Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
高翔 分析师
投资咨询从业资格：Z0016413
gaoxiang@nawaa.com
0571-87839252



利率市场周报 2023 年 4 月 22 日

# 一季度经济数据怎么看

## 摘要

一季度经济数据总量正常超过市场预期，但结构上仍面临制造业投资回落、地产各环节分化以及消费出口等强支撑项能否持续等问题，因此数据落地后市场表现更趋于利空出尽。

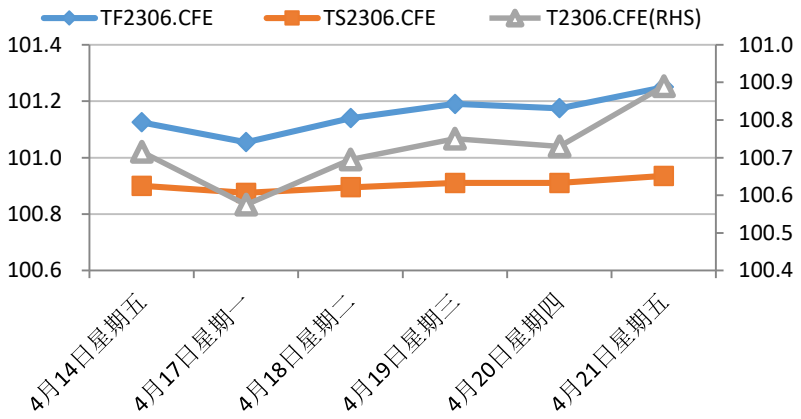
全局视角来看，我们对二季度经济修复趋势的延续持乐观态度。去年二季度在疫情的扰动下基本面受到明显冲击，基数效应会是维持二季度增速的重要保障。从结构上来看，关注竣工潮带来的确定性机会。历史表现来看竣工面积同比增速与地产后周期相关板块的消费零售同比增速有着较高的相关性，而施工周期的传导以及保交楼政策支撑下，竣工环节有着更高的确定性和更稳定的趋势，有望支撑商品性消费增速继续上行。中长期视角下，利率中枢震荡上移。

# 第1章　行情回顾与展望

## 1.1. 本周长端合约继续上行

本周债市先下后上，整体价格水平继续上行，周五 30 年期国债期货合约上市，主力合约 TL2306 单日大幅收涨。

图 1.1 本周国债期货走势




资料来源：Ifind 资讯　南华研究

截至周五收盘，T2306 收为 100.715，较上一周上涨 0.17%；TF2306 收为 101.125，较上周上涨 0.05%；TS2306 收为 100.9，涨幅 0.02%。现券方面，十年期国债收益率回落 2bp 至 2.83%，一年期国债收益率下行 0.7bp 至 2.22%。

**表格 1：上周数据统计**

| 期货数据 | | 周五结算价 | 周涨跌幅 |
|---|---|---|---|
| 10年期国债期货 | T2306.CFE | 100.890 | 0.17% |
| | T2309.CFE | 100.270 | 0.16% |
| 5年期国债期货 | TF2306.CFE | 101.250 | 0.12% |
| | TF2309.CFE | 100.875 | 0.09% |
| 2年期国债期货 | TS2306.CFE | 100.935 | 0.03% |
| | TS2309.CFE | 100.745 | 0.04% |
| **价差数据** | | **价差** | **周涨跌** |
| 跨期价差 | T2306-T2309 | 0.620 | 0.01 |
| | TF2306-TF2309 | 0.375 | 0.03 |
| | TS2306-TS2309 | 0.190 | -0.01 |
| 跨品种价差 | 2TS-T | 302.850 | -0.03 |
| | 2TF-T | 101.610 | 0.08 |
| | TS-TF | 100.620 | -0.06 |
| **现券收益率** | | **周五收盘价** | **周涨跌** |
| 国债收益率 | 1Y国债 | 2.19% | -2.74 BP |
| | 2Y国债 | 2.40% | -0.09 BP |
| | 3Y国债 | 2.49% | -0.62 BP |
| | 5Y国债 | 2.67% | -1.88 BP |
| | 7Y国债 | 2.80% | -0.57 BP |
| | 10Y国债 | 2.83% | -0.11 BP |
| 国开收益率 | 1Y国开 | 2.43% | 0.39 BP |
| | 3Y国开 | 2.69% | -0.31 BP |
| | 5Y国开 | 2.82% | -0.50 BP |
| | 7Y国开 | 2.96% | -1.61 BP |
| | 10Y国开 | 3.01% | 0.07 BP |
| **资金利率** | | **最新价** | **周涨跌** |
| 银行间质押回购利率 | R001 | 2.27% | 72.89 BP |
| | R007 | 2.27% | 27.68 BP |
| | R014 | 2.46% | 48.24 BP |
| SHIBOR利率 | SHIBOR1M | 2.43% | -0.10 BP |
| | SHIBOR3M | 2.51% | 0.10 BP |

资料来源：Ifind 资讯　南华研究

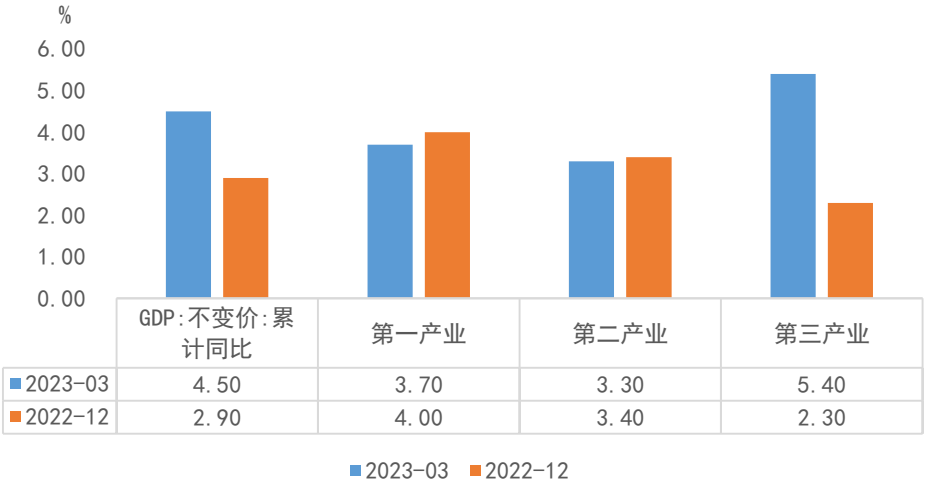
## 1.2. 怎么看一季度经济数据

本周统计局公布 3 月经济数据情况：*一季度 GDP 同比增速 4.5%，预期 4%；3 月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，预期 4.4%，1-3 月规上工业增加值同比 3%，预期 3.5%，前值 2.4%；3 月社会消费品零售总额同比增速 10.6%，预期 7.5%，1-3 月社会消费品零售总额同比增速 5.8%，预期 3.7%，前值 3.5%；1-3 月固定资产投资同比增长 5.1%，预期 5.7%，前值 5.5%；1-3 月全国房地产开发投资同比增速-5.8%，预期-4.7%，前值-5.7%；3 月城镇调查失业率 5.3%，预期 5.5%，前值 5.6%*。经济增速表现颇为亮眼，但数据出炉后市场却反应平平，债市更是走出了一副利空出尽的形态。但我们认为数据进一步验证了复苏的持续性，后续继续保持乐观。

### 1.2.1. 总量超预期上行，服务业拉动为主

一季度 GDP 增速明显超出了市场预期，而在数据公布后多家海外银行上调了对中国全年的经济增速预测。从结构上来说，第一、二产业增速较前值均小幅回落，并且低于 GDP 增速，第三产业同比增长 5.4%，是一季度的主要拉动。而从传统的“三驾马车”视角来看，出口与消费贡献了主要的增长，投资增速中除基建增速保持一定韧性外，制造业与房地产增速均有所回落。因此，总量强而结构分化是主要特征。

图 1.1 总量超预期上行



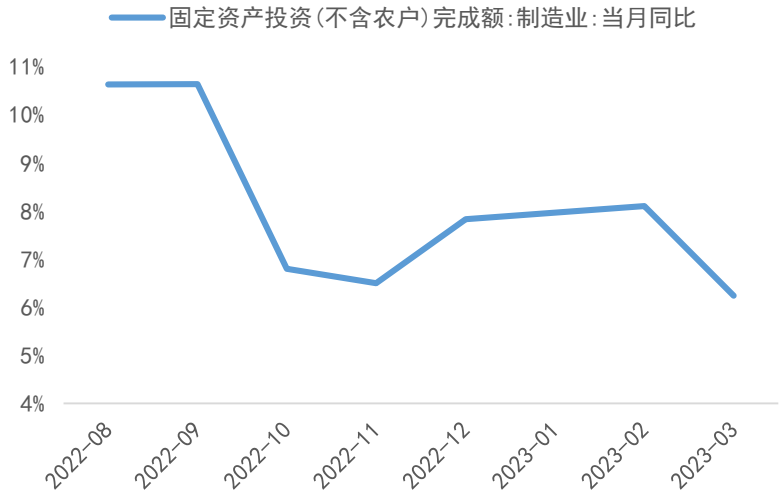

| | GDP:不变价:累计同比 | 第一产业 | 第二产业 | 第三产业 |
|---|---|---|---|---|
| 2023-03 | 4.50 | 3.70 | 3.30 | 5.40 |
| 2022-12 | 2.90 | 4.00 | 3.40 | 2.30 |

资料来源：iFInd 南华研究

### 1.2.2. 制造业：关注库存周期

3 月制造业投资累计增速出现了明显回落，是固定资产投资的拖累之一。后续我们建议继续从库存周期的视角出发，观察库存情况与价格指标的相对表现，投资预期扭转的关键在于库存周期何时从主动去库向被动去库切换。

图 1.2 制造业投资回落

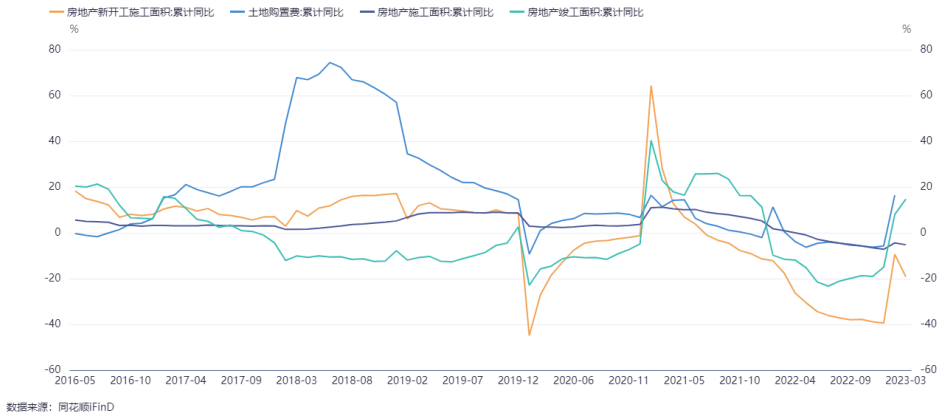



资料来源：iFInd 南华研究

### 1.2.3. 地产的结构性修复

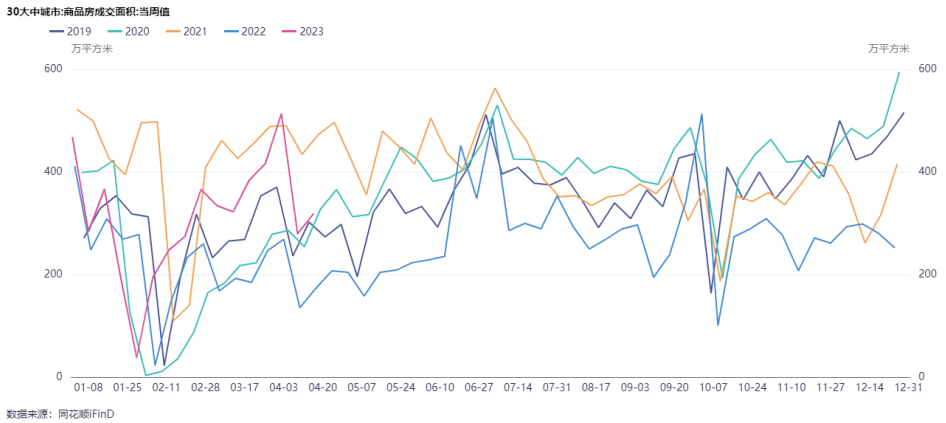
目前来看地产的主要修复在于竣工环节，从增速水平来看，施工以及新开工同比增速仍处在负增长区间，在前期施工潮的传递以及保交楼政策的加持下，竣工增速趋势性上行。我们在做全年展望的时候曾经提示，今年地产行业在方向判断上的确定性要大于斜率，在经过去年持续的风险出清后，行业景气度的改善是大概率事件，但这并不意味着会出现高增速修复的情况。从当前结构来说，未来更多关注结构上的利好，例如竣工潮之下地产后周期相关产业的机会。另一方面，从高频数据也能观察到地产销售情况在一季度出现明显改善，后续继续关注。

图 1.3 地产走势分化




资料来源：iFind 南华研究

图 1.4 销售季节性改善

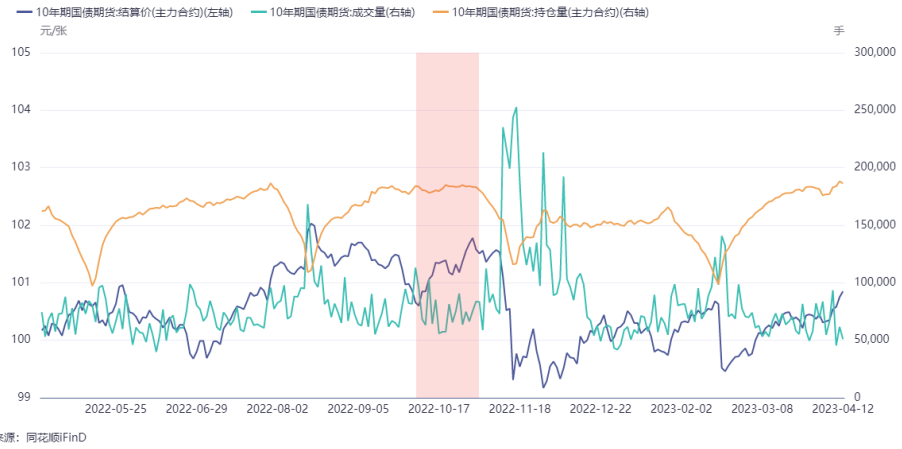



资料来源：iFind 南华研究

### 1.2.4. 盘面信息：警惕过热

从情绪

图 1.5 持仓持续走高

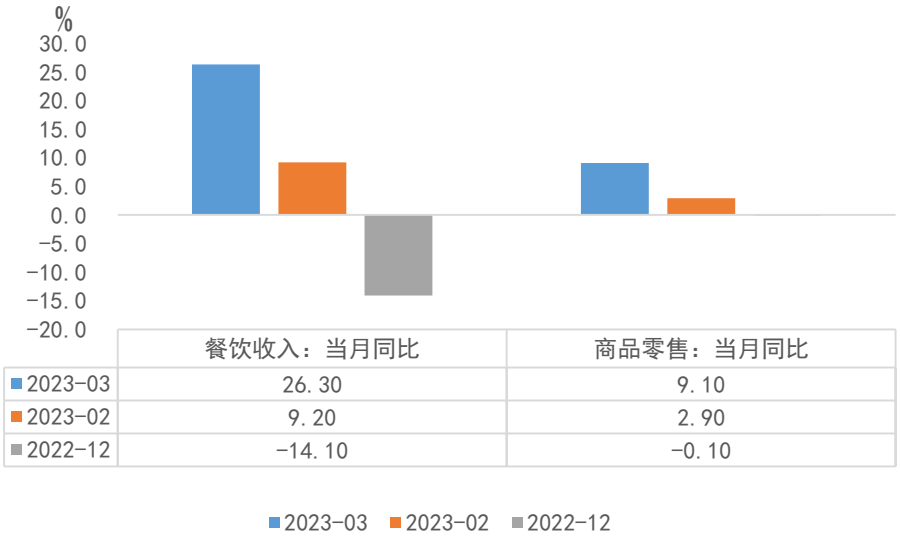



资料来源：iFind 南华研究

## 1.2.5. 接触型消费修复

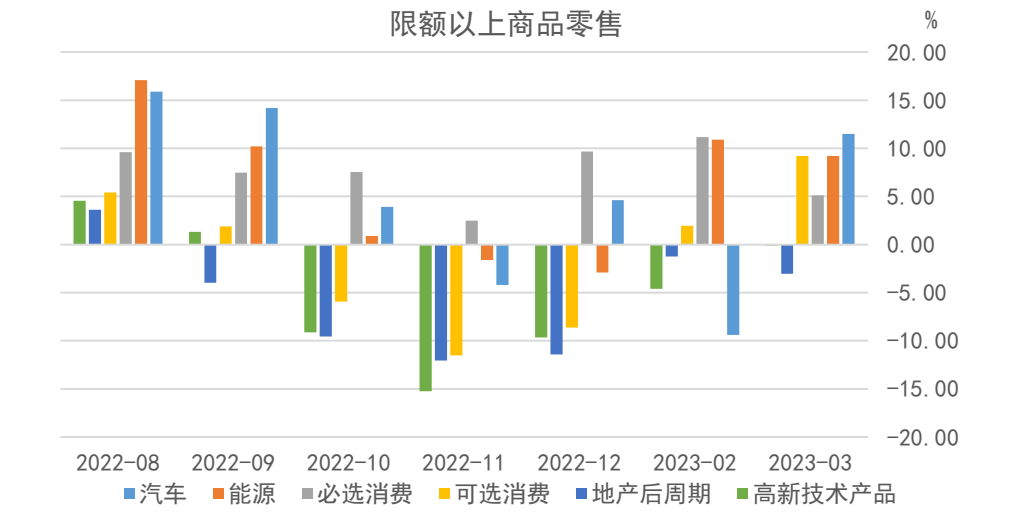
消费服务的修复是一季度经济增速超预期的主要动力，社零口径下 3 月餐饮收入同比增速 26.3%，商品零售同比增速 9.1%。在出行限制解除后，可以看到交通、酒店、旅游等接触型消费相关指标迅速修复，但从价格指标我们也看到需求依旧是相对较弱的状态，后续消费如何在保持增速的情况下实现服务型向商品消费切换，将“人流量”转化为“消费量”值得关注。

图 1.6 消费整体回暖




资料来源：iFind 南华研究

图 1.7 消费结构



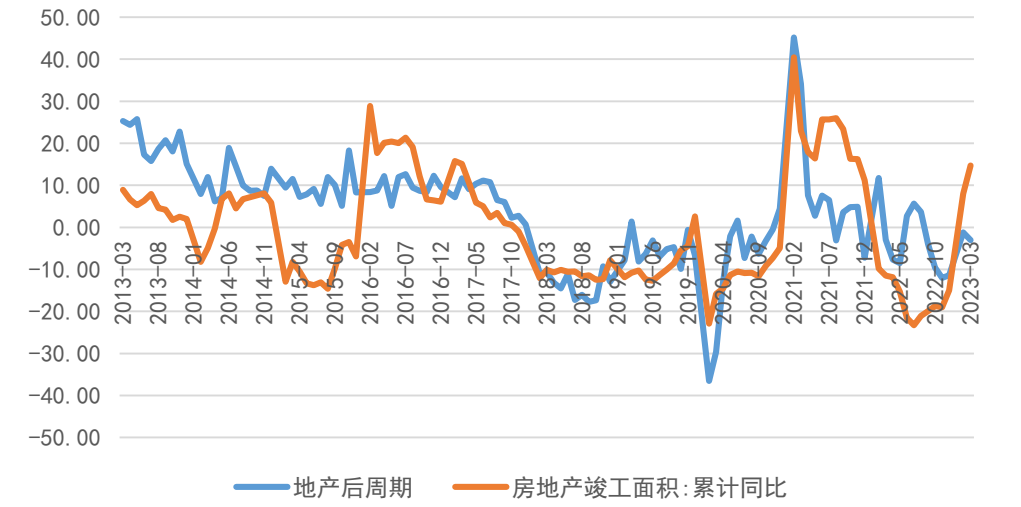

资料来源：iFind 南华研究

## 1.3. 后市展望

全局视角下，我们对二季度经济修复趋势的延续持乐观态度。去年二季度在疫情的扰动下基本面受到明显冲击，基数效应会是维持二季度增速的重要保障。

从结构上来看，关注竣工潮带来的确定性机会。历史表现来看竣工面积同比增速与地产后周期相关板块的消费零售同比增速有着较高的相关性，而施工周期的传导以及保交楼政策支撑下，竣工环节有着更高的确定性和更稳定的趋势，有望支撑商品性消费增速继续上行。

图 1.8 消费结构



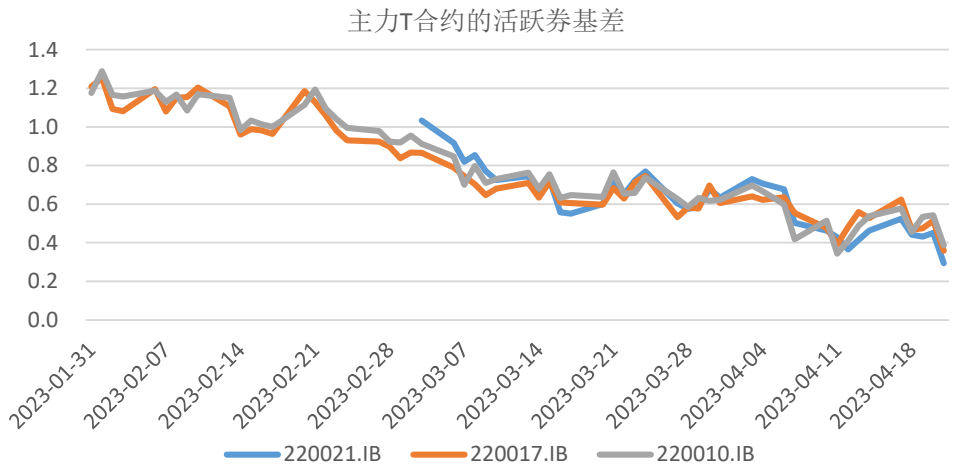

资料来源：iFind 南华研究

# 第2章　策略建议

## 2.1. 基差策略

本周国债期货合约继续上行，但当前价格水平来看继续冲高阻力较大，基差继续下行空间有限。

图 2.1 基差保持窄幅波动

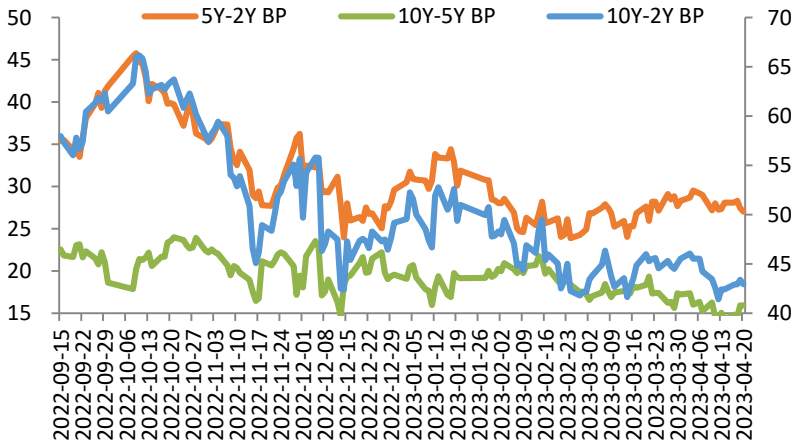



资料来源：Ifind 资讯　南华研究

## 2.2. 关注新的曲线策略机会

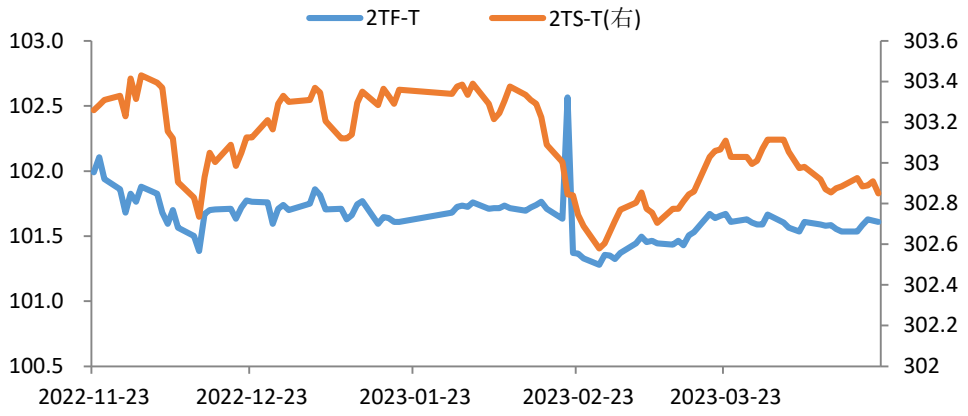
30 年期国债期货合约上市将一定程度抬升对应现券市场的流动性，从流动性溢价压缩的角度来看将会推动期限利差收窄，后续建议继续关注收益率曲线策略的操作机会，主要是“30-10”、“30-5”此类超长期与中长期期限利差收窄的机会。

图 2.2 国债长短利差走势(bp)




资料来源：Ifind 资讯　南华研究

图 2.3 跨品种价差走势(元)




资料来源：Ifind 资讯　南华研究

# 免责申明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦　　邮编：310002

全国统一客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点