

2023 二季度报告·国债

## 债市环境相对友好，仍有向上空间

—2023 年国债期货二季报

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 摘 要

**经济基本面：**国内基本面修复斜率企稳。春节后经济产需端高频数据经历了快速修复过程基本结束，开工率数据基本稳定，百城拥堵指数和四大城市地铁客流量有所回落。在稳增长政策增量暂歇的环境下，二季度国内经济或维持“稳复苏”的节奏。1、2月信贷需求强势，3月宽信用总量或延续较好趋势，但2023年前两个月信贷高增对债券市场影响有限。从房地产和汽车销售数据看，居民端加杠杆意愿仍然有限，居民中长期贷款需求仍然较弱。——**宽信用稳增长初期对债市利空不敏感。**

**政策与流动性：**3月降准落地后流动性环境好转，后续仍有宽货币空间。二季度货币政策主要着力点在结构性货币政策工具，并预计将进一步投放低成本中长期流动性。此外，在去年低基数的影响下今年5%的经济增速目标或不难达成，但考虑到海外衰退风险向国内的外溢，以及内需修复斜率的不确定性，不排除后续降息的可能性。——**宽货币对债市有利多驱动。**

**海外环境：**海外经济衰退风险和政策转向关键观察期或在二季度。2022年来随着海外多数发达经济体通胀压力抬升，以美联储为首的发达国家央行多数采取紧缩政策工具应对；综合国际地缘政治动荡、全球金融体系风险频出等不稳因素，我国多数重要贸易伙伴面临经济衰退压力抬升的局面。3月议息会议美联储释放一定鸽派信号，紧缩政策或在二季度迎来转向。海外金融风险事件发展仍存不确定性、经济衰退压力延续抬升而紧货币周期接近尾声，外围流动性整体改善。——**市场风险低偏好对债市有支撑。**

**市场监管：**关注国内金融监管严格化下的影响。今年来《商业银行资本管理办法》修订、中央金融委员会成立等重要变化影响下，市场对于金融监管严格化的担忧加深。除去国内外宏观经济形势变化外，我国金融监管制度改革也是今年来债市的重要影响因素之一。——**债市负面影响的不确定性来源。**

**投资者行为：**当前机构投资者情绪处于谨慎偏多状态，一季度主要依靠配置类机构周期性建仓，二季度交易户或接力买入。一季度主要是保险与中小银行配置资金持续买入，跨季之后交易户可能会接力买入。首先是银行理财，一季度理财负债规模已经基本稳住甚至有所回升，其次是基金，目前债券型基金久期整体处于偏低水平。——**二季度交易类机构或接力买入。**

#### 债市策略：

国内经济回升斜率偏稳、外部衰退风险发酵而政策取向面临转向，流动性环境舒缓，宽货币可能存在潜在利好，债市环境仍相对积极。十年期长债利率具备一定配置价值，目前在2.85%的点位维持偏强震荡走势，期债牛市在二季度内或将延续，滚动偏多操作。

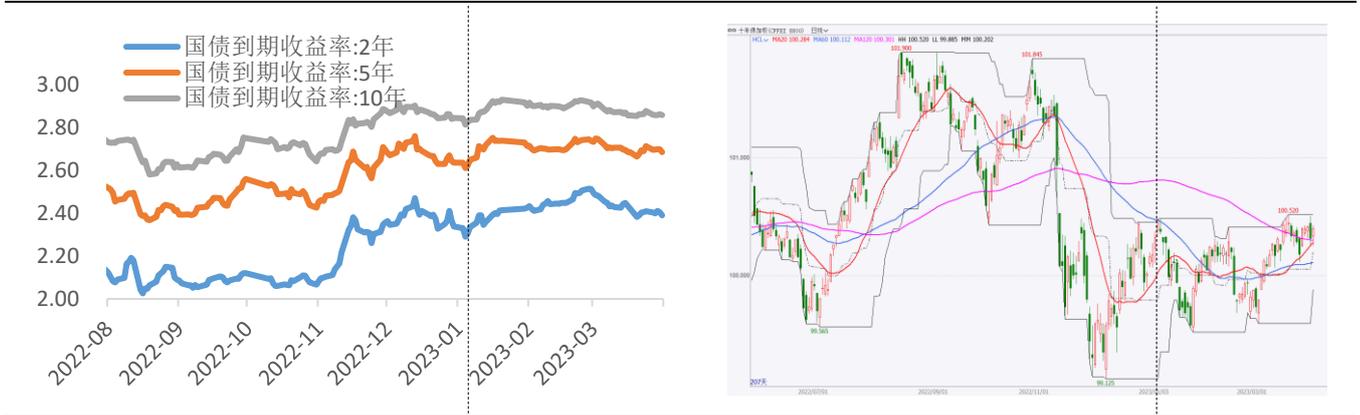
# 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1 2023 年一季度利率债市场回顾 .....            | 3  |
| 2 2023 年二季度利率债市场分析 .....            | 4  |
| 2.1 经济基本面：维持稳复苏态势 .....             | 4  |
| 2.1.1 生产：中上游恢复加快 .....              | 4  |
| 2.1.2 投资：基建和制造业保持高增速，地产降幅缩窄 .....   | 4  |
| 2.1.3 消费：需求部分释放，增速回正 .....          | 7  |
| 2.1.4 出口：外需压力仍大，欧美出口下降，东盟出口高增 ..... | 8  |
| 2.2 价格通胀：通缩风险显现 .....               | 9  |
| 2.2.1 PPI：PPI 环比持平，同比跌幅走扩 .....     | 9  |
| 2.2.2 CPI：CPI 环比转负，同比大幅回落 .....     | 10 |
| 2.3 政策与流动性环境：宽松周期尚未结束 .....         | 12 |
| 2.3.1 政策环境：货币政策维持相对宽松支撑稳增长 .....    | 12 |
| 2.3.2 流动性环境：广义与狭义流动性压力均有限 .....     | 13 |
| 2.4 海外环境：银行危机扰动，美联储加息近尾声 .....      | 15 |
| 2.4.1 金融市场：欧美银行危机扰动，不确定性增加 .....    | 15 |
| 2.4.2 通胀与政策：欧美通胀韧性较强，货币政策陷入两难 ..... | 16 |
| 3 2023 年二季度利率债市场展望 .....            | 18 |
| 3.1 运行逻辑：债市环境相对友好，仍有向上空间 .....      | 18 |
| 3.2 操作建议：偏强震荡，滚动偏多 .....            | 19 |
| 4 风险提示 .....                        | 20 |

## 1 2023 年一季度利率债市场回顾

一季度债市大致分为三个阶段：春节前债市由于“弱现实强预期”逻辑压制走弱；春节后两会前部分现实偏弱(房地产、通胀等)，部分现实开始转强(消费)，现券震荡但期货走强；两会后 2023 年经济增长目标设定较低、叠加略超预期降准及海外银行体系风险事件，共同推动债市走强。

图 1：国债到期收益率与十年期国债期货走势（单位：%、元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 第一阶段（春节前 1 月 3 日-1 月 20 日）：债市由于“弱现实强预期”逻辑压制走弱。

一方面现实经济数据依然较弱，12 月官方制造业 PMI 走弱、社融数据总量回落均可看出宏观经济修复速度不及预期，另一方面，政策和预期偏强，央行信贷座谈会要求信贷投放节奏适度靠前发力，叠加系列地产行业支持政策落地，宽信用预期下空头情绪弥漫。另外 1 月 EPMI 超预期回升至荣枯线上，也进一步加强了经济复苏预期。春节前资金前紧后松，前期 14 天跨春节资金投放缺席，导致资金利率上升，DR007、R001、R007 震荡上行至 1 月 11 日，而后由于逆回购投放加量，资金边际转松。10 年期国债收益率由 1 月 3 日收盘的 2.82% 一路震荡上行约 11bp 至 1 月 20 日的 2.93%。10 年期国债期货收盘价震荡走低，1 月 3 日至 20 日共计下跌 5 毛 3。

第二阶段（春节后两会前 1 月 28 日-3 月 3 日）：部分现实偏弱(房地产、通胀等)，部分现实开始转强(消费)，现券震荡但期货走强。

房地产方面，复苏不及预期，百城成交土地占地面积有所回落，30 城商品房日均成交面积增速也有所放缓，但消费方面，复苏状况良好，乘用车日均销售量及商品房日均成交面积均有所回升。现券市场先走强，而后保持震荡。前期 1 月末公布的 PMI 数据未大超预期，叠加股市走弱，债市收益率下行收复部分失地。中后期，债市主要受到社融数据影响及美债收益率整体上行影响，小幅回调。由 1 月 20 日收盘的 2.93% 一路震荡至 3 月 3 日基本持平。资金持续紧张，DR007 震荡中枢抬升至 2%-2.2%，且隔夜与 7 天价格倒挂。期现走势分化，期货走强 10 年期国债期货收盘价震荡走高，1 月 28 日至 3 月 3 日共计上涨约 7 毛。

第三阶段（两会后 3 月 6 日-3 月末）：2023 年经济增长目标设定较低、叠加略超预期降准及海外银行体系风险事件，推动债市走强。

2023 年 3 月 5 日《政府工作报告》指出 2023 年全年经济增速目标设定为 5% 左右，增速目标设定较为谨慎，处于市场预期下沿，且两会期间无超预期稳增长政策出台。市场对经济复苏斜率预期下修，推动债市情绪显著回暖，同时偏弱的 2 月进出口数据及通胀数据进一步稳定了市场情绪。3 月 10 日公布的 2 月社融信贷数据虽超预期但对债市冲击较为有限，市场反应较为平淡。2023 年 3 月 17 日，央行宣布于 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，此次降准时点略超市场预期，有利提振了债券市场信心。此外，受瑞信 AT1 债券减记事件发酵影响，市场避险情绪驱动 A 股震荡走低，债券市场情绪也有所提振。在三重因素轮番作用下，10 年期国债收益率由 3 月 6 日的 2.88% 下行至 3 月 24 日的 2.86%，下行幅度达 2.75bp。

## 2 2023 年二季度利率债市场分析

### 2.1 经济基本面：维持稳复苏态势

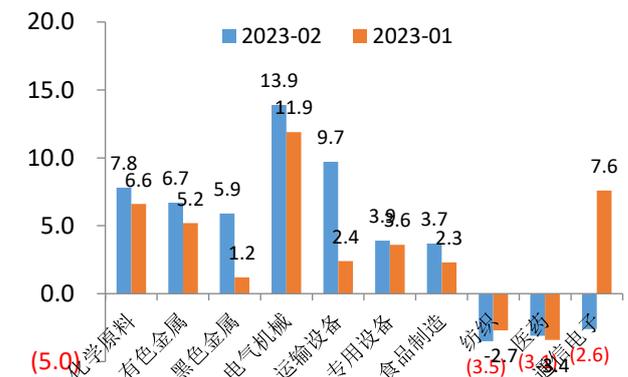
#### 2.1.1 生产：中上游恢复加快

1-2 月生产水平恢复加快，工业增加值同比增加 2.4%，环比上升 1.1%。服务业生产指数同比增长 5.5%，环比大幅提升 6.3%。1-2 月疫情防控措施优化调整带动生产与服务业复苏，但生产端整体恢复水平弱于预期，不如前置指标 2 月 PMI 的反弹明显强于往年同期水平。

图 2：工业增加值恢复加快



图 3：上游与中游工业增加值恢复明显



数据来源：wind, 中辉期货研发部

分行业看，上游与中游较上月恢复明显。规模以上工业 41 个大类行业当中有 28 个行业增速回升，各行业中：上游大宗采掘景气度较高，化学原料、有色金属与黑色金属 1-2 月分别增长 7.8%、6.7%与 5.9%，体现出节后上游复工复产节奏加快；中游电气机械、运输设备与专用设备 1-2 月分别增长 13.9%、9.7%与 3.9%；下游行业食品制造消费项目增速提升，另外纺织、医药与通信电子增速下滑，反映出在外需走弱的背景下，偏低端的制造业受影响较大。服务业明显回升，接触型服务业改善明显。从服务业分行业指数来看，8 个分项指数中 7 个加速回升，说明服务业整体改善是比较明显的，其中住宿和餐饮业增长 11.6%体现出接触型服务业明显改善。

#### 2.1.2 投资：基建和制造业保持高增速，地产降幅缩窄

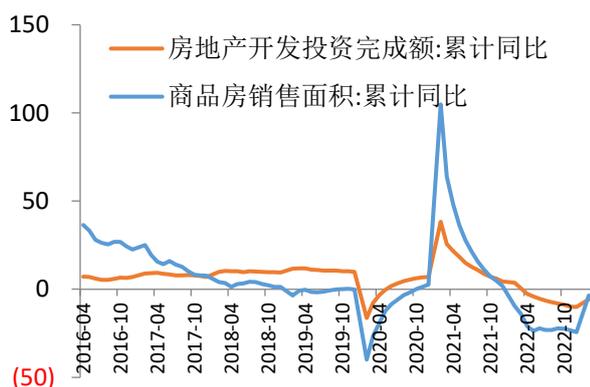
1-2 月固定资产投资同比增长 5.5%，较 2022 年全年加快 0.4pct，两年平均增长 8.8%，季调环比 0.72%，略高于历史同期（剔除 2020 年历史均值为 0.59%）。三大投资增速较去年年末均有不同程度回升，基建投资当月同比 12.2% (+1.8pct) > 制造业投资 8.1% (+0.7pct) > 房地产投资 -5.7% (+6.5pct)，基建投资和制造业投资保持较高增速，房地产开发投资依然为固定资产投资拖累项，但降幅有所收窄。

##### (1) 房地产：地产投资降幅缩窄

1-2 月房地产投资同比下降 5.7%，两年平均增速为 -1.0%。当前合计数据来看，地产投资增速降幅有所收窄，从中指研究院数据来看，1-2 月，商品房销售面积为 1.5 亿平方米，同比下降 3.6%，降幅较 2022 年全年收窄 20.7 个百分点。其中，1-2 月住宅销售面积为 1.3 亿平方米，同比下降 0.6%，办公楼销售面积同比下降 30.0%，商业营业用房销售面积同比下降 23.0%。

春节以来，30 大中城市商品房销售环比持续改善，但最新高频数据显示，新房销售已经环比转负，二手房增速也明显放缓，土地成交面积已大幅回落。尽管二手房市场与地产投资关系并不密切，但从新房和二手房销售趋势上来看，本轮地产修复或已经见顶。从地产周期来看，地产投资已经进入下行通道，当前成交量走弱，需求端居民加杠杆意愿不高，地产企业资产负债表健康程度依然面临考验，房地产投资难有大幅改善。

图 4：房地产投资降幅缩窄



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 5：30 大中城市商品房销售环比持续改善

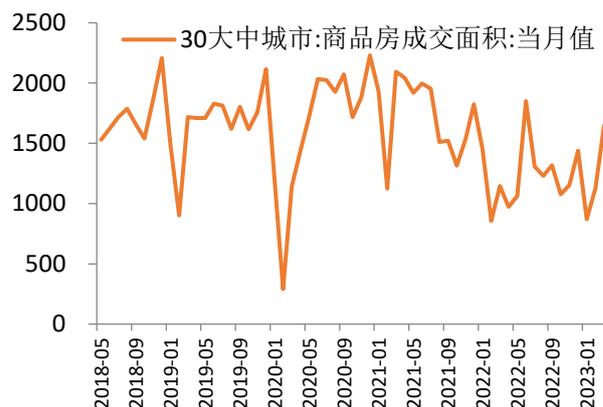
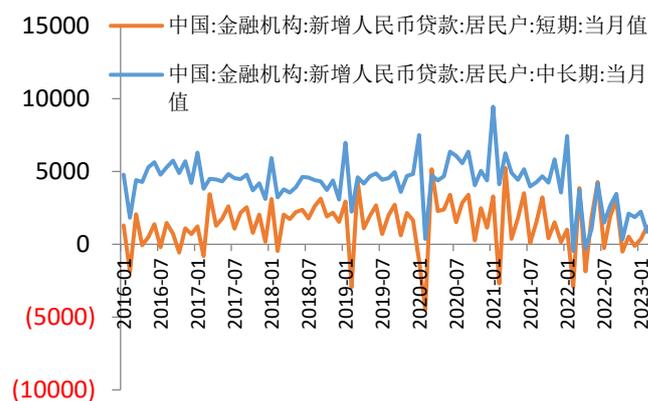


图 6：土地购置面积已大幅回落



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 7：居民加杠杆意愿不高

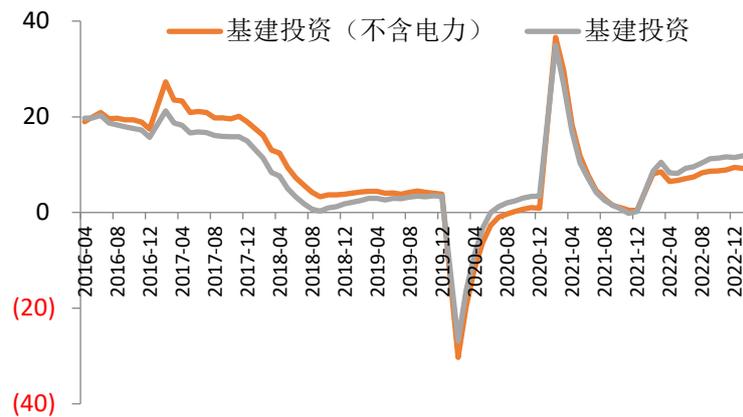


## (2) 基建：基建投资淡季不淡

1-2 月基建投资同比增长 12.2%，两年平均增速为 10.4%。从高频数据来看，1-2 月钢材价格持续上涨，各项开工加速恢复，建筑业 PMI 位于高景气度区间，建筑业业务活动预期也连续 2 个月位于 65% 以上的高位。3 月以来基建开工有所提速，截止目前来看，一季度基建投资“淡季不淡”。1-2 月金融数据显示企业中长贷持续高增，大概率会流向基建领域为基建投资提供支持；当前疫情防控进入新阶段，重大项目投资清单持续出炉，专项债稳步推进，预计第一季度基建投资能够保持较高增速。

2023 年中央层面基建相关投资定调较为积极，地方层面亦积极响应，计划投资额和开工率明显上升。从资金层面来看，2023 年预算内资金的一般公共预算支出和新增专项债规模均较去年有所抬升。2023 年的政府工作和预算报告均指出要加强财政资金统筹，扩大财政支出规模，拟安排全国一般公共预算支出 275130 亿元，同比增长 5.6%，扩大国内需求，带动全社会投资；财政部拟安排地方政府专项债券 38000 亿元，较上年增加 1500 亿元，此外，2023 年提前批专项债额度 2.19 万亿，同比增长 50%，亦为历年批次中最高；政策金融工具方面，基建投资基金可通过杠杆作用扩大有效投资，在稳基建稳投资背景下，预计 2023 年也有望继续发力。地方层面，从今年各地两会和工作报告披露的内容来看，2023 年基建仍是各地拼经济的主要抓手。

图 8：一季度基建投资淡季不淡

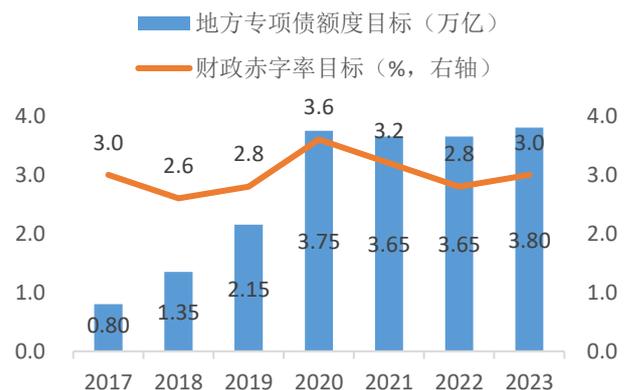


数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 9：财政部扩大财政支出规模



图 10：专项债与财政赤字率有所抬升



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### (3) 制造业：制造业景气度回升

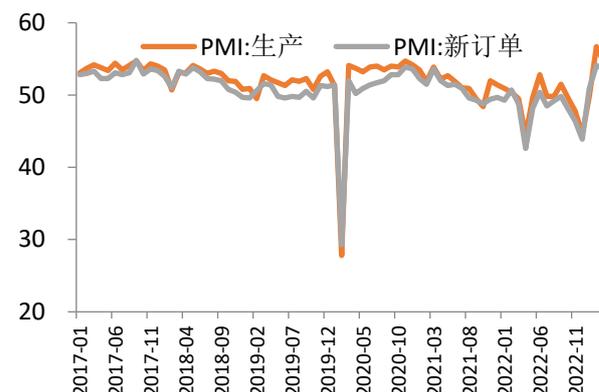
1-2 月制造业同比增长 8.1%，两年平均增速为 14.5%。2 月制造业 PMI 生产、新订单指数均位于扩张区间，当前企业生产经营活动预期指数已经升至 2022 年 3 月以来高位。当前制造业景气度持续回升，市场需求持续改善。作为我国投资需求的最重要组成部分，制造业投资平稳发力是实现今年经济高质量发展的一大关键，同时叠加企业贷款高增，制造业投资也有望保持韧性。

分行业来看，除汽车制造，上中下游各个行业整体来看均有走弱迹象。上游来看，化学燃料依然维持较高增速，1-2 月累计同比 17.2，但较去年年末回落 1.6pct，有色加工维持韧性，1-2 月累计同比 16.2 (+0.5pct)，医疗制造降幅显著，1-2 月累计同比 -0.6% (-6.6)；中游来看，汽车制造表现亮眼，1-2 月累计同比 23.8% (+11.2pct)，运输设备大幅回落，1-2 月累计同比 -6.6% (-8.3pct)；下游来看，食品制造累计同比 5.1 (-8.6pct)，纺织 11% (-15.7pct)。

图 11：制造业投资平稳运行



图 12：制造业生产和新订单处于扩张区间



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 2.1.3 消费：需求部分释放，增速回正

1-2 月社会消费品零售总额 77067 亿元，同比 3.5%，预期 2.9%，较去年年末提升 5.3%，季调环比-0.02%。1-2 月以来经济运行的最大亮点就是消费的复苏和回升，社零大幅回升体现出市场需求活力的提升。总体来说，1-2 月消费整体大幅回升。疫情期间消费场景受限，当前防控政策调整，前期积压需求的需求得到释放，餐饮收入大幅提升，同比提升至 9.2%；商品零售收入表现相对稳定，1-2 月同比 2.9%。

图 13：社零消费增幅转正

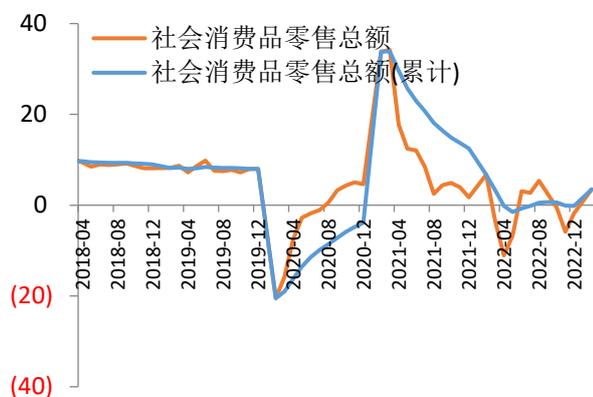
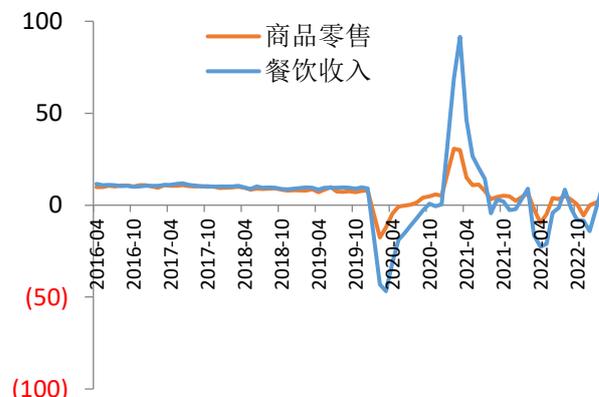


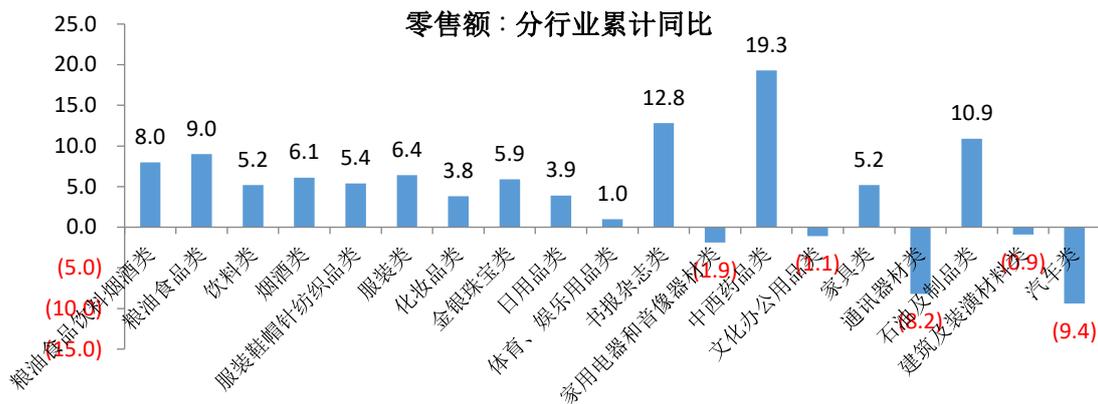
图 14：餐饮收入大幅提升，商品零售表现稳定



数据来源：wind, 中辉期货研发部

分项上来看，限额以上商品零售中必选消费品韧性较强，可选消费中珠宝化妆品提升较快，地产后周期消费整体回升，汽车消费走弱。限额以上 18 类商品零售额中有 12 类同比加快回升，限额以上商品中：(1) 日用品必选消费品增速较上月大幅提升 13.1%至 3.9%，粮油、饮料小幅回落，药品较上月减少较多但同比仍保持高位 (19.3%)；1-2 月春节因素影响，烟酒需求得到提振，烟酒消费较上月大幅回升 13.4pct 且同比转正 (6.1%)。(2) 后疫情时代，百姓疫情期间积压的消费需求集中释放，叠加春节因素影响，金银珠宝类、化妆品类商品零售额较上月分别大幅提升 24.3%与 23.1%，同比分别增长 5.9%、3.8%。(3) 地产后周期商品除家具本月同比提升 5.2%，整体呈现负增，但环比提升带动消费回升。家电、家具与装潢环比分别提升 11.2%、11.0%与 8.0%。(4) 车辆购置税减半、新能源汽车补贴等政策退出造成消费需求前置，1-2 月消费需求较弱使得汽车消费同环比均走弱，1-2 月同比下降-9.4%，环比下降 14.0%。但欧美对俄罗斯石油的禁运使得原油供应紧张带动价格上涨，汽车消费中的石油消费持续增长，同比上升 10.9%。

图 15: 必选消费品韧性强, 地产后周期消费整体回升, 汽车消费走弱



数据来源: wind, 中辉期货研发部

### 2.1.4 出口：外需压力仍大, 欧美出口下降, 东盟出口高增

美元计价下, 中国 1-2 月出口同比降低-6.8%, 预期-8.3%, 前值-8.6%; 进口同比降低-10.2%, 预期-3.3%, 前值-10.6%; 贸易顺差 1168.8 亿美元, 前值 698.4 亿美元。

1-2 月我国对东盟出口保持高增长, 但对欧美出口金额明显下降。2022 年以来我国东盟、美国和欧盟是我国最大贸易伙伴, 2023 年 1-2 月我国对三国出口金额产生分化, 其中对东盟出口同比增长 8.3%, 增速相比去年 12 月提升 0.8%, 占出口总额的 16.33%, 是中国最大的贸易伙伴; 对美出口下滑 21.8%, 相比去年 12 月降幅下滑 2.3%, 占出口总额的 14.14%; 对欧盟出口下滑 12.2%, 增速相比去年 12 月提升 5.2%, 占出口总额的 15.82%。

图 16: 美元计价进出口均转负增长

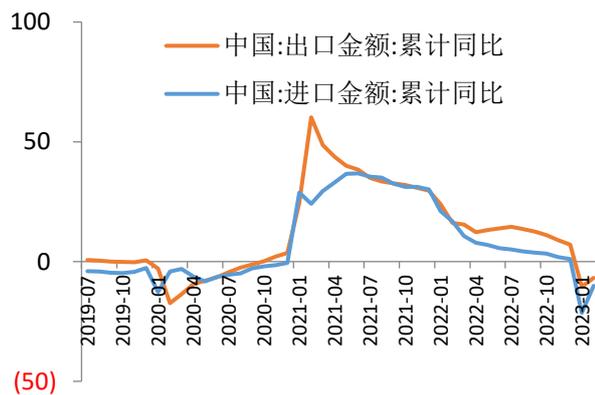
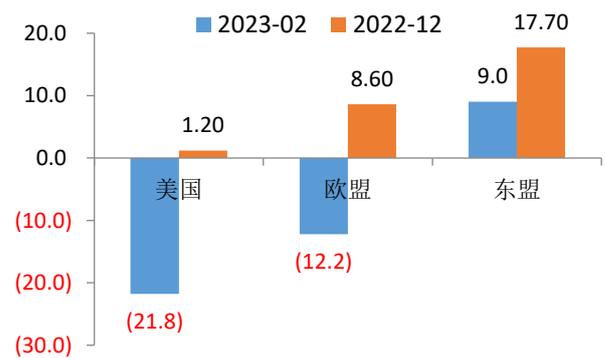


图 17: 对东盟出口保持高增, 但对欧美出口下降



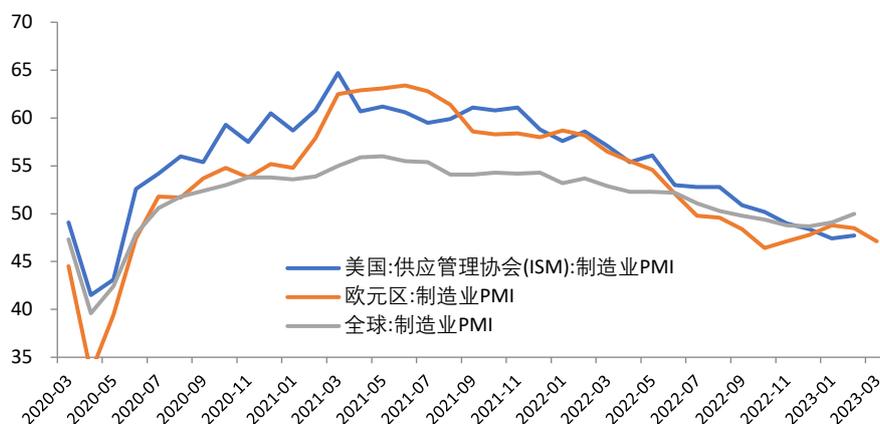
数据来源: wind, 中辉期货研发部

欧美加息对外需抑制明显, 从对欧盟出口金额下滑中可见一斑。在当前我国出口持续下滑的背景下, 对东盟出口录得较快正增长, 主要因 2022 年 RCEP 生效, 关税减让安排、贸易便利化进一步降低了中国和东盟开展贸易合作的成本。根据 ADB 数据, 东盟出口主要面向 RCEP 国家, 其中中国对其出口的贡献持续提升至 17%, 而欧美由于景气度降低, 对东盟出口的贡献自 2020 年后持续降低至 31%, 欧美对东盟的出口影响边际减弱。目前中国已是东南亚国家重要的中间品出口市场, 随着中国和东盟的产业链协作进一步加深及对东盟进出口的增速提升, 我国产业结构调整正持续推进。

2022 年美、欧央行快速加息对经济增长的抑制效应正在显现, 当前全球经济在下行通道上。历史数据表

明，我国出口增速与全球 PMI 指数相关性高并且我国贸易趋势与全球主要贸易国出口增速走势基本一致，虽然海外景气度本月有所改善，但长期走弱趋势明确。全球经济下行压力下，当前全球贸易同步走弱。

图 18：我国出口增速与全球 PMI 指数相关性高



数据来源：wind, 中辉期货研发部

展望来看，我国出口下行压力大。我们认为海外通胀引发的货币政策收紧使得海外经济受到抑制引发外需走弱，同时出口商品价格下降对出口的支撑走弱。外需承压的大背景下，3月两会把扩内需排在今年八项重点工作之首，可见内需对经济的关键支撑地位。扩大内需的两大抓手是促进消费和扩大投资。后续应当观察消费和地产的修复情况。

美联储加息预期和全球经济前景的不明确性逐步发酵，中国贸易数据表现依旧低迷，出口数据回落，进口数据回落更加明显，贸易顺差扩大，美国加息影响对外需的影响已体现。展望未来，目前出口数据因海外景气度有所改善而高于预期，但货币政策收紧使得海外经济走弱是明确的，会带动出口跌幅扩大，同时出口价格下降使得其对出口的支撑走弱，我国2023年出口下行压力大。对于债市而言，我国国内基本面稳中向好的趋势边际减弱，弱化的外贸数据对当前债市形成利好。

## 2.2 价格通胀：通缩风险显现

中国2月CPI同比上涨1.0%，预期1.8%，前值2.1%；环比-0.5%。2月PPI同比下降1.4%，预期下降1.3%，前值下降0.8%；环比0.0%。

### 2.2.1 PPI：PPI 环比持平，同比跌幅走扩

2月PPI同比-1.4%，较上月持平，其中翘尾因素影响约-0.9个百分点，新涨价因素影响约-0.5个百分点。2月节后复产复工稳步推进，企业生产恢复提速，需求端有所改善，但受春节错位影响，高基数导致2月PPI同比进一步回落。

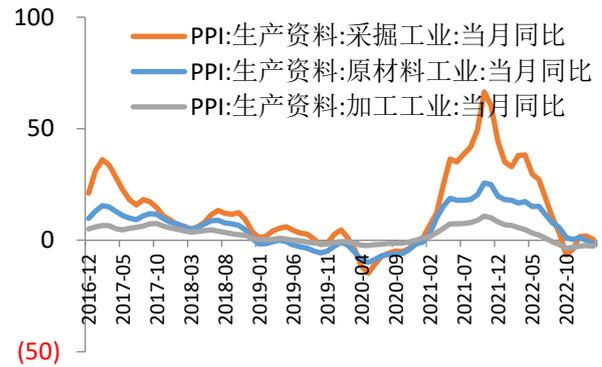
PPI生产资料环比0.1%，较1月上涨0.6个百分点，工业品价格整体上涨。(1)2月复产开工逐步推进，基建施工持续修复，金属相关市场预期改善，需求回暖，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.0%；国内石油相关行业受输入性因素影响价格有所抬升，石油和天然气开采业价格上涨1.7%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨0.6%。(2)受天气转暖影响，煤炭需求走弱，煤炭开采和洗选业价格下降2.2%，降幅走扩；其他方面，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降1.1%，农副食品加工业价格下降0.3%，纺织业价格下降0.3%。

PPI生活资料环比-0.3%，与上月持平，各分项涨跌不一。(1)食品类生活资料环比跌幅收窄，较上月回升0.4个百分点至-0.1%；衣着类环比与上月持平，为-0.3%。(2)一般日用品价格和耐用消费品价格较上月均进一步回0.3个百分点，显示需求端仍较为疲弱。

图 19: 工业品价格 PPI 跌幅扩大



图 20: 上中下游工业品价格



数据来源: wind, 中辉期货研发部

### 2.2.2 CPI: CPI 环比转负, 同比大幅回落

2 月 CPI 同比 1.0%, 较上月回落 1.1 个百分点, 其中翘尾因素影响约为 0.7 个百分点, 新涨价影响因素约 0.3 个百分点; CPI 环比-0.5%, 由正转负, 明显低于季节性 (历史同期均值为 0.7%)。核心 CPI 同比上涨 0.6%, 较上月回落 0.4 个百分点, 为 2021 年 4 月以来低位, 环比-0.2%。

图 21: 消费品价格 CPI 环比转负

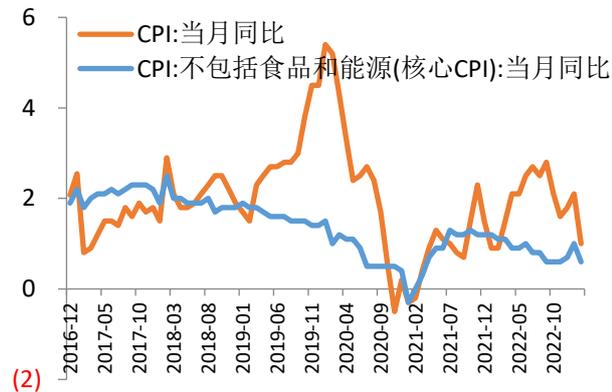
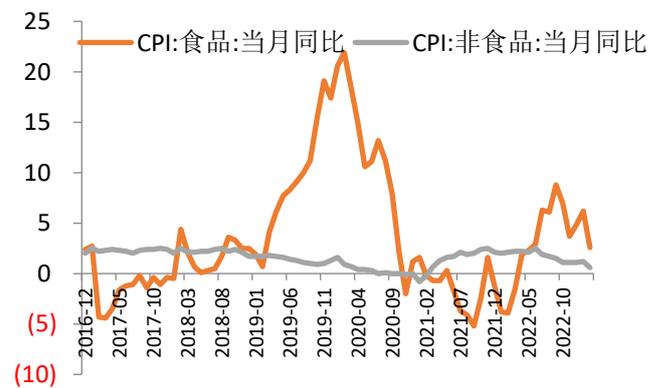


图 22: 食品和非食品同比均回落



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 23: 鲜菜和猪肉价格回落

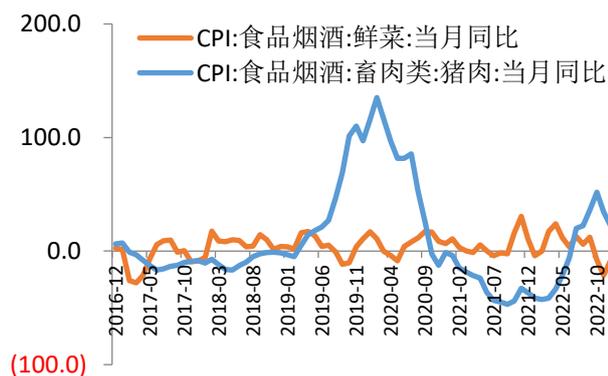
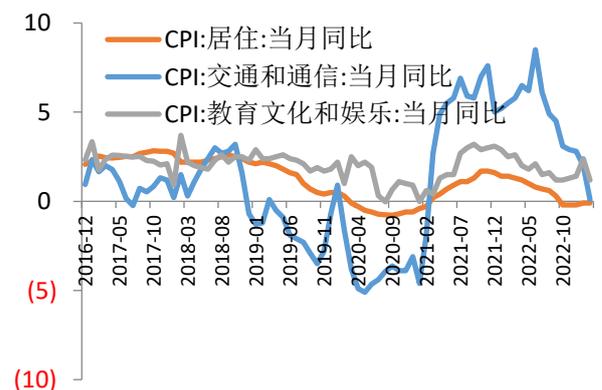


图 24: 居住交通通信教育娱乐价格同比偏低

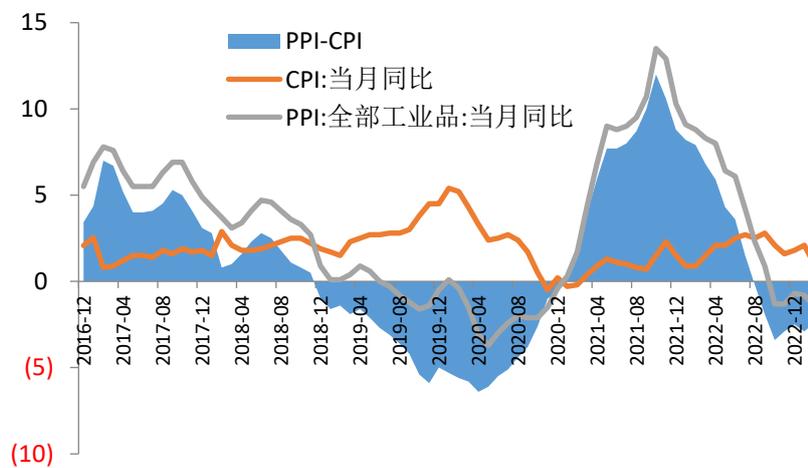


数据来源: wind, 中辉期货研发部

CPI 食品同比 2.6%，较 1 月下降 3.6 个百分点，环比-2.0%，低于历史同期（2.3%）。节后需求大幅回落，加之天气转暖后大部分生鲜产品供应充足，食品价格下降明显。猪肉、鲜菜价格分别回落 11.4%和 4.4%，为 CPI 食品走低的主要原因，合计影响 CPI 下降 0.28 个百分点。2 月在中央猪肉收储工作逐步推进下，猪肉价格已经止跌回暖，由过度下跌一级预警区间回升至过度下跌二级预警区间。从 1-2 月平均环比来看，除鲜菜 1-2 月平均价格大幅高于去年同期，奶类价格略高于去年同期之外，其他食品分项均明显低于去年同期。从 1-2 月累计同比来看，食品价格累计同比上涨 8.2 个百分点。

CPI 非食品同比 0.6%，涨幅较上月回落 0.6 个百分点，环比-0.2%，低于历史同期（0.2%）。非食品价格也表现为节后季节性回落。1-2 月平均环比来看，或受疫情防控措施调整影响，出行、运输成本下降，交通和通信价格明显低于去年同期；其他非食品价格基本与去年同期持平。1-2 月累计同比来看，交通和通信、居住和教育文化和娱乐三个分项较去年分别下跌 4.4%、1.5%和 0.9%，显示尽管疫情扰动基本消除，但非食品需求依然偏弱。

图 25：PPI 通缩已经开始向 CPI 传导



数据来源：wind, 中辉期货研发部

综上所述，今年春节错位因素叠加季节性原因，食品价格回落较为明显。值得注意的是从去年年末开始，猪肉就出现“旺季跌价”现象，尽管当前中央收储工作支撑下猪价止跌回暖，但如果需求端持续疲弱，对猪价的支撑依然难以持续。随着天气回暖，其他生鲜食品供给增加，预计食品价格上涨压力有限。非食品来看，2 月春节假期结束后复产复工持续推进，且疫情扰动减弱，但部分非食品分项价格跌幅依然超过历史同期。从高频数据来看，电影观影人数节后回落速度快于往年同期，同时交通出行价格也有所下跌，均指向服务业需求偏弱；生产端数据也显示经济恢复节奏较为温和。

尽管目前疫情处于低流行水平，但处在冬春换季时节，呼吸道传染病高发，近期流感流行呈现上升态势，部分区域宣布学校停课，甲流持续散发仍会对经济恢复造成负向扰动。2 月通胀数据来看 CPI 降幅略超预期，其中核心 CPI 处于 2021 年 4 月以来低位，显示内需依然疲弱。当前全球经济处于下行周期，生产资料价格难有大幅上涨，PPI 通缩已经开始向 CPI 传导。从历史均值来看，3 月和 4 月 CPI 环比为负的可能性较大，如果按历史环比计算，则今年 5 月 CPI 同比即有可能为 0%甚至转负，通缩压力显现。

因此，在经济修复内生动力不足，仍然需要较为宽松的货币金融环境的背景下，央行不太可能在核心 CPI 仍低的情况下改变货币政策稳增长取向。

## 2.3 政策与流动性环境：宽松周期尚未结束

### 2.3.1 政策环境：货币政策维持相对宽松支撑稳增长

今年，全国两会制定 2023 年 GDP 增速目标为 5%，贴近市场预期下沿，“强预期”阶段性弱化，一定程度上打压风险偏好，对长债的压制减弱。财政目标方面，赤字率 3%，专项债 3.8 万亿，今年赤字率和专项债额度都高于去年，直观来看今年财政力度较去年扩张，为配合财政扩张，货币也大概率同步扩张。在国内偏低的通胀环境下，货币政策则可能维持相对宽松以支持稳增长。

3 月 3 日，央行行长讲话时提到“用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”；3 月 17 日，央行宣布年内第一次全面降准，本次降准幅度延续此前的 25BP，但降准的时点略超市场预期。国内央行宣布全面降准，不仅向银行体系释放中长期流动性，也释放了更加积极的政策信号，不仅有助于对冲海外市场风险偏好回落向国内蔓延，也稳住市场主体对经济复苏前景的信心，对债市利多有限。

图 26：3 月央行实施年内第一次降准

| 个日期        | 存款准备率:大型机构(%) | 存款准备率:中小型机构(%) |
|------------|---------------|----------------|
| 2018-04-25 | 16.00         | 14.00          |
| 2018-07-05 | 15.50         | 13.50          |
| 2018-10-15 | 14.50         | 12.50          |
| 2019-01-15 | 14.00         | 12.00          |
| 2019-01-25 | 13.50         | 11.50          |
| 2019-09-16 | 13.00         | 11.00          |
| 2020-01-06 | 12.50         | 10.50          |
| 2020-04-15 |               | 10.00          |
| 2020-05-15 |               | 9.50           |
| 2021-07-15 | 12.00         | 9.00           |
| 2021-12-15 | 11.50         | 8.50           |
| 2022-04-25 | 11.25         | 8.25           |
| 2022-12-05 | 11.00         | 8.00           |
| 2023-03-27 | 10.75         | 7.75           |

数据来源：wind, 中辉期货研发部

由于 1-2 月信贷社融等金融数据以及消费投资等经济数据持续改善，加之 3 月 15 日央行超额续作 MLF，市场对短期降准的预期明显降温。不同于 2022 年 4 月、11 月央行在经济增长压力较大时为鼓励商业银行增加贷款投放被动降准，此次央行降准“主动”意味更强。

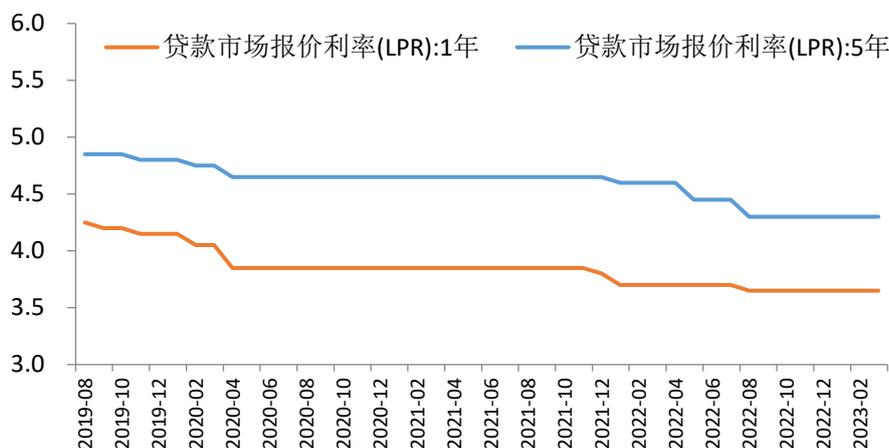
一方面，年初以来信贷连续放量，银行超储大量消耗使得银行间水位降低，资金利率中枢明显抬升且波动一度加剧，通过降准有助于补充银行中长期流动性、缓解负债端压力，月末落地也有助于缓解 3 月底由 MPA 考核等带来的流动性摩擦。另一方面，虽然近期公布的宏观数据在总量层面不弱，但结构上居民信贷改善有限、核心通胀环比并未强于季节性、汽车等耐用品消费疲软、青年失业率高位上行等显示经济复苏基础仍需巩固。此外，3 月欧美银行危机引发的金融体系风险事件频发，美联储加息预期收敛对国内货币政策掣肘减弱、客观上为总量宽松打开窗口。

从货币政策角度出发，降准超预期在情绪和流动性层面对债市形成利好，此次降准向银行体系释放中长期流动性约 5500 亿元，可以改善银行流动性监管指标，缓解银行发行存单的诉求，有助于同业存单利率见顶回落，目前全国和主要股份制银行一年期同业存单最新发行价维持至 2.65% 附近。不过，降准的目的更多是引导金融机构进一步加大对实体经济的支持力度，作为信用扩张的一种前置指标，意味着后续信贷社融和经济数据有进一步改善动能，且降准落地后降息的概率进一步降低，因此对债市的实际利好程度有限。

3 月 20 日，3 月 1 年期 LPR 报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%，这是自 2022 年 8 月 LPR 非对称性下

调以来，LPR 报价连续 7 个月“按兵不动”。负债端来看，年初以来市场利率快速上行，银行负债成本走高，LPR 加点下调受限；资产端来看，3 月 MLF 利率维持不变，LPR 报价的定价基础未发生变化。在两方面叠加作用下，银行净息差进一步承压，LPR 继续调降的空间和动力不足。此外，当前国内基本面企稳向好、宽信用加快推进，在企业融资意愿增强、房地产筑底企稳下，短期内降息和调降 LPR 的必要性不高。对债市而言，存单和短端利率或受降准影响而出现下行，长端利率则在经济企稳预期下维持相对偏强走势。

图 27：货币发力可能主要依靠调降 LPR 和结构性货币政策工具



数据来源：wind, 中辉期货研发部

总之，降准后流动性环境好转，后续仍有宽货币空间。降准落地后，二季度货币政策主要着力点在于结构性货币政策工具，并预计将进一步投放低成本中长期流动性。此外，在去年低基数的影响下今年 5% 的经济增速目标或不难达成，但考虑到海外衰退风险向国内的外溢，以及内需修复斜率的不确定性，不排除后续降息的可能性。

### 2.3.2 流动性环境：广义与狭义流动性压力均有限

广义流动性层面，从关键的社融数据看，2 月企业以及居民融资需求均有所改善，但持续性仍需进一步观察。稳增长政策对企业贷款存在较强带动力，企业短期贷款以及中长期贷款连续 3 月同比多增；居民消费持续释放，购房需求边际回暖，带动居民信贷同比多增，但存款数据表明目前居民风险偏好依旧较低，加杠杆意愿不足，存量需求释放后居民信贷能否延续改善有待观察。另外，从大行净融出看，3 月贷款造成的资金压力小于 2 月。社融增速继续快速上行的可能性减小。

图 28：人民币贷款当月值与同比

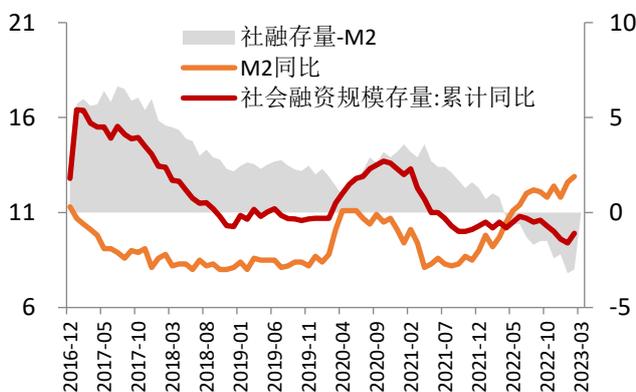
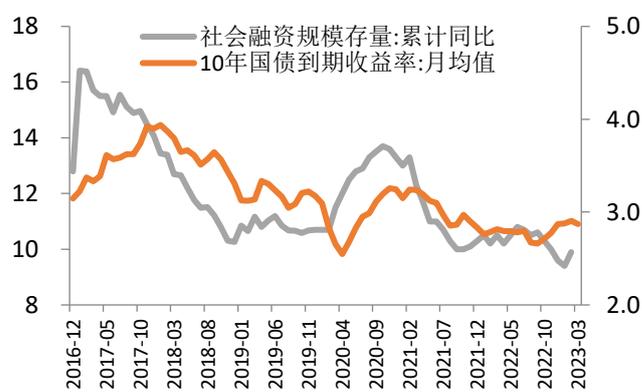


图 29：M2 与社融规模存量同比



数据来源：wind, 中辉期货研发部

狭义流动性层面，春节之后，银行间流动性环境有所收敛，信贷需求修复力度较强、财政支出相对缓慢导致银行间流动性水位维持低位，同业存单到期收益率代表的商业银行负债成本有所走高，银行间资金利率也出现较大幅度波动。在资金利率中枢已经回到政策利率附近的背景下，央行加大逆回购操作规模、超额续作 MLF 以维持银行间流动性环境趋于稳定。在 1~2 月信贷投放规模显著同比多增的背景下，央行自 2023 年以来持续超额续作 MLF 补充银行间中长期流动性。对债市而言，表达了央行当下呵护流动性市场合理宽松的态度。

银行间流动性环境出现的结构性压力在降准落地后有所改善，同业存单利率在 3 月中旬触顶回落至 2.65% 到 2.7% 的区间，隔夜资金流量大幅走松且一度下行至 1% 以下，7 天利率在资金跨季的压力下维持在政策利率附近波动，但并未出现往年同期脉冲式抬升的情况，预计进入 4 月后中枢或逐步回归政策利率附近。

图 30：银行间质押式回购利率

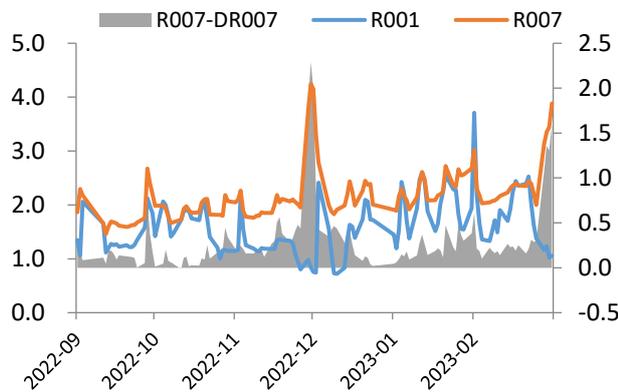
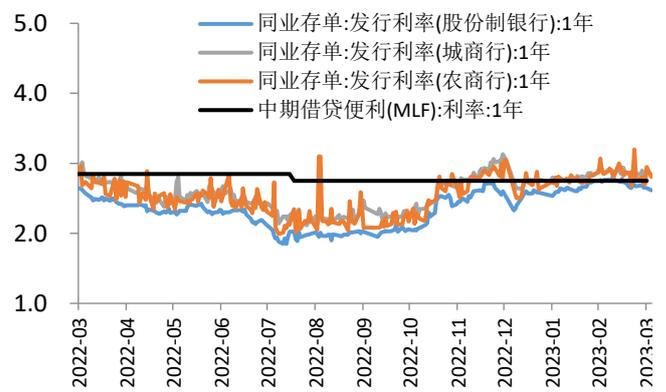


图 31：同业存单发行利率与 MLF 利率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

在货币政策引导资金价格围绕政策利率波动的背景下，当资金紧张时，央行倾向于放量以维护流动性平稳，带动资金价格下行；当资金宽松时，央行倾向于回笼以避免流动性泛滥，带动资金价格上行。基于这一逻辑，目前市场对资金宽松幅度和存单利率下行幅度存在分歧实际上提供了较好的买点，而随着资金边际回暖，资金价格调整致政策利率附近后，应该及时回归谨慎，避免过度乐观。

## 2.4 海外环境：银行危机扰动，美联储加息近尾声

### 2.4.1 金融市场：欧美银行危机扰动，不确定性增加

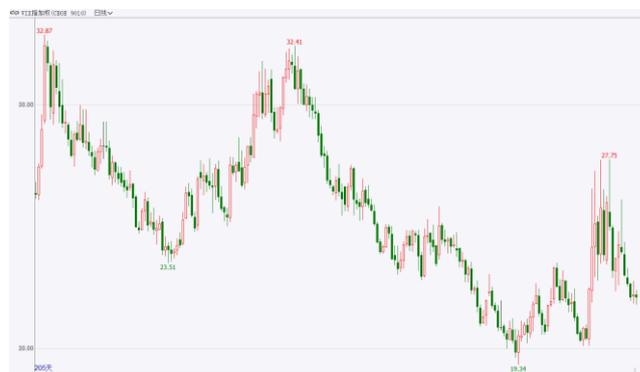
3月，由美国硅谷银行破产和瑞士信贷风波引发的金融市场波动成为市场关注的热点。为对抗美国高通胀，美联储自去年3月以来持续8次累计加息450BP，美联储持续加息不仅带来商业银行负债成本的上升，同时引发银行资产的大规模浮亏和损失，最终引发银行体系的不稳定。在硅谷银行等银行发生存款挤兑及SVB和SNY倒闭后，美国银行系统的经营环境迅速恶化，这导致美国的银行系统评级展望从稳定降至负面，进而导致银行业的借款成本增加。此外，银行业风波将迫使中小型银行收紧放贷标准以保持足够流动性，这将对整体需求状况带来拖累，从而降低经济增速。总而言之，硅谷银行的问题是美联储大幅加息下的必然结果，美联储的持续加息最终必然会引发金融市场的动荡甚至经济衰退。

美国多家银行破产所引发的金融市场波动愈演愈烈，并传导到了欧洲，市场恐慌情绪使欧美股市全面受挫，这也令市场对美联储和欧洲央行的进一步加息预期降温，促使美债收益率和欧债收益率快速下跌，此外，原油市场也大幅下跌对银行危机和经济衰退风险进行定价。如果海外金融市场波动得不到有效缓解，仍需警惕新一轮金融危机的产生，由于金融危机所具有的传染性、不可预测性、非线性和趋势性，将不可避免地在国内市场产生影响。首先，影响市场风险偏好，恐慌避险情绪下导致股跌债涨；其次，影响实体经济，欧美衰退将加大我国出口下行压力；再次，影响货币政策，虽然近几年中美经济周期和货币政策周期错位，央行独立性增强，但如果美债利率大幅下行，不排除会从情绪和资金流动上带动国内利率下行，从而助推国内债券价格继续上涨。总之，海外银行危机由美国蔓延至欧洲，全球避险情绪升温，低风险偏好下贵金属和债券受到追捧。

图 32：美国银行股跌幅较大

| 代码   | 名称                  | 现价      | 涨跌    | 涨跌幅    | 年初至今 <sup>4</sup> | 时间    |
|------|---------------------|---------|-------|--------|-------------------|-------|
| FRC  | 第一共和银行              | 13.99↓  | 0.30  | 2.19%  | -88.50%           | 03/31 |
| ZION | 齐昂银行(ZIONS BANCC)   | 29.93↓  | -0.37 | -1.22% | -38.64%           | 03/31 |
| SCHW | 嘉信理财(CHARLES SCH)   | 52.38↓  | -0.09 | -0.17% | -36.89%           | 03/31 |
| CMA  | 联信银行(COMERICA)      | 43.42↓  | -0.64 | -1.45% | -33.95%           | 03/31 |
| DISH | DISH NETWORK        | 9.33↓   | 0.32  | 3.55%  | -33.55%           | 03/31 |
| KEY  | 科凯国际(KEYCORP)       | 12.52↓  | 0.14  | 1.13%  | -27.32%           | 03/31 |
| LINC | 林肯国民(LINCOLN NAT)   | 22.47↓  | 0.64  | 2.93%  | -25.81%           | 03/31 |
| CNC  | CENTENE             | 63.21↓  | -0.92 | -1.43% | -22.92%           | 03/31 |
| CI   | 信诺保险(CIGNA)         | 255.53↓ | 1.44  | 0.57%  | -22.55%           | 03/31 |
| APA  | APA                 | 36.06↓  | 0.68  | 1.92%  | -22.32%           | 03/31 |
| CFG  | 公民金融(CITIZENS FINA) | 30.37↓  | -0.40 | -1.30% | -22.10%           | 03/31 |

图 33：恐慌情绪指数 VIX 回至银行危机爆发前



数据来源：wind, 中辉期货研发部

为应对银行流动性危机，美联储应激性扩表，美国存款机构准备金余额上升至 3.4 万亿美元的高位，美国四大银行的一级资本充足率近三个季度持续反弹；欧元区银行整体的一级资本充足率高达 16.3%，优于美国，且没有出现美国存款向货币基金搬家的趋势。银行危机对市场风险偏好的扰动已经阶段性修复，欧美主要股指已接近修复至硅谷银行危机爆发前，VIX 指数明显回落。

欧美银行风险倒逼货币当局兜底，金融体系风险压制美联储加息节奏，加息空间和持续时间均被压缩，全球流动性紧缩预期的拐点已明确。截至 3 月 30 日，CME 数据显示 5 月停止加息已成为市场主流预期，概率为 53%，同时市场预期年末还会从加息高点再降息 50bps。我们预计美联储本轮加息周期将在今年 5 月最后+25bps 后结束，之后政策利率将在高位维持一段时间，短期不会进入降息周期。

2.4.2 通胀与政策：欧美通胀韧性强，货币政策陷入两难

美国 1 月份 ADP 新增就业 24.2 万人，明显高于经济学家预期的 20 万人。强劲的美国经济数据将令美联储加息更快、幅度更高、持续时间更长，这不仅使金融市场受到明显冲击，也意味着只有美国经济衰退才能真正的压制通胀。2 月美联储如期加息 25BP，美联储主席鲍威尔在发表国会证词时表示，将进一步加息以实现 2% 通胀目标，最终利率水平可能高于先前预期，如果有必要将加快加息步伐。

图 34：欧美高通胀韧性强

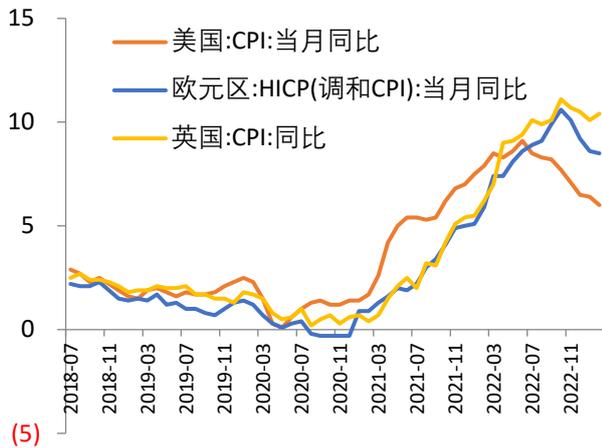
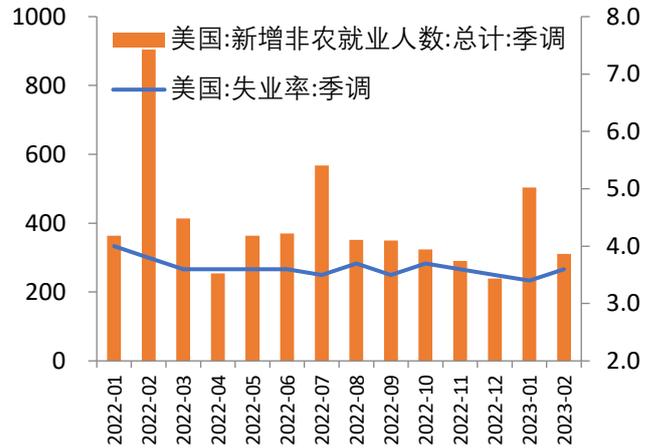


图 35：美国就业数据强劲



数据来源：wind, 中辉期货研发部

3 月海外金融市场风波不断，美联储动向备受关注，面临抗通胀、防风险、托经济的三难抉择。考虑到通胀韧性、风险暴露和衰退隐忧，3 月 23 日美联储加息 25 个基点至 4.75%-5% 区间高位，美联储本次加息可以被看做压制通胀和平息金融风险之间的艰难权衡。市场预期加息进入尾声，但鲍威尔主席发布会期间重申通胀仍太高、强调还要继续加息，而财长耶伦则表示政府未考虑扩大保险范围至所有存款，鲍威尔的偏鹰派措辞以及耶伦的表态均打压了市场风险偏好。

美联储连续九次会议上调利率，并暗示可能进一步加息，清晰的表明其坚信抗通胀行动不会加剧近期出现的银行业危机。点阵图显示，2023、2024 年底利率预期中值分别为 5.1%，4.3%（此前预期分别为 5.1%，4.1%）。这也就意味着，今年将再加息 25 个基点，到 2024 年底将降息 75 个基点。欧央行与美联储不惧银行业流动性危机继续加息，相比加息抗通胀的行为，市场同样关注累计加息后是否会带来金融体系的脆弱性扩大和经济衰退预期的证实，市场低风险偏好下债市环境相对友好。

图 36：美联储加息近尾声，速度放缓

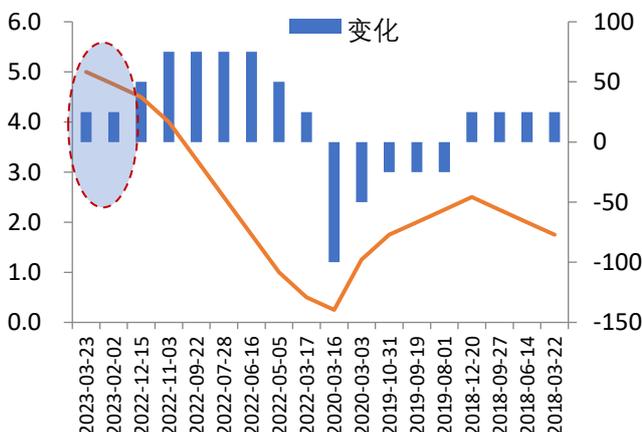
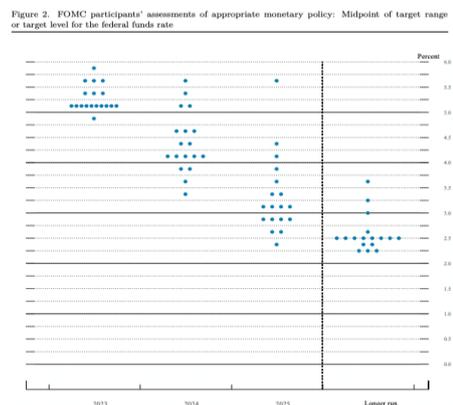


图 37：3 月美联储点阵图



数据来源：wind, 中辉期货研发部

春节后至3月初，一方面，由于美联储加息风险卷土重来，美债收益率和美元继续上升，全球风险资产普遍承压，美元已经由2月初的101.15反弹至3月初的105.69，3个月期、2年期美债收益率均已站上5%关口，10年期美债收益率也再次突破4%。3月海外银行危机爆发后，美债收益率和美元指数有所回落。从美债利差走势来看，10年期与3个月期美债收益率之差由1月下旬-1.3%左右的倒挂幅度缩窄至-0.4%附近，10年期与2年期美债收益率利差则由-0.7%左右扩大至-1.4%附近，这一方面反映美国现实经济韧性较强，另一方面隐含美国经济衰退预期仍然存在。

图 38：美债收益率与美元指数

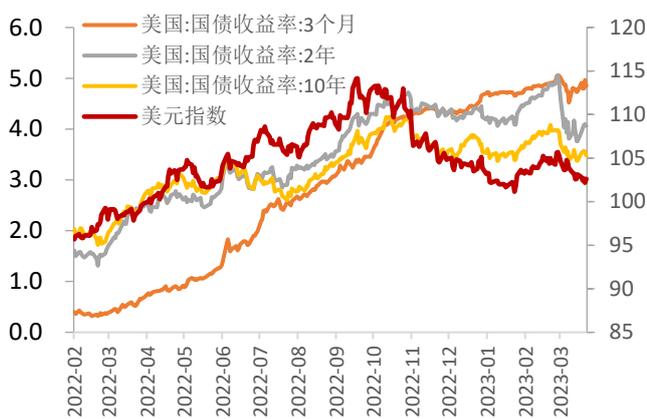
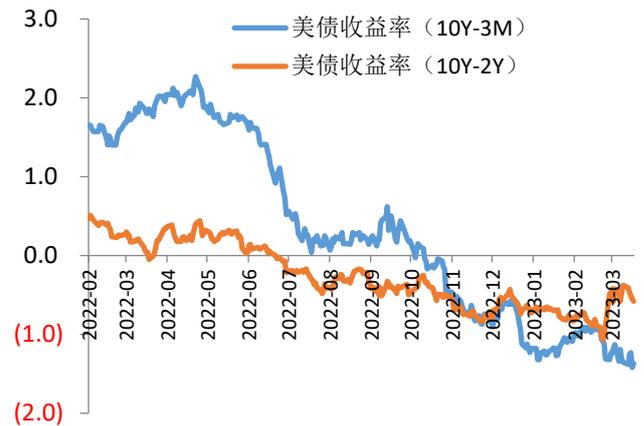


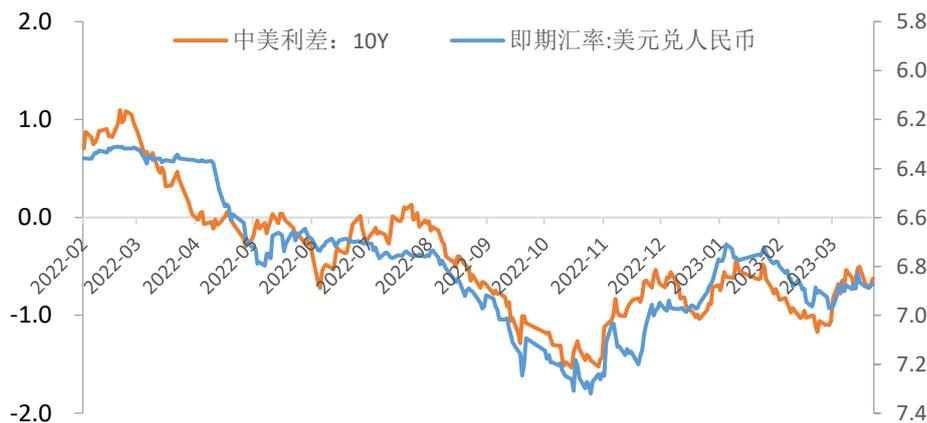
图 39：美债收益率倒挂有所分化



数据来源：wind, 中辉期货研发部

在全世界偏向缩紧银根的环境下，人民银行坚定的通过货币政策支持中国经济发展，也显示了“以我为主”货币政策体系的完善，和国内经济、金融环境底气的充足。这意味着相比2022年，中国货币政策持续偏宽松以支撑经济的想象空间可能会比较大。随着中美利差倒挂幅度的缓解，人民币韧性较强，这对于国内资产也有一定支撑。

图 40：中美利差与人民币汇率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

总而言之，美联储加息预期和全球经济前景的不明确性逐步发酵，国内贸易数据表现依旧低迷，美国加息影响对外需的影响已体现。国内基本面稳中向好的趋势边际减弱，弱化的外贸数据对当前债市形成利好。此外，美元升值情况下，风险资产和商品的调整压力更大，股债跷跷板效应或利于债券市场。

## 3 2023 年二季度利率债市场展望

### 3.1 运行逻辑：债市环境相对友好，仍有向上空间

春节后债券市场整体处于不利的宏观政策环境中，但在年初配置需求下，利率踌躇下行。二季度债券市场面临的宏观政策环境包括：

**经济基本面：**国内基本面修复斜率企稳。春节后经济产需端高频数据经历了快速修复过程基本结束，开工率数据基本稳定，百城拥堵指数和四大城市地铁客流量有所回落。在稳增长政策增量暂歇的环境下，二季度国内经济或维持“稳复苏”的节奏。3 月以来票据利率斜率边际放缓，但月末时点斜率再度抬升，而国股行足年直贴利率已上行至 2022 年 2 月以来的新高，指向当下信贷需求依旧强势，3 月宽信用总量或延续较好趋势。但 2023 年前两个月信贷高增对债券市场影响有限。从房地产和汽车销售数据看，居民端加杠杆意愿仍然有限，居民中长期贷款需求仍然较弱。——**宽信用稳增长初期对债市利空不敏感。**

**政策与流动性：**降准后流动性环境好转，后续仍有宽货币空间。春节以来银行间流动性环境出现的结构性压力在降准落地后有所改善，同业存单利率在 3 月中旬触顶回落至 2.65% 到 2.7% 的区间，隔夜资金流量大幅走松且一度下行至 1% 以下，7 天利率在资金跨季的压力下维持在政策利率附近波动，但并未出现往年同期脉冲式抬升的情况，预计进入 4 月后中枢或逐步回归政策利率附近。降准落地后，二季度货币政策主要着力点在于结构性货币政策工具，并预计将进一步投放低成本中长期流动性。此外，在去年低基数的影响下今年 5% 的经济增速目标或不难达成，但考虑到海外衰退风险向国内的外溢，以及内需修复斜率的不确定性，不排除后续降息的可能性。——**宽货币对债市有利多驱动。**

**海外环境：**海外经济衰退风险和政策转向关键观察期或在二季度。2022 年来随着海外多数发达经济体通胀压力抬升，以美联储为首的发达国家央行多数采取紧缩政策工具应对；综合国际地缘政治动荡、全球金融体系风险频出等不稳因素，我国多数重要贸易伙伴面临经济衰退压力抬升的局面。3 月议息会议美联储释放一定鸽派信号，紧缩政策或在二季度迎来转向。海外金融风险事件发展仍存不确定性、经济衰退压力延续抬升而紧货币周期接近尾声，外围流动性整体改善。——**市场风险低偏好对债市有支撑。**

**市场监管：**关注国内金融监管严格化下的影响。今年来《商业银行资本管理办法》修订、中央金融委员会成立等重要变化影响下，市场对于金融监管严格化的担忧加深。除去国内外宏观经济形势变化外，我国金融监管制度改革也是今年来债市的重要影响因素之一。——**债市负面影响的不确定性来源。**

**投资者行为：**当前机构投资者情绪处于谨慎偏多状态，一季度主要依靠配置类机构周期性建仓，二季度交易户或接力买入。一季度主要是保险与中小银行配置资金持续买入，跨季之后交易户可能会接力买入。首先是银行理财，一季度理财负债规模已经基本稳住甚至有所回升，但从银行理财机构行为来看依旧较为谨慎，仍在降低久期以优化资产端结构，若二季度银行理财负债端继续扩大，势必需要进行买入，届时理财或成为二季度最大买盘。其次是基金，目前债券型基金久期整体处于偏低水平，利率债基金久期在 2.5 附近，在一季度踏空压力较大的背景下加仓的动力较强，而信用债基金久期则更短，后续基本没有下降空间。当前基金的净买入仍然是一种谨慎看多的表现，在经济增速预期放缓，债市偏安全的条件下，仍然首选追求流动性和安全性，而非更大的盈利预期。后续随着资金持续偏宽松和经济较慢恢复预期的兑现，中长债基金逐步拉长久期的空间较大。——**二季度交易类机构或接力买入。**

### 3.2 操作建议：偏强震荡，滚动偏多

图 41：十年期国债期货价格走势



数据来源：文华财经，中辉期货研发部

#### 国债策略：

内部经济回升斜率偏稳、外部衰退风险发酵而政策取向面临转向，流动性环境舒缓，宽货币可能存在潜在利好，债市环境仍相对积极，十年期长债利率具备一定配置价值，目前在 2.85% 的点位维持偏强震荡走势，期债牛市在二季度内或将延续。

## 4 风险提示

- (1) 经济恢复超预期；
- (2) 货币政策宽松不及预期；
- (3) 国内金融监管政策超预期收紧；

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688