

国债期货影响因素 探讨

2024年3月19日

齐盛宏观交流会



齐盛期货-温凯迪



投资咨询证号：Z0015210

目录

- 1 国债分析简要框架
- 2 货币政策层面影响因素
- 3 宏观经济层面影响因素



Part one

国债分析框架

国债分析框架

- 对**货币政策**需有充分了解。（货币政策工具）
- 因为判断货币政策需要结合实体运行情况，所以也需要对**实体经济**有较充分了解，不过一般了解到地产、基建、制造业、消费、出口等分项情况，对经济变动方向、复苏节奏有大致了解即可解决大部分问题。





Part two

货币政策层面影响因素

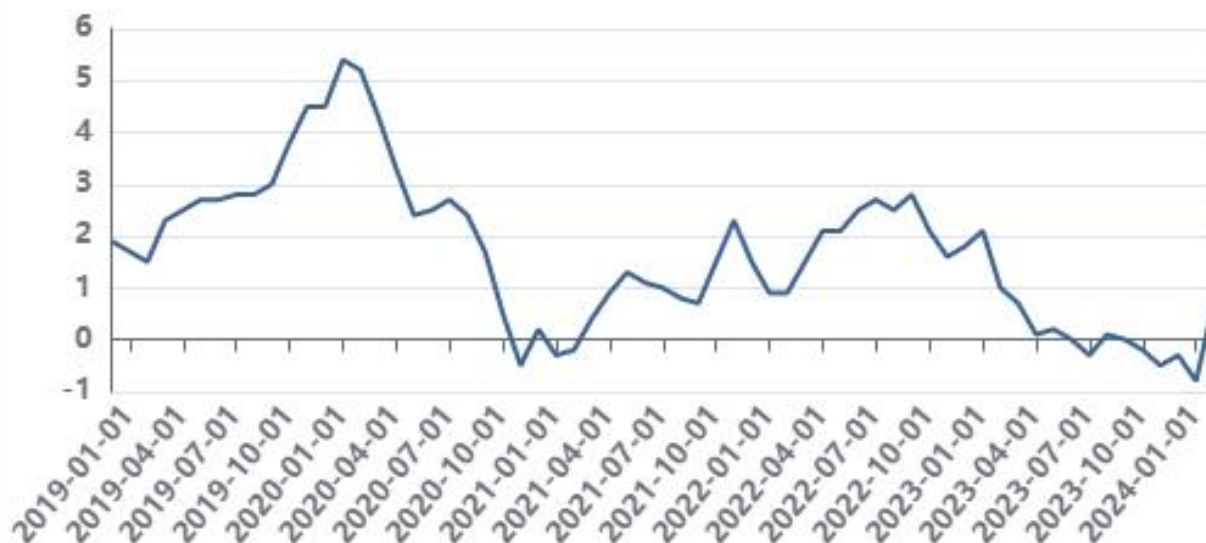
货币政策层面影响因素

货币政策分析

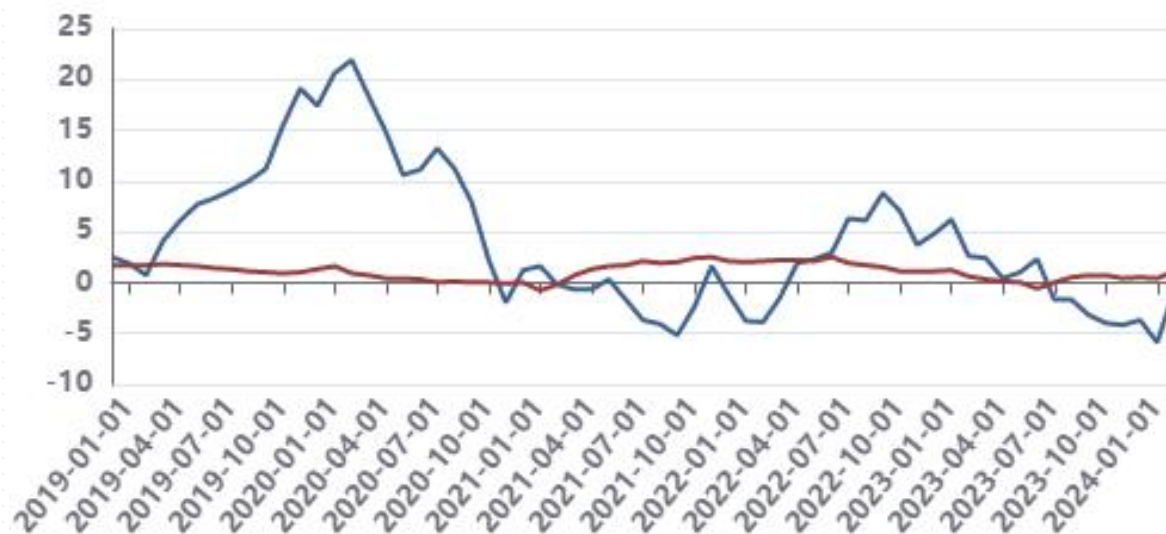
政策背景		政策定调	政策执行		政策预期
CPI		跟踪中央经济工作会议、政治局会议、货币政策执行报告等，最新报告对比上期寻求边际变化	M2	社融	一定般言政策定调已经给明方向，分析当下的目的在于了解离政策目标的差距，是否需要加码？
食品CPI	非食品CPI		变动原因？是否与名义GDP相匹配		
猪肉价格	PPI				

货币政策层面影响因素

● CPI:当月同比



● CPI:食品:当月同比 ● CPI:非食品:当月同比



- CPI：食品CPI(猪肉、鲜菜、鲜果)、非食品CPI(能源、文娱、交通、通信、医疗等)。
- 食品端要充分考虑季节性；非食品端要充分考虑油价传导周期（约1个月）。
- 一般来说，在正常的区间内，不至于影响到货币政策，对国债行情影响有限。
- 其他的，注意超预期通胀，超预期通缩情况。

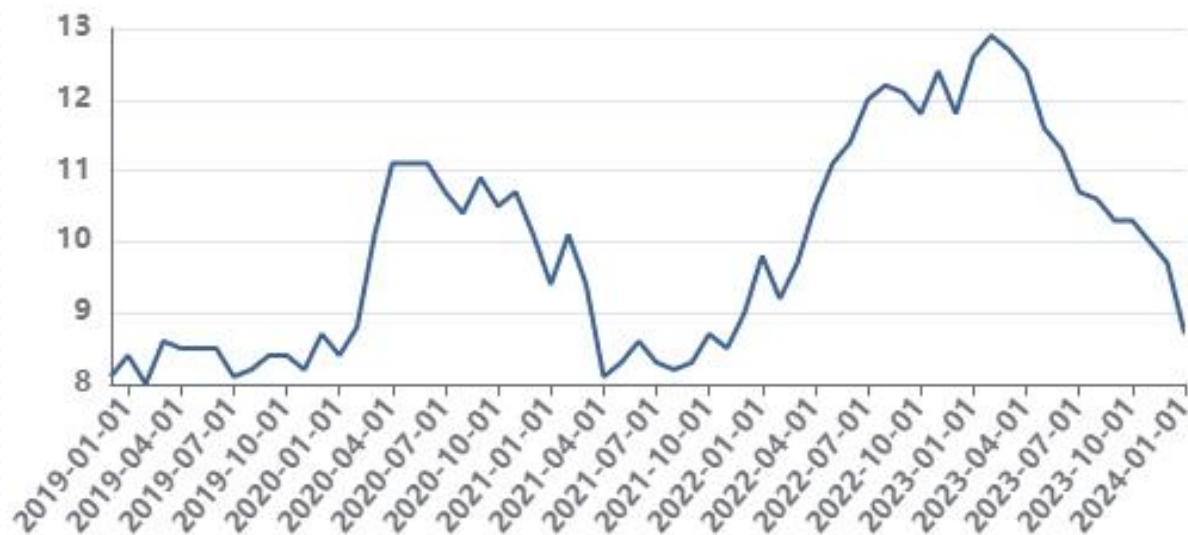


货币政策层面影响因素

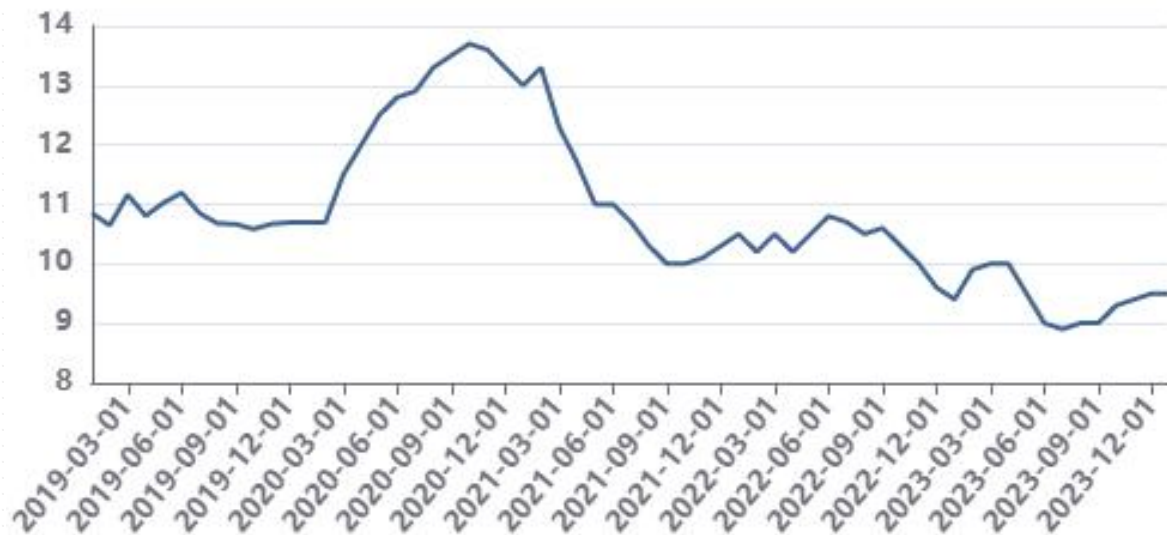
- 政治局会议（定调全年）；
 - 中央经济工作会议（定调全年）；
 - 货币政策执行报告（最新报告对比上期寻求边际变化）；
 - 高层领导讲话（主基调一般不会变，或政策落地节奏）。
-
- 核心是年度、季度的政治局会议。

货币政策层面影响因素

● M2:同比



● 社会融资规模存量:同比

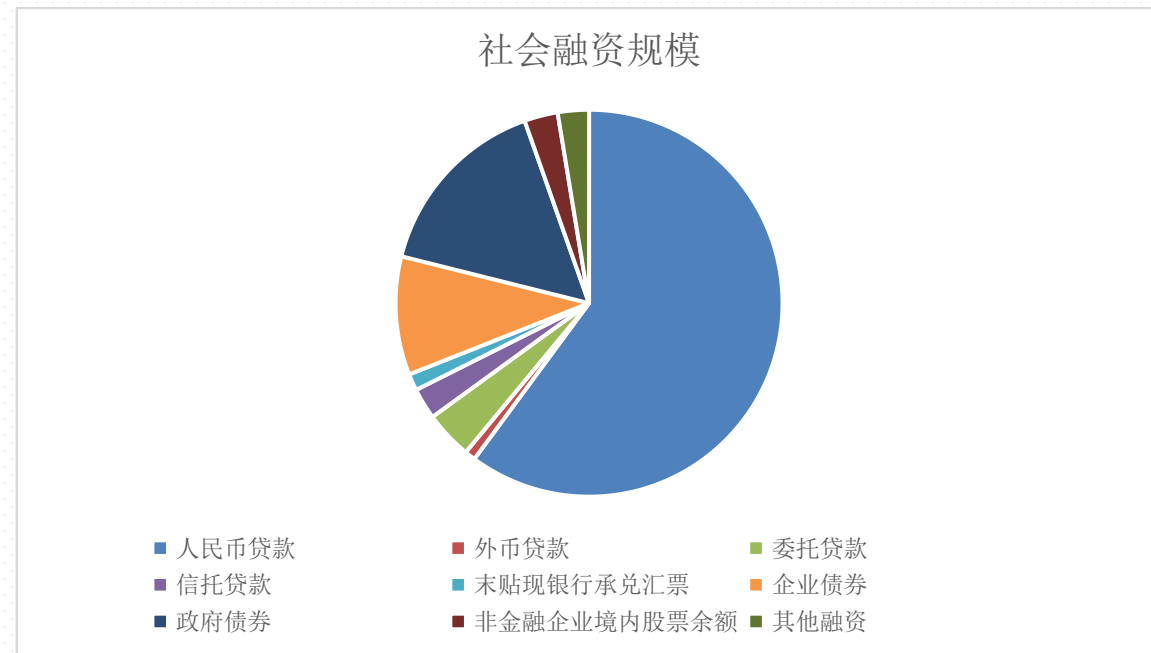


- M2（流动性供给）、社融（流动性需求）。
- 熟悉目前的政策目标—找出现实与预期差—推演政策方向、影响行情。
- 如，M2与社融剪刀差走扩，后续政策降息、宽财政。



货币政策层面影响因素

表内融资	人民币贷款	60.1
	外币贷款	0.9
表外融资	委托贷款	4
	信托贷款	2.6
	未贴现银行承兑汇票	1.4
直接融资	企业债券	9.9
	政府债券	15.7
	非金融企业境内股票余额	2.8
	其他融资	2.6



- 社融的核心是人民币贷款，信贷情况，关系到货币政策、财政政策的情况，对国债行情有一定影响。
- 注：图为历史数据，单各不相同，但大致比重可作参考。

货币政策层面影响因素



- 结构上：居民户，企业户；时间上：短期、中长期。
- 居民户短期多对应消费贷、中长期多对应房贷；企业户短期多对应营运周转、中长期多对应新增投资。
- 政策跟踪对号入座。
- 一般而言，某分项连续走弱时，尤其是中长期项目，一般对应宽松型政策，对国债行情有正向刺激。

货币政策层面影响因素

- 实体经济、通胀状态。多会调整货币政策力度。
- M2、社融分化。多会调整信贷。
- 央行官网的货币政策工具动态需要保持日常性关注：
- 其中，
- 短期性的、对行情影响不大的或有影响也即时反映了：
- 公开市场业务、常备借贷便利、中期借贷便利。
- 中期性的、对行情有中期影响的：
- 存款准备金、抵押补充贷款。

货币政策工具

公开市场业务

存款准备金

中央银行贷款

利率政策

常备借贷便利

中期借贷便利

抵押补充贷款

定向中期借贷便利

结构性货币政策工具





Part three

宏观经济层面影响因素

宏观分析体系-基础

- 目前，国内宏观经济分析体系同质化较强，以投资、消费、出口三个作为**二级项目**，再对二级项目进一步拆解，甚至拆分至**四五级子项目**，通过高频数据、先行指标**预判子项目**，再进行**汇总得出总体方向**。
- 体系庞大、覆盖面大、可多次分拆是宏观分析的特点，初期接触时会感觉凌乱繁杂，形成大概框架后会相对明朗。
- **一般而言，只要能做到对三级项目有大概的了解，宏观分析至少不会出现方向性错误，可以达到服务大类资产配置的目标。**

宏观经济三级目录

投资 (28.9%)			消费 (58.6%)	净出口 (12.6%)
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

宏观经济四级目录

投资（ 28.9% ）			消费（ 58.6% ）	净出口（ 12.6% ）
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

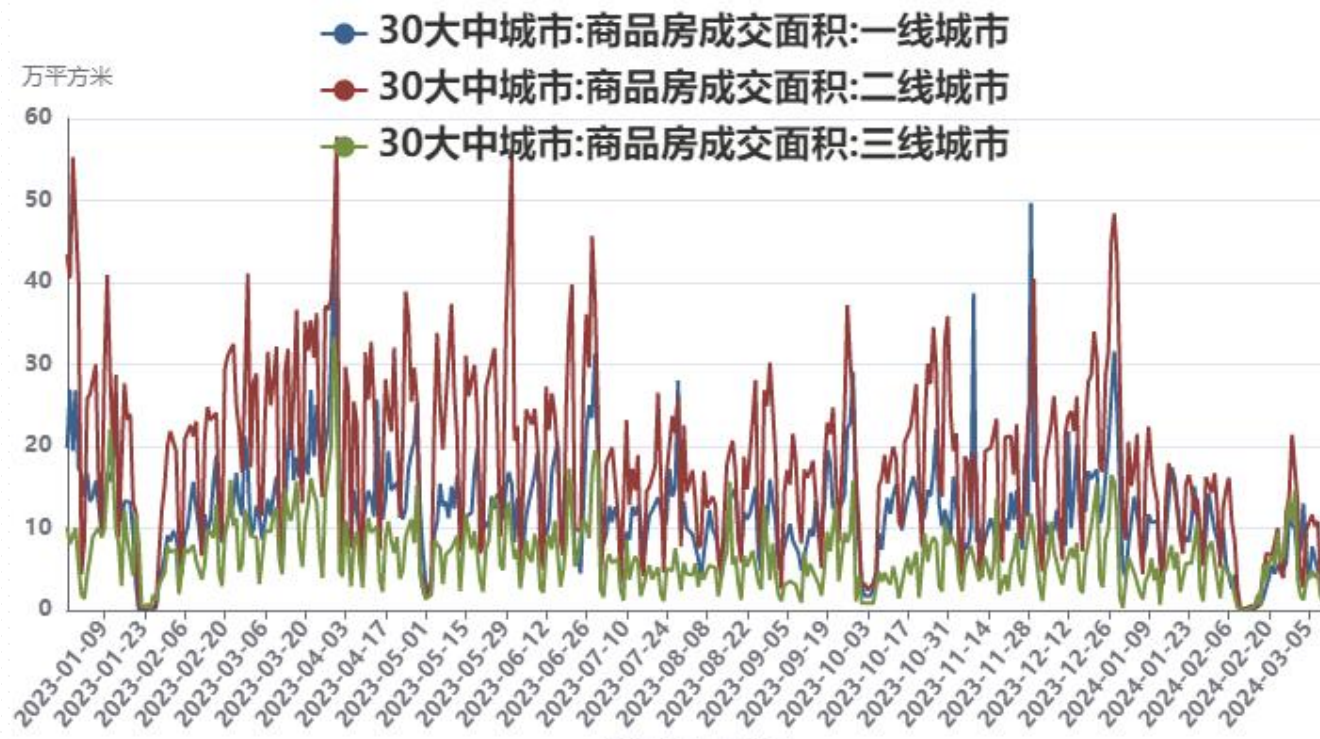
注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

房地产

销售	库存	生产/建设
最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判

一般而言，先导顺序排名：销售、资金、建设。

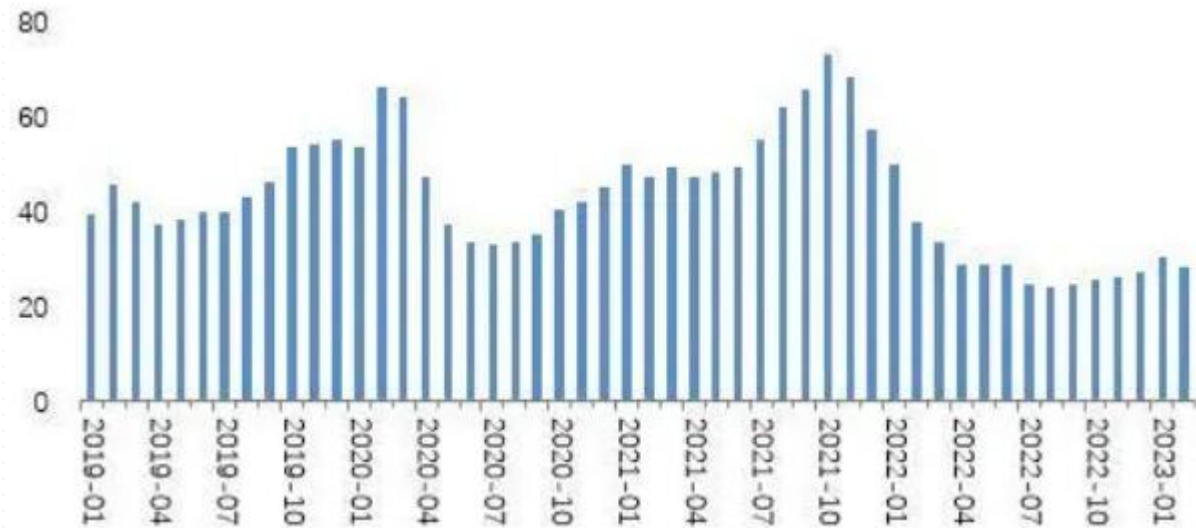
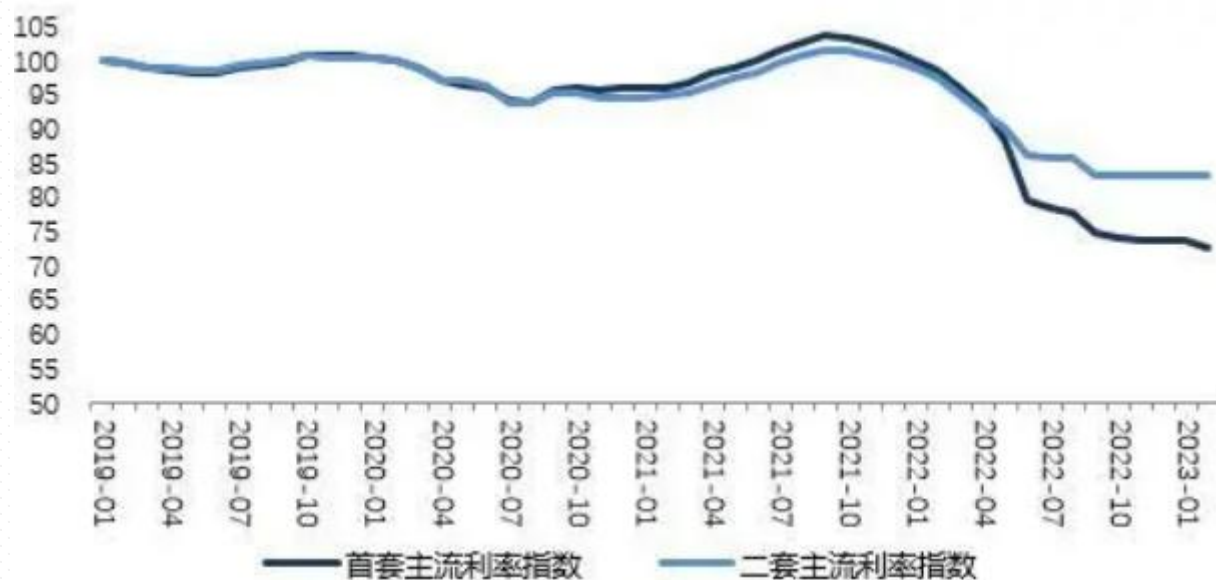
宏观分析体系-投资-房地产-销售



➤ 1、最新数据解读：

➤ 商品房销售面积：期房，现房？一线城市、二线城市、三线城市？新房、二手房？

宏观分析体系-投资-房地产-销售



➤ 2、政策背景跟踪：

- 宏观层面：贷款利率、平均放款周期；当期房地产新政。
- 微观层面：主要城市政策变化；主要银行政策变化。

宏观分析体系-投资-房地产-销售

➤ 3、未来趋势预判：

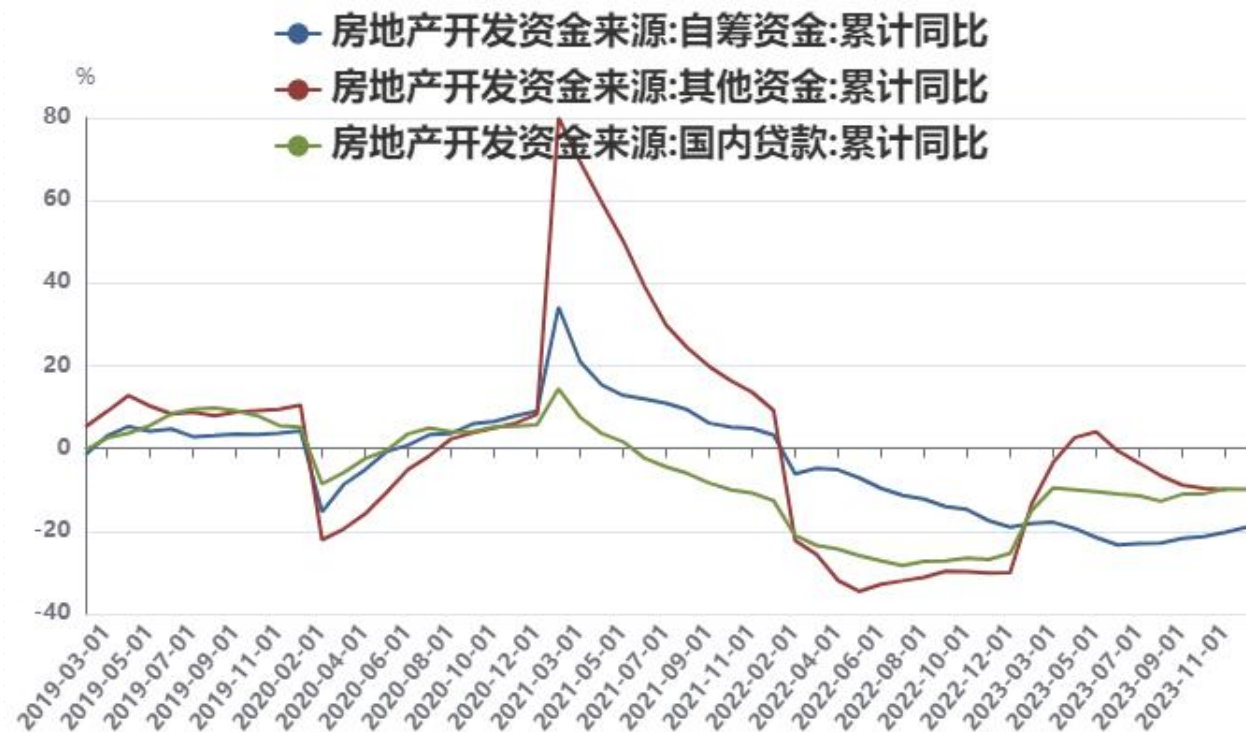
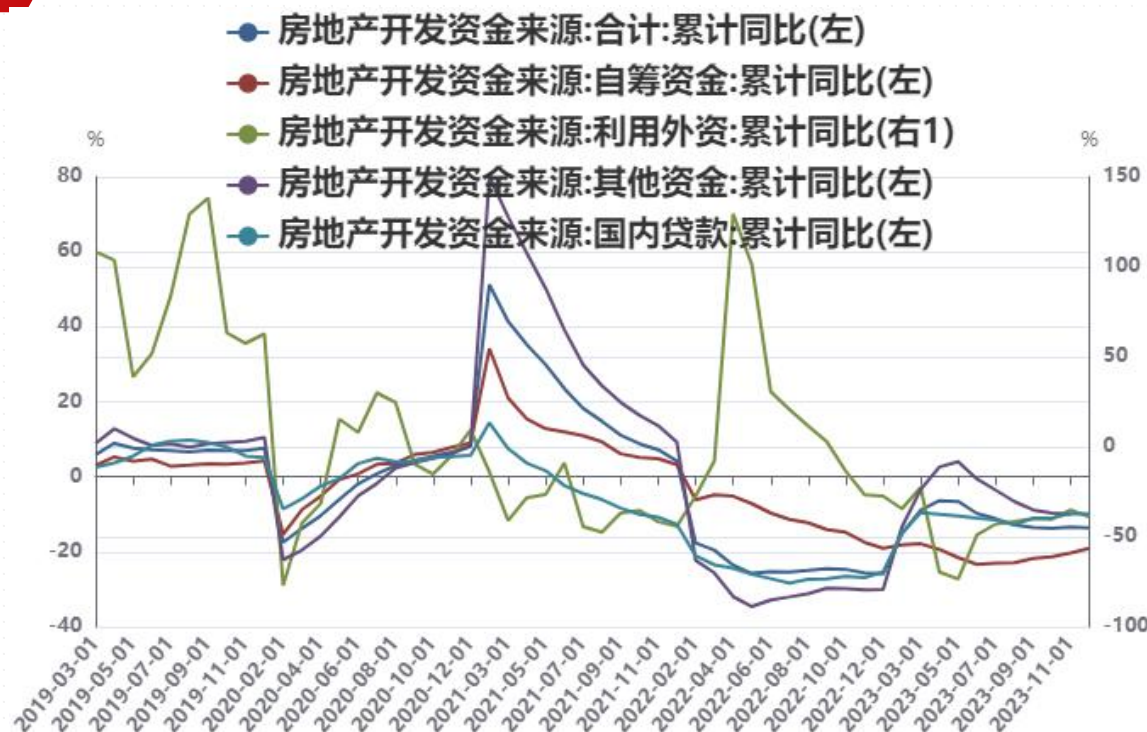
- 了解下目前的市场情况、政策的定调，找准差距、了解下步政策方向即可。
- 如，如果在地产销售持续低迷，可能会降低LPR，对国债行情有正向影响。

宏观分析体系-投资-房地产-库存



- 商品房待售面积：总量；结构：地区、国企民企。
- 库存过高时，关注去库的政策，可能会有中期级的宽松。
- 如，2014年的去库政策。

宏观分析体系-投资-房地产-建设-资金来源



- 房地产开发资金来源核心：自筹资金、国内贷款、其他资金。
- 找准政策定调与现实的差距，了解下步政策方向。
- 一般而言，如果是小风险，对国债行情影响有限；相对大些的风险，暗示潜在更多的支持政策，对国债利好。



宏观经济四级目录

投资（28.9%）			消费（58.6%）	净出口（12.6%）
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

基建

资金		项目
城投公司主体	地方政府主体	各地项目汇总
最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	各地项目汇总

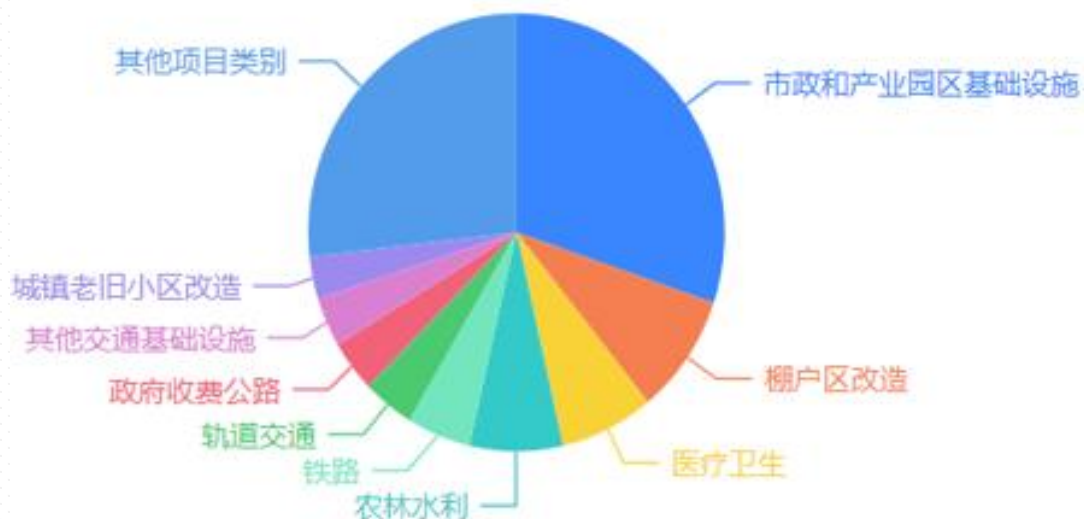
注：基建是公共品，不需要市场分析，体系相对简单

自筹资金来源

城投公司		政府性基金支出	
城投债	非标融资	土地出让金	专项债
城投债净融资规模	社融存量委托贷款 社融存量信托贷款	土地出让金收入	专项债规模

注：城投公司部分属于地方政府隐性债务，没有完全准确的估算方法。核心是专项债。

宏观分析体系-投资-基建-项目



年份：2023年				
序号	项目类别	项目数量	专项债只数	专项债规模(亿)
1	市政和产业园区基础设施	6984	673	10,970.23
2	其他	1607	352	3,309.88
3	棚户区改造	1531	281	3,226.64
4	医疗卫生	3063	544	2,643.91
5	农林水利	3100	525	2,626.55
6	铁路	334	181	1,798.59

- 汇总各地政府披露的项目金额、项目分类。
- 关注项目落地进度，一般对应着流动性在实体中传导的问题。
- 如，去年的5000亿特别国债，更多在今年，今年流动性层面应该比去年要好。
- 关注专项债总额。

宏观经济四级目录

投资（28.9%）			消费（58.6%）	净出口（12.6%）
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

制造业

总体情况			细分行业
企业家预期	企业产能利用	企业资金情况	各细分行业情况
最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	各细分行业情况

注：细分行业方面占比变化较大，一般对大增大减项着重分析

宏观分析体系-投资-制造业

- 核心是为了分析制造业中长期贷款进而了解政策动向。
- 经验上，制造业中长期贷款有受制造业盈利、企业家预期影响较大，行业处于压力阶段，会有较多政策，而且前期传导效果不佳，这个阶段对国债行情偏支持，反之亦然。

宏观分析体系-投资-制造业-企业家预期

- PMI是采购经理指数，是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，能够反映经济的变化趋势。
- 调查采用非定量的问卷形式，被调查者对每个问题只需做出定性的判断，在（比上月）上升、不变或下降三种答案中选择一种。
- 单个指数计算方法：扩散指数方法，正向回答的百分数加上回答不变的百分数的一半。
- 综合指数计算方法：加权综合指数方法， $PMI = \text{订单} \times 30\% + \text{生产} \times 25\% + \text{雇员} \times 20\% + \text{配送} \times 15\% + \text{存货} \times 10\%$ 。
- PMI略大于50，说明经济在缓慢前进；PMI略小于50，说明经济在慢慢走向衰退。



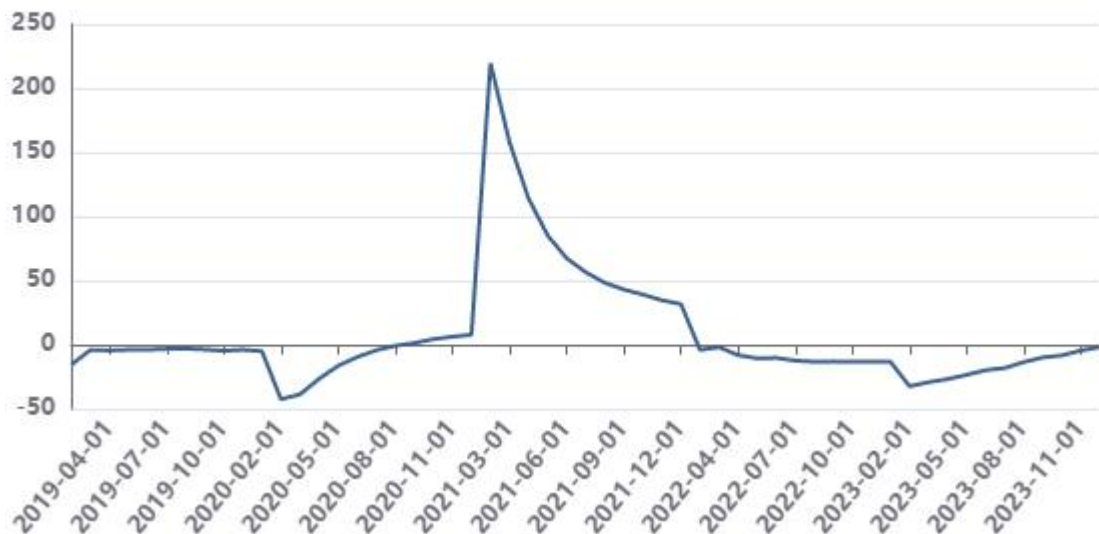
宏观分析体系-投资-制造业-产能利用率



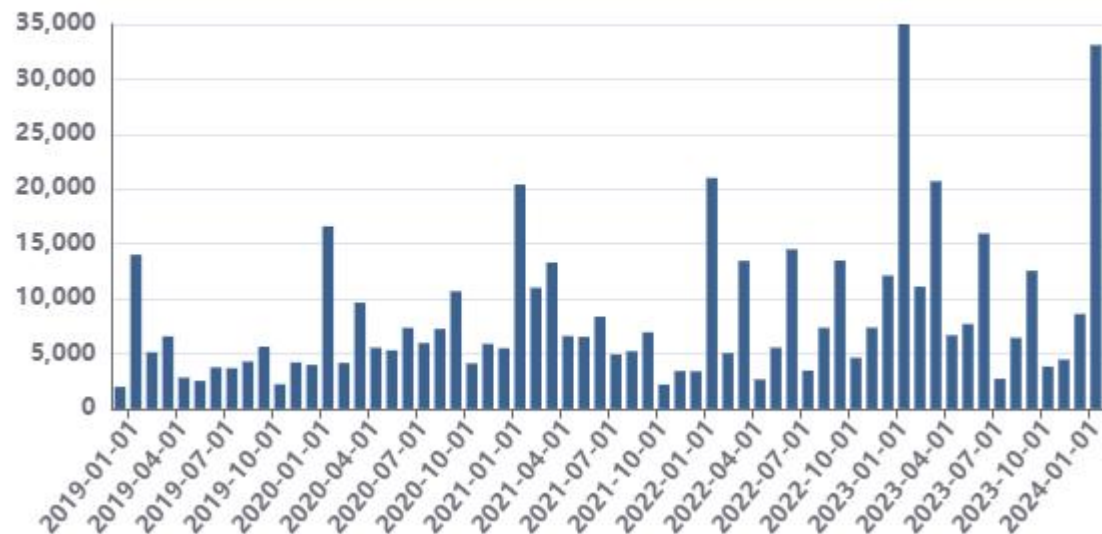
➤ 若产能利用率较低，企业扩产需要也不会高，对资金需求也不高。

宏观分析体系-投资-制造业-企业资金情况

● 制造业:利润总额:累计同比



金融机构：新增人民币贷款：非金融性公司及其他部门：中长期：当



- 若产能利用率高位，企业家预期良好，资金条件便利，则制造业进入扩产阶段。
- 这个阶段，制造业中长期贷款的需求会提升，政策支持力度或衰减。
- 需注意对行业、上中下游分类，若利润过分再上游集中，实质扩产意愿可能低于预期。



宏观经济四级目录

投资 (28.9%)			消费 (58.6%)	净出口 (12.6%)
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

消费

总体情况		细分行业
居民预期	居民收入状况	各细分行业情况
最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	各细分行业情况

注：细分行业方面占比变化较大，一般对大增大减项着重分析

宏观分析体系-消费

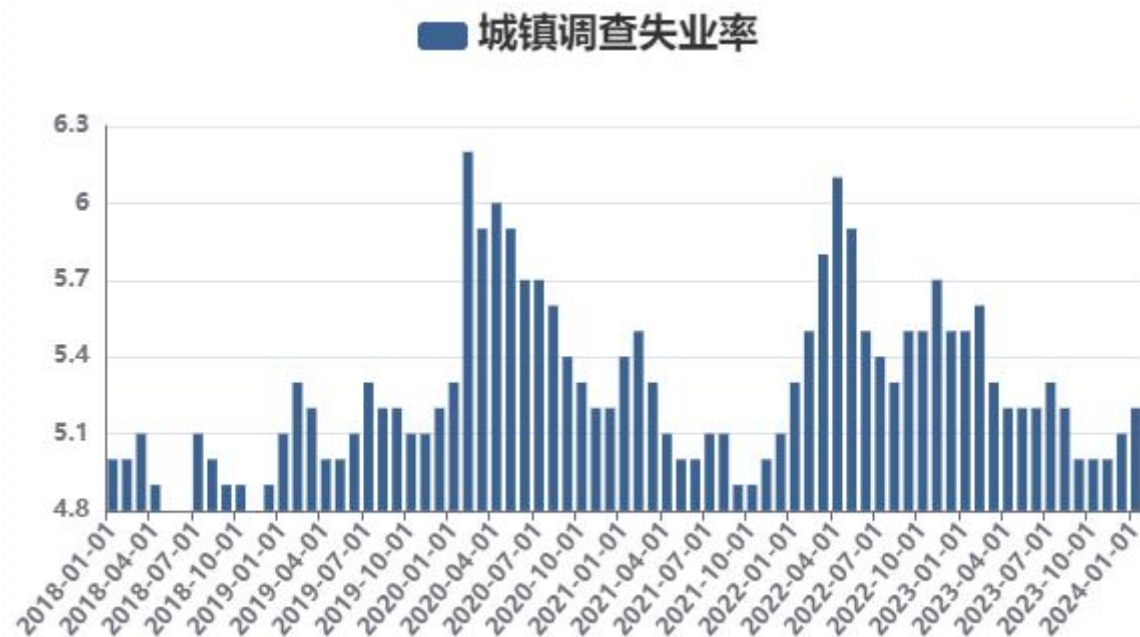
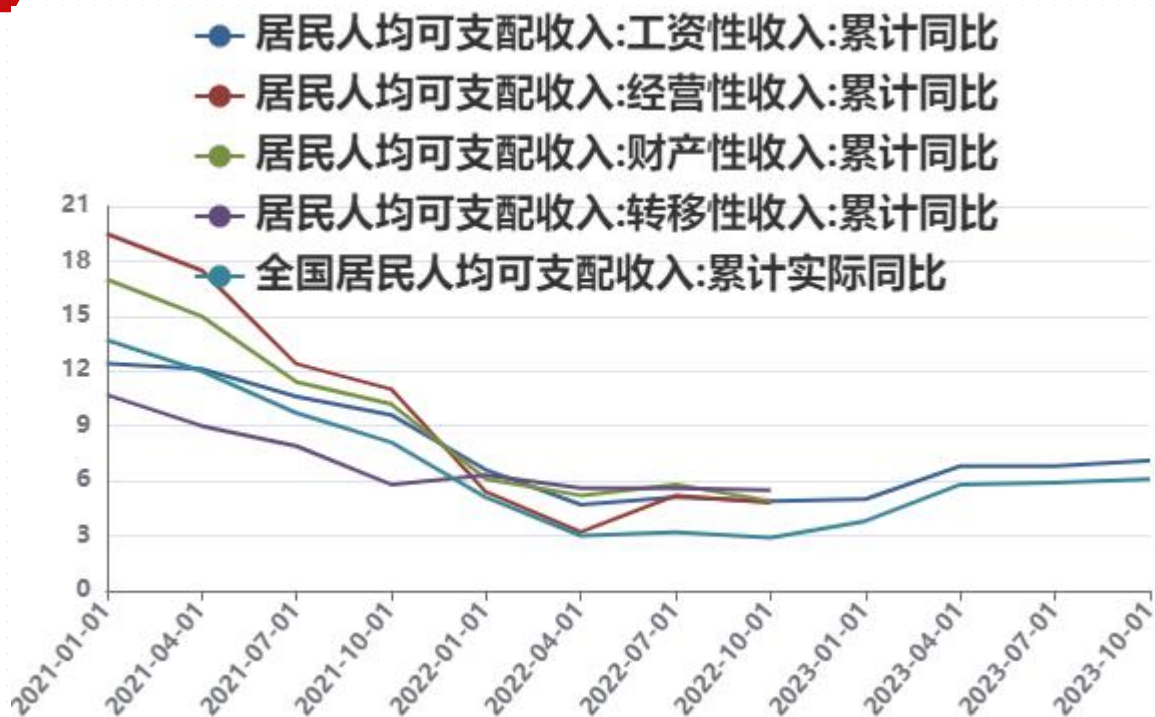
- 核心是为了分析刺激消费、增加收入的政策。
- 经验上，刺激消费、增加收入的政策越多，对国债越利好；反之亦然。
- 因此，需要了解消费现实与政策导向间的差距。

宏观分析体系-消费-居民预期



- 投资意愿、消费意愿、储蓄意愿；消费者信心指数。
- 官方调研，对下季度展望，对居民风险偏好形成初步预期。

宏观分析体系-消费-居民收入



- 人均可支配收入；失业率。
- 是否会有刺激政策。

宏观经济四级目录

投资 (28.9%)			消费 (58.6%)	净出口 (12.6%)
房地产	基建	制造业	细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，一般是对权重高的前述项做主要分析	主要贸易伙伴需求分析

注：权重为历史数据估算，每年都会浮动

净出口

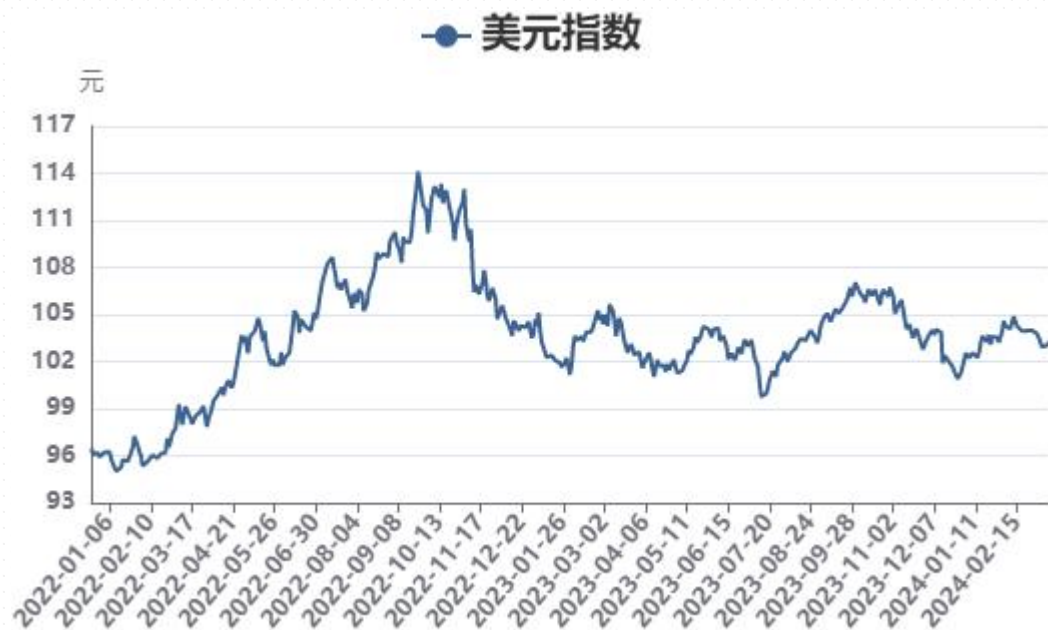
汇率分析	主要贸易国分析	各细分行业情况
最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	最新数据解读 政策背景跟踪 未来趋势预判	各细分行业情况

注：细分行业方面占比变化较大，一般对大增大减项着重分析

宏观分析体系-出口

- 出口对国债的直接影响相对小，一般用其辅助判断经济、制造业的情况，在其他经济指标里会有反弹。
- 此部分在一定程度上可忽略。

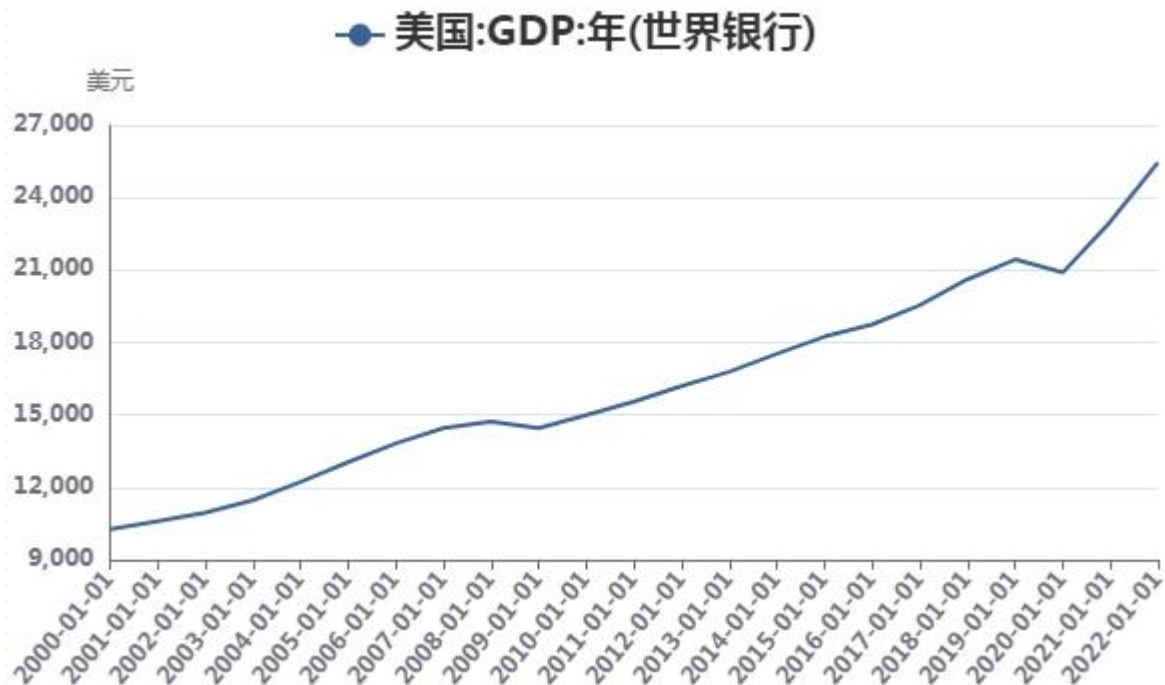
宏观分析体系-出口-汇率



- 美元指数、人民币汇率。
- 对美国、中国货币政策持续跟踪。



宏观分析体系-出口-主要贸易国



- 美元经济情况，消费需求。
- 对中美关贸政策持续跟踪，对越南、欧盟政策持续跟踪。

免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。



齐策微信平台

利他即自利

格局定未来



THANKS

利 他 即 自 利 · 格 局 定 未 来