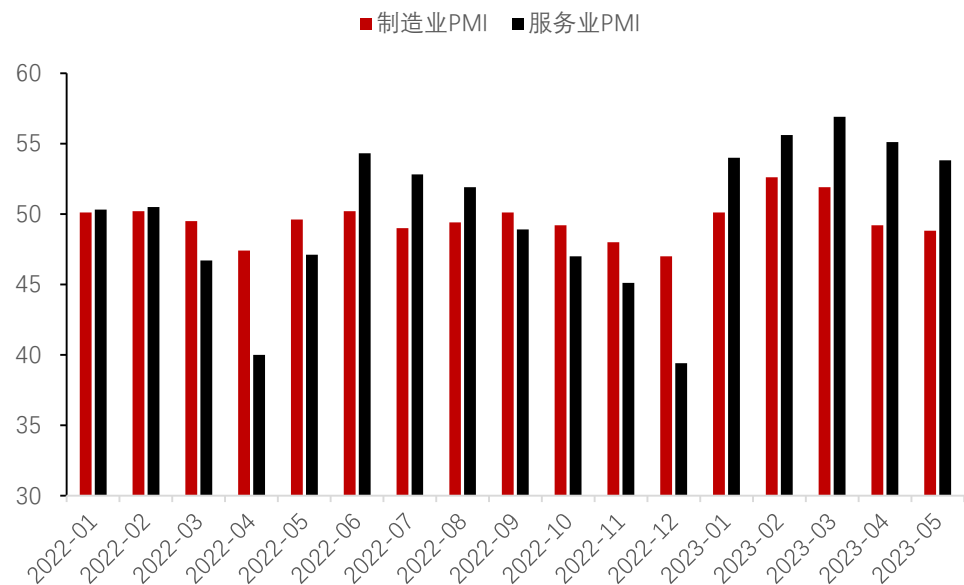
出口表现好于预期

- ◆ 出口并没有市场预期的悲观，中美博弈对出口的影响暂不明显，欧美市场份额降低很大一部分原因是加息导致的需求减少。
- ◆ 而出口结构的变化导致大多数人对出口形势的认知和实际情况有出入。
- ◆ 未来出口能否增长取决于新产业能在多大程度上取代传统产业的份额，相比周边经济体，我国的出口仍有竞争力。

4 内需

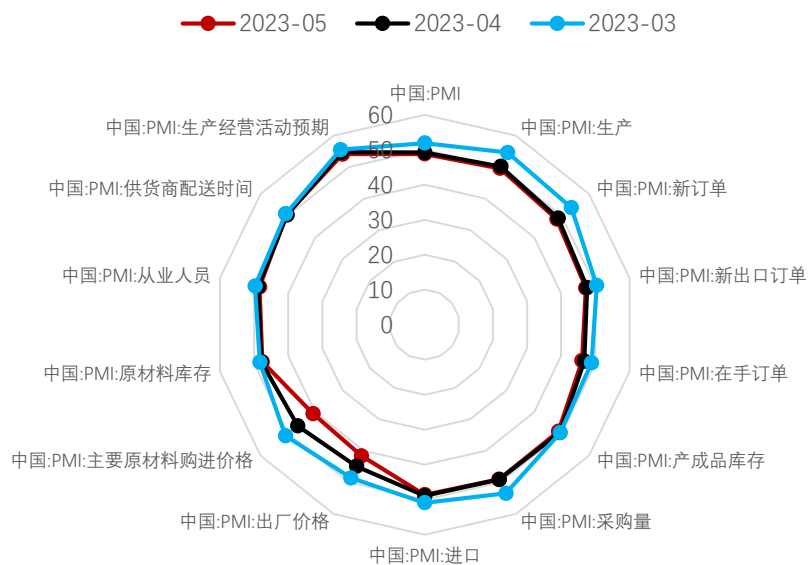
服务业复苏相对好于制造业

图24: PMI



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图25: PMI细分项

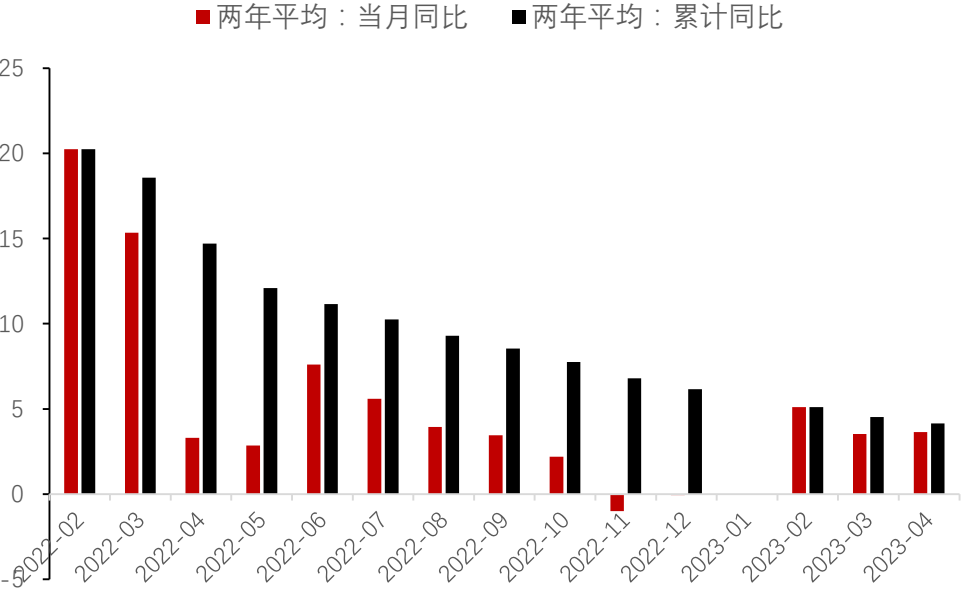


资料来源: WIND、五矿期货研究中心

1、后疫情时代，服务业的复苏总体好于制造业。

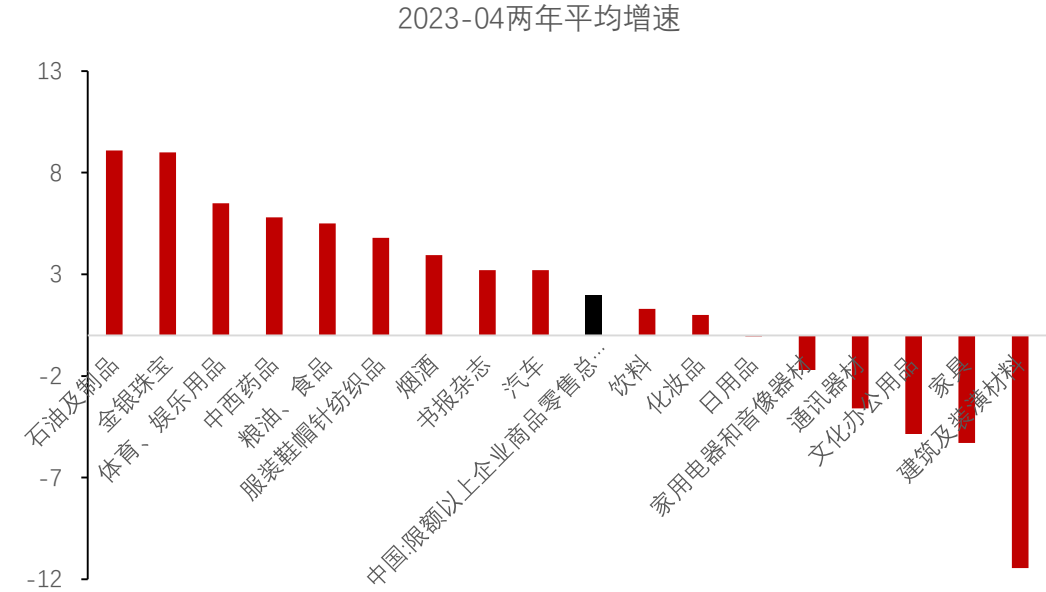
2、进入4月份以后，我们面临着需求不足，生产、采购量、新订单、新出口订单数据出现了明显的回落。

图26: 社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图27: 限额以上批发零售业增速 (%)



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

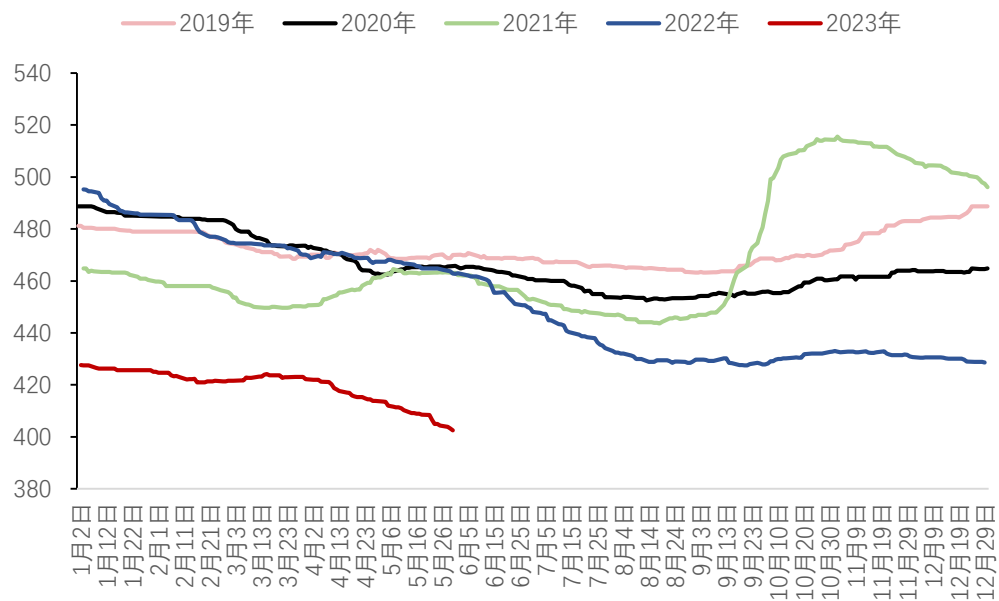
- 1、从两年平均的累计增速看，自2022年开始持续下滑；
- 2、从行业增速看，与出行相关的石油制品、服装及汽车等行业保持了较高的增速，而与房地产相关的建筑装潢、家具家电增速为负。

建材需求下滑



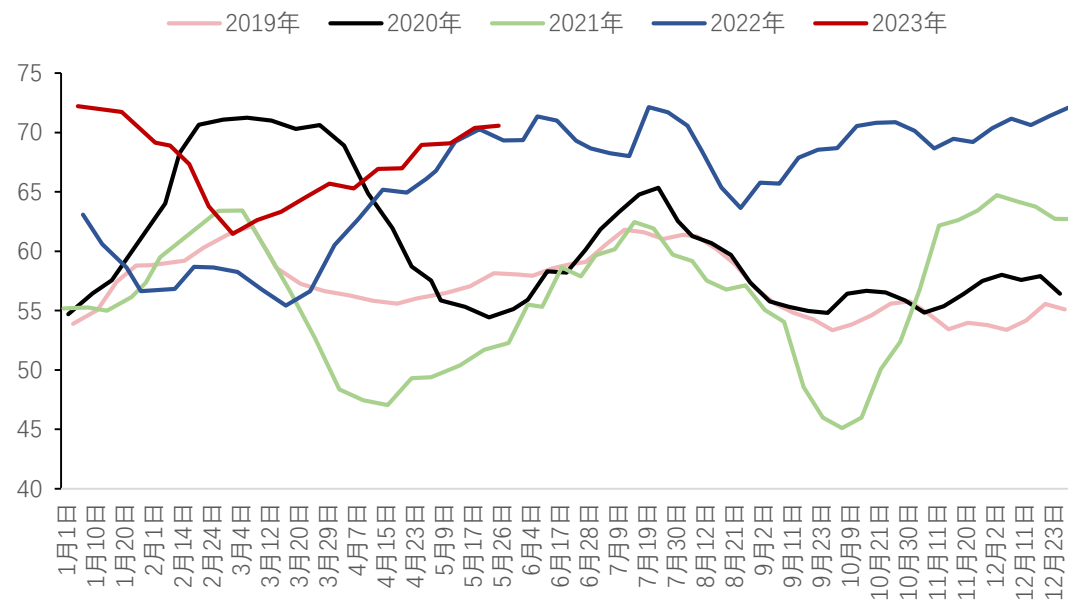
五矿期货

图28：全国水泥价格指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图29：全国水泥库容比（%）

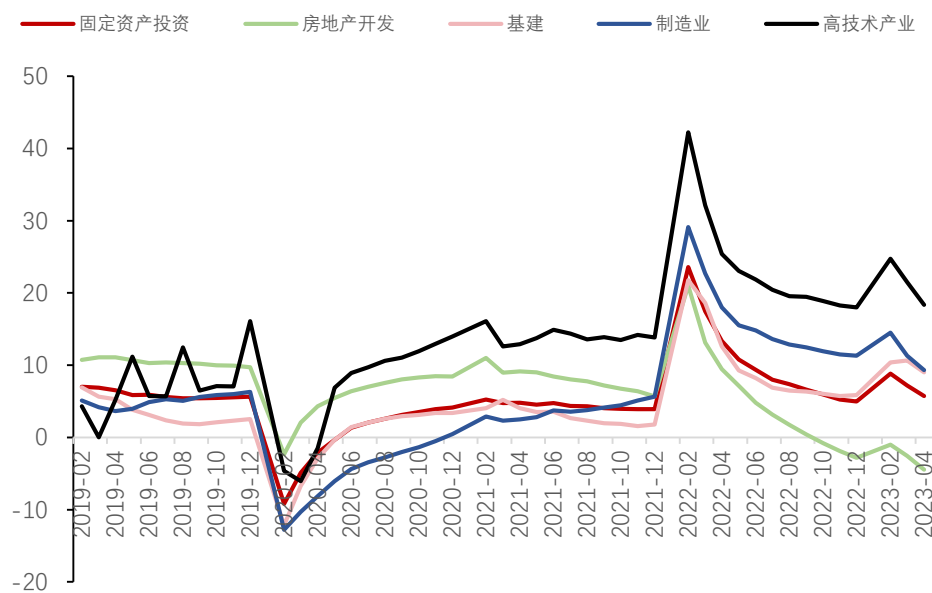


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

水泥价格指数处在过去5年来的同期最低位，而库容比处在过去五年的最高位。

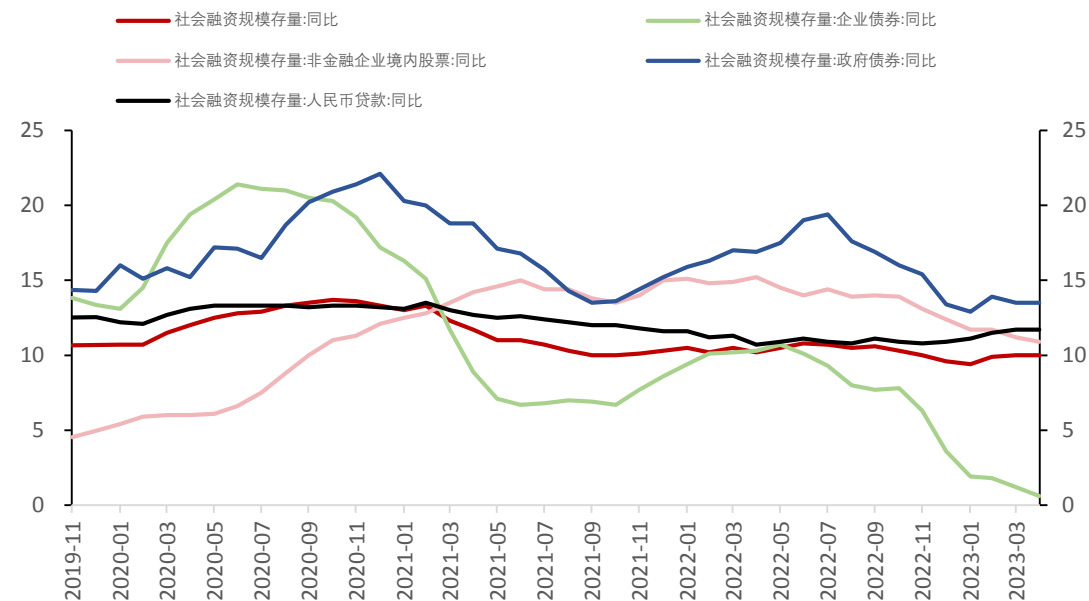
固定资产投资

图30：固定资产投资两年平均增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：社融细分项增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

受城投债发行受限影响，地方政府的基建投资将受到明显影响，而高新技术产业的投资表现相对亮眼。

内需不足

- ◆ 企业需求分化，服务业表现相对好于制造业，但近期也面临订单下滑的隐忧。
- ◆ 居民需求整体趋势下滑，必选消费表现好于可选消费，汽车消费是亮点。
- ◆ 地方政府需求受到债务限制的影响，难有发力。
- ◆ 制造业出现分化，高端制造业的表现更好。

5 政策展望



图32：10年期国债收益率走势（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、2009.1-2011.8
- 2、2011.9-2013.5
- 3、2013.6-2013.11
- 4、2013.12-2016.10
- 5、2016.11-2018.1
- 6、2018.2-2020.4
- 7、2020.5-2020.11
- 8、2020.12至今

2009：促进房地产市场健康发展。采取更加积极有效的政策措施，稳定市场信心和预期，稳定房地产投资，促进房地产业平稳有序发展。加快落实和完善促进保障性住房建设的政策措施。

2010：促进房地产市场平稳健康发展，要坚决遏制部分城市房价过快上涨。

2011：坚定不移做好房地产市场调控工作。

2012：坚定不移加强房地产市场调控，确保调控政策落地见效。投机和投资需求受到明显抑制，多数城市房价环比回落，调控效果正在显现。

2013：坚持房地产市场调控不动摇，遏制房价过快上涨。

2014：完善住房保障机制。

2015：加大城镇棚户区 and 城乡危房改造力度。

2016：促进城镇保障性安居工程建设和房地产市场健康发展。今年将改造600万套棚户区住房，提高棚户区货币化安置比例。完善支持居民住房理性消费的税收和信贷政策，适应住房刚性需求和改善需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。

2017：房地产市场分类调控。房地产去库存取得积极成效。

2018：更好地解决群众住房问题。新三年棚改计划启动。

2019：改革和完善房地产市场调控机制。

2020：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

2021：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，解决大城市突出的住房问题。

2022：保持房地产市场平稳运行。

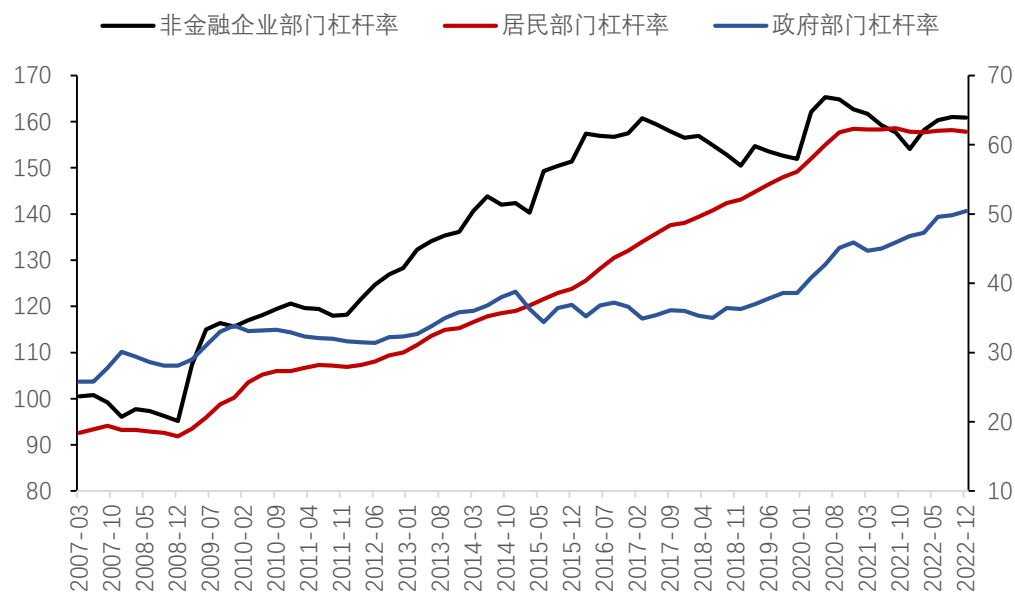
2023：有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。

各部门杠杆率



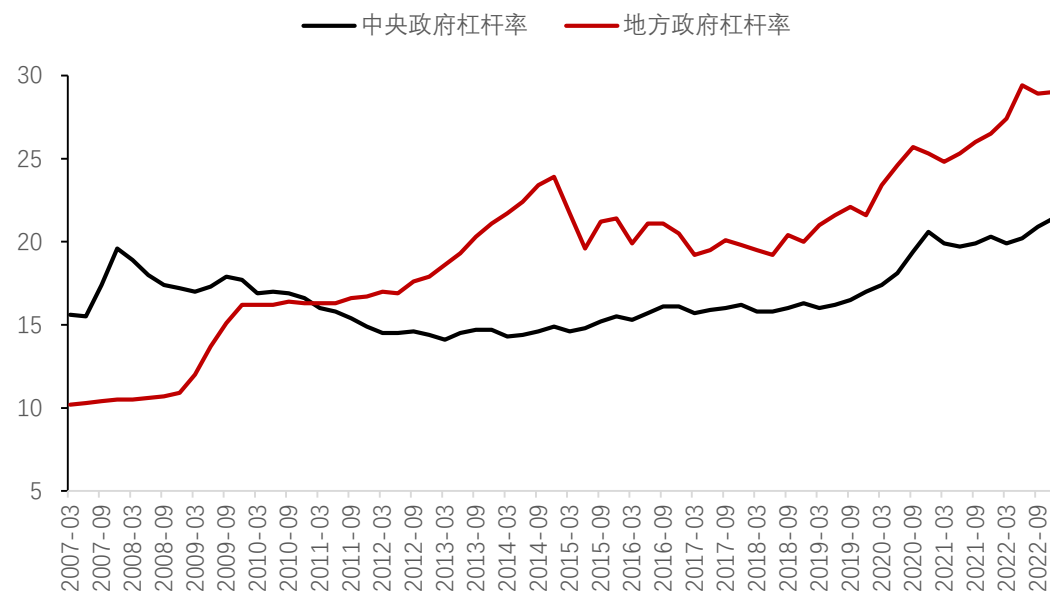
五矿期货

图33：企业、居民（右轴）及政府杠杆率（右轴）（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图34：中央及地方政府杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、国内外每一轮政策发力都是实体经济部门加杠杆的过程，企业部门加杠杆的时间持续至2017年初，居民部门加杠杆的时间持续至2020年三季度，政府部门发力从2018年中至今。截止到2023年一季度，政府部门杠杆率（50.4%）、居民部门杠杆率（61.9%）、企业部门杠杆率（160.9%）；而美国截止到2022年底，政府杠杆率（112.6%）、居民部门杠杆率（75.2%）、企业部门杠杆率（78.8%）；G20国家企业部门平均杠杆率（93.36%）。

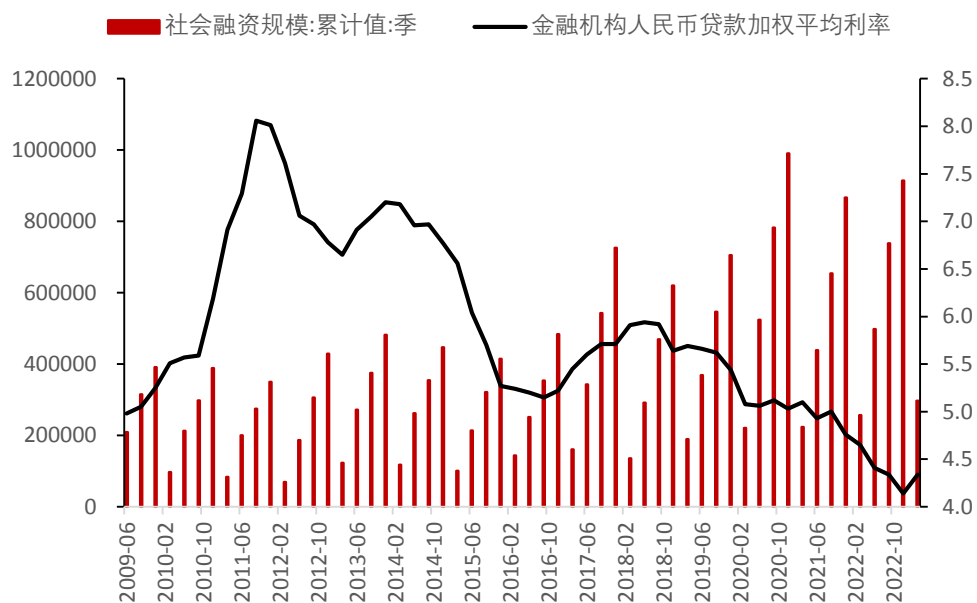
2、政府部门中，地方政府杠杆率有见顶迹象（考虑到城投债、地方融资平台等隐性债务，实际杠杆率更高），未来政策发力空间在中央政府（特别国债、QE等）。

降利率



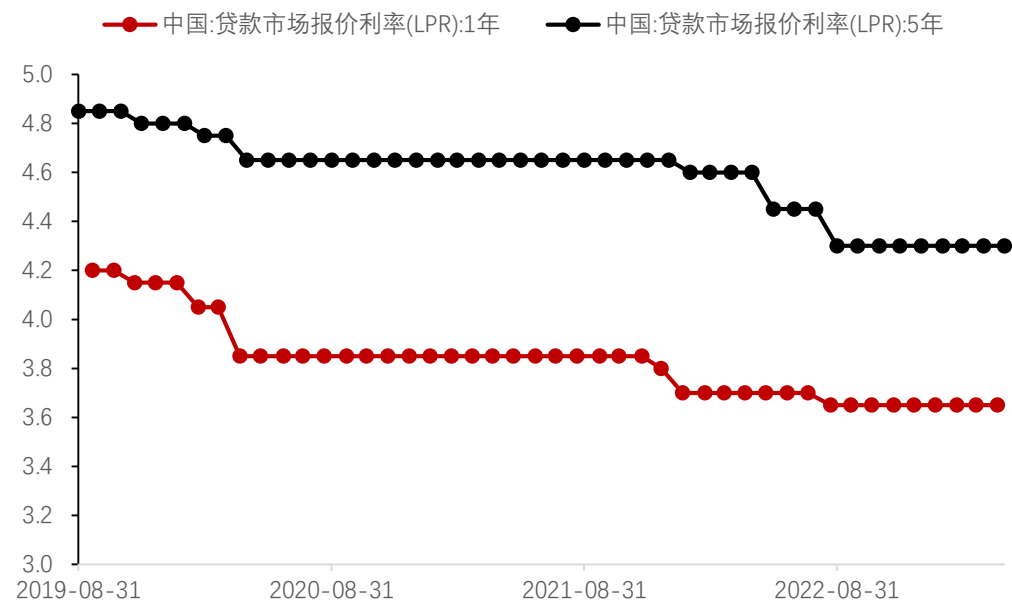
五矿期货

图35：社融及人民币贷款加权平均利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图36：LPR利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1、金融机构加权平均利率持续下行；今年来银行协定存款和通知存款利率上限下调，保险新开发产品利率被指导下调。负债端的成本下降为未来利率下调打开了空间。

2、相比市场利率，LPR为代表的政策利率仍有较大的下降空间。

推动国企聚焦主责主业优化重组、提质增效

工作重点两个方面：**聚焦主业、提质增效**

背景：土地财政及政府其他收入增长放缓，财政支出的缺口较大。需要提高国企效益，用股权收益（**分红+估值**）来增加财政收入。

两会报告：完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展，防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。

影响：

地方政府杠杆率高，未来发债受限，基建及其他固定资产投资支出受影响

房地产由过去的“高杠杆高周转”模式转向“低杠杆低周转”模式

由于基建及房地产影响到大宗商品的需求，过去大搞基建投资和房地产开发的时代渐去，将对相关行业的发展产生深远的影响。

政策发力空间有限，未来更多强调精准调控及立足长远

- ◆ 房地产政策坚持“房住不炒，因城施策”，但会根据形势有所变化，如一线城市的调控政策放松，存量房贷利率下调等。
- ◆ 各部门的杠杆率限制了政策发力的空间，未来中央政府发力空间相对较大。
- ◆ 政策将关注降低负债成本和防风险并重。
- ◆ 国企将提质增效，为国解忧。

6 总结

总结



五矿期货

短期看，经济表现不佳已在行情中反应，在七月底的中央政治局会议之前，预计市场将会博弈政策利多的预期。在此期间，行情将受到政策和基本面的相互影响，震荡概率较大。但鉴于影响我国经济表现的人口、房地产及债务率等长期因素短期难以解决，政策的效率预计将有限。同时考虑到海外高利率环境带来的需求回落风险，预计下半年经济数据难以出现明显的改善。

策略：短期国债行情以震荡为主，中长期关注政策发力带来的逢低做多机会。

免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博