



金融投资专业理财

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



货币政策延续宽松 债券牛市尚未结束

摘要

2023 年上半年的债市呈现小型牛市走势。债市在去年下半年理财赎回负反馈中经历较深调整后，在经济复苏预期偏强而实际修复进度较缓以及资金预期偏紧而实质宽松背景下，年初以来进入流畅的收益率下行趋势，上半年国债期货整体呈现波动上行态势。

展望下半年，当前债市处于宽货币、宽信用的衔接阶段，后续债券市场的交易逻辑将重回经济和政策博弈层面。二季度以来，经济动能边际走弱，货币政策宽松时间或将延长，降准降息仍可期，流动性中性略偏松，宽信用以支持稳增长或将成为央行下一阶段发力的重点。海外方面，美联储 6 月暂停加息，但下半年内仍有加息预期，人民币汇率或仍将承压，外部流动性约束或将在明年二季度边际改善。此外，中美利差倒挂程度加深或导致债券市场面临一定的资本流出压力，同时股债比已降到较低位置，A 股市场对国债价格形成一定压制，债券配置需求或有所弱化。策略方面，结合库存周期角度，若此轮库存周期底部拐点难以在三季度开启，则债市尚不存在大幅回调的风险。短期债市的调整或已基本反映宽信用的释放空间，十年期国债收益率或将围绕 2.67% 窄幅震荡，但中长期来看，在稳增长政策支撑下，政策及存款利率下调打开利率下行通道，债牛格局或尚未结束，配置资金可关注 2.67% 附近的加仓机会。但存单和资金利率触及去年低点的难度均较大，10 年期国债在 2.60% 位置仍面临强阻力。

正文目录

第一部分 2023 年上半年国债期货行情回顾	3
上半年债市走小牛，国债期货高歌猛进	3
第二部分 经济基本面展望	7
2.1 欧美通胀仍显粘性，汇率拐点仍需等待	7
2.2 经济动能边际放缓，通胀继续低位运行	9
2.3 库存周期或迎拐点，债市尚无回调风险	14
第三部分	20
后续降准降息可期，资金需求仍待提振	20
第四部分 配置需求展望	27
中美利差倒挂延续，股债比跌至较低位	27
第五部分 2023 年下半年国债期货展望与投资建议	29
免责声明	31

图表目录

图表 1：2023 年上半年十年期国债收益率走势	4
图表 2：2 年期、5 年期、10 年期主力日收盘价	4
图表 3：30 年期主力日收盘价	5
图表 4：国债期货成交量	5
图表 5：国债期货持仓量	6
图表 6：国债期货主力合约之间价差	7
图表 7：主要经济体 PMI	8
图表 8：美国核心通胀显韧性	8
图表 9：人民币兑美元贬值压力仍存	8
图表 10：经济增长斜率放缓	9
图表 11：固定资产投资增速放缓	10
图表 12：社会消费品零售总额增速	11
图表 13：社会消费品零售分项同比	12
图表 14：二季度以来我国出口同比明显回落	13
图表 15：房地产市场或仍在筑底	13
图表 16：2000 年以来中国七轮库存周期	15
图表 17：七轮库存周期中的四阶段	16
图表 18：实际库存周期略滞后于名义库存周期	17
图表 19：库存周期与债市走势	18
图表 20：库存周期四阶段下的债市表现	19
图表 21：社会融资规模存量增速	21
图表 22：新增人民币贷款当月值（亿元）	21
图表 23：新增人民币贷款中长期贷款（亿元）	22
图表 24：货币供应量同比	22
图表 25：实体投融资意愿疲弱	23
图表 26：市场利率与政策利率 MLF	24
图表 27：中长期 LPR 延续下行	24
图表 28：央行货币政策工具利率变动	24
图表 29：财政存款与资金利率	26
图表 30：财政收支略显乏力	26
图表 31：中美利差	27
图表 32：权益市场风险溢价	28

第一部分 2023 年上半年国债期货行情回顾

上半年债市走小牛，国债期货高歌猛进

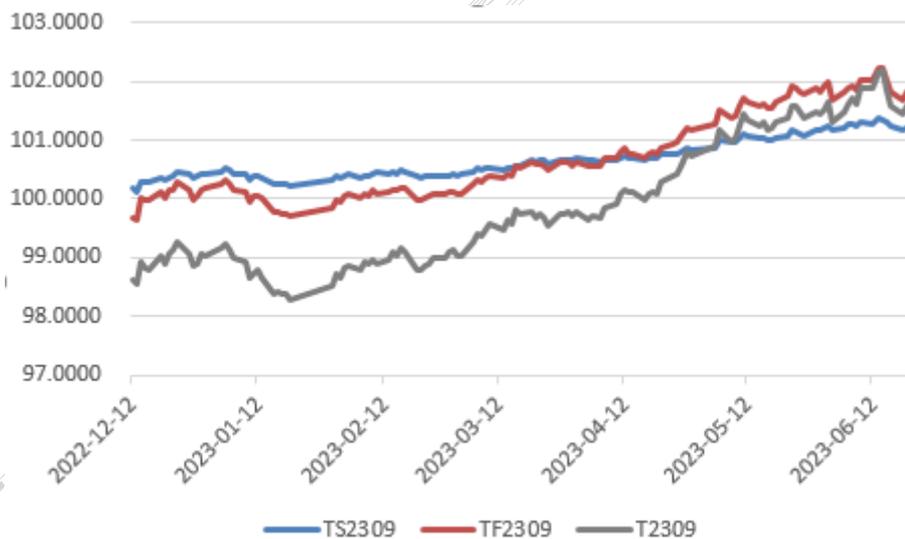
今年以来货币宽松预期推动债市收益率大幅下行，国债期货四大合约相继出现上涨。上半年债市走牛的主要原因在于今年国内经济复苏程度不足，经济整体内生增长动力偏弱，叠加权益市场整体的偏弱表现，投资者对于国债配置力度加强，从而推升了国债现券价格。分月份看，1至2月债市长端利率震荡，短端利率上行，主要是由于银行信贷投放强劲，存单到期偿还压力大，同时资金面在2月收紧，导致该阶段以存单为代表的短端债券品种出现调整。3月至4月，降准释放中长期流动性并调降存款利率，叠加经济环比走弱，触发本轮利率下行。直至4月上旬，10年期国债利率在2.85%-2.87%区间窄幅震荡。5月至6月中旬，资金面转松开启短债行情，长端利率下行至2.7%阻力位后，在没有新增利好的情况下，进一步下行阻力加大。银行密集下调存款利率后，市场博弈降息推动债市收益率一度跌破2.65%的低位后回升。6月中旬至今，超预期降息10bp带动债市利率快速下行，但6月16日国常会释放出稳增长政策将加码的信号，叠加资金面季节性收敛，利率快速回升并抹平降息带来的利率下行幅度。

图表 1：2023 年上半年十年期国债收益率走势



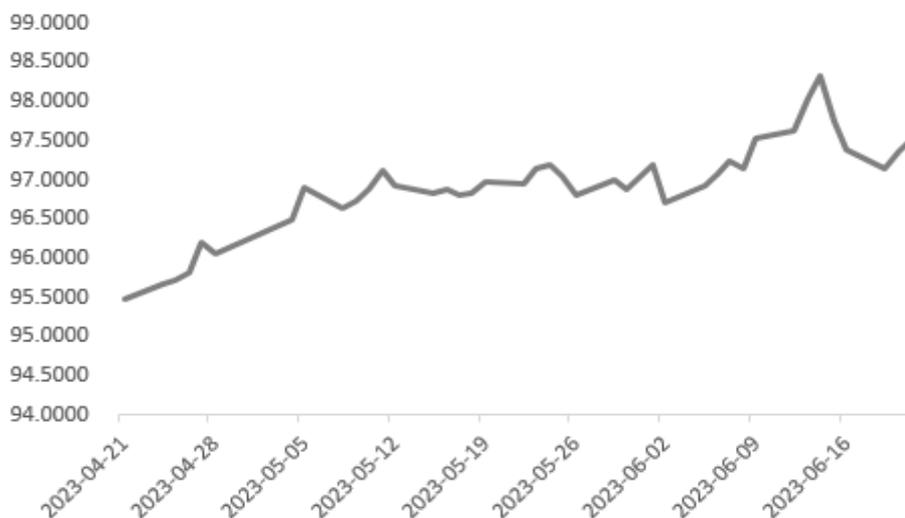
资料来源：wind, 瑞达期货研究院

图表 2：2 年期、5 年期、10 年期主力日收盘价



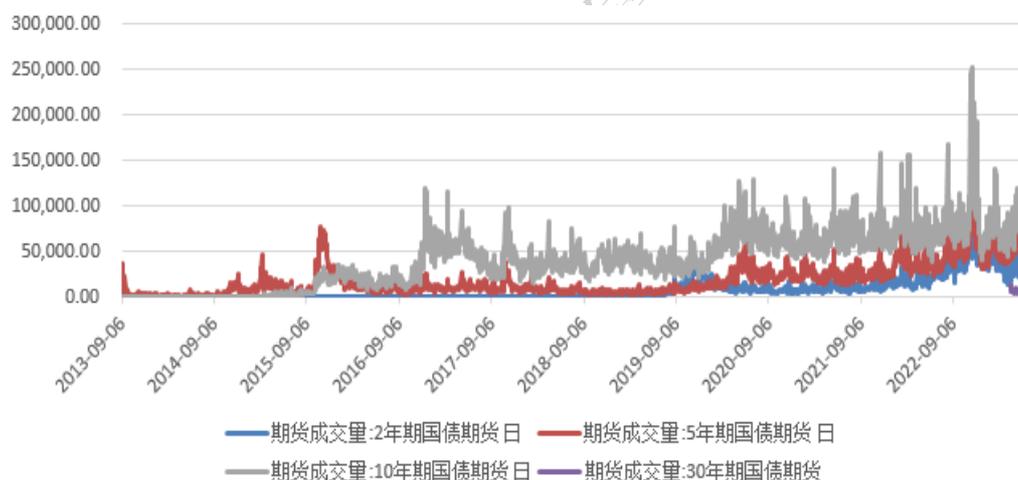
资料来源：wind, 瑞达期货研究院

图表 3：30 年期主力日收盘价



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 4：国债期货成交量

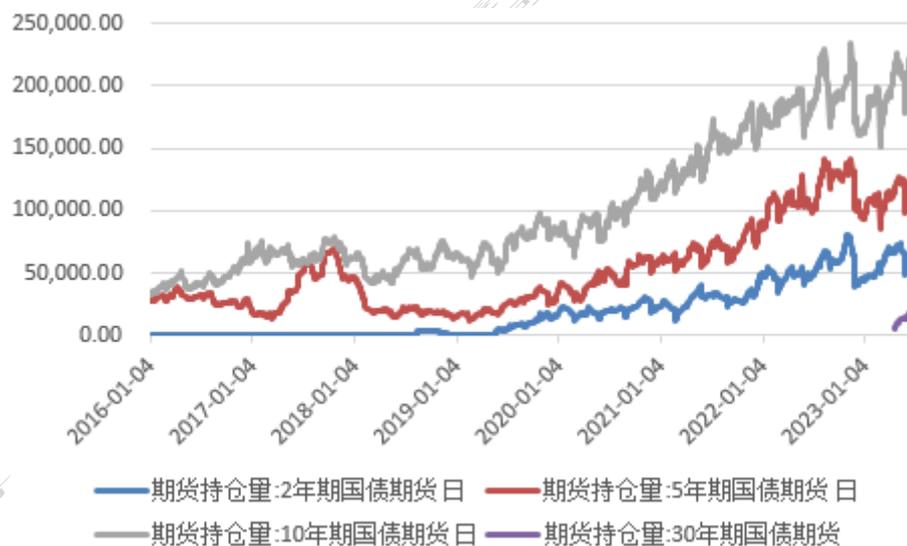


资料来源：wind，瑞达期货研究院

从价格上看，截至 2023 年 6 月 21 日，2 年期、5 年期、10 年期国债期货加权价格从 2023 年的第一个交易日收盘价 100.92、101.07、100.37 分别大幅上涨至 101.26、101.90、101.67，上半年涨幅分别达 0.33%、0.83%、1.30%。虽然 30 年国债期货于 4 月 21 日上市交易，但截至 6 月 14 日 30 年国债期货合约有近

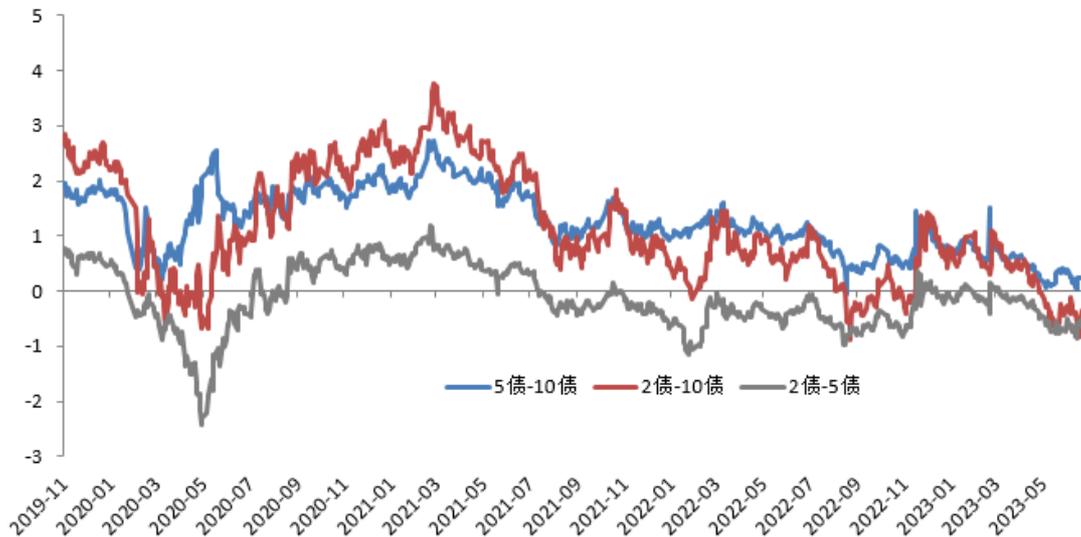
2.2%的涨幅。从成交量和持仓量上看，国债期货在 2023 年上半年的交易积极性较去年同期明显提高，因此成交量和持仓量均大幅增加，其中 5 年期国债期货合约增加尤为显著。从日持仓量均值看，2 年期、5 年期和 10 年期国债期货持仓均有明显增加，较同期分别增加 23.5%、4.1%、8.1%，显示有更多参与者进入到国债期货市场中来。从价差上看，随着国债期货震荡走高，合约间价差整体上趋于收敛后走扩。今年年初至 4 月中旬，2 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力价差一度收窄至零轴附近，随后又扩大至负值区间；5 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力价差持续缩窄至 0.25 左右；2 年期国债期货主力与 5 年期国债期货主力价差从零轴附近走扩至负值区间后继续扩大。

图表 5：国债期货持仓量



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 6：国债期货主力合约之间价差



资料来源：wind，瑞达期货研究院

第二部分 经济基本面展望

2.1 欧美通胀仍显粘性，汇率拐点仍需等待

欧美主要经济体制造业 PMI 在 50%以下继续下滑，欧美 6 月制造业 PMI 均大幅不及市场预期，美国 5 月地产数据则继续良好，而英国通胀数据再超预期。货币政策方面，6 月美国暂停加息，但面对顽固的通胀，美联储官员继续巩固下半年加息两次的信号，英国央行则超预期加息 50bp。海外经济或进入一种类滞胀的状态，美元和美债收益率依旧是易升难降，未来陷入衰退的风险或有较大可能。风险事件方面，银行危机和债务上限约束均暂时解除，风险偏好略有修复。地缘政治方面，中美关系为国际形势带来一些不确定性。汇率方面，自 4 月中旬以来，人民币再度走弱，人民币对美元汇率连续跌破 7.0、7.1、7.2，较 5 月

初跌幅超 4%，主要是受美元升值带来的比价压力。尽管人民币正处在贬值压力较大的阶段，但在国内稳增长政策出台同时美联储加息接近尾声，人民币汇率的拐点可能在第三季度出现，低点的位置有赖于央行是否会出手干预。

图表 7：主要经济体 PMI

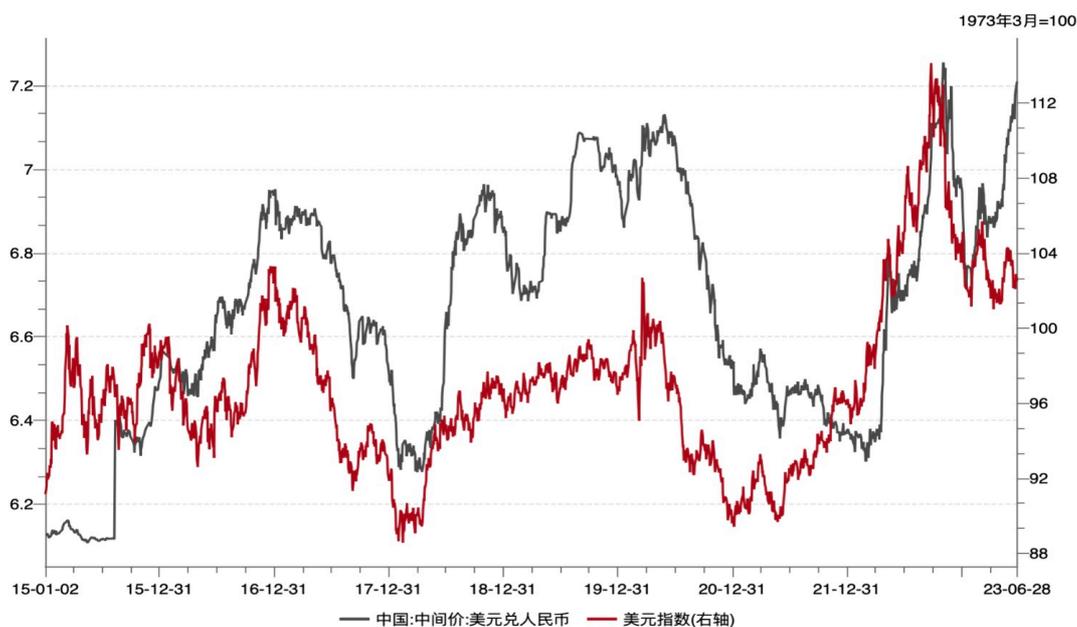


图表 8：美国核心通胀显韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 9：人民币兑美元贬值压力仍存

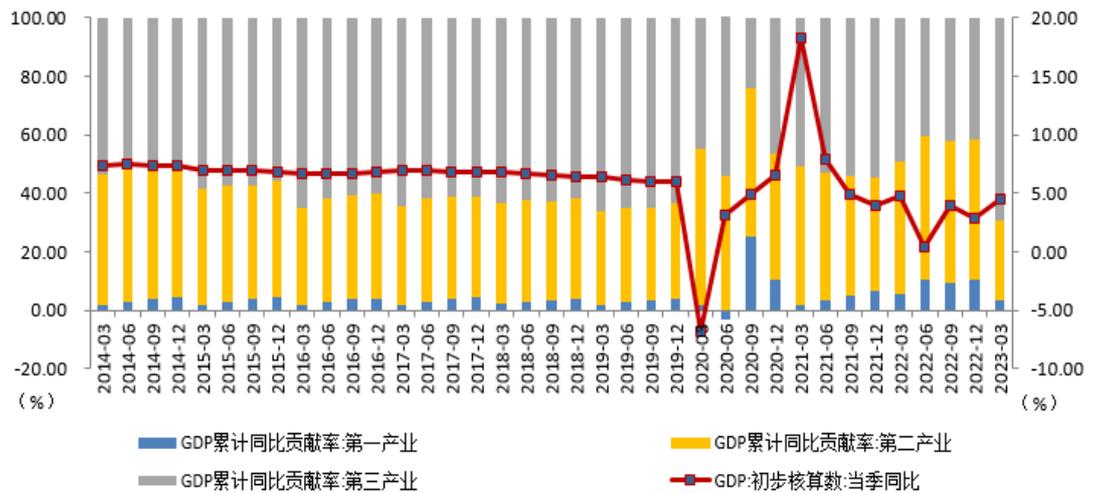


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

2.2 经济动能边际放缓，通胀继续低位运行

2023年一季我国经济增速回升至4.5%，比去年第四季度增速回升1.6个百分点，比去年全年增速回升1.5个百分点，在后疫情时代展现出较强韧性和活力，逐步朝“稳增长”目标靠拢。但二季度以来，随着积压订单和需求释放，经济复苏动能有所放缓，恢复不及预期。展望未来，我国经济有望在上半年恢复性增长的基础上，加快微观经济的修复，并不断改善市场预期，进而迈向扩张性增长。

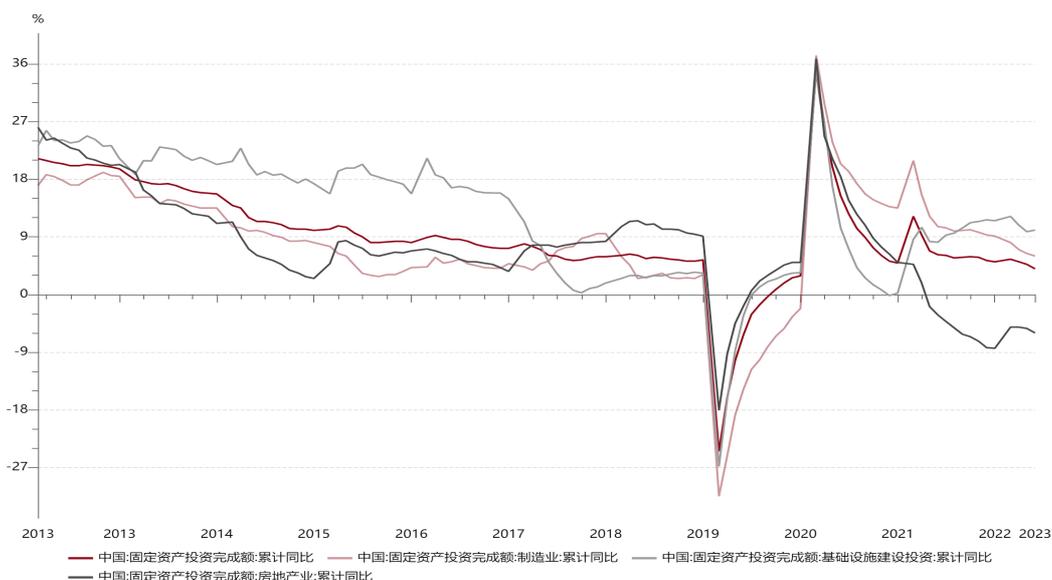
图表 10：经济增长斜率放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

固定投资方面，2023年1-5月固定资产投资188,815亿元，同比增长4.0%，较1-4月降低0.7%。其中，基建、制造业以及房地产领域，1-5月分别累计同比增长10.1%、6.0%、-7.2%。三项领域较1-4月份分别变化+0.3%、-0.4%、-1.0%。今年以来，固定资产投资保持增长态势，对经济社会发展的带动作用持续显现。2023年第一季度中，在资金、项目双重松绑推动落实下，基建投资延续良好态势，有着亮眼表现。但随着二季度以来，政策节奏放缓，后续基建增幅或继续收敛。基建作为传统重要抓手，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

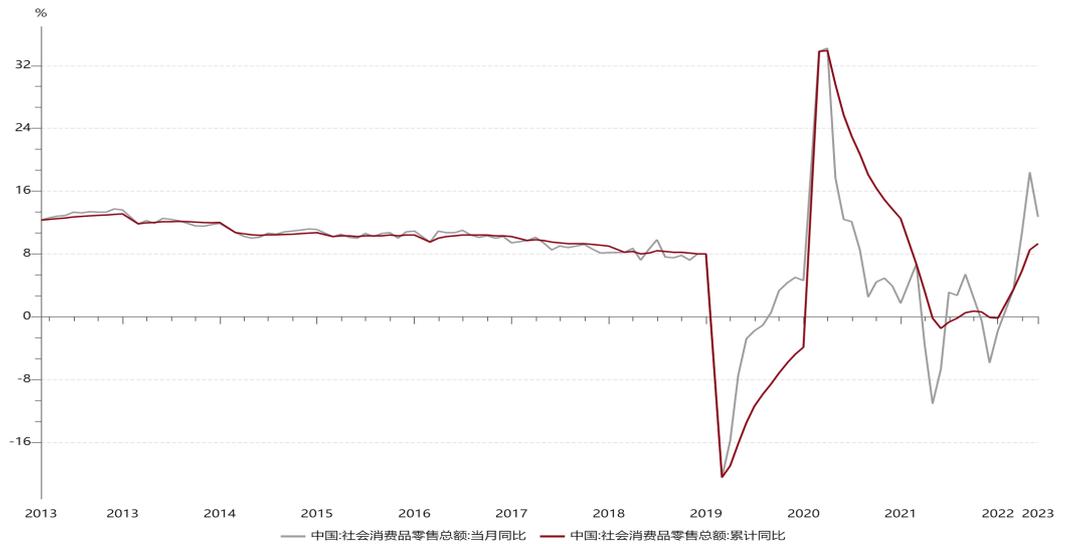
图表 11：固定投资增速放缓



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

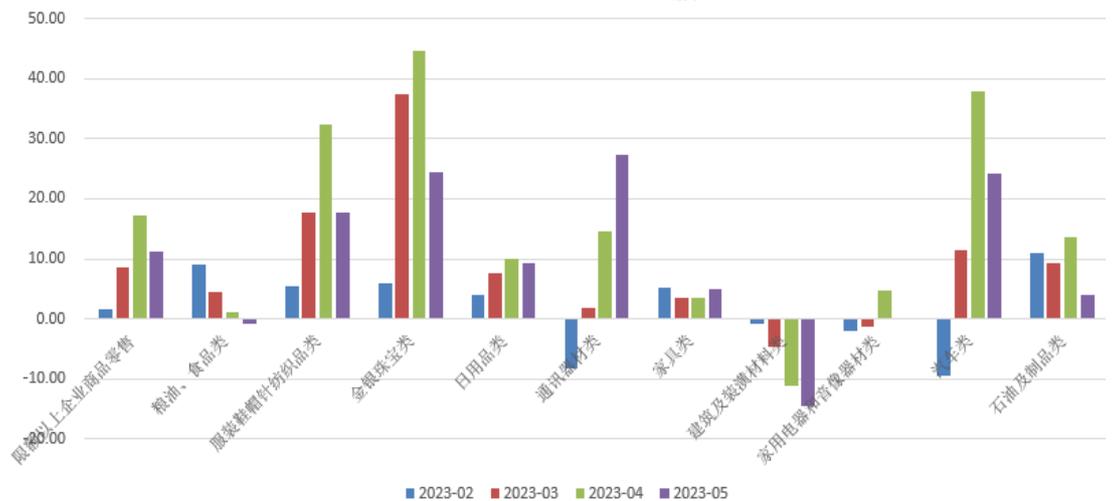
消费方面，随着疫情后消费场景有序恢复，居民消费倾向逐步提升，服务性消费迎来明显改善。整体来看，在扩内需政策的有力推动以及假日消费场景增多的推动下，市场销售明显回升，服务消费明显改善，商品消费持续恢复，消费对经济增长的拉动仍在继续。但剔除去年同期的低基数影响，市场期待的报复性消费并未出现，表明当前消费仍是较为温和的弱复苏，居民消费能力提升和消费意愿增强还有空间。展望未来，消费进一步恢复的前景较为积极，将发挥对经济回升重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面需给予更大力度支持。

图表 12：社会消费品零售总额增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图表 13：社会消费品零售分项同比

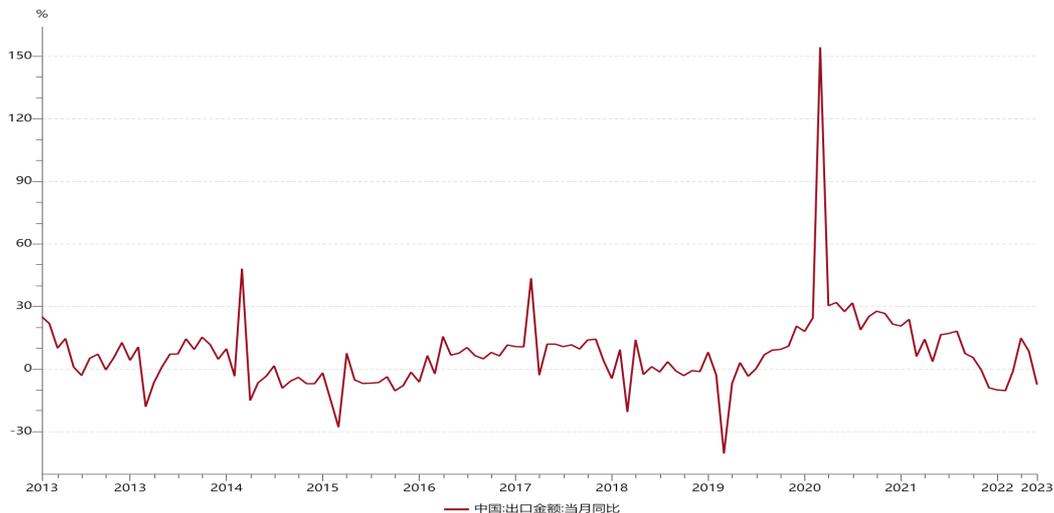


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

外贸方面，回顾一季度出口表现较好，但随着海外经济增长趋缓，叠加去年同期高基数影响，二季度以来，出口增速大幅回落，低于市场预期。进口方面，稳经济政策发力，保障经济运行良好。但 5 月进口环比回升仍处于低位增长水平，整体来看复苏动能偏弱、内生动能不强，进口增速延续负增长。展望后市，

在面临被动去库、工业企业盈利低迷、产能利用率较低和民间投资增速较低的多重扰动下，预计进口增速在第二、三季度也将持续保持低位渐进修复特征。

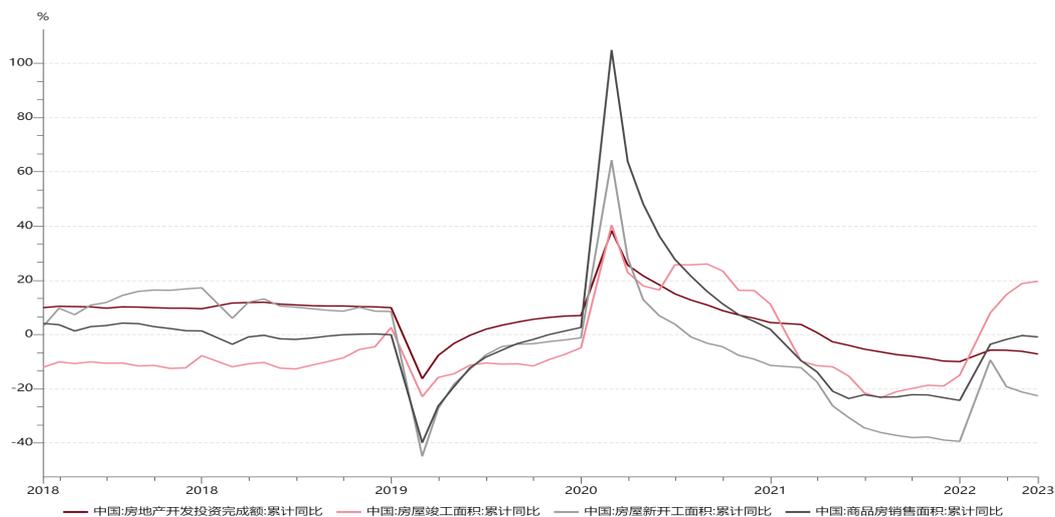
图表 14：二季度以来我国出口同比明显回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

地产方面，今年上半年施工端数据依旧不理想，房屋新开工面积累计同比下降 22.6%，而竣工端有所恢复，房屋竣工面积累计同比上涨 19.6%。1-5 月商品房销售面积为 46,440 万平方米，累计同比下降 0.9%，较 1-4 月份跌幅扩大 0.5%。房地产于年初迎来短暂的需求释放后迅速进入疲软期，居民端消费意愿不强烈，整体表现偏“弱复苏”。随着经济增长不断修复，“保交楼”等政策给市场注入信心，楼市硬着陆风险减缓，但仍需警惕。最后，地产区域分化形式严重，三四线城市仍在去库存阶段的初期，房企现金流问题仍待解决，我们预计 2023 年房地产投资额同比-5%左右。

图表 15：房地产市场或仍在筑底



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

通胀方面，今年上半年核心 CPI 延续低位运行，终端需求仍偏弱。值得关注的是，“五一假期”热度过后，出行需求回落，非食品类别中，旅游相关项目价格有着显著下跌。往后看，6-7 月受暑假影响为旅游旺季，服务业消费需求或将好转，而三季度 CPI 受基数效应及季节性影响或有下行压力。此外，PPI 继续探底，全球工业品需求偏弱。由于处在需求端的基建项目开工进度缓慢、地产持续偏弱，在需求不高涨的情况下，工业品产能过剩，带动价格持续位于低位运行。往后看，国内经济复苏仍在筑底，叠加国内房地产业尚未扭转低位运行的态势，工业品价格或将继续保持现状，预计 PPI 将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

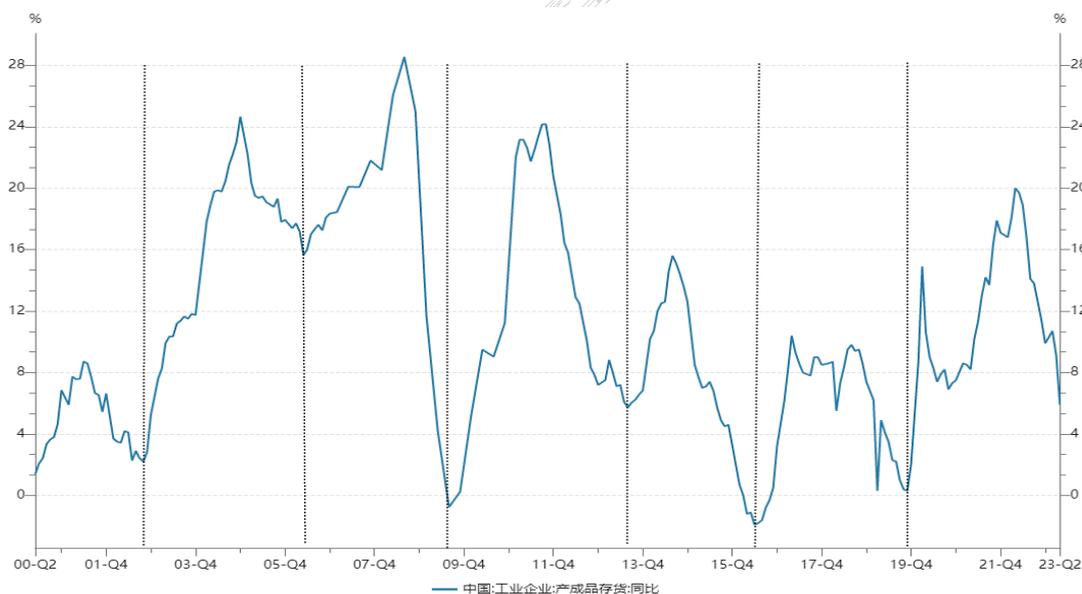
2.3 库存周期或迎拐点，债市尚无回调风险

从库存周期角度来看，回顾 2000 年以来中国的七轮库存周期，并以库存与工业增加值、GDP 以及 PPI 价格指数等指标的关系作为预期库存周期走势的重

要依据，为库存周期的拐点到来时点提供参考。最后梳理历史库存周期的运行与债市表现，并分析当前经济复苏的需求走向和货币政策变化，为后续债市的配置提供一些思路。

以中国工业企业产成品存货增速为主要指标对库存周期进行划分，并以其增速上行和下行作为一轮完整周期。2000年5月作为我国该指标有数据统计的第一个库存周期起点至今，我国共经历7轮大的库存周期，一次库存周期平均持续39.7个月，平均每轮库存周期持续时间为3.3年左右。在前5轮中表现出周期性较为明显，而在本轮以及前一轮库存周期由于受到2016年供给侧改革和2020年疫情扰动等非周期因素影响，库存周期的生产与需求端波动较为频繁。

图表 16：2000 年以来中国七轮库存周期

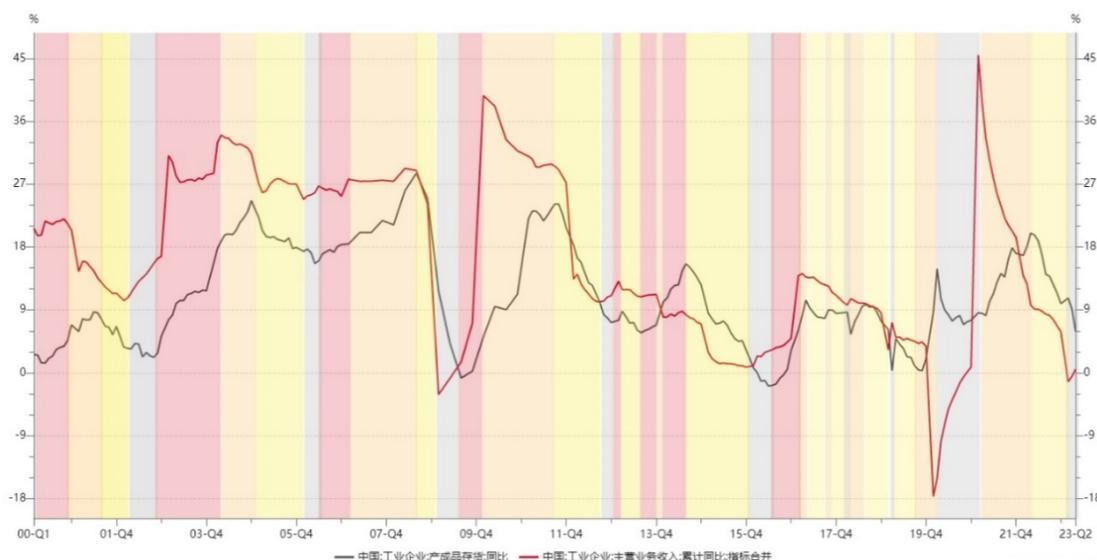


资料来源：wind，瑞达期货研究院

值得注意的是，经济需求决定了库存周期。在加入需求端的工业企业营业收入指标后，库存周期可以分为主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去

库存，并分别对应美林时钟中的经济周期四个阶段：过热期、滞涨期、衰退期、复苏期，库存周期与美林时钟的四个阶段有较高匹配度，两者结合来看可以较为简单的回顾以及定位经济周期所处位置。

图表 17：七轮库存周期中的四阶段



资料来源：wind，瑞达期货研究院

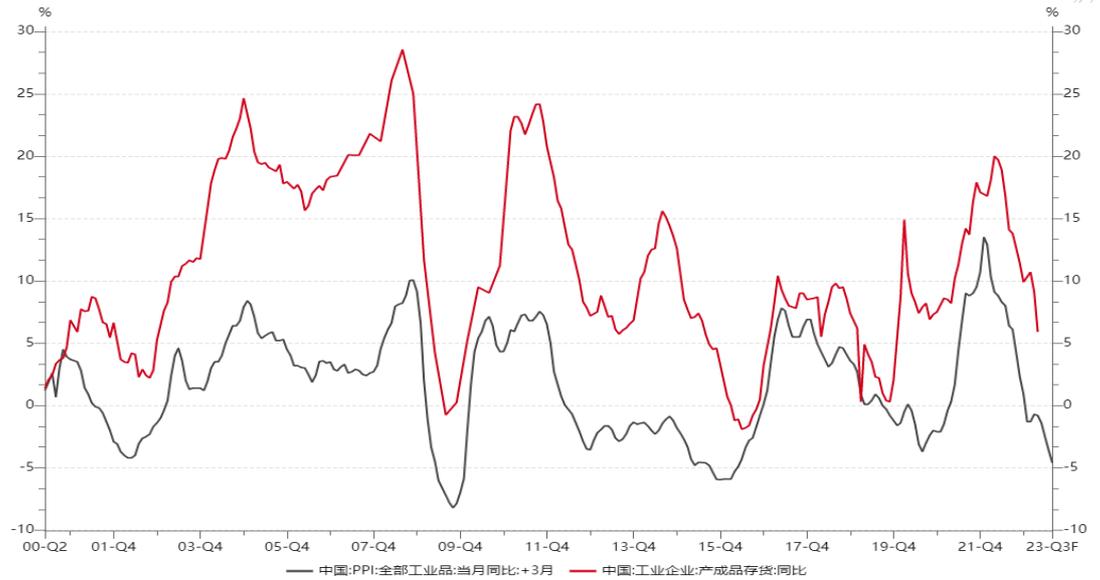
注 1：由于数据限制，指标工业企业主营业务收入累计同比由工业企业主营业务收入累计同比（2000-2016 年）和工业企业营业收入累计同比（2017-至今）两个指标合并而成。

注 2：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

从具有一定前瞻性的 PPI 价格指数来看，PPI 指标或指向库存周期或将在三季度至四季度左右见底。事实上，剔除价格因素的工业企业产成品存货同比为实际库存周期，仍保持较快增长。从历史数据来看，实际库存周期走势与名义库存周期走势基本保持一致，但略滞后于名义库存周期，分别在 2009、2016 和 2021 年滞后 5-10 个月。最近一次的库存见底周期在 2021 年 5 月，疫情因素下生产端和需求端都受到一定扰动，实际库存周期滞后于名义库存周期 10 个

月左右。而本轮库存周期在 2022 年 10 月见顶回落，滞后于名义库存周期 6 个月左右，结合名义库存周期的走势，实际库存周期或将在今年四季度或明年一季度左右触底。

图表 16：PPI 对库存周期领先约三个月



资料来源：wind，瑞达期货研究院

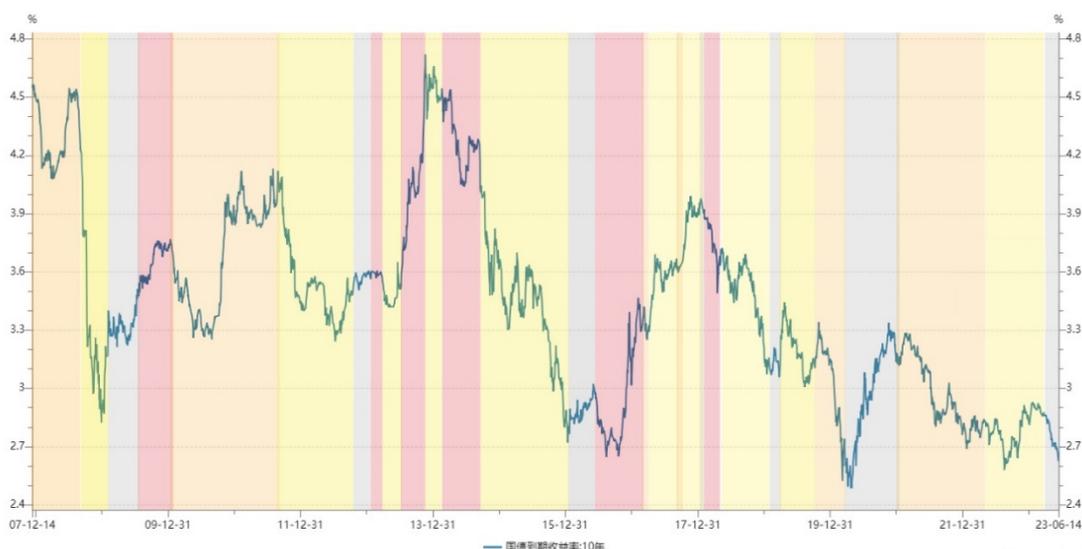
图表 18：实际库存周期略滞后于名义库存周期



资料来源：wind，瑞达期货研究院

最后，以十年期国债收益率作为观察债市走势的指标，从 2000 年以来的七轮库存周期对债券投资的影响来看，库存周期无法预测债市的牛熊拐点，但是通常在被动去库存和主动补库存债市表现为熊市，在被动补库存和主动去库存阶段债市表现为牛市，主要的原因是库存周期与经济增长周期高度相关且库存周期往往滞后于经济增长周期，而资本市场的敏感性导致债市往往领先于经济周期。从历史数据来看，十年期国债收益率的底部拐点大约领先库存周期上行趋势的起点 10 个月左右的时间，且在库存周期上行开始后十年期国债利率仍会继续趋势性抬升。但是值得注意的是，2020 年全球经济在疫情因素扰动下，生产端和需求端都受到显著影响，且需求大幅减弱，被动去库存的下一阶段从按历史推演的主动补库存转成实际中的被动补库存。这种转变也在债市中体现，十年期国债收益率在 2020 年 4 月触底后回升至 2020 年 12 月的 3.3% 位置，但本应继续回调的十年期国债收益率从该位置大幅走低，并在 2022 年显著走牛，2022 年 8 月一度触及 2.605% 的低点。

图表 19：库存周期与债市走势



资料来源：wind，瑞达期货研究院

注1：红色区域-主动补库存阶段，橙色区域-被动补库存阶段，黄色区域-主动去库存阶段，灰色区域-被动去库存阶段。

图表 20：库存周期四阶段下的债市表现

阶段	时间区间	债市方向	涨幅/跌幅
主动补库	2009.08-2010.02	震荡	0.1018
	2013.03-2013.05	震荡	(0.1764)
	2013.08-2013.12	下跌	0.6666
	2014.03-2014.10	震荡	(0.1751)
	2016.07-2017.03	震荡	0.3479
	2018.03-2018.06	震荡	(0.2049)
被动补库	2007.12-2008.09	震荡	(0.2007)
	2010.02-2011.10	震荡	0.4057
	2017.03-2017.04	震荡	(0.0474)
	2017.09-2017.10	震荡	(0.0191)
	2019.10-2020.04	上涨	(0.5147)
	2021.02-2022.04	震荡	(0.4289)
主动去库	2008.09-2009.03	上涨	(1.0377)
	2011.10-2012.11	上涨	(0.5389)
	2013.05-2013.08	震荡	0.3064
	2013.12-2014.03	震荡	(0.0901)
	2014.10-2016.02	上涨	(1.4217)
	2017.04-2017.09	震荡	0.3069
	2017.10-2018.02	震荡	0.2625
	2018.06-2019.03	上涨	(0.4575)
	2019.05-2019.10	震荡	(0.1893)
	2022.04-2023.04	震荡	0.1063
被动去库	2009.03-2009.08	震荡	0.2975
	2012.12-2013.03	震荡	0.0574
	2016.02-2016.07	震荡	0.1171
	2018.02-2018.03	震荡	(0.0861)
	2019.03-2019.05	震荡	0.1994
	2020.04-2021.02	下跌	0.6188
	2023.05-2023.06	震荡	(0.2231)

资料来源：wind，瑞达期货研究院

当在库存周期迎来底部拐点后，库存增速触底回升后，短期内将进入企业不断主动补库存和经济增长态势持续向好的正向反馈阶段，在库存周期见顶之前，宏观经济基本面处于改善状态。而债券市场走熊的起点往往伴随着宏观经济复苏和货币政策收紧，且资本市场往往提前反应这一预期，债市收益率或将

在此阶段迎来趋势性上行的确定性较高。因此，在被动去库存和主动补库存阶段债市通常表现偏弱。当库存周期见顶回落后，经济通常正面临边际下行或已逐渐进入衰退阶段，企业融资需求持续减弱，货币政策逐渐宽松，债券收益率开始走牛或打开进一步下行空间。因此，在被动补库存和主动去库存阶段债市通常表现偏强。

第三部分

后续降准降息可期，资金需求仍待提振

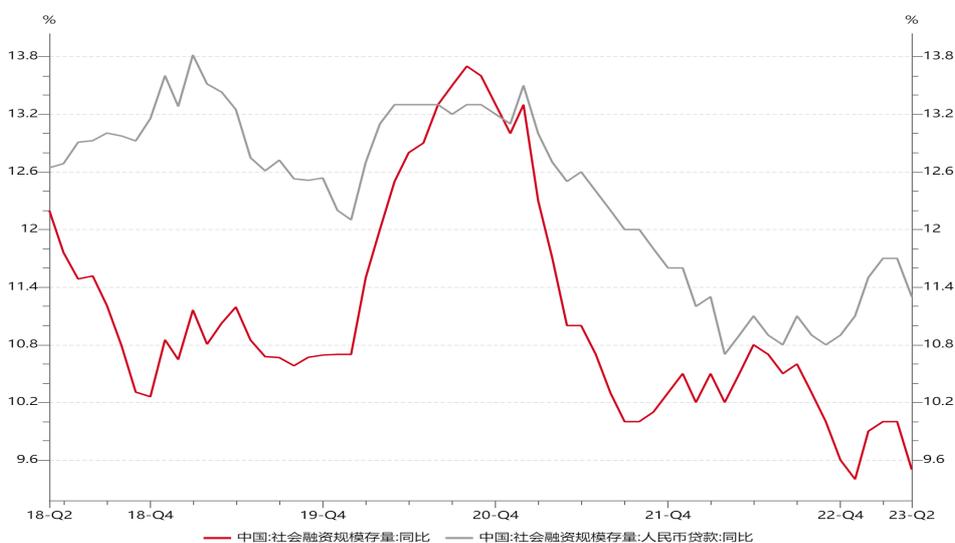
今年上半年以来，央行综合运用多种货币政策工具，银行体系流动性整体保持较为宽松的态势。3月17日，央行年内首次实施降准，上一次降准是在2022年12月5日，降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，向银行体系释放长期资金5000-5300亿，也为接下来5年期以上LPR报价下调铺平道路。6月15日，继七天期逆回购利率以及SLF利率齐降10个基点后，央行宣布降息10个基点，随后LPR开启自去年8月以来的首次调降，此次降息将有利于推动社会融资成本继续下行，同时释放了政策积极信号，债市利率中枢下移，对债市构成利好。近日在月末、季末、半年末等重要时点叠加的背景下，流动性显著收敛，但央行呵护流动性意图明显，在公开市场的逆回购操作力度逐步加码，6月26日在公开市场净投放量也创下二季度以来单日最高量。

从资金需求端来看，一季度信贷和社融数据同比表现均超预期。企业贷款方面，制造业景气度持续，叠加节后基建开工潮的拉动，企业中长期贷款维持

高增长。居民贷款方面，服务业景气度持续回暖，叠加春节消费需求释放，居民短期贷款规模明显增加。但进入 4 月份以来，国内金融数据指标增速放缓并在 5 月份明显回落。M2 增速放缓的深层原因是当前经济内需不足，消费及投资活动放缓，导致货币派生效应减弱，但社融与 M2 剪刀差缺口逐季收窄，或表明资金空转情况有所改善。

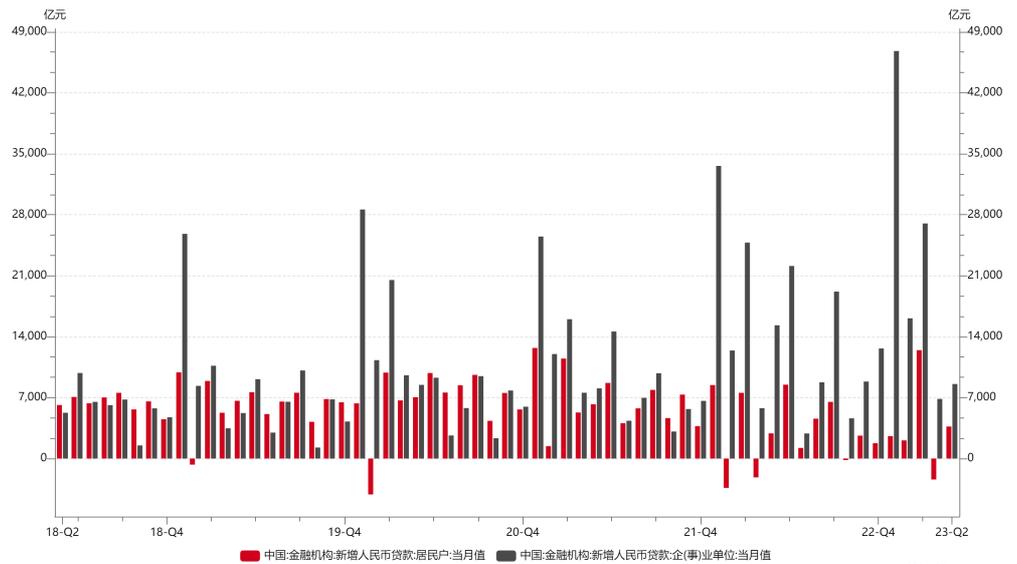
展望下半年，社融大幅回暖仍主要面临以下阻碍：居民资产负债表长期“去杠杆”导致地产相关贷款短期难以显著回升、企业短贷在去库周期中需求减弱以及监管因素使得企业债务融资需求偏弱。因此，预计 2023 年社融总体呈现“弱复苏”态势的可能性较高。

图表 21：社会融资规模存量增速



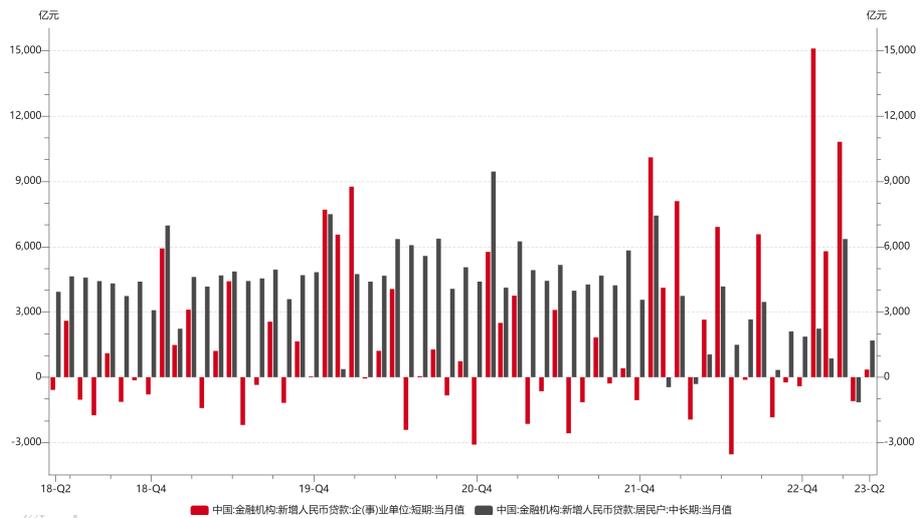
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 22：新增人民币贷款当月值（亿元）



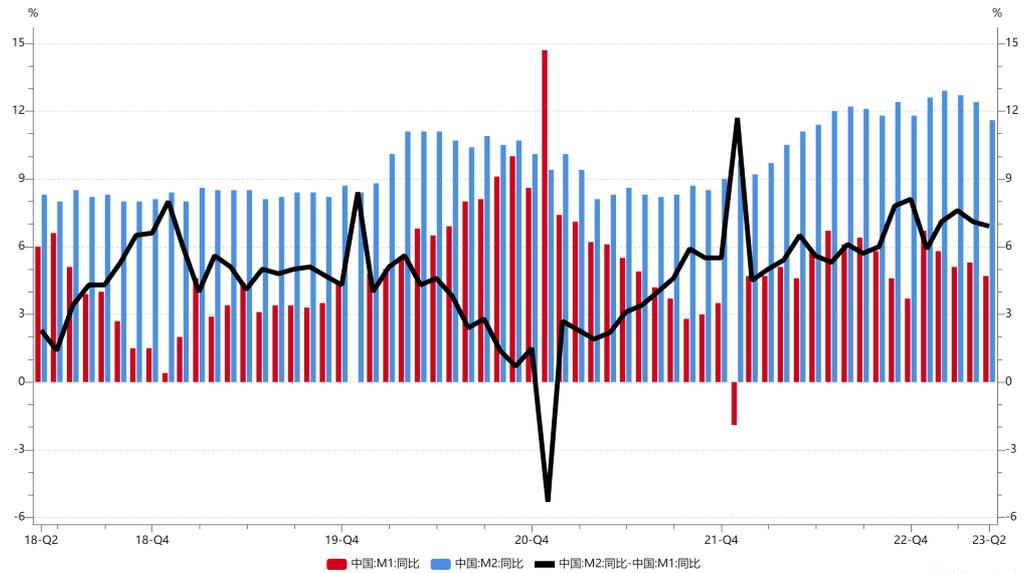
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 23：新增人民币贷款中长期贷款（亿元）



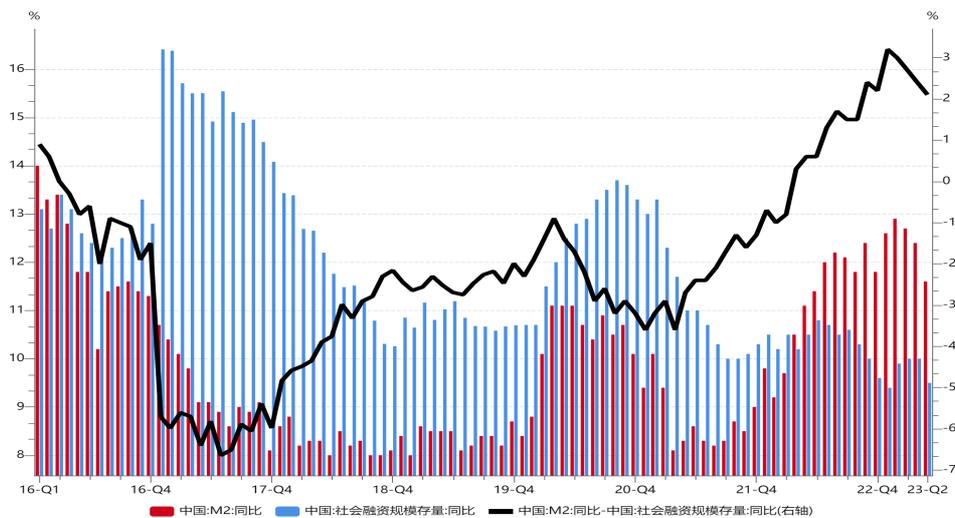
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 24：货币供应量同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

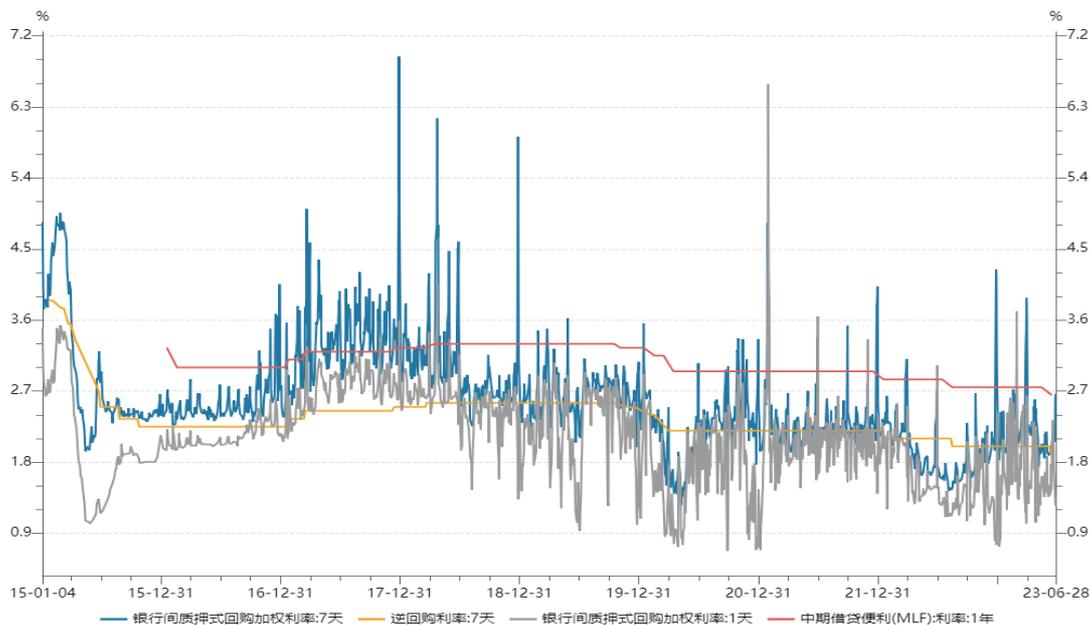
图表 25：实体投融资意愿疲弱



资料来源：wind，瑞达期货研究院

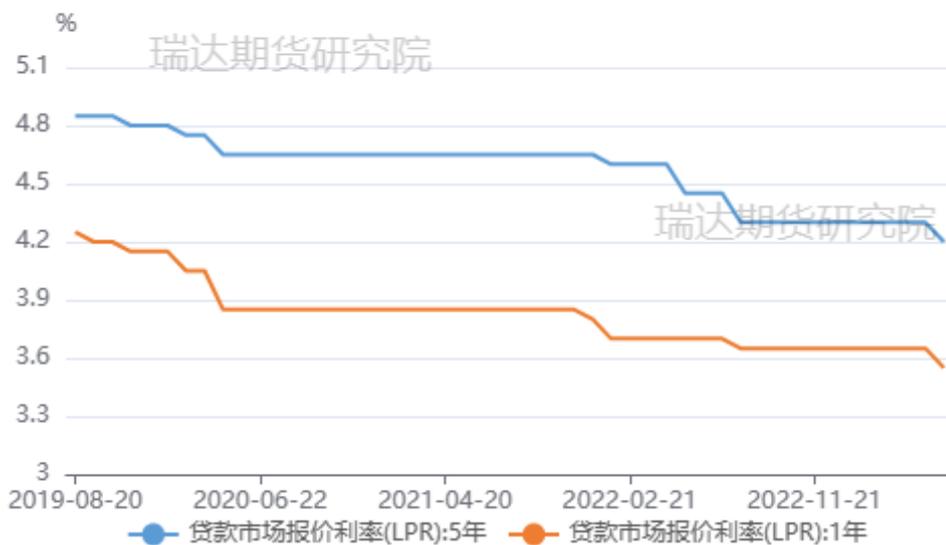
此外，通胀带来的影响仍相对有限，短期内货币政策的重心将不会限制通胀。我国内需偏弱、修复动能仍需政策提振、加力呵护和扩大内需。结合一季度货币政策例会表态以及最新金融数据低于预期，未来短期内经济或将延续温和修复态势，货币政策宽松周期或将延长。

图表 26：市场利率与政策利率 MLF



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 27：中长期 LPR 延续下行



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图表 28：央行货币政策工具利率变动

货币政策工具利率	年初	年中	调整幅度
逆回购操作			
7 天期	2.00%	1.90%	-10bp
14 天期	2.15%	2.15%	-
中期借款便利 (MLF)			
12M	2.75%	2.65%	-10bp
贷款市场报价利率 (LPR)			
1 年	3.65%	3.55%	-10bp
5 年	4.30%	4.20%	-10bp

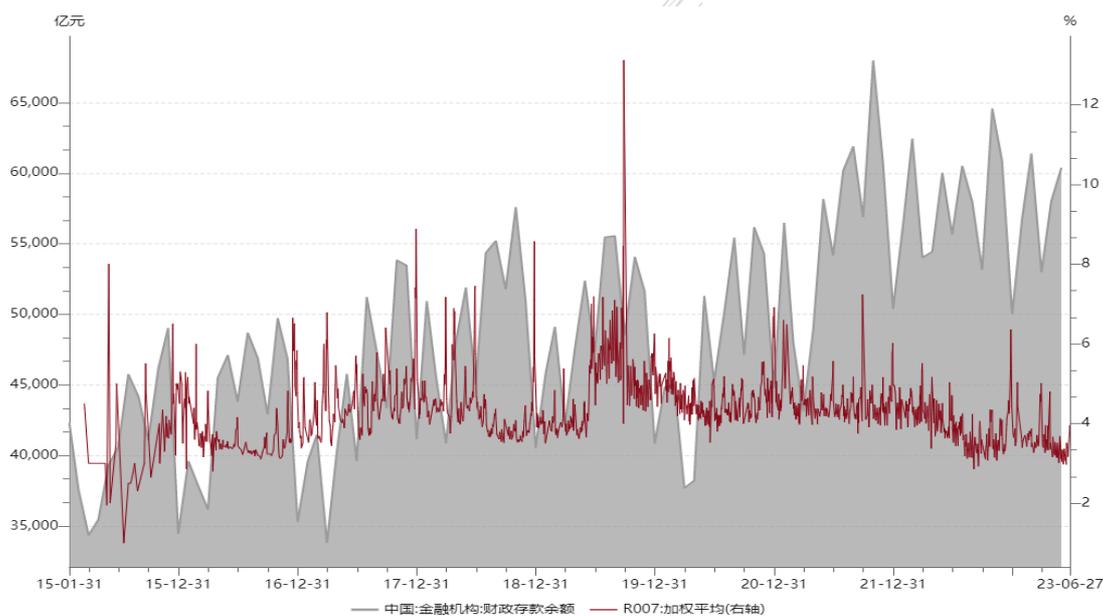
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

财政政策方面，今年以来无论财政收支还是政府债发行，都呈现一季度加力，二季度边际放缓的特点。经济修复波折不断，地产市场持续深度调整，5 月份地方财政收入陡降，专项债短期内接续不及时，总体政府债融资速度也明显放缓。总体来看，2023 半年度财政收支体现出以下三个特征：在去年留抵退税的影响下，一般公共预算收入回升；一般公共预算支出结构化修复，基建成为主要拖累；地产销售见顶，对政府性基金收入支撑减弱。接下来，财政收入增速与经济修复之间将呈现出较强相关性，财政收支将注重提升效能，更加凸显结构化特征。这需要加快现有政策的落地，尽快形成实物工作量。稳定基建投资仍是重心，促销费力度仍有较大提升空间。下半年经济修复放缓，财政收入或将承压，财政“逆周期调节”紧迫性提升，不排除财政赤字尤其是地方政府财政赤字超出预算的可能。结合过去三年在稳增长上开展的财政政策工具来看，我

我们可以期待财政政策稳增长的主要方向有减税降费、拉动专项债投资甚至可能盘活专项债务结存限额以及发挥“准财政”工具优势，而发行特别国债来置换地方政府债务的可能性或许较低。

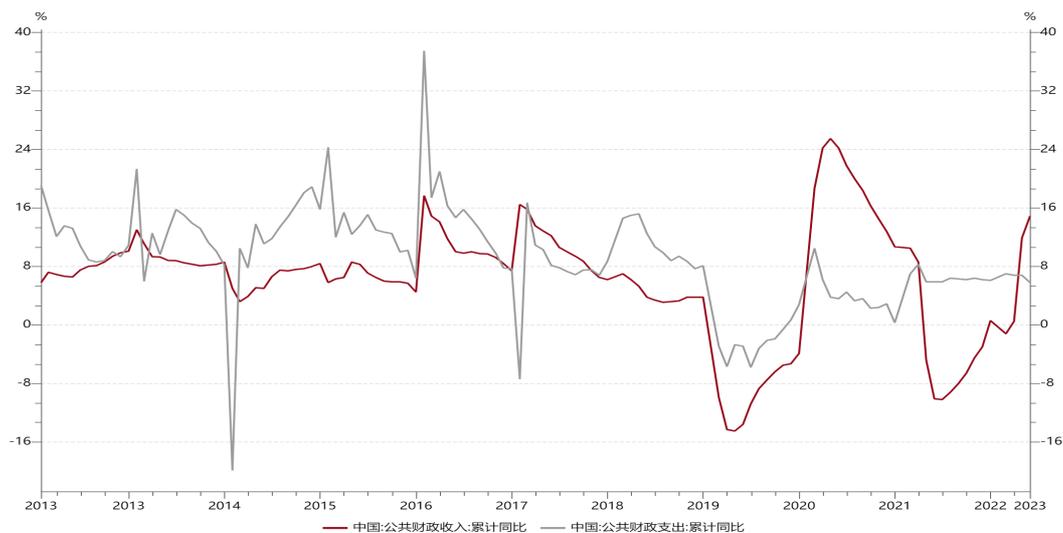
展望下半年，短期内预计接下来央行仍将维持较高规模的操作量，在货币与财政政策偏积极的背景下，预计资金面有望平稳跨季。中长期来看，综合考虑货币政策与财政、产业等政策协同，货币数量和社会融资总量的增长还有适度宽松的空间，特别是三季度存在降准的时间窗口，后续央行仍可能适度调整存款准备金率，出台结构工具等助力经济复苏。

图表 29：财政存款与资金利率



资料来源：wind, 瑞达期货研究院

图表 30：财政收支略显乏力



资料来源：wind，瑞达期货研究院

第四部分 配置需求展望

中美利差倒挂延续，股债比跌至较低位

2022 年四季度到今年一季度，美国国债利率走低，中国债券收益率上行。今年二季度以来，美国国债利率上行，而中国债券利率大幅回落。展望下半年，美国核心通胀和就业仍显韧性和强劲，三季度美联储可能仍需要通过加息和缩表的方式来收缩流动性，同时国内经济修复动能边际走弱，美债利率仍有回升预期，短期人民币贬值压力仍存，中美利差倒挂程度加深或导致债券市场面临一定的外资流出压力，但中长期来看，国内降息操作有望拉开政策“组合拳”序幕，并带动经济基本面触底回升，人民币汇率将得到支撑。

图表 31：中美利差



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

第五部分 2023 年下半年国债期货展望与投资建议

2023 年上半年的债市呈现小型牛市走势。债市在去年下半年理财赎回负反馈中经历较深调整后，在经济复苏预期偏强而实际修复进度较缓以及资金预期偏紧而实质宽松背景下，年初以来进入流畅的收益率下行趋势，上半年国债期货整体呈现波动上行态势。

展望下半年，当前债市处于宽货币、宽信用的衔接阶段，后续债券市场的交易逻辑将重回经济和政策博弈层面。二季度以来，经济动能边际走弱，货币政策宽松时间或将延长，降准降息仍可期，流动性中性略偏松，宽信用以支持稳增长或将成为央行下一阶段发力的重点。海外方面，美联储 6 月暂停加息，但下半年内仍有加息预期，人民币汇率或仍将承压，外部流动性约束或将在明年二季度边际改善。此外，中美利差倒挂程度加深或导致债券市场面临一定的资本流出压力，同时股债比已降到较低位置，A 股市场对国债价格形成一定压制，

债券配置需求或有所弱化。策略方面，结合库存周期角度，若此轮库存周期底部拐点难以在三季度开启，则债市尚不存在大幅回调的风险。短期债市的调整或已基本反映宽信用的释放空间，十年期国债收益率或将围绕 2.67%窄幅震荡，但中长期来看，在稳增长政策支撑下，政策及存款利率下调打开利率下行通道，债牛格局或尚未结束，配置资金可关注 2.67%附近的加仓机会。但存单和资金利率触及去年低点的难度均较大，10 年期国债在 2.60%位置仍面临强阻力。

研究报告内容仅供参考，不构成任何投资建议。

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。

研究报告全部内容不构成任何投资建议