

来源：申银万国期货宏观金融研究

摘要

节后，债券市场走势偏强，主要受节后资金面转松，机构加大配置力度和国债期货基差收窄修复等因素影响。不过，随着经济恢复逐步兑现，市场风险偏好提升，本周国债期货价格已经显著调整，10年期国债收益率回升至2.9%上方。

展望后市，一是疫情进入低流行水平后，居民生产消费持续恢复是大概率事件，春节期间已经有所体现，从PMI指数上看，1月经济景气水平也明显回升；二是官方持续出台的稳经济和地产相关政策，使得房地产市场存在由量变到质变的可能，有望逐步企稳回升，重点关注商品房销售情况；三是持续宽松的资金面，在宽信用效果不断显现的情况下，也存在收敛的可能；四是财政政策将继续发力，加力提效下赤字率和专项债规模有望增加，关注两会情况。此外，海外市场经济韧性仍强，美国非农就业数据超预期，美联储最终加息幅度可能超出市场定价水平，美债收益率回升。总体上在央行货币政策保持稳定，经济逐步恢复和市场风险偏好提升的情况下，预计国债期货价格将继续调整，操作上建议做空为主。

正文

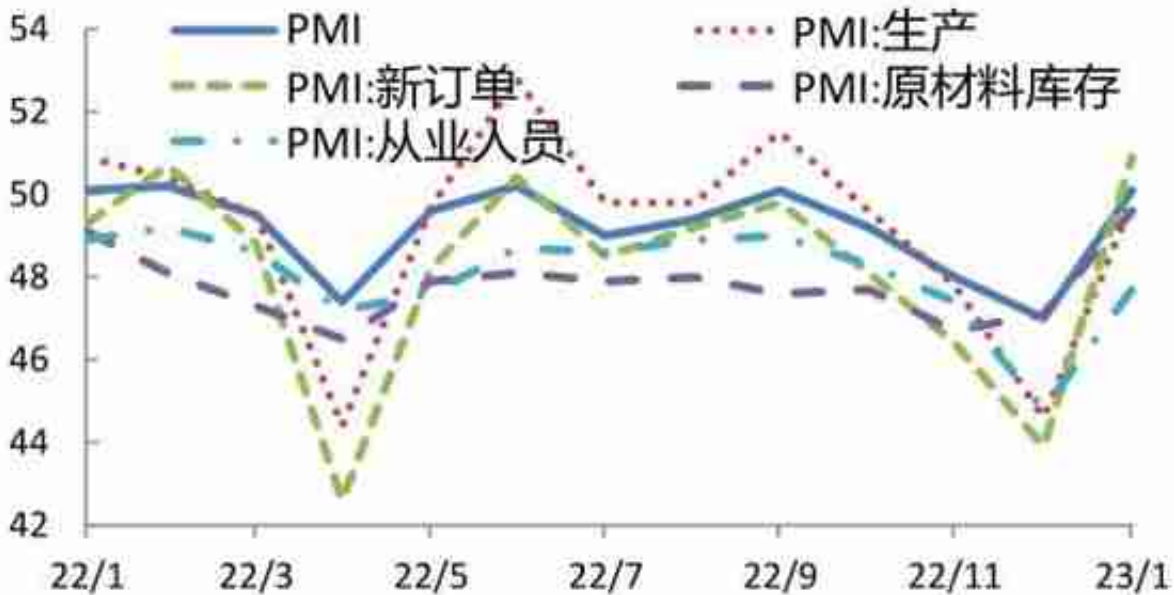
01 节后期债价格走势偏强，本周开始调整

春节后，债券市场走势偏强，10年期国债收益率从2.93%下行4bp至2.89%。10年期国债期货合约T2303合约自99.7元附近上涨至100.5元，涨幅超过0.8%，接近1月初的高点，是自11月份下跌以来的显著反弹。

一方面，春节后，央行继续加大公开市场操作，呵护市场资金面，市场资金利率有所转松，机构加大配置力度，支撑债券价格走强。另一方面，由于节前市场对经济复苏预期较强，国债期货2303合约贴水幅度较大，进入2月份之后，2303合约临近交割，国债期货期现基差有所修复，T2303合约最便宜可交割券基差自0.5730元收窄至0.2560元，导致国债期货价格走势明显强于现货。

不过，随着经济恢复逐步兑现，市场风险偏好提升，本周国债期货价格已经显著调整，10年期国债收益率回升至2.9%上方。

图 2：官方制造业 PMI 指数走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所 申银万国期货宏观金融研究

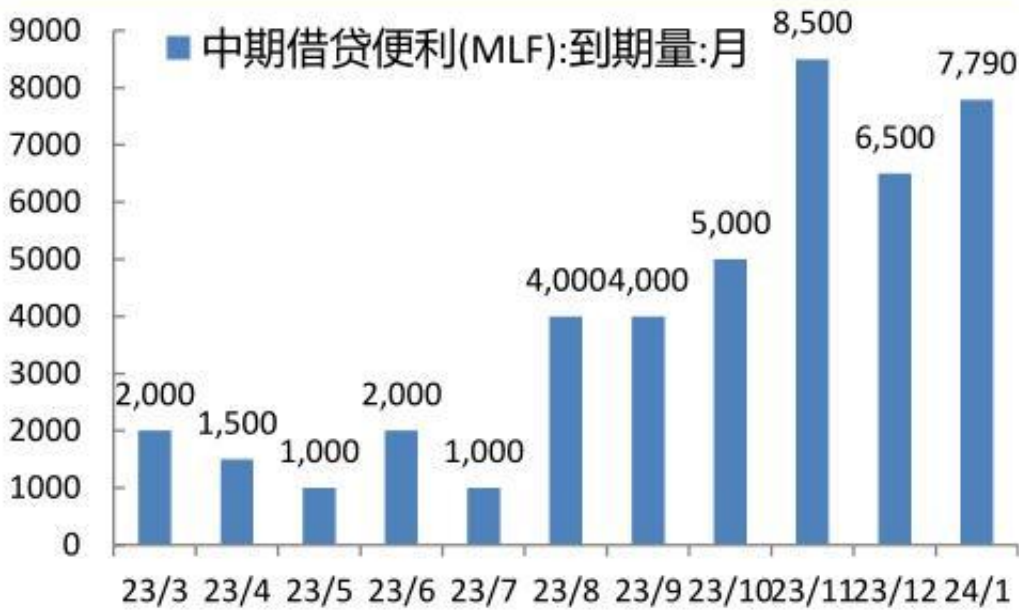
(2) 房地产市场尚未企稳，关注商品房销售回升情况

当前，房地产市场尚未企稳，自2021年以来，房地产投资、房地产开发资金来源和商品房销售面积持续回落，拖累经济增长。2022年末，全国房地产开发投资132895亿元，比上年下降10.0%；商品房销售面积135837万平方米，比上年下降24.3%；商品房销售额133308亿元，下降26.7%；房地产开发企业到位资金148979亿元，比上年下降25.9%。此外，二手住宅价格指数持续回落，自2021年9月份以来，除一线城市住宅价格偏强外，其他二三线城市二手住宅价格指数环比持续为负。从金融数据上看，居民户宽信用仍受阻，2022年新增贷款仅40872亿元，比2021年同期79200亿元少近4万亿元，其中居民中长期贷款即住房贷款减少超过3万亿元。

2022年以来，央行、银保监会及各地不断出台房地产支持政策。最新首套房平均房贷利率已经自2021年11月的高点5.57%快速回落至4.17%，降幅达到137bp。央行、银保监会还建立了首套住房贷款利率政策动态调整机制，部分城市首套房贷款利率最低降至3.7%，处于历史低位。首套房贷利率显著超过了2020年的下降幅度，也低于2016年的最低水平。此外，2022年11月份以来，央行、银保监会出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，房地产企业融资得到明显改善，企业中长期贷款大幅增加。

当前，30大中城市商品房成交面积日均仍处于低位，不过较去年底已经有所回升。预计在央行和各地放松限购，大幅降低贷款利率，商品房销售有望改善，关注商品房销售回升情况。

图 4：2023 年中期借贷便利到期量（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所
 (4) 财政政策加力提效

2022年底中央经济工作会议强调积极的财政政策要加力提效，与2018年提法一致。2019年两会制定的财政赤字率由2.6%提升至2.8%，新增专项债规模由1.35万亿提升至2.15万亿。预计今年的赤字率将会高于2022年的2.8%，达到3%左右，专项债规模也将在连续两年3.65万亿的基础上相应提升。

今年以来，31个省市预算报告中披露的提前批专项债、一般债额度合计分别为21900亿、4320亿，相比去年分别增长50%、32%。二者均为2022年新增专项债、新增一般债额度的60%，意味着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月份，地方政府债券新增4986亿元，已经开始发力。2-3月份，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，对资金面有一定的影响。

国务院常务会议也要求持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量。财政部部长刘昆在《求是》撰文指出，今年要适度加大财政政策扩张力度，适度扩大财政支出规模，并在专项债投资拉动上加力。两会前市场对财政政策也有相关期待，建议积极关注。政府债券投资撬动作用比较明显，将推动经济企稳向好、保持运行在合理区间，积极关注两会情况。

(5) 海外经济韧性仍强，美联储加息或超预期

从海外经济数据上看，韧性仍强，衰退预期弱化。美国1月非农新增就业人数51.7万人，远超预期，同时失业率下降，维持在近50年来的低位3.4%，平均时薪同比增长4.4%，略高于预期4.3%，凸显出美国劳动力市场的韧性。美国1月份CPI同比涨幅6.4%，虽然连续7个月涨幅下降，创2021年10月以来最低，但仍高于市场预期，利率期货数据显示，目前市场预期美联储在3月加息25个基点的概率超过90%，且认为最终加息幅度可能超出市场定价水平。

1月份欧元区和英国制造业PMI也有所回升，欧元区私营部门经济在2023年初意外恢复增长，提振了市场对于欧元区经济“软着陆”的希望。IMF发布的《全球经济展望报告》上调了今年的全球经济增长预测，是一年以来的首次，预计今年全球整体GDP将增长2.9%，比10月份的预测提高了0.2个百分点。整体上看，当前海外市场经济增长韧性仍强，衰退预期弱化，海外央行未来演进及影响仍需要高度关注。

图 6：2/5/10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所
本文源自行业资讯

申银万国期货宏观金融研究