

2023年07月03日

政策扰动持续，区间震荡不改

——国债期货7月月度投资策略

分析师

顾森

从业资格证号：F3082395

投资咨询证号：Z0018858

电话：021-68757223

邮箱：gus@qh168.com.cn

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究

投资要点：

- 在降息刚刚落地、政治局会议即将召开的时间节点上，对宽货币的期待开始让位于对稳增长政策的关注。经济基本面的利好钝化，货币政策的利好缺席，而政策发力的预期仍能持续演绎，债市将持续受到扰动。当然，要改变经济各主体信心不足、预期疲软的局面是难以一蹴而就的，基本面修复的弱现实在短期内还是难以逆转。
- 政策方面，方向上不走地产、基建驱动经济的老路，定力较强。资金面仍然宽松，虽然不足以推动收益率进一步下行，但也足以稳定市场情绪。收益率中枢应该还是没有继续上行动力的。
- 短期内，十债收益率应该还是会在2.65%-2.75%这个区间内震荡。向上看，在现有的经济内外压力和政策力度预期下，2.75%这个前高被趋势性突破的概率不大。向下看，重回2.65%以下这个在降息情绪最强烈时才得以到达的位置的动力也不足。当然，后续无论是经济数据方面，还是稳增长政策发力预期方面都可能出现更多扰动，波动有放大风险，可能还会有调整。
- **操作建议：**十债震荡区间2.65%-2.75%。下阶段长端压力大于短端，关注做陡曲线机会。
- **风险因素：**地产信贷政策超预期，资金面波动超预期，金融监管收紧超预期。

正文目录

1. PMI 仍在收缩区间，高频数据不乐观	4
2. 政策预期持续，但力度和方向均存疑虑	5
3. 对货币政策的期待暂时让位	6
4. 央行对流动性的支持仍然积极	6
5. 后市判断与操作建议	7

图表目录

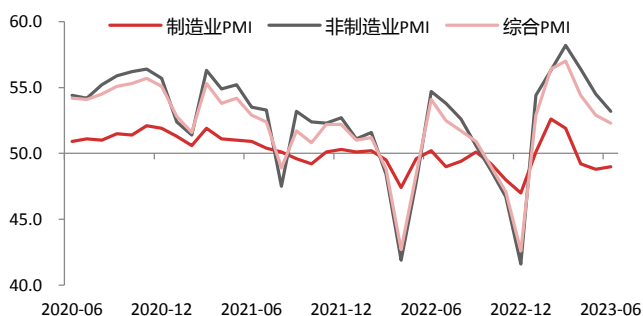
图 1 官方制造业与非制造业 PMI（单位：%）	4
图 2 PMI 生产与新订单（单位：%）	4
图 3 南方八省电厂煤炭日耗量（单位：万吨）	4
图 4 唐山高炉开工率（单位：%）	4
图 5 30 城商品房成交面积（单位：%）	5
图 6 百城成交土地面积（单位：万平）	5
图 7 政策利率变化（单位：%）	5
图 8 新增专项债当月值（单位：亿元）	5
图 9 人民币汇率	6
图 10 CPI 和 PPI 当月同比（单位：%）	6
图 11 银行间资金利率（单位：%）	7
图 12 1 年期同业存单收益率（AAA）	7

1. PMI 仍在收缩区间，高频数据不乐观

官方制造业 PMI 6 月最新读数 49%，环比虽略回升但仍在枯荣线以下。从分项来看，制造业生产动力有限，非制造业相对有韧性，但反映价格、需求的指标无明显改善迹象。从高频数据来看，上游开工、发电耗煤数据表现平平，建筑施工终端需求部分指标下行，房地产方面商品房销售、土拍数据持续低迷，出口运价指数也在回落，外需压力不改。6 月下旬开始票据利率开始持续下行，6 月 29 日半年国股转贴利率降至 1.40%，或反映实体融资需求仍不足，影响银行信贷投放。

不过，随着央行一系列降息操作的落地和 7 月政治局会议的临近，对政策的博弈开始成为接下来一段时间市场关注的重点。而且随着经济的愈发走弱，经济面的利好已经钝化，而市场对政策的期待还会被进一步加强。

图1 官方制造业与非制造业 PMI（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图2 PMI 生产与新订单（单位：%）



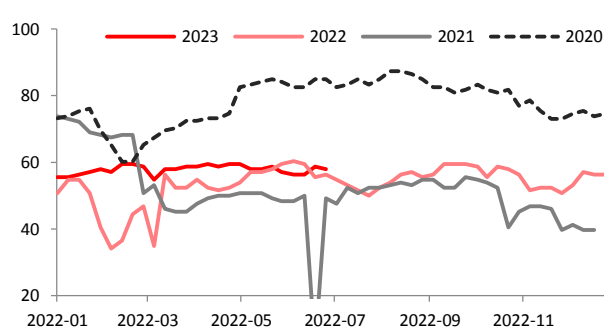
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图3 南方八省电厂煤炭日耗量（单位：万吨）



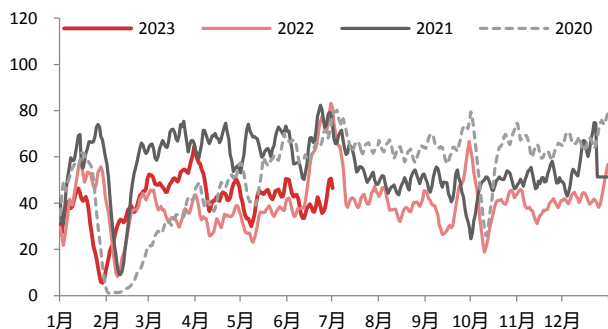
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图4 唐山高炉开工率（单位：%）



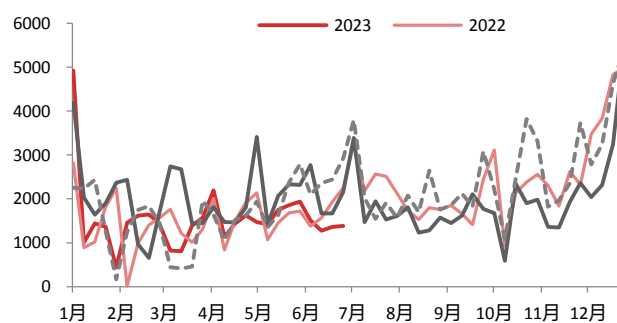
资料来源：Wind, 东海期货研究所

图5 30城商品房成交面积（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图6 百城成交土地面积（单位：万平）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

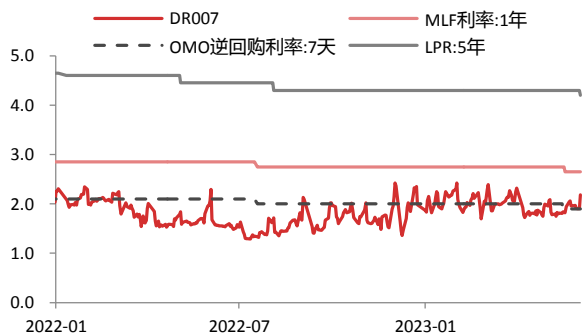
2.政策预期持续，但力度和方向均存疑虑

从支持经济修复的必要性和政策力度剩余的空间来看，下半年政策发力都是基本确定的。

上半年，因一季度经济改善形势较好，财政支出力度不高，专项债发行也不快。专项债、国债均有相当额度，也为下半年财政发力留足空间。二季度后经济修复放缓超预期，下半年财政发力有必要性。政策性开发性金融工具也可以一如既往地作为政策发力强度的进一步补充。

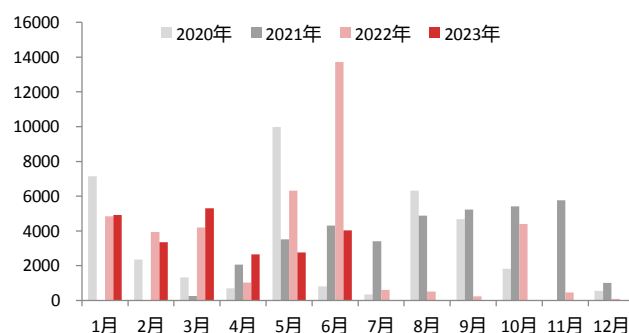
但是，现在市场对政策方向和力度的疑虑还是比较大的。一方面，降息后 LPR 报价虽然确实立即跟随调降，但调降的 10 个 bp 的幅度其实是比较保守的。尤其是 5 年期的 LPR 报价，由于其与房贷利率关系更强，在房地产持续疲软的背景下，市场其实是期待有 15 个 bp 以上的调降的，但是政策的力度不及预期。另一方面，从近期政府方面传达出的信号，例如总理在达沃斯经济论坛的表态等来看，出台的政策可能仍会是以促销费的方向为主，重点领域是数字经济、高端制造，而不是房地产、基建等驱动经济作用见效更快的传统方向。政策的重心也仍是追求高质量发展，而不是强刺激。这也与二季度以来决策层维持的较高的战略定力相吻合。

图7 政策利率变化（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图8 新增专项债当月值（单位：亿元）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

3.对货币政策的期待暂时让位

目前，市场对宽货币的交易正让位于稳增长。随着一系列降息措施的落地，短期内央行继续采取更多宽松操作的必要性和可能性大大降低了。而且，近期人民币汇率连续贬值，同时美联储也释放对7月可能加息的鹰派表态，也制约了货币政策的宽松空间。接下来一系列稳增长政策将陆续出台，最起码要看到这一轮政策的效果，央行才好做出进一步的决策。因此，在这一段窗口期内，宽货币将让位于稳增长，对债市的利好会相当有限。

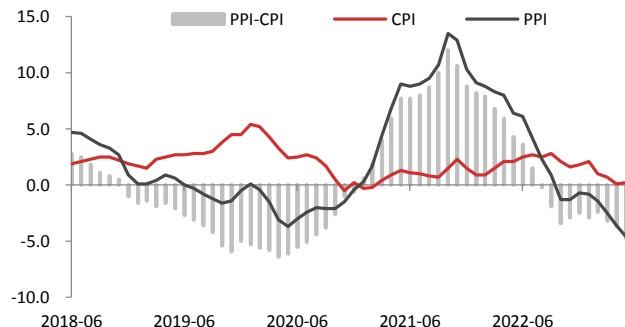
不过，从中长期来看，经济修复是有相当的难度和挑战的，也会是一个持续时间较长的过程。本次降息10个bp的幅度可能还不足以完全满足接下来稳增长的需要。今年下半年，为为财政、地产等政策保驾护航，继续使用降息、降准的总量宽松工具的可能性很大。尤其是下半年MLF到期的资金压力较大，届时使用降准置换MLF应该也是比较合理的。而且，等到人民币的贬值压力释放完毕，美联储加息周期也结束之后，央行决策的外部环境也会好上很多。

图9 人民币汇率



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图10 CPI和PPI当月同比（单位：%）



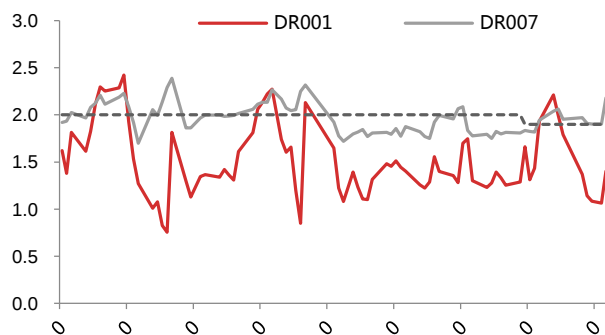
资料来源：Wind, 东海期货研究所

4.央行对流动性的支持仍然积极

尽管在接下来的货币政策方面央行更可能变得比较偏中性的，但是在对流动性的支持上，央行还是表现出了相当积极的态度。6月的MLF续作在降息10个bp的基础上还进行了370亿元的小幅超额续作，同时在公开市场上一直维持了较高的逆回购投放规模。临近跨半年时点，央行逆回购规模维持在千亿以上，充分体现了央行呵护宽松资金面、尽力减少资金波动的态度。至于政府债到期压力，尽管下半年开始专项债可能加速发行，但由于7月国债和专项债到期规模较大，参照往年规模，即使专项债开始发力，带来的净融资规模提升对资金需求的压力也不会太大。

当然，由于跨季、缴税等因素，近期的资金利率还是有所抬升，但是在这些阶段性因素过后，资金面应该还是能够重回宽松。宽松的资金环境也是当前降成本、激发微观主体活力的现实需求。

图11 银行间资金利率（单位：%）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

图12 1年期同业存单收益率（AAA）



资料来源：Wind, 东海期货研究所

5.后市判断与操作建议

在降息刚刚落地、政治局会议即将召开的时间节点上，对宽货币的期待开始让位于对稳增长政策的关注。经济基本面的利好钝化，货币政策的利好缺席，而政策发力的预期仍能持续演绎，债市将持续受到扰动。

当然，要改变经济各主体信心不足、预期疲软的局面是难以一蹴而就的，基本面修复的弱现实在短期内还是难以逆转。

政策方面，方向上不走地产、基建驱动经济的老路，定力较强。资金面仍然宽松，虽然不足以推动收益率进一步下行，但也足以稳定市场情绪。收益率中枢应该还是没有继续上行的动力的。

短期内，十债收益率应该还是会在 2.65%-2.75% 这个区间内震荡。向上看，在现有的经济内外压力和政策力度预期下，2.75% 的位置被趋势性突破的概率不大。向下看，重回 2.65% 以下这个在降息情绪最强烈时才得以到达的位置的动力也不足。当然，后续无论是经济数据方面，还是稳增长政策发力预期方面都可能出现更多扰动，波动有放大风险，可能还会有调整。曲线结构方面，下阶段长端压力大于短端，关注做陡曲线机会。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn