



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



基本面支撑不足 期债上行空间有限

成文日期：2023 年 6 月 28 日

摘要

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
金融品部

全晓燕 国债分析师
从业资格号：F0289423
投资咨询号：Z0010696

1. 上半年驱动国债期货多头行情的因素在于“弱预期”+“弱现实”反复螺旋，导致央行货币政策较为宽松，资金成本进一步下行。
2. 国内经济下半年预计同比转弱，但环比改善。主要原因在于居民预期发生改变，经济结构发生变化，出口结构及消费结构出现明显变迁，下半年经济能否超预期改善取决于地产能否进一步企稳和内需的拉动情况。
3. 政治局会议定调今年的政策基调是注重高质量发展，不搞大水漫灌不强刺激。
4. 稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。在系列降息动作开启后，后期大概率会有一套政策组合拳配合货币政策目标得以实现。
5. 上半年流动性经历了由紧至松的过程，其背后的逻辑主要在于信贷节奏的放缓。展望下半年流动性，我们认为在基本面没能明显修复时，货币政策预计对流动性依然以驰援为主，考虑信贷节奏靠前，预计下半年信贷对于流动性的冲击不大，流动性或维持宽松。
6. 当前 10 年期国债收益率已经接近 2.6% 处于三年分位数的偏低位置。从 1 年期 AAA 信用利差、股债性价比、中美利差来看当前国债收益率均已相对偏低。
7. 综合考虑基本面、政策面、流动性和估值，我们认为下半年 10 年期国债收益率预计仍有进一步下行可能，但预计空间有限，大概率 10 年期国债在 2.5%-2.9% 区间波动为主，国债期货以震荡行情对待，逢低做多为主。

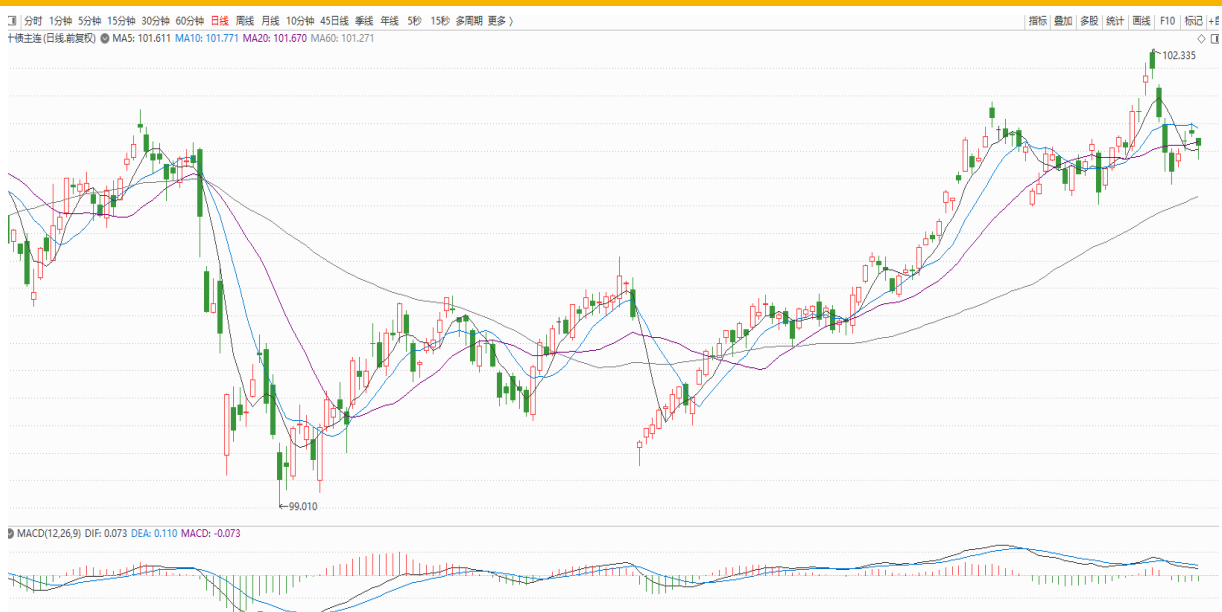
请务必阅读免责声明内容

风险提示：央行货币政策收敛，流动性超预期收紧

一、行情回顾

2023 年上半年，国债期货震荡走高，十年期国债主力合约从年初的 100.28 上涨至 101.7 附近，十年期国债收益率最低跌至 2.61% 附近。1-3 月，因经济基本面以弱复苏为主，多项经济数据修复不及预期，海外风险事件释放，使得国内央行处于为经济保驾护航和维持流动性充裕出发，一季度进行降准并超额续作 MLF，这推动了国债期货的上涨。二季度以来，国内经济修复步伐减弱，多项经济数据出现同比改善，但环比走弱的特点，这导致二季度货币政策进一步宽松，央行不仅下调了 MLF 利率也对 OMO 利率进行了调降，二季度多家商业银行对存款利率进行了下调，这也推动了资金成本的回落，可以看到的是不仅银行间市场流动性极为充裕，商业银行存单利率也大幅下行，这推动了国债期货二季度的进一步上涨，10 年国债收益率下破 2.65%。

图 1：国债期货震荡走高



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

二、经济基本面对债市支撑减弱

5 月国内 PMI 数据继续呈现出服务业好于制造业的特点。5 月制造业 PMI 继续回落，且低于市场预期，反映制造业景气度表现不足。5 月份，制造业采购经理指数为 48.8%，比上月下降 0.4 个百分点，低于临界点，制造业景气水平小幅回落。从 5 月分类型 PMI 情况

来看，尽管大型企业 PMI 仍然位于临界点，但中小型企业 PMI 明显走弱，5 月中、小型企业 PMI 分别为 47.6% 和 47.9%，比上月下降 1.6 和 1.1 个百分点，低于临界点。从 5 月制造业 PMI 分量数据来看，供需双弱的格局依然没有改变，5 月 PMI 生产指数和新订单指数均有回落，其中制造业 PMI 生产指数为 49.6%，比上月下降 0.6 个百分点，5 月制造业 PMI 新订单指数为 48.3%，比上月下降 0.5 个百分点。与之相对应的服务业 PMI 仍然维持较高增速，5 月中国服务业供求继续保持扩张态势，服务业 PMI 和新订单指数均连续第五个月高于荣枯线，且均为两年半以来次高值。中国 5 月财新服务业 PMI 为 57.1，高于前值的 56.4。

5 月工业生产同比转弱，但环比略有好转，工业生产恢复力度一般。5 月规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%，增速较上月回落 1.9 个百分点。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.63%，环比增速高于上月及 2022 年同期。5 月份，41 个大类行业中有 21 个行业增加值保持同比增长，同比增长行业较 4 月减少 4 个。从当前的工业增速来看，虽然环比有所好转，但同比增速仍然弱于疫情前，说明工业恢复力度有限。工业企业面临产能过剩和高投资并存压力，企业内部结构正在重组。从工业产能利用率来看，截至 2023 年 3 月仅为 74.3%，位于 10 年的相对低位，说明当前工业生产有产能过剩的可能。但和 2015 年的产能过剩表现不同，2015 年的产能过剩主要集中在钢铁、煤炭等传统行业，当前经济中一些新兴产业诸如汽车、计算机行业也出现了明显的产能利用率下降的态势。

投资方面，固定资产投资呈现周期性回落，基建投资虽然有韧性，但对于固定资产的支撑力度相对有限。5 月固定资产投资进一步回落，房地产投资仍然是主要拖累，目前地产仍未有明显见底迹象。1-5 月份，全国固定资产投资 188815 亿元，同比增长 4.0%，增速较上月回落 0.7 个百分点，实际上固定资产投资累计增速自 2014 年 12 月跌破 15% 后持续进入下行周期。尽管国内上半年各地因城施策优化房地产调控，但地产投资仍在下行，1-5 月房地产开发投资累计同比仅为 -7.2%，较上月回落 1 个百分点。一方面房地产仍然表现为高竣工、低开工的局面，这主要由于保交楼和地产企业资金紧张有关。另一方面，地产销售改善幅度有限。数据显示，5 月房屋新开工面积当月同比 -28.48%，房屋竣工面积当月同比 24.51%，竣工和新开工冰火两重天的局面仍然较为明显。商品房销售方面，5 月商品房销售面积和销售额，仍然持续为负增长状态，虽然降幅已经较去年有所收窄，但已经低于疫情前，房地产或已进入下行周期。住建部部长倪虹表示，房地产业发展要从解决“有没有”转向解决“好不好”，改变“高杠杆、高负债、高周转”模式，开展现房销售试点，推

动房地产业向新发展模式平稳过渡，后期地产对于经济的贡献以稳为主，很难产生大的增长预期。2023 年基建投资虽然维持韧性，但累计同比已经呈现逐步回落态势，2023 年 1-5 月基建投资累计同比仅为 7.5%，由于今年专项债前置，截至 6 月 21 日，今年累计发行 26401 亿，占全年计划 3.8 万亿的 69.4%，后期伴随着专项债发行的退坡，基建投资或进一步回落。

消费方面，5 月社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，较上月回落 5.7 个百分点。从 5 月消费结构来看，餐饮消费增速依旧好于商品消费，5 月餐饮消费 35.1%，但商品消费仅 10.5%。商品销售方面，尽管 5 月限额以上批发和零售额当月同比大幅改善，达到 11.1%，但家电、家具等地产产业链消费仍然偏弱，其中家电消费同比仅增长 0.1%。三年疫情使得居民资产负债表恶化，居民杠杆率大幅提升，这令疫情后居民消费更加谨慎，居民消费降级现象较为明显。考虑到最新的 16-24 岁青年人口失业率已经攀升至 20% 以上，或意味着年轻人口的消费能力会受到限制，未来消费修复空间或受到限制。

进出口方面，5 月出口再度回落且低于市场预期，出口呈现结构性的变化，一方面中国对美出口逐步回落但对一带一路国家出口增长。另一方面，出口产品优化，出口正在向绿色和高科技转化。5 月份我国进出口 5011.9 亿美元，下降 6.2%。其中，出口 2835 亿美元，下降 7.5%，较上月回落 16 个百分点，进口 2176.9 亿美元，下降 4.5%，进口降幅收窄 3.4 个百分点。往前看，由于海外经济体 PMI 仍然在进一步回落，海外经济体下行周期并未结束，对国内出口有进一步的拖累，我们认为下半年出口预计先下后上，逐步寻底。从 5 月我国主要出口国同比来看，5 月对美国出口同比降 18.24%，较上月回落 15.9 个百分点，但对俄罗斯出口当月同比 114.32%，对一带一路国家出口的增加正在弥补对美国出口的减少。从出口的产品结构来看，我国出口高科技、绿色产品的比例提高。

5 月价格数据仍然偏弱，其中 CPI 同比低位反弹，PPI 同比继续大幅下行。5 月 CPI 同比上涨 0.2%，较上月回升 0.1 个百分点，但仍然处于低位。5 月 CPI 环比小幅回落，5 月 CPI 环比下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。从 CPI 八大类环比来看，食品烟酒、居住及交通通信仍然表现偏弱，环比继续走低。其中交通通信环比回落最为明显，环比-0.6%，较上月回落 0.2 个百分点。5 月 PPI 环比、同比均继续下降，5 月 PPI 同比下降 4.6%，降幅比上月扩大 1.0 个百分点，5 月 PPI 环比下降 0.9%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。近来月份 CPI、PPI 环比下降，主要受消费需求偏弱和基数效应所致，下半年 CPI 有望逐步回升，到 12 月 CPI 同比预计将在 1% 以上。随着消费场景恢复，居民消费逐步提升及高基数效应的

褪去，PPI 同比也将在下半年逐步企稳，整体来说，由于长期有产能过剩风险，整体通胀仍难快速修复。

5 月信贷总量大幅走弱，低于预期和去年同期。5 月新增人民币贷款 13600 亿元，同比少增 5300 亿元，低于预期的 14498 亿元，说明信贷需求极为疲弱，由于一季度信贷投放超量，导致二季度信贷表现低迷。5 月社融融资规模大幅走弱，仅为 15556 亿元，同比少增 12859 亿元，社融规模的大幅缩减主要来源于信贷、政府债券和企业债券的大幅减少。伴随着社融总量的减少，社融存量同比也出现了明显的下滑，社融存量同比仅 9.5%，由于信贷投放的前置，社融增速大概率已在 4 月见顶。信贷增长的疲弱，说明了信贷需求偏弱，其对于实体的支持预计有限。从 5 月信贷结构来看，贷款结构仍然偏弱，居民中长期贷款小幅改善，企业中长期贷款的支撑力度不足。5 月居民中长期贷款 1684 亿，同比多增 637 亿，居民中长期贷款虽然有所好转，但改善力度不足，更多来源于去年同期的低基数效应。5 月 M1 进一步下行，同比仅为 4.7%，说明经济活性偏低，虽然流动性较为充裕，但企业偏向于定期存款，资金并未流入实体。与此同时 M2 也见顶回落，5 月 M2 为 11.6%，伴随着信贷投放节奏的放缓，后期 M2 或进一步回落。

总体来看，伴随着国内经济常态化运行，国内经济也出现了一定的修复，一季度经济修复整体良好，但二季度出现环比走弱迹象，且经济结构正发生转变。国内经济整体表现为服务业修复好于制造业的状况，工业修复较为缓慢，工业企业产能利用率不断下行，表明当前工业生产产能过剩情况仍然较为严峻，从分行业产能利用情况来看，本轮经济的产能过剩不仅仅局限于黑色、煤炭等传统行业，一些新兴产业也出现了产能过剩的情况。三年疫情导致居民就业和收入受到冲击，居民和企业的杠杆率明显抬升，疫情后居民的消费倾向正出现变迁。一方面，虽然 LPR 利率再度调降，多地开展因城施策优化房地产调控政策，但居民的购房意愿仍然偏弱，居民的中长期贷款改善不足。另一方面，居民消费也表现出商品消费改善不足的特点，尤其是地产端的商品消费已经连续数月修复偏慢。加之当前青年人口失业率居高不下，居民倾向于在疫情后修复资产负债表，增加储蓄，减少杠杆使用。企业方面，虽然央行投放了大量的货币，M2 持续处于高位，但企业加杠杆意愿也偏弱，这使得 M1 仍在进一步走低。也使得本轮经济周期表现为虽然产出缺口已在去年年底见底，但价格迟迟不能见底，本轮库存周期仍在主动去库期，还未进入被动去库阶段。考虑到价格数据迟迟仍未见底，预计后期经济改善力度有限。我们预期下半年国内经济伴

随着需求修复环比改善，但考虑投资会伴随着基建的退坡对经济的贡献逐步减弱，出口也还有进一步下行压力，预计国内经济增速同比峰值已经过去，下半年经济的看点主要在环比上，基于去年的低基数效应，预计4季度GDP同比增速会好于3季度。下半年国内经济的主要着力点仍然是内需的改善，这取决于收入和消费的改善，后期需进一步观测有无进一步的政策的出台。就基本面对于债市的影响来看，我们认为上半年是弱预期+弱现实的反馈导致债市走出一段较为流畅的多头行情。但下半年3-4季度预计经济环比大概率会出现改善，期债走势或有波澜。我们认为下半年10年国债收益率进入2.6%附近进入强压力位，利率进一步下行需要地产和外需共振，且下半年基本面大概率环比改善也会对利率的进一步下行构成限制，但利率也不具备大幅上涨的可能2.9%预计会是10年期国债的顶，大概率是一个上有顶下有底的情况。长周期来看，伴随着国内经济增速的下行及经济结构的调整，在新的经济动能完成前，利率下行会是长期趋势。

图 2：官方制造业 PMI 再度回落

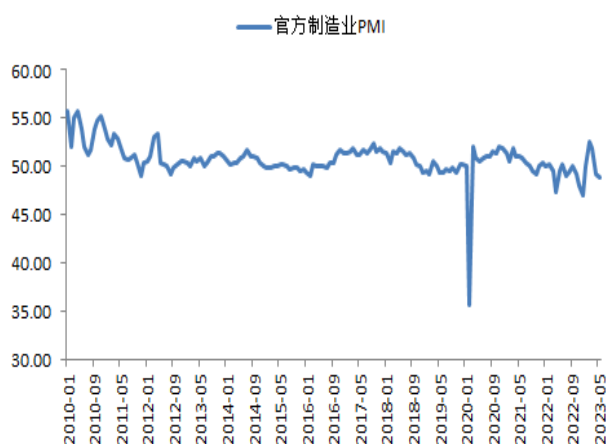
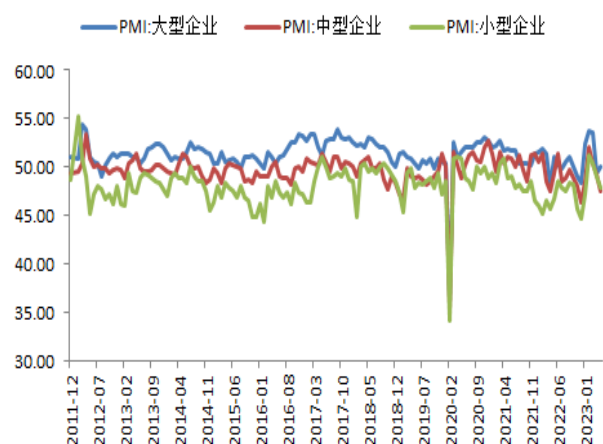


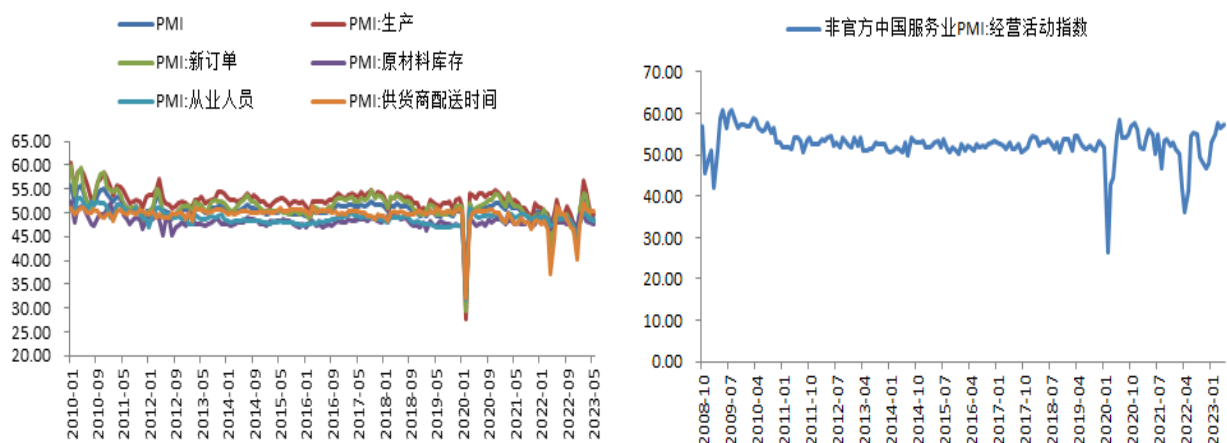
图 3：中小型企业 PMI 持续回落



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 4：制造业 PMI 供需两弱

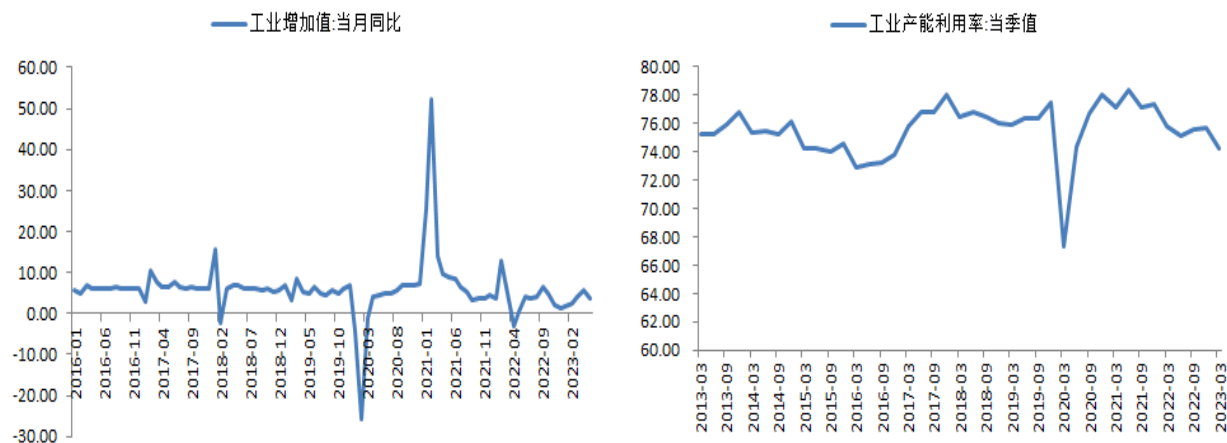
图 5：服务业 PMI 维持强劲



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 6: 工业生产同比改善有限

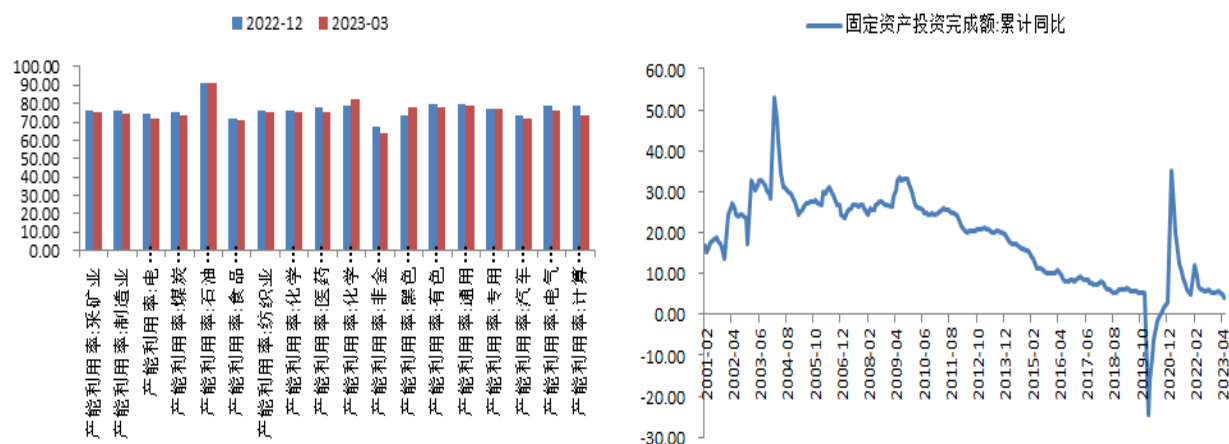
图 7: 工业生产产能过剩明显



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 8: 产能过剩不仅局限于黑色

图 9: 固定资产投资周期性回落



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 10: 房地产开发投资仍未企稳



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 11: 房地产高竣工、低开工

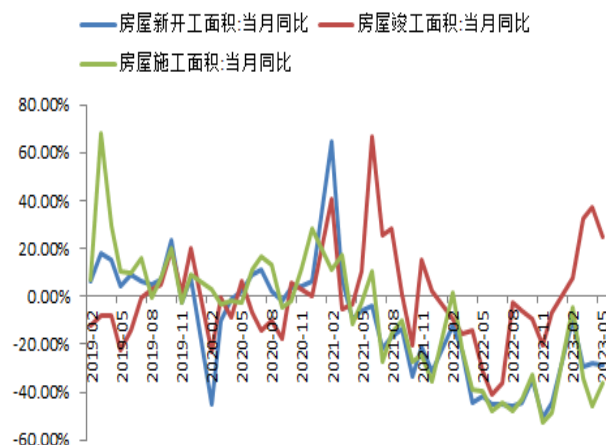
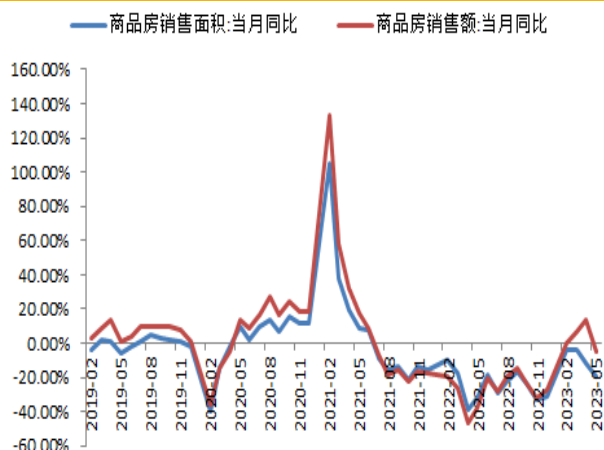


图 12: 商品房销售依然疲弱

图 13: 基建投资增速一般



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 14: 消费同比大幅改善



图 15: 消费结构分化明显



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 16: 青年人口失业率仍在攀升

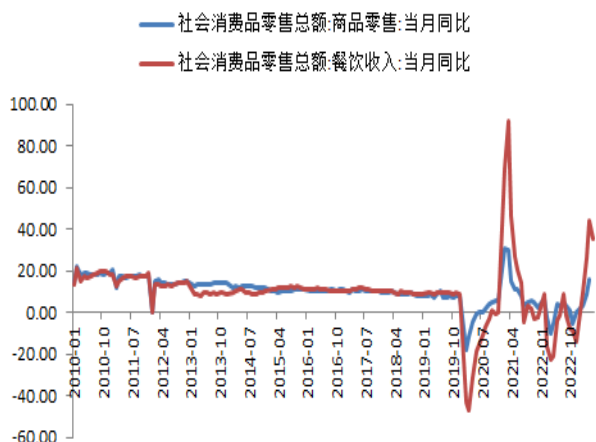
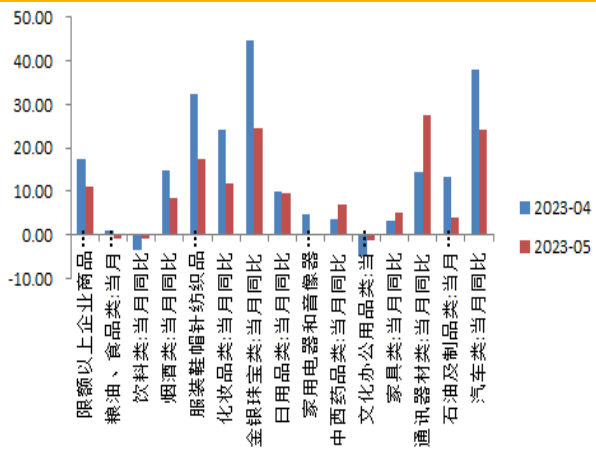
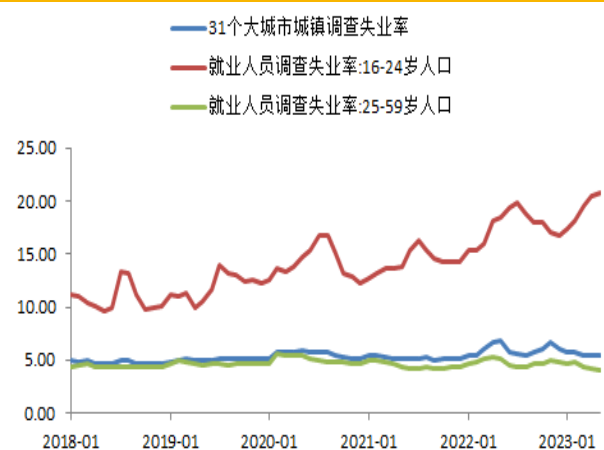


图 17: 家具、家电类消费修复偏慢



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 18： 主要出口国同比情况

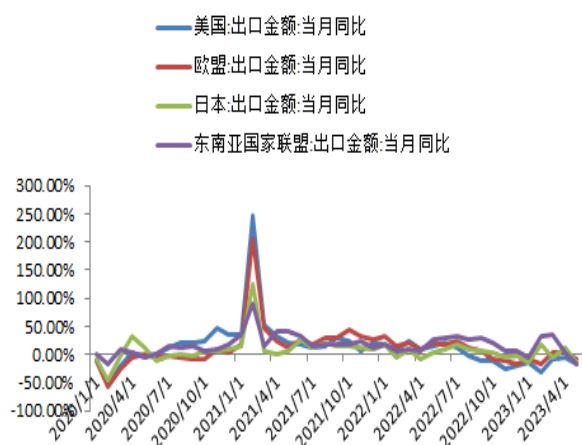
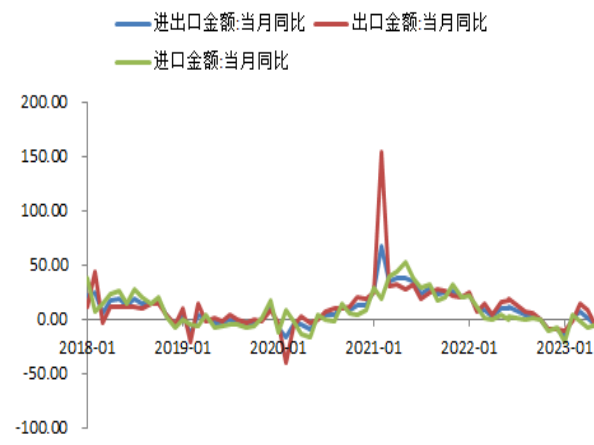


图 19： 出口超预期回落



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 20： CPI 同比低位反弹

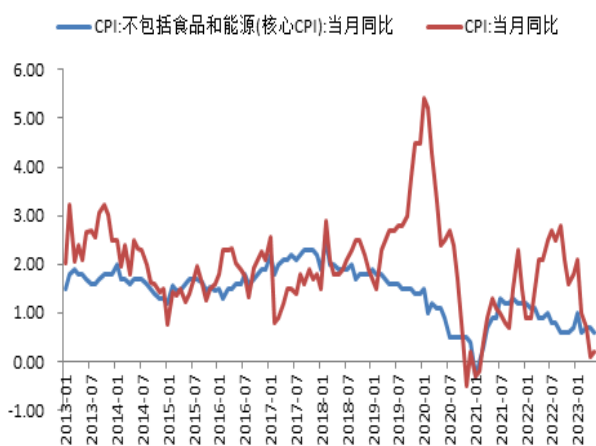
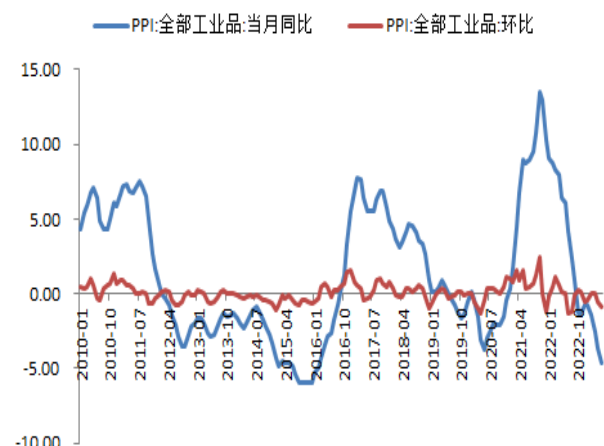


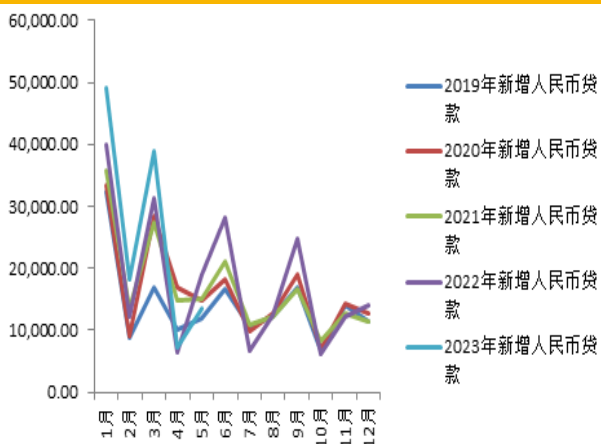
图 21： PPI 同比、环比继续下行



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 22： 信贷大幅走弱

图 23： 社融年内高点或已形成



数据来源：Wind、徽商期货研究所

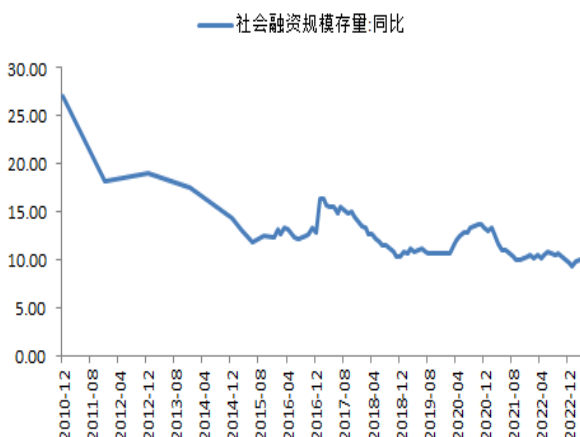
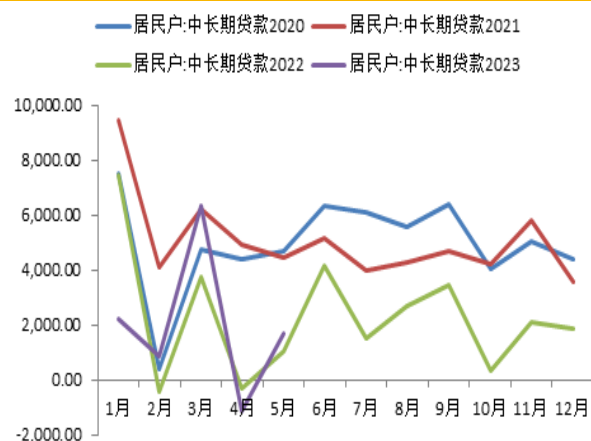
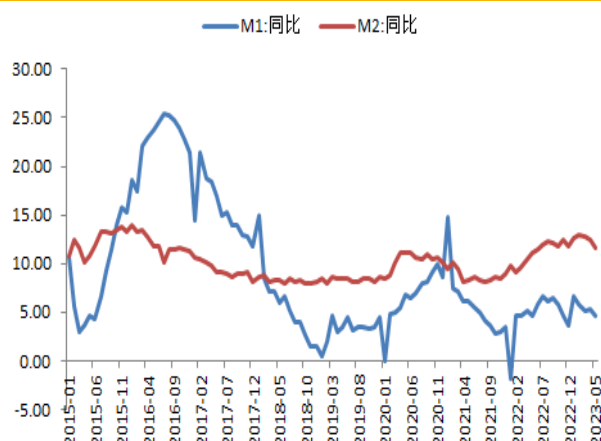


图 24: 居民中长期贷款改善不足

图 25: M1 继续回落



数据来源：Wind、徽商期货研究所



三、政策面及流动性分析

4月政治局会议强调，“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，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”，政策基调整体定调为注重高质量发展，不搞大水漫灌不强刺激。

央行在《一季度货币政策执行报告》中指出 2023 年上半年需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，市场需求逐步恢复，国内经济发展回升向好。但与此同时，外部环境更加严峻复杂，国内经济内生动力不强，需求仍然不足。疫情导致的伤痕效应仍未消

退，居民收入预期还在恢复，青年人口就业压力较大。在此基础上，央行提出稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。既要着力扩大内需，为实体提供有力、稳固支持，也要兼顾短期和长期，提升支持实体经济的可持续性。

3月27日，央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。6月以来更是进入集中降息阶段，6月13日，央行下调7天逆回购利率和常备借贷便利利率10个基点，15日下调中期借贷便利10个基点，这也是继去年8月以来OMO、SLF和MLF利率的首次下调。结合近期发改委下发的降成本重点工作通知和国常会提出的一批政策措施来看，后期大概率会有一套政策组合拳配合货币政策目标得以实现。降息落地后，央行进一步调降政策性利率空间有限。但考虑信贷需求回暖会造成银行负债端缺口放大，三季度MLF高峰将至，届时央行或有进一步降准可能。考虑到上半年降息已经开启，但过度依赖货币政策宽松容易导致脱实向虚和产能过剩。故后期货币政策会更加倾向于结构性政策的使用，货币政策着力支持扩大内需，为实体经济提供有力。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。近期的陆家嘴论坛在上海开幕，央行行长易纲也是提及要将绿色金融工作摆在突出位置，重点抓三方面工作。央行副行长兼外汇局局长潘功胜指出我国货币政策坚持以我为主，坚持跨周期和内外平衡导向，不跟随美联储“大放大收”，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策。因此，下半年货币政策降息进入博弈期，货币政策大概率从总量走向结构性。

伴随着降息的落地，后期系列政策会配套货币政策加以推出。6月16日召开的国常会上，研究推动经济持续向好的一批政策措施。会议指出，当前我国经济运行整体回升向好，但外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。会议强调，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。财政政策方面，减税降费，政策性金融工具都可能是未来政策的发力点。后期政策的方向预计会从促进消费扩大内需和安全两个角度开展。近期各大部位下发的文件也是从通过支持新能源汽车、加快充电桩建设及发放消费券等层面出发来提振消费。产业政策更多聚焦服务实体，注重安全。在二十届中央财经委第一次会议中指出“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，关

系我们在未来发展和国际竞争中赢得战略主动，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”。

流动性方面，上半年流动性经历了由紧至松的过程，其背后的逻辑主要在于信贷节奏的放缓。1-3 月信贷及社融都超预期高增，对超储形成消耗，央行出于管理流动性的考虑，资金面维持紧平衡。4 月以后，信贷节奏放缓，海外银行风险事件频发，央行加大公开市场投放节奏，并陆续释放降息预期，票据利率下行，资金面也重回宽松，不仅银行间市场各主要期限回购利率普降，商业银行同业存单利率也大幅下行。展望下半年流动性，我们认为在基本面没能明显修复时，货币政策预计对流动性依然以驰援为主，考虑信贷节奏靠前，预计下半年信贷对于流动性的冲击不大，后期流动性是否会出现超预期变化，关键看下半年政策力度对于经济的实际改善情况。

图 26：央行 3 月降准

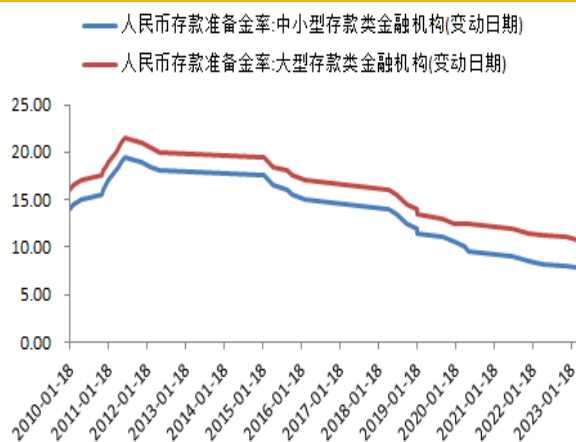


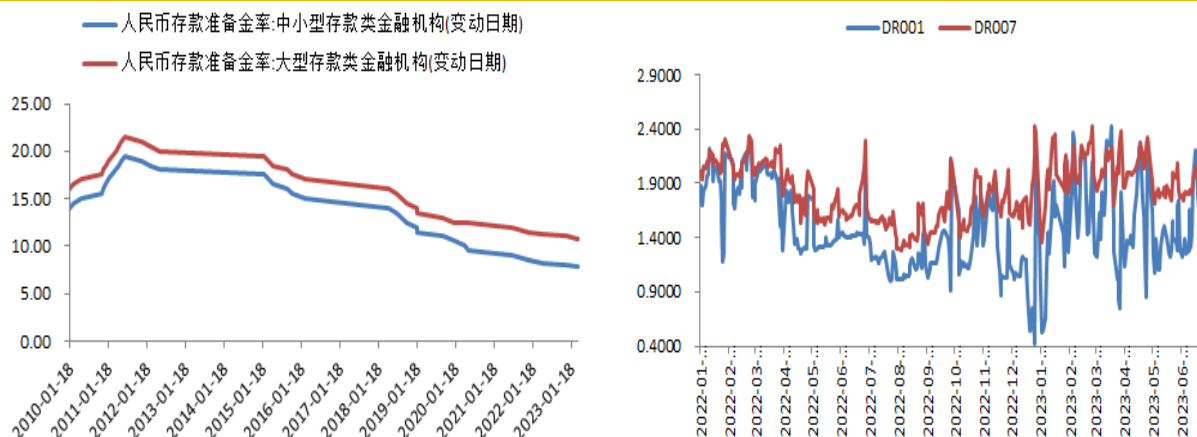
图 27：央行调降 OMO 利率



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 28：央行调降 MLF 利率

图 29：二季度流动性转向宽松



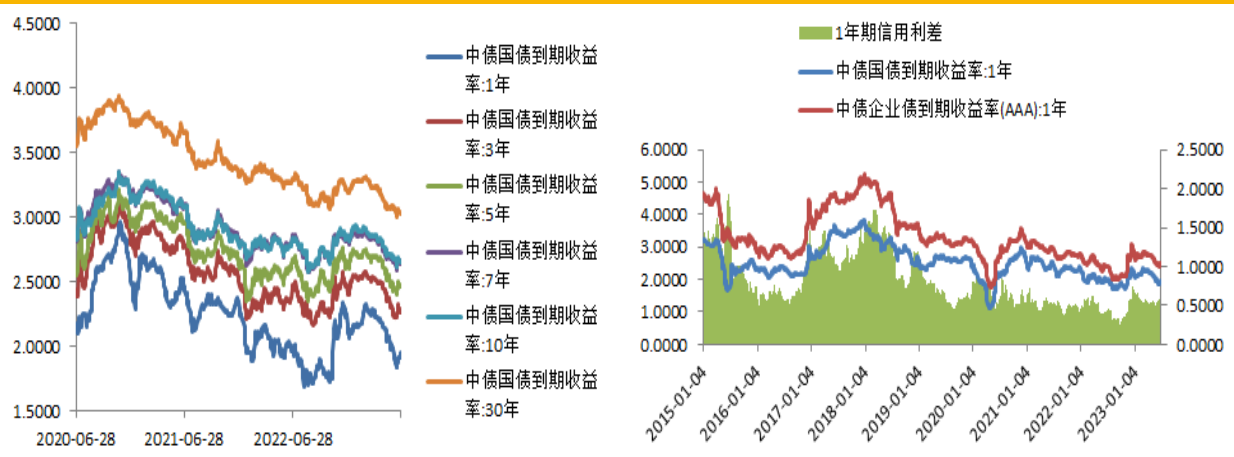
数据来源: Wind、徽商期货研究所

四、利差结构分析

上半年在弱预期+弱现实的螺旋变化中利率持续下行,10 年国债收益率最低触及 2.61%。当前的国债收益率已经接近去年的低点 2.6%附近,但今年经济状况整体好于去年,并未进入实质性衰退。当前的银行间市场流动性较去年 8 月偏紧,当前的 DR001 和 DR007 分别为 1.08%和 1.9%附近,高于去年 8 月的 1%和 1.3%,这意味着在没有进一步降息的情况下,当前的国债收益率和流动性已经较为匹配,在流动性没法进一步宽松基础下,国债收益率不具备大幅下行的基础。另外,从 1 年期 AAA 信用利差来看,已经处于相对低位,这也意味着国债收益率继续大幅下行可能不大。此外从股债性价比和中美利差角度来看,债市当前表现偏贵,中国利率较海外利率性价比也偏低,利率不具备大幅下行基础。

图 30: 10 年国债收益率已近关键压力位

图 31: 当前信用利差依然偏低



数据来源: Wind、徽商期货研究所

五、结论

2023年上半年,国债期货在弱预期+弱现实的逻辑下走出了一波较为强劲的多头行情。对于2023年下半年基本面的判断上,我们认为年内GDP同比高峰已过,但环比或逐渐改善。疫情和中美脱钩导致消费结构和出口结构都发生较大的变化,国内经济产能过剩仍然较为明显。考虑到内需增长仍然不足,故价格数据在下半年逐步筑底,CPI大概率在年底回到1%以上,PPI先抑后扬,基本面对于债市仍有支撑,但10年国债能否突破关键压力位2.6%后大幅下行取决于地产和出口在下半年是否能进一步共振式回落。政策面方面对于债市的支撑力度已显不足,在上半年降息开启后,后期央行货币政策大概率重质轻量,为了防止产能过剩和脱实向虚,货币政策更多集中于结构性政策。后期财政政策预计会向减税降费,政策性金融工具方向拓展,政策面对于债市影响逐步向空,下半年流动性预计仍然以宽松为主,但难出现大幅下行格局。利差结构方面,10年期国债收益率已经处于三年分位数偏低的位置,且从中美利差、股债性价比及信用利差角度来看,10年国债收益率进一步下行支撑不足。故综合考虑基本面、政策面、流动性和估值,我们认为下半年10年国债预计仍有进一步下行可能,但预计空间有限,大概率10年期国债在2.5%-2.9%区间波动为主。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

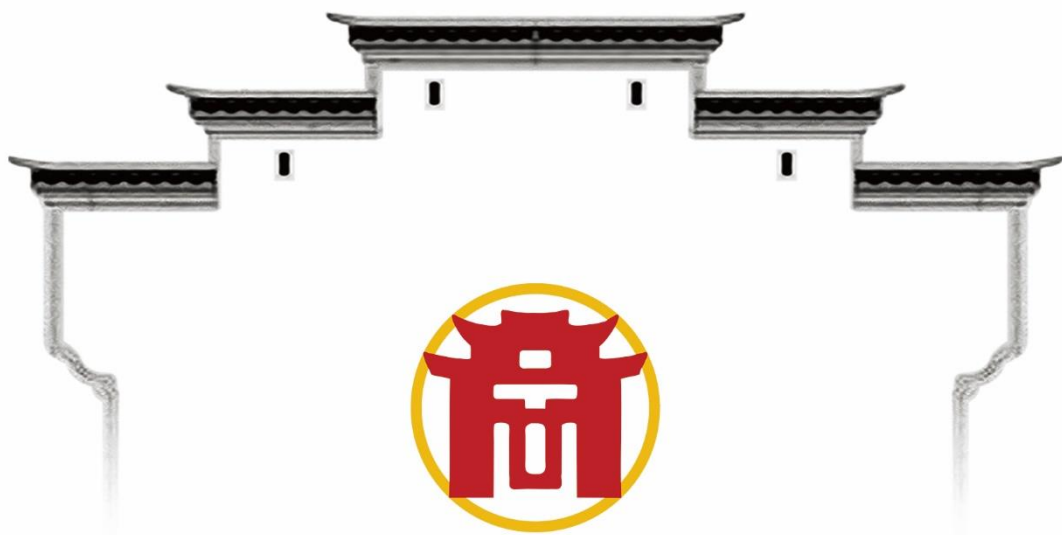
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信