

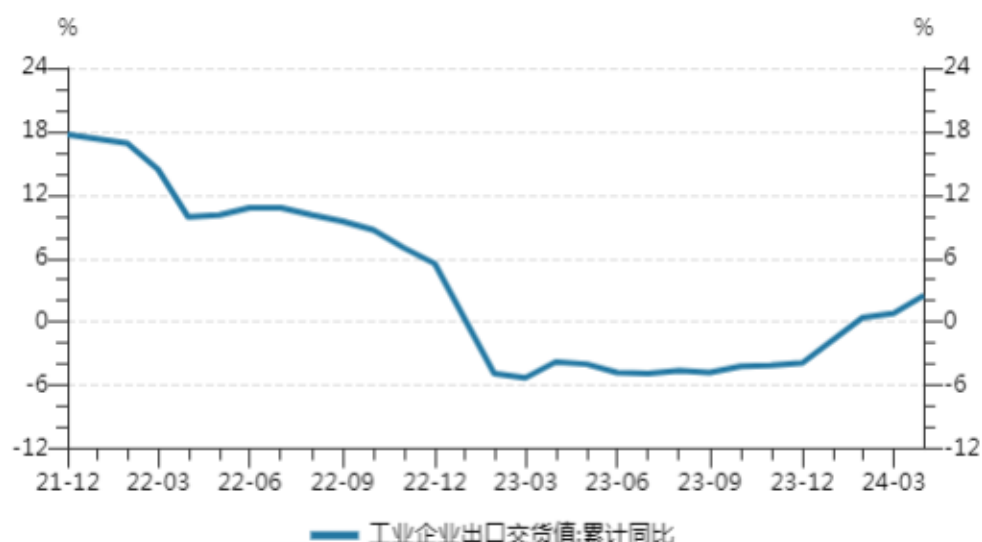
## 债市预期何时改变？

南华期货 徐晨曦 Z0001908

今年以来债券市场牛市延续，即便国债期货不断刷新高点，也无法阻挡市场的交易热情，长债与超长债尤为受到青睐。为此，央行从 3 月起多次提示长债风险，但市场总在短暂调整后再度走强。究其原因，一方面是市场对经济复苏的信心不足，另一方面金融机构面临“资产荒”也是客观事实。未来是否会出现一些因素改变这一局面，以下做简要分析。

从 1-4 月的数据来看，“三驾马车”中投资强度不高，消费力度有限，唯出口表现较好。虽然整体上经济复苏动能不强，但也不乏亮点，复苏显示出由服务业回暖带动转向制造业回升带动的趋势，这主要归功于全球制造业库存周期的回暖。外需的提升带来了生产的旺盛，数据显示出口交货值增速明显回升，制造业 PMI 生产指数表现强劲，工业增加值屡屡超出预期。在生产旺盛的同时，4 月得工业企业产销率也明显回升。除此之外，还可以观察到制造业投资增速保持在较高水平，固定资产投资中设备工具购置增速大幅走高，这可能与大力发展新质生产力、大规模设备更新政策的推动有关。这些都是经济中出现的有利因素，需要持续关注。

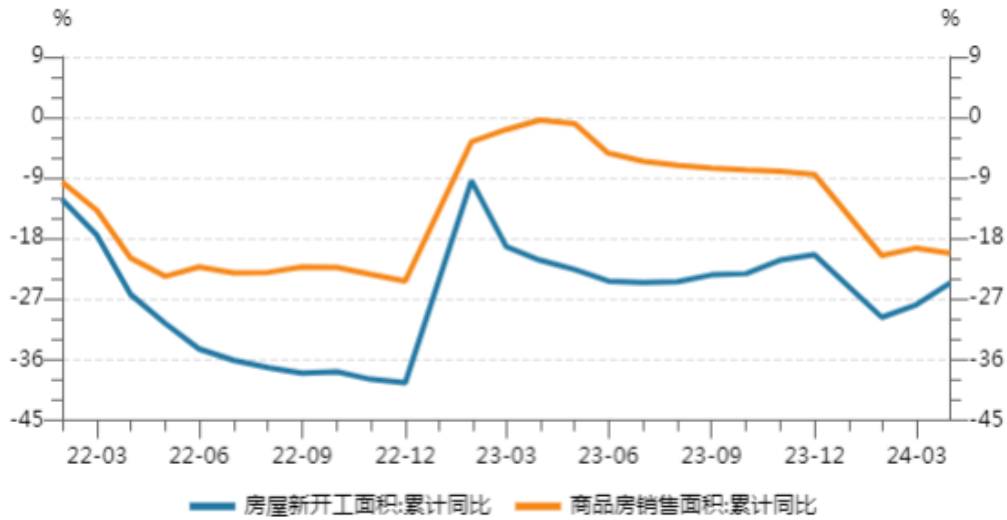
图 1.工业企业出口交货值增速



资料来源：Wind

不利因素方面，当前对经济拖累最大的仍旧是房地产，这也是内需疲弱的主要症结所在。1-4 月，商品房销售面积在去年低基数的情况下再度出现 20% 的跌幅。受此影响，房企回款困难，行业债务困境有进一步扩散的苗头，这也使得房屋新开工面积跌幅始终在 20% 以上，未能出现好转。为扭转这一局面，5 月以来房地产迎来密集的政策利好，不仅一些热点城市全面放开限购，央行亦推出“政策包”，包括全面取消一二套个人住房贷款利率下限，降低房贷最低首付比例，下调个人住房公积金贷款利率，设立 3000 亿元保障性住房再贷款。这些政策从需求与供给两方面提供助力，短期应能释放一波需求，有利于缓释房地产市场系统性风险，中期则需关注效果的持续性，不排除政策有进一步放松的可能。2022 年以来，房地产市场已进入下跌的第三年，关注下半年能否阶段性企稳。

图 2.房地产销售与新开工面积增速



资料来源：Wind

至于深入人心的债券市场“资产荒”，其实是需求不足的反映。正是因为实体经济信贷需求较弱，导致新增贷款、企业债券发行较少，在货币宽松的背景下，才会使得金融机构资金投向的选择较少。这一局面的扭转，一方面依赖于实体经济的回升，另一方面可以依靠政府债券的发行进行填补。今年以来，政府债券发行进度偏慢，尤其是地方债。近期特别国债已经开始发行，预期三季度政府债券发行将加快进度，“资产荒”逻辑在下半年将有所削弱。

短期来看，经济数据与房地产政策仍不足以扭转债市预期，甚至由于央行放开房贷利率下限，令市场再度燃起降息预期。在宽松的货币环境下，如果经济延续弱复苏态势，国债市场很难出现大幅调整。在有监管的风险提示，下有政策宽松预期的情况下，可能呈现区间震荡的走势。未来市场可能需要看到较为坚实的基本面数据或者超预期的强力政策才会改变预期，可以对经济中的积极因素保持关注，比如外需回升的强度与持续性，各项政策的效果等。