

## 复苏方向较确定，债市追涨需谨慎



走势评级： 国债：震荡  
报告日期： 2023年03月16日

### ★经济数据普遍超预期，但修复斜率尚需观察

由于疫情对经济的冲击下降，叠加政策发力，1-2月的各项经济指标普遍改善。结构上看，生产端：工增由1.3%回升至2.4%，服务业生产指数大幅回升至5.5%。需求端：1)社零由-1.8%回升至3.5%，超市场预期，餐饮、可选类消费改善情况整体较好，但汽车等大宗消费表现仍然偏弱；2)政府稳增长意愿仍然较强，企业中长贷持续同比多增，基建增速达到12.2%；3)部分制造业行业受政策支持力度较大，制造业增速存在一定韧性，1-2月增速录得8.1%；4)房企资金来源有所好转，叠加近期商品房销售也出现了回暖迹象，优质房企的资金压力可能得到了边际缓解，后端的竣工、施工增速回升幅度较大，地产开发投资增速由-10%跌幅收窄至-5.7%。

综合近期各项经济指标来看，我国经济复苏的方向较为确定，但也存在一定问题：一是近期部分数据读数偏高可能是疫情冲击后积压需求集中释放所导致的，未来修复的节奏可能存在一定的波折；二是经济内生修复的动能仍然不牢靠，居民部门举债购房的意愿未出现明显回升，汽车等大宗商品消费的情况偏差，民间投资增速仍然低迷。展望未来，由于政策不强刺激，经济内生动能修复的节奏偏慢，修复的空间也会相对有限。2023年经济的修复会是比较温和的。

### ★债市走强空间有限，追多需谨慎

目前市场基本形成了复苏偏弱的共识，叠加货币政策尚未转向，债市延续偏多。但经济修复、通胀压力回升、货币政策宽松窗口期关闭的方向不能证伪，追涨存在风险。策略方面：1)短期债市延续走强，长期依旧看空债市；2)T2306合约基差或将继续小幅收敛；3)曲线策略方面，逐渐转向做陡收益率曲线；4)随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

### ★风险提示：

政策力度超预期，经济复苏超预期。

徐颖 FRM 资深分析师（贵金属）  
从业资格号： F3022608  
投资咨询号： Z0013609  
Tel: 8621-63325888-1610  
Email: [ying.xu@orientfutures.com](mailto:ying.xu@orientfutures.com)

### 联系人

张粲东 分析师（国债）  
从业资格号： F3085356  
Tel: 8621-63325888-4110  
Email: [candong.zhang@orientfutures.com](mailto:candong.zhang@orientfutures.com)

### 主力合约行情走势图



**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来自于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 1、经济整体向好，但修复斜率尚需观察

1-2月各项经济指标多数企稳回升，且普遍超出市场预期。结构方面，1-2月工增同比由1.3%回升至2.4%，但低于市场预期的2.9%；固定资产投资累计同比录得5.5%，前值增5.1%，市场预期增3.4%；社零增速由前值-1.8%回升至3.5%，高于市场预期的2.94%；全国城镇调查失业率5.6%，前值5.5%。经济数据公布后，期债震荡下跌。

图表1：1-2月经济数据一览（%）

类别	指标	预期	较前值变化	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月
生产	工业增加值：累计	2.9	-1.2	2.4	3.6	3.8	4.0	3.9	3.6
投资	固定资产投资：累计	3.4	+0.4	5.5	5.1	5.3	5.8	5.9	5.8
	制造业：累计	--	-1.0	8.1	9.1	9.3	9.7	10.1	10.0
	基建：累计	--	+0.7	12.2	11.5	11.7	11.4	11.2	10.4
	房地产：累计	--	+4.3	-5.7	-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4
消费	社零：当月	2.94	+5.3	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4
进出口	出口金额（美元）：当月	-8.76	+3.1	-6.8	-9.9	-8.9	-0.3	5.7	7.1
	进口金额（美元）：当月	-4.46	-2.7	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.3
就业	城镇调查失业率	--	+0.1	5.6	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3
	31个大城市城镇调查失业率	--	-0.4	5.7	6.1	6.7	6.0	5.8	5.4

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1-2月经济数据整体表现向好，显示疫情对经济冲击明显降低之后，各项经济活动逐渐修复。从结构上看，各部门的修复呈现分化态势。生产端：疫情冲击缓解后工业生产有所恢复，但出口持续负增长也对生产形成拖累。需求端：1) 春节期间居民出行活动明显改善，可选消费改善情况整体较好，但节后居民消费需求小幅回落，且汽车等大宗消费表现仍然偏弱；2) 政府稳增长意愿仍然较强，企业中长贷持续同比多增，基建维持较高增速；3) 部分制造业行业受政策支持力度较大，制造业增速存在一定韧性；4) 地产相关数据改善较为明显，这一方面可能是居民部门积压的购房需求在稳地产政策持续推出的背景下释放的结果；另一方面，随着“三支箭”等政策不断推进、扩容升级，企业供给侧的风险也得到了有一定控制。但目前地产相关指标仍整体偏弱，且未来修复的斜率和空间也需要进一步观察。

综合近期各项经济指标来看，我国经济复苏的方向较为确定，但也存在一定问题：一是近期部分数据读数偏高可能是疫情冲击后积压需求集中释放所导致的，未来修复的节奏可能存在一定的波折；二是经济内生修复的动能仍然不牢靠，居民部门举债购房的意愿未出现明显回升，汽车等大宗商品消费的情况偏差，民间投资增速仍然低迷。展望未来，经济内生动能修复的节奏偏慢，修复的空间也会相对有限。2023年经济的修复会是比较温和的。

### 1.1 生产端：各行业表现分化，服务业改善斜率较高

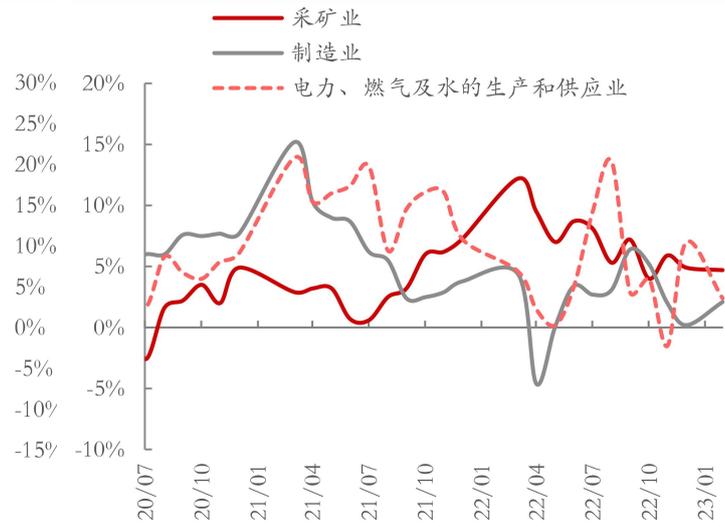
1-2月工增同比为2.4%，前值为1.3%，环比增速略低于季节性水平。工增环比偏弱，且同比不及预期，一者出口增速偏低或对工增有一定拖累，出口交货值累计同比转负；二者春节节前至2月中上旬开工情况偏弱；三者基数较高，这也对工增同比有一定拖累。分行业来看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业工增同比分别为4.7%、2.1%和2.4%，前值分别为5.9%、0.2%和7.0%。

工业生产的改善情况是分化的：1) 上游原材料行业工业增加值增速普遍较前值改善；2) 中游加工行业中，与产业升级相关的电器机械等行业工增改善幅度较大，和制造业投资走势相互印证；3) 下游受出口影响较大的纺织业工业增加值走弱。

服务业生产修复斜率更高。1-2月服务业生产指数同比回升至5.5%。由于疫情对经济活动的扰动下降，叠加居民出行意愿、服务消费需求回升，服务业生产情况也在迅速好转。

图表 2：服务业生产修复斜率更高

图表 3：制造业生产增速改善幅度较大



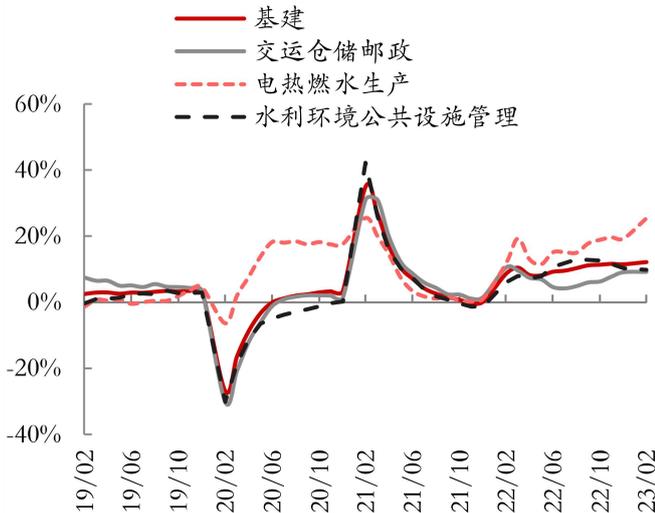
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

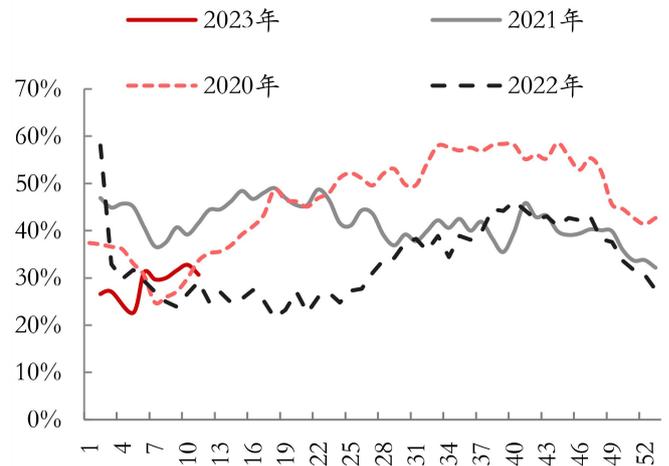
### 1.2 需求端：基建增速较高，制造业维持韧性，地产数据改善幅度较明显

基建延续高速增长，1-2月基建增速为12.2%。政府稳增长意愿仍然较强，2月企业中长贷同比多增，大量的信贷资源投向了基建行业，地方政府专项债发行规模也处于季节性高位，年初基建资金是较为充足的。建筑业PMI持续处于较高水平，也印证了基建的发力。从结构上看，1-2月交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产、供应业和水利、环境和公共设施管理业累计投资增速分别为9.2%、25.4%和9.8%，分别较前值变化+0.1、+6.1和-0.5个百分点。近半年以来，交通运输、仓储和邮政业和电力、热力、燃气及水的生产、供应业的投资增速持续上升，而水利、环境和公共设施管理业投资增速冲高回落。展望未来，今年上半年基建增速大概率仍会维持高位。由于经济内

生修复动能尚不牢靠，财政政策有必要靠前发力，基建资金会较为充足，叠加项目储备也较为充足，基建增速仍会较高。但今年财政发力并不激进，随着财政资金逐渐消耗，下半年基建增速或将有所回落。

**图表 4：基建各行业增速普遍较高**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

**图表 5：石油沥青装置开工率季节性表现**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

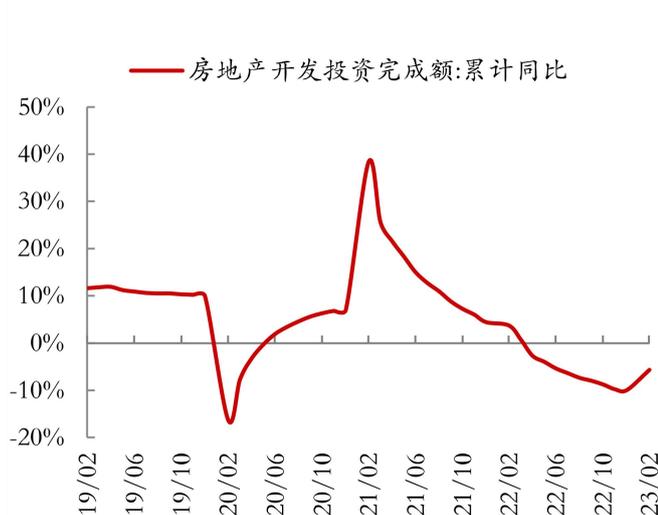
制造业投资较有韧性，1-2月制造业累计同比增速为8.1%，前值9.1%。虽然工企利润、产能利用率等指标不断走弱，但制造业投资增速基本保持了稳定，这可能是宏观政策不断发力导致的。从结构上来看：1) 受产业升级等政策支持的行业投资增速维持高位，比如电气机械及器材制造业累计增速为33.7%；汽车制造业增速也较高，1-2月累计增速为23.8%，前值为12.6%；2) 高技术产业增速有一定韧性，1-2月的累计增速为15.1%。展望未来，政策发力或部分对冲利润增速下降、产能利用率较低、外需走弱等带来的负面影响，制造业投资增速仍将维持稳中有降的走势。

**图表 6：1-2月房地产相关数据一览**

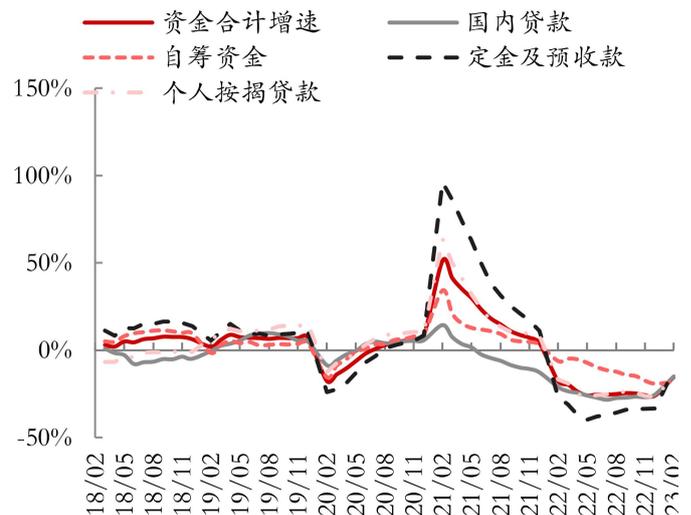
指标	较前值变动	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月
商品房销售面积：当月同比 (%)	+27.9	-3.6	-31.5	-33.3	-23.2	-16.2	-22.6
商品房销售额：当月同比 (%)	+27.6	-0.1	-27.7	-32.2	-23.7	-14.2	-19.9
房屋施工面积：当月同比 (%)	+43.9	-4.4	-48.3	-52.6	-32.6	-43.2	-47.8
房屋新开工面积：当月同比 (%)	+34.9	-9.4	-44.3	-50.8	-35.1	-44.4	-45.7
房屋竣工面积：当月同比 (%)	+14.6	8.0	-6.6	-20.2	-9.4	-6.0	-2.5
房地产开发投资：累计 (%)	+4.3	-5.7	-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

1-2月地产数据普遍改善。融资端：国内贷款跌幅较去年末有所收窄，“第一支箭”的效力或正在显现，销售回款跌幅明显收窄，这与销售回暖的方向一致。销售端：销售面积和销售额同比跌幅均明显收窄，这也能够和高频数据的变化方向相互印证。竣工面积明显改善，保交楼、保主体资金或在逐渐到位，前端新开工面积增速表现相对较弱。地产开发投资增速跌幅由-10%收窄至-5.7%。

**图表 7：房地产投资跌幅收窄**
**图表 8：地产资金来源出现好转迹象**


资料来源：Wind，东证衍生品研究院



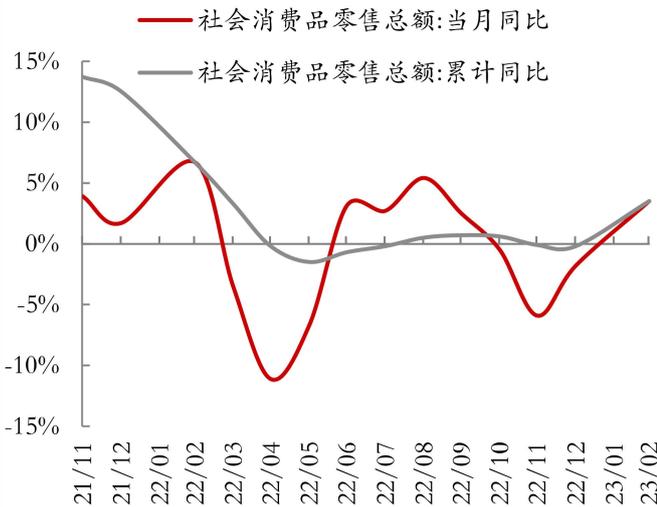
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

近期地产销售指标出现了一定的回暖态势，这部分销售可能对应释放的积压需求、受政策边际放松所提振的需求以及换房需求。但居民中长期贷款的表现仍然持续偏弱，显示居民部门加杠杆购房的意愿尚未显著启动。展望未来，商品房销售改善的节奏可能较为波折，改善幅度也非常有限。居民部门去杠杆与被动储蓄的意愿较强，在存量债务压力较高，增量收入增速承压以及房价持续下跌等因素的扰动之下，居民从去杠杆转向加杠杆是较为困难的。而从销售传导到投资仍需时间，未来虽然低基数效应会更为明显，但也不能排除地产开发投资再度暂时回落的风险。

### 1.3 需求端：消费超预期，餐饮、可选消费改善幅度大

社零同比为 3.5%，较前值上升 5.3 个百分点，同时也超出市场预期。但 1 月社零环比增速明显高于 2 月，或指向节后居民消费需求有所回落。

图表 9: 社零增速回升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

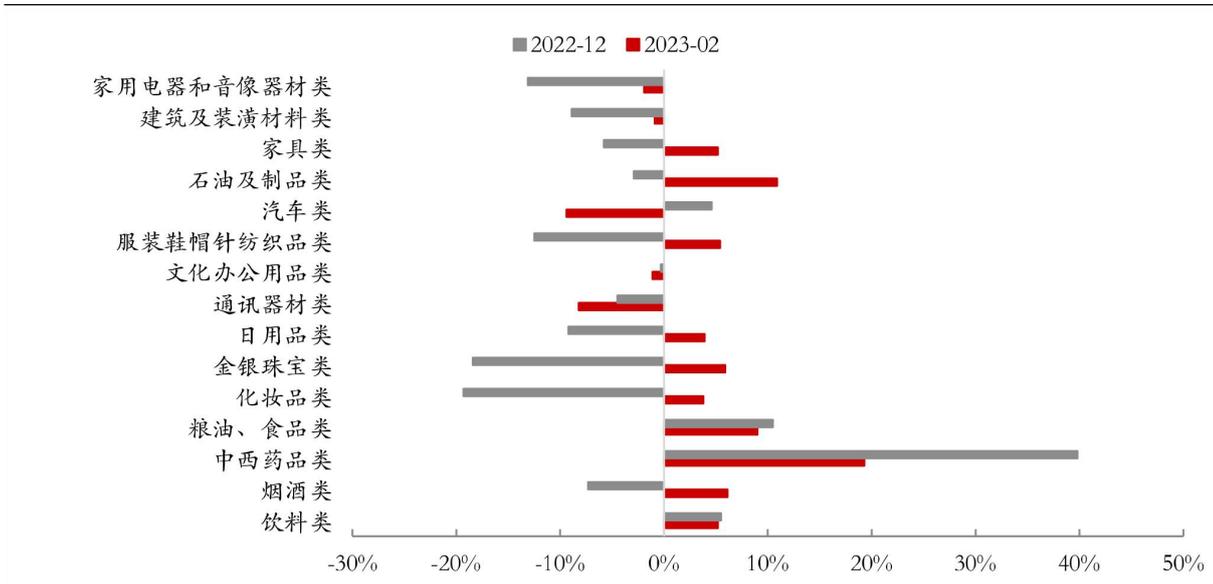
图表 10: 餐饮收入改善幅度更大



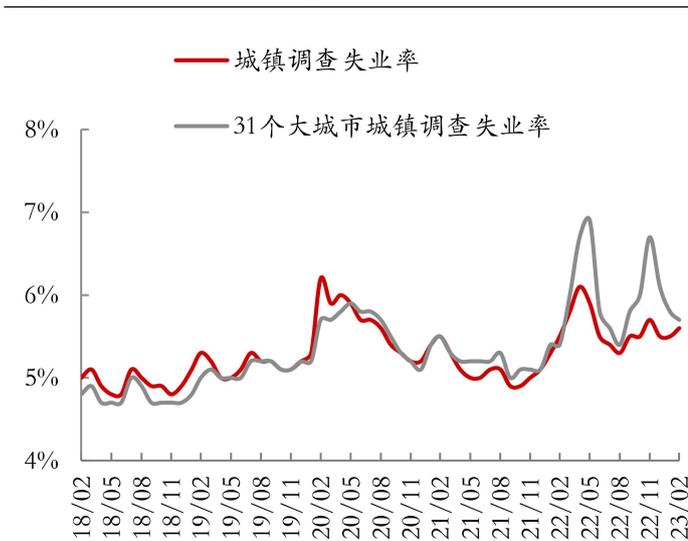
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

从结构上来看: 1) 餐饮消费改善的幅度更大。2月商品零售和餐饮收入增速分别为2.9%和9.2%, 前值分别为-0.1%和-14.1%, 由于疫情对经济的冲击降低, 居民餐饮需求得以释放, 这也和近期处于季节性高位的出行相关指标相对应; 2) 可选类消费普遍改善, 化妆品类、金银珠宝类、日用品类和服装鞋帽针纺织品类社零增速均有所好转, 这符合疫情冲击降低后, 可选类消费改善幅度相对较为明显的规律; 3) 地产后周期类商品社零增速同样普遍改善, 这一方面可能与近期地产销售边际回暖有关, 另一方面居民春节返乡可能也会增加对于家具类商品的消费; 4) 汽车消费数据表现不佳, 其增速大幅下降至-9.4%, 1-2月汽车销售的高频数据同样表现一般, 燃油车购置税减半、新能源补贴等政策到期可能是汽车销售增速下降的重要原因。虽然近期汽车市场出现打折去库现象, 但消费者也会产生观望情绪。

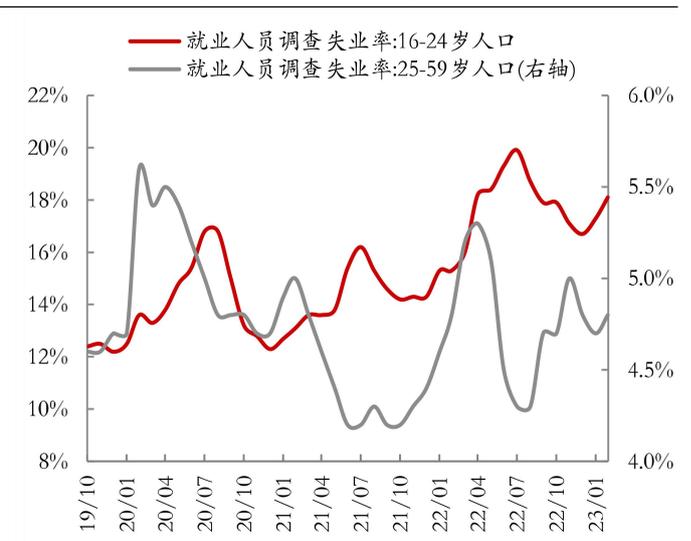
展望未来, 消费改善的方向较为确定, 但节奏或略显波折、空间也相对有限。积压需求释放等暂时性因素或是使得当期消费数据明显改善的原因之一, 近期多个主要城市拥堵延迟指数等出行类高频指标出现回落迹象, 后续消费改善的节奏需要继续观察。从中长期来看, 居民就业情况和收入情况是影响消费的重要因素。当前就业压力整体不低, 而且16-24岁青年人失业压力相对更为突出, 今年应届毕业生数量超过1100万人, 未来的就业压力仍然较大, 收入以及收入预期的改善节奏可能偏慢, 预计消费改善的空间不会很大。

**图表 11: 可选消费类和地产后周期类商品社零增速普遍改善**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

**图表 12: 失业率仍然较高**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

**图表 13: 16-24 岁人口失业率较高**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2、债市走强空间有限，追多需谨慎

短期内债市或继续表现偏强。近期债市对利空消息的反应整体较为钝化，而对于利多因素的反应较为敏感，这可能是机构配置力量较强，而市场认为未来的经济修复的斜率或变平，而内需修复的空间也不高所导致的。另外，由于国内通胀的压力并不大，货币政策尚未完全转向，债市趋势性走弱的风险尚不明显。

但债市走强的空间也有限，追涨需谨慎。一者春节之后，市场对于经济修复的空间已经政策刺激的力度的预期整体是在下修的，而多项经济指标表现超市场预期，现实确在不断进步，需要警惕未来债市超涨的可能性；二者增量利多的想象空间已经较为有限，即使3、4月份各项经济指标不及预期，那么也可能会导致政策刺激力度的上升；三者从中长期来看，财政等政策刺激内需，通胀压力逐渐上升，货币政策宽松窗口期关闭的逻辑较为确定，预计二季度起债市或将趋势性走熊。

策略方面：1) 短期债市延续走强，长期依旧看空债市；2) 若短期债市偏强，则T2306合约基差或将继续小幅收敛；3) 曲线策略方面，逐渐转向做陡收益率曲线；4) 随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

### 3、风险提示

政策力度超预期，经济复苏超预期。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)