



金融投资专业理财

瑞达期货柳瑜萍

从业资格号：F0308127

咨询资格证号：

Z0012251

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：[www.rdqh.com](http://www.rdqh.com)

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



## 国债：债市趋势性行情尚未形成 继续博弈基本面数据修复强度

### 内容提要：

3月以来，海外银行业风险事件频发，国内外风险偏好明显回落，股债跷跷板效应明显叠加资金流动性趋松，国债相较上月末整体收涨。回看整体一季度，国债期货在1月份仍处于较为悲观的交易情绪，3月份整体延续2月份的修复态势。国内经济基本面来看，2月信贷增长延续“开门红”，释放经济加快复苏信号，以餐饮、出行为代表的居民消费回升较快，以上因素共同推动3月制造业和非制造业PMI指数继续保持在扩张区间。政策面上看，本月小幅降准略超市场预期，政策面持续释放引导经济增速较快回升信号。在结构性稳增长压力下，短期内货币政策或仍将维持宽松的流动性环境，引导市场利率持续保持在政策利率附近的合理范围内波动。临近季末，隔夜银行间资金利率明显下行，但7天以及14天的跨月品种资金利率仍维持高位，后续市场利率回归政策利率，预计4月资金面将延续宽幅震荡。海外方面，美联储如期加息25个基点，鲍威尔发言偏鹰派，美元及美债收益率走低，但对国内债市影响有限。海外货币政策在短期内或仍将维持紧状态。对债市而言，当前经济复苏的大趋势已基本确定，后续需重点关注政策效果显现下的宽信用和稳增长效果，短期来看，经济恢复初期预期积极，但当前债市价格或已充分定价经济复苏预期；长期来看，维持看空债市的观点，下半年通胀压力上行、货币政策收敛叠加资金利率中枢抬升的多重利空因素或将共同压制债市。

在以上背景下，4月10年期国债收益率维持窄幅震荡的概率较高，目标位或围绕2.85%，全年利率中枢在2.75%附近，目前10年期国债收益率在2.86%一线。操作上，近期避险情绪上升以及央行呵护季末流动性期债主力合约小幅回暖，短期建议投资者持券观望。季末资金压力结束后，交易主线仍将围绕基本面，或保持在2.85%附近震荡。短端利率或将有一定的下行空间，长端债券的博弈点或仍在经济复苏预期与政策灵活调节上，中短线操作时，T2306可持券观望，保持谨慎偏多。在100.300以上适当布局多单，止盈点位在100.735附近，盈亏比设置在2:1。

## 策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2306
操作方向	做多
入场点位	100.300 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	100.082 附近

## 风险提示：

经济增速超预期；货币政策超预期调整；流动性超预期变化。

## 一、3月国债期货行情回顾

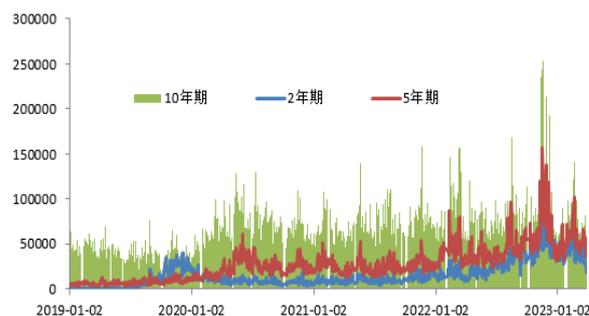
海外金融风险事件频发，风险偏好回落叠加降准支持资金面趋松，月末期债震荡略偏暖，3月国债期货整体收涨。截止3月30日收盘，十债主力报100.37，月度上涨0.55%，所有合约共成交142.41万手，环比减少33.47万手，日均持仓量减少3.08%至18.24万手；五债主力报100.99，月度上涨0.39%，所有合约成交量减少16.11万手至112.16万手，日均持仓量减少1.30%至10.59万手；二债主力报100.86，月度上涨0.24%，所有合约成交量减少19.32万手至77.34万手，日均持仓量增加22.28%至6.20万手。从价差上看，3月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所收窄，而五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差有所走扩。

图 1：三大国债期货主力收盘价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

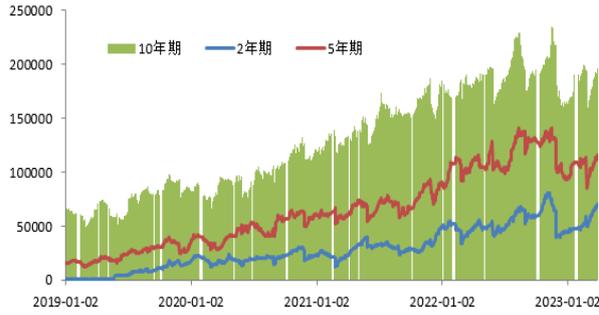
图 2：国债期货日成交量



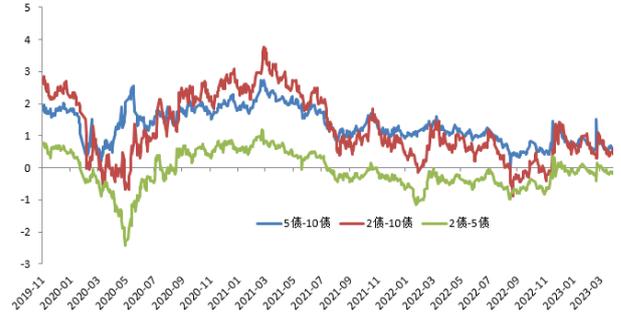
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 3：国债期货持仓量

图 4：国债期货主力之间的价差



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

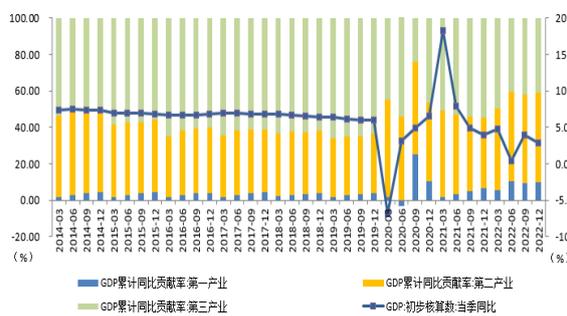
## 二、经济基本面分析

国内疫情影响减弱，供需两端持续好转。2023 年 1-2 月，多项指标较去年 12 月有所改善，总体表现优于预期。随着防疫优化，疫情影响褪去叠加春节过后劳动力复工率明显提升，企业生产链恢复正常；而在基建和制造业的推动下，投资端支撑整体经济运行，其中地产景气度回暖明显，保交楼进一步推进；居民消费受节日带动释放，市场销售同比增长，接触型、出行类服务消费快速回暖，升级类消费需求继续释放，新型消费模式激发消费活力。2023 年开年，在海外经济始终承压的背景下，我国经济迎来了较好开局。

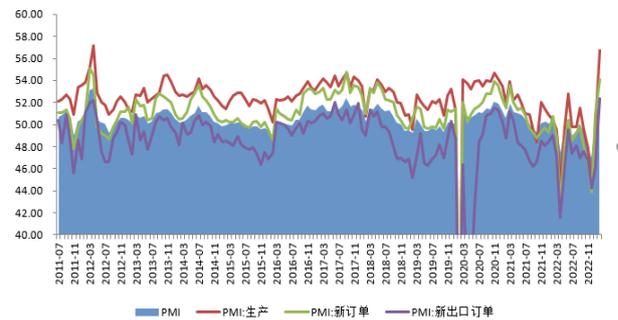
今年《政府工作报告》面对内外需需求不足甚至出现收缩的问题，明确提出要“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”，可以看出，扩大内需是重中之重。随着一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，2023 年经济形势有望边际好转。

图 5：四季度 GDP 同比保持增长

图 6：3 月中国制造业 PMI 保持扩张态势



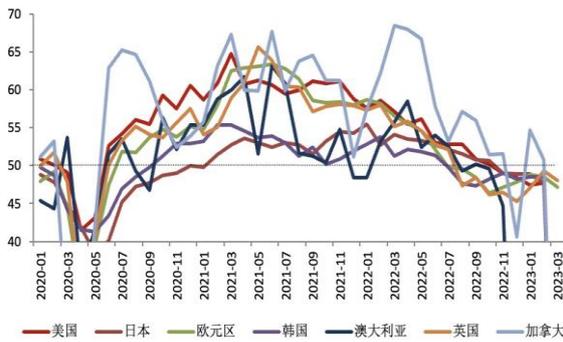
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



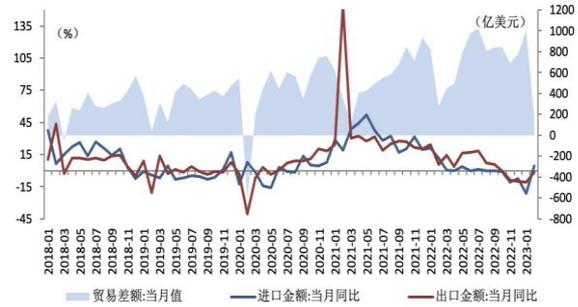
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：主要经济体制造业 PMI

图 8：2 月中国进出口数据

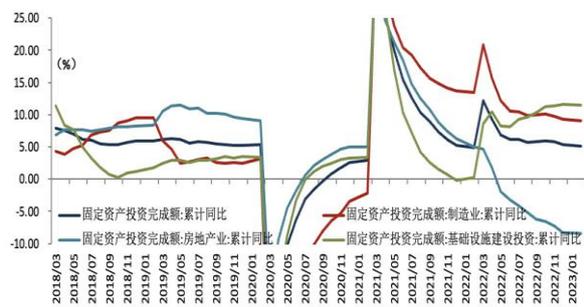


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



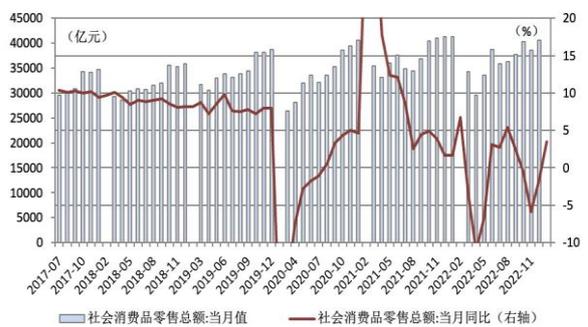
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资各项累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国社会消费品零售销售数据回暖



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

工业生产方面，2023 年 1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 2.4%，比 2022 年上行 1.1 个百分点。工业增加值 1 月份和 2 月份环比增长分别为 0.26%和 0.12%。分三大门类来看，1-2 月份采矿业增速小幅回落，制造业平稳增长，水电燃气生产大幅回落。1-2 月份制造业生产回升，但环比显示工业生产依然偏弱。从行业来看，汽车、医药、塑料制品和纺织业生产增速回落，计算机电子和电气机械的生产分化，而稳增长相关的黑色、有色金属冶炼增速上行。总体而言，外需回落叠加内需弱修复的大背景下，2023 年的工业生产仍然面临一定的压力。房地产、汽车、出口是工业生产的保障。汽车行业有望再度受到政策支持，然持续性有限，此外海外需求回落使得出口有所走弱，出口增速难言乐观，房地产增速有修复信号，整体仍处于底部区间。

投资方面，2023 年 1-2 月，投资依旧展现了其较强支撑经济的作用，是本轮疫情结束后经济复苏的关键因素。1-2 月，固定资产投资同比增长 5.5%，涨幅上涨 0.4 个百分点。高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，基建投资在“财政前置”影响下持续回升，并且值得关注的事，房地产行业降幅收窄。随着政策效应的逐步体现，地产行业后续料有所回暖。

基建发力支撑整体固投。1-2 月基建投资增长 9.1%，较去年 12 月小幅回落，但总体偏高，资金、

---

项目双重松绑推动落实下，基建投资延续良好态势。水利和公共设施管理业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长。2023年财政靠前发力，各地披露的专项债提前下达额度规模较2022年同比增幅明显，同时，经济复苏道路上依旧有较多不确定性，此时作为传统重要抓手的基建理应起到拖动经济的作用，因此接下来政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，来缓解项目资金压力、助力现代基建。加之信贷投放前置，基建投资增速有望继续走高。

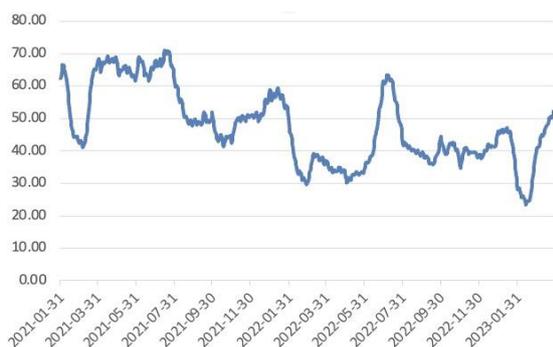
消费方面，2023年1-2月，社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%，时隔5个月重返正数，前值为下降1.8%，改善5.3个百分点；两年平均增长5.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额70409亿元，同比增长5.0%。整体来看，2022年消费市场受疫情压制较明显，而在后疫情时期第一个春节带动下，返乡以及拜年带来的出行需求得到充分释放。展望未来，2023年社零增速或将延续改善态势，扩内需促消费系列政策逐步见效，消费者信心恢复，消费市场有望企稳复苏。从就业角度来看，本轮疫情影响减弱后，经济环境有所改善，就业压力得到一定缓解，但由于季节性因素小幅上涨，1-2月全国城镇调查失业率为5.6%，比上月回升0.1个百分点；31个大城市城镇调查失业率为5.7%，较上月下降0.1个百分点，形势继续好转。但需要注意的是，青年人失业率连续两月上漲，16-24岁调查失业率较上月回升0.8个百分点至18.1%，就业优先政策仍需继续发力。就业局势的持续回暖需要进一步落实稳就业政策和加大稳就业力度，预计后续随着工业生产回暖、企业活力提升叠加稳就业政策发力，我国就业形势将保持稳定。2023年中国经济复苏确定性较高，就业相应改善，居民收入也会相应提高，这将有效带动提高居民的消费意愿和消费能力。

从经济领先指标来看，制造业产需复苏，景气水平两年次高经济发展企稳回升，制造业维持高景气度。中国3月官方制造业PMI录得51.9，前值52.6，预期51.5；非制造业PMI58.2，前值56.3，预期55。受上月高基数等因素影响，制造业PMI有所回落，但景气水平仍为近两年次高点，疫后稳经济政策措施效应进一步显现。随着国内经济循环加快恢复，产需两端继续扩张，制造业生产指数和新订单指数分别为54.6和53.6；各规模企业PMI保持扩张，恢复发展动能较强；企业信心稳定，反映市场对近期经济恢复发展预期向好。但值得注意的是，稳就业压力尚存。促消费政策显效发力，服务业恢复动力有所增强。3月我国非制造业景气度录得58.2，比上月上升1.9个百分点，为近年高点，非制造业恢复发展步伐加快。其中，服务业加快恢复，加快回升，商务活动指数为56.9，高于上月和上年同期1.3和10.2个百分点，消费需求回暖所拉动。零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0高景气度线，表明近期居民消费和商旅出行意愿增强，相关行业市场活跃度较快回升。而随着气候转暖各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动扩张加快，建筑业PMI指数小幅上涨5.4个百分点至65.6，维持快速扩张态势，支撑整体非制造

业景气水平。

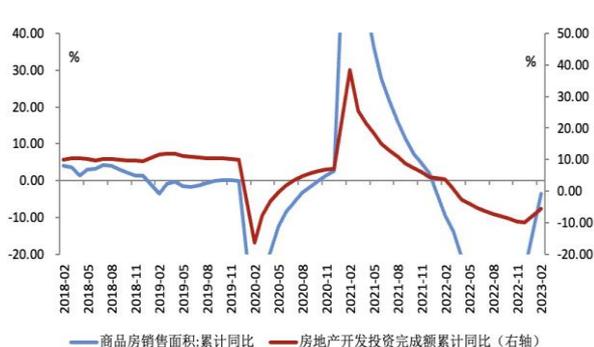
总的来看，随着疫情防控较快平稳，我国经济延续恢复发展态势，景气水平已明显回升，产需两端超季节性恢复，内需改善显著。后续随着一揽子稳增长政策逐步显效，叠加国内需求的进一步修复，我国制造业料将进一步改善。但需要注意的是，我国目前经济水平较疫前仍有一定距离，部分指标仍在还在荣枯线以下。

图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）



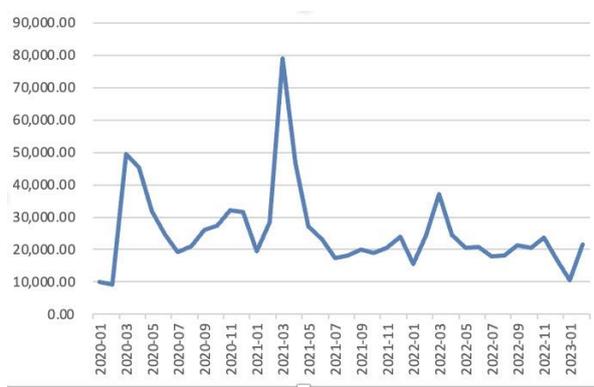
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比



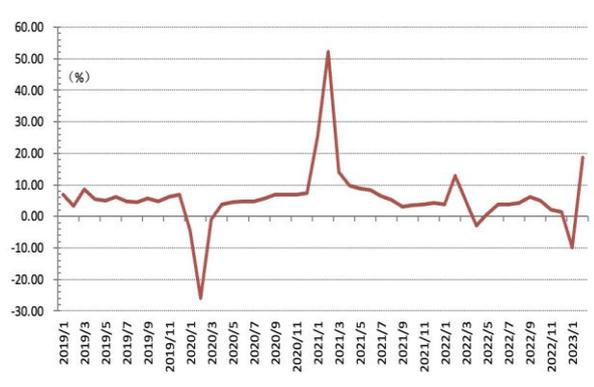
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13：挖掘机销量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：规模以上工业企业增加值增速

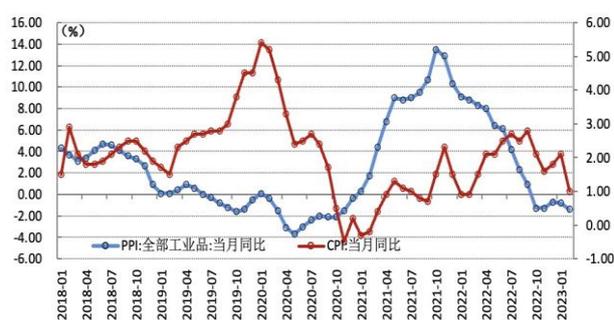


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

节假日拉动效应褪去、此前带动的消费需求回落，叠加基数影响，使得本月商品价格回落。食品分项价格多数下跌，核心通胀降温，我国通胀水平压力较低。核心 CPI 低位运行，但同时这也显示出终端需求保持偏弱。PPI 方面，国内稳增长预期向好，需求逐步回暖，叠加近期基建开工进程有所加快，基建等相关行业如黑色金属冶炼及压延加工业环比有所上行，但政策效果仍需一段时间方才体现，目前来看始终维持较低景气度，下游需求疲弱导致终端价格仍处于低位。当前经济处于复苏初期阶段，叠加房地产市场或仍低位运行，预计 PPI 在未来一个季度内将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

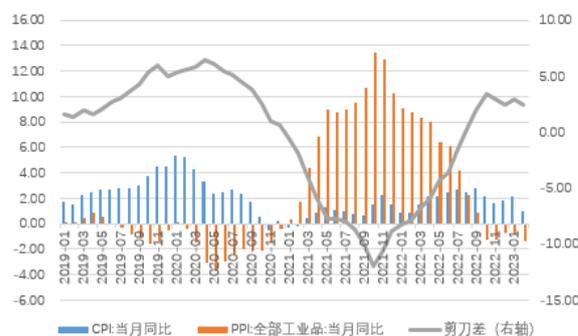
随着疫情防控政策大幅放宽，接下来消费复苏的潜力巨大，但这需要一定的时间。从政策角度来看，《政府工作报告》明确提出要“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”，后续随着扩内需政策持续显效，CPI 料将缓慢上涨自低位缓慢上涨。同时，在全球经济下行甚至衰退的背景下，工业品价格如去年一般大幅上涨的可能性也不大。从政策端来看，短期内通胀大概率不会对货币政策形成掣肘，稳增长、扩大内需相较于稳通胀来说更为迫切。而从中长期来看，宽信用影响逐步释放，经济若明显好转和通胀升温等态势显现，央行或将会开始边际收紧货币政策以实现逆周期调控。

图 15：中国 CPI 及 PPI 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16：CPI、PPI 剪刀差小幅回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

### 三、资金面分析

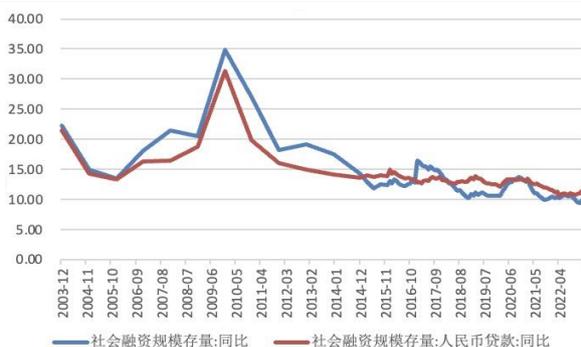
2 月信贷强、社融弱的特征体现的是投资端较强、消费端仍需发力的特征，企业和居民部门之间融资需求有所分化。在经济修复预期改善带动市场主体融资需求明显上升，政策面鼓励银行靠前投放信贷等因素综合作用下，企业信贷表现优异，而居民端信贷需求依然较弱，但已扭转此前连续少增态势，消费以及购房需求双双改善。2 月的社融总量修复的幅度有限，预计高基数的影响下，2023 年一季度的社融增速仍有可能继续下探。制造业与非制造业从业人员指数均重回扩张区间，就业压力缓解，也将调整整体社会风险偏好，有助于居民支出意愿改善，居民消费与信贷能力有了一定动能，后续有望进一步上调。2 月社融数据总量超出预期，信贷依旧呈现“企业强、居民弱”的特征，但已逐步好转，宽信用政策效果逐渐显现。在政策持续落地和效果显现情况下，预计房地产景气度将持续改善，居民端加杠杆意愿将增强，预计 2023 年接下来金融数据层面有望转暖。

2 月份 M2 进一步上升，同比增长 12.9%，增速较上月上升 0.3 个百分点，达近七年内新高。M2 的高增或主要受到基数效应的拉动以及派生存款的影响。M2 增速与社融增速剪刀差总体偏高，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱

实向虚。在二季度不排除央行后续通过引导 MLF 和 LPR 利率下行手段刺激实体经济融资需求的可能性，但相比此前下调幅度可能较为有限。后续在政策支持下信贷进一步回暖，剪刀差有望收敛。2 月份 M1 同比增长 5.8%，增速较上月回落 0.9 个百分点，主要是季节性因素影响，企业对经济前景预期以及实体投融资意愿目前看来较好。本月 M2-M1 剪刀差较 11 月剪刀差走阔 1.2 个百分点至 7.1%，或表明宽信用传导路径不够通畅，居民储蓄意愿较强依旧带来一定压力。

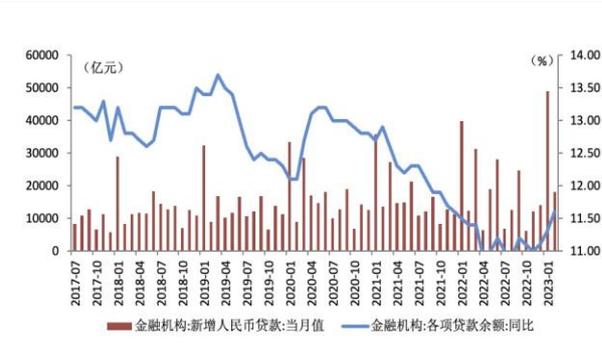
值得注意的是，居民存款同比多增的特点在今年 1 月份尤其显著，但到了 2 月份已有了显著转变。从 2 月份 PMI 具体分项来看，制造业与非制造业从业人员指数均重回扩张区间，就业压力的缓解，也将调整整体社会风险偏好，有助于居民支出意愿改善，居民消费与信贷能力有了一定动能，后续有望进一步上调。2 月社融数据总量表现较好或表明刺激融资需求政策效果有所显现，宽信用进程有望进一步推进，预计短期内货币政策仍将维持宽信用、宽货币，央行仍将维持流动性合理充裕以满足经济稳增长需求。

图 17：社会融资规模存量增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：2 月信贷数据延续“开门红”



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

2023 年以来，随着年初信贷投放加快，经济修复预期升温，流动性不确定因素较多，资金利率运行中枢抬升。3 月 MLF 延续等价增量续作，操作量为 4810 亿，本月到期量为 2000 亿，这意味着本月央行实现 2810 亿净投放，为连续第四个月增量续作，有助于缓解资金利率快速上行趋势，以及推进宽信用进程以支持经济延续恢复。3 月 27 日，年内央行实施的首次全面降准也在正式落地，央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，向市场释放长期资金约 6000 亿元。3 月受到政府债缴款、税期等因素影响，市场资金价格持续走高。即便是央行接连在 MLF 和降准上释放投入长期资金信号，也未能立即缓解市场情绪。3 月 21 日，DR007 一度上行至 2.23%，为 3 月以来的最高点，3 月 DR001 利率震荡也明显加大，利率上行至 2.28% 上方，并继续与七天期倒挂。至 3 月 30 日隔夜回购加权利率跌破 1% 整数位，并创逾两个月新低，预计跨季压力结束后 DR007 将回归政策利率附近，而隔夜利率将在 7 天利率下方运行。在稳增长压力下，短期内货币政策或仍将维持宽松的流动性环境，

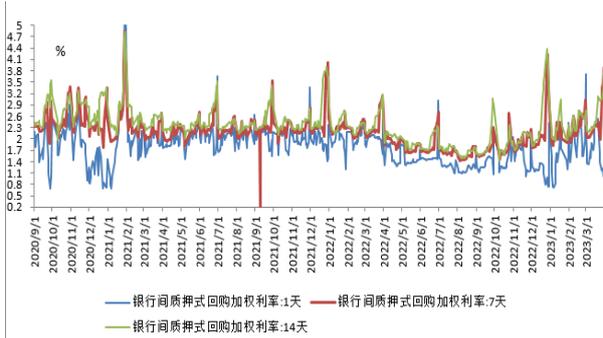
引导市场利率持续保持在政策利率附近的合理范围内波动，并进一步支持宽信用进程的推进。货币政策在总量上的宽松将会较为谨慎，后续随经济复苏企稳货币政策逐渐向中性回归。

3月资金利率相较上月末涨跌不一，主要期限国债到期收益率小幅下行。截至3月29日，隔夜银行间质押式回购利率较2月28日下行269bp，7天期、14天期、21天期分别上升41.93bp、63.95bp、47.14bp，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别较2月28日下行5.28bp、4.17bp、3.96bp、3.54bp和5.54bp。

在债券发行量方面，2月份，2月份，债券市场共发行各类债券54724.3亿元，国债发行6730亿元，地方政府债券发行5761.4亿元，金融债券发行8053.5亿元，公司信用类债券发行9297.1亿元，信贷资产支持证券发行213.4亿元，同业存单发行24525亿元。截至今年2月末，债券市场托管余额为146.4万亿元。其中，银行间市场托管余额126.9万亿元，交易所市场托管余额19.5万亿元。分券种来看，国债托管余额25.3万亿元，地方政府债券托管余额36万亿元，金融债券托管余额34.8万亿元，公司信用类债券托管余额32万亿元，信贷资产支持证券托管余额2.4万亿元，同业存单托管余额14.3万亿元；商业银行柜台债券托管余额437.5亿元。

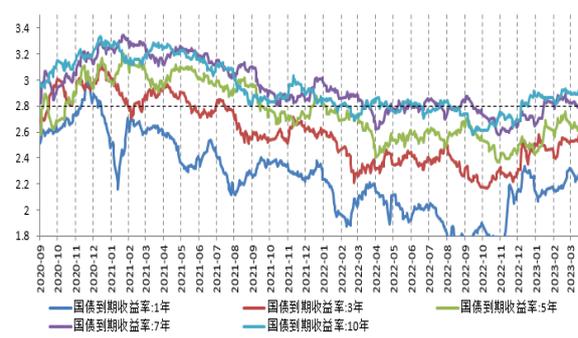
在债券市场运行方面，2月份，银行间债券市场现券成交21.7万亿元，日均成交10835.9亿元，同比增加9.0%，环比增加22.2%。单笔成交量在500-5000万元的交易占总成交金额的45.4%，单笔成交量在9000万元以上的交易占总成交金额的47.4%，单笔平均成交量4653.1万元。交易所债券市场现券成交3.1万亿元，日均成交1532.5亿元。商业银行柜台市场债券成交16.9万笔，成交金额219.6亿元。

图 19：各期限银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：中证主要期限国债到期收益率整体下行



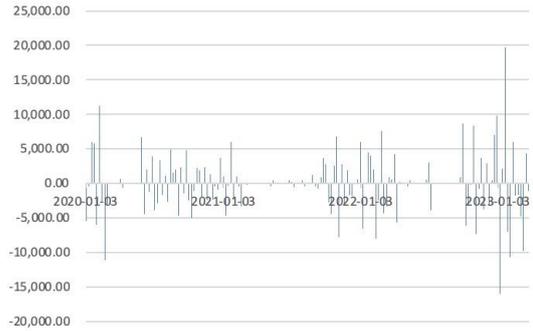
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 21：国债发行量（亿元）

图 22：公开市场货币净投放（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

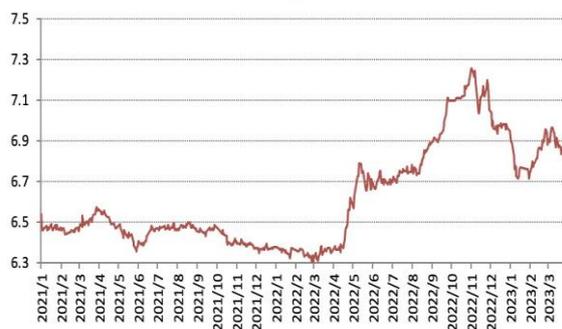


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回购及央票。

## 四、海外经济与汇率分析

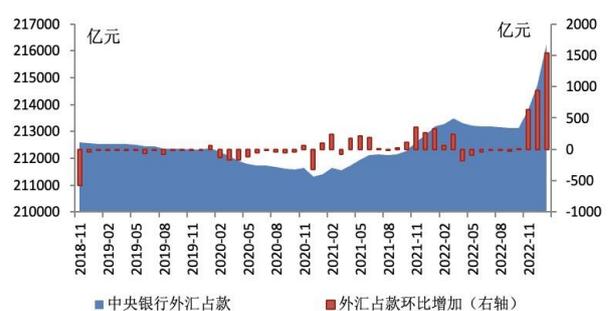
近期全球银行业一直处于动荡之中。在硅谷银行于今年 3 月 10 日倒闭之后，瑞士信贷的倒闭以及德意志银行危机再次引发了人们对金融业动荡进一步蔓延的担忧。在美国和欧洲央行持续加息背景下，美欧银行业的流动性危机可能还会继续蔓延，因此美联储加息产生的外溢效应及其对全球金融体系的影响值得高度关注。3 月 22 日，美联储如期宣布加息 25 个基点至目标利率区间 4.75%-5%，美元及美债收益率应声走强，表明现阶段抗通胀在货币政策的权重依然高于稳金融。而相较于美国，中国国内通胀压力较小，且货币政策宽松取向未改，海外金融风险频发导致投资者风险偏好明显回落，避险情绪对债市构成一定利好。

图 23：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 五、3 月期债投资建议

3 月以来，海外银行业风险事件频发，国内外风险偏好明显回落，股债跷跷板效应明显叠加资金流动性趋松，至 3 月最后一个交易日，国债相较上月末整体收涨。回看整体一季度，国债期货在 1 月

份仍处于较为悲观的交易情绪，3月份整体延续2月份的修复态势。国内经济基本面来看，3月全国两会召开，政府工作报告强调“推动经济运行整体好转”，2月信贷增长延续“开门红”，释放经济加快复苏信号，疫情影响基本消散，以餐饮、出行为代表的居民消费回升较快，以上因素共同推动3月制造业和非制造业PMI指数继续保持在扩张区间，且均处于较高景气水平。政策面上看，本月小幅降准略超市场预期，政策面持续释放引导经济增速较快回升信号，但消息宣布后对于现券和国债期货的影响均较为有限。在结构性稳增长压力下，短期内货币政策或仍将维持宽松的流动性环境，引导市场利率持续保持在政策利率附近的合理范围内波动。临近季末，隔夜银行间资金利率明显下行，但7天以及14天的跨月品种资金利率仍维持高位，后续市场利率回归政策利率，预计4月资金面将延续宽幅震荡，央行在总量政策上较为谨慎。海外方面，美联储如期加息25个基点，鲍威尔发言偏鹰派，美元及美债收益率走低，但对国内债市影响有限。海外货币政策在短期内或仍将维持紧张状态，但经济基本面的韧性对汇率的支撑较强，预计汇率因素对货币政策的掣肘将有所减弱。对债市而言，当前经济复苏的大趋势已基本确定，后续需重点关注政策效果显现下的宽信用和稳增长效果，短期来看，经济恢复初期预期积极，但当前债市价格或已充分定价经济复苏预期，且货币政策快速收紧的可能性不大仍对债市形成一定支撑；长期来看，维持看空债市的观点，下半年通胀压力上行、货币政策收敛叠加资金利率中枢抬升的多重利空因素或将共同压制债市。

在以上背景下，4月10年期国债收益率维持窄幅震荡的概率较高，目标位或围绕2.85%，全年利率中枢在2.75%附近，目前10年期国债收益率在2.86%一线。操作上，近期避险情绪上升以及央行呵护季末流动性期债主力合约小幅回暖，短期建议投资者持券观望，保持谨慎偏空。重点关注3-4月份的经济和社融数据，季末资金压力结束后，交易主线仍将围绕基本面，若经济内生修复动能释放程度有限，或保持在2.85%附近震荡。短端利率或将有一定的下行空间，长端债券的博弈点或仍在经济复苏预期与政策灵活调节上，3月PMI数据出炉但对债市影响不大，中短线操作时，T2306可持券观望，保持谨慎偏多。在100.300以上适当布局多单，止盈点位在100.735附近，盈亏比设置在2:1。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。