

热点报告—国债期货

政策目标未超预期，谨慎看待债市走强



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2023 年 3 月 5 日

★目标增速中性略低，政策以“托底”为主

今年目标增速设定为 5.0%，处于市场预测范围的下沿，这既是由于稳增长存在客观压力，也反映出了政府不愿出台强政策刺激经济、透支未来增长和政策空间的意愿。

★宏观政策：财政追求可持续性，货币政策逐渐回归常态

财政方面：目标赤字率和新增专项债规模略低于市场预期水平，反映了政策更为追求可持续性。发力方向上，税收优惠政策进一步发力空间较小，“三保”仍是工作重点。节奏上，财政或靠前发力。货币政策将逐渐回归常态，降准概率大于降息。

★稳增长路径：促消费、扩大有效投资

消费和投资是稳增长最主要的抓手。稳定新能源车等大宗消费和推动生活服务消费恢复是近期政策的主要发力方向，而消费中枢抬升则需通过提升居民收入实现。稳投资既需要政府发力，也需要通过建设现代化产业体系、提振民营企业信心来实现。

★防范化解地产和地方政府债务风险

相较于去年，今年对于防风险工作的重视有所上升。一方面，保优质头部房企，防止地产风险无序扩散；另一方面，我国地方政府存量债务规模较大，今年偿还压力较为突出，且个别地区风险防范能力相对偏弱。针对上述问题，未来一者将控制债务增量；二者通过债务置换、债务重组等方式降低存量风险。

★谨慎看待债市走强

由于增长和财政的目标设定值未超预期，债市可能理解为利多。但未来增量利多想象空间有限，而当前经济的修复尚在延续，且从中长期来看，政策刺激内需，而部分服务行业受疫情冲击存在出清问题，通胀回升方向相对确定。中长期仍然看空债市。

★风险提示：

货币政策超预期变动，信用指标超预期。

徐颖 FRM 宏观策略首席分析师
从业资格号： F3022608
投资咨询号： Z0013609
Tel: 63325888-1610
Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人：
张粲东 宏观策略分析师
从业资格号： F3085356
Tel: 63325888-1610
Email: 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。本报告的信息均来源于公开资料，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、目标增速中性略低，政策以“托底”为主

目标增速设定略低。今年目标增速设定为 5.0%，处于市场预期范围的下沿。一者稳增长存在客观压力，《政府工作报告》中指出，我国经济仍然面临着外部环境不确定性加大和内部需求不足等问题；二者过度追求短期增长需要政策的强刺激，这可能会透支未来的增长和政策空间，通览本次报告，政策的“托底”意图更强。综合来看，5%的增速符合“量的合理增长”这一要求，且由于目标不高，政府无需实施过强的政策刺激，能够把更多精力用在推动产业升级转型、防范化解金融风险等方面，从而实现“质的有效提升”。

通胀目标和去年一致，新增就业人数目标较去年上调。通胀方面，CPI 同比的目标为 3%。虽然通胀目标和去年持平，但由于财政等政策会积极发力拉动需求，内需逐渐释放，而部分服务行业在疫情期间经历了出清，今年我国面临的通胀压力大概率高于去年。当前由于内生增长的动能尚未完全修复，国内通胀压力不大，预计下半年的核心通胀压力会有所上升。就业方面，城镇调查失业率目标由去年的“5.5%以内”调整为“5.5%左右”，新增就业人数由去年的“1100 万人以上”上调至“1200 万人左右”。今年的稳就业工作可能存在一定客观压力，一方面，去年末的城镇调查失业率明显超过季节性水平，而今年的应届毕业生人数再创新高；另一方面，经济目标增速也较去年有所下调。就业目标需要宏观和产业政策相互配合才能实现。

图表 1：历年两会主要预期目标对比

栏目	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年
GDP	5.0%	5.5%	6.0%	无，稳企业保就业
CPI	3.0%	3.0%	3.0%	3.5%
城镇新增就业人数	1200 万	1100 万+	1100 万+	900 万+
城镇调查失业率	5.5%	5.5%	5.5%	6.0%
居民收入	和经济增长基本同步	和经济增长基本同步	稳步增长	和经济增长基本同步
进出口	促稳提质	保稳提质	量稳质升	保稳提质
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
财政政策	加力提效	提升效能	提质增效，更可持续	更加积极有为
赤字率	3.0%	2.80%	3.20%	不低于 3.6%
地方专项债	3.8 万亿	3.65 万亿	3.65 万亿	3.75 万亿
货币政策	稳健的货币政策要精准有力	加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。	稳健的货币政策要更加灵活适度。
M2/社融余额	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	增速明显高于去年
宏观杠杆率	无	基本稳定	基本稳定	无

资料来源：中国政府网，东证衍生品研究院

2、宏观政策：财政追求可持续性，货币政策逐渐回归常态

财政政策目标持平或略低于市场预期，较为追求可持续性。由于今年稳增长压力较大，此前市场对于财政政策发力存在一定期待，且由于去年消耗了大量的财政“存粮”，市场普遍对政府债务规模的扩张存在略偏积极的预测。3.0%的目标赤字率和3.8%万亿的新增专项债额度基本也处于市场预期范围的下沿，这也反映了财政政策更为追求可持续性。

收支端，减税降费政策以延续和优化为主，中央继续重视“三保”工作。本次报告对于各类政策的表述不多，财政部分主要强调了税费优惠政策和基层“三保”工作。税费优惠政策以延续和优化此前政策为主，总规模进一步上升的空间不大。一者去年的减税降费、留抵退税规模已经较大，而目前我国税收占GDP的比重已经逐渐下降至13.8%左右，进一步扩大减税降费政策的空间不大；另一方面，税收优惠政策也存在着边际效用递减的问题。兜“三保”底线延续了中央经济工作会议的基调。近期部分基层政府财力吃紧，预计中央对于地方政府的转移支付规模会有所上升。

债务端，政府债务发行、资金使用节奏偏前置。今年的专项债提前批规模达到2.19万亿元，足额使用了提前批的额度。1-2月，专项债发行额度高于季节性水平，3月各省市新增专项债的计划发行额度也超过了5000亿元，可以发现一季度为专项债发行的高峰期。预计各地政府将尽快将专项债所募资金投入项目中，上半年的基建增速仍然维持在较高水平。

货币政策宽松的窗口期正在逐渐关闭。本次报告对于货币政策的新增表述较少，但“两会”召开前，央行多位官员就货币政策、风险防范等多个方面答记者问。央行肯定了当前经济的好转，且对中长期通胀形势保持谨慎态度，预计未来货币政策将逐渐回归常态。

货币政策工具方面，短期内降准的概率在上升，但降息的可能性偏小。近期票据利率震荡上行，反映商业银行信贷投放的情况仍比较好，但央行的中长期资金投放规模相对有限，商业银行逐渐面临着缺乏长期稳定的负债来源的问题。为缓解商业银行货币创造的流动性约束，降准的可能性是在上升的。易纲行长也指出，降准是提供长期流动性、支持实体经济的一种比较有效的方式。降息实际效果有限，且存在人民币汇率贬值的约束，若当前经济的修复可持续性较强，那么降息的可能性就比较小了。

3、稳增长路径：促消费、扩大有效投资

今年外需承压较为确定，稳增长主要要靠内需的改善，消费和投资是稳增长最主要的抓手。

本次报告强调，“把恢复和扩大消费摆在优先位置”。由于疫情的经济的冲击短于市场此前预期，近期居民自发的出行、消费意愿有所恢复。未来巩固消费的政策主要包括：

1) 稳定大宗消费。新能源汽车或是最主要的抓手，近期财政部宣布2023年免征新能源汽车购置税，未来或有更多促进新能源汽车消费的政策推出；另外，智能家电、绿色建材

等商品也会成为稳定大宗消费的重要抓手。2) 推动生活服务消费恢复。随着疫情对生产生活的扰动下降, 生活服务消费能够逐渐修复, 且各地政府也会积极出台相应政策, 预计可选和社交消费改善的斜率会比较高。稳消费的关键是多渠道增加城乡居民收入。去年受疫情冲击等因素的影响, 居民收入和收入预期明显下降, 消费增速也随之大幅走弱。预计未来政府不太可能出台大规模的政策直接对居民收入进行补贴, 更有可能通过推动居民超额储蓄释放从而改善“消费-收入”的循环。

另外, 本次报告同样强调, “政府投资和政策激励要有效带动全社会投资”。一方面, 政府的投资必不可少, 这主要体现在基建相关行业上面。项目方面, “十四五”重大项目储备较为充足; 资金方面, 专项债发行节奏前置; 实物工作量方面, 百年建筑网统计的建筑业开工情况和石油沥青装置开工率等高频指标均超过去年同期水平, 短期内基建增速将保持在较高水平。

另一方面, 稳投资的关键是带动全社会投资。一者加快建设现代化产业体系。通过发展数字经济、支持平台经济发展等方式提升投资的质量。二者支持民营经济发展。疫情冲击之下, 民营经济受到的冲击更大, 去年私营企业的利润增速为-7.2%, 明显低于国有企业。稳民营经济、对于稳投资、稳就业的意义十分重大, 对此中央也是多次强调“两个明确”, 提振民营企业信心。

4、防范化解地产和地方政府债务风险

去年的《政府工作报告》中, 防风险仅作为稳经济大盘的一部分出现, 而本次报告中, 防范化解重大经济金融风险升级为8大重点工作之一, 且表述也较去年有所细化。

一方面, 保优质头部房企, 防止地产风险无序扩散。自去年“三支箭”政策公布以来, 政府部门逐渐在优质房企和出险房企之间设立了风险防火墙, 即出险房企的风险通过市场化方式解决的同时, 通过政策的发力改善优质房企的资产负债表, 防止其受到波及。近期政策继续发力, 不动产私募投资基金等多种新的政策工具正在推出, 通过盘活存量资产的方式进一步化解房企的风险。在一系列政策的作用下, 地产风险无序扩散的可能性已经不大, 未来更需要关注地产需求的启动。

另一方面, 防范化解地方政府债务风险。近年来稳增长压力较大, 在“房住不炒”的总基调下, 地产周期启动相对乏力, 基建成为了稳增长最主要的抓手, 随之而来的便是地方政府债务规模的激增。从总量上看, 我国地方政府债务压力并不低, 虽然显性的地方政府债务规模只有35万亿的水平, 但根据同花顺的统计, 截至去年年中, 地方城投平台的总债务水平约为65万亿, 且相较于显性债务, 地方政府隐性债务成本高、期限偏短、透明度差, 风险更高。从偿还压力方面看, 今年的地方政府债务风险压力较为明显: 一方面, 由于房地产市场的收缩, 地方政府土地财政收入增速明显下滑; 另一方面, 23年和24年为城投债券的到期高峰期。因此, 近期部分综合财力较弱、债务压力较高的地区已经出现了城投风险事件。针对当前的问题, 本次报告指出, “遏制增量、化解存量”, 即一方面将新增地方债务的规模控制在合理范围内, 另一方面通过债务置换、债务重组等方式降低存量债务的还本付息压力, 防止风险扩散。

图表 2: 2023 和 2022 年政府工作报告表述对比

栏目	2023 年	2022 年
财政政策	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按 3% 安排。完善税费优惠政策,对现行减税降费、退税缓税等措施,该延续的延续,该优化的优化。做好基层“三保”工作。 今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元。	提升积极的财政政策效能。今年赤字率拟按 2.8% 左右安排、比去年有所下调,有利于增强财政可持续性。预计今年财政收入继续增长……支出规模比去年扩大 2 万亿元以上。要用好政府投资资金,带动扩大有效投资。大力优化支出结构,保障重点支出,严控一般性支出。
货币政策	稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配,支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能,为实体经济提供更有力支持。扩大新增贷款规模,保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步疏通货币政策传导机制……推动金融机构降低实际贷款利率。
消费	把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定大宗消费,推动生活服务消费恢复。	推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收,完善收入分配制度,提升消费能力。
基建	政府投资和政策激励要有效带动全社会投资,今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元,加快实施“十四五”重大工程,实施城市更新行动,促进区域优势互补、各展其长,鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设,激发民间投资活力。	积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和“十四五”规划,适度超前开展基础设施投资。……中央预算内投资安排 6400 亿元。政府投资更多向民生项目倾斜,加大社会民生领域补短板力度……要优化投资结构,破解投资难题,切实把投资关键作用发挥出来。
制造业	围绕制造业重点产业链,集中优质资源合力推进关键核心技术攻关。加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。	增强制造业核心竞争力。促进工业经济平稳运行,加强原材料、关键零部件等供给保障……引导金融机构增加制造业中长期贷款。启动一批产业基础再造工程项目,促进传统产业转型升级,加快发展先进制造业集群,实施战略性新兴产业集群工程。着力培育“专精特新”企业。
防风险	深化金融体制改革,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。	继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的基本方针,做好经济金融领域风险防范和处置工作。压实地方属地责任、部门监管责任和企业主体责任,加强风险预警、防控机制和能力建设,设立金融稳定保障基金,发挥存款保险制度和行业保障基金的作用,运用市场化、法治化方式化解风险隐患,有效应对外部冲击,牢牢守住不发生系统性风险的底线。

资料来源: 中国政府网, 东证衍生品研究院

5、谨慎看待债市走强

本次《政府工作报告》对于债市的影响整体偏多。市场此前对于目标增速、财政和地产政策方面有一定预期，但分别来看：1) 目标增速为 5%，处于市场预期范围的下沿；2) 目标赤字率和新增专项债规模基本符合市场预期；3) 地产政策延续此前基调，新增表述有限。综合而言，偏低的目标增速和并未大幅发力的财政、地产政策可能会被债市视为利多，短期内债市或略超此前预期，延续走强态势。

但仍然需要保留一丝谨慎。一者未来利多消息的想象空间已经不大。债市已经对降准进行定价，在充分交易增速和财政目标略低于预期的消息之后，除非经济修复的方向被证伪，否则市场很难给出进一步的利多消息。二者当前经济的修复尚在延续，预计 1-2 月各项指标普遍向好，且 30 大中城市商品房销售指标显示地产市场也出现了一定回暖迹象。三者从中长期来看，财政等政策提振内需的逻辑并未发生改变，随着内需逐渐释放，而部分服务行业供给侧受此前疫情冲击存在出清问题，通胀压力会逐渐升温。中长期依旧看空债市。

策略方面：1) 逢高择机布局国债期货中线空单；2) 收益率曲线已经较为平坦化，若降准落地，短期内资金面进一步收紧的概率较小，做平收益率曲线策略或可逐渐止盈。

6、风险提示

货币政策超预期变动，信用指标超预期。

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

Email：research@orientfutures.com