

东风随春归，期债渐承压

——国债期货篇

分析师：唐广华（ F3010997， Z0011162）

2023. 3. 30

东风随春归，期债渐承压

——2023年二季度国债期货投资策略展望

- **主要驱动因素：**海外经济情况，美联储操作，消费复苏力度，房地产市场，央行货币政策，政府债券发行进度，机构持债规模，人民币汇率走势，资金面变化。
- **主要影响因素：**
 - 1、美联储等央行快速加息引发美欧银行业危机，市场避险情绪升温，俄乌冲突仍在继续，全球经济转向衰退，海外通胀高位回落，美联储等央行加息周期接近拐点，海外债券和黄金等避险资产面临一定的投资机会，其他股票和商品资产面临的风险较大。
 - 2、随着疫情影响逐步消退，市场对经济持续恢复的预期正在逐步转变为现实。国务院表示将通过四套组合拳实现全年经济增长目标，预计房地产市场将继续回暖，基建投资维持高位，高储蓄下消费市场有望延续恢复态势，宽信用效果将不断显现，社会融资增速将继续回升，全年完成5%的经济增速目标压力不大，受基数影响，二季度将是全年经济增速的高点。
 - 3、从政策上看，随着经济逐步企稳回升，二季度央行将以结构性调控为主，降准降息必要性较低，财政政策将继续加力提效，政府债券融资将继续发力，企业信用环境改善后融资也将逐步恢复，短期资金面将继续保持合理充裕，但经济恢复后资金面存在收敛的可能。
- **预计价格主要运行区间：**十年期国债收益率：2.7%-3.1%，T主力合约：97.2-101.2元；五年期国债收益率：2.5%-3%，TF主力合约：99.7-102.2元；二年期国债收益率：2.2%-2.8%，TS主力合约：100.2-101.4元。

主要内容

● 国债期货市场回顾

● 海外经济政策展望

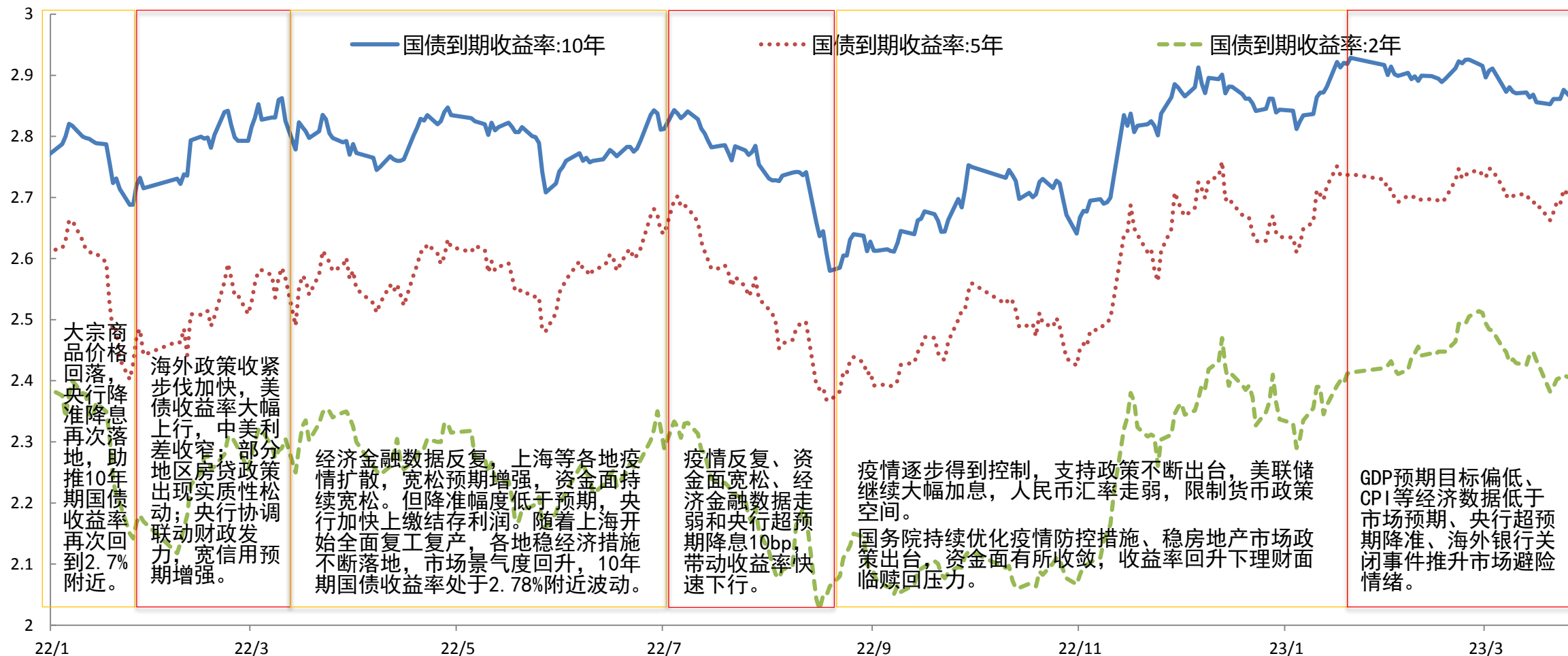
● 国内经济走势分析

● 政策与债市供需

● 观点与交易策略

回顾：国债收益率先上后下

2/5/10年期国债收益率走势（%）

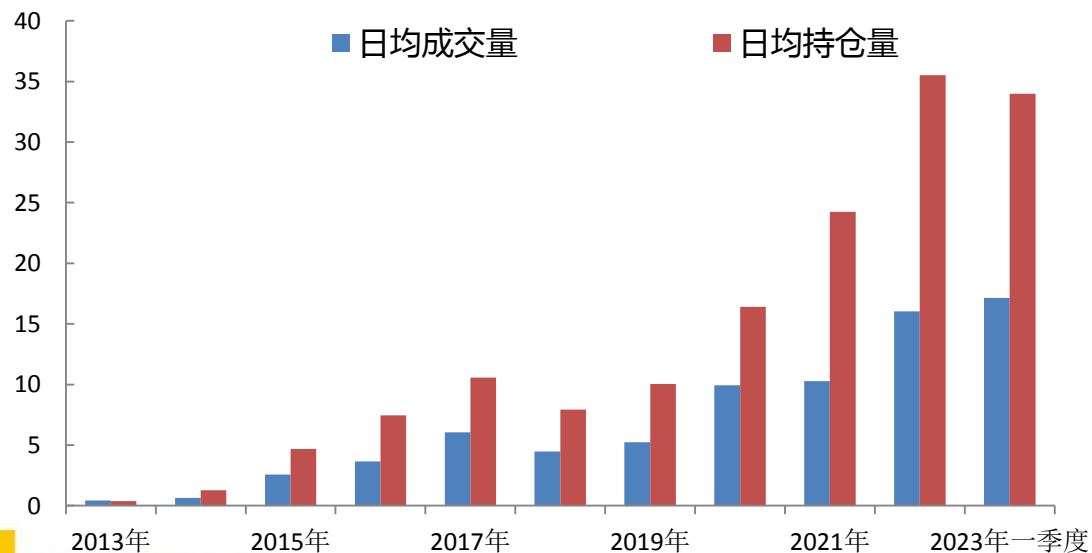


资料来源：Wind，申万期货研究所

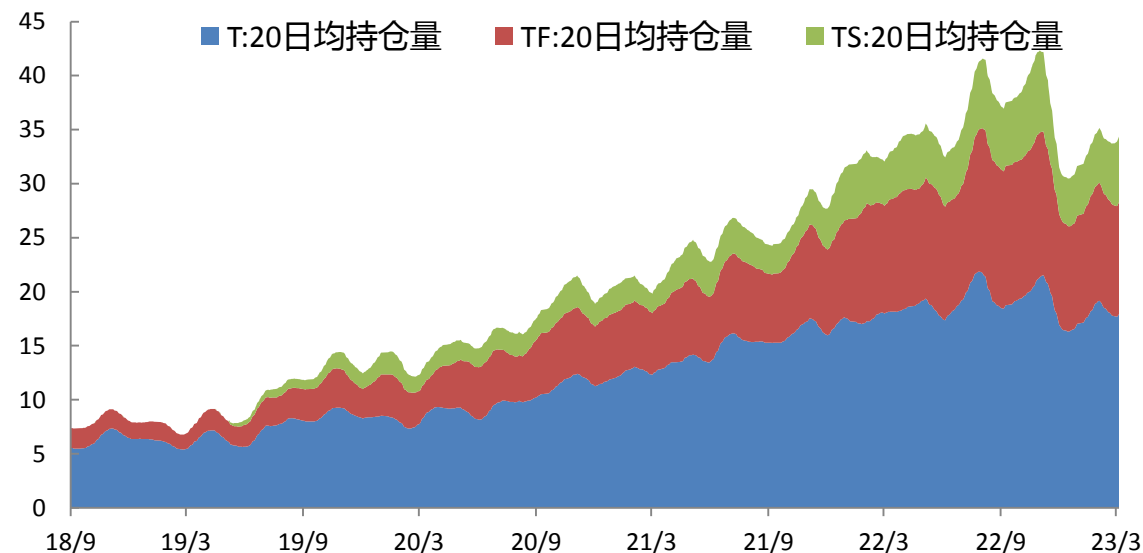
回顾：国债期货成交、持仓量继续增加，机构投资为主

- 2023年以来，国债期货价格探底回升，成交量继续增加，日均成交量为17.14万手，同比增加21%，随着价格上涨，各机构套保需求也有所增加，日均持仓量为34万手，同比增加5%，不过较去年日均有所回落。
- 国债期货日均成交持仓比为0.5倍，与成熟国家相当。国债期货也是我国机构参与度最高的期货品种，2022年国债期货市场机构投资者成交占比为75.47%，持仓占比为91.39%，均有明显提升，以机构投资者为主的市场结构日益巩固。
- 展望二季度，国债期货价格波动将加大，机构套保需求增加，加上30年国债期货上市，以及商业银行和保险机构等债券主要持有者逐步入市，市场活跃度将继续有较大幅度提升。

国债期货日均成交量和持仓量（万手）



各国债期货合约持仓量情况（万手）

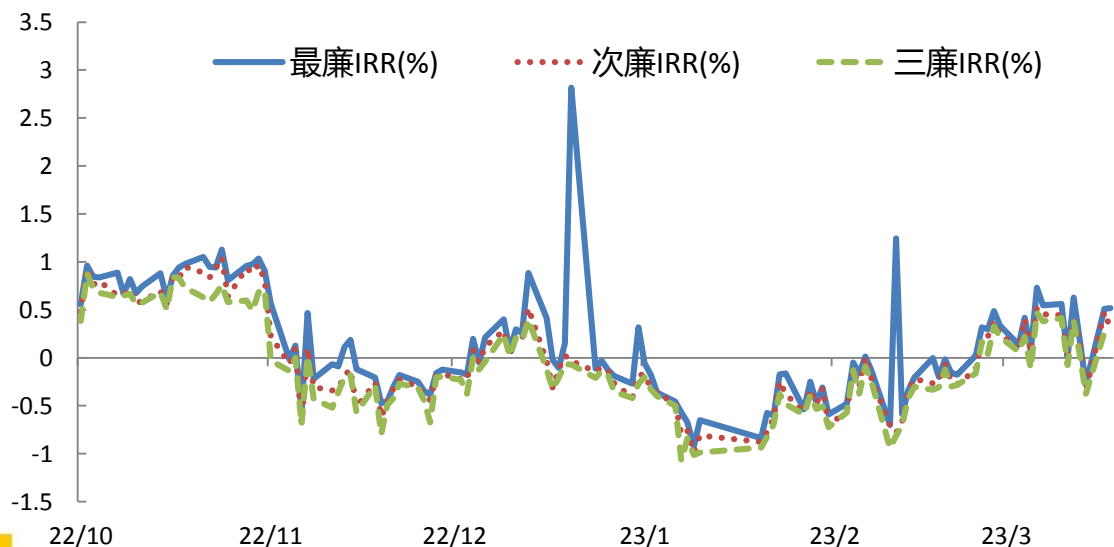


资料来源：Wind，申万期货研究所

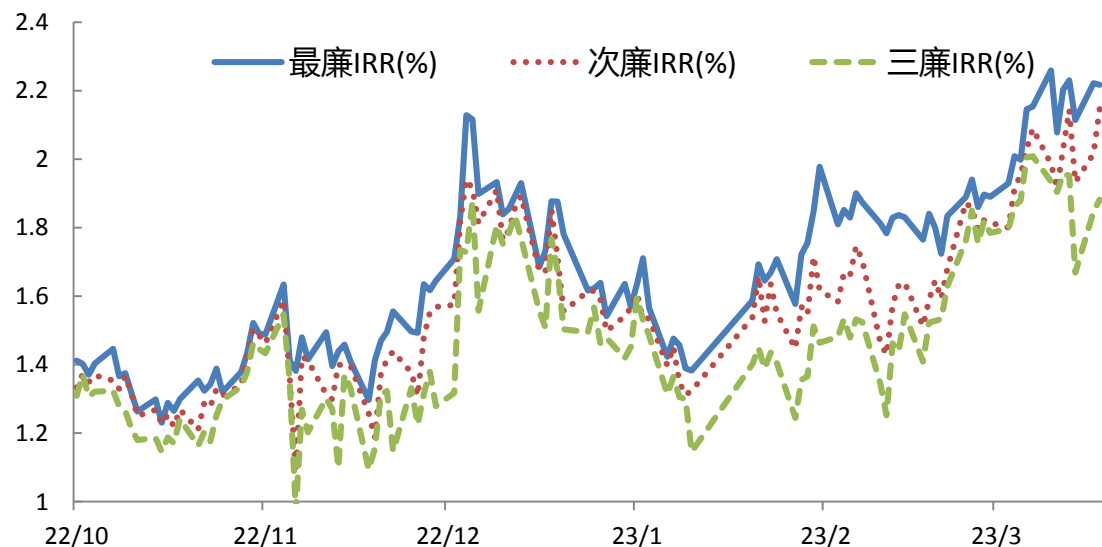
回顾：国债期货最廉IRR回升，贴水幅度收窄

- 今年1月中下旬，国债期货合约贴水幅度达到最大，T2306合约最廉IRR降至最低的-0.9228%，TS2306合约的最廉IRR也降至最低的1.38%，均低于市场资金成本，存在明显的贴水情况，尤其是长端国债期货合约贴水严重。疫情逐步过去后，期货市场对经济快速恢复乐观。
- 春节后，随着市场部分经济数据不及预期，政府工作报告下调GDP预期目标等因素影响，国债期货合约贴水幅度收窄，TS2306合约的最廉IRR回升至2.2%附近，与短期市场利率基本持平。T2306合约最廉IRR回升至0.51%，虽然仍低于短期市场利率，但贴水状况有所改善。

T2306合约IRR走势 (%)



TS2306合约IRR走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

回顾：30年国债期货合约征求意见

- 3月17日，中金所发布关于30年期国债期货合约及相关规则向社会征求意见的通知。征求意见稿中，30年期国债期货合约标的面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义超长期国债；可交割国债为发行期限不高于30年，合约到期月份首日剩余期限不低于25年的记账式付息国债，交易代码为TL，其他要素与其他合约基本类似。
- 参考此前2年期、5年期和10年期国债期货的上市经验，从征求意见稿亮相距离上市交易，不超过三个月。30年国债期货合约上市后，将填补超长久期利率风险管理工具空白，进一步完善国债收益率曲线，更好管理利率风险。同时，也会吸引商业银行、保险机构和境外投资者等中长期国债投资者积极参与交易，丰富投资者结构，进一步发挥国债期货的价格发现功能。

30年期国债期货合约要素（征求意见稿）

项目	30年期国债期货合约要素（征求意见稿）
合约标的	面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义超长期国债
可交割国债	发行期限不高于30年，合约到期月份首日剩余期限不低于25年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价
最小变动价位	0.01元
合约月份	最近的三个季月（3月、6月、9月、12月中的最近三个月循环）
交易时间	09:30 - 11:30, 13:00 - 15:15
最后交易日交易时间	09:30 - 11:30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的±3.5%
最低交易保证金	合约价值的3.5%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日
交割方式	实物交割
交易代码	TL
上市交易所	中国金融期货交易所

主要内容

● 国债期货市场回顾

● 海外经济政策展望

● 国内经济走势分析

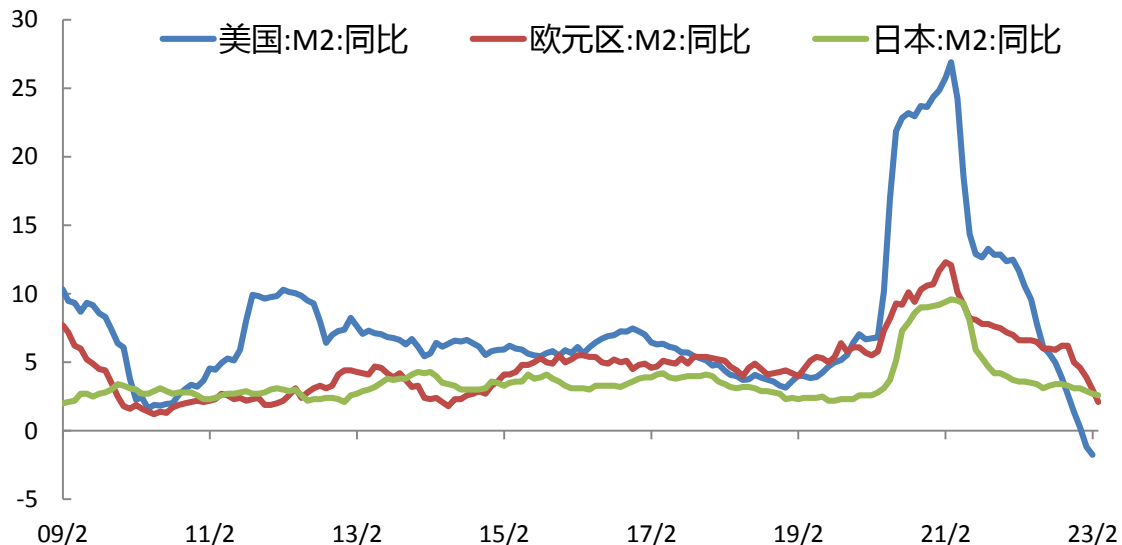
● 政策与债市供需

● 观点与交易策略

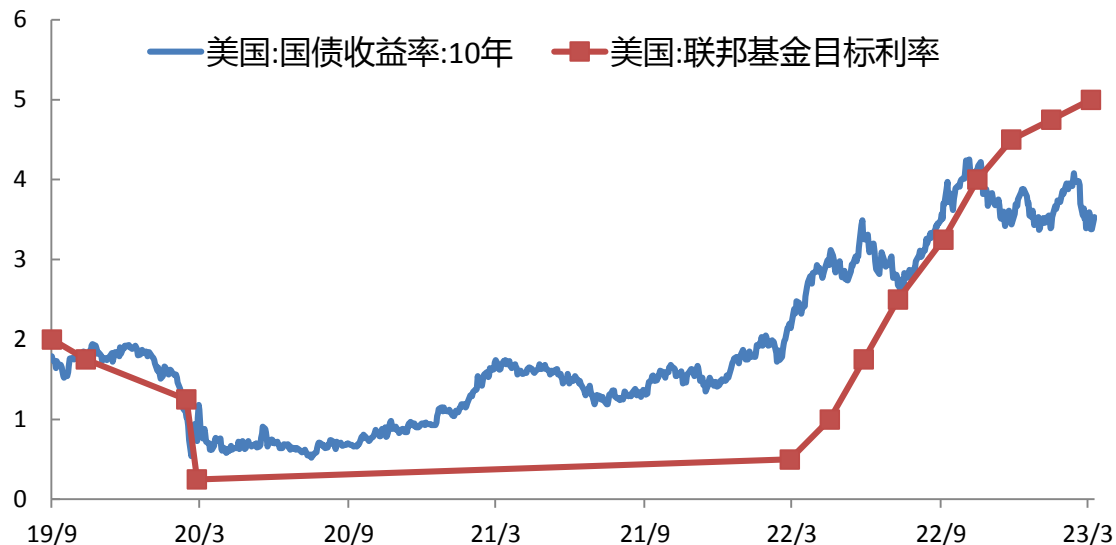
海外银行危机：美国银行业面临的困境

- **美欧银行爆发危机。**3月10日，美国联邦存款保险公司宣布硅谷银行被关闭，是本轮美国加息周期中最早爆出风险的金融机构。银行危机也蔓延到欧洲，瑞士信贷财报出现问题后，股价大幅下跌，再度引发市场恐慌情绪，全球股票和大宗商品价格普遍下跌，市场波动加大。
- **存款大幅波动是银行业危机的重要原因。**疫情期间美国“大水漫灌”造成银行业存款大幅上升，通胀大涨之后美联储大幅加息，带来美国银行业存款的急剧减少。美国银行业过去几年经历了历史罕见的存款大涨大跌，是很多银行面临流动性危机的根源。其中对存款依赖较强的银行比较脆弱，成为了目前流动性压力最大的机构。
- **美联储大幅加息，利率上行后银行资产端存在“浮亏”的压力。**美国商业银行等金融机构或将因销售或持有多种金融产品而面临总计6200亿美元的损失。

美国、欧元区、日本M2同比 (%)



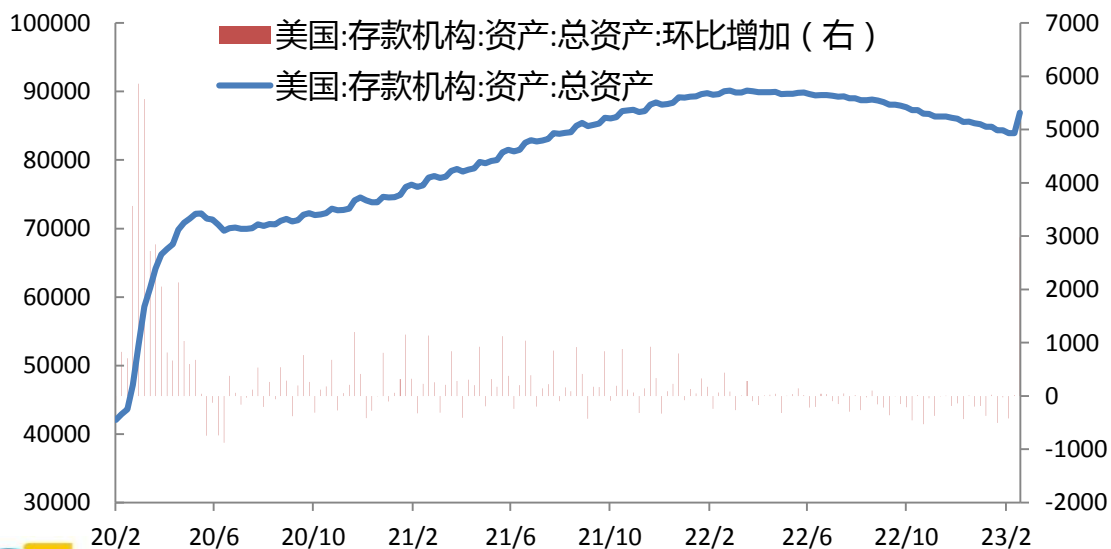
美国联邦基金利率和10年期国债收益率走势 (%)



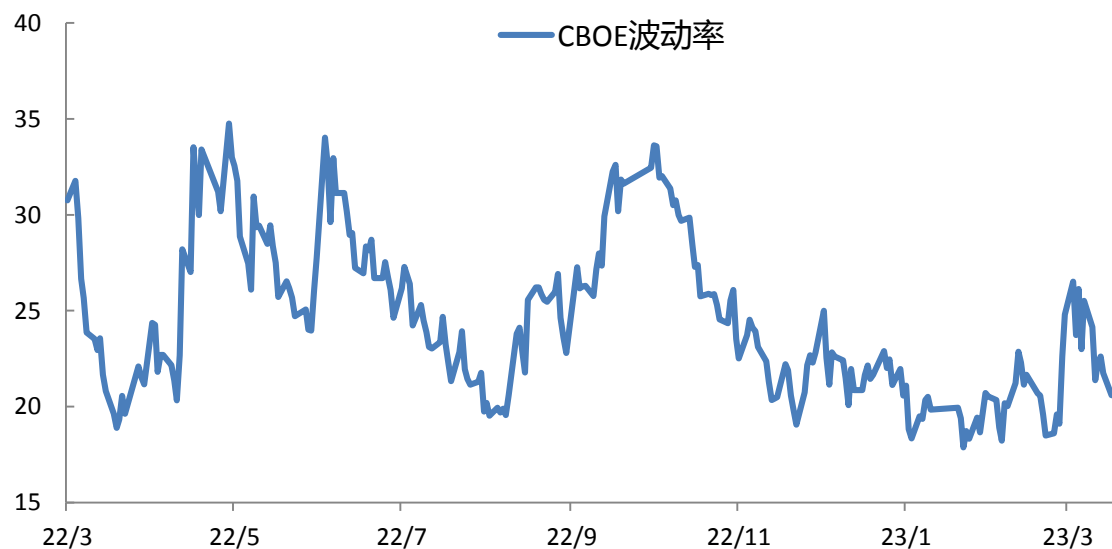
海外银行危机：美联储再次扩表稳定市场

- **流动性危机持续蔓延，美联储资产负债表再次扩张：**硅谷银行(SVB)和签名银行(SBNY)倒闭之后，有12家规模较大的银行把300亿美元存入了第一共和银行(FRC)，但是其储户还是担心存放在银行的资金安全。美联储的资产负债表规模在一周的时间里增加了近3000亿美元，其中约一半(1529亿美元)是美联储通过贴现窗口向银行提供流动性。
- 同时，美联储发布声明称，美联储和英国央行、加拿大央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行宣布采取协调行动，通过常设美元流动性互换协议，增加流动性供应，缓解全球市场的流动性担忧。在瑞士政府斡旋下，瑞银集团收购瑞士信贷，以遏制可能蔓延全球金融市场的信心危机。
- 受此影响，海外市场避险情绪缓和，CBOE波动率回落。不过受瑞信集团额外一级资本债券全额减记影响，欧洲许多其他银行发行的额外一级资本(AT1)债券陷入抛售狂潮。

美国存款机构总资产（百万美元）

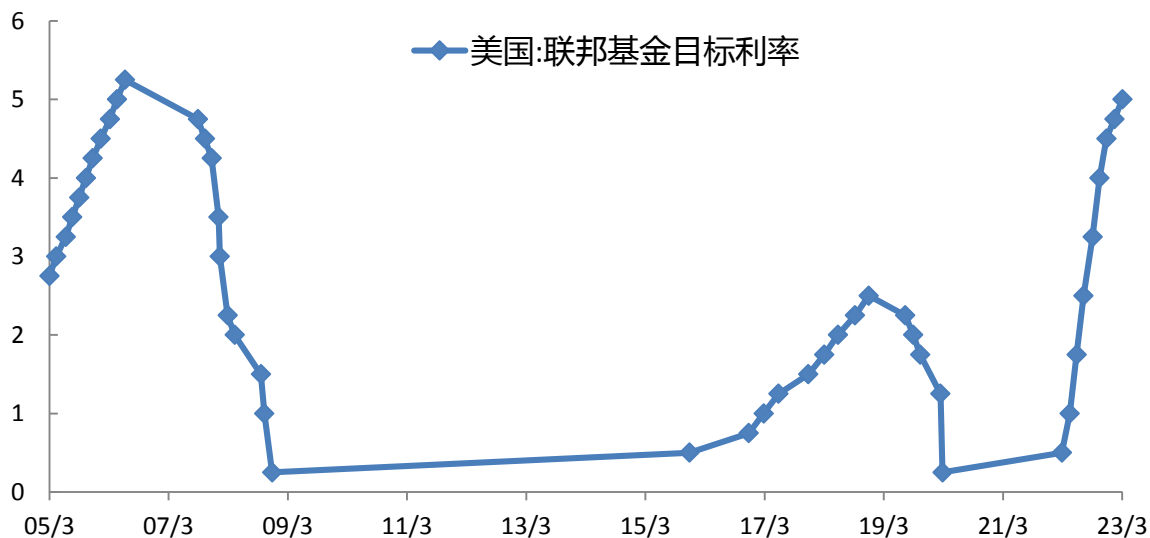


CBOE波动率走势（点）

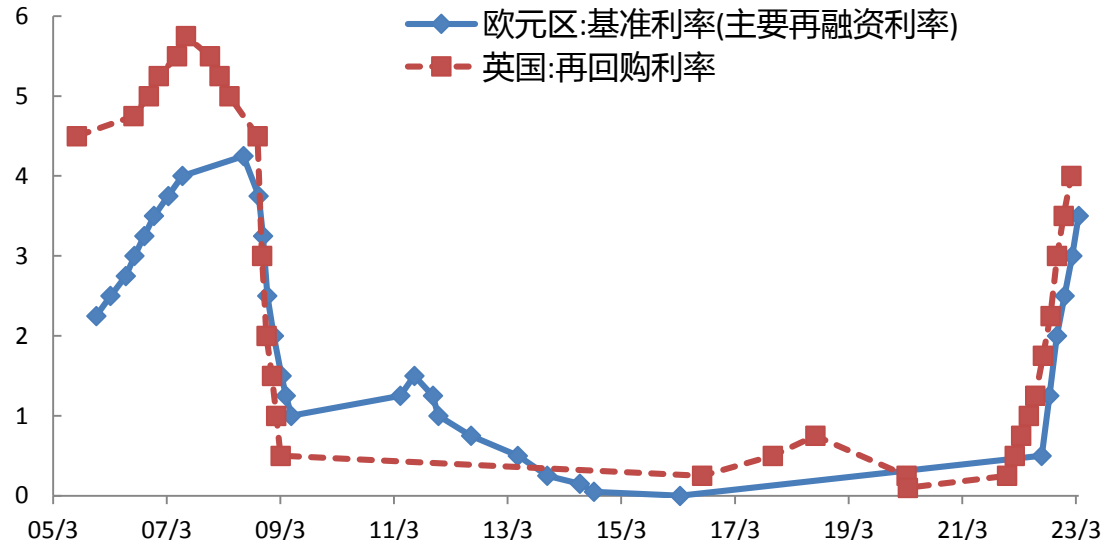


海外政策：美欧央行继续保持加息态势

美国联邦基金目标利率 (%)



欧元区、英国利率走势 (%)

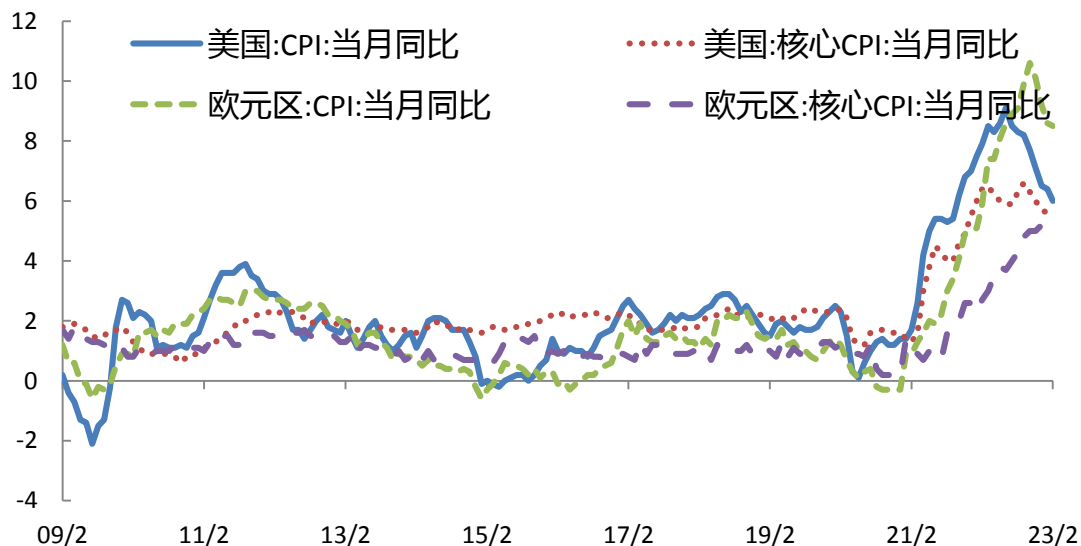


资料来源：Wind，申万期货研究所

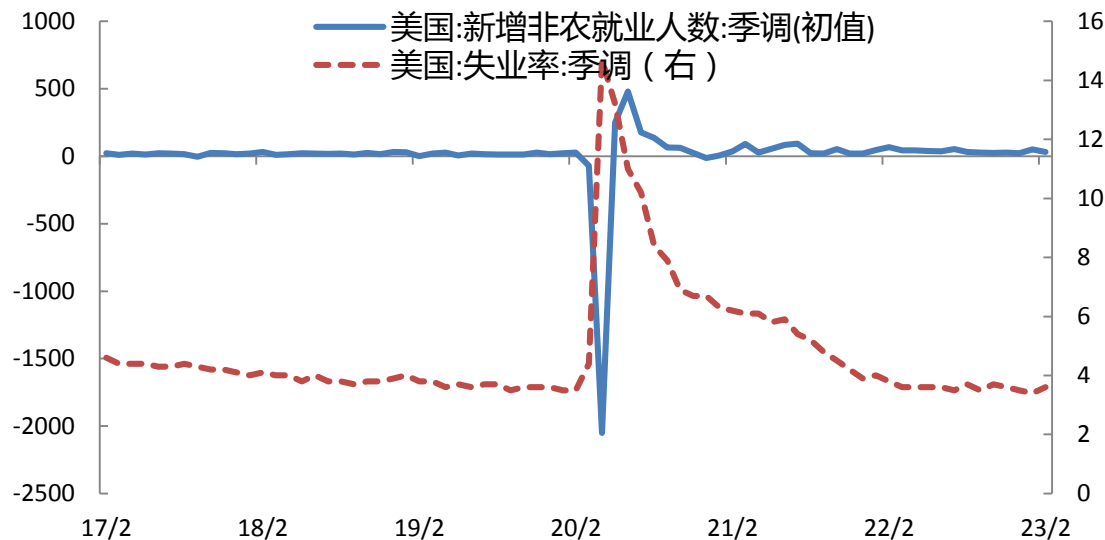
- **美联储如期加息25个基点至4.75%-5%区间。**会议声明方面，删去了持续提高利率将是适当的说法，改为一些额外的政策收紧可能是适当的提法。表示曾考虑过暂停加息，但加息行动得到FOMC成员强有力的一致支持。新增了对居民企业信贷条件可能收紧的担忧，下调了美国GDP增长预期。认为5月可能还有一次25bp的加息，并且维持2023年不降息的看法，同时预计2024年将降息75bp。比当前市场所预期的在年内就将降息75bp的路径要更加鹰派。
- **欧洲央行宣布将三大主要利率均上调50个基点。**欧洲央行将2023年欧元区通胀预期由6.3%下调至5.3%，GDP增长预期从0.5%上调至1%。对于近期的银行业“风暴”，欧洲央行称，随时准备就价格稳定和金融稳定做出反应，可以在必要时向欧元区金融体系提供流动性支持。

海外经济：通胀压力逐步降温，加息周期面临结束

美国和欧元区CPI走势 (%)



美国新增非农就业人数和失业率 (万人, %)

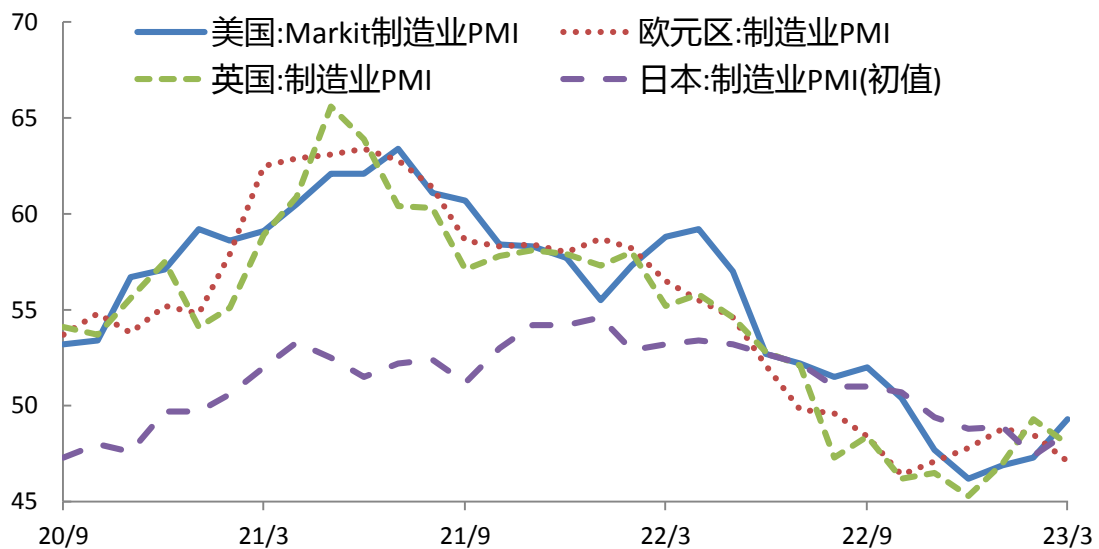


资料来源：Wind，申万期货研究所

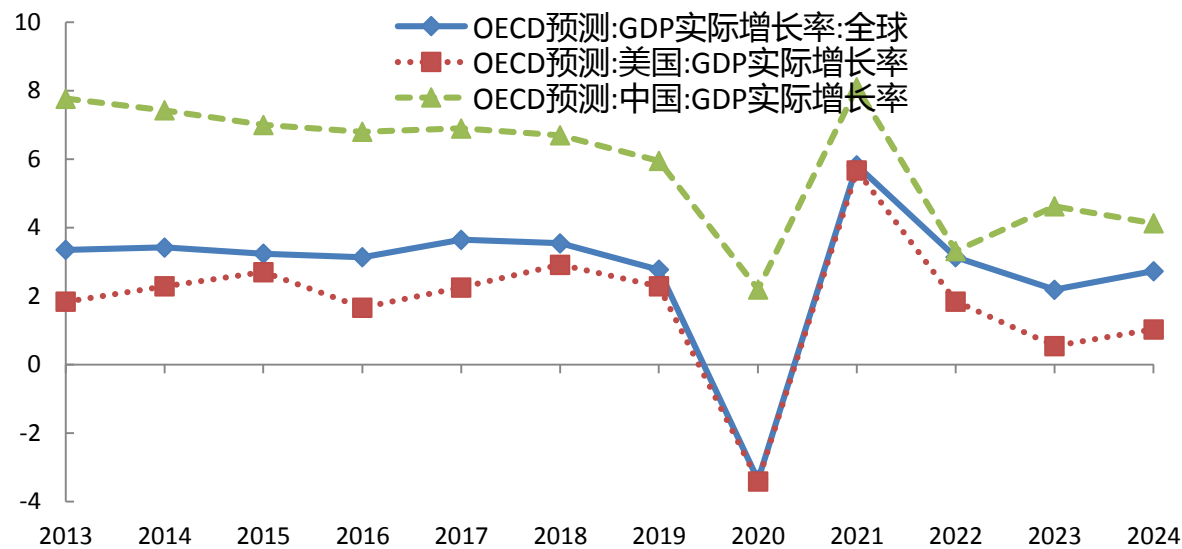
- 2022年下半年以来美国通胀压力开始降温，美联储加息周期面临结束。美国2月CPI同比升6%，符合市场预期，为连续第八个月下滑，创2021年9月以来新低。2月核心CPI同比升5.5%，符合预期，并创2021年12月以来最小涨幅；环比则上升0.5%，连续5个月回升，预期为持平于0.4%。
- 欧元区通胀有所放缓，但核心CPI上行。欧元区2月CPI当月同比8.5%，继续回落，但是核心CPI继续回升至5.6%。
- 美国2月新增非农就业人数31.1万人，远高于预期的20.5万人，经济仍保持较强的韧性。不过2月失业率反弹至3.6%，高于市场预期。

海外经济：制造业PMI分化，经合组织上调全球经济增速预期

主要发达国家制造业PMI走势 (%)



IMF下调全球GDP增速 (%)

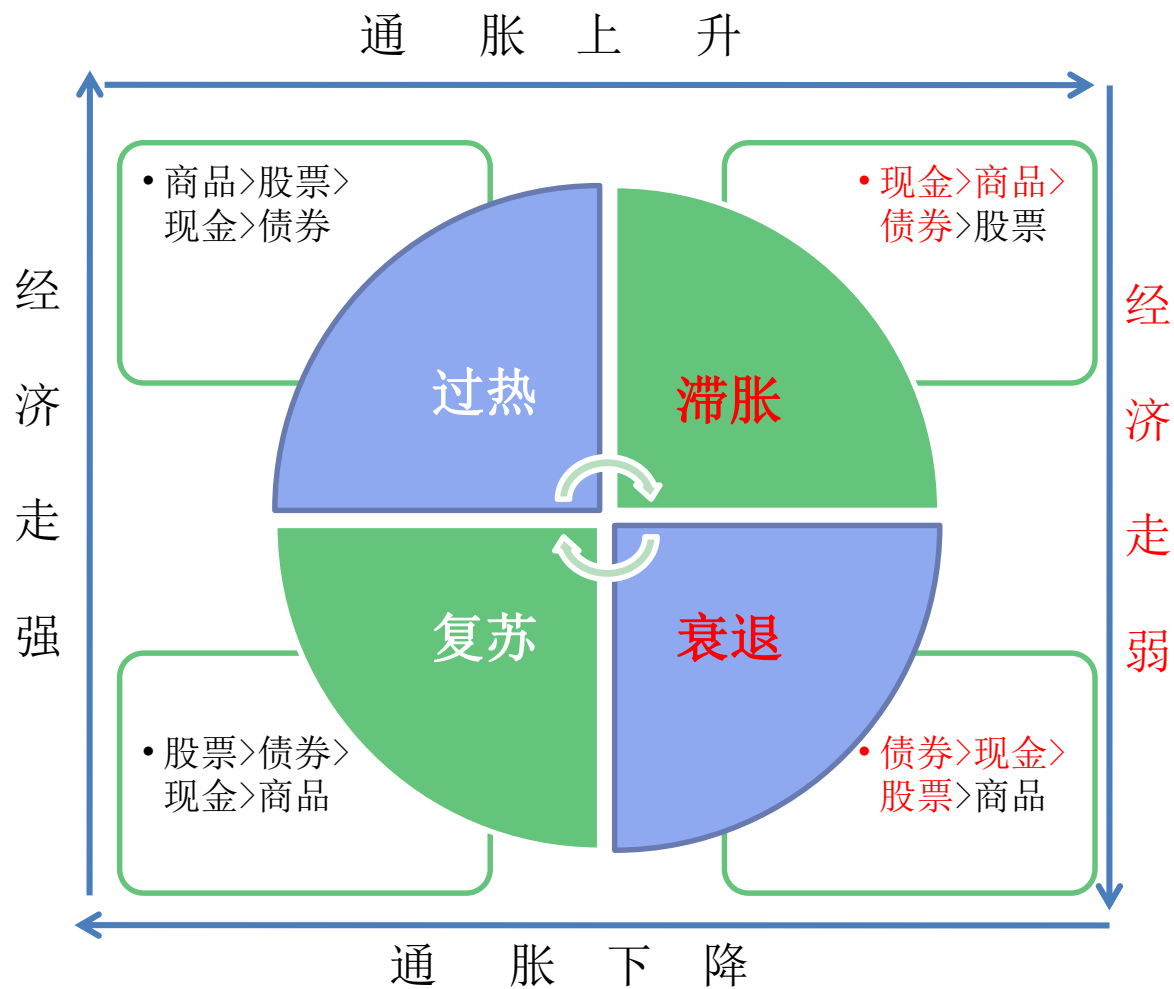


资料来源：Wind，申万期货研究所

- 主要发达国家制造业PMI处于临界点下方。受海外央行快速加息、俄乌冲突延续等因素影响，3月份欧元区和英国制造业PMI继续回落，不过美国和日本制造业PMI初值有所回升，但均处于临界点下方，主要发达国家增速面临放缓。
- 经合组织上调全球及主要经济体经济增长预期。预计2023年和2024年，全球经济将分别增长2.6%和2.9%，美国GDP将增长1.5%和0.9%，欧元区增长0.8%和1.4%。预计美联储终端利率为5.25%-5.5%，欧洲央行和英国央行终端利率均为4.25%。

海外总结：全球滞胀转向衰退，风险资产压力阶段性增大

- 为保持长期通胀稳定，美联储等央行持续激进加息，并大幅缩减资产负债表的规模，海外债券收益率显著上行，金融市场动荡加剧。
- 硅谷银行被关闭，是本轮美国加息周期中最早爆出风险的金融机构。同时，银行危机也蔓延到欧洲，瑞士信贷财报出现问题后，股价大幅下跌，再度引发市场恐慌情绪，最终被瑞银收购。俄乌冲突仍在继续，扰动大宗商品价格。
- 全球可能因美联储等主要央行普遍加息而陷入经济衰退。从美林时钟角度看，目前海外整体处于滞胀向衰退转向的周期中，随着通胀有所回落，央行加息周期接近拐点，海外债券和黄金等避险资产面临一定的投资机会，其他股票和商品资产面临的风险较大。



主要内容

● 国债期货市场回顾

● 海外经济政策展望

● 国内经济走势分析

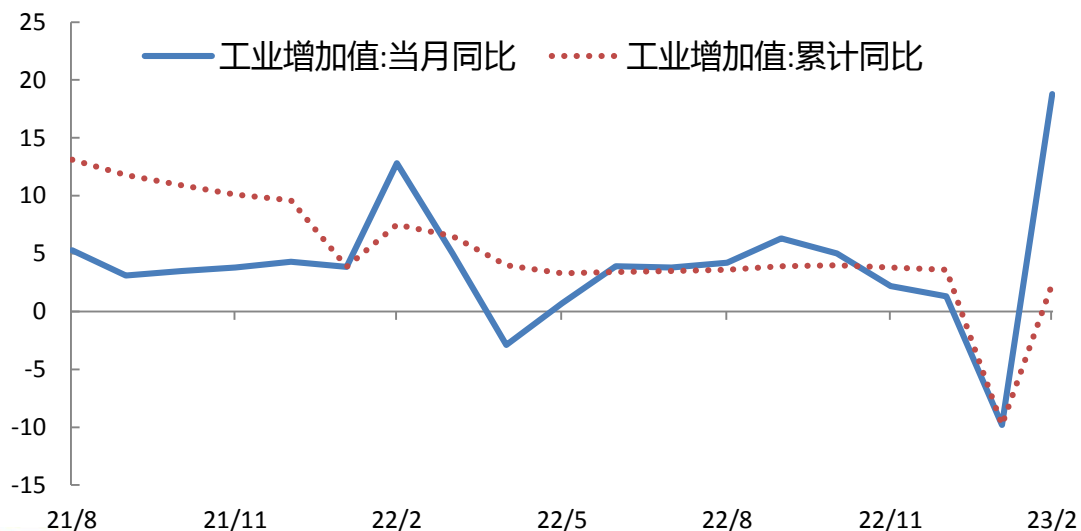
● 政策与债市供需

● 观点与交易策略

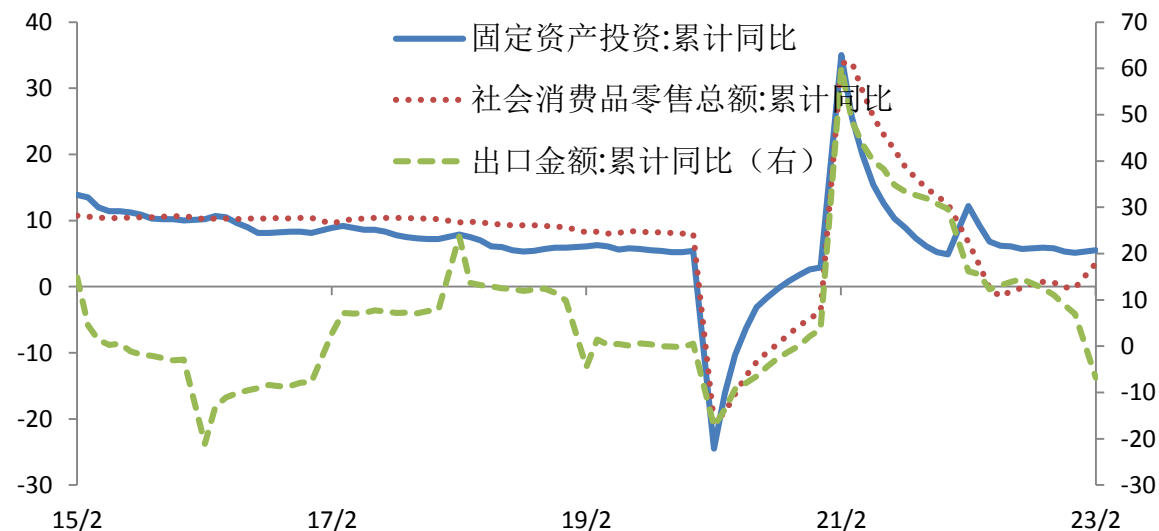
经济现状：1-2月份工业生产低于预期，投资消费好于预期

- 1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，略低于市场预期，比2022年12月份加快1.1个百分点。
- 1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，符合市场预期，餐饮、基本生活类和部分升级类商品销售实现较快增长。
- 1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%，比2022年全年加快0.4个百分点，好于市场预期，分领域看，基础设施投资同比增长9.0%，制造业投资增长8.1%，房地产开发投资下降5.7%，固定资产投资好于预期主要来源房地产开发投资的降幅收窄。

工业增加值当月和累计同比 (%)



投资、消费和出口累计同比 (%)



两会报告：GDP增长目标降低，财政政策加力提效

- 政府工作报告中GDP增长目标从5.5%左右下调至5%左右，低于市场预期，导致市场对经济乐观预期有所修正。
- 财政政策强调要加力提效，2023年目标赤字率上调0.2个百分点，同时地方政府专项债增加1500亿元至3.8万亿元，比去年同期均有所增加，与去年底中央经济工作会议和政府工作报告中提到积极的财政政策要加力提效保持一致，也符合市场预期。同时，今年政府债券发行继续保持前置，监管部门按照全国人大常委会授权上限下达了提前批额度。

财政政策基调变化

主要预期目标	2021	2022	2023
财政政策	提质增效、更可持续	提升效能，更加精准、可持续	积极的财政政策要 加力提效
赤字率	3.2%左右	2.8%左右	3%
减税	继续执行制度性减税政策，实施新的结构性减税举措，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额10万元提高到15万元。	预计全年退税减税约2.5万亿元，其中留抵退税约1.5万亿元。坚持阶段性措施和制度性措施相结合，减税和退税并举。	完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。
地方专项债	3.65万亿	3.65万亿	3.8万亿
转移支付	增长7.8%	中央对地方转移支付增加约1.5万亿元、规模近9.8万亿元，增长18%、为多年来最大增幅。	中央一般公共预算支出中对地方转移支付占比提高到70%左右，建立并常态化实施中央财政资金直达机制。

资料来源：政府工作报告，申万期货研究所

两会报告：货币政策主动出击，支持实体经济发展

- 货币政策上，强调要精准有力，支持实体经济发展。2023年货币政策去掉了“加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”和“扩大新增贷款规模”的表述，增加“精准有力”表述，力度上较去年有所减弱。
- 受工业生产等经济数据恢复不及预期，海外银行倒闭事件推升市场避险情绪，外部的不确定性加大和国内市场资金面持续收敛等原因，为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，3月17日，央行主动出击，超预期降准0.25%。此次降准将释放长期资金约5000亿元，将有效补充银行体系的中长期流动性，保持市场资金面平稳，同时，也向市场传递维持资金面合理充裕的信号，为经济增长提供适宜的环境。

货币政策基调变化

主要预期目标	2021	2022	2023
货币政策	灵活精准、合理适度	加大实施力度、发挥总量和结构的双重功能。	稳健的货币政策要 精准有力 。
M2增长	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	同名义经济增速基本匹配。
供给侧改革	深化供给侧结构性改革	坚持以供给侧结构性改革为主线	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 。
房地产	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场。稳地价、稳房价、稳预期因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。
投资		用好政府投资资金，带动扩大有效投资。	政府投资和政策激励要有效 带动全社会投资，激发民间投资活力 。

两会报告：推动高质量发展，深化改革开放

■ 李强总理记者会内容要点：

- 第一，牢固树立以人民为中心的发展思想。老百姓不关注GDP，更在乎的是住房、就业、收入、教育、就医等具体事。
- 第二，集中力量推动高质量发展。更加重视解决“好不好”的问题，特别是提高科技创新能力等。
- 第三，坚定不移深化改革开放。坚持高水平对外开放，在深化改革开放中不断增强发展的动力和活力。

四套组合拳促经济



- 宏观政策的组合拳
- 扩大需求的组合拳
- 改革的创新的组合拳
- 防范化解风险的组合拳

“两个毫不动摇”



- 对待民营经济坚持“两个毫不动摇”
- 民营企业的发展环境会越来越好，发展空间会越来越大
- 时代呼唤广大民营企业企业家谱写新的创业史

加强政府自身建设

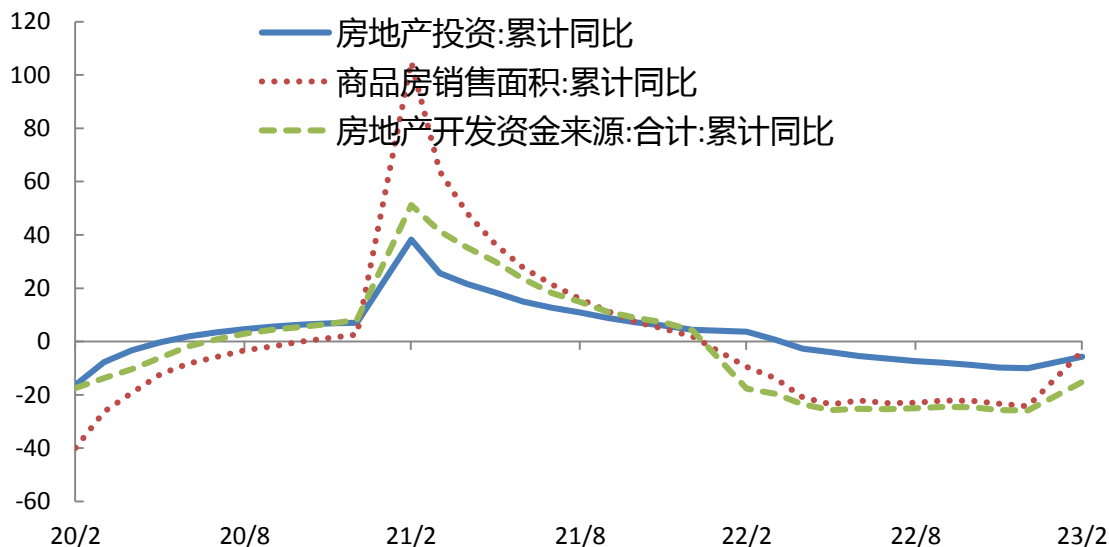


- 大兴调查研究之风
- 扎实推进依法行政
- 提高创造性执行能力
- 坚决守住廉洁底线

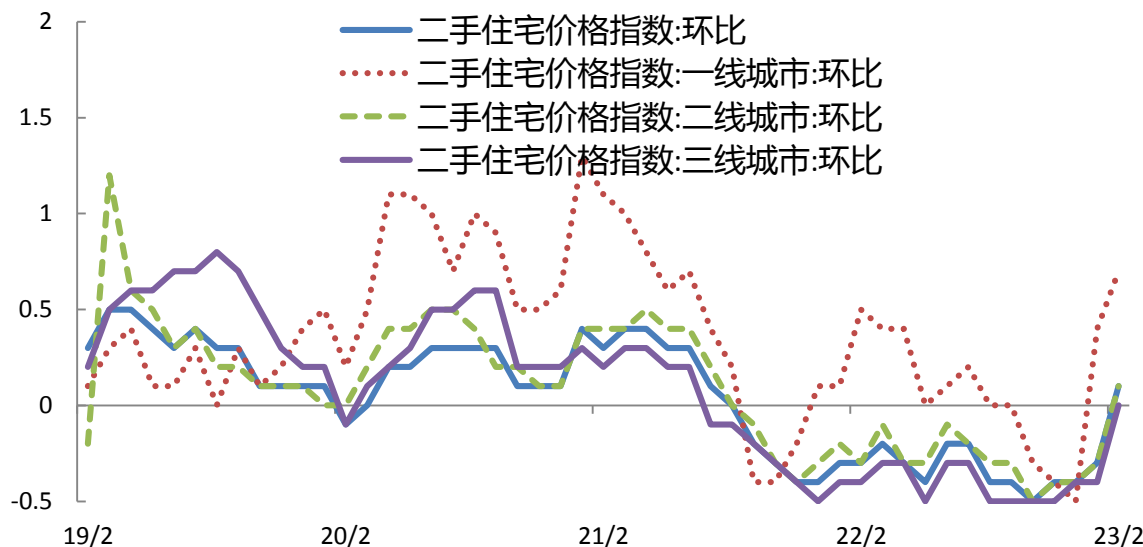
经济展望：房地产市场价量齐升

- **商品销量降幅收窄。**从销售上看，1-2月份全国商品房销售面积15133万平方米，下降3.6%；商品房销售额15449亿元，下降0.1%，降幅显著收窄。
- **房地产价格环比上涨。**2月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有55个和40个，比上月分别增加19个和27个。在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率的情况下，商品住宅销售价格环比上涨城市个数继续增加，各线城市商品住宅销售价格环比总体上涨。

房地产投资、销售和开发资金累计同比 (%)



二手住宅价格指数环比 (%)



资料来源：Wind, 申万期货研究所

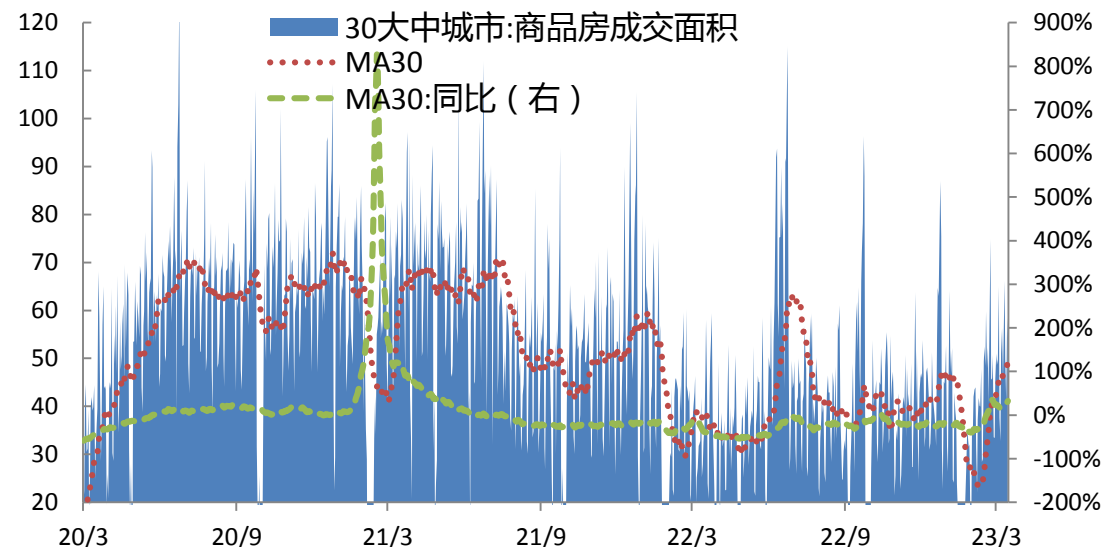
经济展望：房地产市场有望继续回暖

- 国房景气指数回升。2月份房地产开发景气指数仅为94.67，虽然仍处于较低景气水平，但是已经连续2个月回升，结束了2021年2月份以来的持续回落态势。
- 3月份高频数据显示，30大中城市日均商品房销售面积已经开始转正。预计在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率，首套房贷利率低于2016年的情况下，房地产市场价格和销售将逐步改善，后续有望继续回暖，关注回升情况。

国房景气指数 (%)



30大中城市商品房成交面积 (%)

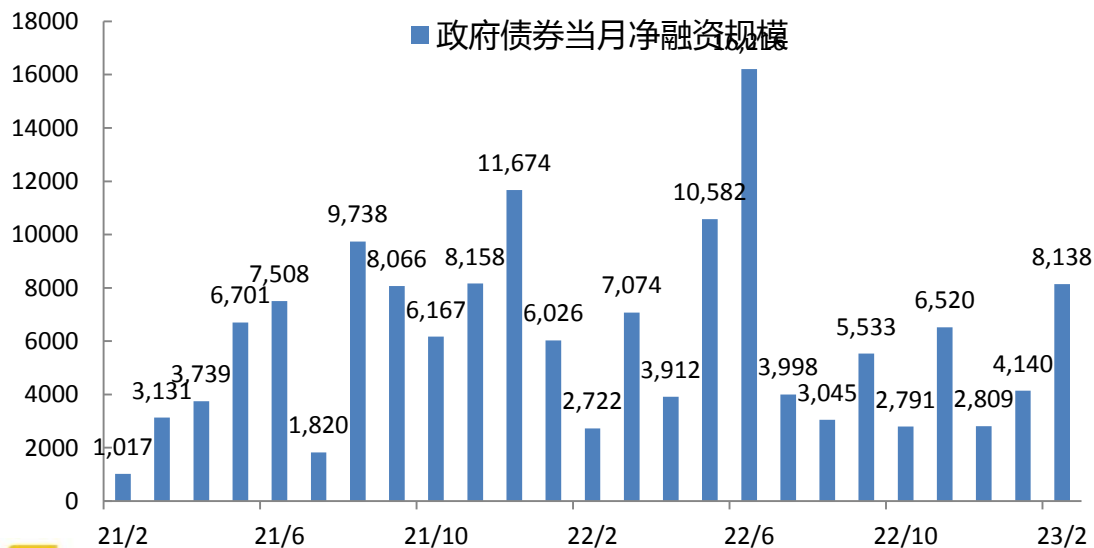


资料来源：Wind, 申万期货研究所

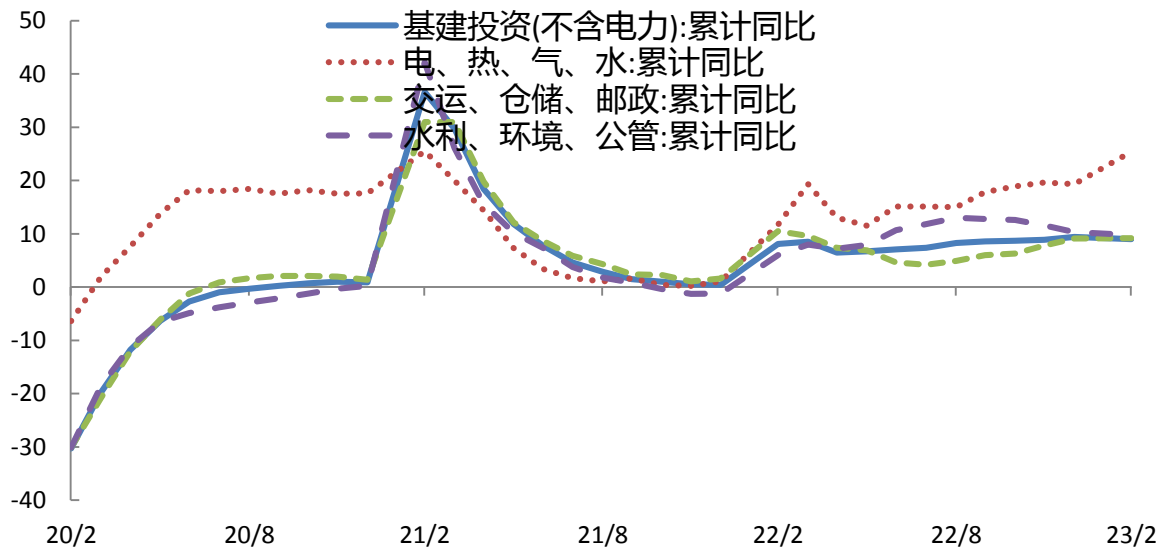
经济展望：政府债券发行前置带动基建投资维持高位

- 今年政府债券发行继续保持前置，监管部门按照全国人大常委会授权上限下达了提前批额度。1-2月份，政府债券新增12278亿元，同比新增近4000亿元，已经开始发力。预计地方政府专项债融资将继续发力，同时国债和政策性银行债券融资也将逐步恢复，带动债券融资处于高位，对资金面也有一定的影响。
- 债券投资撬动作用比较明显，继续推动经济企稳向好、保持运行在合理区间。

政府债券当月净融资规模（亿元）



基建投资分项累计同比（%）

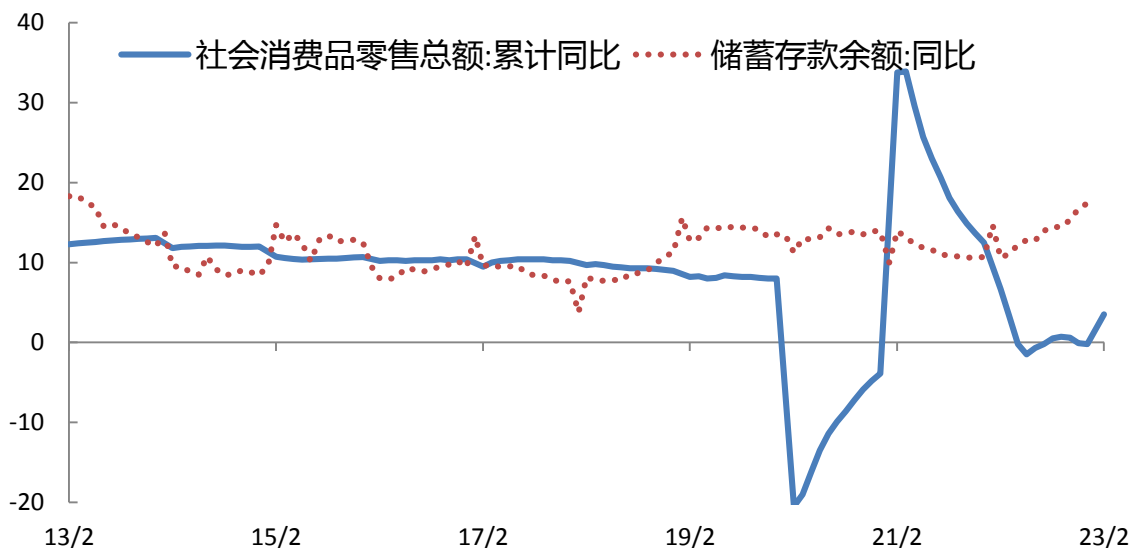


资料来源：Wind，申万期货研究所

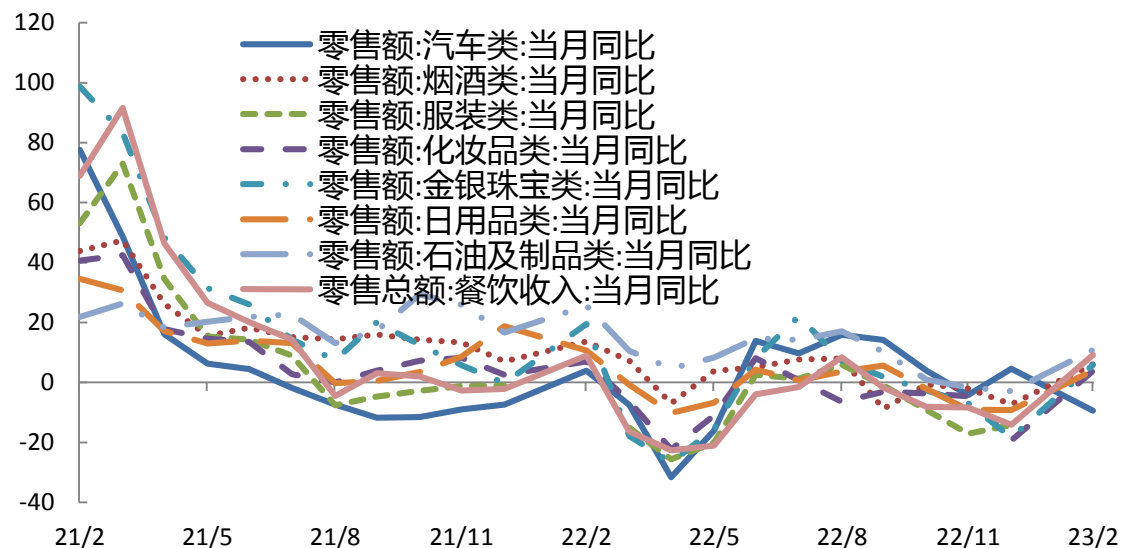
经济展望：高储蓄下消费市场有望延续恢复态势

- 1-2月份，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，扭转了2022年10月以来连续三个月下降的趋势，主要受疫情影响逐步消退、促消费政策持续发力等因素影响。
- 其中，零售增势较好，尤其是化妆品类、金银珠宝类、书报杂志类等部分升级类商品零售表现较好；餐饮等接触型消费也明显回暖。1—2月份，全国餐饮收入同比增长9.2%，2022年全年为下降6.3%；电影票房收入139.5亿元，同比增长6.8%，2022年全年为下降30%以上。受购置税减半政策退出影响，汽车类消费转为-9.4%。
- 受消费场景受限和防御性储蓄意愿影响，居民储蓄存款余额同比增速回升至十年来的高点。随着居民消费信心逐步恢复，相关促消费政策持续发力，消费市场有望延续恢复态势。

消费品零售总额和储蓄存款余额同比 (%)



零售类分项当月同比走势 (%)

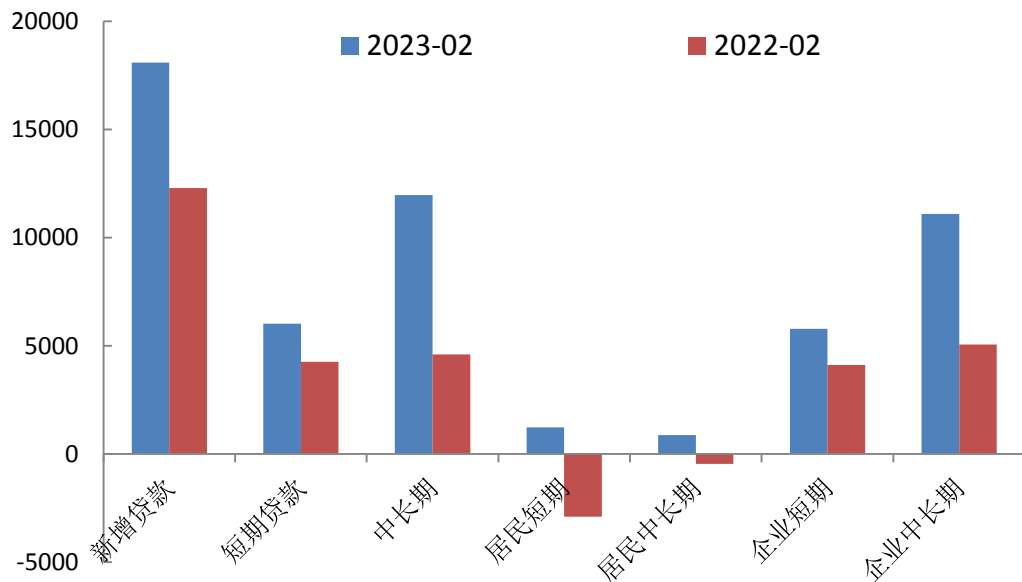


资料来源：Wind，申万期货研究所

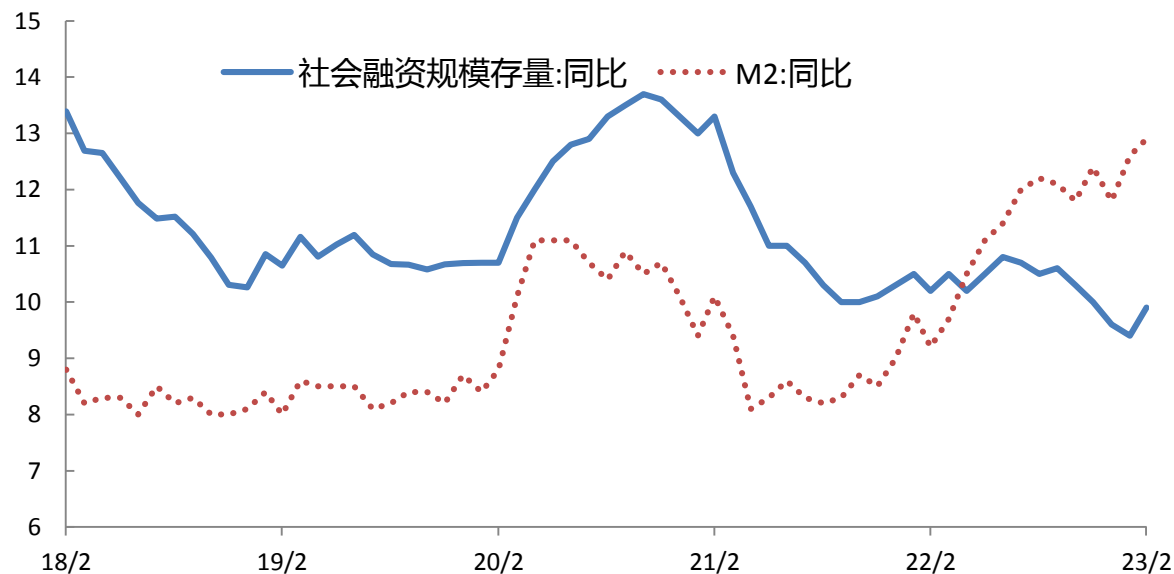
经济展望：社融存量增速回升，结构继续改善

- 2月份，企业贷款继续恢复，居民信贷同比显著增加；企业债券融资环比明显恢复，地方债融资继续发力，支持实体经济发展；表外融资处于低位，但显著好于去年同期。在贷款、债券和表外融资均显著好于去年同期的情况下，带动社融增量比上年同期多1.95万亿元。2月末，**社融存量增速回升至9.9%，高于上月0.5个百分点，结束了此前连续4个月的回落，宽信用效果逐步显现。**
- 2月份，企业债券融资恢复和贷款持续高增，带动企业存款同比明显增加，居民存款同比也显著增加；地方债大量前置发行，有效补充财政账户资金，新增财政存款继续维持高位；不过受市场情绪谨慎，权益市场由涨转跌影响，非银金融机构新增人民币存款同比大幅减少。

社融中新增贷款分项情况（亿元）



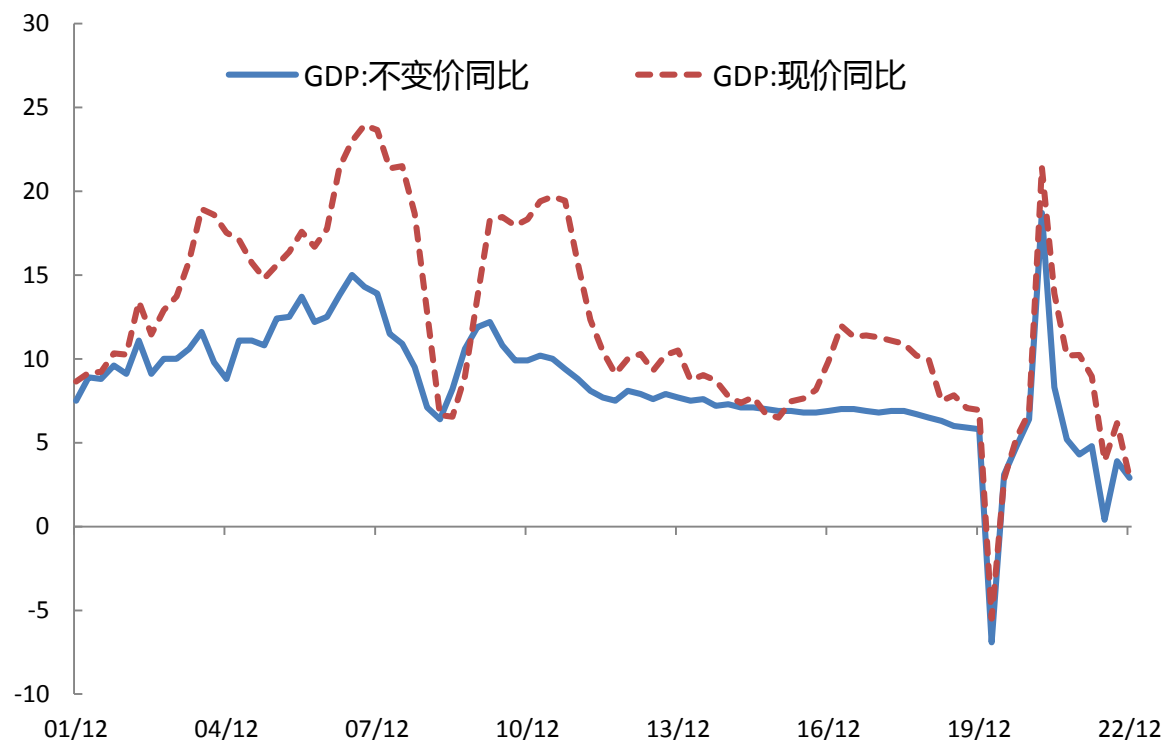
社会融资规模存量与M2同比走势（%）



经济总结：完成经济增速目标压力不大，二季度是全年高点

- 展望后市，市场对经济持续恢复的预期正在逐步转变为现实。1-2月份，消费由降转增，回升态势增强，后续有望继续改善。投资增速高于预期，其中专项债加速发行下基建投资也保持较高增速。房地产投资降幅明显收窄，在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率的情况下，预计居民购房信心将继续恢复，房地产市场价格和销售将继续回暖。
- 国务院总理在记者会中表示将通过四套组合拳实现全年经济增长目标，3月份已经通过央行降准等主动出击的方式做好宏观政策配套，为经济恢复提供适宜的环境。
- 总体上，预计房地产市场将继续回暖，基建投资维持高位，高储蓄下消费市场有望延续恢复态势，宽信用效果将不断显现，社会融资增速将继续回升，全年完成5%的经济增速目标压力不大，受基数影响，二季度将是全年经济增速的高点。最新OECD报告预计2023年中国经济增速将达到5.3%。

GDP不变价和现价同比 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

主要内容

● 国债期货市场回顾

● 海外经济政策展望

● 国内经济走势分析

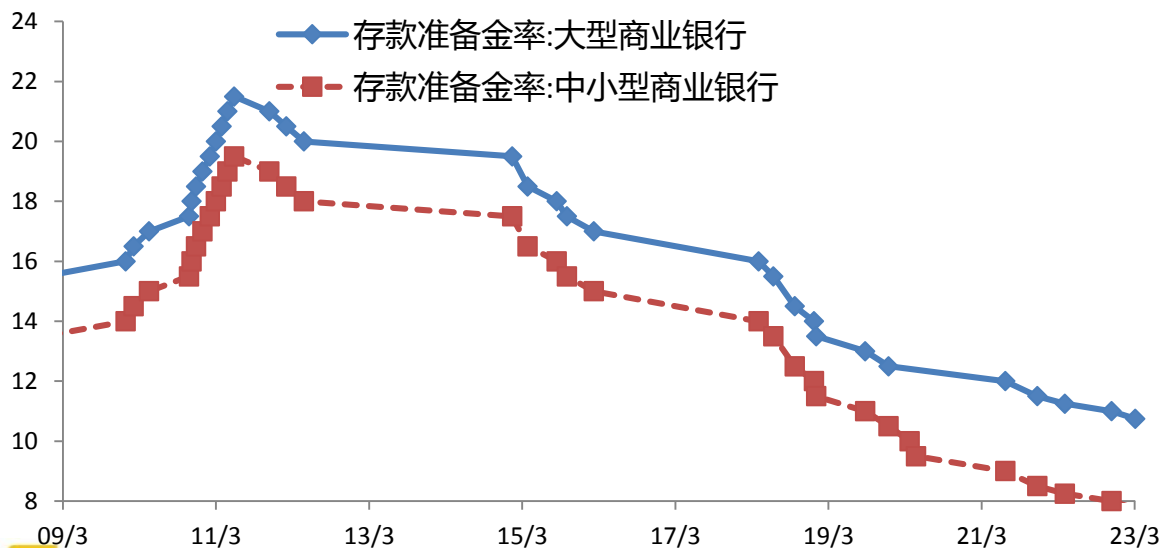
● 政策与债市供需

● 观点与交易策略

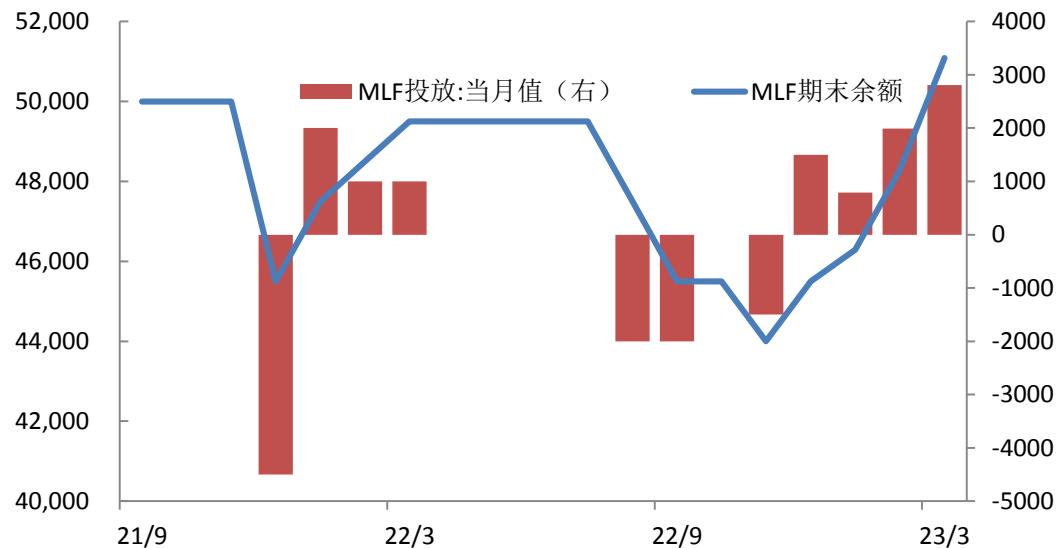
货币政策：央行超预期降准，释放流动性信号，资金面合理充裕

- 受税期等因素影响，一季度央行加大公开市场操作力度，并超预期降准。3月15日，央行开展4810亿元MLF操作，对冲当日到期的2000亿元MLF后，净投放2810亿元，净投放MLF规模创2020年12月以来最多。
- 3月17日，央行表示决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），略超市场预期，主要是经济恢复需更大政策支持力度，外部的不确定性加大和市场资金面有所收敛等原因，此次降准将释放长期资金约5000亿元，将有效补充银行体系的中长期流动性，保持市场资金面合理充裕。同时，也向市场传递维持资金面合理充裕的信号，为经济增长提供适宜的环境。

商业银行存款准备金率 (%)



MLF当月投放和期末余额 (亿元)

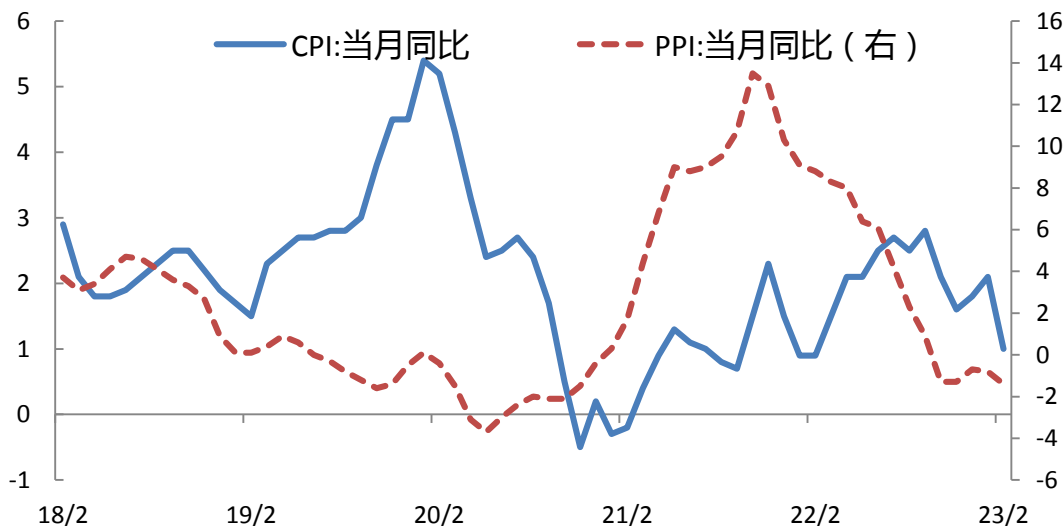


资料来源：Wind, 申万期货研究所

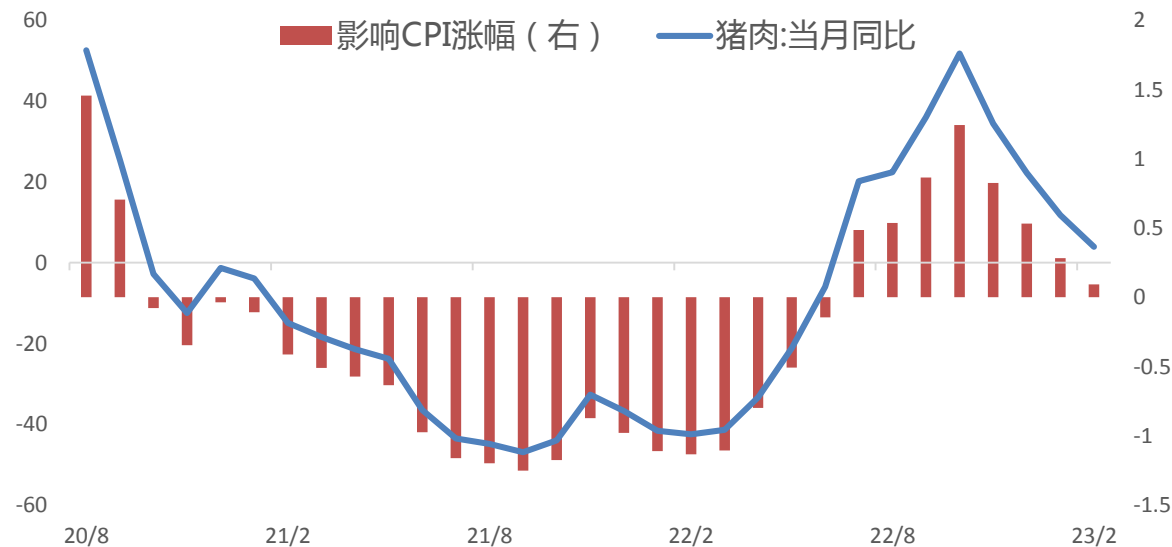
货币政策：物价处于低位为货币政策提供了空间

- 不同于海外的高通胀，国内物价仍处于低位，为央行实施货币政策提供了较大的空间。2月份CPI上涨1.0%，涨幅比上月回落1.1个百分点，同比涨幅回落较多，分项中食品和非食品等价格同比均有所回落，主要是受春节错月，节后消费需求回落、市场供应充足等因素影响。
- 2月份，PPI下降1.4%，降幅比上月扩大0.6个百分点，主要受上年同期对比基数较高影响，但也表明市场需求不足，仍有待改善。当前物价处于低位，短期通胀压力较小，不会对央行货币政策产生影响。

CPI和PPI当月同比走势 (%)



猪肉价格当月同比和影响CPI涨幅 (%)

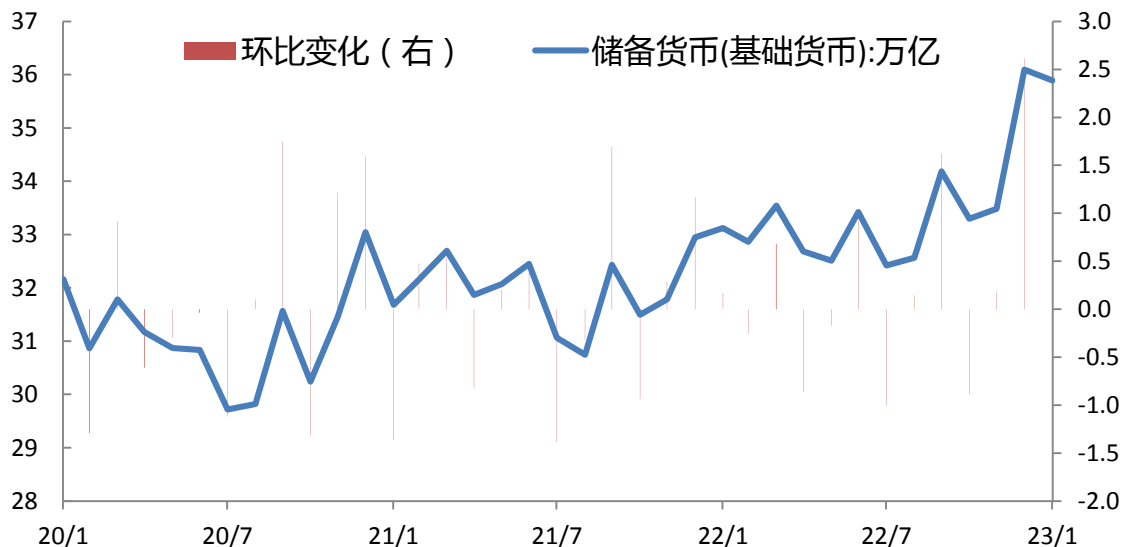


资料来源：Wind, 申万期货研究所

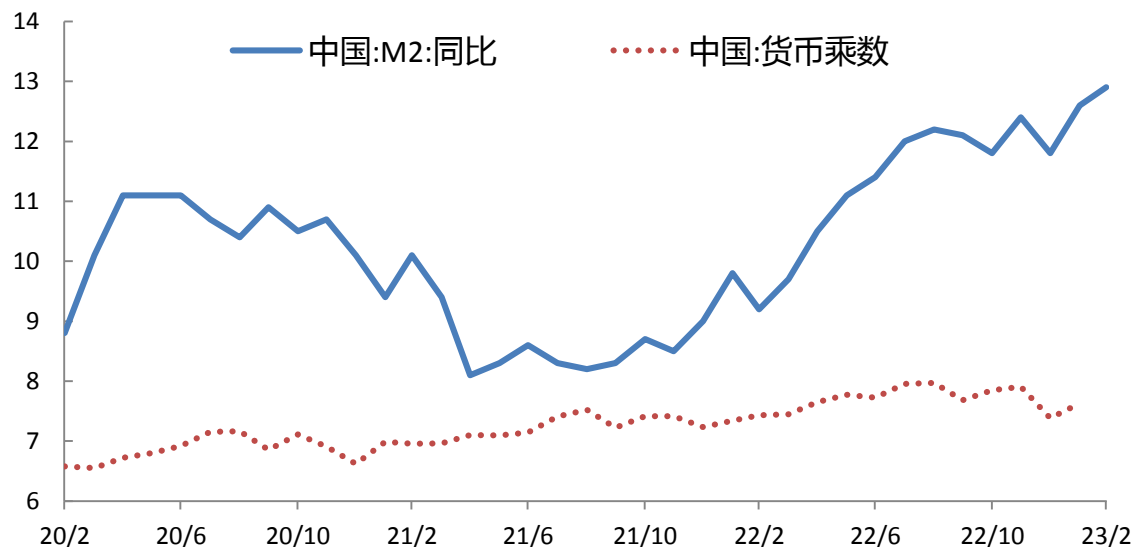
货币政策：M2增速创7年新高，二季度继续保持较高增速

- **基础货币明显增加。**2022年，央行通过上缴结存利润、公开市场操作和MLF等基础货币投放工具，增加基础货币3.15万亿，同时，受央行两次降准影响，货币乘数从7.25倍升至7.38倍。2月末M2同比增速高于市场预期，也是创2016年3月份以来的新高。M1增速比上月末低0.9个百分点，市场对流动性强的资金需求降低，M1-M2剪刀差也继续扩大，不过比上年同期高1.1个百分点，整体市场对资金需求较去年同期仍有所恢复。
- **二季度无忧，下半年需要加大政策工具操作。**最新2023年1月份货币乘数为7.63倍，3月份降准后，市场活跃度提升的情况下，预计货币乘数能够升至8左右，那么上半年依靠小额公开市场操作即可保持M2增速在12%的水平。但是下半年之后，要保持M2增速不变的话，在现有基础货币不变的情况货币乘数将需要提升至8.3倍，即需要再次降准，亦或是基础货币增加1.4万亿，即加大MLF等工具投放力度。

基础货币金额及环比变化（万亿元）



M2同比和货币乘数走势（%，倍）



资料来源：Wind，申万期货研究所

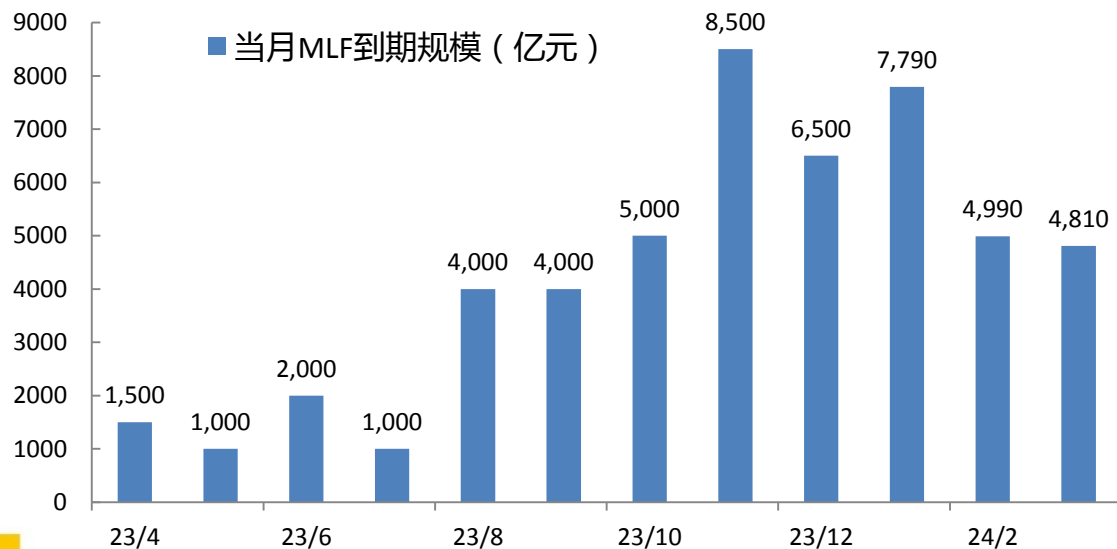
货币政策：近期货币政策官方表态

时间	来源	内容
2022-12-6	中央政治局会议	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合。积极的财政政策要加力提效， 稳健的货币政策要精准有力 ，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。
2022-12-16	中央经济工作会议	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。 稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
2023-2-24	货币政策执行报告	稳健的货币政策要精准有力。 要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕，
2023-3-5	央行行长讲话	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。目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。
2023-3-5	政府工作报告	稳健的货币政策要精准有力。 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。
2023-3-17	央行降准通知	精准有力实施好稳健货币政策，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能 ，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，更好地支持重点领域和薄弱环节，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，着力推动经济高质量发展。

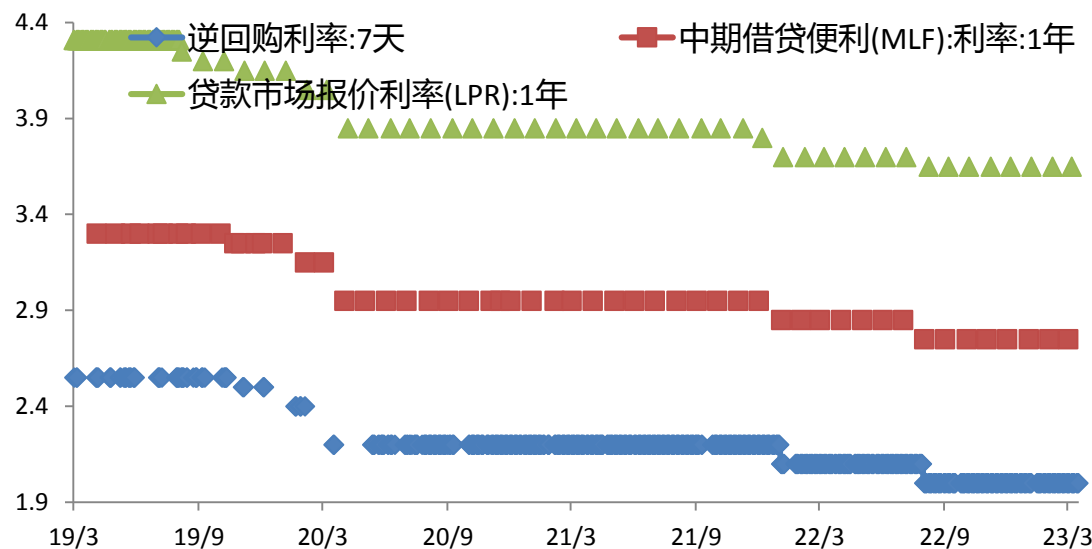
货币政策：二季度降准降息概率较低，结构性调控为主

- **二季度再次降准概率较低。**3月份央行降准是主动出击，维持整个流动性合理充裕。且选择在季末，距上次降准时间超过3个月。且2023年7月份之前到期的MLF金额较低，均不超过3000亿元，置换降准的需求下降。当前金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，已经不到8%，存款准备金率的使用空间逐步收窄。考虑到经济逐步恢复，短期央行继续降准的概率较低。
- **降息概率较低。**3月初央行行长在“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上表示，目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。在全球普遍维持高利率和国内经济逐步恢复的背景下，预计政策利率下调的概率较低。
- **政策边际收敛，以结构性调控为主。**随着宏观政策持续发力，经济逐步企稳回升，货币政策没有实施超级规模刺激计划的必要。整体看2023年货币政策宽松幅度将较2022年边际收敛，工具以结构性调控为主，短期资金面将继续保持合理充裕，但经济恢复后资金面存在收敛的可能。

当月MLF到期规模（亿元）



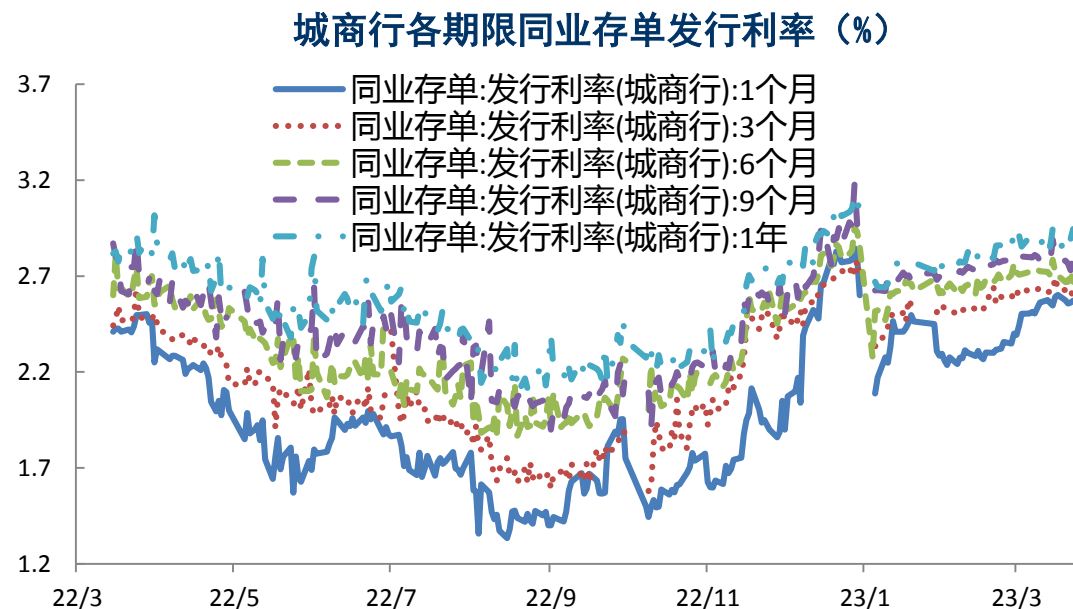
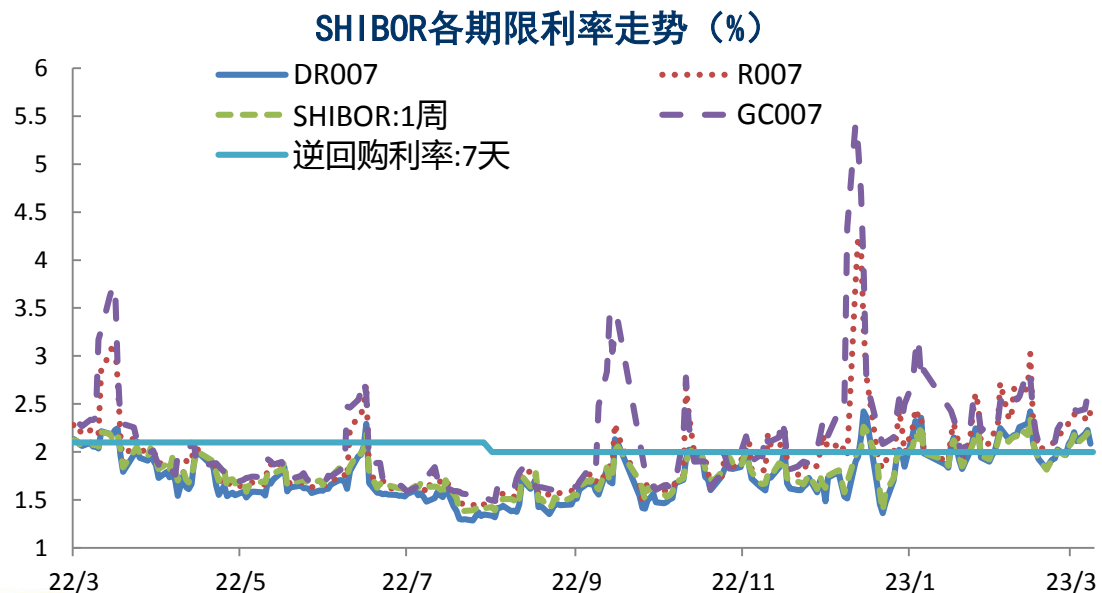
LPR、MLF和7天逆回购利率走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

资金面：资金面边际收敛，同业存单利率上行

- 今年以来，受企业融资需求恢复和央行货币政策保持稳健等因素影响，资金面持续收敛，目前已经处于政策利率上方，3月份央行降准向市场传递维持资金面合理充裕的信号，市场利率将维持在政策利率附近，但有继续边际收敛的可能。
- 从同业存单发行利率上看，年初以来，城商行各期限同业存单发行利率持续上行，说明银行信贷投放继续扩张，更多的银行的负债端需要资金支持，银行通过发行同业存单来补充负债的需求上升。

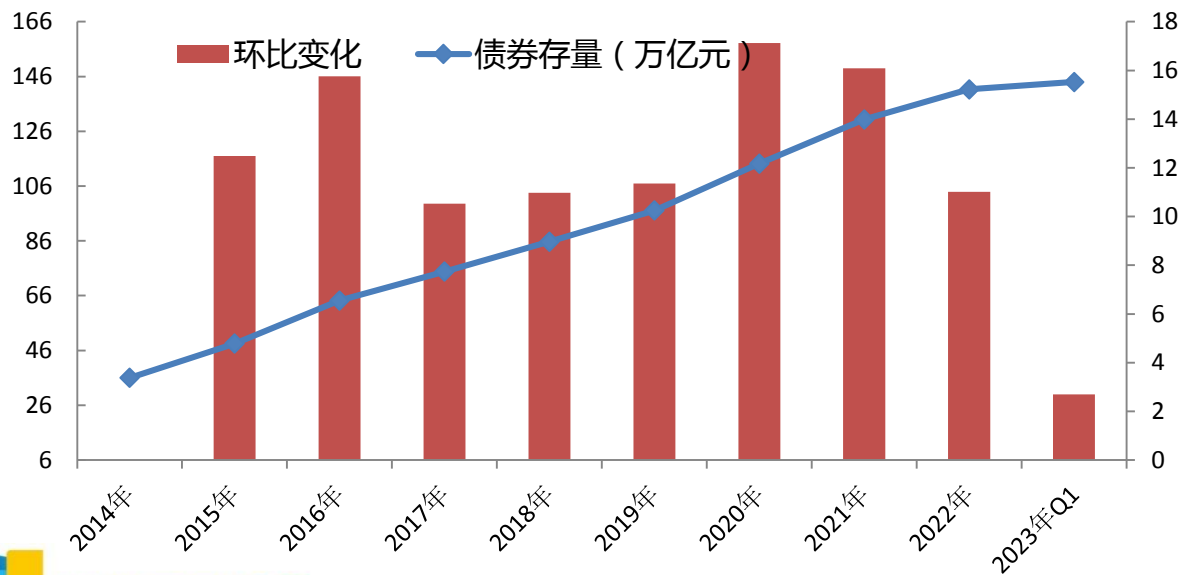


资料来源：Wind，申万期货研究所

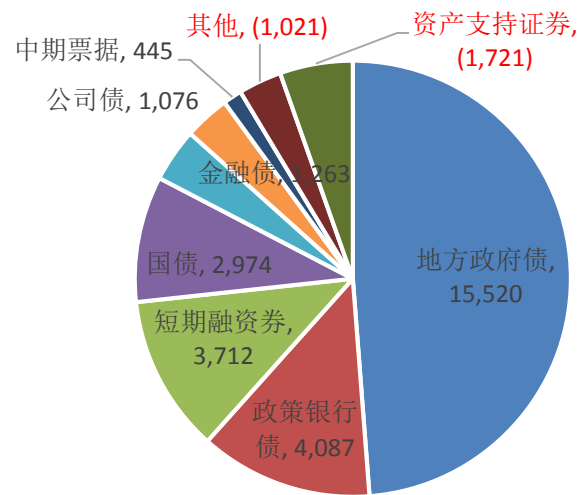
债券供需：利率债是债券净融资的主要部分

- 截至2023年3月末，我国债券市场存量规模已经超过144万亿，净融资额2.7万亿元，比去年同期减少42.49%。
- 从具体债券分布上看，前3个月利率债净融资额超过2.26万亿元，是债券净融资的主要部分，其中地方政府债券净融资额达到1.55万亿元，占债券市场净融资额比例超过55%，国债净融资额为2974亿元，政策性银行债净融资额为4087亿元。商业银行金融债净融资额1263亿元，同业存单净融资额为负。其他信用债方面，中期票据净融资445亿元，公司债净融资1076亿元，短期融资券净融资3712亿元。企业债存量规模减少205亿元，通过企业债融资的企业逐步减少，此外，资产支持证券规模减少1721亿元，基础资产供给仍不足。

债券存量（万亿元）



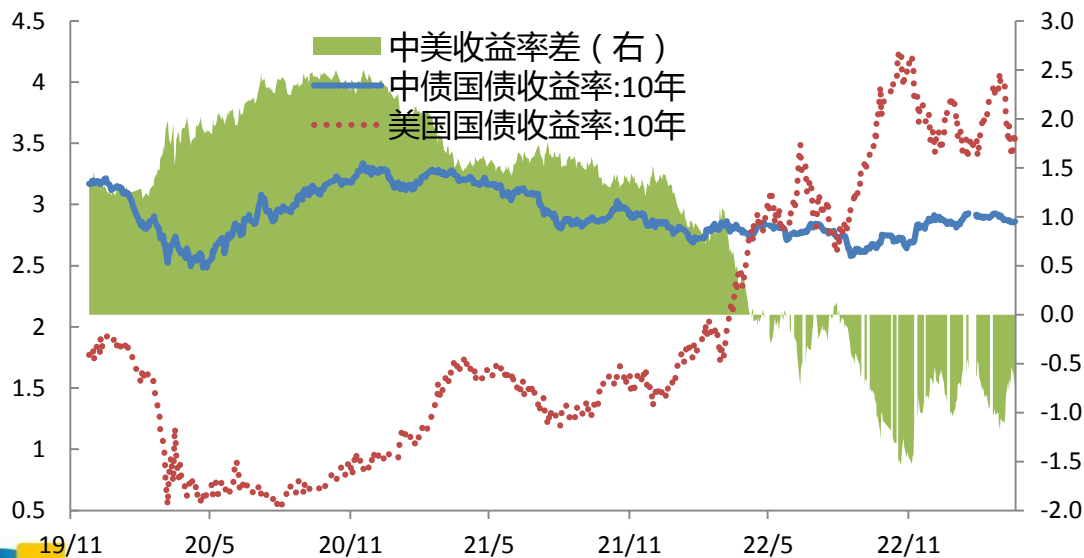
2023年一季度各品种净融资情况（亿元）



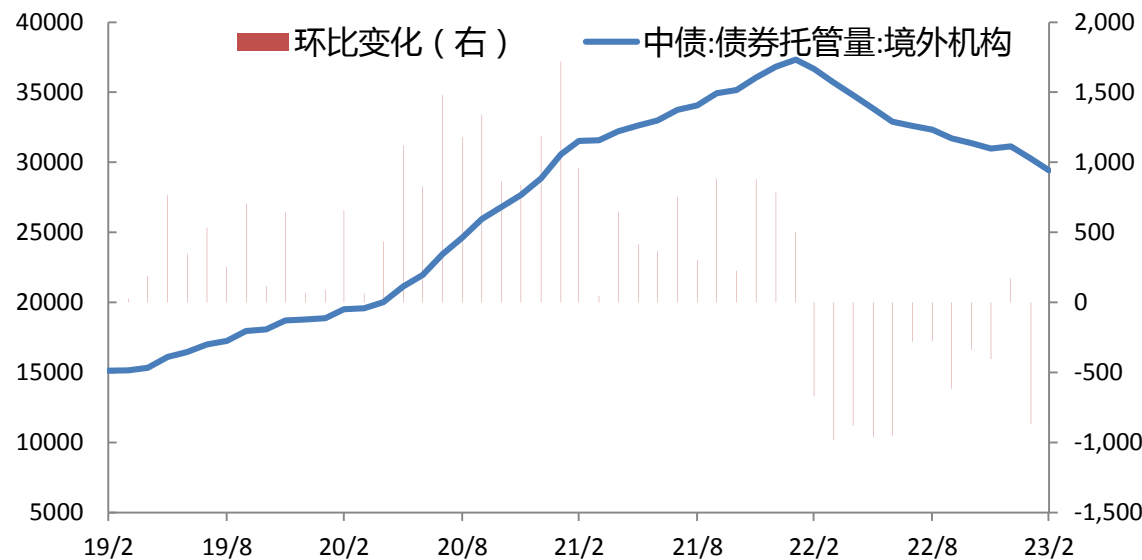
债券供需：中美利差倒挂，境外机构持债规模回落

- 国内国债收益率以震荡为主，维持在2.9%附近。而自2022年美联储加速加息之后，10年期美债收益率快速上行，最高突破4.2%，2022年二季度开始中美利差出现倒挂，中美利差最高倒挂超过150bp，目前有所收窄，但仍维持在70bp左右，导致境内资产配置吸引力下降。
- 境外法人机构投资者持债规模最高达到3.7万亿，但是随着中美利差倒挂，2022年2月份以来，境外机构持债规模持续回落，目前降至2.94万亿，后续境外机构持债规模或将继续减少。

中美债券收益率及利差走势 (%)



境外机构债券托管量及环比变化 (亿元)

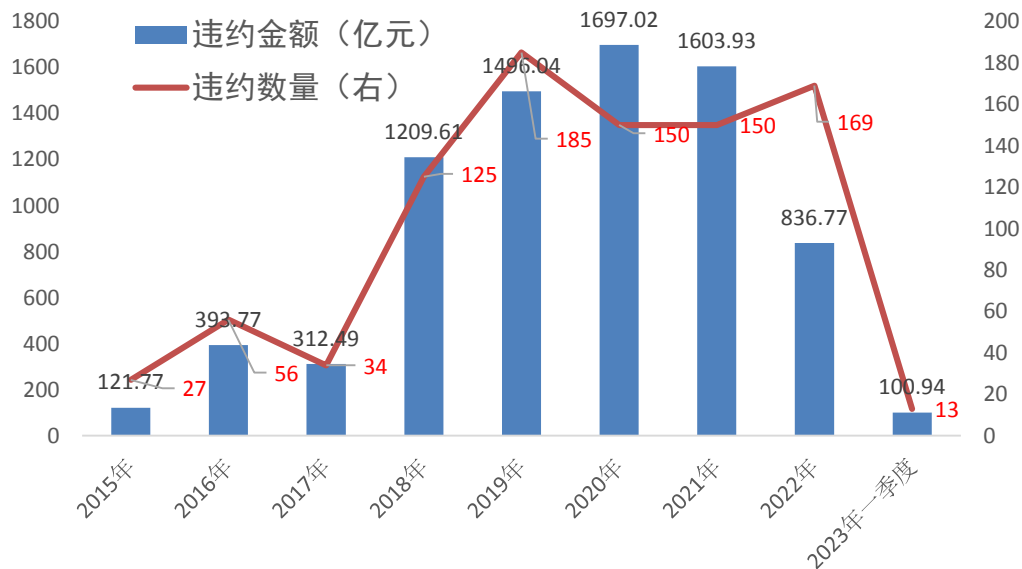


资料来源：Wind, 申万期货研究所

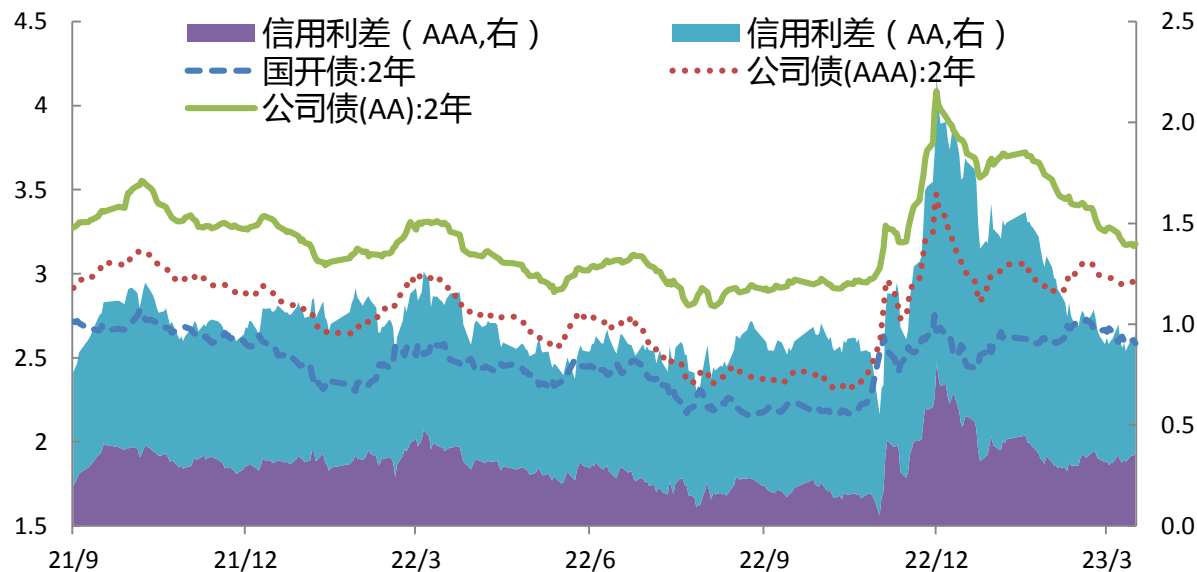
债券供需：违约企业减少，信用利差明显收窄

- 今年以来债券违约数量为13只，违约金额为100.94亿元，首次违约企业主要是荣盛和金科2家房地产企业。违约情况好于去年同期，随着市场对经济恢复预期回升，信用利差显著收窄，其中AAA公司债信用利差较去年底收窄18bp，AA公司债信用利差收窄67bp。
- 信用债投资建议以短久期，精选个券，可以适当下沉信用资质，重点卡防经营恶化，负债率高、融资受限、交叉违约和低评级债券。

债券违约只数和金额走势



2年期信用利差走势 (%)



债券供需：二季度供给增加，警惕资金面收敛

- 财政政策强调要加力提效，2023年目标赤字率上调0.2个百分点，同时地方政府专项债增加1500亿元至3.8万亿元，比去年同期均有所增加。预计二季度地方政府专项债融资将继续发力，净融资同时国债和政策性银行债券融资也将逐步恢复，带动债券融资处于高位。预计政府债券融资保持2.5万亿元，政策性银行债保持在5000亿元，金融债3000亿元，其他信用债债券融资规模7000亿元，合计约4万亿。
- 从持债主体上来看，利率债的发行对象多为商业银行，预计增加约2.4万亿元，基金类增加约7000亿元。随着中美利差倒挂，境外机构或继续减少国内债市配置。
- 根据债券市场供给需求情况，预计2023年二季度债市供给压力将继续维持高位，尽管短期央行仍会保持市场资金面合理充裕，对市场冲击不大，不过要警惕资金面收敛的可能，预计供需平衡表如下：

2023年二季度债市供需平衡表（亿元）

债券类型	净融资额	持债主体	增加持债
政府债券	25,000	商业银行	24,000
政策性银行债	5,000	基金类	7,000
金融债	3,000	境外机构	-1,000
信用债	7,000	其他	10,000
总供给	40,000	总需求	39,000

主要内容

● 国债期货市场回顾

● 海外经济政策展望

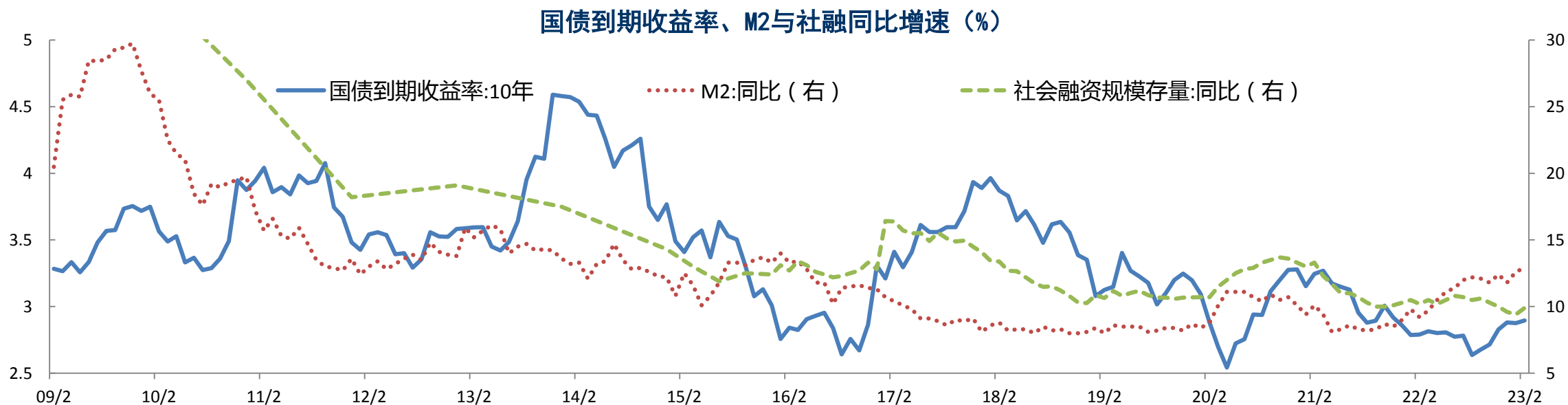
● 国内经济走势分析

● 政策与债市供需

● 观点与交易策略

债市观点：东风随春归，期债渐承压

- 受海外银行危机影响，市场波动仍将继续，避险情绪升温，美联储等央行加息周期有望结束。央行继续维持市场资金面合理充裕，机构仍存在较强的债券配置需求，短期利好债券市场，继续对国债期货价格形成支撑。
- 不过，国内房地产市场已经逐步回暖，市场景气指数和社会融资规模等领先指标开始回升，经济有望继续企稳回升，全年完成5%的经济增速目标压力不大，受基数影响，二季度将是全年经济增速的高点，对债券多头将形成冲击。随着降准利好落地和海外避险情绪缓和，宽信用效果逐步显现，经济持续恢复下央行继续降准降息概率较低，资金面存在边际收敛的可能
- 预计国债收益率仍以上行为主，10年期国债收益率有可能回升至3%上方，国债期货价格仍将面临调整压力。现券操作上建议短久期加杠杆为主，可以适当下沉信用，期货建议逢高沽空为主，关注套期保值和跨品种套利机会。



策略一：逢高做空国债期货合约

- 预计国债期货价格以调整为主，10年期国债收益率有可能回升至3%，5年期国债收益率有可能回升至2.9%，2年期国债收益率有可能回升至2.7%，建议国债期货各合约以逢高做空为主，总仓位控制在20%左右，注意控制风险。

10年期国债期货主力合约价格走势（元）



2年期国债期货主力合约价格走势（元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

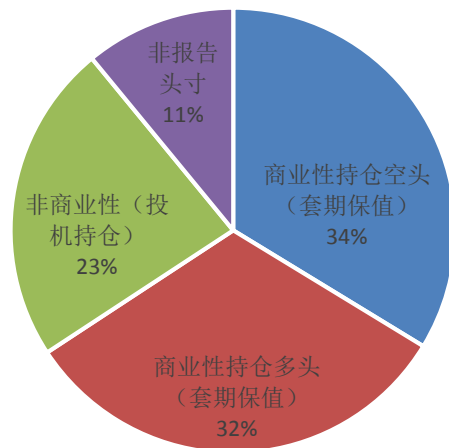
策略二： 卖出套期保值对冲风险， 管理产品净值

- 持有现券或承销、做市对冲风险，锁定利润：通过卖出国债期货获得盈利锁定利润。
- 构建久期中性债券组合：资管产品打破刚性兑付，实行净值化管理背景下，2022年四季度银行理财产品净值出现大幅波动，可通过债券现货和期货组合设计收益相对稳定的资管产品。
- 控制借款成本：需要在将来借入款项的投资者用来防范利率的上升。



- 锁定未来买入债券的成本。投资预期将来买入债券，预期利率下行，则可以先在国债期货市场买入期货，锁定未来买入现券的成本。

芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构

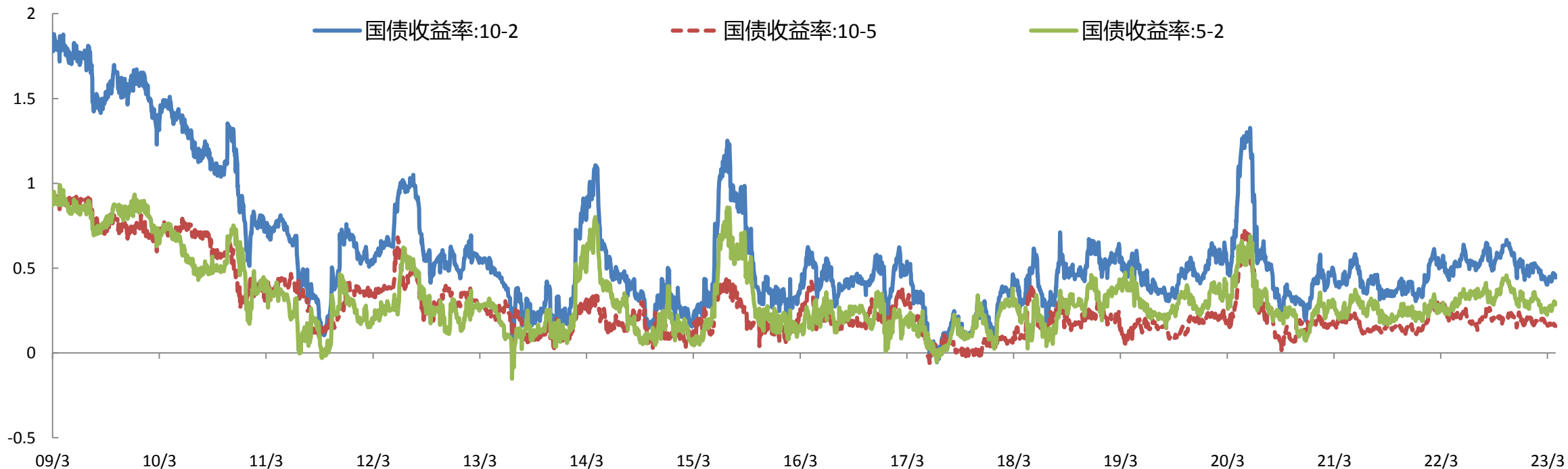


资料来源：CFTC，申万期货研究所

策略三：关注跨品种套利机会

- 央行降准落地后，不仅能够加大银行贷款投放能力，支持实体经济发展，也向市场传递维持资金面合理充裕的信号。预计央行将继续维持市场资金面合理充裕，为经济增长提供适应的环境。相对更加利好短端债券市场，长短期国债利差有扩大的可能，策略上建议关注空T多TS的套利机会。

10年和5年、2年期国债收益率利差走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

债市观点：2023年二季度国债期货策略总结

策略建议一

逢高做空

- 理由：随着宽信用效果逐步显现，国债期货价格后市存在调整压力。
- 建议国债期货各合约以逢高做空为主，总仓位控制在20%左右，注意控制风险。

策略建议二

套期保值

- 理由：国债收益率以上行为主，国债期货价格存在调整压力。
- 策略：建议金融机构关注海内外经济基本面的变化，结合自身需求，通过卖出国债期货获得盈利锁定利润，规避持有现券或承销、做市风险。

策略建议三

关注跨品种套利

- 理由：经济恢复初期，央行将保持市场资金面合理充裕，长短期国债利差有扩大的可能。
- 策略：可以考虑做空短端，做多长端国债期货套利。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。