

2023 国债期货二季度展望

行稳以致远

摘要

在年度展望中，基于疫情防控措施优化以及出入境限制的常态化调整，我们曾经对本轮中国经济的复苏路径进行过推演。当下我们正处于路径中的第二阶段：在出行正常化后，复苏重点转移到汽车、地产为代表的大宗消费以及与其相关的工业、制造业等产业利润的修复情况。**随着企业信心以及开支意愿的逐步回升，后续工业需求能否匹配企业加大资本开支以及生产扩张的举措会是核心矛盾。**

从行情演绎的过程来看，经过一季度对复苏预期的反复修正后，当下的预期水平与利率水平基本匹配，后续资产价格的走势将回到“用数据说话”的模式。站在当前时点，我们观察到宏观信号正在呈现出交叉验证的趋势，例如金融信贷数据指向企业端信心修复，这也被库存数据以及 PMI 此类的预期指标所验证，此外工业高频数据持续修复的趋势目前也并不能被证伪，上述这一些乐观信号此前并没有被市场所定价。政策方面，不论是从定调描述、实际落地情况来看似乎都比市场反应的更加积极，而从此前发布的文件来看，增量结构性政策或许正在路上。

综上，我们对于复苏的平稳和延续性保持乐观，未来在修复行情的持续推进下，十年期国债收益率中枢或上行突破 2.9%。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询编号：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 摘要..... | 1 |
| 图表目录..... | 3 |
| 第 1 章 一季度：预期反复，中枢上移..... | 4 |
| 1.1. 预期反复，中枢上移..... | 4 |
| 1.2. 为什么国债期货这么强？..... | 4 |
| 第 2 章 复苏路径的推演与跟踪..... | 6 |
| 2.1. 复苏路径推演回顾..... | 6 |
| 2.2. 当下对应复苏路径的哪一个阶段？..... | 6 |
| 2.2.1. 人流量恢复代表一阶段复苏顺利完成..... | 7 |
| 2.2.2. 二阶段：关注大宗消费与企业盈利改善情况..... | 9 |
| 第 3 章 行稳以致远：如何看待经济主线..... | 11 |
| 3.1. “两会”定调：温和复苏，务实前行..... | 12 |
| 3.2. 数据端的乐观信号..... | 12 |
| 3.2.1. PMI 持续上行，复苏广度超预期..... | 12 |
| 3.2.2. 信用环境与库存周期的相互验证..... | 13 |
| 3.2.3. 关注指标..... | 16 |
| 第 4 章 外部：关注潜在预期差..... | 16 |
| 4.1. 观点 1：银行风波扩散为系统性风险的概率不大..... | 16 |
| 4.2. 观点 2：偏鸽预期的背后，是对通胀压力的低估..... | 16 |
| 4.3. 预期差如何影响国内市场..... | 17 |
| 第 5 章 二季度展望：复苏平稳推进，利率中枢上行..... | 18 |
| 5.1. 高频数据持续修复..... | 18 |
| 5.2. 政策端仍可期待..... | 21 |
| 免责声明..... | 23 |

图表目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图 1.1 预期三次调整引导阶段性行情 | 4 |
| 图 1.2 国债期货强势上行 | 5 |
| 图 2.1 地铁客运量修复 | 7 |
| 图 2.2 市内交通正常化 (1) | 8 |
| 图 2.3 市内交通正常化 (2) | 8 |
| 图 2.4 市内交通正常化 (3) | 9 |
| 图 2.5 保交楼是地产景气度回升的主因 | 10 |
| 图 2.6 资金来源深度负增长 | 11 |
| 图 2.7 工业企业利润下行筑底 | 11 |
| 图 3.1 需求端指数持续扩张 | 13 |
| 图 3.2 中小企业 PMI 回升 | 13 |
| 图 3.3 社融增速修复 | 14 |
| 图 3.4 M1 回升, 企业资金活化 | 14 |
| 图 3.5 2022 年下半年主动去库 | 15 |
| 图 3.6 库存周期似乎正在切换 | 15 |
| 图 4.1 美联储经济预测 | 17 |
| 图 4.2 外需或超预期 | 18 |
| 图 5.1 耗煤发电量强于季节性 | 19 |
| 图 5.2 高炉开工率持续上行 | 19 |
| 图 5.3 产能利用率上行 | 20 |
| 图 5.4 生产端全面复苏 (1) | 20 |
| 图 5.5 生产端全面复苏 (2) | 21 |
| 图 5.6 生产端全面复苏 (3) | 21 |

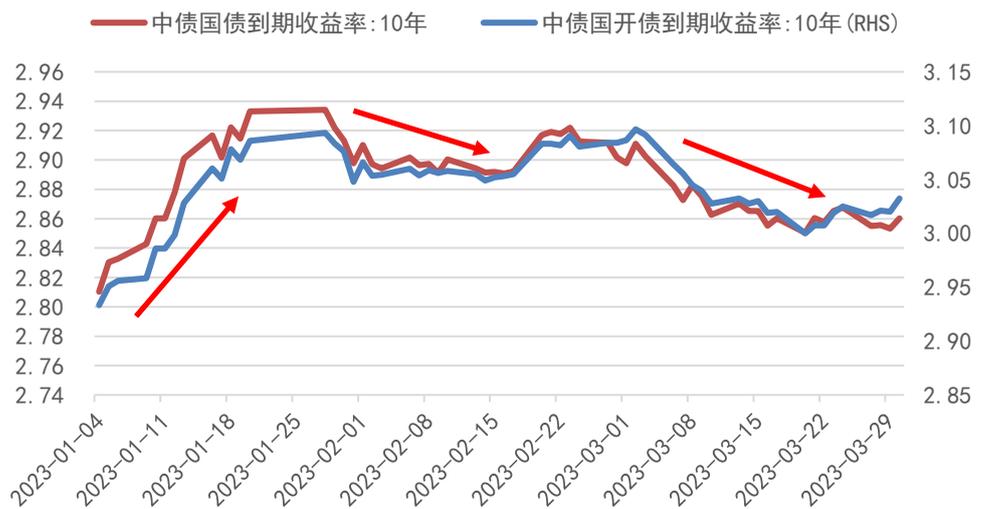
第1章 一季度：预期反复，中枢上移

1.1. 预期反复，中枢上移

从一季度利率债市场的整体表现来看，相较于 2022 年底，随着防疫政策的优化调整以及刺激政策的有序推出，基本面逐渐走出了底部回升的势头，无风险收益也很好的反应出了这种变化，从下图我们可以看到，截至 3 月末，10 年期国债收益率升至 2.86%，较年初上行 5-6bp 左右，10 年期国债收益率报 3.03%，单季上行约 10bp。

细看行情走势的话，由于在复苏进程中市场对于基本面的预期经过几轮转换，叠加外部风险事件扰动，利率并没有呈现单调的上行趋势。具体来看，一季度宏观预期出现了三个阶段：元旦假期后，随着疫情防控措施优化以及第一波“集体感染”的病患集中康复，市场信心出现了根本性的扭转，风险偏好升温，A 股中偏价值、此前受疫情影响严重的中下游服务业板块领涨，利率快速上行。年后假期出行消费数据公布，其中消费修复程度小幅不及预期，但出行人流等方面数据恢复良好，前期的复苏预期基本得到验证，利率小幅下行。进入三月后，由于“两会”经济增速目标偏向务实，2 月以来市场对于“强刺激”的期盼落空，复苏预期再一次下修，带动利率进一步回落。

图 1.1 预期三次调整引导阶段性行情

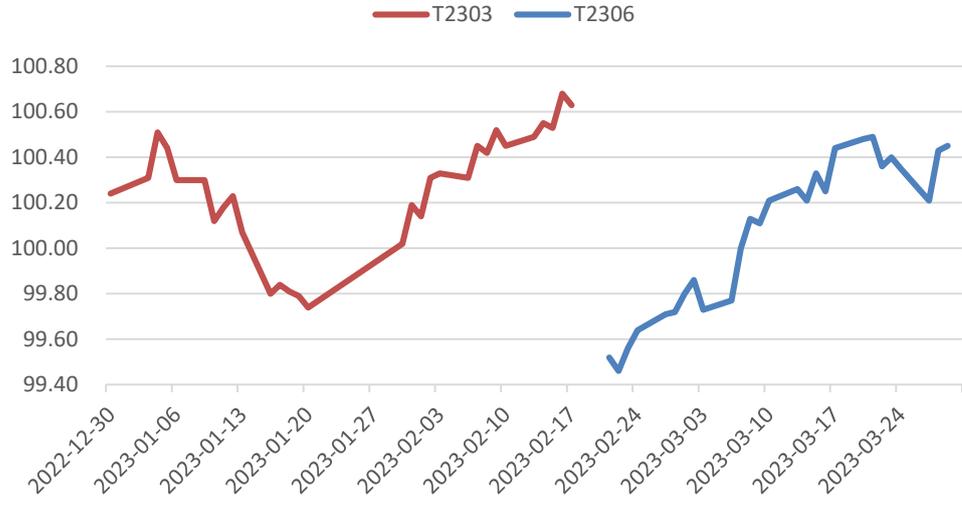


资料来源：datayes! 南华研究

1.2. 为什么国债期货这么强？

尽管现券利率走势平稳波动有限，但期货市场却仿佛是另一幅光景。从下图可以看到进入 2 月后国债期货合约持续上行，甚至没有经历过多调整 2 月底主力合约切换后走势也一直延续下来，面对期现市场走势分化的情况，我们应该如何解释？我们认为国债期货的强势表现主要来自于基差的回归，更具体来说，是在现券价格稳定的环境下基差中隐含的认沽期权价值的回落。

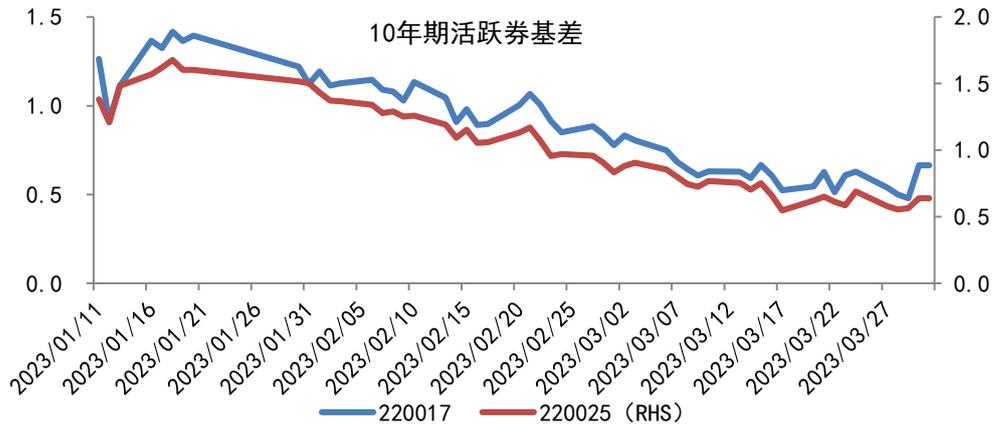
图 1.2 国债期货强势上行



资料来源: datayes! 南华研究

从理论上来说, 国债期货的价格等于可交割券净价与期货价格和转换因子的乘积二者之差, 对于买入基差或者是整套交易 (买入现券卖出期货并将现券在到期时交割), 由于现券在持有的过程中会带来利息收入, 基差往往是大于 0 的。因此我们往往习惯于在基差的基础上减去现券的持有收益, 将剩下的部分称为净基差, 而净基差也可以视为被国债期货合约中的期权价值以及短期情绪等难以被量化市场因素所定价。而如果将净基差的理解代入回基差的计算公式, 会得到计算公式如下现券净价 - 期货价格 * CF = 净基差 + 持有收益 = 期权价值 + 持有收益 + 情绪等其他扰动, 而将公示转换一番, 可以得出期货价格 = $\frac{\text{现券净价} - \text{持有收益} - \text{其他扰动} - \text{期权价值}}{\text{CF}}$ 。因此, 如果我们忽略短期项扰动, 可以发现, 当现券价格以及利息收入稳定时, 随着时间推移, 期权价值的回落带动期货价格上行是必然的结果。此外, 从基差水平来说, 前期过高的基差水平也需要一个契机来向中枢回归。综上所述, 2-3 月期货合约的强势更多是“技术层面”的原因, 而经过两个月的基差回落, 我们认为后续期货的定价逻辑将更多向基本面以及现券利率回归。

图 1.3 基差持续回落



资料来源：iFind 南华研究

第2章 复苏路径的推演与跟踪

在年度展望中，基于疫情防控措施优化以及出入境限制的常态化调整，我们曾经对本轮中国经济的复苏路径进行过推演。本章节将为各位投资者回顾此前我们推演的复苏路径，判断当下的修复进程，这决定了我们将从事什么视角以及使用什么样的指标来跟踪基本面。

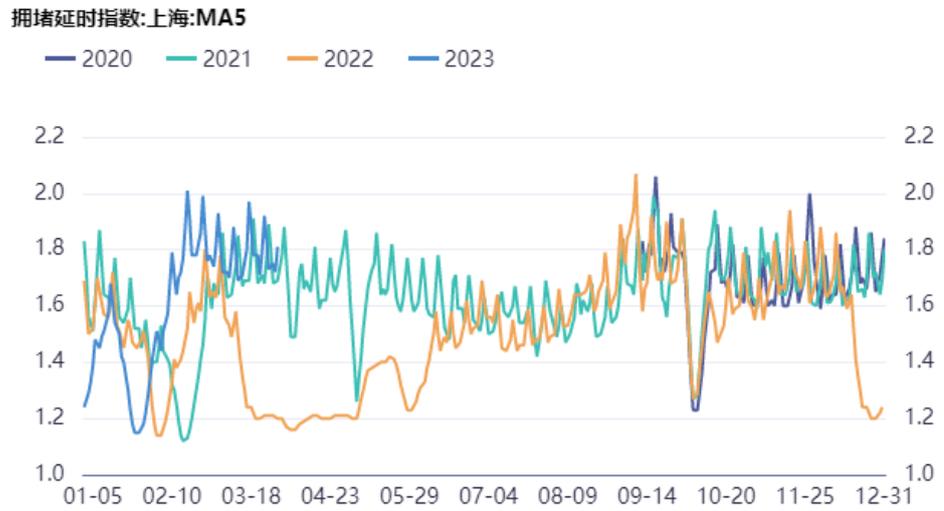
2.1. 复苏路径推演回顾

在前期报告中，我们曾指出本轮的经济修复或将大致分为三个阶段：首先，在防疫限制解除以及居民出行活动恢复正常后，消费活动行为将迎来报复性的修复，特别是假期出行、旅游以及其相关的接触型修复项目。而在出行正常化后，复苏重点转移到汽车、地产为代表的大宗消费以及与其相关的工业、制造业等产业利润的修复情况。最后，当企业端利润修复后，居民收入情况也将跟随改善，此时居民端资产负债表才有机会彻底摆脱疫情冲击带来的冲击，消费能力以及消费意愿同步回升带动终端需求，进一步刺激消费上行，成为经济增长的重要拉动。在了解了框架构成后，下一个问题自然就来到：我们现在处在什么位置？

2.2. 当下对应复苏路径的哪一个阶段？

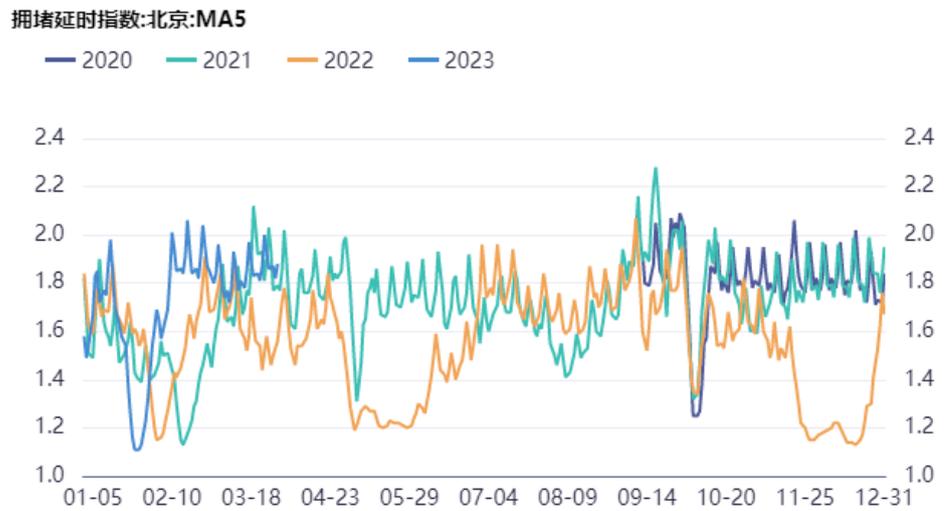
总结来说，当下我们已经进入了复苏的第二步，地产行业的景气度同比改善的趋势仍在延续，但企业拿地支出以及新开工数据仍有待改善，汽车在去年的高基数基础上也面临增速回落的压力，需求有待进一步改善，经济二阶段复苏进行中。随着企业信心以及开支意愿的逐步回升，后续工业需求能否匹配企业加大资本开支以及生产扩张的举措会是核心矛盾。

图 2.2 市内交通正常化（1）



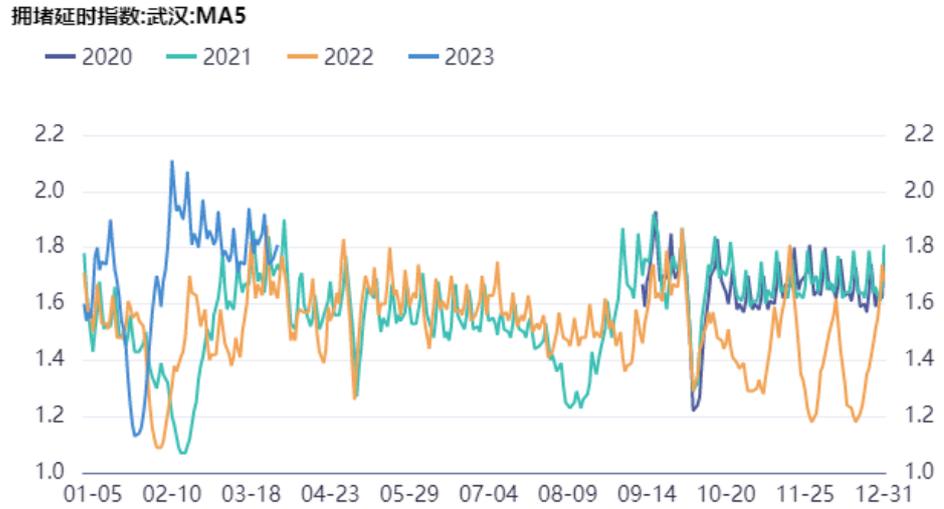
资料来源: iFind 南华研究

图 2.3 市内交通正常化（2）



资料来源: iFind 南华研究

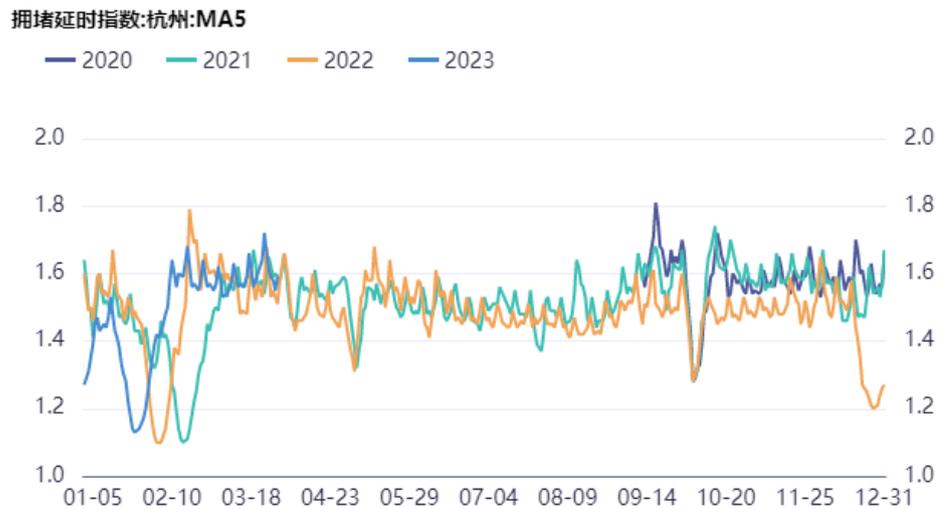
图 2.4 市内交通正常化（3）



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind 南华研究

图 2.5 市内交通正常化（4）



数据来源：同花顺iFinD

资料来源：iFind 南华研究

2.2.2. 第二阶段：关注大宗消费与企业盈利改善情况

在第一阶段复苏的过程中，我们观察到出行、人流量以及接触型消费的同步改善，但强度上其实并不匹配，在春节后多家机构统计的消费恢复程度基本在疫情前同期的 70% 左右。此外，尽管 2023 年春节档票房表现优异（猫眼专业版数据显示，截至 1 月 27 日

21 时，2023 年春节档期总票房 67.24 亿，位列中国影史春节档票房榜第二位。），但与此前市场预期的 80 的水准仍有一段距离。

消费修复的结构性差异其实说明了一件事，即疫情对消费的冲击带来的疤痕效应在短期内是难以磨平的。消费能力、消费意愿以及消费场景，只有最后一项能够在短期内迅速改变。居民资产负债表受损的问题与疫情后多数行业平均收入受到影响直接相关，举例来说，当居民收入水平下降且出现不稳定的趋势，出于防风险的考量，节约开支、提高储蓄是很自然会做出的选择。因此在我们的推演路径中，在日常生活半径回归疫情前水准后，下一步需要提振大宗消费以及企业端利润，一方面因为地产、汽车等产业上下游牵扯行业众多，对于经济有着较好的撬动作用，另一方面，只有企业利润出现改善，居民部门的收入水平才有机会进一步修复。经过过去两年中下游需求端的持续收缩以及部分行业的风险出清，企业部门迎来了抬升杠杆、步入扩张周期的较好时机。

具体到细分行业以及产业利润层面，我们认为复苏正在逐步推进，但强度显然还没有到市场满意的状态。即在看到增速持续上行的同时，也不能忽略大部分数据的绝对水平依旧处于负增长的区间内。举例来说，一季度地产销售情况明显改善，30 大中城市成交面积高于往年同期水准，同时二手房不论是成交套数还是挂牌价格都明显上行。但从新开工以及竣工面积增速的数据可以发现其更可能是受到保交楼推进的影响，2023 年前 2 个月房地产竣工面积同比增速 8%，新开工面积同比增速为-9.4%。另外，资金来源的角度来看，前两个月房地产投资资金中银行贷款（国内贷款）、直接融资（自筹资金）、住房销售（个人按揭贷款）全方面回落。

图 2.5 保交楼是地产景气度回升的主因



资料来源: iFind 南华研究

图 2.6 资金来源深度负增长



资料来源：iFind 南华研究

企业盈利：1-2 月工业企业营收以及利润增速进一步下行筑底，与工业增加值回升以及企业部门经济预期的改善呈现出分歧，后续关注在基数压力缓解后，需求端回升能否匹配企业信心的修复。数据方面，1-2 月工业企业利润同比增速-22.9%，前值-8.3%，营业收入同比降幅 1.3%，较前值-0.7%进一步回落。

图 2.7 工业企业利润下行筑底



资料来源：iFind 南华研究

第3章 行稳以致远：如何看待经济主线

经过前文的分析论证，结合最近的市场表现，我们得出以下结论：1、我们进入了推演中复苏的第二阶段，且遇到了一些阻力；2、市场预期在经过一季度的连番修正后，已经基本被市场所定价。那么，在当下时点，如何看待经济主线，将会决定未来的利率走势。

3.1. “两会”定调：温和复苏，务实前行

三月整个资本市场的风险偏好以及对于复苏的预期明显向下修正，其根源在于月初“两会”将全年经济增长的目标增速定为 5% 左右，同时在地产、消费等领域也没有出台新的刺激政策，这导致此前市场参与者对“强刺激”的期盼落空，连带经济预期也转向悲观。

但预期的修正也不失为一件好事，首先，在年初消费限制解除后，市场一度过度乐观，而后续超乐观预期的下修更多是一种预期水平向潜在经济增速进行中枢回归的做法，调整之后市场将会更为审慎，更加注重数据端所验证的“真相”。第二，对于经济增长目标，我们认为 5% 左右更多表明的是政府务实的态度，在 3 年疫情冲击之后，休养生息、调结构、稳步发展无疑是更高明的选择，过度追求数据端的改善以及短时间内爆发性的修复存在“饮鸩止渴”的风险。第三，务实温和的复苏不代表政策力度下调，我们在此前的周度报告《宏观预期摇摆》中曾经提示，从货币、财政政策表态增量信息不多这一点来推算稳增长可能不及预期有些过于草率。例如央行行长易纲在 3 月 3 日国新办发布会上曾经明确指出了降准作为总量型货币政策的有效性以及在当前环境下的可能性，而在两周之后降准超预期落地，这意味着政策发力的基调并没有下调，未来仍可有所期待。

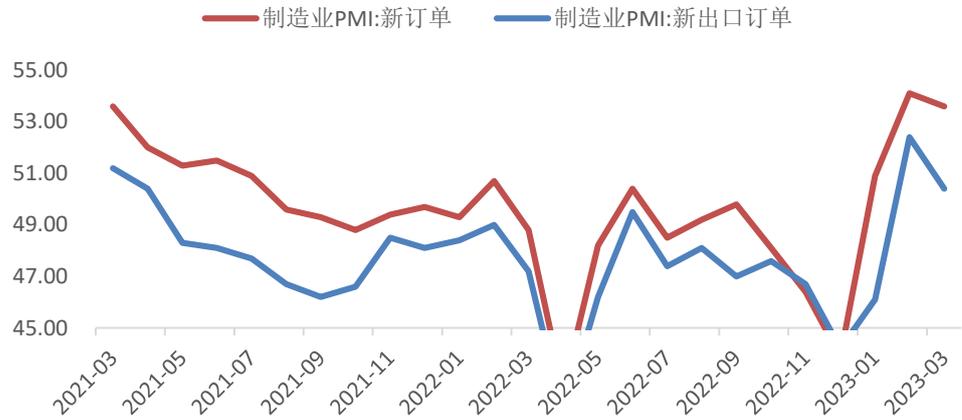
当预期泡沫被逐个戳破，市场或将回归“数据验证-行情演绎”这一节奏中，而此前被过度悲观的预期所掩盖的数据真相将会得到更大的权重。另外，全年视角下经济回升是大概率事件，加上目前不论是宏观还是微观数据层面都无法对复苏的持续性进行证伪，我们认为未来利率更有可能为此定价。

3.2. 数据端的乐观信号

3.2.1. PMI 持续上行，复苏广度超预期

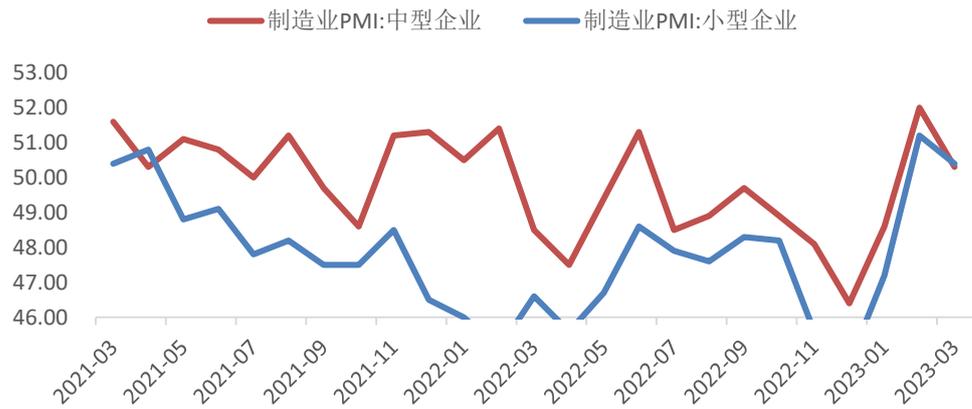
PMI 作为环比指标，在防疫措施优化之后转头上行从逻辑是通顺的。但另一方面，其统计维度的多样性可以让我们对基本面修复的广度有一个很好的认知，而这背后的信号其实颇为积极。举例来说，制造业 PMI 中新订单指数、新出口订单指数连续处于扩张区间，前者大幅度高于 50% 荣枯线指向外需可能会比想象中更具韧性，这一点我们会在后文中详细阐述，事实上，2 月美元计价下的出口同比增速明显高于市场预期，但数据公布后资产价格却并没有为此定价。此外，中小企业指数也连续位于荣枯线上方，上一次小型企业 PMI 高于 50 还是在 2021 年 4 月。

图 3.1 需求端指数持续扩张



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

图 3.2 中小企业 PMI 回升



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

3.2.2. 信用环境与库存周期的相互验证

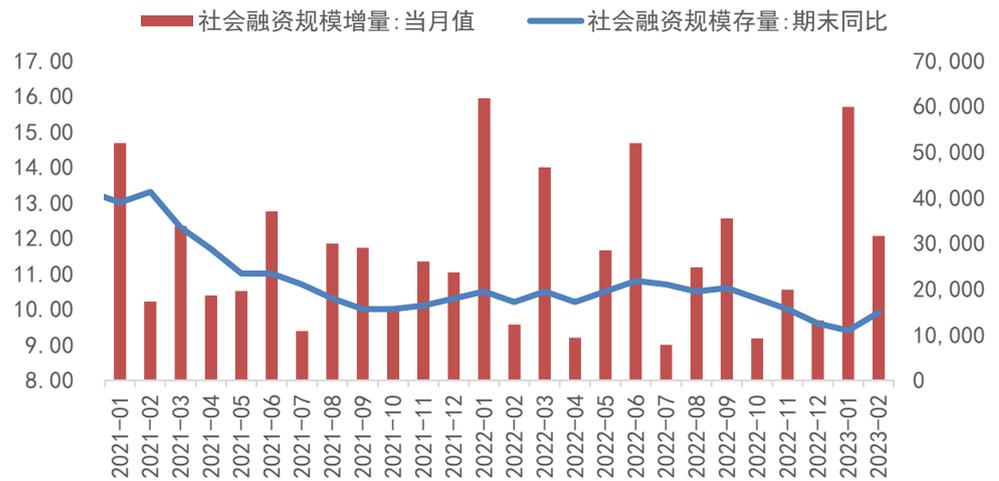
信用与融资相关指标一直被市场视作经济景气度的先行指标,但从前两个月数据公布之后的市场表现来看,也并没有起到决定预期的作用。这并不是说明指标失效了,我们认为主要有两方面原因:首先从博弈层面来说,对预期的博弈容易让人忽略数据本身的含义。举例来说,尽管1月社融信贷数据录得了天量的增长,但多数机构此前对于数据的“超预期”已经抱有预期,因此在数据落地后,由于天量数据“符合预期”,市场反应相对有限。第二,在2月后随着经济预期的向下修正,市场情绪一度转向悲观,而悲观视角也会影响拆析数据的客观性,即会出现“尽管数据表现优异,但其可持续性依旧存疑”的解读视角。

以上种种举例想表达的观点是,我们认为此前受到博弈层面以及预期的影响,对信

贷等出现改善的数据有所忽视，而随着复苏预期调整到位后，我们需要重新、客观的来分析数据下的信号。

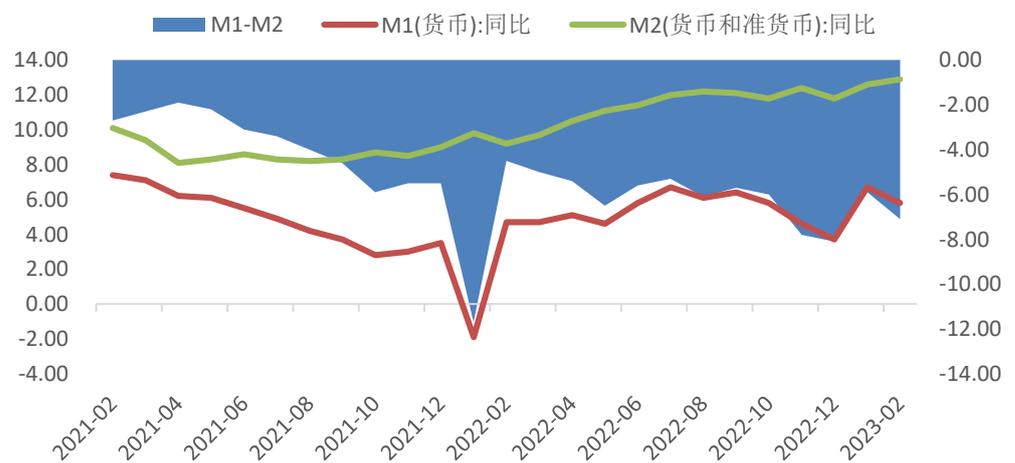
首先，我们如何理解一季度社融信贷数据：1) **融资总量上行，信用环境好转**。具体体现在社融存量增速以及新增人民币贷款连续超预期上行的表现，尤其是2月份，在经历“开门红”后能够依然维持较大的同比增量难能可贵。2) **融资结构优化**。新增社融中企业债券融资、非标项目的环比、同比多增都指向企业端融资环境正在改善，而人民币贷款不论是居民部门还是企业部门的期限结构也同步出现优化的趋势。3) **实体预期好转，企业资金活化**。顺着融资结构的逻辑进一步分析，我们认为不论是企业中长期贷款的改善还是 M1-M2 剪刀差的趋势性收窄，都在证明实体企业部门对于经济复苏的预期在逐渐转向乐观。

图 3.3 社融增速修复



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

图 3.4 M1 回升，企业资金活化



资料来源: Ifind 资讯 南华研究

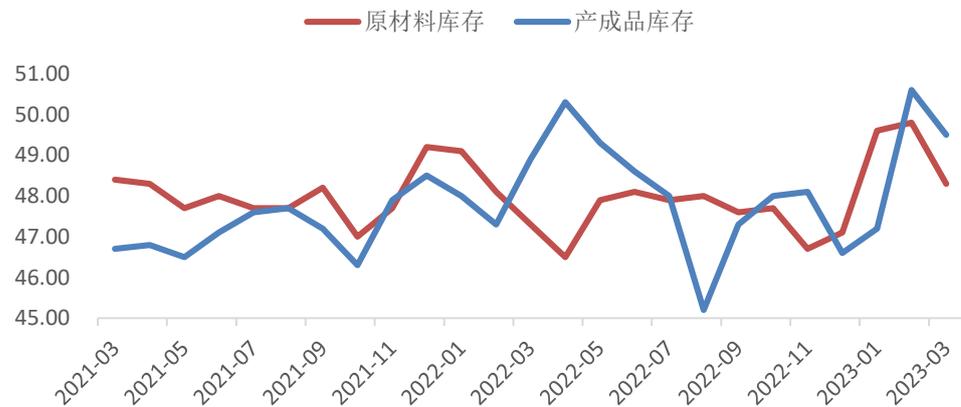
另一方面，前文我们曾指出在疫后复苏的第二阶段主要关注大宗消费以及相关产业盈利的改善情况，因此从库存周期的视角来观察其实是颇为合适的。从去年下半年开始由于工业需求的回落以及盈利的下行，库存周期转入主动去库周期，即主动缩减产量去化库存，这对应库存以及 PPI 的同步下行。而今年以来，不论是从 PMI 的库存相关指标，还是工业企业存货，都可以发现库存出现了上行的迹象，这说明企业主动备货的意愿增强，与信贷数据所指向的企业端信心修复的迹象交互印证。后续需要关注的是需求端能否同步回升响应企业部门扩生产的意愿，若库存再度转为下行，则指向主动去库可能正在转为被动去库阶段，这是典型的复苏期特征。值得一提的是，3 月 31 日最新官方制造业 PMI 中库存指数同步回落，其中原材料库存录得 48.3 较前值回落 1.5 个百分点，产成品库存指数录得 49.5，回落 1.1 个百分点后重归收缩区间。

图 3.5 2022 年下半年主动去库



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

图 3.6 库存周期似乎正在切换



资料来源：Ifind 资讯 南华研究

3.2.3. 关注指标

顺着上述思路不难整理出未来主要的观察指标：

- 1) **PPI**。PPI 某种程度上反应工业原材料的需求好坏，而从路径推演来看，若工业企业端修复先于居民部门消费，则 PPI 也会优先 CPI 改善。
- 2) **库存周期以及工业企业利润**。库存周期是否会顺利切换至被动去库是复苏成色的重要标志，另一方面，最新的工业企业利润数据超预期回落，指向盈利改善仍需等待，关注基数效应消退后的企业利润表现。
- 3) **生产端的相关数据**，如各行业开工方面的高频数据、工业产品产量以及产能利用率等。

第4章 外部：关注潜在预期差

今年内外双方各有一条清晰明了且大概率会贯穿全年的主线逻辑：国内的复苏以及海外的货币政策周期。外部方面，一季度先后经历了强劲坚韧的通胀就业数据以及三月由硅谷银行事件引发的全球银行业风险扩散，投资者对于美联储的加息周期的预期反复调整。由于风险尚未完全平息，目前海外市场预期较前两个月似乎更加偏鸽，而这或许会在未来产生一定的预期差，从而影响国内市场。

4.1. 观点 1：银行风波扩散为系统性风险的概率不大

对于硅谷银行事件的起源我们此前研报有过具体分析，故在此不做赘述。对“该事件是否可能扩散为一轮系统性风险”这一问题的导论，意义在于这决定了国内主线是否会因此切换成危机模式，从而导致上述的分析被全盘推倒。而对于这个问题，我们的观点是否定的，具体原因如下：

第一，从事发机构规模以及涉及的资产来看，硅谷银行 2000 亿的负债与当年雷曼兄弟超 6000 亿的规模难以相提并论。同时硅谷银行持有的美债以及 MBS 为主的优质资产，流动性极佳，只是硅谷银行本身在流动性管理的过程中错误判断了利率快速上行的潜在风险。而当年金融危机爆发的关键在于房地产泡沫破灭以及监管缺失之下居民部门偿债能力受到影响，底层资产次级贷款违约，其本质上是信用风险。

第二，事件爆发后美联储迅速推出名为 BTFP 的紧急融资工具，以极低的利率向抵押国债、MBS 等合格资产的银行提供最长一年的贷款，财政部也宣布将从“外汇稳定基金”中拨款 250 亿美元以支持该计划。美联储表示，“准备应对可能出现的任何流动性压力”。不论是从反应的速度还是政策的力度都体现了其维护金融体系稳定的决心。在 2008 年之后，我们不应该去怀疑美联储以及美国政府对于防止金融系统性风险的坚定程度。

4.2. 观点 2：偏鸽预期的背后，是对通胀压力的低估

美联储公布三月议息会议的政策声明：宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间上调至

4. 75%-5%，存款准备金率（IORB）与隔夜回购利率同步上行 25bp。从会后资产表现来看，市场对其的解读为温和偏鸽，这正是我们前文提及的市场预期偏鸽的原因，但我们认为这或许与美联储想传递的真正信号存在偏差。

从加息幅度来看，2 月强势的通胀以及就业数据曾一度把市场的加息预期抬升至 50bp，因此最终 25bp 一定程度上可以视为对风险事件的妥协，但不面对问题并不意味着问题会自己消失，通胀也是如此。从点阵图与经济预测来看，可以发现加息结束后首次降息的预期时点后延，同时 2023 年度 PCE 以及核心 PCE 预测值都被上调，这意味着在被动扩表之后，通胀粘性的问题其实反而更加深化了。

图 4.1 美联储经济预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

| Variable | Median ¹ | | | | Central Tendency ² | | | | Range ³ | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run |
| Change in real GDP | 0.4 | 1.2 | 1.9 | 1.8 | 0.0-0.8 | 1.0-1.5 | 1.7-2.1 | 1.7-2.0 | -0.2-1.3 | 0.3-2.0 | 1.5-2.2 | 1.6-2.5 |
| December projection | 0.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 0.4-1.0 | 1.3-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0 | -0.5-1.0 | 0.5-2.4 | 1.4-2.3 | 1.6-2.5 |
| Unemployment rate | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4.0 | 4.0-4.7 | 4.3-4.9 | 4.3-4.8 | 3.8-4.3 | 3.9-4.8 | 4.0-5.2 | 3.8-4.9 | 3.5-4.7 |
| December projection | 4.6 | 4.6 | 4.5 | 4.0 | 4.4-4.7 | 4.3-4.8 | 4.0-4.7 | 3.8-4.3 | 4.0-5.3 | 4.0-5.0 | 3.8-4.8 | 3.5-4.8 |
| PCE inflation | 3.3 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 3.0-3.8 | 2.2-2.8 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.8-4.1 | 2.0-3.5 | 2.0-3.0 | 2.0 |
| December projection | 3.1 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 2.9-3.5 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.6-4.1 | 2.2-3.5 | 2.0-3.0 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.6 | 2.6 | 2.1 | | 3.5-3.9 | 2.3-2.8 | 2.0-2.2 | | 3.5-4.1 | 2.1-3.1 | 2.0-3.0 | |
| December projection | 3.5 | 2.5 | 2.1 | | 3.2-3.7 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | | 3.0-3.8 | 2.2-3.0 | 2.0-3.0 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 5.1 | 4.3 | 3.1 | 2.5 | 5.1-5.6 | 3.9-5.1 | 2.9-3.9 | 2.4-2.6 | 4.9-5.9 | 3.4-5.6 | 2.4-5.6 | 2.3-3.6 |
| December projection | 5.1 | 4.1 | 3.1 | 2.5 | 5.1-5.4 | 3.9-4.9 | 2.6-3.9 | 2.3-2.5 | 4.9-5.6 | 3.1-5.6 | 2.4-5.6 | 2.3-3.3 |

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The December projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on December 13-14, 2022. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the December 13-14, 2022, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the March 21-22, 2023, meeting.

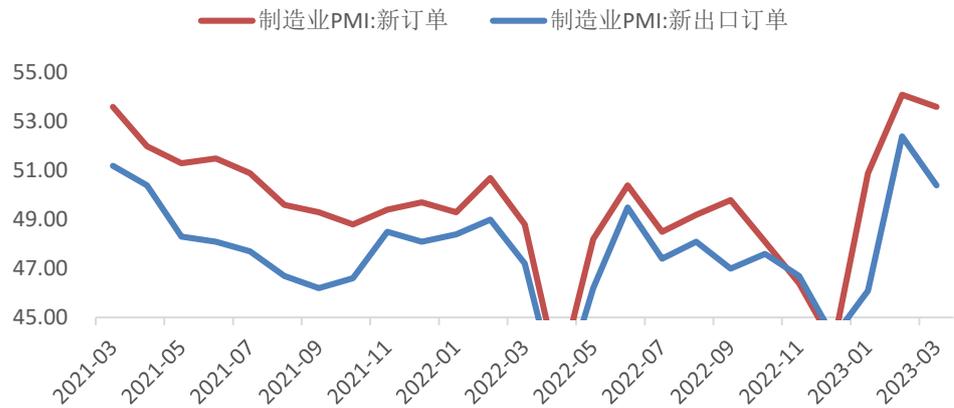
1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

资料来源：FED 南华研究

4.3. 预期差如何影响国内市场

综上，当下市场的一致预期与 FED 议息会议内容的偏离，最终可能导致未来对通胀压力的认识出现偏差。风险事件后美联储为了投放流动性被迫扩表，我们认为这可能会导致市场经历一段更长的高利率时期，在这个过程中，对于政策宽松的乐观预期或许会逐步往偏鹰的方向进行修正。从美联储政策对国内的传导框架来分析，首先在经济方面，通胀的粘性以及薪资-物价螺旋迟迟不能解决会表现为经济的韧性，而由于年初以来国内机构对于全年出口贸易的预期就一直比较低，外需的韧性可能会导致出口贸易的实际表现要好于预期水准。从已知的数据其实已经可以看出一些迹象，例如一季度国内出口增速超预期，PMI 订单、新出口订单指数持续位于扩张区间等。

图 4.2 外需或超预期



资料来源：iFind 南华研究

另外，海外政策预期鹰派修正会导致美元、美债收益率同步上行。但从大趋势来说，加息末期的大周期是不可逆的，因此即便美债收益率与美元指数短期回升，考虑到国内正处于上行周期，其在国内的外资回流以及人民币汇率这两条路径上的边际影响力其实是较弱的，并且远不如加息周期刚启动之时，因此第二条路径的影响我们认为基本可以忽略。

第5章 二季度展望：复苏平稳推进，利率中枢上行

如前文所示，在复苏周期进入第二阶段后，大宗消费以及企业部门盈利能否顺利改善是关键，目前不论是微观高频的生产数据、还是有领先意义的库存、融资以及市场预期指标都仍处在改善阶段，加上前期一些积极数据一定程度上被市场所忽视，当下时点，我们对于复苏的平稳和延续性保持乐观。总结来看，我们认为经历了 2、3 月份复苏预期的不断下修后，利率市场定价将会回到“用数据说话”的模式，修复行情的持续推进下，十年期国债收益率中枢或上行突破 2.9%。

5.1. 高频数据持续修复

进入二月后，随着出行人流量、居民生活半径正常化，消费服务复苏出现瓶颈，但与此同时生产接替消费成为新的复苏支撑。如图所示，六大集团耗煤发电量有着明显超出季节性的表现，高炉开工率快速上行，产能利用率来到五年内同期最高水平。从具体行业来看，轮胎、涤纶长丝、江浙地区织机开工率同步上行，指向生产端的修复是全方位的。

图 5.1 耗煤发电量强于季节性



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFind 南华研究

图 5.2 高炉开工率持续上行



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFind 南华研究

图 5.3 产能利用率上行



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFInd 南华研究

图 5.4 生产端全面复苏 (1)



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFInd 南华研究

图 5.5 生产端全面复苏（2）



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFInd 南华研究

图 5.6 生产端全面复苏（3）



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: iFInd 南华研究

5.2. 政策端仍可期待

三月“两会”沿用了去年末中央经济工作会议上对于政策的定调，即“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，不论是货币还是财政端相较于以往增

加了对“力度”的关注，这是我们认为较为关键变化。因此即便两会后市场预期普遍下调，我们也在当时指出“无需对政策力度悲观”，不论是今年财政预算力度还是领导层对于货币政策的表态来看皆是如此，而后续降准的超预期落地也印证了这一观点。

我们认为后续政策继续发力仍可期待，一方面总量货币政策仍有空间：3月17日央行宣布全面降准这一行为已经超出了市场的预期，这既是出于提前防范海外风险扩散的目的，另一方面也包含了对冲经济上行放缓压力这一考量。而从结构性政策方面，后续可着重关注结构性政策的引导作用，当前已经创设结构性货币政策工具主要包括用于缓解中小企业压力（支小再贷款）、碳中和（煤炭清洁高效利用专项再贷款）、能源保供稳价（再贷款）、科技创新（专项再贷款）以及明确指出正在创设的用于改善房企资产负债表以及支持住房租赁的结构性政策工具等，在消费方面相对是确实的。但2022年7月央行与文旅部联合发布的《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》中，明确指出“央行将发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，运用再贷款、再贴现、普惠小微贷款支持工具等货币政策工具，引导银行业金融机构改善和加强对文化和旅游企业的信贷服务”，后续增量政策或许正在路上。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点