

政策表述超预期，短期债市调整



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2023 年 7 月 25 日

张粲东 宏观策略分析师
从业资格号： F03085356
投资咨询号： Z0018866
Tel: 8621-63325888-4110
Email: candong.zhang@orientfuture.com

★短期政策力度上升，长期仍旧保持定力

7 月政治局会议承认了当前经济运行存在着困难，要加强逆周期调节的力度。从中长期来看，会议仍然认为我国经济“长期向好的基本面没有改变”，这意味着大方向上政策仍会保持定力。

★财政货币符合预期，消费投资是抓手

财政、货币政策表述符合市场预期。财政政策一方面仍会落实减税降费政策；另一方面将加快专项债发行节奏。货币政策兼顾总量和结构，三季度降准概率较高，但根据“缩减原则”，下半年降息落地可能性不太高。结构性政策仍然会聚焦支持科技创新等方面。近期我国出台了促消费的多项政策，但政策效果不宜高估。

★提振投资者和企业信心，稳汇率

会议指出“活跃资本市场”，风险偏好会得到提振。提振企业信心更多涉及的是偏中长期的机制体制改革，比如健全与企业的常态化沟通交流机制等。提振市场信心的同时，央行等机构也会相机出台稳汇率政策，防止人民币汇率呈现单边走势。

★防范化解地产和地方债务风险

会议删除“房住不炒”表述，预计一线城市限制性政策有望逐步放开，但这并不意味着中长期政策定力的改变。另外，稳地产政策可能会短期提振市场信心，最终效果不宜高估。下半年城投债到期量较高，出台化债方案是比较急迫的任务。预计债务展期、置换以及盘活存量资产等工具或都能看到，城投风险将下降。

★债券市场短期调整，长期依旧看涨

会议释放了积极的信号，风险偏好提振，债市短期面临调整。但地产需求难以提振、长期仍有必要降债务成本，长期依旧看多。

★风险提示：

货币政策超预期变化，经济超预期好转，外资大量流出。

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、短期政策力度上升，长期仍旧保持定力

中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。由于本次会议释放了稳增长、防风险的积极信号，通稿发布后，现券利率快速上行。

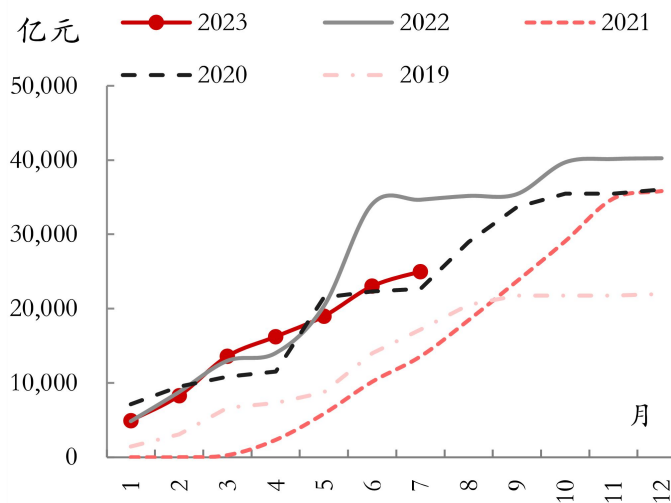
会议承认了当前经济运行存在着困难，要加强逆周期调节的力度，短期内政策的想象空间被打开。政策表述方面，财政、货币政策基本符合市场预期，政策工具仍以常规为主；资本市场和地产表述超市场预期，增量政策工具值得期待，预计一线城市“四限”政策可能逐步放开；另外，各级政府也将推出一揽子化债政策，债务展期、置换以及盘活存量资产等工具或都能看到。加强政策储备或指向政策发力节奏将相对平稳。从中长期来看，会议仍然认为我国经济“长期向好的基本面没有改变”，这意味着大方向上政策仍会保持定力，即将推出的政策不会太过激进。

2、扩大内需：财政货币符合预期，消费投资是抓手

本次会议的三条主线分别是扩大内需、提振信心和防范风险。内需方面，财政和货币政策要积极发力，消费和投资是稳内需的重要抓手。

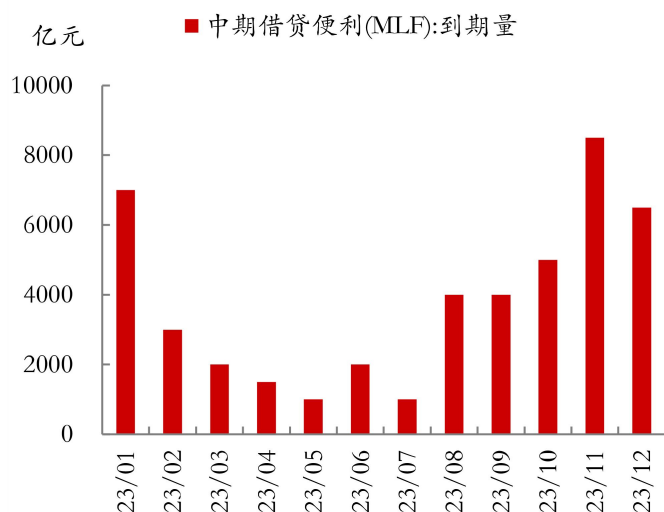
财政政策和货币政策的表述基本符合市场预期。财政政策方面，会议一则强调继续落实减税降费政策，二则强调加快专项债发行，这均是较为常规的政策。整体来看，我国财政政策仍然保持了定力，发力思路仍然是在收入端进行减税降费，补贴生产端、制造业企业，同时不大幅增加债务，通过改变发债和支出的节奏来托底经济。今年还有约1.5万亿元专项债未发行，8-10月将是发债高峰期。另外，近期多个重要会议均强调促进民间投资，这一者与上半年资金空转，民间投资未充分投入基建等项目有关；二者也是在财政潜在支出空间不大的情况下，鼓励新增资金带动投资。

图表1：专项债发行节奏



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

图表2：今年下半年MLF到期量较高



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

货币政策方面，会议再提“总量和结构性工具”，货币政策宽松的窗口期仍然没有关闭，市场更为关注下半年会有哪些增量政策工具推出。总量工具方面：1) 三季度央行大概率降准。在结构性流动性短缺的政策框架下，每隔一段时间央行就有必要降准，在稳增长政策发力、MLF到期量比较高的情况下，降准可能即将落地。2) 降息存在可能，但可能性整体不高。降息能够起到稳增长、稳预期和降成本等作用，但一者央行遵循“缩减原则”，要留出政策空间，两次降息之间的间隔不宜过短；二者央行认为下半年的通胀有望企稳回升，那么在“黄金法则”的框架下，实际利率不太可能被动抬升，降息的必要性不强；三者中美政策利率倒挂仍然会掣肘中国降息。结构性政策仍然会聚焦支持科技创新、中小企业等方面。

扩大内需的抓手在于提振消费和投资，本次会议尤其强调了消费拉动经济增长的“基础性作用”。会议主要提到了几个方面：1) 增加居民收入，我国目前主要是通过补贴企业、稳就业的形式来实现居民部门增收的目标；2) “把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，即努力打造“消费-产能升级”的正向循环，这有助于在中长期释放消费的潜能；3) 要提振大宗消费和服务消费，近期我国多个部门出台了大量刺激汽车、家居的消费政策，包括购车补贴、新能源汽车下乡、延长新能源车购置税减免期限、家具下乡、以旧换新等等，部分地区也在发放消费券，促进服务消费的释放。但上述政策提振消费的效果或不宜高估，提振消费的根本途径仍然是系统性增加居民部门的收入和改善居民部门对于未来的预期。投资方面，会议主要强调了专项债和民间投资，这里不再赘述。

3、提振投资者和企业信心，稳汇率

提振信心包括提振资本市场投资者的信心和企业信心，另外，稳信心也是稳汇率的重要途径。

4月份的政治局会议并未提及资本市场，而本次会议指出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。预计未来将有一系列活跃市场的政策推出，比如降低市场的参与门槛，引入更多投资者入市等等，市场的风险偏好将会得到提振。国债期货市场方面，预计监管机构也会继续加快推动中长期资金入市，随着参与者逐渐丰富，市场的活跃度将会得到提高。

4月和7月的中央政治局会议均比较关注企业治理、提振企业信心这方面的内容。4月份会议主要强调的是公平竞争，而7月份的会议指出，既要“提高国有企业核心竞争力”，又要“优化民营企业发展环境”。提振企业信心更多涉及的是偏中长期的机制体制改革，比如健全与企业的常态化沟通交流机制等。

笔者一直认为，稳汇率会是本轮政策的核心目标之一，而本次会议也是新增了“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的表述。近期美元并未呈现出单边走强的走势，且我国央行顺势而为，出台了上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数等

政策，人民币出现贬值放缓的迹象。后续人民币汇率的走势仍会取决于内需和国内预期的变化情况，因此我国仍会发力稳地产、稳内需，提振市场信心，同时央行也会根据人民币汇率的走势相机出台稳汇率政策，防止人民币汇率呈现单边走势。

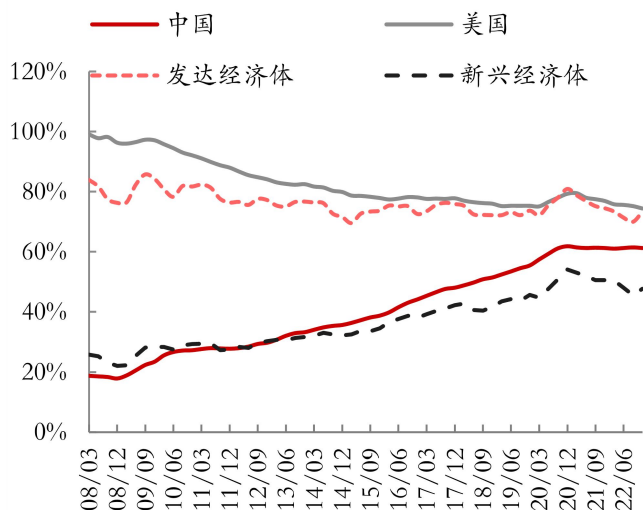
4、防范化解地产和地方债务风险

防范风险主要集中在地产风险和地方政府性债务风险两个方面。

地产方面的表述变化较大。本次会议删除了“房住不炒”，新增了“地产市场供求关系发生重大变化”和“加大保障性住房建设和供给”等表述。首先，表述出现变化的背景是，我国目前已经基本实现了人均一套房的目标，地产市场的供求关系已经转为供给过剩但有效需求不足。另外，在不同能级的城市中，地产供求关系也有不同。高能级城市往往是人口流入地，低价房供给不足；需求不足的情况在低能级城市中体现得更为明显。其次，虽然删除“房住不炒”意味着近期稳地产政策会发力，但并不意味着“房住不炒”的大原则已经发生改变，稳地产政策的力度不会过强。

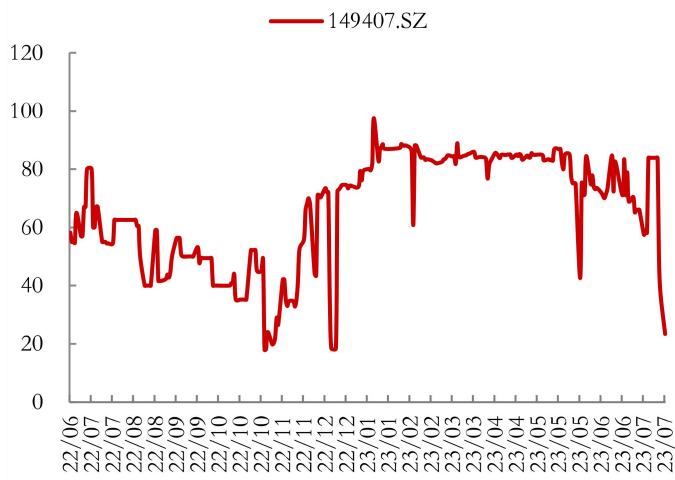
再次，稳地产的政策工具方面，一方面，一线城市的“四限”政策有逐步放开的可能。由于地产供需格局已经发生了变化，过去推出的限制性政策可能已经不再适合当前的形势，若下半年地产出现继续走弱的势头，相关限制性政策可能将被逐步放开。另一方面，21日的国常会也指出，推进城中村改造、加大保障房供给。最后，稳地产政策推出后，市场情绪会得到暂时性的提振，但由于当前的政策无法明显缓解居民部门债务压力，且一线城市限制性政策放开后，可能对周围的低能级城市产生负面的效果，放松四限政策的最终效果可能较为有限。

图表 3：中国居民杠杆率已经不低



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

图表 4：21 碧地 01 价格走势

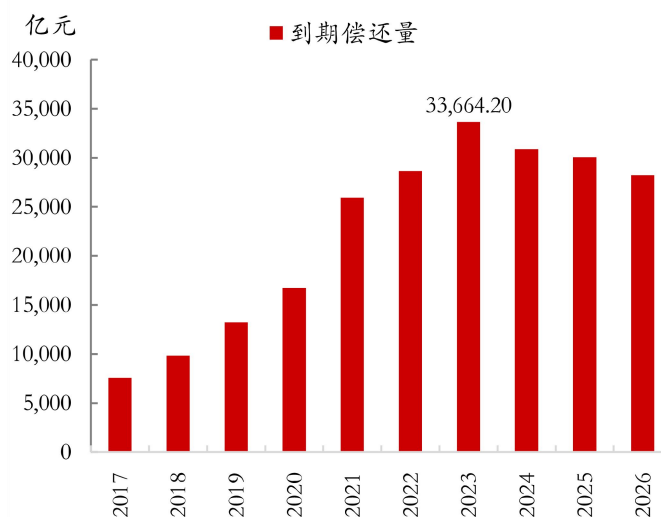


资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

另外，综合去年“三支箭”和本次会议进行分析，可以发现头部民营房企的债券价格大幅下跌可能是触发稳地产政策升级的信号。去年11月初，地产风险无序扩散，龙湖、碧桂园等头部民营房企的债券价格大幅下跌，“三支箭”等政策随即推出。近期碧桂园、万达等企业的债券价格再度出现下跌风险，政治局会议对于地产政策的表述转向积极。可以发现，保护头部民营房企是地产政策的核心目标之一。

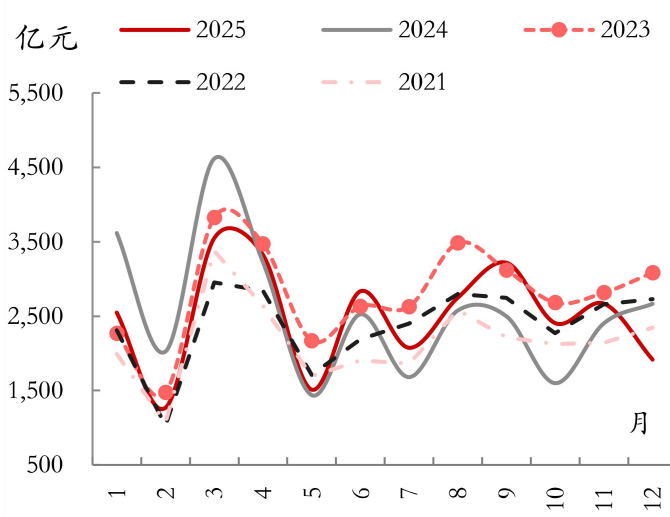
和4月会议相比，本次会议对地方债务风险的表述变化较大，从“严控增量”转为“实施一揽子化债方案”。首先，表述出现变化的背景是：一方面，下半年我国城投债到期压力较大；另一方面，各地政府土地财政收入大幅缩水，城投平台负面舆情出现的频率可能上升，因此出台化债方案是比较急迫的任务。其次，值得注意的是，“控增”和“化存”其实是一体两面，控制不住增量就难以化解存量，因此虽然会议表述有变化，但实际上我国对于地方政府债务的态度仍然是比较确定的。

图表5：近3年城投债集中到期



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

图表6：今年下半年城投债到期量较高



资料来源：iFinD，东证衍生品研究院

再次，化债方式方面，2018年8月财政部发布《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》，提出化债6大途径：1) 安排财政资金偿还；2) 出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还；3) 利用项目结转资金、经营收入偿还；4) 合规转化为企业经营性债务；5) 借新还旧或展期；6) 破产重整或清算。其中，展期、置换和盘活存量资产等政策推出的概率比较高。债务展期方面，更多地区可能会学习贵州遵义道桥的经验，商业银行也会更为深度地参与到地方债务化解的任务中。债务置换方面，历史上我国进行了3轮的债务置换，政策思路也从全面置换转向防范尾部地区的风险，预计下半年特殊再融资债有望再度置换地方政府的隐性债务，但额度不会很高，主要目的仍是防止尾部地区出现风险。盘活存量资产方面，REITs等政策还会继续推进。最后，政策表述的变化意味着下半年城投平台出现负面舆情的概率将明显下降，后续城投债的表现可能会强于利率

债。

5、债券市场短期调整，长期依旧看涨

综合来看，本次会议打开了短期的政策想象空间，下一步市场的博弈焦点会是增量政策工具的形式。增量政策工具方面，财政、货币和化债政策发力的思路相对清晰：财政工具主要是减税降费和加快专项债发行；货币工具主要是降准和结构性工具、降息也有小概率推出；化债工具主要是置换、展期和盘活资产等等。地产政策增量工具的想象空间稍大一些，预计可能会逐渐放松一线城市的“四限”政策，另外也可能会有创新型的工具推出。政策节奏会视经济指标的变化节奏而定，不会过于集中。

短期内，由于会议释放了较为积极的信号，市场的风险偏好会被提振，债市将有所调整。但债市调整的幅度不会过大，一则政策大方向上的定力仍是确定的，本轮增量稳增长政策空间可能有限；二则货币政策的表述同样比较积极，且城投债务展期之后，银行大概率会下调存款利率来缓解净息差压力。另外，债市的调整节奏可能也不是一簇而就的，这主要由政策推出的节奏所决定。

下半年，债市仍然处于牛市之中。虽然政策表述比较积极能够提振实体信心，但最终的政策效果不宜高估。地产对我国经济的影响仍然是其他产业所不能比较的，而当前地产出现困境的根源是居民部门杠杆率接近极限、收入和收入预期又没有得到明显提振，由于居民部门的问题难以得到根本性解决，政策只能改变地产走弱的节奏。根据历史经验，在经济基本面和货币政策未看到拐点之前，债市一般是不会转熊的。因此，当债市调整出足够的安全边际后，想要做多的投资者可以再度买入。

策略方面：1) 短期震荡偏弱，中期可以关注期债上涨的机会；2) 关注空头套保策略。

图表 7：2023 年 7 月和 4 月中央政治局会议表述对比

栏目	2023 年 7 月	2023 年 4 月
经济形势	会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是 <u>国内需求不足</u> ，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳后， <u>经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程</u> 。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。	当前我国经济运行好转主要是恢复性的， <u>内生动力还不强，需求仍然不足</u> ，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。
下阶段工作基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放， <u>加大宏观政策调控力度</u> ，着力 <u>扩大内需、提振信心、防范风险</u> ，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放， <u>把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力</u> ，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

宏观政策	<p>1.要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，<u>加强逆周期调节和政策储备</u>。</p> <p>2.要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，<u>延续、优化、完善并落实好减税降费政策</u>，发挥<u>总量和结构性货币政策工具</u>作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要更好发挥政府投资带动作用，<u>加快地方政府专项债券发行和使用</u>。</p> <p>3.要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>4.<u>要活跃资本市场，提振投资者信心</u>。</p>	<p>1.积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。</p> <p>2.要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。</p>
消费	<p>发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，<u>把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来</u>。要提振<u>汽车、电子产品、家居</u>等大宗消费，推动<u>体育休闲、文化旅游</u>等服务消费。</p>	<p>要多渠道增加城乡居民收入，<u>改善消费环境，促进文化旅游等服务消费</u>。</p>
产业政策	<p>要大力推动现代化产业体系建设，<u>加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业</u>。要推动<u>数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合</u>，促进人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展。</p>	<p>要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，<u>在短板领域加快突破</u>，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，<u>加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造</u>。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。</p>
企业治理	<p>要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。要<u>建立健全与企业的常态化沟通交流机制</u>，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。</p>	<p>要坚持“两个毫不动摇”，<u>破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒</u>，持续提振经营主体信心，<u>帮助企业恢复元气</u>。<u>各类企业都要依法合规经营</u>。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。</p>
对外开放	<p>1.要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要<u>增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通</u>。</p> <p>2.要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，推动改革开放先行先试。要精心办好第三届<u>“一带一路”国际合作高峰论坛</u>。</p>	<p>1.要全面深化改革、<u>扩大高水平对外开放</u>。认真落实党和国家机构改革方案，推进国家治理体系和治理能力现代化。<u>要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘</u>。</p> <p>2.要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试。</p>

<p>防风险</p>	<p>1.要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。</p> <p>2.要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。</p> <p>3.要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。</p>	<p>1.要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。</p> <p>2.要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。</p> <p>3.要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。</p> <p>4.要继续抓好新冠疫情防控工作。</p>
<p>民生</p>	<p>要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。要坚决防范重特大安全事故发生，保障迎峰度夏能源电力供应。</p>	<p>要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要以“时时放心不下”的责任感，持续抓好安全生产。要做好迎峰度夏电力供应保障。要巩固拓展脱贫攻坚成果，抓好粮食生产和重要农产品供应保障，全面推进乡村振兴。要加强生态环境系统治理。各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业和基层解决困难。</p>

资料来源：中国政府网，东证衍生品研究院

6、风险提示

货币政策超预期变化，经济超预期好转，外资大量流出。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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