



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

宏观国债季报

2023年9月30日

联系我们

研究员：刘洋
邮箱：
Liuyang18036@greendh.com
从业资格：F3063825
投资咨询：Z0016580

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

波浪式前进与区间波动

宏观经济数据分析：

9月份中国制造业PMI为50.2%，五个月之后小幅重上荣枯线。9月制造业生产活动持续加快，但大中小企业新订单指数冷热不均，仅大型企业位于扩张区间。9月新出口订单指数为47.8%，较前值略有回升。产成品库存指数为46.7%，前值47.2%，延续去库存。9月建筑业商务活动指数为56.2%，前值53.8%；服务业商务活动指数为50.9%，上月50.5%。9月建筑业扩张明显，服务业温和扩张。9月1-28日，30大中城市商品房日均成交面积较8月上涨9.5%，新房销售温和企稳。欧元区9月PMI数据显示欧元区经济颓势明显；美国9月Markit服务业PMI创今年1月份以来新低，制造业PMI连续五个月萎缩，因为通胀原因欧美利率会较长时间维持在高位，海外市场继续疲弱。

国债期货操作建议：货币政策委员会第三季度例会指出，当前国内经济仍面临需求不足等挑战，要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳。央行定调继续宽货币宽信用，流动性中短期很难收紧。近期的宏观数据显示经济短期企稳，回升力度温和，宏观经济呈波浪式前进，我们维持中报的判断，四季度国债期货大概率继续区间波动。从交易节奏的角度，10年期国债收益率上升超过2.7%、股市波段上涨乏力之际为债券多头的机会。

风险提示：宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。



目录

Part 1

近期宏观经济数据分析

Part 2

国债期货上期复盘和本期分析

Part 3

风险提示

Part 1 近期宏观经济数据分析

9月份中国制造业PMI为50.2%，五个月之后重回荣枯线之上，前值49.7%



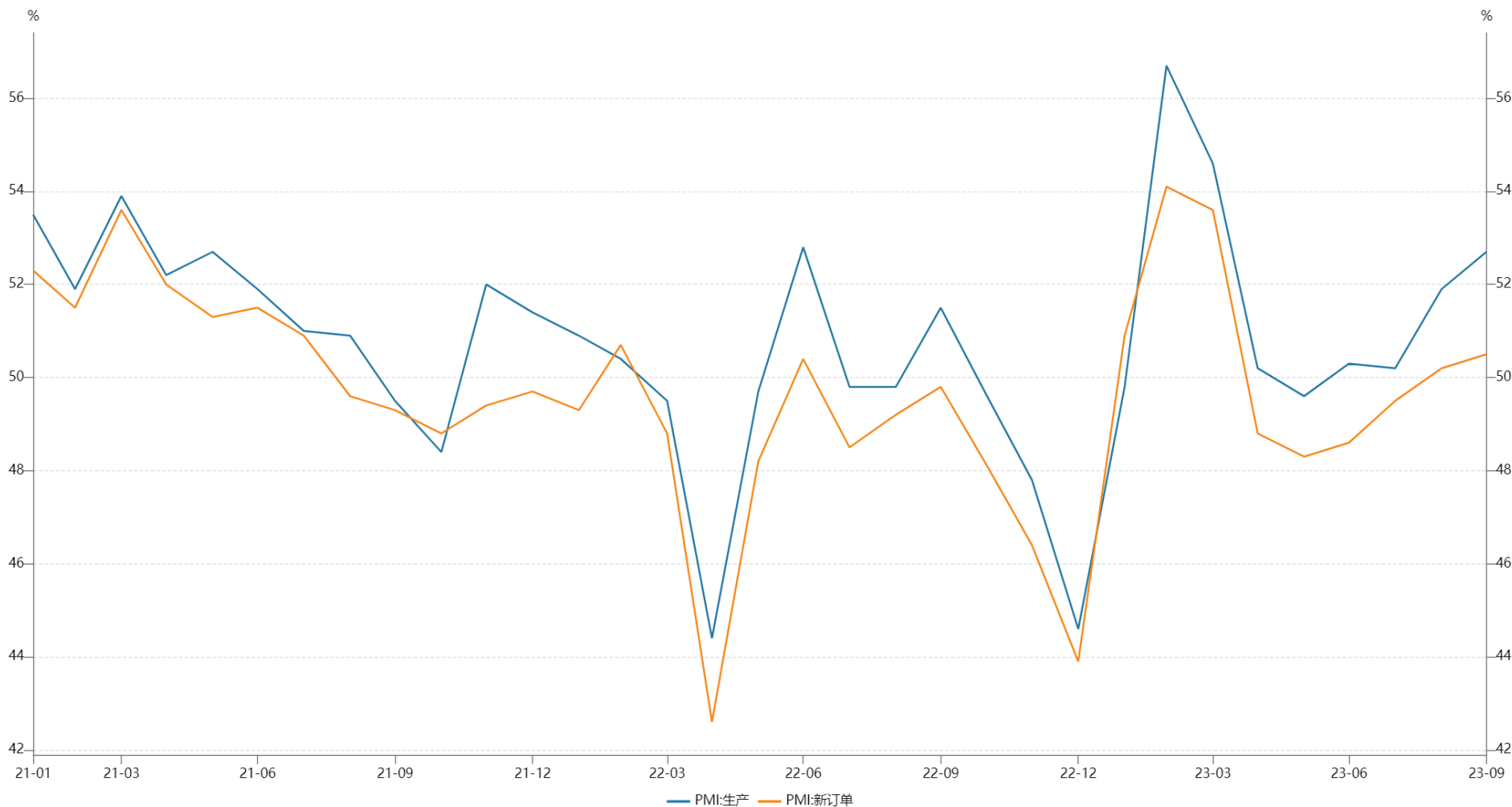
格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

- 9月份中国制造业PMI为50.2%，五个月之后重回荣枯线之上，前值49.7%。在调查的21个行业中，有11个行业PMI位于临界点以上，比上月增加2个，制造业景气面有所扩大。
- 从企业规模看，9月大型企业PMI为51.6%，前值50.8%；中型企业为49.6%，与前值持平；小型企业48%，前值47.7%；大型企业继续位于扩张区间并且景气度提升，中小型企业景气度仍位于荣枯线之下。



9月制造业生产活动持续加快，新订单指数大中小企业冷热不均

- 9月生产指数为52.7%，前值51.9%，制造业生产扩张幅度加快。9月新订单指数为50.5%，前值50.2%；9月大、中、小型企业新订单指数分别为52.7%、49.7%、47.1%，前值分别为51.6%、50.3%、47.5%；9月制造业生产活动持续加快，市场需求有所恢复，但大中小企业冷热不均，中型企业的新订单指数重回收缩区间，小企业新订单指数也较8月略有回落。



9月产成品库存指数为46.7%，前值47.2 %，继续去库存

- 9月原材料库存指数为48.5%，前值48.4%；产成品库存指数为46.7%，前值47.2 %。制造业企业产成品库存指数继续在低位徘徊。制造业延续去库存。



9月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为56.5%和52.0%

- 9月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为59.4%和53.5%，前值分别为56.5%和52.0%，9月主要原材料购进价格指数扩张更快表明上游产品价格上涨较快。我们预期9月工业生产者出厂价格指数（PPI）I同比降幅较8月继续缩窄。



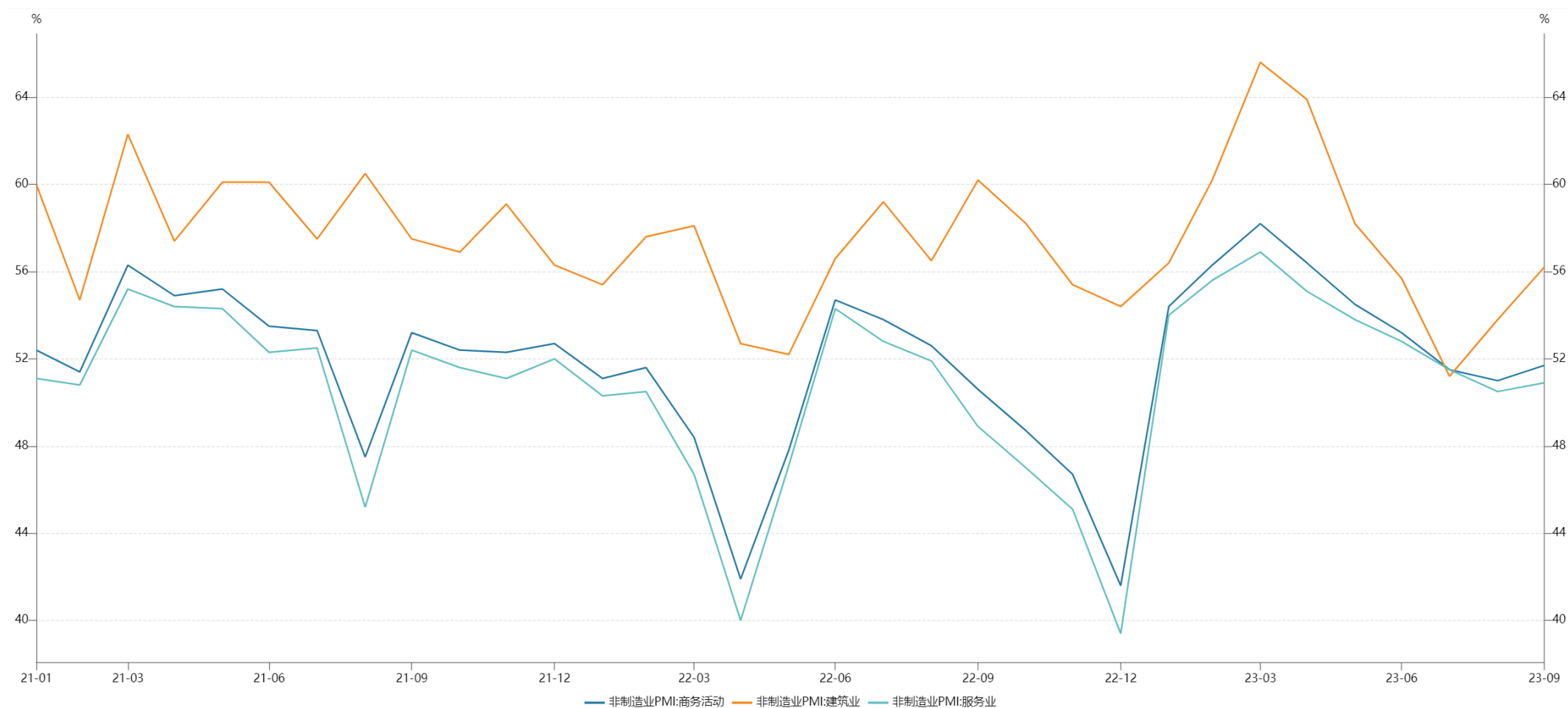
9月新出口订单指数有所回升

➤ 9月新出口订单指数为47.8%，前值46.7%；进口指数为47.6%，前值48.9%。9月新出口订单指数有所回升。



9月份非制造业商务活动指数为51.7%，前值51.0%

- 9月份非制造业商务活动指数为51.7%，前值51.0%。9月建筑业商务活动指数为56.2%，前值53.8%。9月服务业商务活动指数为50.9%，上月50.5%。9月建筑业扩张明显，服务业商温和扩张。



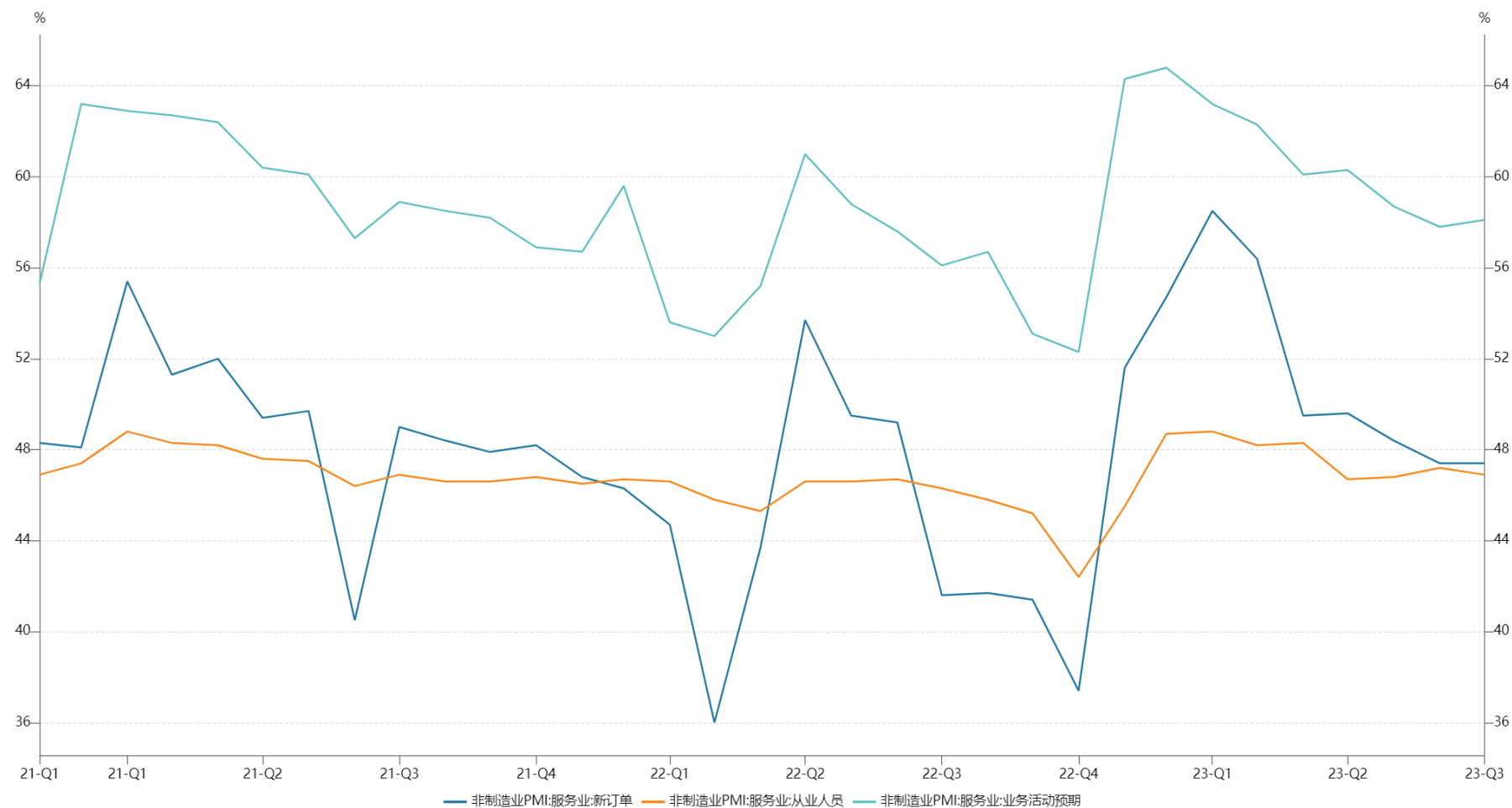
9月建筑业扩张加快

- 9月建筑业新订单指数为50%，前值48.5%；9月建筑业从业人员指数为46.3%，前值44.7%。9月建筑业业务活动预期指数为61.8%，前值60.3%，表明建筑业对未来的发展信心有所提升。



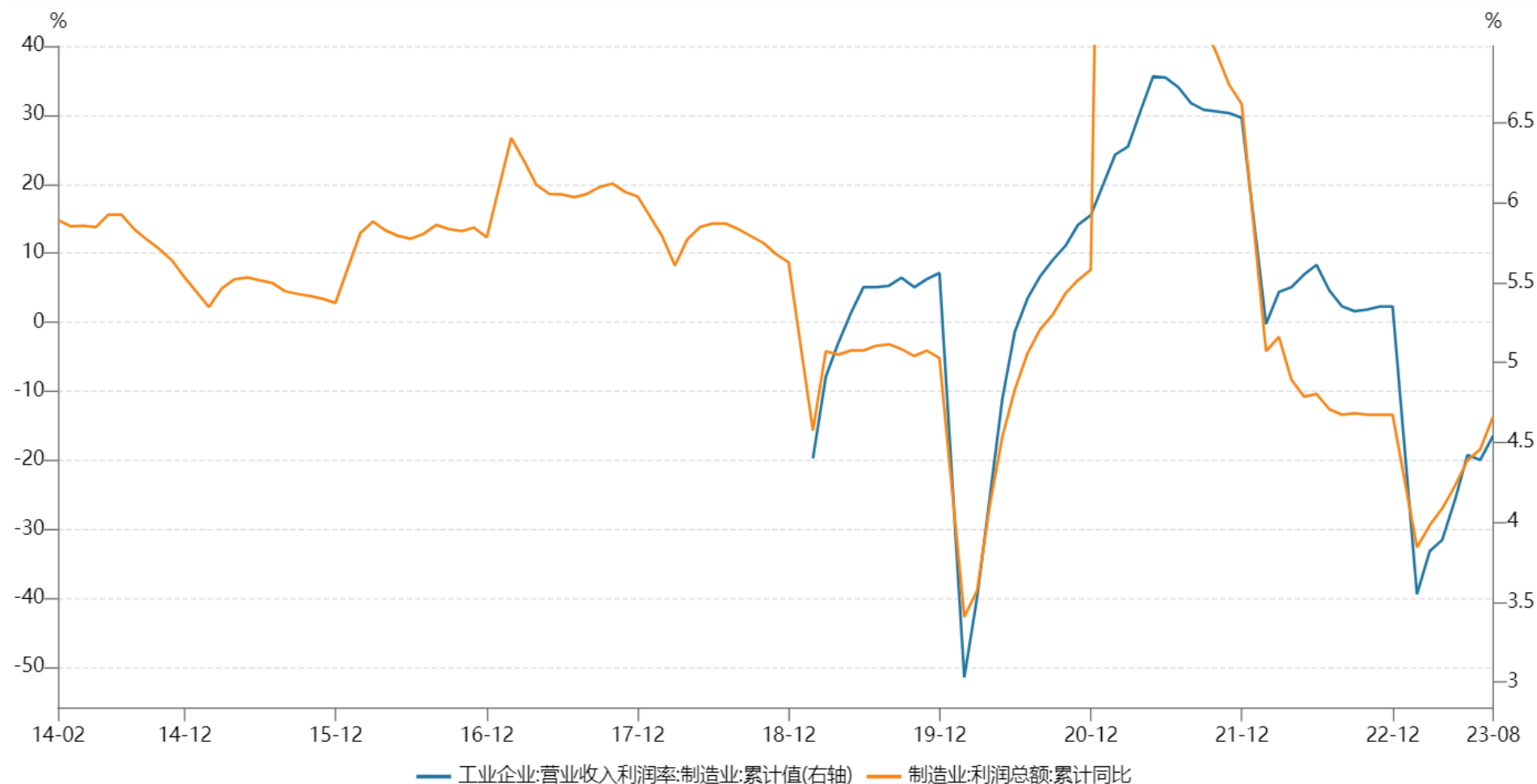
9月服务业业务活动预期指数小幅回升

- 9月服务业新订单指数为47.4%，与前值持平。服务业从业人员指数为46.9%，前值47.2%。9月服务业业务活动预期指数为58.1%，前值57.8%。9月服务业从业人员指数较8月小幅回落，服务业业务活动预期指数小幅回升，服务业总体平稳。



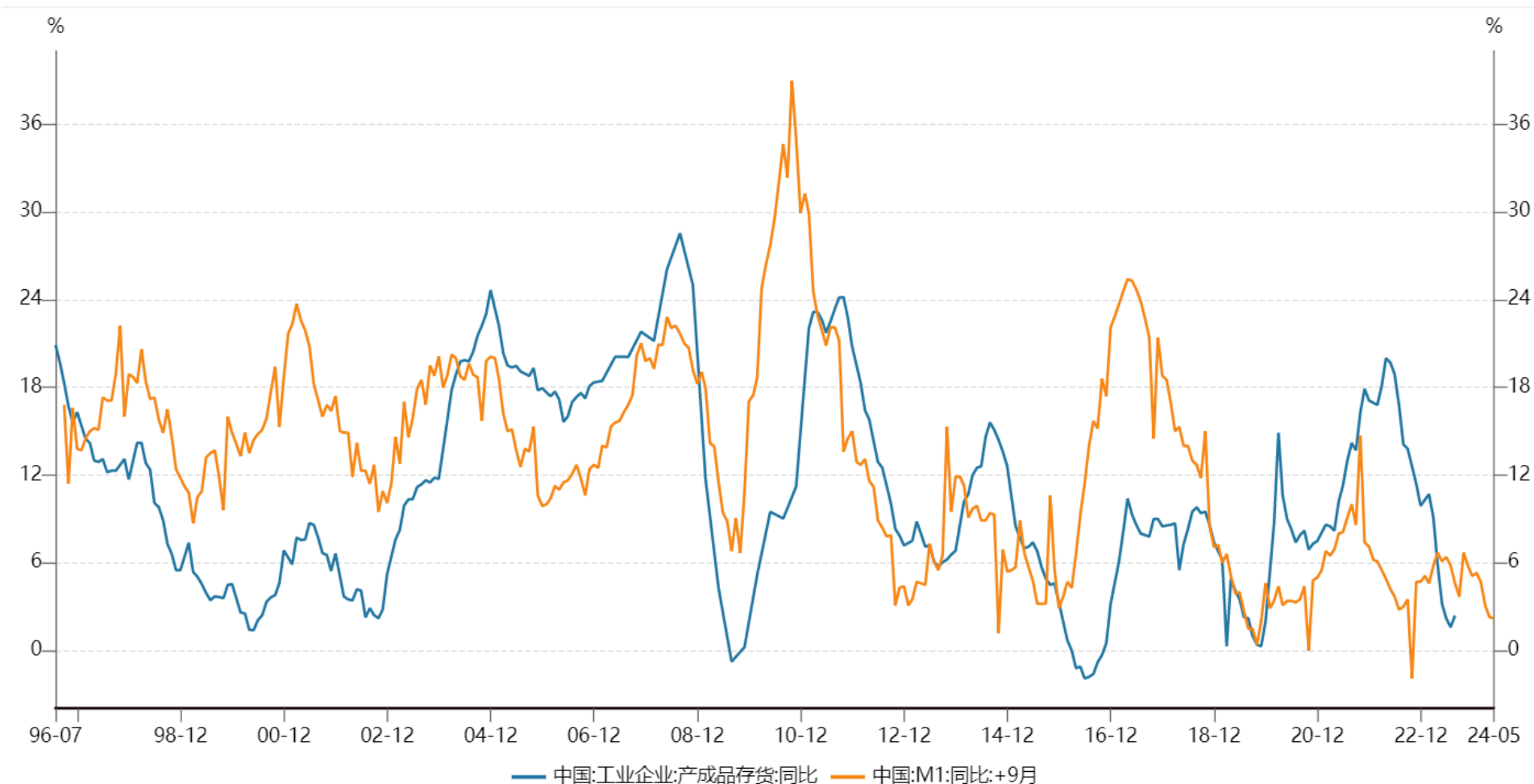
8月份规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%

- 8月份规模以上工业企业利润实现由降转增，同比增长17.2%，7月为同比下降6.7%，工业企业利润有所改善。1-8月制造业利润总额累计同比下降13.7%，较7月的同比下降18.4%降幅收敛。1-8月制造业企业营业收入利润率4.54%，较1-7月4.39%小幅上升。



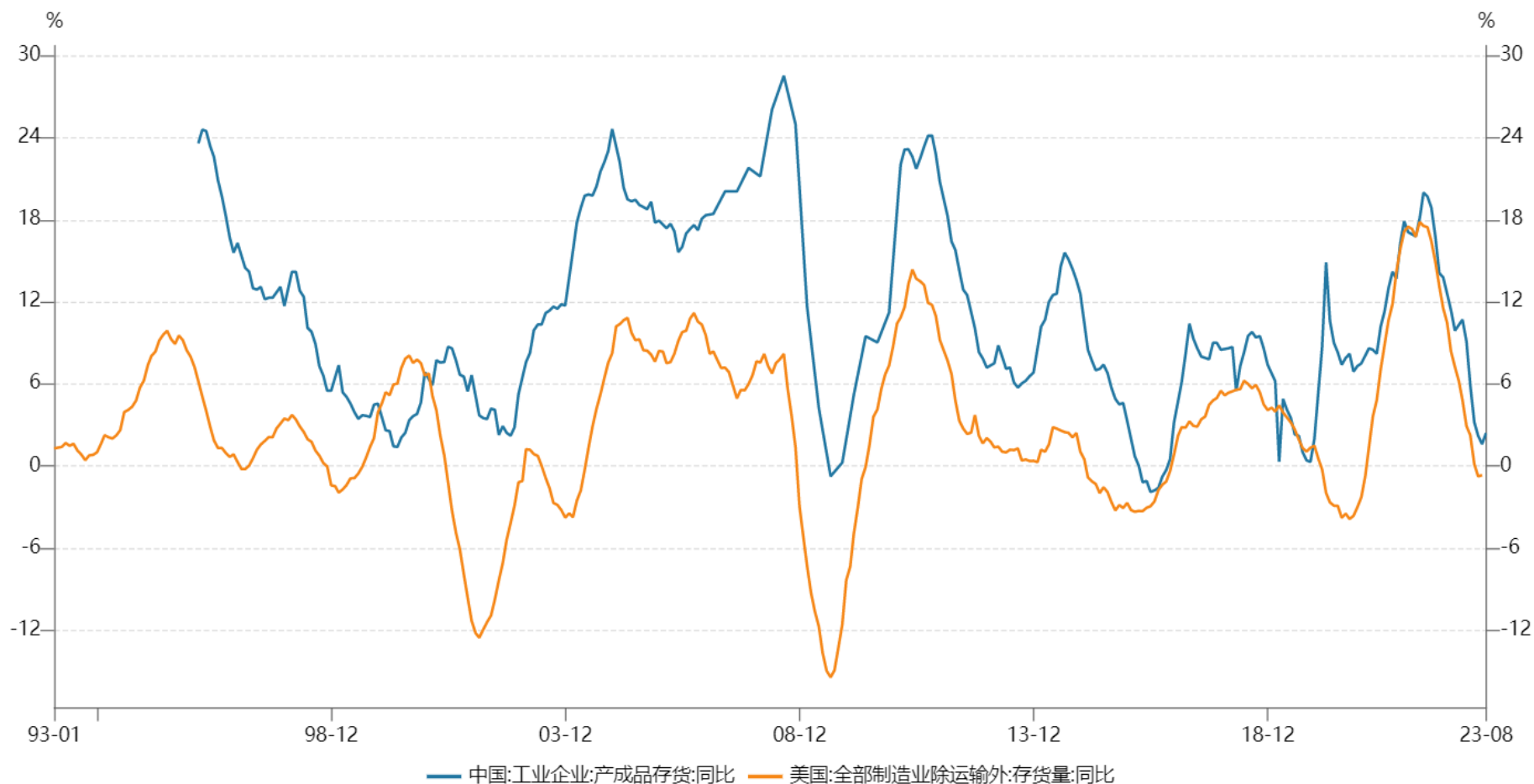
8月工业企业产成品存货同比小幅回升

- 8月工业企业产成品存货同比增长2.4%，7月为1.6%，6月为2.2%。从历史走势来看，工业企业产成品存货同比已经在底部区域。从历史上来看，M1同比增长具有对工业企业产成品存货同比增长的领先性，从M1同比增长来看本轮工业企业产成品存货未来同比增速恢复将有反复。



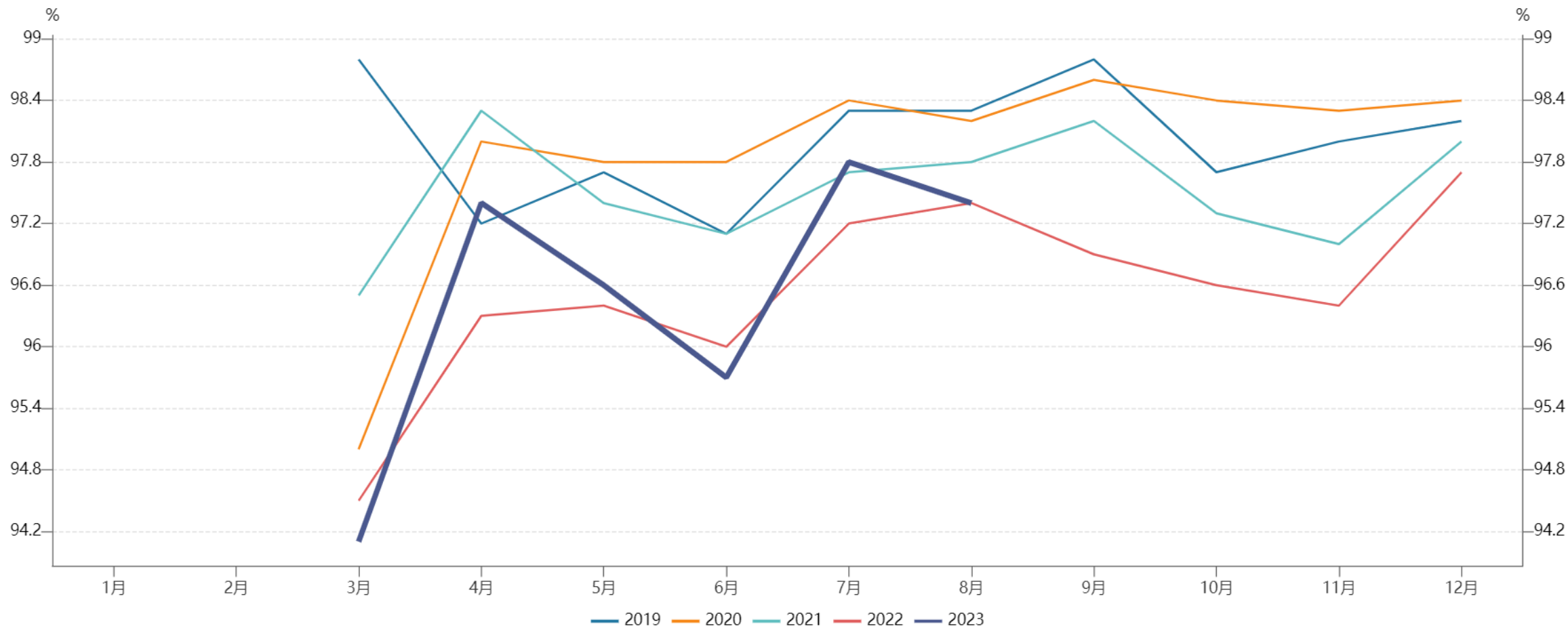
工业企业补库最快可能在今年四季度

- 从历史上来看，中美制造业（工业）库存有比较明显的同步性。美国7月份全部制造业除运输外存货量同比下降0.67%，6月为同比下降0.72%，5月为同比增长0.13%，过去两次从同比负增长到负增长极大值分别经历了一年和半年左右。国内工业企业产成品库存累计同比前两次在低于3%之后，到极低值大约分别经历了5个月和8个月。8月中国工业企业产成品存货同比增长2.4%，为连续第3个月低于3%，参考历史上工业库存周期，今年4季度或明年1季度工业企业可能进入补库。



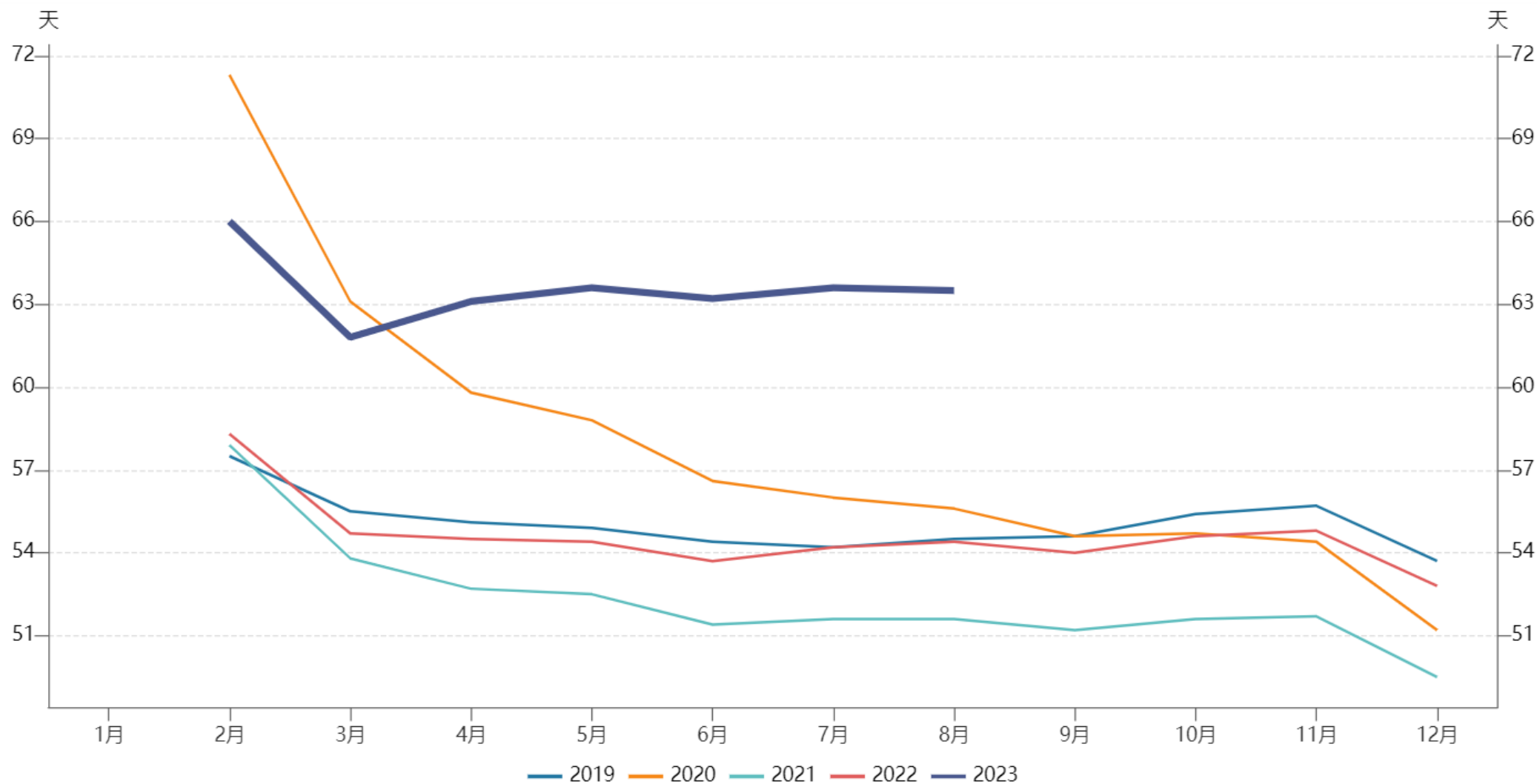
8月中国工业企业产销率97.4%，7月为97.8%。

➤ 8月中国工业企业产销率97.4%，较7月的97.8%小幅回落，与去年同期相同，落在过去几年的低位。



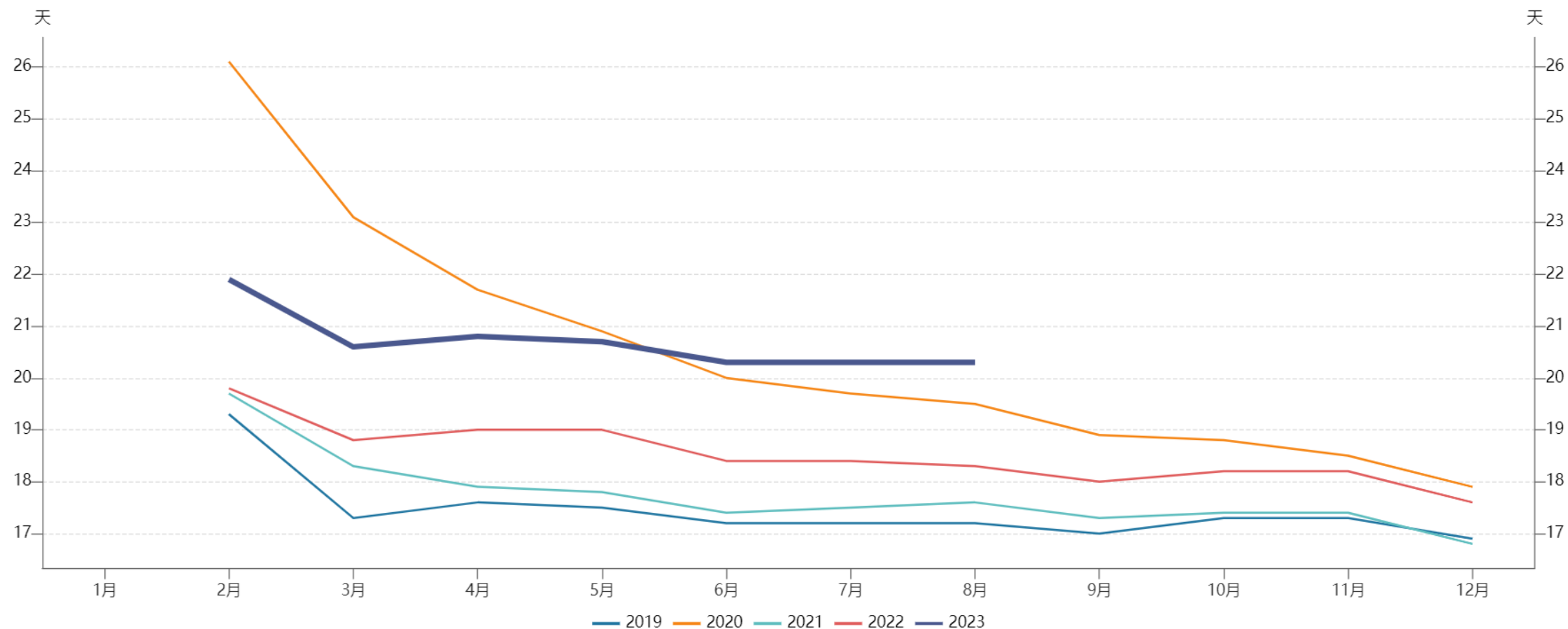
1-8月中国工业企业应收账款平均回收期63.5天，明显高于前几年

➤ 1-8月中国工业企业应收账款平均回收期63.5天，1-7月为63.6天，变化不大，总体上明显高于前几年。



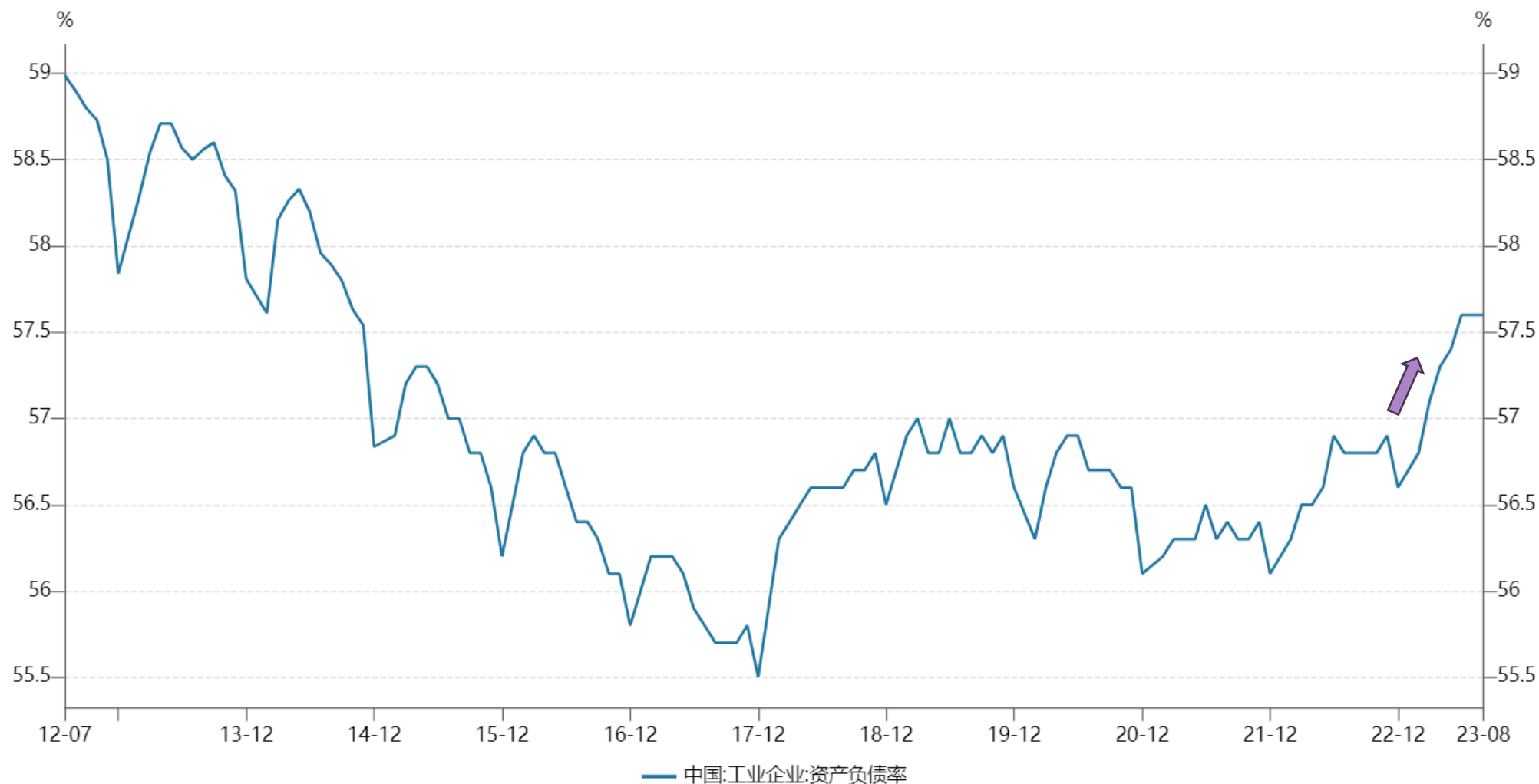
1-8月中国工业企业产成品周转天数20.3天，保持平稳

➤ 1-8月中国工业企业产成品周转天数20.3天，与1-7月持平，在较高位置保持稳定，但明显高于前几年。



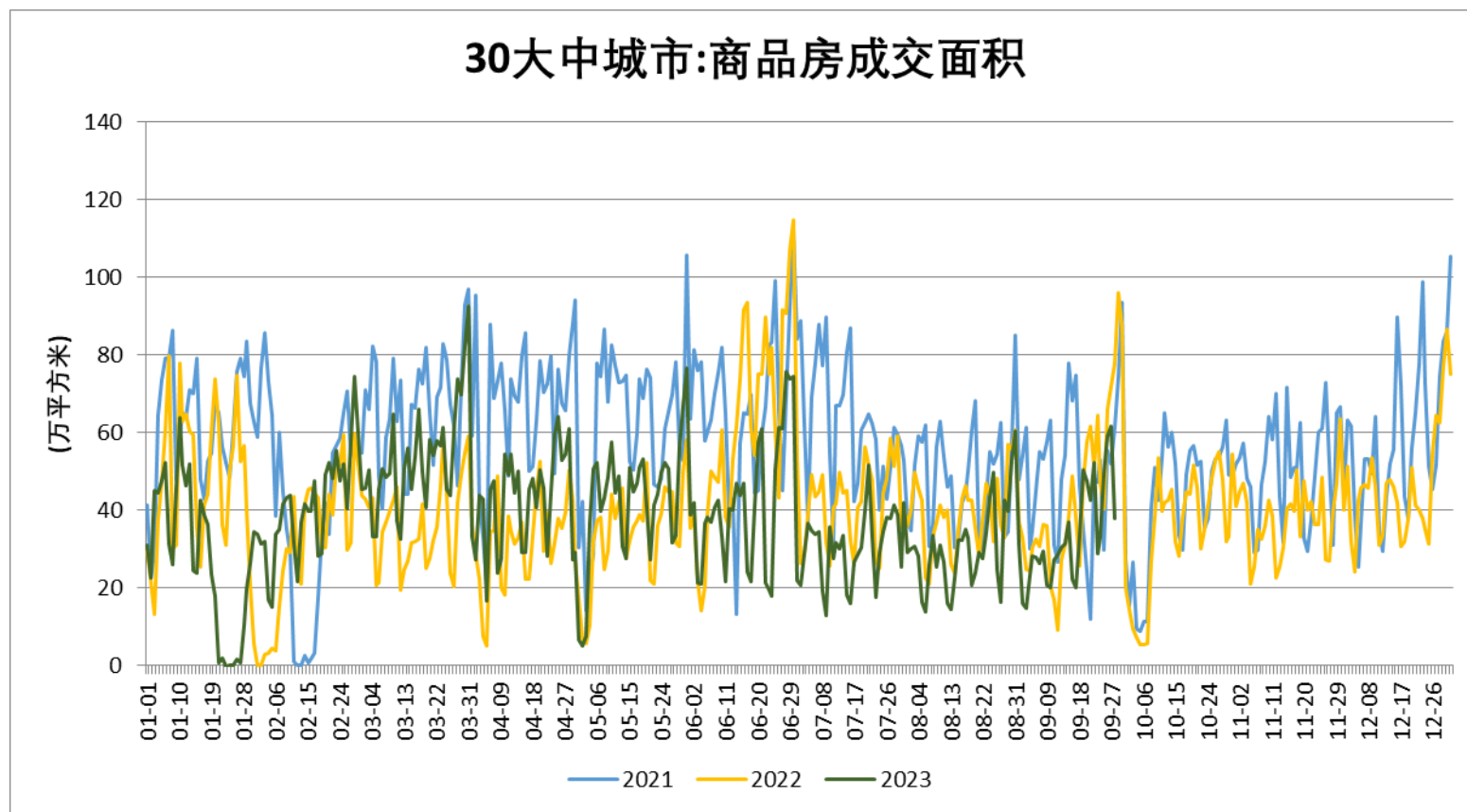
8月中国工业企业资产负债率57.6%，与7月持平

- 今年上半年工业企业资产负债率连续上升。8月中国工业企业资产负债率57.6%，与7月和6月持平，最近3个月保持了平稳，位于过去10年较高水平。工业企业负债率的提高会限制企业扩大投资的资金供给，在财务风险增大情况下，企业会更注重控制现金流，扩大生产和投资的积极性下降。



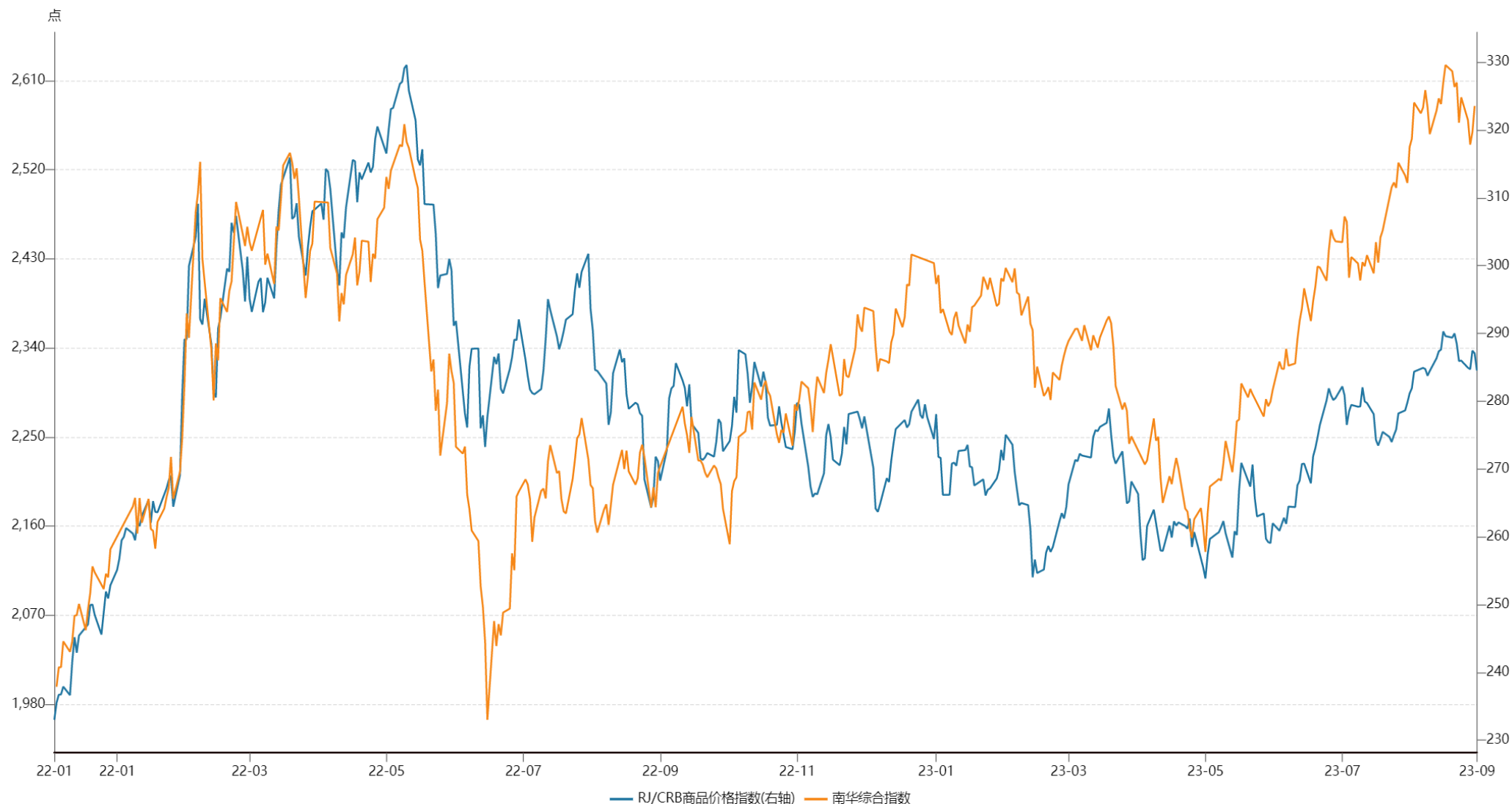
9月1-28日 30大中城市商品房成交面积同比下降17%

- 9月1-28日 30大中城市商品房成交面积同比下降17%；8月 30大中城市商品房成交面积同比下降23%；9月1-28日 30个大中城市商品房日均成交面积33.5万平米，较8月全月的日均成交面积30.6万平米上涨9.5%。
- 8月末关于认房不认贷等多项地产政策密集出台，9月30大中城市商品房日均成交面积环比8月温和回升，同比仍两位数下降。



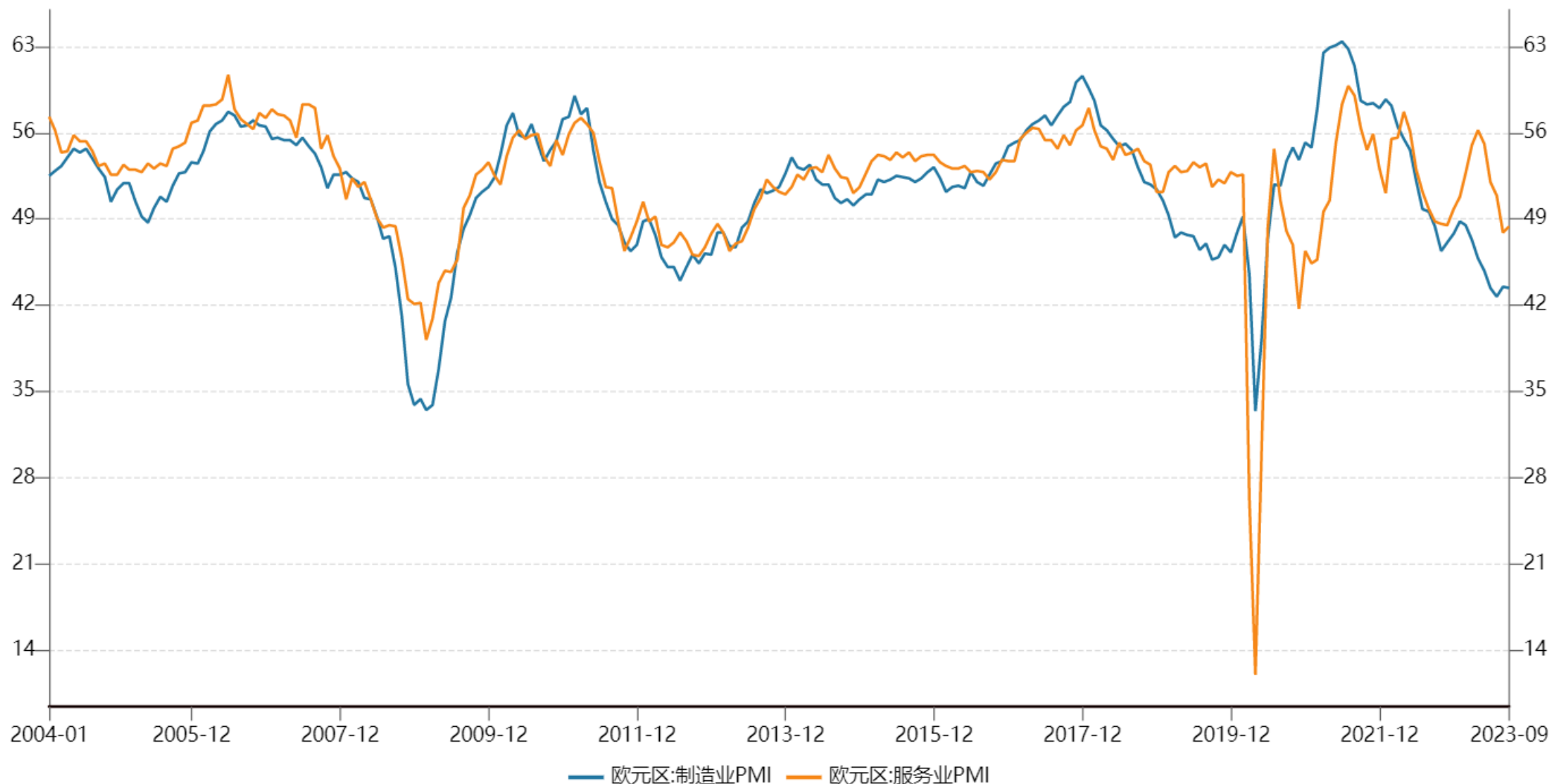
九月大宗价格指数高位窄幅波动

➤ 九月国内南华综合指数和境外CRB商品价格指数在高位窄幅波动，预期后市大幅上行难度较大，国内整体通胀压力仍然较小。



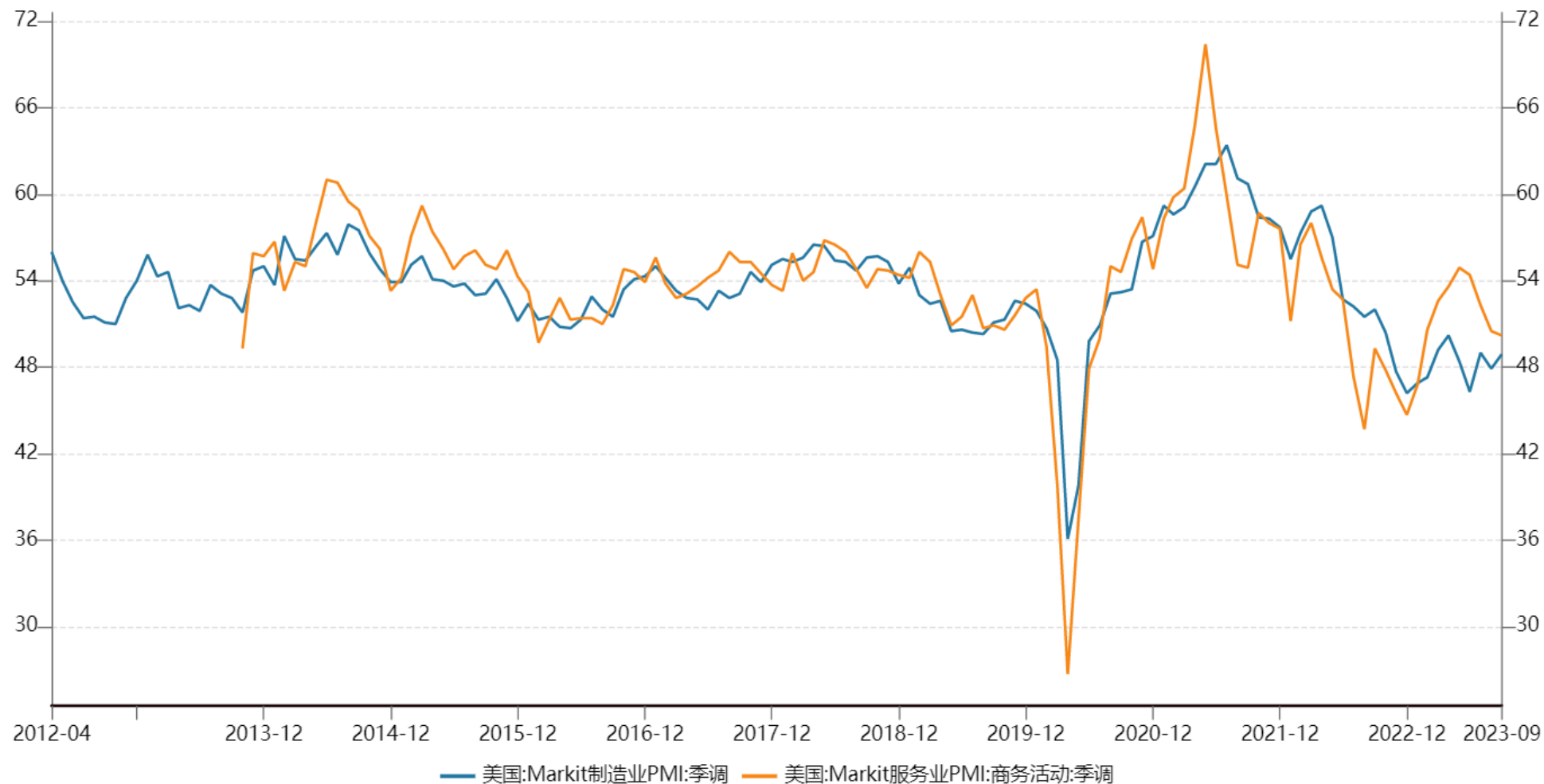
欧元区 9 月制造业和服务业均在收缩区，欧元区经济颓势明显

- 欧元区9月制造业PMI初值为43.4，前值43.5；欧元区9月服务业PMI初值为48.4，前值 47.9。欧元区制造业PMI已经连续15个月位于荣枯线以下。欧元区服务业PMI过去的两个月连续落在荣枯线之下。欧元区制造业和服务业均在收缩区，欧元区经济颓势明显。



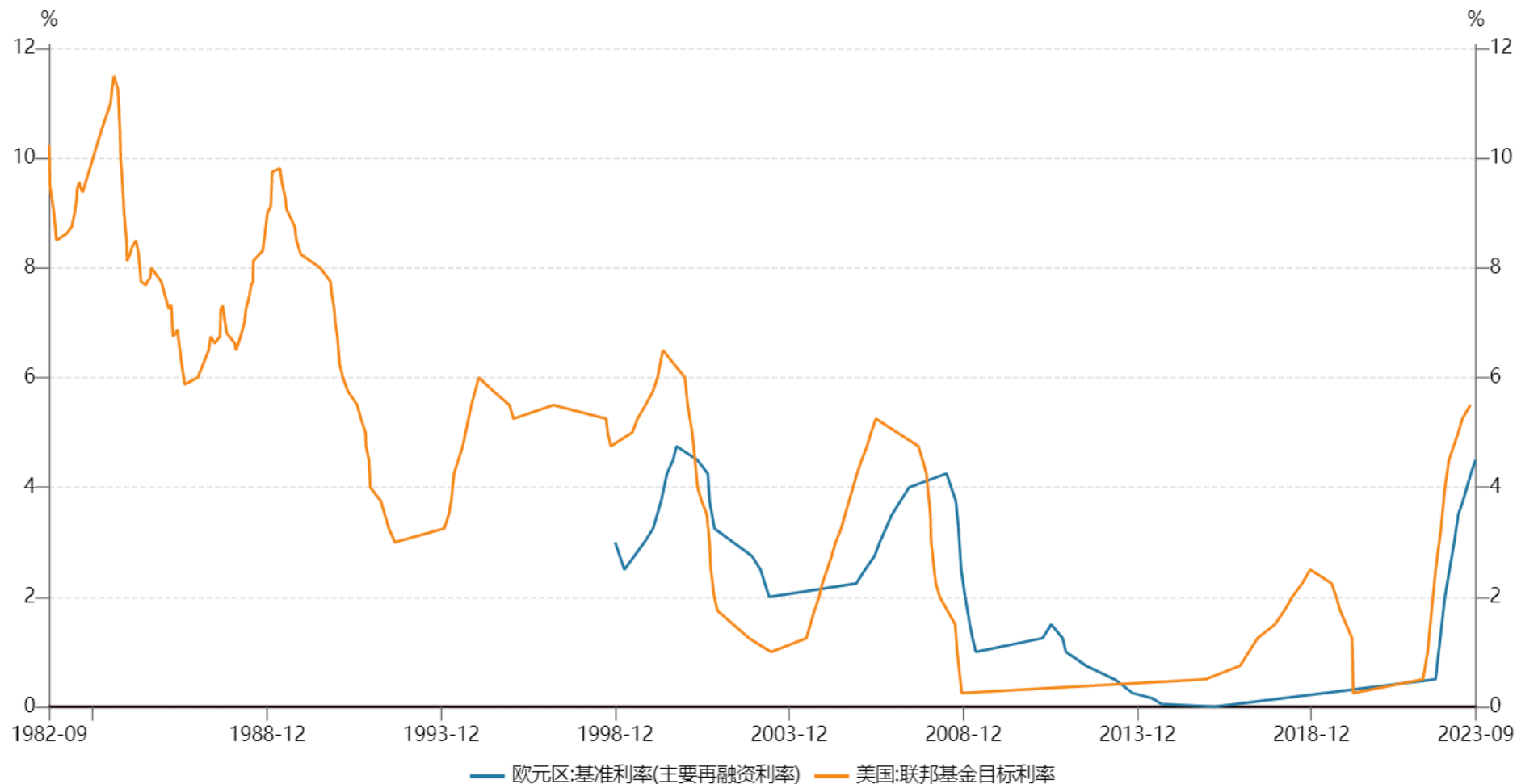
美国9月Markit服务业PMI创今年1月份以来新低，制造业PMI连续五个月萎缩

- 美国9月Markit制造业PMI初值为48.9，前值47.9；9月Markit服务业PMI初值为50.2，前值50.5；美国9月Markit服务业PMI创1月份以来新低，Markit制造业PMI连续五个月萎缩。



欧美利率会较长时间维持在高位

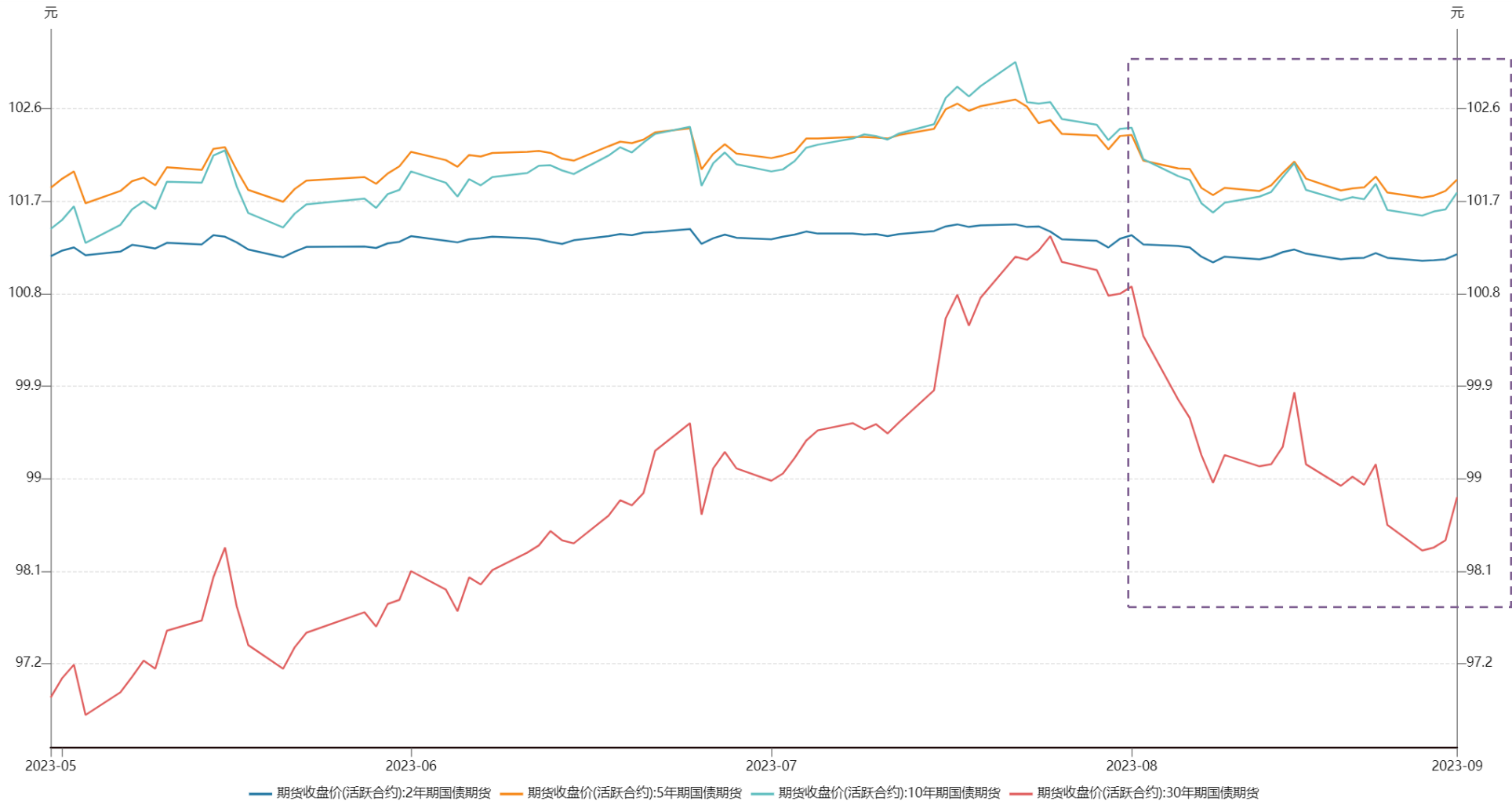
- 9月14日欧洲央行宣布将三大利率均上调25个基点，为连续第10次加息。9月20日美联储议息会议决议宣布暂停加息，符合市场预期，但在决议措辞中保留未来继续加息的可能性，多数FOMC委员认为明年底时联邦基金利率仍将在5%上方，对明年降息幅度预期降低。欧美利率会较长时间维持在高位。



Part 2 国债期货上期复盘和本期分析

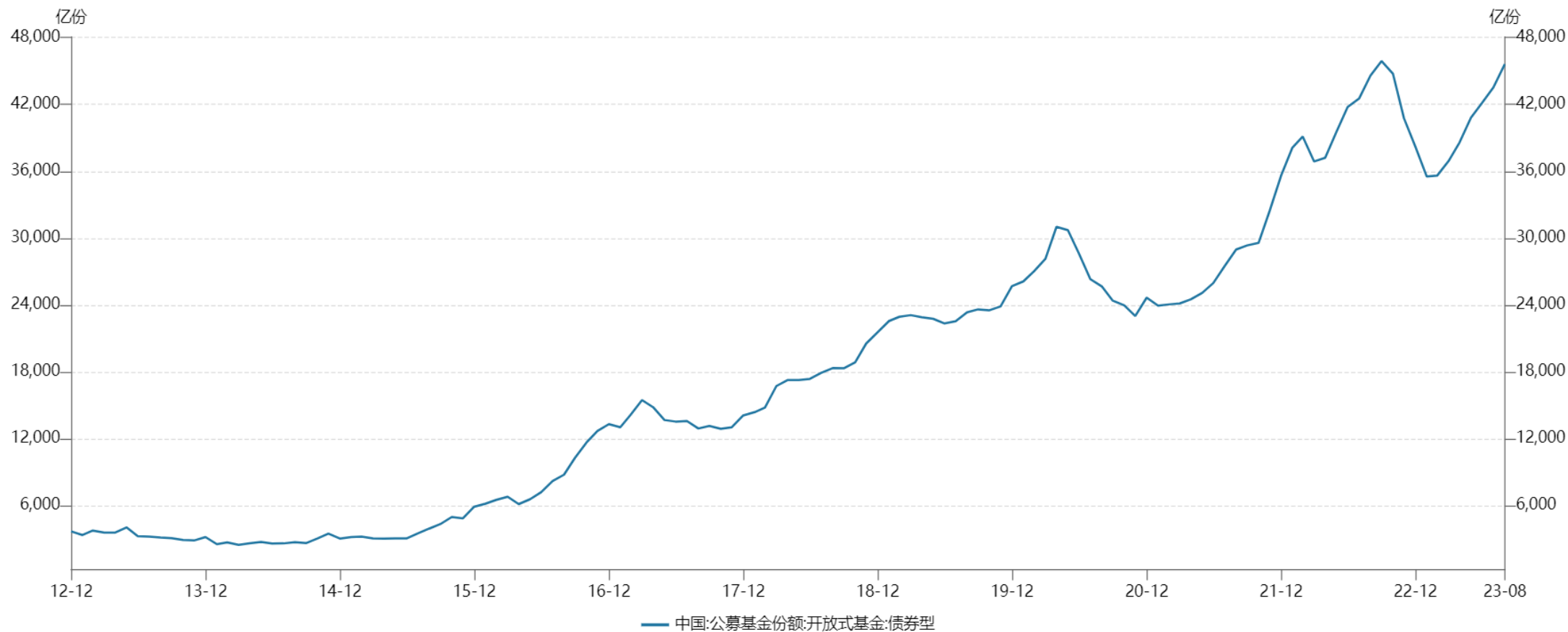
国债期货盘面回顾

- 九月国债期货主力合约价格总体呈下行之势。原因有8月15日降息之后利好兑现并短期快速拉升后获利盘套现，还有就是稳增长政策连续出台，债市风险增加。



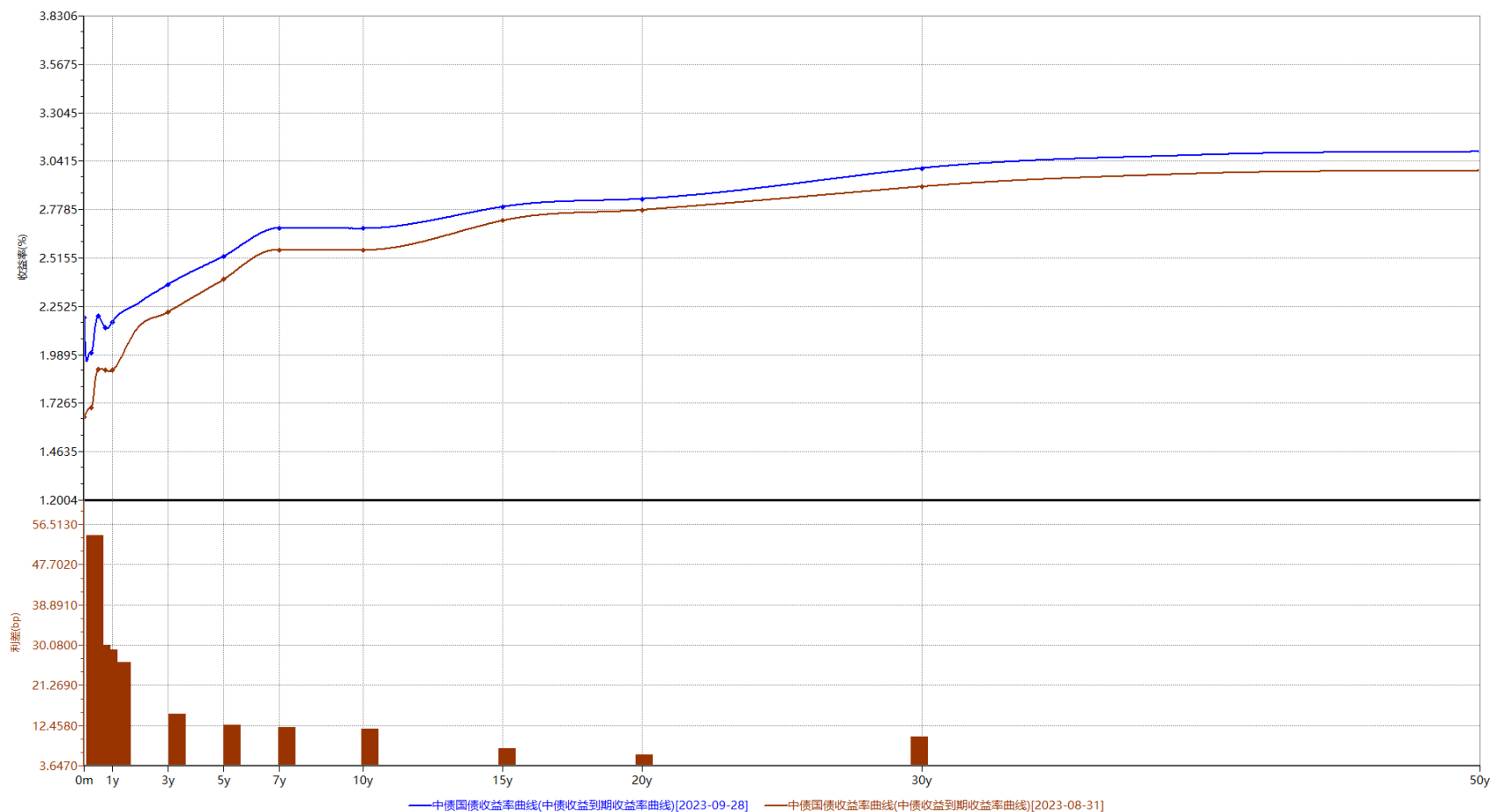
近期债券基金遭遇赎回是债市回调的原因之一

- 中基协数据显示，从开放式基金规模变化来看，8月债券型基金规模实现大幅增长。与7月底相比，债券型基金份额增长2094.73亿份至46521.22亿份。债券型基金规模今年1-8月持续攀升，8月底较今年1月底规模增长超万亿元。
- 据新闻报道最近半个月以来遭遇大额赎回的债基数量多达十余只，并且在这些债基中，机构投资者持有份额占比较高的特征明显。一方面债基遭遇大额赎回可能与8月末以来债市回调有关，另一方面，银行理财的止盈诉求导致的基金赎回或是其中的重要推动因素。市场风险偏好发生变动，部分资金认为股市的机会可能会更大。



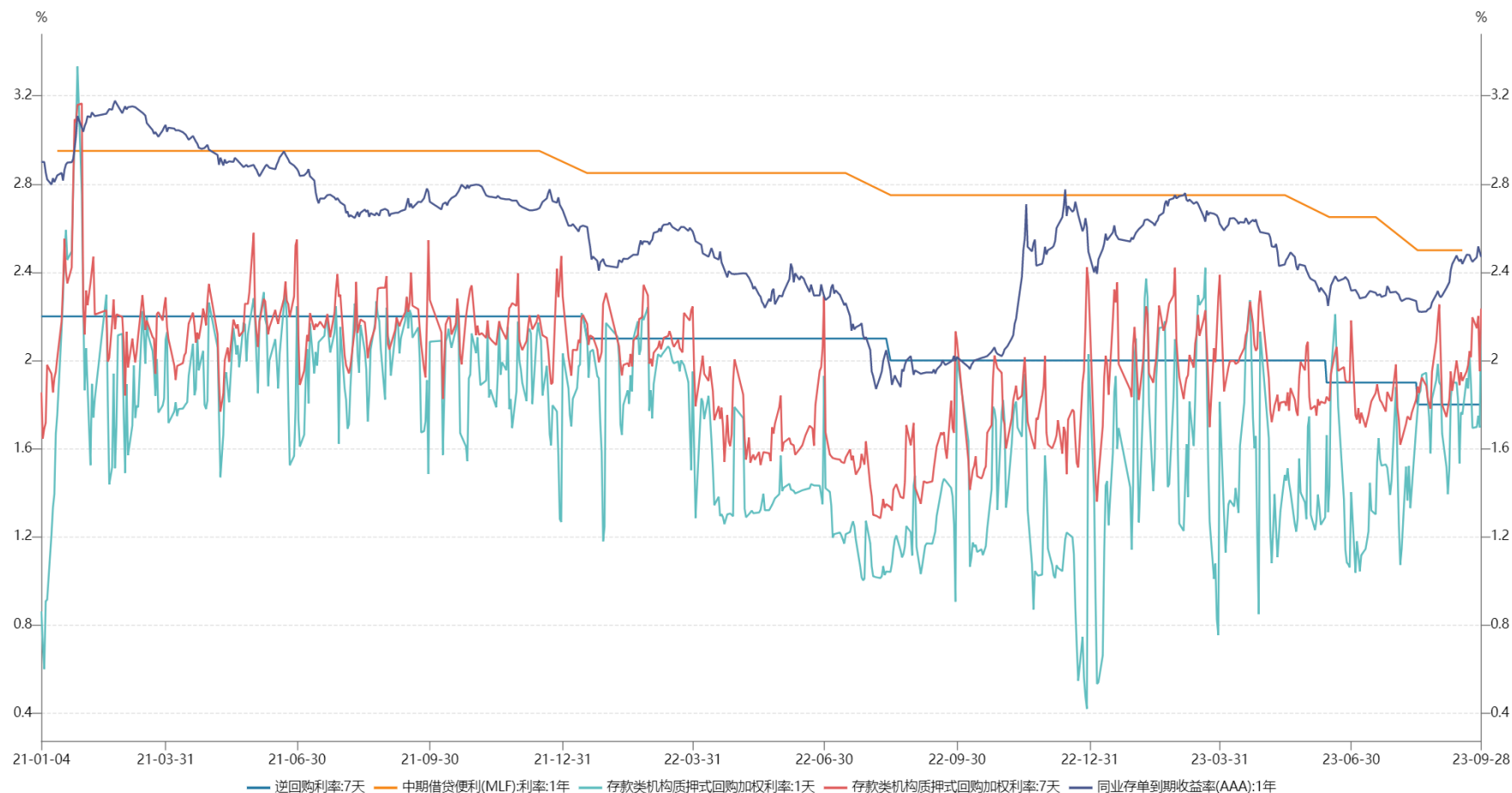
国债现券到期收益率曲线变动

➤9月28日收盘国债现券到期收益率曲线与8月31日相比表现为整体平行上移，短期国债收益率上行较多。2年期国债到期收益率从8月31日的2.15%上行13个BP至9月28日的2.28%；5年期国债到期收益率从8月31日的2.40%上行13个BP至9月28日的2.53%；10年期国债到期收益率从8月31日的2.56%上行12个BP至9月28日的2.68%；30年期国债到期收益率从8月31日的2.90%上行10个BP至9月28日的3.00%。（依据中债国债到期收益率曲线）



央行九月降准，下半月央行加大逆回购，维护市场流动性平稳

- 央行于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%，释放中长期流动性超5000亿元。
- 九月MLF超额续作，利率保持不变。九月的LPR：1年期和5年期利率均维持不变，符合市场预期。
- 九月下半月央行明显加大净投放力度，全月通过公开市场净投放11090亿元，以维护市场流动性平稳。



- 短期：震荡
- 中期：货币政策委员会第三季度例会指出，当前国内经济持续恢复、回升向好、动力增强，但仍面临需求不足等挑战；要加大宏观政策调控力度，加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳。央行定调继续宽货币宽信用，流动性中短期很难收紧。近期的宏观数据显示经济短期企稳，回升力度温和，宏观经济呈波浪式前进，我们维持中报的判断，四季度国债期货大概率继续区间波动。
- 操作策略：交易型投资波段操作。从交易节奏的角度，10年期国债收益率上升超过2.7%、股市波段上涨乏力之际为债券多头的机会。

Part 3 风险提示

3 风险提示

- 宏观政策边际变化超预期，海外经济和金融市场波动变化超预期，全球地缘政治变化。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。