

## 风险与机会并存

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

当前债市对基本面利空呈现一定钝化，市场对经济修复的持续性存疑。而二季度来看，经济修复持续性得以验证的可能性较大，这可能给债市带来一定的调整压力。不过考虑政策非强刺激，利率上行空间或有限，10Y 国债收益率上限或难以突破 3.05%。从这个角度看，短期利率如果过快上行也将产生逢高配置的机会。

### 摘要：

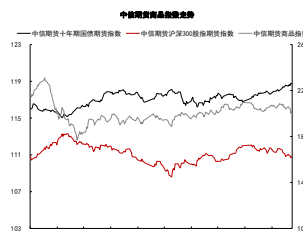
**主要观点：**经济修复的持续性是二季度债市交易的关键。考虑政策不强刺激，经济弱复苏，根据收益率锚定消费缺口和市场利率围绕政策利率波动的要求下，债市在提防风险的同时应适度关注逢高配置的机会，10Y 国债收益率向上可能也难以突破 3.05%。

- **当前债市对基本面利空呈现一定钝化，背后主因在市场对经济修复的持续性存疑。二季度经济修复被验证的可能性较大。**和 2022 年不同，今年经济数据在总量好转同时结构也同步优化。其一，政府债券错位发行的扰动减弱，企业债券融资的拖累以及与信贷之间可能存在的替代关系也有所好转；其二，居民部门新增人民币贷款同比转正；其三，PMI 结构方面供需两端以及不同类型企业尤其是小型企业均现明显好转。政策层面看，今年仍有稳增长诉求，且政策仍呈现前置发力的特征，政策效果在二季度有望进一步显现。在财政发力背景下，企业中长期贷款有望继续维持高增，并对信贷构成较强支撑。
- **不过政策非强刺激下，利率上行空间或有限，短期如果过快上行将产生逢高配置的机会。**其一，经济增速以及财政赤字等目标反映政策非强刺激的思路，且近期地方债发行进度不到 40%暗示财政发力有所放缓。其二，货币政策姿态已经重回中性，重心将在非总量型工具层面，3月降准也并非暗示央行希望进一步推动信贷扩张斜率；其三，根据收益率锚定消费缺口和市场利率围绕政策利率波动，在政策利率未有上调的情况下，2.93%的 10Y 国债收益率已完全计入-5.6%的单月最优消费缺口，10Y 国债收益率向上可能也难以突破 3.05%。相反，在利率来到这一水平附近时，可能也是逢高配置的机会。

**策略建议：****趋势策略：**关注经济修复持续性得以验证的调整风险以及短期超调带来的逢高配置机会；**套保策略：**关注基差低位的空头套保；**基差策略：**基差仍难言摆脱高中枢与高波动的特征，“收基差”故事仍有可能上演，可以重点关注 4 月-5 月能否再度出现较好的反套或单边多头博弈的策略机会。

**利率下行风险：**疫情反复；**利率上行风险：**地产超预期

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

## 目 录

摘要：	1
一、年初以来债市先弱后强，整体呈现偏震荡走势	4
二、经济修复持续性得以确认的可能性较大，债市或仍有一定上行压力	8
（一）和 2022 年不同，今年经济数据总量好转的同时结构也有好转的表现	8
（二）稳增长背景下，政策端仍有前置发力的表现	11
（三）经济修复持续性的验证可能给债市带来一定调整压力	12
三、政策非强刺激下，上行空间可能也有限	14
（一）政策传递非强刺激的信号，且近期财政发力显示有所放缓	14
（二）货币政策姿态已经重回中性，重心将在非总量型工具层面	16
（三）市场对于经济修复已经有所反应，这可能也使得后续利率进一步上行空间有限	17
四、债市策略	20
（一）趋势判断：收益率上行空间有限，风险与机会并存	20
（二）策略推荐：前期加强套保，基差如果再次走阔，关注收基差的机会	21
免责声明	23

## 图目录

图表 1：年初以来利率先上后下，整体较为震荡（%）	4
图表 2：节后呈现一定的期现背离，国债期货表现明显强于现券	5
图表 3：信贷增速回升（%）	6
图表 4：2 月 PMI 数据明显好转	6
图表 5：2 月 PMI 数据超预期，债市与其他市场表现则有所背离（右图逆序）	6
图表 6：2022 年上半年宽信用反复（亿元）	7
图表 7：2022 年上半年债市窄幅震荡（%）	7
图表 8：虽然 2 月社融超预期，但市场或更关注持续性（亿元）	7
图表 9：政府债券发行错位的影响减弱（亿元）	8
图表 10：企业债券项好转（亿元）	9
图表 11：信贷挤出效应或有所减弱（亿元）	9
图表 12：居民信贷同比转正（亿元）	10
图表 13：地产销售呈现企稳表现（万平方米）	10
图表 14：PMI 结构上同样呈现明显好转（%）	10
图表 15：今年专项债提前批额度下达时间较早，且规模较大（万亿元）	11
图表 16：新增专项债发行（亿元）	11
图表 17：新增专项债发行进度（%）	11
图表 18：市场利率回到政策利率附近，总量型政策或回归中性（%）	12
图表 19：信贷高增中企业中长期贷款贡献较大（亿元）	13
图表 20：企业中长期贷款强势表现仍可能延续（亿元）	13
图表 21：人员流动反映消费将进一步修复	14
图表 22：今年财政端延续发力，且力度相对温和（亿元）	15

图表 23: 2021-2023 年财政收支目标.....	16
图表 24: 专项债发行前置, 但 2 月也整体有所放缓 (亿元) .....	16
图表 25: 一季度利率中枢已经有所抬升 (%) .....	17
图表 26: 假设 2023 年, 消费指数反弹可以复现 2020H2 - 2021H1 的斜率、弹性、节奏, 全年社零同比增速约 10.3%, 较 2019 年的复合同比增速约 4.8% (阴影部分为预测值) .....	18
图表 27: 社零增速下行具有趋势性, 2023 年趋势值约 4.54% .....	18
图表 28: 2023 年单月最优的消费缺口为 8 月的-5.6% (阴影部分为预测值) .....	18
图表 5: 2.93% 的 10Yr 国债收益率已完全计入-5.6% 的单月最优消费缺口 (2023 年社零缺口为预测值) ..	19
图表 6: 18bp 的 10Yr 国债收益率 - 1Yr MLF 利率已经超调 (2023 年社零缺口为预测值) .....	19
图表 29: 政策利率未有抬升的情况下, 市场利率可能也难以大幅上行 (%) .....	19
图表 31: 基差高中枢与高波动仍有所延续 .....	22
图表 32: 7 月 “收基差” .....	22
图表 33: 2 月 “收基差” .....	22

## 一、年初以来债市先弱后强，整体呈现偏震荡走势

### （一）年初以来利率先上后下，春节前后分水岭

今年一季度债市整体呈现偏震荡的格局，利率先上后下，春节前后对应较为明显的分水岭。以 10Y 国债收益率为例，2022 年底在 2.84% 左右位置，近期在 2.86% 附近（3 月中旬），仅上行约 3BP，整体变动不大。不过从走势上看则呈现比较明显的先上后下的表现，10Y 国债收益率在年初呈现一波快速上行，最高点至 2.93% 左右，而近期则整体呈现下行态势。从转折点上，春节前后是较为明显分水岭，节前债市情绪明显偏弱，节后债市情绪整体偏强。

去年 12 月受疫情影响，10Y 国债收益率有所下行，而伴随疫情的快速过峰以及政策端延续发力，节前（1 月）市场对于经济修复不确定性的担忧情绪较重。而从春节期间经济的表现来看，虽然较前一年有所修复，但较疫情前如 2019 年仍有一定差距，这可能是利率下行的一个契机。另外一季度后期，伴随两会召开以及今年经济增速目标等的公布，市场对于经济修复以及政策发力的预期有所调整，这可能也助推多头情绪。值得注意的是，在一季度债市走强的过程中，我们也观察到国债期货偏强表现对于现券的牵引以及债市对于基本面利空的钝化现象，而这也可能构成二季度债市调整的潜在风险点。

图表1：年初以来利率先上后下，整体较为震荡（%）

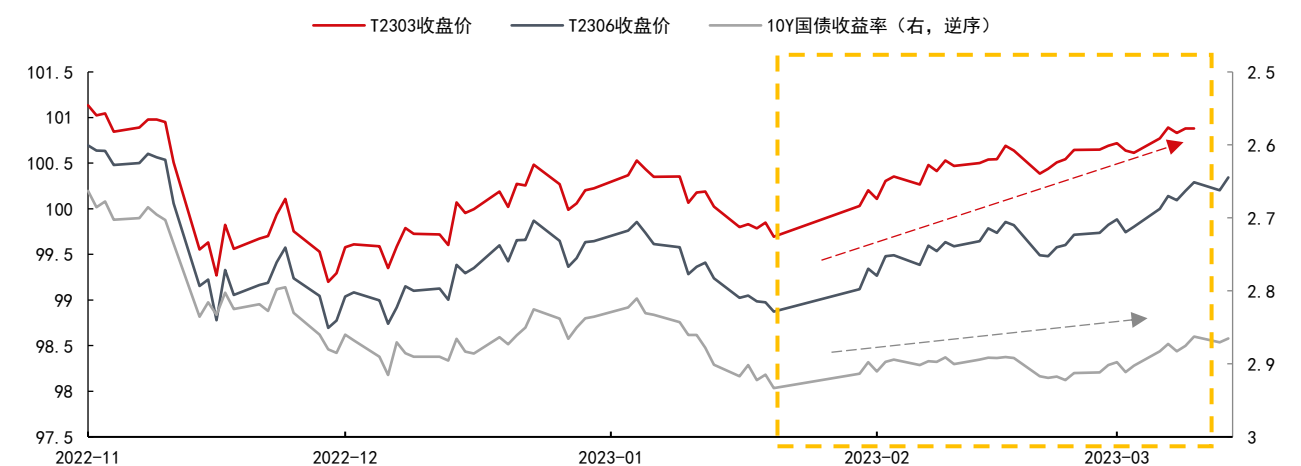


资料来源：Wind 中信期货研究所

节后债市上演期现“背离”的走势，国债期货受收基差动能带动，表现明显强于现券，而这可能对现券走势也有一定牵引。从国债期货一季度走势上看，同样呈现了节前偏弱，节后偏强的状态，而且值得注意的是，节后国债期货表现明显强于现券。以 T2303 合约为例，从节后至 2 月底，其价格累计上涨 1 元左右，而同期 10Y 国债收益率相比于节前仅下行约 3BP。国债期货价格节后快速上涨，而现券则更多呈现出震荡以及小幅走强的状态，由此呈现出一定的期现“背离”

现象。在这一现象背后受收基差动能的影响较大，节前市场担忧情绪较重，国债期货基差也明显被拉宽，来到较高水平，节后在春节期间数据未有明显超预期，尤其是 03 合约即将进入交割月，国债期货基差本身收敛动能也较强的情况下，“收基差”故事上演。在这样一个相对明确的逻辑链条下，国债期货价格大幅上涨。市场对于节后国债期货的偏强表现关注度较高，而国债期货的偏强表现也可能对现券市场形成一定的牵引。

图表2：节后呈现一定的期现背离，国债期货表现明显强于现券



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）债市对基本面利空呈现一定钝化

一季度另外值得注意的一个地方在于债市对于基本面利空呈现一定钝化，尤其是在节后以及两会前这段时间，表现较为明显。如果从基本面的经济数据来看，一季度利空因素也并不少，而在偏利空的数据发布后，债市在表现上并未受明显影响，呈现出对基本面利空的钝化现象。比如 1-2 月信贷高增，信贷增速呈现明显回升，贷款余额同比增速由去年 12 月的 11.1% 反弹至 11.6%，1 月新增人民币贷款 49000 亿元，较去年同期多增 9200 亿元，2 月新增人民币贷款 18100 亿元，较去年同期增加 5800 亿元，但市场对信贷高增反应平淡。虽然市场可能对信贷表现较好已有一定预期，但是如果对比市场的普遍预期值与实际值也还是有一定差距。比如从 Wind 一致预测上看，1 月和 2 月新增人民币贷款预期值分别为 40756 亿元和 14346 亿元，1-2 月信贷相较于预期仍呈现高增。

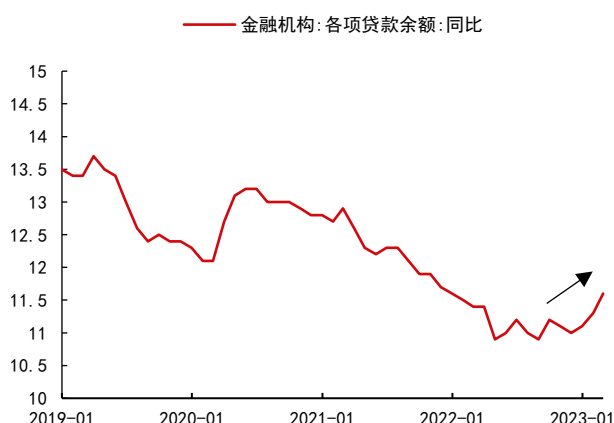
经济景气度数据同样如此，2 月制造业 PMI 录得 52.6%，较前值（50.1%）进一步上升，且较市场预期值（50.5%）也明显偏高。同样地，2 月非制造业 PMI 较前一月也进一步上行，至 56.3%。超预期的 PMI 意味着经济复苏的推进，但对于这样一份超预期的 PMI 数据，债市表现则同样呈现一定钝化，且与其他市场表现有所背离。可以发现，在 2 月 PMI 数据公布后，股市、商品均呈现明显上涨，人民币汇率也有所走强，但债市并未呈现“应有”的偏弱表现。2 月 PMI 数据公布当日，10Y 国债收益率甚至略有下行，虽然随后有所调整，但整体呈现偏震荡的



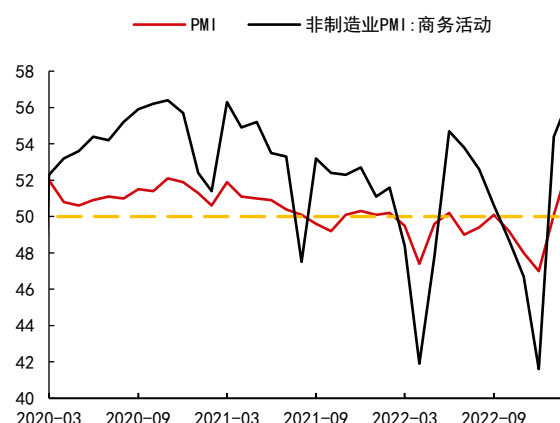
状态，与其他资产的走势，从逻辑上看似乎也有所背离。

实际上，我们认为现券端对于基本面并非没有反应，只是多重因素下现券呈现了偏震荡的表现。一方面是如前文所述，期货收基差带动的明显偏强表现可能对现券情绪也有所牵制。这一点可以对比去年7月份收基差的情形，在有基本面配合的情况下，现券情绪也会明显走强，而非呈现窄幅震荡的局面。另一方面去年强预期与弱现实持续博弈的环境可能也给投资者留下较为深刻的记忆，使得经济修复情况的确认需要更多数据的验证。

图表3：信贷增速回升（%）

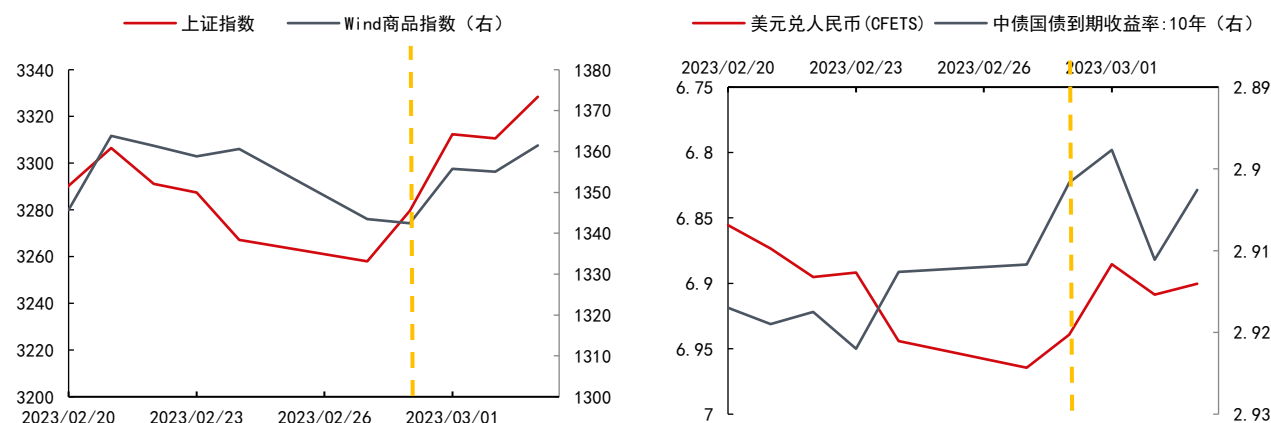


图表4：2月PMI数据明显好转



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：2月PMI数据超预期，债市与其他市场表现则有所背离（右图逆序）



资料来源：Wind 中信期货研究所

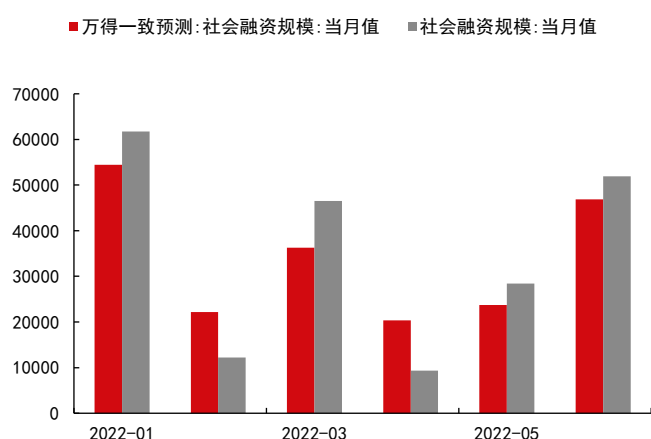
### （三）去年强预期与弱现实持续博弈的格局或让投资者印象深刻，经济修复持续性需要更多数据验证

2022年债券市场整体处于一种震荡的局面，在稳增长与疫情扰动等背景下，预期与现实持续博弈，尤其是2022年上半年，宽信用进程反复，利率上下波动幅度均有限，这可能让投资者印象深刻。2022年1月新增社融（6.18万亿元）较

前一年同期大幅上升，且明显超出市场预期（5.45 万亿元），受稳增长发力以及宽信用担忧影响，1 月社融发布后利率快速上行。而 2 月宽信用则未能如预期般继续好转，新增社融不及预期，利率又有所下行，而 3 月则再次超预期。宽信用进程有所反复，债市也呈现偏震荡的走势，10Y 国债收益率在 2022 年仅上行 6BP，且整个上半年 10Y 国债收益率也仅上行 4.5BP，在 2.68%-2.85% 之间来回波动。

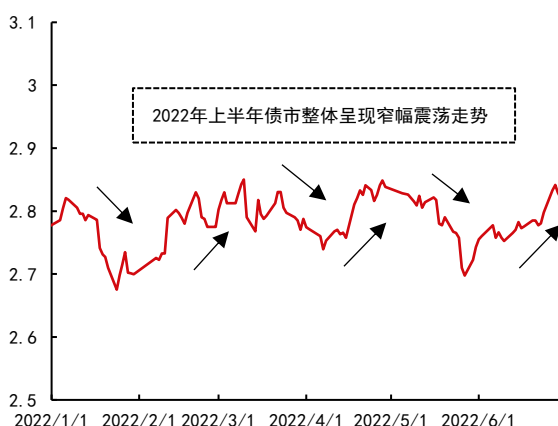
受这样一个因素的影响，在今年年初信贷高增，以及 2 月新增社融超预期的情况下，市场反应并不大，其背后体现的是相比于各别月的超预期，市场或更关注社融高增以及宽信用的持续性。另外考虑 1-2 月受春节错位以及疫情刚过峰等因素影响，数据的可比较性或许有所降低，这可能也使得市场对于宽信用与经济修复情况需要更进一步的数据验证。而从这一角度，二季度经济修复以及持续性可能也成为市场关注的焦点以及影响债市走势的关键。

图表6：2022 年上半年宽信用反复（亿元）



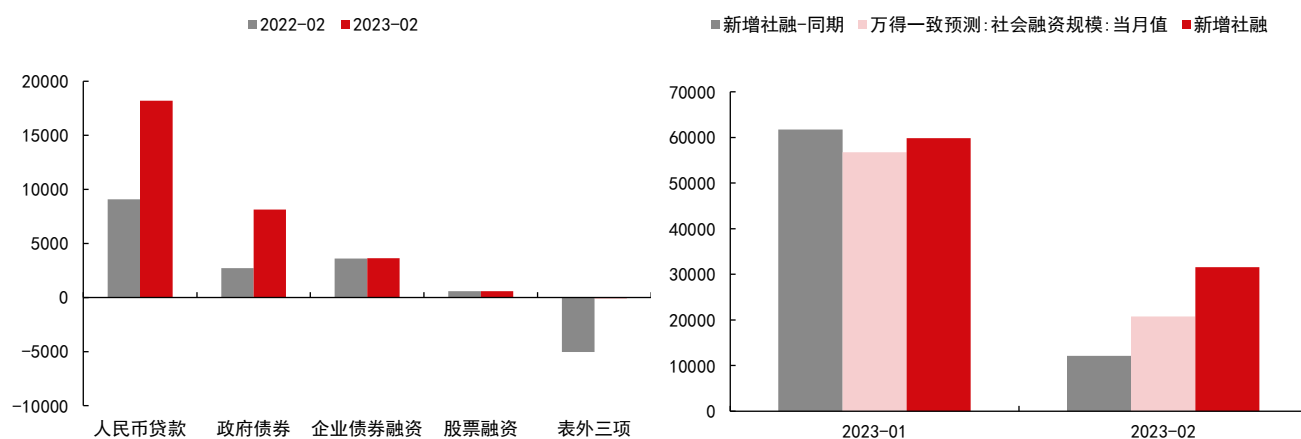
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表7：2022 年上半年债市窄幅震荡（%）



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表8：虽然 2 月社融超预期，但市场或更关注持续性（亿元）



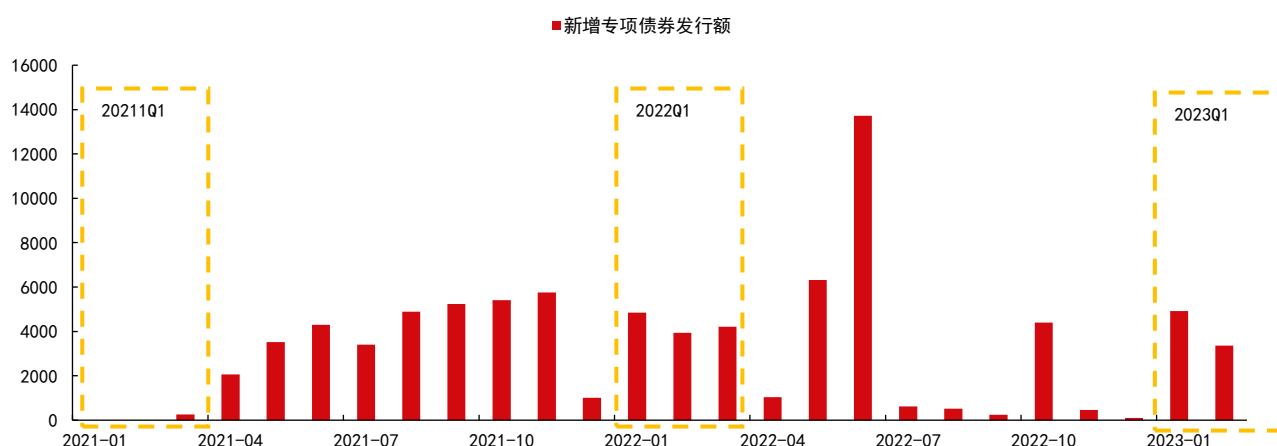
资料来源: Wind 中信期货研究所

## 二、经济修复持续性得以确认的可能性较大，债市或仍有一定上行压力

（一）和 2022 年不同，今年经济数据总量好转的同时结构也有好转的表现

当前社融总量超预期的同时结构也有所好转，而去年社融结构性问题较为突出。去年宽信用整体处于总量反复，而结构一直有待好转的状态，并且总量好转对宽信用进程的指示作用也有所减弱。这其中，比较重要的一个方面在于政府债券项的扰动。2022 年在稳增长压力较大的背景下，地方债的发行前置，1-2 月新增专项债发行 8775 亿元，而 2021 年在稳增长压力相对较小的情况下，地方债发行则明显后置，1-2 月没有新增专项债发行，整个一季度也仅发行 264 亿元，专项债发行存在明显错位，这对于年初宽信用情况的影响较大，使得年初对宽信用的进程或存在高估。而今年则有所不同，政府债券错位发行的影响明显有所减弱。今年财政继续前置发力，新增专项债发行继续呈现前置特征，而这与去年在节奏上整体较为类似。

图表9：政府债券发行错位的影响减弱（亿元）



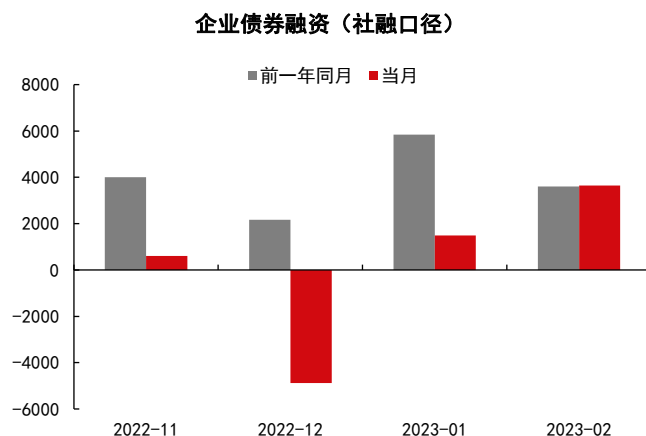
资料来源：Wind 中信期货研究所

另外，社融结构方面，近期市场较为关注的企业债券融资偏弱也有所好转。从近几个月的情况来看，企业债券融资偏弱，并对社融构成一定拖累。比如去年 12 月，企业债券项呈现负增，今年 1 月企业债券项同比少增。企业债券项表现偏弱，一方面或受去年底理财赎回问题影响，赎回冲击下信用债收益率快速上行，信用债取消发行的数量和规模也明显上升；另一方面，企业债券与信贷之间可能存在一定的替代关系，当债券融资利率上升，贷款利率下降时，企业可能更倾向于通过信贷来满足融资需求，也即信贷对企业发行债券融资产生一定的挤出效应。这也进一步导致当前并不能单独看信贷的强弱，而是更应该看总体的融资需求强弱。比如 2022 年 12 月-2023 年 1 月信贷表现强势，社融口径下新增人民币贷款，



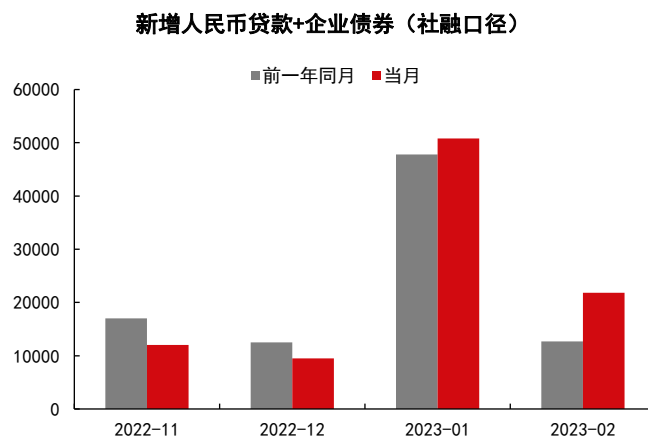
同比分别多增 4051 亿元和 7312 亿元，合计多增 1.14 万亿元。而如果考虑企业债券项的下滑，去年 12 月以及今年 1 月，新增人民币贷款+企业信贷同比分别多增-3003 亿元和 2960 亿元，合计仍略有下行。而这一现象在 2 月已有所改善。2 月企业债券项有所好转，同比与去年基本持平，新增人民币贷款+企业债券也呈现明显多增，社融结构问题进一步有所好转。

图表10：企业债券项好转（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

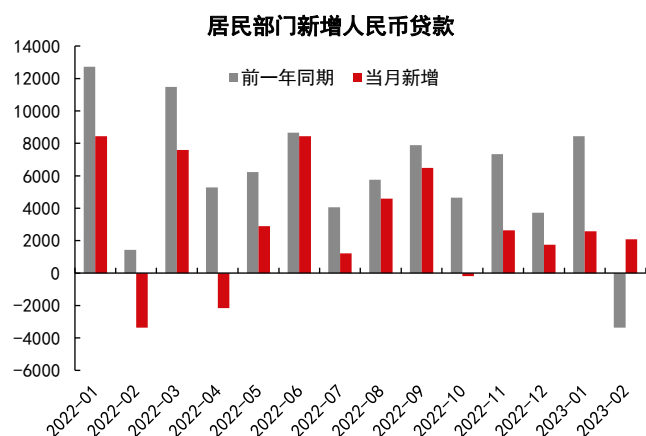
图表11：信贷挤出效应或有所减弱（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

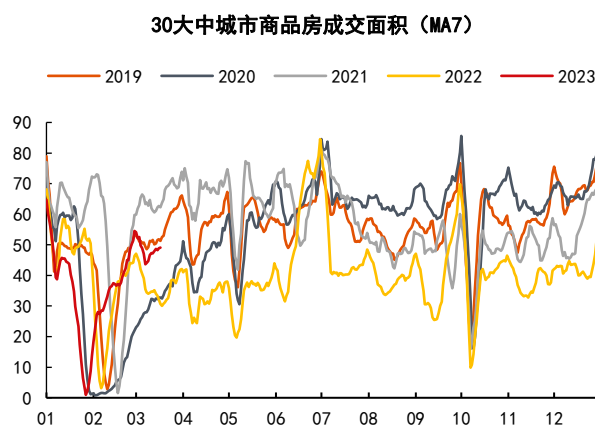
**信贷结构也有好转表现，2 月居民信贷同比转正。**去年宽信用结构不佳的很重要一个方面还在于居民信贷的持续偏弱。从去年年初至今年年初的居民部门信贷表现上看，整体均偏弱，其中 2022 年 2 月、4 月和 10 月，居民部门新增人民币贷款呈现负增。而今年 1 月居民新增人民币贷款 2572 亿元，同比仍少增 5858 亿元。不过这一现象在 2 月呈现一定改善，2 月居民部门新增人民币贷款较去年同期多增 5451 亿元，这其中固然有去年同期低基数的影响，但也需要注意到其背后地产呈现企稳表现可能对居民部门信贷的拖累也有所减弱。今年 1-2 月房地产投资同比增速-5.7%，较去年有明显收窄，2021 年房地产投资同比-10%，其中 11 月和 12 月分别为-19.9%和-12.2%。另外 1-2 月商品房销售面积同比-3.6%，也有明显收窄，且从高频数据上看，自 2 月以来，地产整体呈现企稳表现。整体上看，地产对于居民信贷的拉动可能难以呈现以往的强势状态，但是对于居民信贷拖累的减弱则将较为明显。

图表12：居民信贷同比转正（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

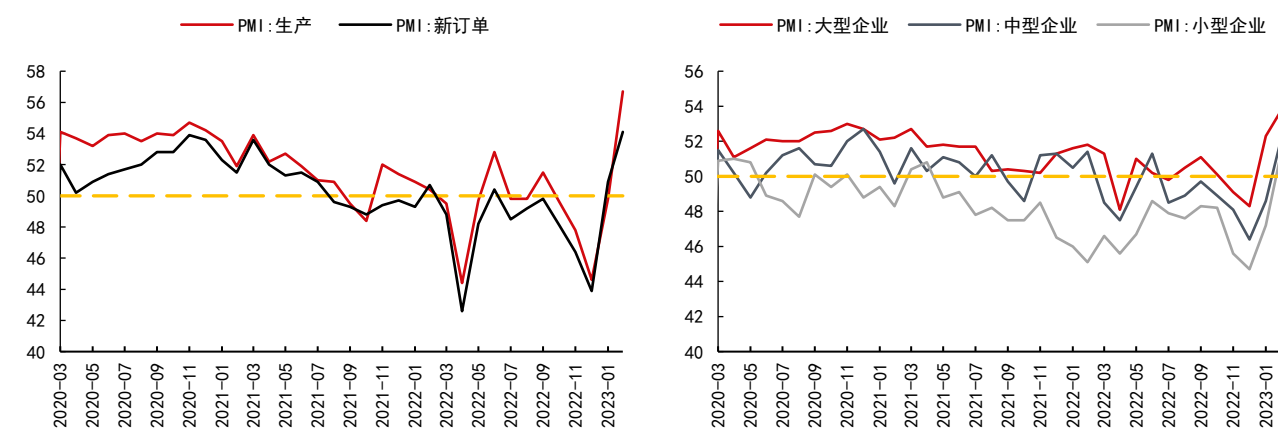
图表13：地产销售呈现企稳表现（万平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

另外在结构方面，PMI 不止总量好，各个分项也表现不错。2 月 PMI 超预期不止体现在总量的明显好转，相比于去年，从一些主要分项上看也有明显好转的表现。在供需两端，2 月生产项 PMI 大幅上行至 56.7%，而新订单 PMI 也呈现大幅上行至 54.1%。尤其是新订单 PMI，可以发现去年其也呈现过反弹的表现，但是反弹强度整体较弱，2022 年 2 月最高至 50.7%，去年二季度疫情冲击后，6 月新订单 PMI 上行至 50.4%，整体均在临近水平附近。而今年 1 月新订单 PMI 为 50.9%，2 月 PMI 为 54.1%，已明显突破临界水平。另外从不同企业的 PMI 指数上看，也均有所好转，尤其是小型企业 PMI 同样上行至临界水平以上。2 月小型企业 PMI 录得 51.2%，突破临界水平，而去年在 PMI 的波动过程中，虽然小型企业的 PMI 也有阶段性的反弹，但是 PMI 整体均未超过临界水平进入景气区间，2022 年小型企业 PMI 最高为 6 月录得的 48.6%。整体上看，PMI 各主要分项均呈现一定好转，这可能也暗示经济修复态势更清晰，可持续性更强。

图表14：PMI 结构上同样呈现明显好转（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）稳增长背景下，政策端仍有前置发力的表现

去年底中央经济工作会议指出，当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，并强调，今年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。整体上看，今年政策层面仍有稳增长的诉求，而从去年底至今年初来看，政策端继续呈现前置发力特征，其效果在二季度或也将持续显现。

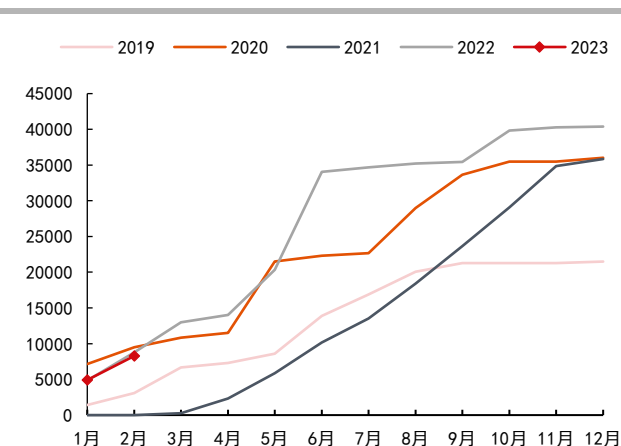
财政方面今年强调积极的财政政策要加力提效，且从节奏上看整体也延续了2022年前置发力的特征。在稳增长大背景下，今年财政政策方面强调积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度。从专项债上看，今年专项债提前批额度下达的时间明显较早，在2022年11月初即下达，相比于去年也进一步提前。作为对比，财政发力后置的年份，2021年提前批额度在当年3月才下达。另外从额度上看，今年专项债提前批额度达到2.19万亿元，较去年大幅上升，占上一年新增限额的比例达到60%，处于顶格状态，这体现了财政端延续发力和前置发力的姿态。从专项债1-2月发行情况上看，整体也处于同期偏积极的状态，今年1-2月新增专项债发行8270亿元，发行进度达22%，相比于2019年和2021年明显节奏偏快，整体与2020年以及2022年较为类似。

图表15：今年专项债提前批额度下达时间较早，且规模较大（万亿元）

年份	下达时间	提前批额度	上一年新增限额	占上一年新增限额比例
2019年	2018年12月末	0.81	1.35	60.0%
2020年	2019年11月末	1	2.15	46.5%
2021年	2021年3月	1.77	3.75	47.2%
2022年	2021年12月	1.46	3.65	40.0%
2023年	2022年11月初	2.19	3.65	60.0%

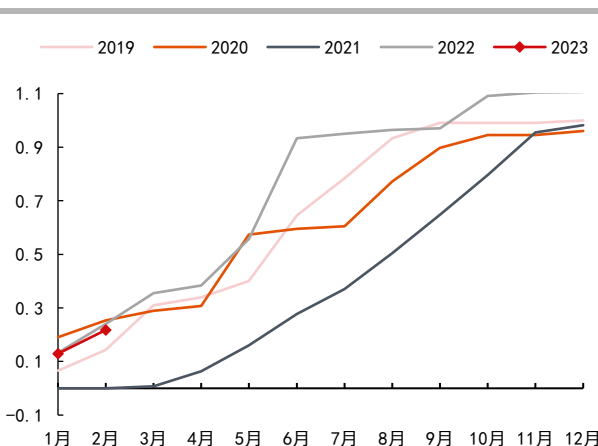
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：新增专项债发行（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

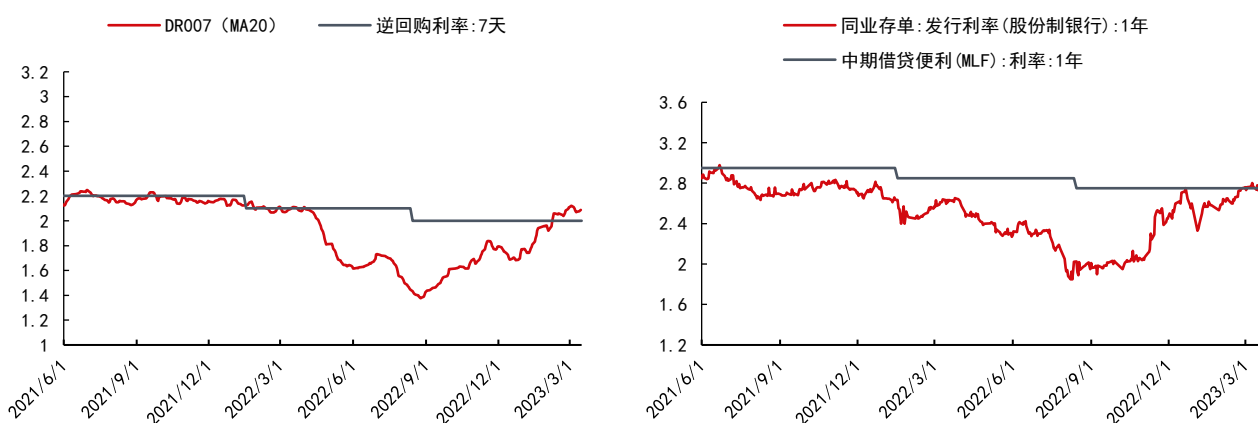
图表17：新增专项债发行进度（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

货币方面强调稳健的货币政策要精准有力，结构性政策工具或延续积极发力，并扮演更重要角色，总量型政策或回归中性。从中央经济工作会议以及央行表述上看，货币政策强调保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。在稳增长背景下，货币政策或暂不具备明显转向的条件，但是在稳增长压力较去年相对较小的情况下，总量型政策如进一步调降政策利率的可能性较小，货币政策工具可能更偏向于结构性工具的使用。比如在房地产方面，去年10月，央行重启民营企业债券融资支持工具，并将优质房企纳入支持范围，另外12月创设保交楼贷款支持计划，其政策效果可能也将持续显现。而总量层面，可以观察到，从去年四季度以来，市场利率向政策利率不断回归，资金面逐渐摆脱去年大幅宽松以及较政策利率明显偏离的状态。这可能也说明货币政策从总量层面已经逐渐回归中性。

图表18：市场利率回到政策利率附近，总量型政策或回归中性（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）经济修复持续性的验证可能给债市带来一定调整压力

从二季度来看，市场对于经济修复持续性的疑虑或被打消，这可能形成一定的利空影响。

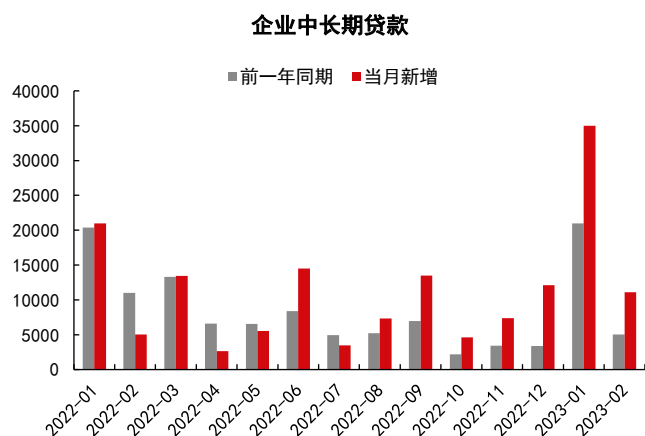
信贷方面，企业中长期贷款项在前两个月信贷高增中贡献较大，而目前来看这一态势在二季度仍可能继续维持。1-2月信贷高增，新增人民币贷款1月同比多增9200亿元，2月同比多增5800亿元，而当前市场对这一现象的持续性存疑。这也是市场对经济修复持续性的一个重要关注点。从1-2月新增人民币贷款的分项上看，信贷高增主要来源于企业中长期贷款的支撑。1-2月企业中长期贷款分别新增35000亿元和11100亿元，较去年同期分别多增14000亿元和6048亿元，对信贷高增的贡献较大。企业中长期贷款高增的背后是财政与基建的发力，1-2月基建投资同比增速达到12.18%，对此也有所印证。从财政发力上看，地方政府专

项债务余额与企业固定资产贷款余额间具有一定的领先滞后关系，其背后是财政发力对基建等固定资产投资的拉动，而且去年或受疫情扰动影响，这一领先关系或有所拉长。从底部来看，当前地方政府专项债领先企业固定资产贷款约 9-12 月左右的时长，因此后续来看，二季度企业中长期贷款仍可能维持强势表现，并对信贷形成正向拉动。另外在结构性货币政策等地产支持政策效果有望进一步显现的情况下，地产端对信贷的拖累也将呈现减弱表现。整体上看，信贷偏强的表现二季度有望延续，这可能使得市场对于信贷持续性的疑虑打消。

**除了投资端，消费方面也有望进一步修复。**在出口承压以及对今年稳增长贡献或将减弱的背景下，扩大内需成为今年稳增长的关键。今年 1-2 月社会消费品零售总额同比 3.5%，高于市场预期（2.9%），而且去年同期社零处于高基数的状态，这也反映疫情达峰后消费具有一定的修复动能。另外从政策层面看，无论是财政端还是货币端均强调需求不足以及扩大内需的问题，比如财政端强调优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，后续可能会有更多消费层面的支持政策出台。出行和人员流动是观察消费的一个重要窗口，当前从城市地铁出行以及拥堵延时情况来看，3 月整体仍较往年同期保持高增的状态，消费有望继续维持明显修复的状态。

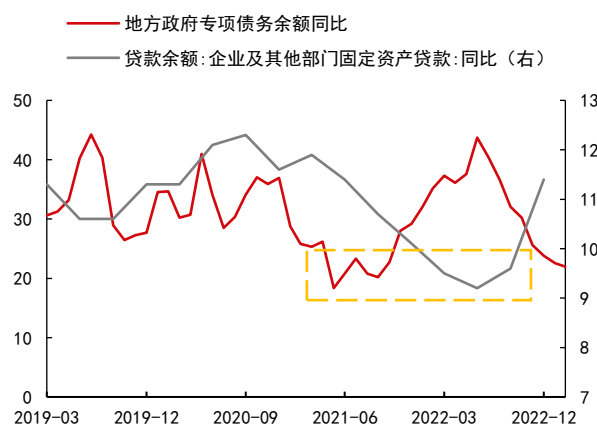
从整体上看，经济修复的持续性是当前市场关注的焦点，而二季度尤其是二季度前半段，经济修复的持续性或将得到进一步确认，这可能使得市场的分歧有所减弱，并给债市带来一定的调整压力。

图表19：信贷高增中企业中长期贷款贡献较大（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

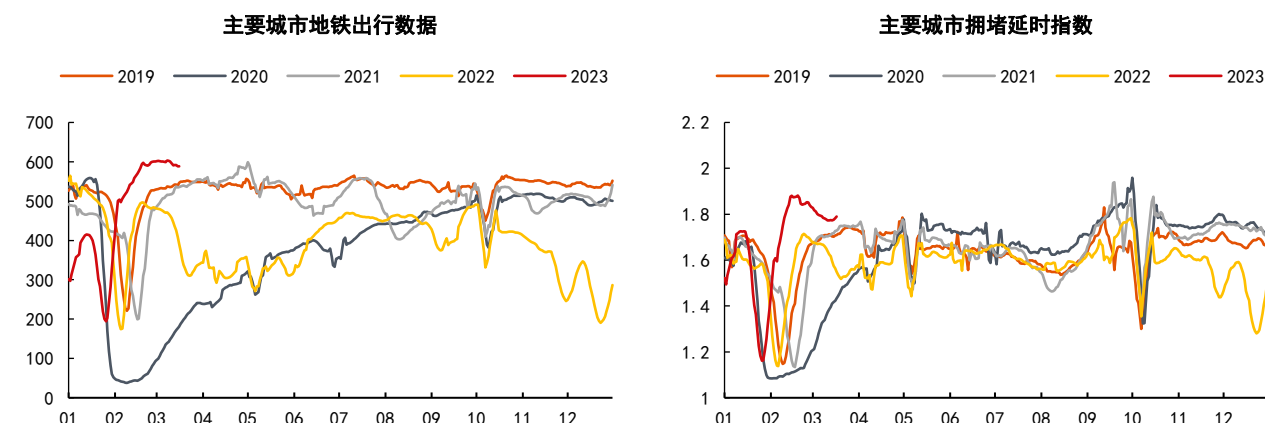
图表20：企业中长期贷款强势表现仍可能延续（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表21： 人员流动反映消费将进一步修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、政策非强刺激下，上行空间可能也有限

从今年政府工作报告的一些主要目标上看，如经济增速目标以及财政赤字目标等反映政策非强刺激的思路，这意味着随着经济修复的兑现，政策层面可能也会逐渐退坡。另外考虑一季度利率中枢相比于去年已经整体有所抬升，这可能使得后续上行空间有所压缩。

#### （一）政策传递非强刺激的信号，且近期财政发力显示有所放缓

经济增速以及财政赤字等目标反映政策非强刺激的思路。其一，今年经济增速目标为 5% 左右，较市场此前 5%-6% 的预期，整体处于区间下沿。与央行测算的“十四五”期间潜在产出增速 5%-5.7% 的目标基本相符，暗示 2023 年经济整体基调是回归潜在增长，而非“大干快上”。其二，财政方面，赤字率由 2.8% 小幅提高至 3%，专项债由 3.65 万亿元小幅增至 3.8 万亿元，整体较为克制，和市场预期相比也偏温和。其三，财政收支方面，今年一般公共预算收入增速 6.7%、一般公共预算支出增速 5.6%、政府性基金预算收入增速 0.4%、政府性基金预算支出增速 6.7%，较去年预算增速也整体偏温和。以广义财政收支来看，今年广义财政收支目标增速分别为 4.9% 和 5.9%，而去年目标增速分别为 2.7% 和 12.8%，去年财政积极发力的信号更明显。经济增速以及财政赤字等释放政策非强刺激的思路，而或受这一信号影响，利率也有所下行。

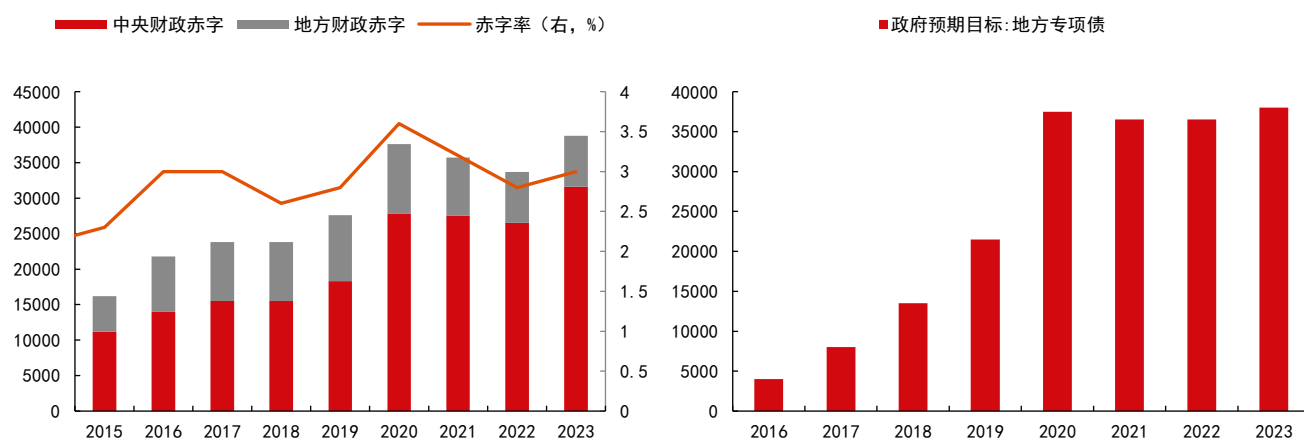
另外从 2 月专项债发行情况来看，财政发力可能也呈现一定放缓。如前文所述，与 2022 年类似，今年专项债发行整体继续呈现前置发行的特征。不过也可以发现，近期专项债发行或呈现一定放缓。从新增专项债的周度发行情况来看，年初以来整体表现为先升后降，1/16 以及 1/30 单周发行规模超过 2000 亿元，随后回落。这也使得 2 月新增专项债发行规模较 1 月有所下降，1 月和 2 月的新增专项债发行规模分别为 4912 亿元和 3358 亿元，而 2022 年 1 月和 2 月新增专项债



发行规模分别为 4844 亿元和 3931 亿元。另外，根据此前各地披露的一季度发行计划来看，2 月发行规模预计更高，但实际发行规模或有所下降，这背后可能反映专项债发行以及财政发力或有所放缓。另外从今年专项债提前批额度的角度来看，今年提前批额度的下达时间较早，且规模较大，达到 2.19 万亿元。而结合当前专项债的发行情况来看，去年 1-2 月，提前批额度已发行完成约 60%，而今年同期仅完成不到 40%，这可能和近期发行有所放缓也有关。

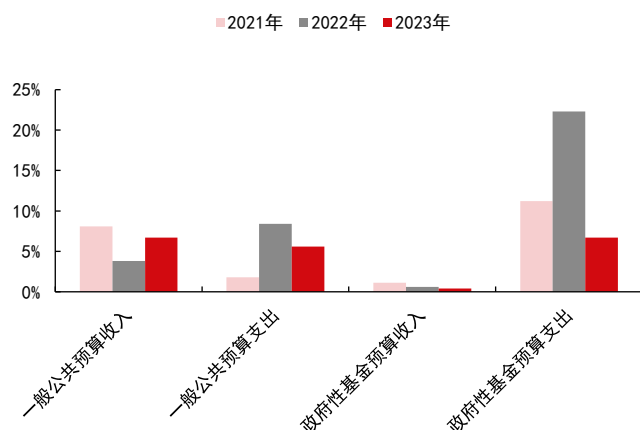
不过值得注意的是，财政发力放缓背后更多不是空间的约束，而是经济修复后发力强度和必要性的考量。财政发力放缓或在近期形成了一定预期差，并对市场情绪起到直接推动，但是也需要关注财政发力放缓背后的逻辑。财政发力放缓固然有债务问题以及偿债压力对财政空间的制约，比如今年赤字率以及专项债规模均呈现小幅上涨，可能也有这方面的考量。不过稳增长与防风险其本身在一定程度上可能也是动态平衡的关系。尤其是财政发力节奏上的放缓，比如专项债额度确定后发行速度的变化，其背后可能更多反映的是对经济呈现修复态势后财政发力强度以及必要性的考量。比如 1-2 月信贷以及经济数据的好转或构成了财政发力放缓的重要支撑，使得财政发力有了更多的选择空间。而这也意味着，如果经济无法延续修复态势，那么财政发力也将再度加速。就今年来说，财政强刺激可能性较低，但托底必要性仍在，实际上今年财政整体力度从绝对水平上看并不弱，再考虑准财政工具，财政空间并不低。

图表22：今年财政端延续发力，且力度相对温和（亿元）

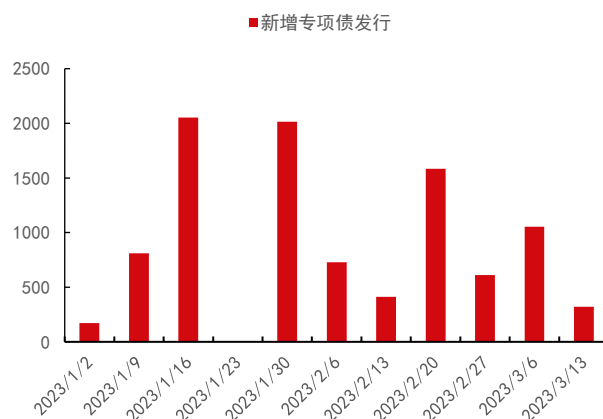


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表23：2021-2023 年财政收支目标



图表24：专项债发行前置，但 2 月也整体有所放缓（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）货币政策姿态已经重回中性，重心将在非总量型工具层面

**货币政策姿态已经重回中性。**首先，我们曾在年度展望中指出，今年货币政策整体姿态的积极程度边际转弱。2 月发布的 2022 年四季度《中国货币政策执行报告》进一步标志着央行货币政策姿态重回中性：既不紧缩，也不宽松，以稳为主。主要体现为两点：其一，重提“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”，也意味着前期狭义流动性超预期宽松的局面难以再现，这一措辞是对近期市场利率暗示的中性货币政策姿态回归的确认；其二，央行目前的中介目标从“保持货币供应量和社融规模合理增长”切换为“保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”，经验来看这一中介目标的切换表征中性的货币政策姿态。

**对应到货币政策工具选择上，总量型货币政策工具的使用将相当受限，降准概率高于降息，结构性货币政策工具将成为重心。**值得关注的是，3 月 17 日央行宣布年内首次降准，我们认为，此次降准对判断中国人民银行货币政策姿态意义有限，整体姿态应该仍处于中性位置。一方面，3 月 3 日，易纲行长在“权威部门话开局”中指出“我们认为，目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。至于降准，2018 年以来我们 14 次降准，这 14 次降准大概是把平均的法定存款准备金率从近 15%降到了不到 8%，降了 7 个多百分点的法定准备金率。过去五年，通过 14 次降准，不到 8%的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上”。综合易纲行长对利率和准备金率的表述，对目前整体的货币政策姿态和利率水平比较满意，降准主要是补充长期的流动性。另一方面，结合 2018、2019、2020、2021、2022 年，央行通过降准释放的资金分别为 2.3 万亿、2.7 万亿、1.75 万亿、1 万亿、1.03 万亿来看，今年应该仍有 1-2 次 25bp 降准，且流动性是否成为央行达成中介目标的约束才是降准主要政策锚。对债券市场来说，降准一则

意味着流动性预期不会形成利空，二则并非意味央行希望进一步推动信贷扩张斜率，三则后续的关注点仍是修复的弹性、一致性、和可持续性。

（三）市场对于经济修复已经有所反应，这可能也使得后续利率进一步上行空间有限

从 10Y 国债收益率上看，一季度中枢水平整体已经有所抬升，市场对于经济修复提前进行了积极计价。年初以来，10Y 国债收益率整体在 2.81%-2.93% 之间上下波动，平均水平在 2.89% 左右，可以发现，这一水平相较于去年也已有所抬升。2022 年上半年，10Y 国债收益率在 2.68%-2.85%，中枢水平为 2.78% 左右，2022 年下半年，10Y 国债收益率在 2.58%-2.92%，中枢水平为 2.75% 左右。利率中枢水平的抬升反映了在疫情防控政策优化调整以及稳增长政策接续发力的情况下，市场对于经济修复以及利率水平抬升或已经有所预期。这也对应了利率在去年四季度以及今年 1 月份的快速上行，并可能使得后续上行空间有所压缩。

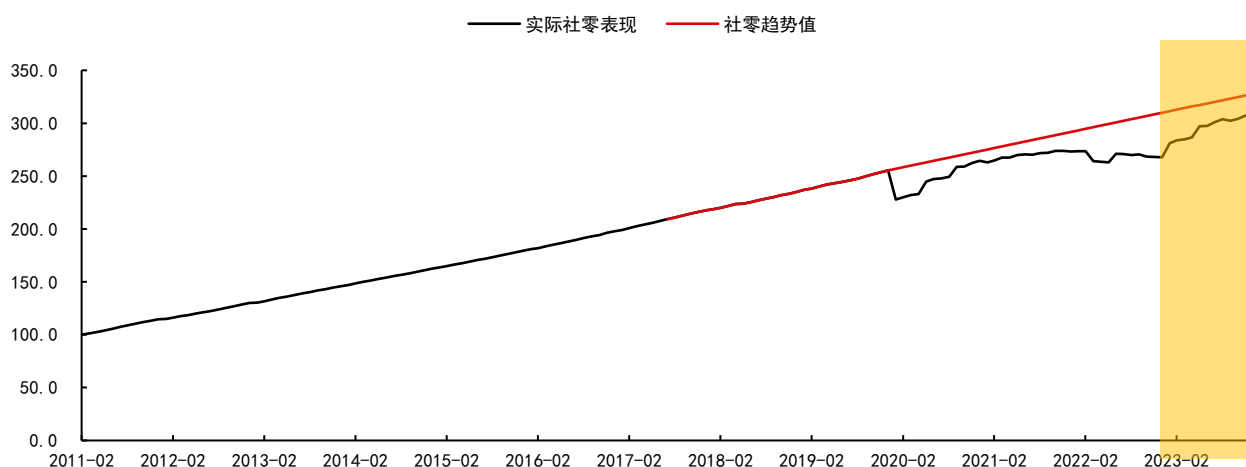
图表25：一季度利率中枢已经有所抬升（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

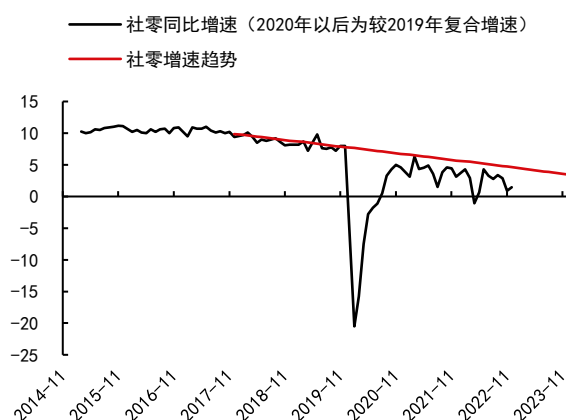
这一点我们曾在《震荡格局下，以消费缺口定位国债收益率》中进行过专题分析。我们假设 2023 年消费反弹可以复现 2020H2 - 2021H1 的斜率、弹性、节奏，并以疫情前的潜在趋势为坐标，则单月消费缺口最优能回补至-5.6%，不及 2020 年的单月最优-3.3%。而以消费缺口为坐标，绝对价格来看，2.93% 的 10Y 国债收益率已完全计入-5.6% 的单月最优消费缺口，因此中期来看，超过这一水平即具有较高配置价值。

图表26：假设 2023 年，消费指数反弹可以复现 2020H2 - 2021H1 的斜率、弹性、节奏，全年社零同比增速约 10.3%，较 2019 年的复合同比增速约 4.8% (阴影部分为预测值)



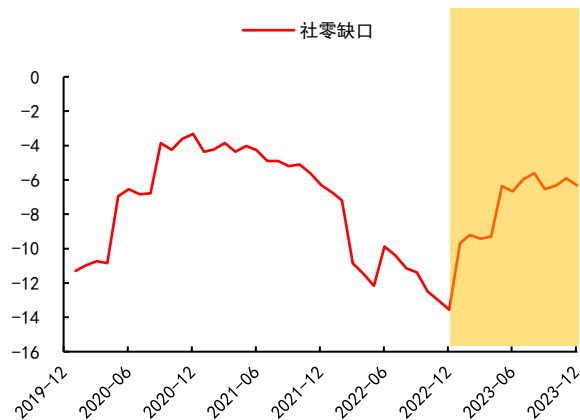
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：社零增速下行具有趋势性，2023 年趋势值约 4.54%



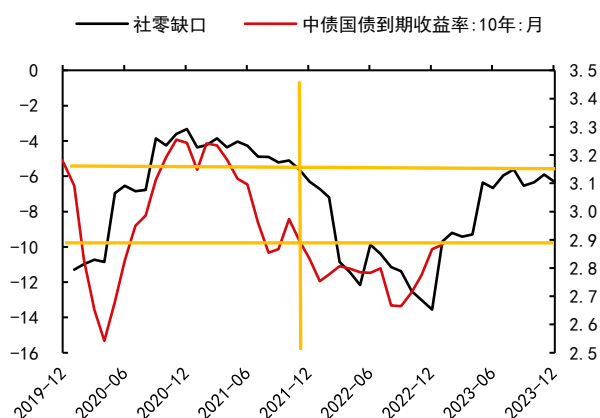
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：2023 年单月最优的消费缺口为 8 月的-5.6% (阴影部分为预测值)



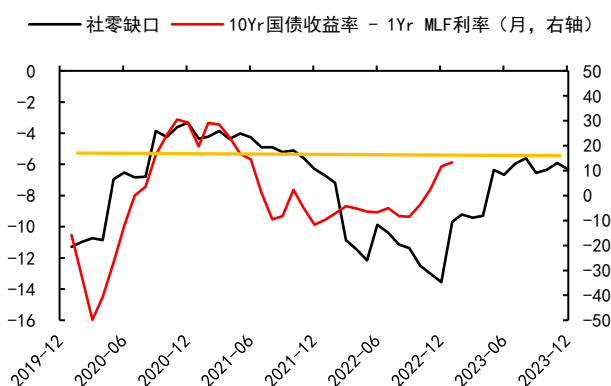
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：2.93%的 10Yr 国债收益率已完全计入-5.6%的单月最优消费缺口（2023 年社零缺口为预测值）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：18bp 的 10Yr 国债收益率 - 1Yr MLF 利率已经超调（2023 年社零缺口为预测值）



资料来源：Wind 中信期货研究所

从另一个维度来看，在政策利率未有抬升的情况下，市场利率可能也难以大幅上行。央行在四季度货币政策执行报告中强调引导市场利率围绕政策利率波动，作为市场利率的指引，1 年期 MLF 利率的水平对 10Y 国债收益率可能也有一定的参照意义。从过去来看，10Y 国债收益率也呈现出围绕在 1 年期 MLF 利率附近上下波动。当前，从一季度来看，10Y 国债收益率整体已经来到 1 年期 MLF 利率以上，平均高出约 14BP 左右。在 2016-2017 年以及 2020-2021 年的经济反弹以及债市调整过程中，10Y 国债收益率也有突破 1 年期 MLF 的表现。以月度均值来看，2016-2017 年 10Y 国债收益率最高超出 1 年期 MLF 利率约 70BP 左右，2020-2021 年 10Y 国债收益率最高超出 1 年期 MLF 利率约 30BP 左右。2016-2017 年或伴有货币政策的明显转向，1 年期 MLF 利率不断上行，这可能加剧债市调整压力。而今年的话，上行幅度或更类似于 2020-2021 年，因此在政策利率未有抬升的情况下，突破 3.05% 的可能性也不大。

图表29：政策利率未有抬升的情况下，市场利率可能也难以大幅上行（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、债市策略

### （一）趋势判断：收益率上行空间有限，风险与机会并存

展望二季度，经济修复的持续性是债市交易的关键。一季度债市先弱后强，整体呈现偏震荡的表现，尤其是春节前后呈现较为明显的分水岭。节后债市表现偏强，且值得注意的是，债市对经济数据呈现出了利空免疫的特征。超预期的信贷与经济数据均未引发债市的明显调整，其中主要的原因或在于市场对经济修复的持续性存疑。在去年预期与现实持续博弈的格局下，市场对于经济修复可能需要更多数据验证。

我们认为，二季度经济修复持续性得到进一步确认的可能性较大，而这可能给利率造成一定的上行压力。和 2022 年不同，今年经济数据在总量好转的同时结构也有明显好转。社融方面，政府债券错位发行的扰动减弱，企业债券融资的拖累以及与信贷之间可能存在的替代关系也有所好转；信贷方面，在地产企稳的情况下，居民信贷需求或有所好转，居民部门新增人民币贷款同比转正；另外经济数据方面，2 月 PMI 超预期，且结构方面供需两端、不同类型企业尤其是小型企业均现明显好转。政策层面看，今年仍有稳增长诉求，且政策仍呈现前置发力的特征，政策效果在二季度有望进一步显现。在财政发力背景下，企业中长期贷款有望继续维持高增，并对信贷构成较强支撑。

不过，从利率上行的空间来看，10Y 国债收益率上限或难以突破 3.05%。一方面在疫情防控政策优化调整以及稳增长政策接续发力的背景下，市场对经济修复也提前有所反应，对应一季度利率整体水平已经有所抬升，这可能压缩后续进一步上行的空间。绝对价格来看，2.93% 的 10Y 国债收益率已完全计入 -5.6% 的单月最优消费缺口，因此中期来看，超过这一水平即具有较高配置价值。另一方面以 1 年期 MLF 利率作为政策利率参照，一季度 10Y 国债收益率较 1 年期 MLF 利率平均高出约 14BP 左右。2016-2017 年以及 2020-2021 年经济修复以及债市调整过程中，10Y 国债收益率较 1 年期 MLF 利率最高整体高出约 70BP 和 30BP。今年可能和 2020-2021 年更为类似，在政策利率未有上调的情况下，10Y 国债收益率向上可能也难以突破 3.05%。

整体上看，二季度伴随经济修复持续性的进一步确认，比如 3 月数据如果再度呈现明显好转，那么市场对经济修复的逻辑将分歧将有所统一，而这也给债市带来一定的调整压力。不过，考虑政策不强刺激，则经济弱复苏，根据收益率锚定消费缺口和市场利率围绕政策利率波动的要求下，收益率超调后就是买入机会，债市在提防风险的同时也可以适度关注逢高配置的机会。



## （二）策略推荐：前期加强套保，基差如果再次走阔，关注收基差的机会

### 1、债市仍有一定调整风险，可关注空头套保机会

二季度经济修复进一步确认的可能性较大，当前市场对经济修复持续性存在较大分歧，如果经济修复持续性继续得到验证，这或给市场带来一定的调整压力。因此二季度，尤其是上半段加强空头套保存在一定必要性。考虑近期债市情绪整体偏强，基差也呈现明显收窄，对于空头套保来说，选择在左侧基差相对较低的位置介入也是比较好的机会。

图表30：近期各主力合约基差水平明显收窄<sup>1</sup>（截至3月17日）



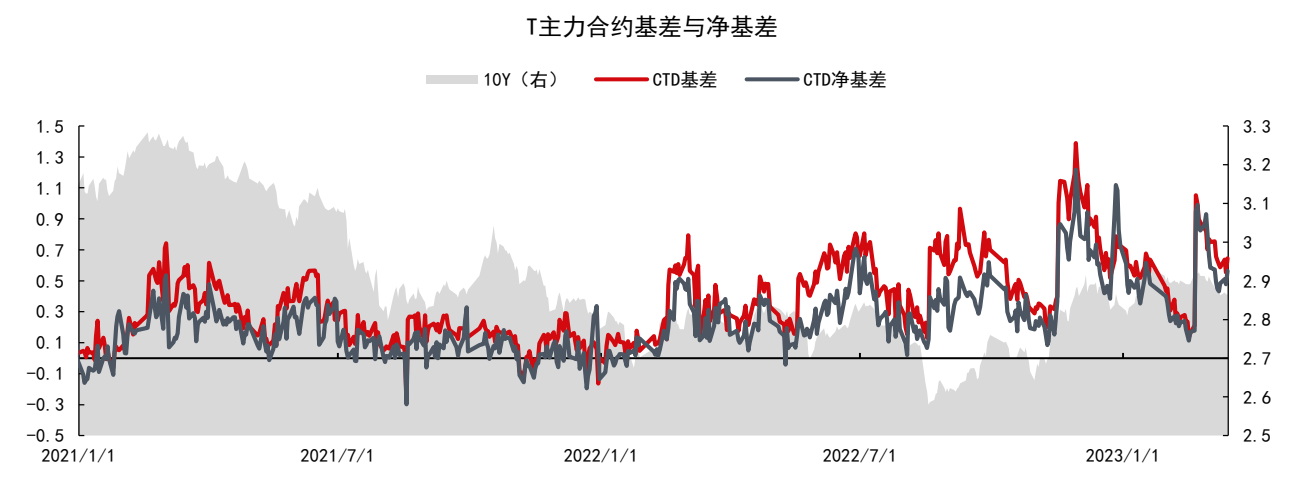
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 2、“收基差”故事仍可关注

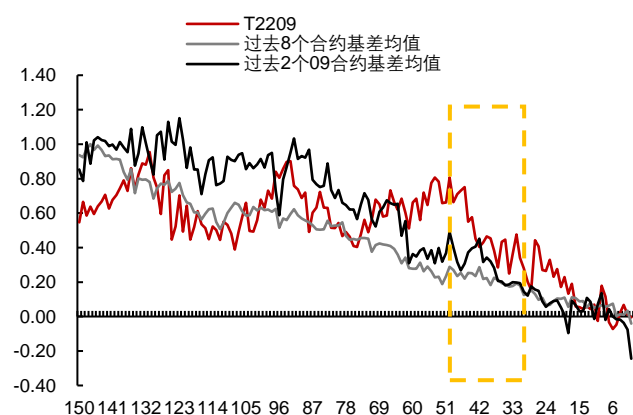
虽然近期基差有所收窄，但基差能否摆脱高中枢高波动的特征仍需进一步观察。自去年以来，我们反复推荐国债期货上的“收基差”故事，详见《如何看待本轮上涨？期货“收基差”与现货“受鼓舞”的正向循环》，《如何看待当前国债期货的异常高贴水》，《从期货视角看节后债市上涨》。可以发现，去年7月的T2209合约、10月的T2212合约以及今年2月的T2303合约均出现了较为明显的收基差机会，其中今年2月尤为明显。虽然近期国债期货基差呈现明显收窄，但是国债期货后续能够摆脱高中枢与高波动的状态仍需进一步观察。不排除在经济修复持续性得以验证的情况下，国债期货基差再度拉宽的可能。而在基差未摆脱高中枢与高波动特征的情况下，“收基差”故事也仍可关注。可以重点关注4月-5月能否再度出现较好的反套或单边多头博弈的策略机会。

<sup>1</sup> 历史分位数计算方法：计算当日所在时间点距离当前主力合约最后交易日的交易日天数；并以该日为原点，取近6个合约该时间节点前后各10个交易日，共计126个交易日的基差数据为总样本计算分位数。

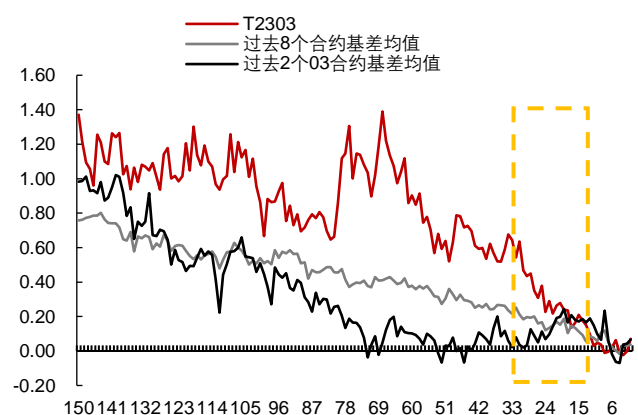
图表31：基差高中枢与高波动仍有所延续



图表32：7月“收基差”



图表33：2月“收基差”



### （三）风险因子

**1、疫情反复。**去年稳增长诉求较强，但受疫情的超预期冲击，稳增长效果也明显受到影响。当前疫情已经达峰，但从国外经验来看，疫情阶段性地可能也会有所加剧，因此如果疫情出现一定反复可能也会影响经济修复进程，利率存在下行风险。

**2、地产表现超预期。**当前地产端整体呈现企稳表现，如果后续地产端进一步反弹，且表现强劲，那么也将明显改变市场对经济修复的预期，带来利率大幅上行的风险。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>