

国债研究框架及心得体会

蒋文斌

国债研究员

从业资格号：F3048844

交易咨询号：Z0017196

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

报告要点

国债期货作为与利率相关的期货品种，和其他利率品种一样，主要研究的是利率未来走势的变化。而影响利率的因素有很多，目前市场上主要研究的有经济基本面、流动性、各利率品种走势以及政策方向等方面。一般来说，以上几个因素相互影响，但在不同的阶段，主要的矛盾因素可能会不一样。比如在当下，我国货币政策处在宽货币宽信用的阶段，但是货币政策对国债期货的走势影响并不明显，反而因为疫情导致的经济波动比较大，成为影响国债期货走势的主要因素。而在 2013 年，当时非标资产盛行，资金在金融系统空转，导致市场流动性紧张，资金利率出现了快速的上涨，流动性成为了当时影响市场利率变动的主要因素。因此在分析利率的过程中，我们要分析多重变量的关系，也要找出其中的主要矛盾点，关注其中的边际变化来预测未来行情的走势。

主要心得体会：（1）经济强弱是根本，影响利率变化的主要因素和长期因素是经济的走势；（2）关注市场心里预期的变化才能跟上市场的节奏。一般来说，由于经济数据公布的滞后性，市场会根据一些高频指标或微观项目观察，来提前预判经济数据的变化，并以此来交易；（3）在行情的高位或低位，对于趋势能否延续需要较强的判断水平，须提前判断驱动是否会出现反转；（4）考虑的经济数据的时效性和基数效应，PMI 是相对来说比较有效的经济指标，而社融则在判断流动性和未来经济走势方面具有一定的领先性。

一、经济基本面

经济基本面反应的是经济景气度，当经济好时，利率容易上涨，反之则容易下跌。而从经济的广度来看，我们既要关注国内的经济走势，也要关注海外的经济变化。美国作为全球最大的经济体，其经济指标的走势直接影响全球资本市场的行情，是最重要的海外经济指标。但同时某一特定时点，其他国家或地区的经济走势也可能对全球的资本市场产生重要的影响，比如“欧债危机”期间，欧洲的经济及政策变化也可能是当时市场关注的焦点。

国内主要经济指标：PMI、进出口、CPI/PPI、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额及 GDP 等，而行业数据方面，目前关注比较多的有房地产、基建、汽车等体量比较大的行业。

图 1：主要经济数据公布时间表



数据来源：五矿期货研究中心

PMI

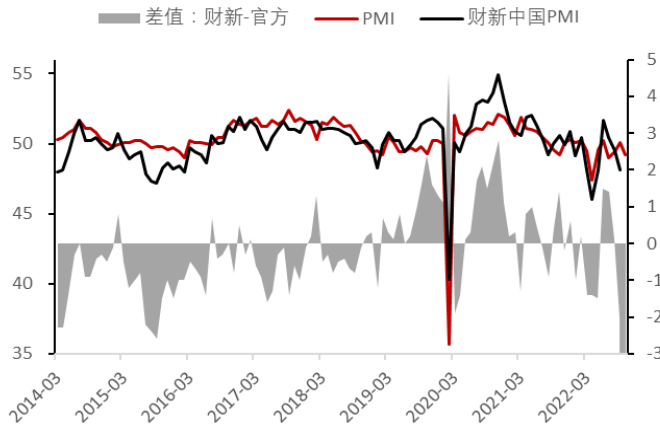
当月末公布，反应经济景气度的指标，由于在主要经济数据中，公布的时间最早且不受基数影响，是对国债影响最重要的经济指标。在细分项中有订单、生产、雇员、配送、存货等细分项。

$$PMI = \text{订单} \times 30\% + \text{生产} \times 25\% + \text{雇员} \times 20\% + \text{配送} \times 15\% + \text{存货} \times 10\%$$

进出口

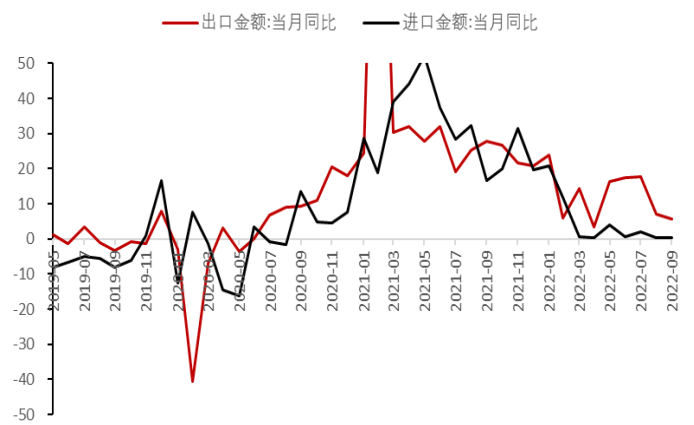
次月 7-14 日公布，反应外贸业务的指标，和投资、消费一起成为我国经济发展的三大主要力量，疫情后更是我国经济增长的主要推动力。目前我国外贸占比较大的国家或地区有：美国、欧盟、东盟、日本、韩国等。

图 2：PMI 走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 3：进出口增速 (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

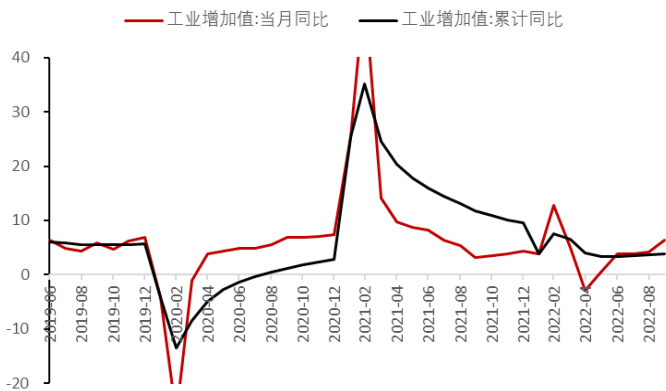
工业增加值

每月 15 日左右公布，目前同时公布煤炭、有色、黑色、油气及汽车等 41 个细分行业的数据。权重占比较大的行业是汽车，未来随着新能源车行业的发展，预计汽车行业在工业数据中的权重会更大。

固定资产投资

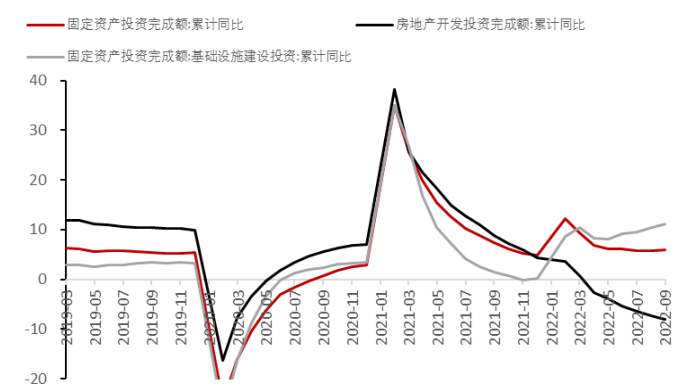
每月 15 日左右公布，目前同时公布煤炭、有色、黑色、油气及制造业等多个细分行业的数据，一般来说，目前关注房地产及基建等占比大的细分方向。

图 4：工业增加值增速 (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 5：固定资产投资增速 (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

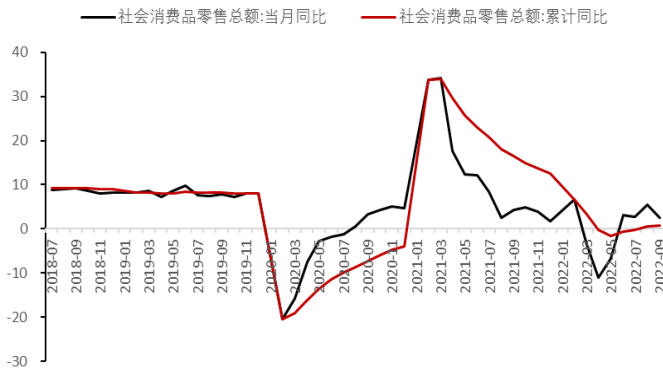
社会消费品零售总额

每月 15 日左右公布，同时公布限额以上企业商品零售总额，其中再细分为食品、服装、日用品、建材及汽车等行业，目前汽车消费占比较大，对社会消费品零售总额的影响较明显。

GDP

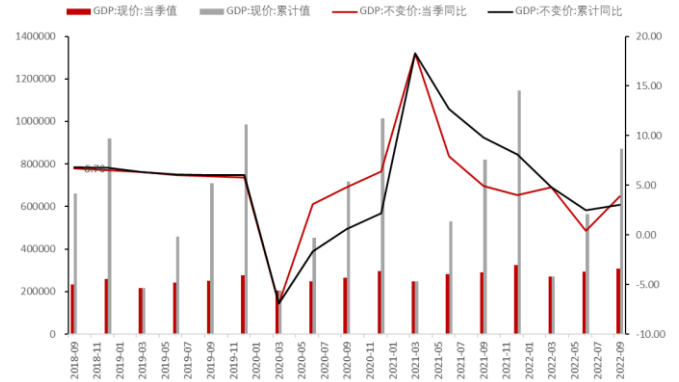
每个季度公布一次，一般在季度后次月 15-18 日公布，同时会公布各产业及行业数据。GDP 增速高，意味着经济向好，利率容易上涨，反之则利率容易下跌。

图 6：社会消费品零售总额增速 (%)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 7：GDP (亿, %)



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

除以上重要的宏观经济数据外，还有很多行业数据对利率的影响也比较大，尤其是部分产值高，对经济发展和就业带动比较明显的行业。目前关注比较多的有：房地产、基建、汽车等行业数据。

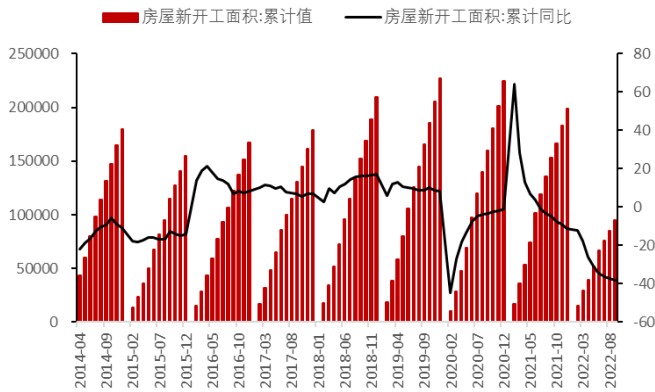
房地产

公布时间在每月月中，房地产行业目前公布的数据比较多，比如有：房屋新开工面积、房屋施工面积、土地购置面积、土地溢价率、70 个大中城市上涨数量及二手住宅价格指数等。目前 WIND 高频数据是每周公布的 30 个大中城市商品房成交套数及面积。

基建

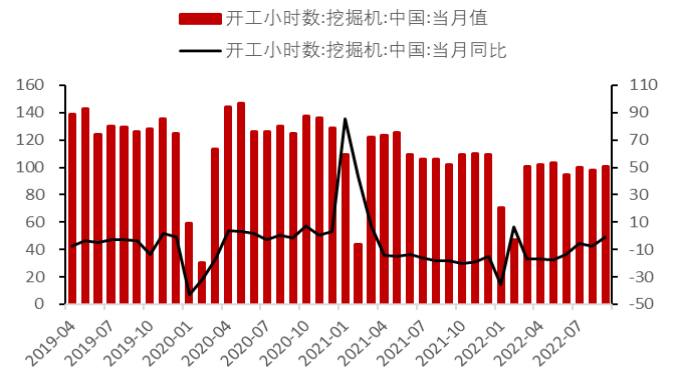
公布时间在每月月中，由于在过去这些年中，基建一直是政府通过财政支出来拉动经济增长的主要方式。近年来随着基础设施投资的完善及地方政府负债率的提高，基建投资的增速相对前些年有所下滑，且从基建的业态看，也有从过去的传统基建转向通信、充电桩、数据中心等新型基建。在分析基建行业的数据时，我们会常用工程机械或水泥等行业的数据来观察基建行业的景气度。

图 8：房地产新开工面积（万平，%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 9：挖掘机月开工（小时，%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

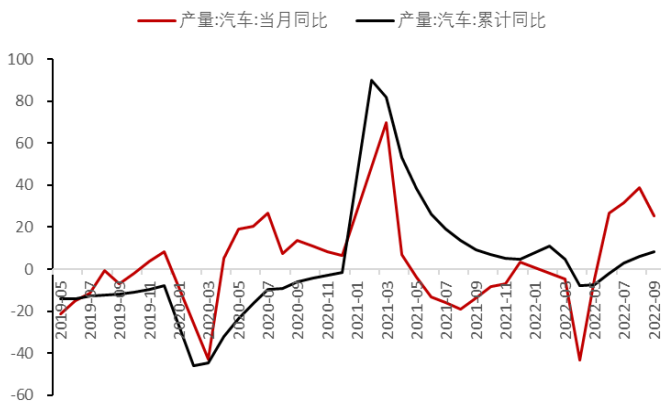
汽车

汽车板块作为影响工业及消费两个重要经济指标的权重行业，近年来随着我国新能源车行业的发展，汽车板块对经济的影响力愈发的明显。未来随着我国汽车出口数量的增加，汽车行业在全球的竞争力的增强，行业有望在未来部分替代房地产成为带动我国经济增长的主要推动力。

海外经济指标

海外方面，目前影响最大的是美国的经济数据，其次是欧盟地区的数据。由于美国的政策着力点主要集中在就业和通胀上，因此非农就业数据、失业率、劳动参与率、CPI、PCE 等通胀指标关注的会比较多。除此之外，PMI 作为反应经济景气度的指标也是比较重要的数据。欧洲目前关注的则主要是 PMI 及通胀等相关指标。当宏观经济大年的时候，往往海外的数据可能会成为市场关注的焦点，比如今年欧美的通胀，就是当下全球资本市场的核心变量。

图 10：汽车产量增速（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 11：美国 PMI 走势



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

二、流动性

流动性反应的是资金的供求关系，当流动性宽松时，资金供应多，利率容易下跌；而当流动性偏紧时，市场利率则容易上涨。目前国内观察流动性的指标主要有：社融、新增人民币贷款、存款准备金率、逆回购、MLF、M1/M2、地方债等。目前看流动性指标主要分为中长期指标和短期指标，比如在央行公开操作过程中，逆回购主要应对的是短期流动性问题，一般在月末尤其是季末净投放较多，而MLF和存款准备金率则主要是影响中长期的流动性。

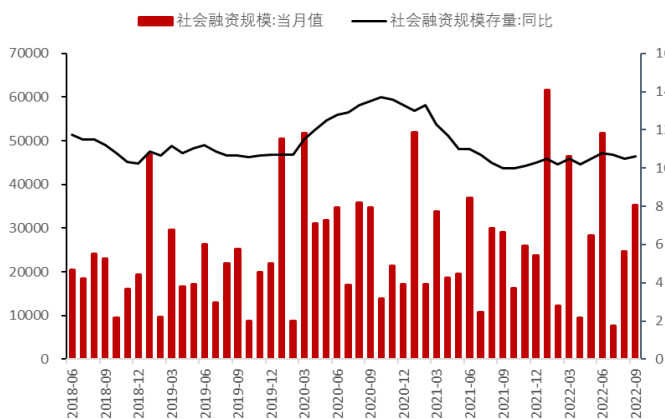
社融（新增人民币贷款）

每月9-15日公布，社融反映的是企业、居民及政府部门的资金需求。一般来说，社融金额高，代表相关实体的未来投资、消费或其他经营活动资金需求大，是经济向好的领先指标，这时利率容易上涨。反之则表示资金需求疲软，市场投资机会较少，经济不景气，利率容易下跌。同时我们也因关注融资结构变化，一般来说短期融资较多，往往融资是为了应对短期的流动性问题，而中长期资金则是企业未来投资及业务扩张的主要动力，因此中长期贷款占比增加往往意味着社融的结构向好。同时，在社融结构中，也可以观察企业、居民及政府三大实体部门的融资占比变化，从而反应各部门加杠杆的情况。

M1/M2

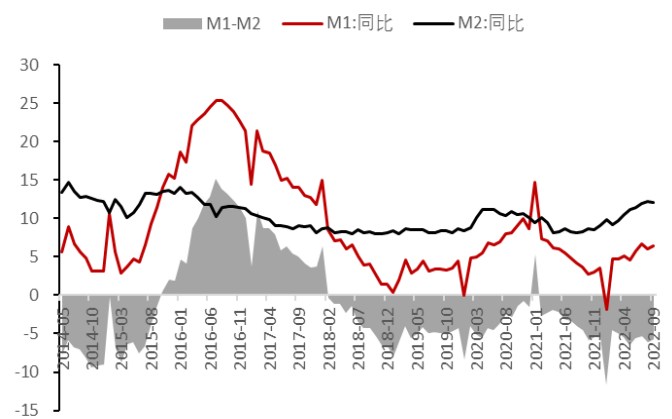
每月9-15日公布，在货币供应量方面，M2更多的是反映全市场的流动性情况，而M1更多是反映企业的流动性。只有M1的增速上去了，才表明企业经营向好，经济景气度高。而M2更多的是表明货币当局对市场投放的流动性，是否能有效带动经济发展还有待观察。比如2022年来，我国央行采取了宽货币宽信用的政策，M2增速较高，但由于实体经济部门融资需求少，M1增速一直明显弱于M2的增速，经济增长也未有明显起色。

图 12：社融（亿，%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 13：货币供应量增速（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

逆回购及MLF

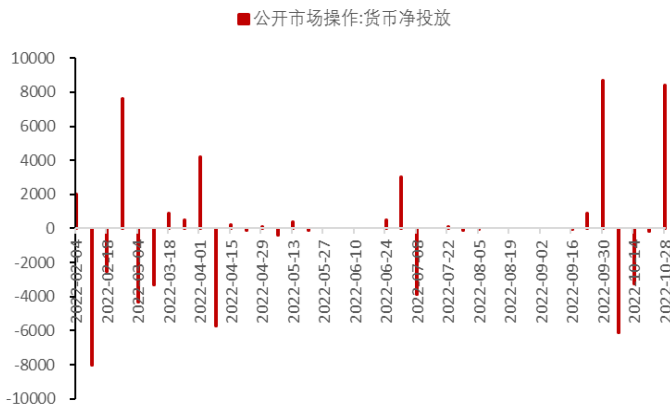
目前央行公开操作中，主要手段是逆回购及MLF。其中逆回购一般是7天及14天为主。月末投放居多，月初到期收回。MLF则是一年期，主要是每月月中公布金额及利率，主要是应对中期

的一个流动性需求。对于国债利率来说，短期的逆回购影响不大，中长期的 MLF 则有一定的指引作用，影响稍大一点。

地方债

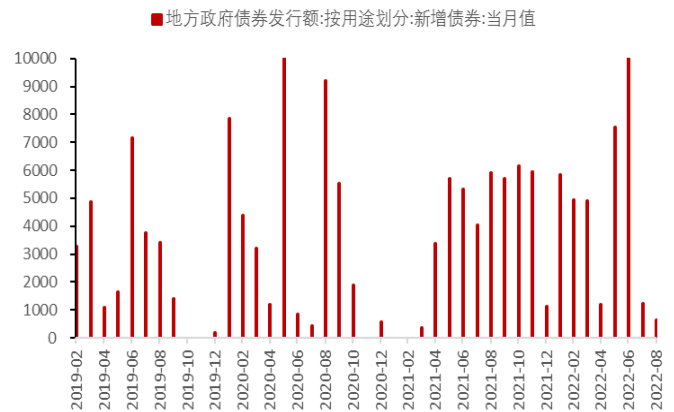
地方债也反映市场的资金需求，一般分为“一般债”及“专项债”，其中专项债占比较大，一般占地方债每年额度的七成以上。每年年末，地方债会有一个次年的提前批额度出台，到第二年两会期间，会有一个当年的正式额度。一般来说，如果经济表现不佳，发行节奏会提前，比如 2022 年的专项债在上半年就基本发行完毕。由于地方专项债主要投向的是基建、环保、安居等工程项目，发行规模大，对经济的带动作用也大，所以从资金需求和经济增长的角度看，都容易引起利率的上涨。

图 14：公开市场操作（亿）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 15：地方债（亿）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

三、利率及汇率

影响各市场利率的因素基本一致，不同利率走势也相互影响。因此分析其他利率市场的表现，也对国债利率的走势有一定的指引作用。从利率的形成方式来分，可以分为市场利率及政策利率。政策利率方面，主要有 LPR、MLF、逆回购等利率，而市场利率则有银行间利率、同业存单利率、国债收益率、公司债利率等。除以上利率外，关注比较多的还有美债收益率及欧洲主要国家的国债利率。

而汇率对利率的影响，主要体现在美联储大幅加息时，其他国家的货币可能会大幅贬值，会进一步压缩他国的货币政策空间，甚至迫使该国跟进美联储加息，以免资金大幅流出及输入性通胀的产生。

政策利率

政策利率变动的频率低，一旦变动了则意味着央行采取了降息或加息的动作。比如我国目前的基准利率是 LPR，房贷利率就是以五年期的 LPR 利率为基准。而 MLF 及逆回购等公开市场操作

的利率也有参考作用，逆回购利率每个工作日公布，MLF 利率每月 15 日左右公布，从时间上都领先每月 21 日左右公布的 LPR 利率。一般央行公开市场操作（逆回购、MLF 等）的利率变动了，往往意味着基准利率 LPR 也将大概率变动。政策利率的变动也会带动市场利率的走势向同方向变动，但由于市场利率走势往往领先政策利率，所以会表现在偏短期的情绪影响。

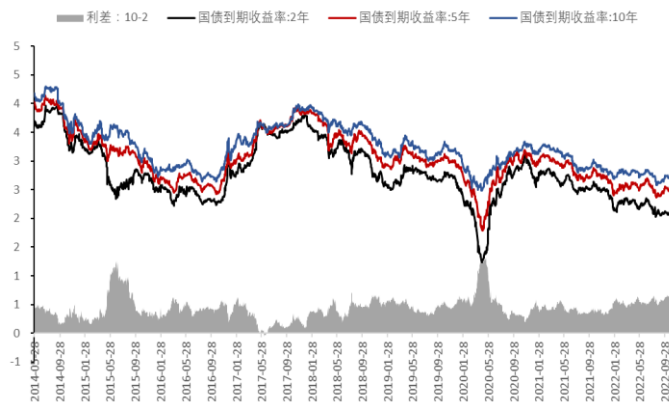
市场利率

市场利率方面，目前关注表较多的是银行间质押回购利率（DR001、DR007 等）、SHIBOR 利率（SHIBOR O/N、SHIBOR 1M 等）、同业存单利率及国债逆回购利率等。由于市场利率是每天市场交易形成的一个资金价格。因此它的频率更高，也能更及时准确的反应市场资金的真实供求关系及价格变化。市场利率和政策利率是相互影响的，但由于市场利率的走势会领先政策利率，所以政策利率若高于市场利率很多，则政策利率有潜在的降息可能，反之则有加息的可能。

美债收益率

美债收益率作为全球资本市场定价的锚，它的一举一动都是全球市场关注的核心。一般来说，美债收益率上涨则容易带动美元指数上涨，其他货币兑美元汇率则容易贬值，为了避免资金流出本国市场，其他国家也会采取相应的加息动作，从而带动利率上涨。这种情况下往往意味着全球经济会出现问题，常发生的经济危机期间，而期间各资本市场容易发生大幅波动。而美债收益率下跌，则利好资本市场，对大宗商品及股票市场都是积极因素，对其他国家的利率市场影响也会随之减少。

图 16：我国国债收益率走势（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 17：美债收益率走势（%）



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

四、政策

目前的政策主要有财政政策、货币政策及产业政策等几个方面。在某一特定阶段，其他政策也会对市场产生重大的影响，比如当下的疫情防控政策，对经济的发展也起到重大的影响。而海外政策也可能对我国产生重大影响，比如美国 2018 年发起与我国的“贸易战”及今年对我国芯片行业的限制等政策。

财政政策

财政政策主要有政府债、税收、财政支出等措施。一般来说，当经济下行时，政府会采取积极的财政政策，比如扩大财政支出、增加地方债额度、地方债发行前置、减税让利等。积极的财政政策会增加社会需求，从而促进经济增长，也进一步带动利率的上行。而经济恢复正常后，相关财政政策则会适时退出。经济过热，财政政策则会收紧以免市场陷入过热状态，会导致利率下行。

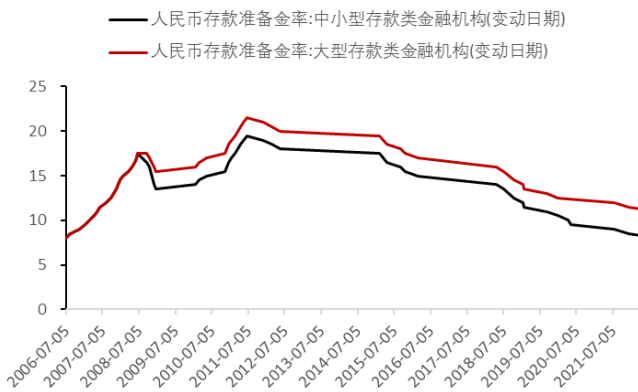
货币政策

货币政策和财政政策往往相匹配，在经济下行周期，采取宽货币宽信用的政策，以增加社会融资需求，带动社会消费和投资增长。而在经济过热或资产价格泡沫阶段，则会采取相对谨慎的货币政策。目前我国货币政策调整的主要途径有存款准备金率、政策利率、信用政策等。

产业政策

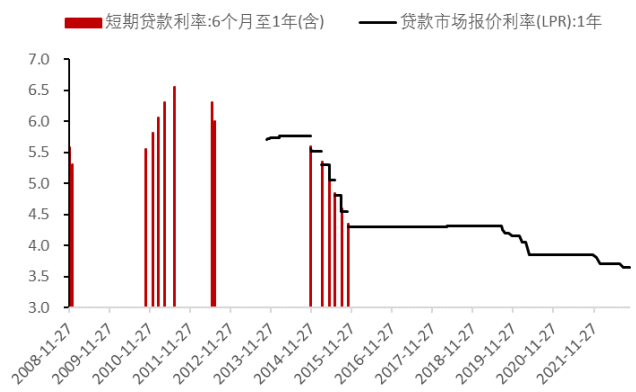
目前我国影响比较大的产业政策是房地产政策。由于房地产行业在国民经济中所占的比重较大，对经济的发展、民生及就业等都有重大的影响。前些年我国房价不断上涨的过程中，政府一般采取调控的政策来防止房价的过快上涨。而今年随着经济增速的回落以及房地产行业的销售萎靡，相应的政策也开始转向。而其他方面，近些年影响比较大的还有“供给侧改革”、环保及“碳中和”等政策，对我国经济的发展也产生了重大的影响。未来随着我国产业的升级及发展的转型，以“碳中和”为代表的绿色新能源产业及以芯片、软件等自主可控产业的占比会越来越来高。

图 18: 存款准备金率变动 (%)



数据来源: WIND、五矿期货研究中心

图 19: 短期贷款基准利率变动 (%)



数据来源: WIND、五矿期货研究中心

五、心得体会

在研究国债的过程中，往往基本面的东西影响是最大的。但现实中，大多数数据的滞后性也导致我们用数据去判断国债走势时，往往只有趋势性大行情时才会明显有效，而震荡或者小行情阶段，往往需要我们提前去预判市场的变化，通过微观和高频指标的观察来推导经济后面的走势，从而得出一个时效性更好的结论。因此在指标应用上，公布时间快、频率高、领先性好的

指标往往具有更好的有效性，比如 PMI 及社融等。

除了时效性方面，在不同的阶段，我们也需要去找到市场的主要矛盾点，关注主要矛盾的边际变化，才能更好的判断行情的内在逻辑。比如当下的疫情是我国经济的主要变量，疫情的情况及防疫政策的变化都会对市场的心里预期产生重大的影响。而近期海外则主要关注欧美的通胀情况，通胀能否好转是下一步货币政策的关键参考指标。

综上所述，找到主要矛盾点，然后用有效的指标去关注其中逻辑的边际变化，并用领先市场的预期管理去判断未来行情的走势，对国债研究会有一定的帮助。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn