

## 外部变量影响加大 期债利多反应逐渐钝化

### 内容提要:

- ◆ 一季度债市在现货不弱的背景下，期货受基差保护支撑。三月随着降准落地，海外银行风险事件影响，金融市场情绪依然不稳，避险情绪攀升，国债期货迎来了一波修复性行情。3月中旬受税期影响，资金面有所收敛，随后 MLF 超额续作、降准落地，资金面重回宽松。
- ◆ 1-2 月份经济企稳回升，投资、消费双双改善，期待稳增长政策持续发力。随着疫情的消退，生产生活秩序逐步恢复，经济基本面逐步修复。3 月两会顺利召开，两会政府工作报告明确提出今年经济增速 5%左右的预期目标，显示出管理层继续稳增长的决心。
- ◆ 总体来看，金融数据表现强劲，宽信用周期有望开启。但同时居民与企业端新增存款及 M2 同比仍然高增，宏观经济活力仍有进一步修复空间。
- ◆ 2 月物价数据的表现反映出春节后中国经济的“冷热不均”。尽管基建地产需求恢复，但商品消费恢复力度不强、出口和制造业投资承压，宏观政策仍需为“改善社会心理预期、提振发展信心”保驾护航，促经济复元气。
- ◆ 全年出口较 2022 年下行的确定性仍然较高。而内需方向政策有望继续推动，逐步恢复的可能性较高。2022 年四季度衰退式的顺差再现的概率在减小，但顺差的绝对规模不会过低。
- ◆ 降准超出预期，显示央行货币政策仍保持宽松取向，且加量续作 MLF+全面降准有利于资金面压力缓和，因而降准落地将对债市产生一定利好。4 月流动性缺口仍存，但是较往年平均水平变化不大（不考虑 MLF 和逆回购到期），除了税期和月末特殊时点，预计月内其他时点资金面将保持中性态势平稳运行。
- ◆ 全球市场风险事件增多，海外硅谷银行破产事件、瑞士信贷风波提振避险情绪，随着银行事件继续发酵，硅谷银行事件和瑞士信贷风波波及范围进一步扩大至全球，市场对于银行体系潜在风险的担忧情绪愈发明显。
- ◆ 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。
- ◆ 经历了前期的上涨之后，债市对利多钝化，期债短期方向不明朗，操作以观望为主，还需密切关注海外风险事件后续进展。

## 宏观经济/国债

### 葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持证人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

### 近期报告回顾

资金面主导债市波动 期债反弹空间有限

2023-03-03

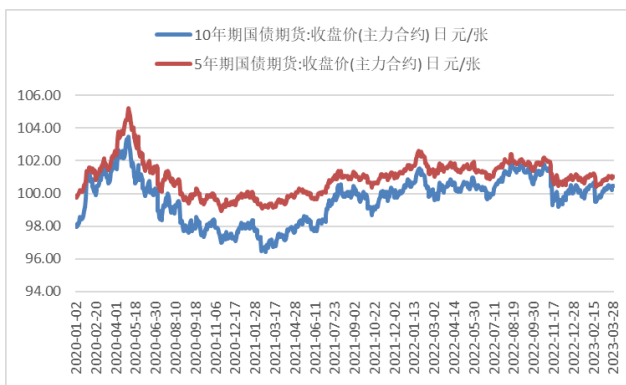
“强预期”终将回归现实 债牛行情难重演

2022-12-30

## 第一部分国债期货行情回顾

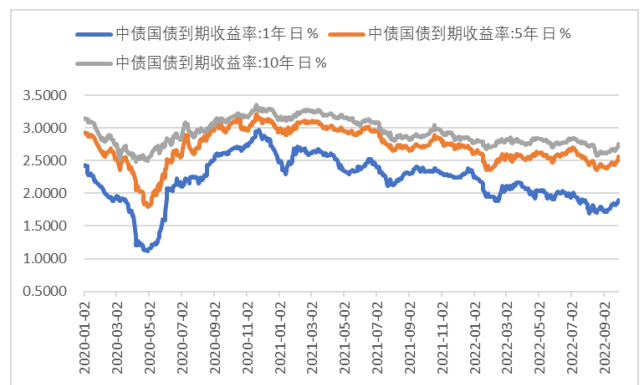
2022年11月债市已经开始调整，提前释放了部分风险。2023年初基本面出现了稳步改善的趋势，但由于此前市场对于稳增长预期较高，从稳增长预期到基本面的映证过程中，存在略不及预期的情况。政府工作报告对今年经济增长目标定调偏向保守。货币政策整体偏中性，央行虽然引导资金利率回归政策利率，但资金面也没有趋势性收紧。一季度债市在现货不弱的背景下，期货受基差保护支撑。三月随着降准落地，海外银行风险事件影响，金融市场情绪依然不稳，避险情绪攀升，国债期货迎来了一波修复性行情。

图 1. 国债期货震荡上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

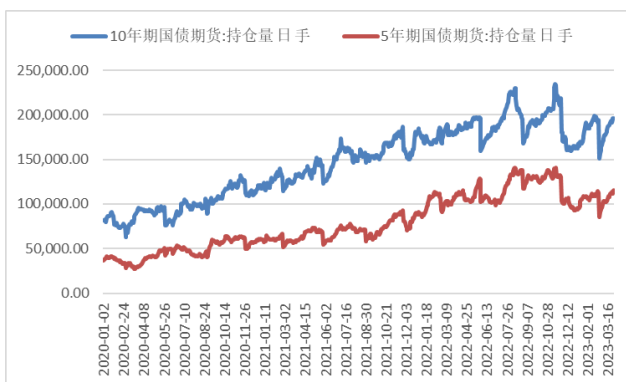
图 2. 中债国债到期收益率重心上升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

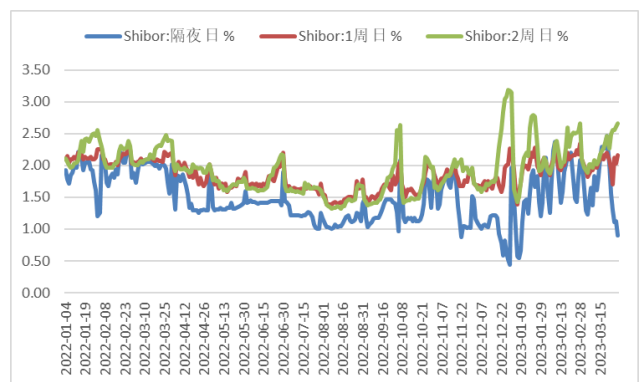
2月中旬资金面呈现收敛态势，16—17日税期走款，资金面在16—17日出现异常收紧。税期过后，随着央行逆回购持续加量投放，资金面有所缓和。3月中旬受税期影响，资金面有所收敛，随后MLF超额续作、降准落地，资金面重回宽松。

图 3. 持仓量稳步上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济及政策分析

### 一、宏观经济回顾与展望

#### (一) 经济数据改善

1-2月份经济企稳回升，投资、消费双双改善，期待稳增长政策持续发力。随着疫情的消退，生产生活秩序逐步恢复，经济基本面逐步修复，工业生产、投资等经济指标增速有所好转，消费增速同比回正。3月两会顺利召开，两会政府工作报告明确提出今年经济增速5%左右的预期目标，显示出管理层继续稳增长的决心。而新一届国务院领导人也表示，对中国经济的前景充满信心，预计后续政策将加快落地。

#### 1、工业生产有所改善

1-2月工业生产恢复加快，内需有所改善。随着疫情影响消退，带动企业复工复产，1-2月工业生产增速有所回升，中国1-2月工业增加值同比增长2.4%，相较于2022年12月同比增速扩大1.1个百分点。分三大门类来看，采矿业同比增长4.7%，较2022年12月回落0.2个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长2.4%，比2022年12月回落4.6个百分点。而制造业同比增长2.1%，较2022年12月扩大1.9个百分点，环比明显改善，这也与统计局公布1、2月制造业PMI持续回暖保持一致，显示出制造业短期回暖态势。分行业看，1-2月份，41个大类行业中有22个行业增加值保持同比增长。其中，受购置税优惠政策退坡影响，汽车消费走弱拖累生产，汽车制造业同比微降1.0%。此外，节后各地重大项目密集开工，黑色金属冶炼和压延加工业和有色金属冶炼等行业同比分别增长5.9%和6.7%，保持较快增速。

往后看，前期掣肘生产的疫情因素显著衰减，春节返乡因素也已经消退，叠加去年疫情冲击下的低基数，工业增值价值的同比增长仍有空间，中短期内同比中枢保持5%以上难度并不大。但当前的生产进继续修复动能在放缓，未来的改善更多需要依赖需求改善来进一步拉动。

#### 2、消费温和复苏

1-2月社零消费同比增长3.5%，比2022年12月当月同比(-1.8%)改善5.3个百分点，也比市场预期值2.9%要高出0.6个百分点，在去年高基数下，两年复合达到5.1%，与工业增加值的两年复合相当。分项来看，商品消费仅增长2.9%，餐饮消费则大幅增长9.2%，餐饮消费的拉动显著较大。当前市场对消费的预期偏低，或与今年春节返乡过年有关，但是这并不意味着消费的修复有多么强劲。去年春节就地过年，而今年疫情达峰后，返乡过年比较普遍，带动了相关商品和餐饮的消费较快增长。若排除春节因素，社零消费增长或需要打折扣。往后看，春节效应消退，消费增长将更加依赖收入和就业的改善，内生动能

将发挥更重要的作用。当前供给端的修复较为显著，这将带动就业和收入预期的改善，并进一步打开消费的修复空间，在去年的低基数下，社零消费同比改善值得期待。必选消费整体边际改善显著，其中中西药品和粮油食品等表现较为突出。疫情达峰下，中西药品仍在较高水平，1-2月同比增长19.3%，但比12月份的当月同比39.8%有显著下降，短期内这一分项或仍将有所回落。此外，粮油食品、饮料类、烟酒类的消费也保持平稳较快，疫情冲击和春节返乡过年或是重要因素。日用品和化妆品边际也有显著改善，在去年同期较高基数下，1-2月同比仍分别有3.9%和3.8%的增长。

可选消费整体修复不及必选消费，反应当前居民的消费决策仍然偏谨慎。分项中服装和金银珠宝同比增长较快，同比分别增长5.4%和5.9%。考虑去年的高基数，家电和文化办公类用品也不算差，同比分别为-1.9%和-1.1%，两年复合则达到5.2%和4.8%。对可选消费拖累较大的是汽车消费，当月同比下滑9.4%，两年复合也是-3.0%，在汽车消费刺激政策退坡下，汽车消费短期内仍将继续拖累社零增长。往后看，随着就业收入的改善，特别是服务业的改善，可选消费仍有显著改善的空间。

### 3、房地产投资降幅收窄，制造业和基建投资持续高增

1-2月固定资产投资增长5.5%，大幅度超出市场预期值3.3%，在去年同期较高的基数下，复合同比达到8.8%，显示当前投资需求依然旺盛。1-2月投资的超预期，主因当前市场对房地产投资过于悲观，对制造业投资的韧性有所低估。从三大分项来看，基建（不含电力）和制造业投资在去年较高的基数下，依然保持平稳较快的增长，1-2月同比分别为9.0%和8.1%，而房地产投资边际则大幅改善，同比下滑5.7%，考虑去年同期高基数，两年复合下降1.1%，比去年12月份同比下降10%有大幅改善。往后看，基建和制造业投资平稳较快增长的动能仍在，房地产施工整体改善的趋势不减，因此短期内固定资产投资仍有望保持5.5%左右的增速。

制造业投资中，高能耗和装备制造业投资保持较强的韧性。消费品制造业中，农副食品加工保持较快增长，而食品和纺织边际下行较多；高能耗行业中化学原料及化学制品、有色金属冶炼及压延加工均延续去年的较快增长势头，1-2月同比分别为17.2%和16.2%；装备制造业整体保持较强的韧性，其中汽车、电气机械以及计算机、通信和其他电子设备增长维持高位。交通运输设备制造业则同比有所下行，主要与去年较高的基数有关，1-2月的两年复合同比依然有12.8%。整体上，当前经济修复预期较好，企业投资扩张的意愿较强，在欧美尚未进入正式衰退之前，制造业投资依然会保持平稳较快的增长。

基建投资中，1-2月交运和公共设施管理也的投资增长较快，两者共同支撑基建继续保持高增。交运投资中，1-2月铁路和道路投资同比增长17.8%和5.9%；公共设施管理业投资同比增长11.2%，表现出较强的韧性。往后看，在今年专项债额度不减，提前下达额度较大的支持下，基建投资整体仍将保持较快增长，节奏上依然靠前发力。

本月房地产投资同比下降5.7%，显著好于市场预期值-10%，反映市场对房地产的预期过于悲观。从施工情

况来看，当前 1-2 月施工面积同比下降 4.4%，较 2022 年 12 月的累计同比有显著改善，其中新开工面积改善最多，同比下滑 9.4%，竣工端的表现也显著好于去年全年，同比增长 8.0%。这与前期 PMI 建筑业景气度较高，以及我们跟踪到的高频数据特征保持一致。当前疫情和春节因素已过，前期限制地产施工的融资因素在政策端已有显著改善，往后看，未来在房地产防风险的政策导向下，房地产保交楼仍将持续推进，对房地产投资、乃至期房信心改善都是利好。地产修复仍存在一定超预期的可能，我们预期全年的地产投资或为正。

#### 4、外需仍然偏弱

2023 年 1-2 月我国出口金额同比降幅收窄，进口金额降幅扩大，贸易顺差同比衰退式扩张。按美元计价，进出口总金额 8,957 亿美元，同比下降 8.3%。其中，出口 5,063 亿美元，同比-6.8%（市场预期-8.3%）；进口 3,894 亿美元，同比-10.2%（市场预期-3.3%）；贸易顺差 1,169 亿美元，同比扩张 72 亿美元（+6.7%）。

出口增速降幅收窄，但并未超季节性。一是从外需来看，虽然主要发达国家 PMI 仍处于荣枯线以下，但外需边际下滑的趋势有所放缓。二是对比越南、韩国来看，1-2 月中国出口增速略高，体现出口仍有一定韧性。三是环比增速高于季节性，也可能体现出疫情后供应链恢复，前期积压的订单集中释放，如果用连续 11 月、12 月、1-2 月的环比增速连起来看的话，出口并未明显好转，更多的是前后节奏的变化。

出口结构上仍有亮点，汽车依旧高增，上游表现较好，手机明显回暖。从大类产品上看，农产品出口延续小幅回落，但总体仍然正增长；机电产品、高新技术产品降幅明显收窄。在细分小类上，汽车出口维持 50%以上的高增速；上游原材料仍然维持较高的出口增速，如成品油、肥料、钢材、稀土；海外商品需求的回落反映在了鞋靴、服装、箱包的回落上；地产后周期的家电、家具依然表现低迷；集成电路降幅再次扩大拖累机电产品，但手机出口回暖。

进口走弱反映内需仍然不强。1-2 月进口环比 70.8%，略低于近 5 年均值的 76.6%，进口延续较弱的趋势，这点与 PMI、以及部分高频数据表现得不太一致，当然去年同期基数较高也是原因之一，后续仍有待进一步观察。从结构上看，中间品进口依然维持在低位，主要体现在机电产品上，当然也需要持续观察国产替代化对中间品的进口的持续影响。汽车（包括底盘）依旧维持低增，但集成电路明显转正，但进口数量增速变化不同，主要受价格贡献。大宗商品中，原油、铜矿砂、铁矿砂进口增速虽然为负，但略高于整体进口增速，后两者的出口数量增速均为正，有正向贡献。

考虑到外需回落较为确定，但美国经济目前仍有韧性，欧洲能源价格压力略有缓解，外需回落的速度可能不会太过陡峭。此外逐步回落的基数以及 2022 年疫情月份造成的波动也会对出口造成扰动。但总体来说，全年出口较 2022 年下行的确定性仍然较高。而内需方向政策有望继续推动，逐步恢复的可能性较高。2022 年四季度衰退式的顺差再现的概率在减小，但顺差的绝对规模不会过低，这点对汇率可能是一个支撑。

## （二） 金融数据向好

社融方面，2 月新增社融 31600 亿元，创历史同期新高，社融存量同比增速升至 9.9%，较前月抬升 0.5 个百分点。2 月新增社融中，人民币信贷仍是主要支撑因素，除此之外，表外票据融资和政府债券融资同比均明显多增。一方面与春节错月相关，但融资需求的回温和相对宽松的信贷政策同样助推了当前社融增速的抬升，2 月 BCI 企业融资环境前瞻指数和企业投资前瞻指数较前月均有明显抬升，基本面正在修复之中。

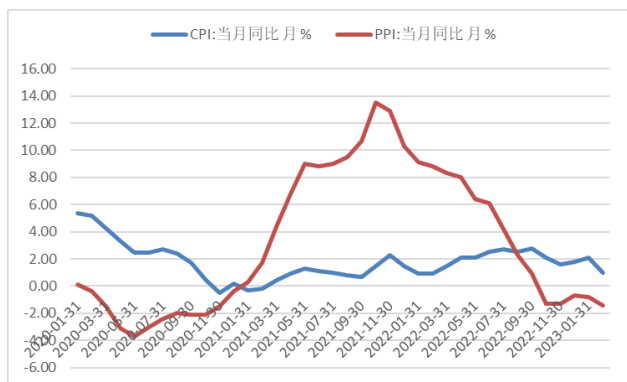
信贷方面，2 月新增人民币贷款 18100 亿元，创历史同期新高，其中中长贷余额增速 12%，较前月增加 0.52 个百分点，已连续 3 月持续抬升。2 月信贷数据中，企业端和居民端仍有明显分化，企业端表现依然亮眼，长短端均在历史相对高位。低贷款利率和经济回暖预期共同作用下，企业融资需求有切实回升，而当前信贷环境较为宽松，从供需两端共同支撑了当前信贷的增速表现。居民端方面，中长期贷款虽然仍低于季节性表现，但是较去年 2 月有所改善，一方面与春节错位有关，一方面与房地产的慢速修复有关。

存款方面，M2 同比增 12.9%，较前月抬升 0.3 个百分点。其中新增非银存款下降较为显著，或与政府债的超季节性发行相关。当前宏观与微观流动性分化较为明显，M2 同比高增表明当前宏观流动性相对充裕，而非银存款同比大幅回落则反映出狭义流动性的相对紧张。相较于狭义流动性而言，央行对宏观流动性更为关注，在宏观流动性相对合理充裕的背景下，总量型货币政策的使用概率有所下降。此外，居民与企业存款仍高于季节性水平，M2、M1 剪刀差有所走阔，表明当前居民信心仍有待修复。

总体来看，金融数据表现强劲，宽信用周期有望开启。但同时居民与企业端新增存款及 M2 同比仍然高增，宏观经济活力仍有进一步修复空间。

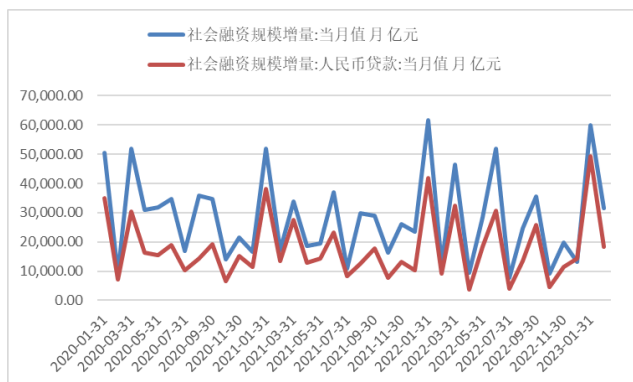
此外，当前海内外环境仍有较大不确定性，而国内通胀压力较小，相对宽松的政策取向不会变化，但央行后续在新增信贷总量超出合意规模后，或将进行窗口指导，要求适当控制规模，平滑节奏，增强可持续性。叠加 M2 同比的高增，宏观流动性合理充裕，未来中国有望进入货币与信用双宽环境。

图 5. 通胀回落



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 6. 社融数据表现超预期



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

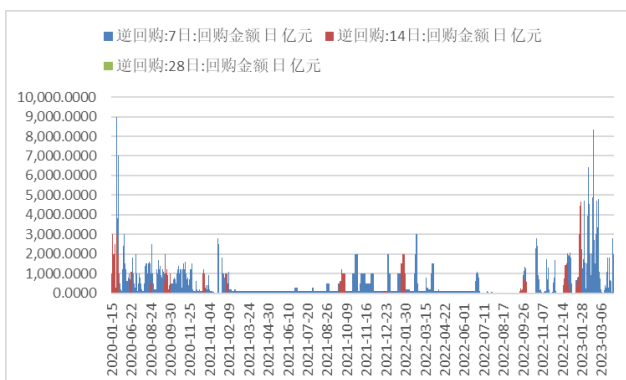
### (三) 通胀超预期回调

2023年2月CPI同比1.0%，PPI同比为-1.4%。2月CPI同比增速较快下行，显著低于市场预期。我们拆解发现，2月CPI增速下行主要受到春节错位因素影响，而工业消费品（扣除能源）、猪肉价格的走弱形成进一步助推。一是，核心CPI环比略弱于春节次月的均值水平。1）核心CPI的主要拖累在于，工业消费品价格（扣除能源）表现偏弱，其在核心CPI中占比接近50%。2）服务品价格（非居住类）环比回落，主要受春节错位影响。3）值得关注的是，居住分项价格稳中有升。2月居住分项环比上涨0.1%，系2022年4月以来的首次上行，其中房租价格环比上涨0.3%，系2021年4月以来环比涨幅最高的一次。随着房地产周期逐步企稳、居民就业逐步恢复，低基数下居住服务可能对核心CPI形成推升作用。二是，食品价格涨幅显著弱于季节性，猪肉价格对其拖累尤其大。春节后猪肉消费需求走弱、而供给过剩局面暂难扭转，CPI猪肉分项环比跌幅高达11.4%。三是，能源价格持稳，对CPI的影响不大。2022年末以来，布伦特原油期货价格窄幅震荡，中枢相对稳定，对居民消费价格的影响不大。

2月PPI环比持平于上月，但因基数抬升，同比跌幅扩大。其中，生产资料PPI环比由跌转涨，生活资料PPI环比持平于上月。春节后复工复产加速，中国经济向常态回归，不同行业PPI环比增速表现分化，据此可观察不同需求链条的边际变化。一是，上游采掘、原材料行业PPI表现较强，反映出建筑链条（基建、地产投资）需求边际回暖、预期有所修复。春节后，各地积极推动基建重大项目、房地产保交楼的开工建设，对采掘、原材料板块多个子行业的需求形成支撑。二是，中游制造板块PPI环比普遍下行，一定程度上能够反映其需求端的下行压力。出口和制造业投资是中游制造行业重要的需求来源，开年后中国出口同比继续收缩，制造业投资可能也不尽如人意。三是，消费制造行业、生活资料大类的PPI表现偏弱，与CPI中工业消费品价格的低迷表现相印证，表明可选消费需求有待进一步恢复。

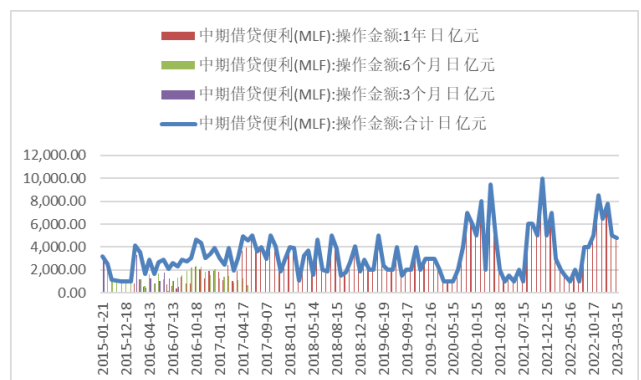
2月物价数据的表现反映出春节后中国经济的“冷热不均”。尽管基建地产需求恢复，但商品消费恢复力度不强、出口和制造业投资承压，宏观政策仍需为“改善社会心理预期、提振发展信心”保驾护航。

图7：逆回购投放平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图8：MLF大量续作



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

## 二、货币政策灵活精准

1 月份，临近春节，央行综合运用公开市场逆回购和 MLF 操作等手段，加大资金投放力度，供应不同期限的资金，充分满足金融机构合理资金需求，彰显了维护银行体系流动性合理充裕的态度。尽管 MLF 超额续做且逆回购持续加码，但是资金面延续紧势，主要回购利率全线反弹。

2 月 MLF 实现了 4990 亿元的超额续作，但降息预期并未兑现，同时 LPR 报价持平。虽然节后资金面摩擦下资金利率和同业存单利率存在较大波动，但央行主要通过数量端放量 7 天逆回购以及 MLF 超额续作来平抑紧资金压力，并未动用价格端工具。1 月信贷数据修复较好而基本面向好修复，稳健政策基调下 MLF 降息必要性降低。

央行发布 2022 年第四季度货币政策执行报告，本次报告有四个专栏，分别涉及央行缴存利润、稳健货币政策、金融稳定和居民消费，其中重点强调：随着疫情防控优化，经济复苏曲线上行和扩大内需战略深入实施，制约 2022 年消费回暖的因素有望缓解。未来将重点化解高风险集团、中小金融机构、影子银行和非法金融活动等风险，设立金融稳定保障基金等。

3 月 15 日央行连续第 4 个月加量续作 MLF，且此次续作加量规模达到 2810 亿，属于较高水平，由于 MLF 加量操作和降准都能补充银行体系中长期流动性，因此 3 月 MLF 操作出炉后，市场降准预期普遍降温。

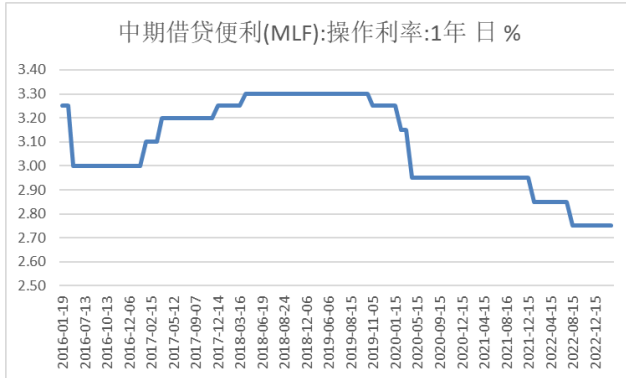
为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。本次降准超出预期，显示央行货币政策仍保持宽松取向，且加量续作 MLF+全面降准有利于资金面压力缓和，因而降准落地将对债市产生一定利好。短期来看，降准有助于降低资金面波动，随后流动性边际转宽。此外，本次降准也将缓解银行负债端缺口，改善结构性压力。超量 MLF 投放叠加降准，打消市场对于后续货币政策转向的担忧。

3 月 20 日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，两类均较上一期保持不变。自 3 月 17 日央行超预期降准之后，引发市场对本月 LPR 能否下调的猜想。此次维持不变的 LPR，也让市场“降息”预期再度落空，自 2022 年 8 月非对称调降后，截至目前，LPR 已连续 7 个月维持不变。

资金面方面，3 月临近季末银行间市场资金面供需结构性矛盾愈发突出，随后降准落地后，流动性重回宽松。4 月来看，4 月流动性缺口仍存，但是较往年平均水平变化不大（不考虑 MLF 和逆回购到期），除了税期和月末特殊时点，预计月内其他时点资金面将保持中性态势平稳运行。DR007 或将回归政策利率附近，而隔夜利率将在 7 天利率下方运行。对于债市而言，季末资金压力结束后，交易主线仍将围绕基本面，预期资金面对债市的扰动不会持续太久。

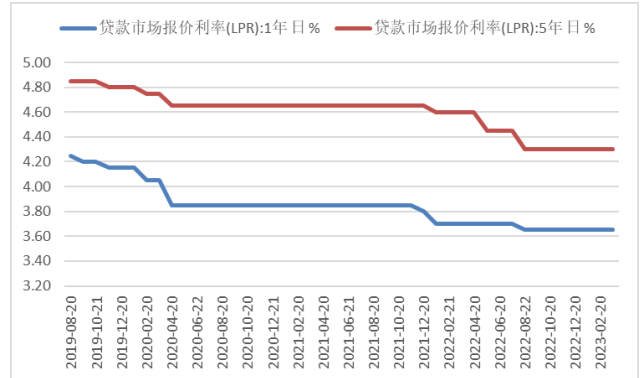


图 9: MLF 利率持平



资料来源: IFiND 新纪元期货研究

图 10: LPR 连续七月持平



资料来源: IFiND 新纪元期货研究

### 三、利率债供给压力

政策指引下, 2023 年一季度新增专项债发行放量。稳增长诉求下, 2022 年 11 月财政部提前下达了 2.19 万亿元的 2023 年新增专项债额度。政策指引下, 截至 3 月 15 日, 2023 年地方政府债已发行 353 只, 总规模达 1.46 万亿元。具体来看, 湖北、山东、安徽、广东发行数量最多, 分别发行 37、27、27、21 只地方政府债; 从发行规模来看, 广东、山东、江苏发行债券规模分列前三, 分别为 1624.40 亿元、1483 亿元、1353.22 亿元; 其次河北、四川、湖北、安徽、河南发债规模在 800 亿元以上。

发行节奏来看, 3 月上半月发行与净融资节奏较 2 月有所放缓, 但仍处高位; 相较于近三年同期来看, 2023 年 3 月发行供给量最高, 与 2022 年同期走势相似, 都是前置发行节奏, 显著高于 2021 年同期水平, 预计 3 月下半月发行规模仍将维持较高水平, 后续地方债或加快发行。

截至 3 月 15 日, 江苏、四川、安徽、内蒙等 15 个省市(自治区)共发行 37 只再融资债, 总规模为 2420.63 亿元。2023 年暂无用于偿还政府存量债务的特殊再融资债发行。

新增专项债方面, 3 月上半月新增发行 41 支专项债, 主要用于城乡、市政和产业园区基础设施建设与交通基础设施建设。截止至 2023 年 3 月 15 日, 2023 年全国已发行地方专项债 274 只, 规模达到 9649.46 亿元。从用途来看, 3 月上半月新发行债券中, 城乡、市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施建设、棚户改造为新增专项债前三大用途, 发行金额分别为 947.97 亿元、177.46 亿元、147.85 亿元, 分别占比 68%、13%与 11%, 其中棚改项目占比增长较快。分省份来看, 湖北、山东、安徽发行数量在 20 只以上; 广东省发行规模最大, 达 1274 亿元。

2023 年拟安排新增地方政府专项债券 3.8 万亿元。2023 年 3 月 5 日, 十四届全国人大一次会议在北京召开, 《政府工作报告》中提到, 2023 年财政赤字率拟按 3%安排, 比 2022 年提高 0.2 个百分点; 拟安排新增地

方政府专项债券 3.8 万亿元，比 2022 年增加 1500 亿元。今年 1-2 月新增专项债累计发行规模为 8269 亿元，同比少发 506 亿元，占提前批额度的 38%，明显低于去年同期的 60%，今年专项债的发行节奏或加快，但整体上更加注重高质量基建项目的投资，通过快发快用尽早形成实物工作量。

## 四、外围风险事件频发

### 1、海外银行风险事件频发

全球市场风险事件增多，海外硅谷银行破产事件、瑞士信贷风波提振避险情绪，随着银行事件继续发酵，硅谷银行事件和瑞士信贷风波波及范围进一步扩大至全球，市场对于银行体系潜在风险的担忧情绪愈发明显。

总的来看，目前美国几起银行风险事件主要发生在中小银行间，系统重要性银行相对稳定，短期内爆发系统性风险的概率较低。同时，监管快速介入，美联储设立 BTFP 为银行提供更多流动性支持，也能看出美国监管部门和美联储希望在最快速度缓和风险，为“抗通胀”提供更多空间。欧洲通胀拐点尚未出现，控通胀对于欧央行来说仍是重中之重。同时，作为系统重要性银行的瑞士信贷因自身经营不善而出现危机，可能仅是“个例”，这种现象目前未出现在其他系统重要性银行中。再加上相较于美国中小型银行，欧洲多数银行风格相对保守，其资产相对健康、资本充足率较高，发生流动性风险概率偏低。不过还是需要留意发生尾部风险的可能性。

### 2、美联储如期加息

美联储不惧银行体系危机仍加息 25BP，但声明和最新点阵图反映的年内利率终点在 5.1%均暗示加息周期进入尾声，未来或还有一次加息，首次降息时点仍在 2024 年后。未来美国银行体系危机仍可能发酵，美联储继续通过短期流动性投放维稳，若风险仍有扩散可能会继续扩表，市场将持续加码博弈货政转向宽松甚至下半年降息。对于货币政策空间，3 月 FOMC 结束后短期内流动性预期明显改善，但考虑到未来潜在通胀压力可能在导致海外货币政策再度收紧，届时可能会再度对国内货币政策操作形成掣肘。在基本面复苏的周期下，海外高利率水平持续时间的变的更久显然是不利的，当下的政策空间弥足珍贵，需要好好把握这一窗口期。

## 五、30 年期国债期货上市在即

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。30 年期国债期货上市在即。合约的交易代码为 TL，合约标的为面值 100 万元人民币、票面利率为 3%的名义超长期国债；合约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；合约以每百元面值国债作为报价单位，以净价方式报价；合约的最小变动价位为 0.01 元，合约交易报价为 0.01 元的整数倍。

本合约采用集合竞价、连续竞价和期转现交易三种交易方式。合约的最低交易保证金标准为合约价值的 3.5%；自交割月份之前的两个交易日结算时起，交易保证金标准为合约价值的 5%。合约的涨跌停板幅度为上一

交易日结算价的±3.5%。合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的±7%。上市首日有成交的，于下一交易日恢复到合约规定的涨跌停板幅度；上市首日无成交的，下一交易日继续执行前一交易日的涨跌停板幅度。如上市首日连续三个交易日无成交的，交易所可以对挂盘基准价作适当调整。

表 1.30 年期国债期货合约（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 年的记账式附息国债
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

资料来源：中金所 新纪元期货研究

### 1、我国推出长期、超长期国债期货的影响

超长期国债期货可以为资产配置型机构提供长久期利率风险管理工具。同时，超长期国债久期更长，对利率波动更敏感。我国银保机构是超长期债券市场的重要参与者，需要长久期的避险工具以管理利率风险。推出超长期国债期货，将填补我国超长期利率风险管理工具的空白，满足市场机构对于更长期限资产配置和风险管理的需求。

此外，推出超长期国债期货有助于提高超长期国债价格发现效率，进一步完善收益率曲线。相较于 10 年期国债，更长期限的国债二级市场流动性相对较差。超长期国债期货的上市有助于促进国债现券市场的发展。上市后，交易者通过期现货套利交易、期货实物交割等方式实现期现货市场联动，促进国债现货市场流动性和交易活跃度的提升。此外，期货价格一定程度上体现了市场对超长期利率走势的预期，可为投资者提供 30 年期国债的价格参考，进而促进对收益率曲线的完善。

## 第三部分国债期货市场展望

2023 年 3 月制造业景气度维持扩张态势，但扩张步伐有所放缓。从分项数据来看，供需两端扩张节奏均有放缓，生产端回落幅度较大。3 月大、中、小型制造业企业出现不同程度回落，型企业回落幅度最小回落符合预期，后续景气度的维持需关注“扩内需”政策的力度和海外需求的回落情况。1—2 月经济数据企稳回升，房地产投资下行有所收敛，推动整体投资增速改善。房地产行业的其他指标也有好转。线下消费的复苏推动社会零售销售回暖。但受农历新年的影响，工业生产增速不及预期。随着经济正常化，预计数据将进一步改善。结合 2 月超预期增加的信贷社融数据，宽信用稳增长得到初步验证。由于前期市场较大程度定价了经济复苏预期，因此，债券市场对 1—2 月经济数据反应并不明显。降准之后无降息，3 月 MLF 利率维持不变。LPR 报价继续“按兵不动”，自 2022 年 8 月 LPR 非对称性下调以来，LPR 已经连续 7 个月持稳。流动性方面，4 月流动性缺口仍存，但是较往年平均水平变化不大（不考虑 MLF 和逆回购到期），除了税期和月末特殊时点，预计月内其他时点资金面将保持中性态势平稳运行。近期基本面数据发布完毕，季末资金压力结束后，债市主线仍将围绕基本面，海外市场风险事件较多，金融市场情绪依然不稳。国内经济复苏方向确认，国内随着政策的落地，经济条件进一步好转，宽信用预期再度升温。经历了前期的上涨之后，债市对利多钝化，期债短期方向不明朗，操作以观望为主，还需密切关注海外风险事件后续进展。

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

### 南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

### 成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

### 徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

### 南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

### 广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8