

● 主要结论

股指：股市政策累积 股指艰难筑底

2023年1月份新冠病毒乙类乙管，股市随着对新冠病毒演变而变化，市场情绪转为乐观，第一季度股市显著反弹。四月份之后，随着第一季度经济数据出炉，经济恢复力度减弱，股市快速回落。稳定经济方面，央行持续执行货币宽松政策，央行引导银行降低个人住房贷款存量利率，9月份降准，刺激经济的力度继续加大。8月份活跃资本市场，提振投资者信心一系列措施出台，政策变量逐步积累。股市仍需基本面动能支持，股指维持分化。IH多单轻仓，IF、IC、IM维持震荡。

国债：需求回升 国债轻仓试空

操作建议：综合来看，稳定经济的政策在2022年下半年就开始大规模货币投放，M2在2022年7月份就上升到了12%，2023年5月份回落至12%以下，但是仍然是两位数。9月份央行引导银行下调存量房贷利率，下调准备金，通过货币刺激经济的力度更大。外部方面，美联储加息暂停加息，货币宽松的环境较好。刺激经济的货币政策或导致货币需求回暖，国债到期收益率回升，国债高位回调。

分析师：夏豪杰
 从业资格号：F0275768
 投资咨询号：Z0003021
 电话：0755-23510053
 邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑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。

股指期货部分

1、股指走势分析

股市2022年10月份出现构筑底部状态，11月份股市出现快速反弹，月底出现回落，重心显著上移。2022年12月份股市再度出现反弹，12月中旬底回落至起点，12月下旬股市底部反弹，2023年1月份股市持续上涨，超过2022年12月高点，2023年2、3月份股市开始高位震荡回落，但是回落幅度不大。4月下旬，股市显著回调，此后市场4个月宽幅震荡，7月底股市冲高回落，8月份股市快速回调，9月份股市在一系列刺激措施下出现反弹，但是反弹时间较短，9月4日之后，股市持续回调，截止到9月21日，将救市措施刺激的反弹空间全部回吐。四大股指方面，2022年11月份之后，市场系统性较强，上证50反弹较为顺畅，上证50从2022年10月底2288.01点持续反弹，11月份反弹至2590附近，12月份继续上涨，反弹至2692水平。2023年上证50继续反弹，1月30日创出高点2895之后出现回落，2月份上证50宽幅震荡，3月份上证50持续回落，回落至2022年12月震荡区间，7、8月份上证50冲高回落，创出本轮新低2459.33，9月份上证50转为底部震荡。沪深300与上证50走势相似，9月份之后，沪深300回调幅度相对较大，跌破前期低点，9月21日创出3664.77低点，并没有上证50形成窄幅震荡的形态。相比于上证50、沪深300反弹波动底部逐步抬高，中证500则在10-12月走出过山车形式，12月下旬形成持续反弹，2023年在2月16日创出新高6429后震荡，3月份波动幅度加大。中证500在8月份跌势较为顺畅，9月初的反弹幅度并不大，此后市场逐步回落，但是并未跌破8月份低点。中证1000与中证500走势相似，10-12月走出过山车形式，12月下旬形成持续反弹，在2月16日创出新高7098后震荡幅度也开始变大，此后中证1000整体上保持震荡回调的形态，8月份跌幅较大，9月份冲高回落。从四大股指形态来看，IH相对较稳，IF、IC、IM形态依旧较弱。

2023年1月份新冠病毒乙类乙管，股市随着对新冠病毒演变而变化，市场情绪转为乐观，第一季度股市显著反弹。四月份之后，随着第一季度经济数据出炉，经济恢复力度减弱，股市快速回落。稳定经济方面，央行持续执行货币宽松政策，央行引导银行降低个人住房贷款存量利率，9月份降准，刺激经济的力度继续加大。8月份活跃资本市场，提振投资者信心一系列措施出台，政策变量逐步积累。股市仍需基本面动能支持，股指维持分化。IH多单轻仓，IF、IC、IM维持震荡。

图 1：沪深 300、上证 50 和中证 500 指数走势





数据来源: wind 国信期货

2. 股指波动和贴水情况

IF 合约

日期	沪深300	周涨跌幅(%)	当月	周涨跌幅(%)	次月	周涨跌幅(%)	当季	周涨跌幅(%)	下季	周涨跌幅(%)	当月	次月	当季	下季
2023/7/9	3825.70	-0.44	3806.20	-0.63	3809.60	-0.61	3815.60	-0.61	3825.00	-0.58	-19.50	-16.10	-10.10	-0.70
2023/7/16	3899.10	1.92	3894.80	2.23	3895.40	2.16	3902.00	2.17	3913.00	2.22	-4.30	-3.70	2.90	13.90
2023/7/23	3821.91	-1.98	3818.20	-1.99	3834.00	-1.64	3840.00	-1.61	3852.00	-1.56	-3.71	12.09	18.09	30.09
2023/7/30	3992.74	4.47	4009.20	4.98	4016.00	4.83	4030.00	5.02	4041.00	4.94	16.46	23.26	37.26	48.26
2023/8/6	4020.58	0.70	4027.60	0.51	4037.80	0.60	4056.80	0.74	4072.80	0.85	7.02	17.22	36.22	52.22
2023/8/13	3884.25	-3.39	3882.20	-3.73	3889.20	-3.83	3917.80	-3.58	3939.60	-3.35	-2.05	4.95	33.55	55.55
2023/8/20	3784.00	-2.58	3801.60	-2.45	3789.40	-2.98	3818.00	-3.02	3840.00	-2.89	17.60	5.40	34.00	56.00
2023/8/27	3709.15	-1.98	3720.60	-2.16	3732.20	-1.92	3748.20	-2.25	3771.60	-2.26	11.45	23.05	39.05	62.45
2023/9/3	3791.49	2.22	3796.80	2.16	3806.80	2.13	3826.40	2.21	3852.60	2.25	5.31	15.31	34.91	61.11
2023/9/10	3739.99	-1.36	3739.40	-1.43	3749.20	-1.43	3768.40	-1.44	3788.20	-1.59	-0.59	9.21	28.41	48.21
2023/9/17	3708.78	-0.83	3709.40	-0.91	3726.60	-0.67	3742.60	-0.70	3760.60	-0.83	0.62	17.82	33.82	51.82

数据来源: wind 国信期货

IH 合约

日期	上证50	周涨跌幅(%)	当月	周涨跌幅(%)	次月	周涨跌幅(%)	当季	周涨跌幅(%)	下季	周涨跌幅(%)	当月	次月	当季	下季
2023/7/9	2489.54	-0.10	2468.60	-0.40	2472.40	-0.42	2476.20	-0.51	2491.40	-0.54	-20.94	-17.14	-13.34	1.86
2023/7/16	2547.94	2.35	2540.60	2.84	2541.60	2.72	2544.40	2.64	2559.00	2.62	-7.34	-6.34	-3.54	11.06
2023/7/23	2509.29	-1.52	2507.60	-1.37	2519.00	-0.97	2523.40	-0.92	2537.20	-0.88	-1.69	9.71	14.11	27.91
2023/7/30	2647.03	5.49	2658.00	6.00	2661.80	5.69	2673.00	5.97	2688.00	6.01	10.97	14.77	25.97	40.97
2023/8/6	2648.84	0.07	2652.60	-0.21	2656.20	-0.19	2668.80	-0.15	2684.60	-0.14	3.76	7.36	19.96	35.76
2023/8/13	2568.90	-3.02	2568.60	-3.35	2570.80	-3.42	2582.80	-3.40	2602.00	-3.27	-0.30	1.90	13.90	33.10
2023/8/20	2507.58	-2.39	2518.80	-2.28	2511.00	-2.81	2528.00	-2.60	2554.00	-2.30	11.22	3.42	20.42	46.42
2023/8/27	2485.33	-0.89	2494.80	-0.95	2501.20	-0.75	2511.60	-1.11	2535.00	-1.07	9.47	15.87	26.27	49.67
2023/9/3	2532.25	1.89	2536.00	1.81	2541.40	1.74	2551.60	1.71	2567.00	1.37	3.75	9.15	19.35	34.75
2023/9/10	2519.97	-0.49	2519.40	-0.56	2526.80	-0.51	2535.00	-0.57	2558.20	-0.46	-0.57	6.83	15.03	38.23
2023/9/17	2514.98	-0.20	2516.40	-0.23	2527.00	-0.03	2537.20	-0.02	2554.40	-0.20	1.42	12.02	22.22	39.42

数据来源: wind 国信期货

IC 合约

日期	中证500	周涨跌幅(%)	当月	周涨跌幅(%)	次月	周涨跌幅(%)	当季	周涨跌幅(%)	下季	周涨跌幅(%)	当月	次月	当季	下季
2023/7/9	5961.61	-0.62	5951.00	-0.66	5938.80	-0.70	5928.80	-0.69	5884.80	-0.67	-10.61	-22.81	-32.81	-76.81
2023/7/16	6030.52	1.16	6026.20	1.26	6018.00	1.31	6009.00	1.33	5971.00	1.43	-4.32	-12.52	-21.52	-59.52
2023/7/23	5925.63	-1.74	5919.40	-1.88	5925.40	-1.61	5922.00	-1.53	5894.20	-1.32	-6.23	-0.23	-3.63	-31.43
2023/7/30	6043.24	1.98	6052.20	2.22	6045.60	1.96	6021.00	1.64	6006.00	1.93	8.96	2.36	-22.24	-37.24
2023/8/6	6128.56	1.41	6126.60	1.22	6125.00	1.28	6111.40	1.47	6092.40	1.48	-1.96	-3.56	-17.16	-36.16
2023/8/13	5913.35	-3.51	5910.20	-3.62	5911.00	-3.62	5908.60	-3.39	5900.40	-3.25	-3.15	-2.35	-4.75	-12.95
2023/8/20	5777.80	-2.29	5812.80	-1.92	5787.00	-2.47	5787.80	-2.39	5785.20	-2.29	35.00	9.20	10.00	7.40
2023/8/27	5581.21	-3.40	5587.80	-3.89	5590.00	-3.73	5584.00	-3.86	5580.00	-3.82	6.59	8.79	2.79	-1.21
2023/9/3	5750.80	3.04	5751.00	3.02	5756.20	3.05	5748.20	2.98	5735.40	2.88	0.20	5.40	-2.60	-15.40
2023/9/10	5708.62	-0.73	5697.00	-0.93	5697.20	-0.99	5687.00	-1.02	5665.20	-1.16	-11.62	-11.42	-21.62	-43.42
2023/9/17	5704.66	-0.07	5694.60	-0.24	5714.00	0.07	5708.60	0.18	5690.00	0.24	-10.06	9.34	-3.94	-14.66

数据来源: wind 国信期货

股指在第三季度震荡下行,升贴水波动有所加大。IH、IF均从贴水转为升水,IC升贴水波动变化不是很大。IH、IF与IC升贴水差异性减小,表明市场较为趋同。

3、行业强弱转换

沪深300在2022年第四季度触底反弹,2023年第一季度市场多数个股大幅反弹,2023年1月份沪深300延续上涨,1月份低触到本轮高点,2、3月份震荡回落,但是幅度不大。第二季度小幅回落,市场震荡变窄。8月份沪深300快速回落,随着稳定股市的措施出台,9月份股市反弹回落,但是市场看淡的情绪并未转变。

行业强弱转换图说明:

1、横轴:上上季上涨幅度,纵轴:上季上涨幅度;

2、第一象限,1区:持续上涨;第一象限,2区:上涨转弱;

第二象限:跌势转涨;第四象限:上涨转跌;

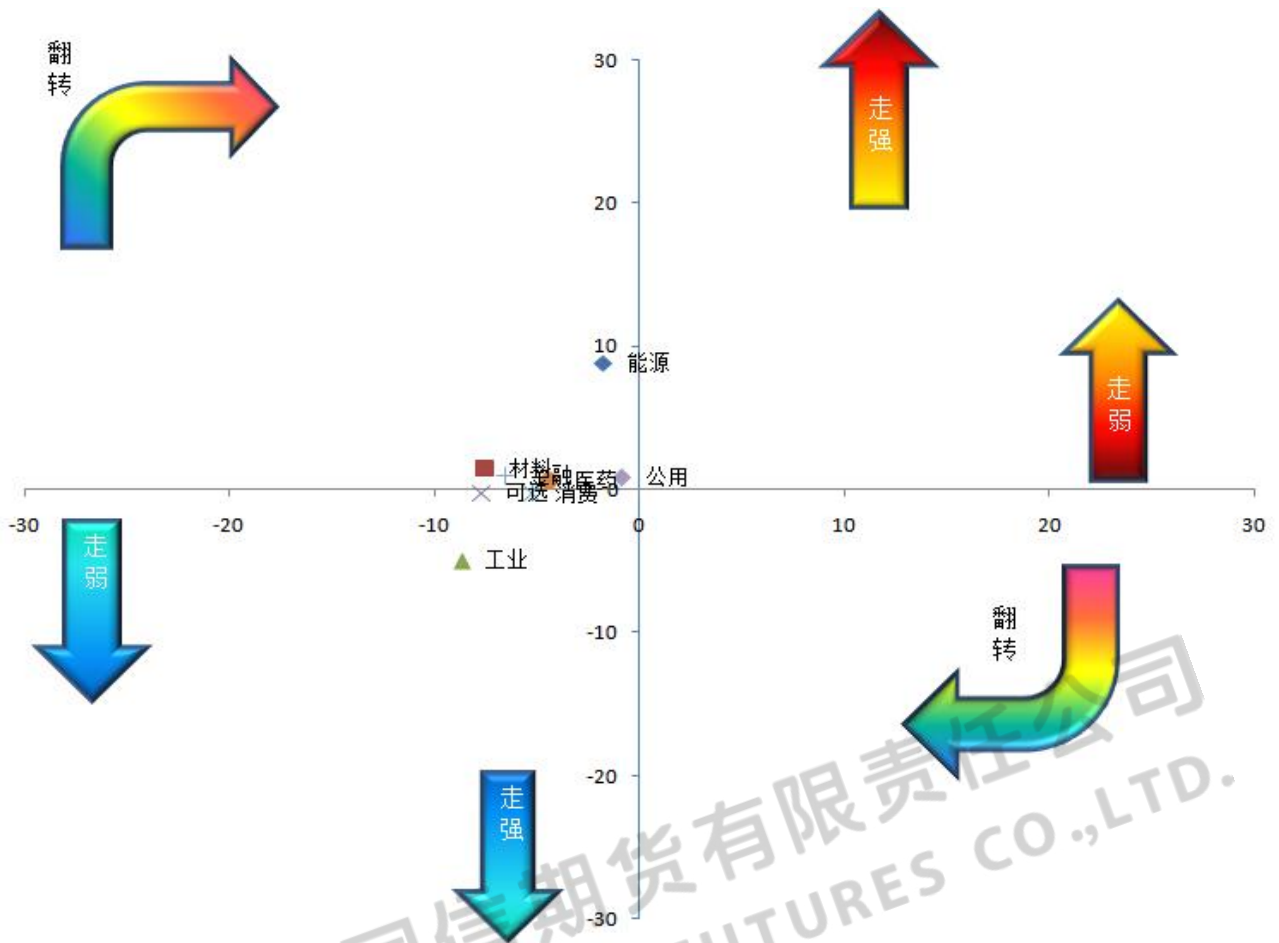
第三象限,1区:跌势转弱;第三象限,2区:跌势加强。

3、行业反转持续强度计算=本周涨跌幅-上周涨跌幅的绝对值,

在第二、第四象限,绝对值越大,反转强度越大;

在第一、第三象限,绝对值越大,持续强度越大。

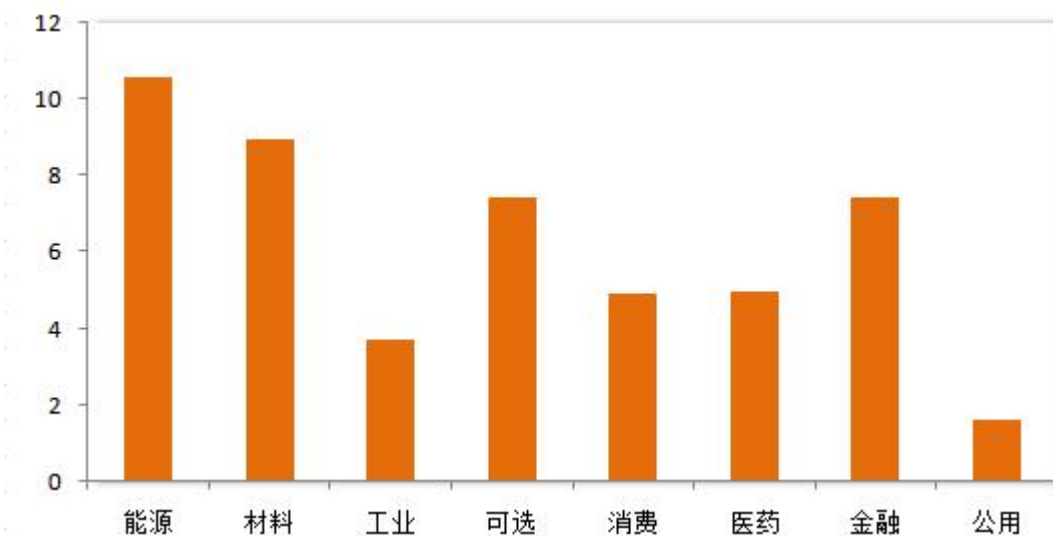
图2:行业强弱转换



数据来源: wind 国信期货

在反转强度方面，沪深300在8月份大幅下挫，所有的板块全部下跌，9月份有所企稳。多数板块从跌转涨，能源、材料、医药、金融、公用板块由跌转涨。工业、可选、消费跌幅减小。反转强度方面，能源反正强度超10，材料、金融、可选反转强度超7。其他板块反转强度低于4。市场板块一致性趋强，权重的大幅转换导致沪深300波动加大。

图3：行业反转持续强度



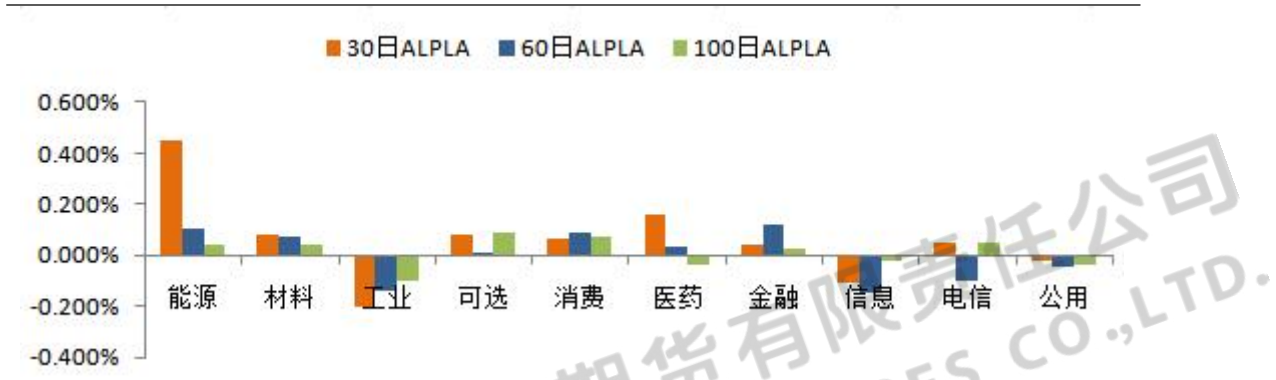
数据来源: wind 国信期货

4、行业 ALPHA 风险收益

跟踪的ALPHA风险收益统计显示: 沪深300板块走势较为一致。能源、材料、消费板块全周期ALPHA (0.452%、0.108%、0.038%) (0.078%、0.07%、0.038%) (0.062%、0.091%、0.071%)。工业、公用板块的全周期ALPHA为负值, 电信、医药的ALPHA周期不一致。

说明: 本报告选用的板块划分标准为WIND行业指数, 回归使用的最小二乘法得到的ALPHA收益和BETA风险值, 统计数据分别使用30日、60日、100日收盘价, 参考标准为沪深300指数。

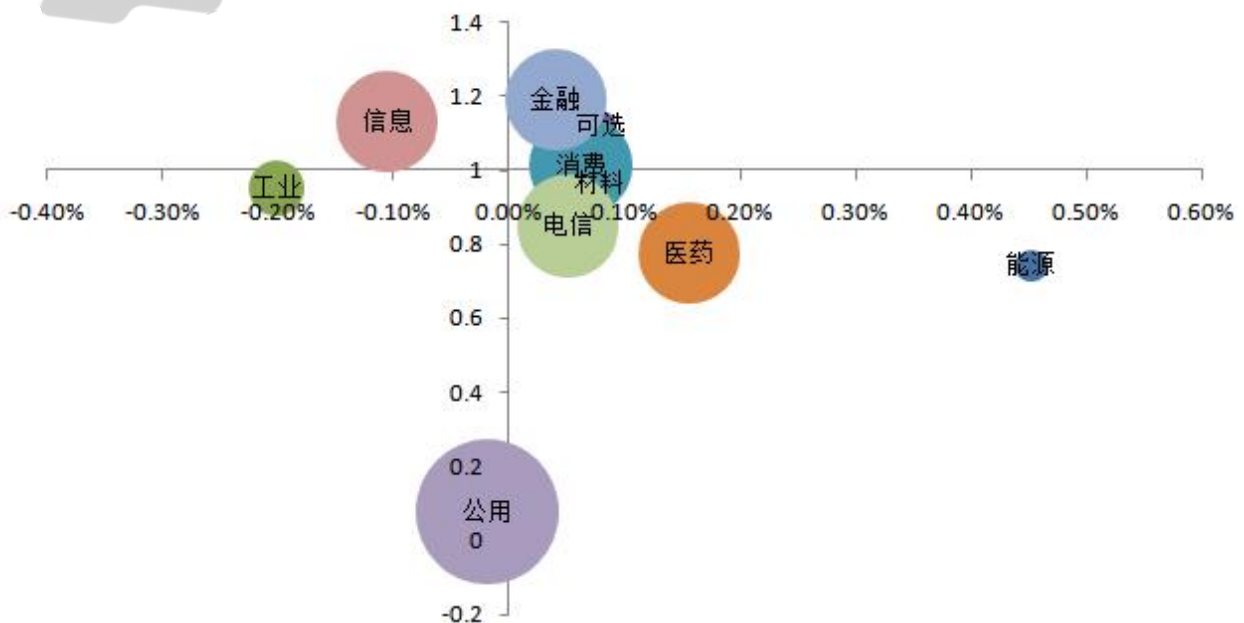
图 4: 行业 ALPHA 收益



数据来源: wind 国信期货

根据统计的 BETA 值显示金融、工业、可选、医药、板块等的 BETA 值接近于 1, 风险较低。公用风险较大 beta 值为 0.07。大多数板块下跌, 一致性较强。

图 5: 行业 ALPHA 风险与 BETA 收益



数据来源: wind 国信期货

国债期货分析

国债期货第一季度先抑后扬, 十年期国债期货主力连续在1月初的高点98.913开始回调, 恰恰回调1个月时间, 1月底十年期国债期货快速反弹, 2月份中旬反弹突破1月份高点。2月20日, 国债期货出现单日大幅回调之后, 国债迎来7连阳, 开启上升之路。6月14日国债期货冲高回调, 出现四连阴, 随后市场震荡上行。8月中旬, 国债期货再度冲高, 8月21日国债期货冲高达102.815, 此后国债期货高位回调, 即便9月15日央行降准, 国债期货仍然保持震荡回调的态势, 短期来看, 利率持续下行的空间较小, 国债回调可能性较大, 空单轻仓。

1. 宏观经济数据表现

2023年3月份之后, 随着新冠病毒常态化, 人们转为正常活动并未受到影响, 政府政策转向全力刺激经济。

2021年GDP趋势显著下跌, 第一季度GDP大涨18.3%, 由于疫情的基数效应, GDP在第二季度回落, 但是这种回落更多来源于基数的影响, 尚保持相对乐观的情绪。第一季度GDP为18.3%, 第二季度GDP为7.9%, 随着经济持续消耗, 国内经济转向悲观的情绪较为显著, 第三季度GDP回落到了4.9%, 第四季度回落到4%。2022年一月份, 国内货币态度转为积极刺激, 且疫情在3月份在深圳影响较大, 对全国影响较小。2022年第一季度GDP涨幅超出市场预期为4.8%, 超出市场预期。随着3月、4月、5月疫情的影响, 第二季度GDP显著下降, 2022年第二季度GDP增速降低到了0.4%, 随着主要城市的疫情集中严控结束, 经济有所恢复, 第三季度GDP增速为3.9%, 经济下行的压力仍然在, 2022年第四季度回落至2.9%。经济在第一季度恢复相对较好, 2023年第一季度为4.5%, 第二季度GDP为6.3%, 国内经济在2023年上半年恢复效果较好。

物价指数方面: 2022年1月份CPI再度回落到了0.9%, 2月份CPI持续为0.9%, 3月份M2为1.5%, 4月份回升到了2.1%。5月份维持在2.1%, 6月份上涨到了2.5%, 7月份上升到了2.7%, 8月份增速下滑到2.5%, 9月份CPI增速上升到了2.8%, CPI将近到3%。10月份CPI快速下降到了2.1%, 11月份CPI继续下跌1.6%, 12月份CPI略有回升1.8%。国内消费整体上处于相对平稳状态, 有了上升迹象。2023年1月份CPI略有上涨为2.1%, 2月份CPI回落至1%, 3月份进一步回落到0.7%, 4月份持续下跌为0.1%, 5月份回落至0.2%, 6月份CPI降低到0%, 7月份国内CPI持续下跌为-0.3%, 8月份国内CPI回升至0.1%。CPI在上半年持续低迷, 下半年开始转稳, 但是消费动能并不强, 内需较弱。

工业PPI方面, 2022年1月份PPI回落到9.1%, 2月份为8.8%, 3月份为8.3%, 4月份为8%, 5月份持续回落到6.4%, 6月份持续回落到6.1%, 7月份显著回落, 增速为4.2%, 8月份进一步回落至2.3%, 9月份回落幅度进一步扩大为0.9%。10月份PPI转为负值, 为-1.3%, 11月份持续为-1.3%, 12月份跌幅减弱为-0.7%。由于2021年PPI大幅上涨, 2022上半年涨幅虽然有所回落, 但是绝对值也较大。自从2021年十月份国内多个部委积极稳定煤炭价格, 打击了资金炒作传统能源资源的预期, 工业PPI上升势头得到一定的压制。2022年受到俄罗斯乌克兰战争, 部分农产品与能源价格坚挺, 但是从绝对值来看, 工业领域通货膨胀的压力仍然较大。2023年1月份PPI持续下滑为-0.8%, 2月份持续下降为-1.4%, 3月份负值扩大为-2.5%, 4月份为-3.6%, 5月份PPI跌幅扩大为-4.6%, 6月份跌幅为-5.4%, 7月份为负值-4.4%, 8月份为-3%。由于绝对值相对较大,

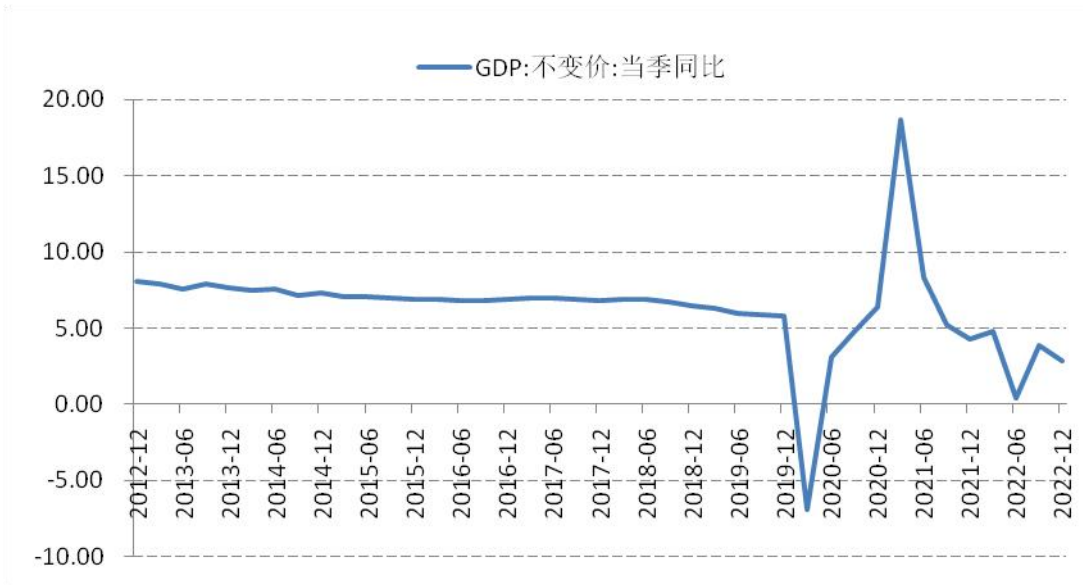
PPI持续走弱显示了工业端持续疲软，工业PPI仍然为负，PPI初次出现回升现象。

在2022年随着疫情的反复。2022年1月份工业增加值同比增长3.86%，2月份大涨至12.8%，3月份快速回落到了5%，4月份同比为-2.9%，5月份回升至0.7%，6月份升至3.9%，7月份略有回落3.8%，9月份上升到了6.3%，10月份回落到5%，12月份回落速度较快，至1.3%。由于春节效应，2023年1月份当月同比为-9.79%，2月份同比为18.77%，3月份恢复正常，同比为3.9%，4月份同比5.6%，5月份同比大幅下降为3.5%，6月份同比为4.4%，7月份同比下滑到3.7%，8月份工业增加值同比增加4.5%。工业增加值有所回升，但是4月份之后动能有所减弱，波动较大。累计同比方面，2021年12月份累计同比9.6%。2022年3月份累计同比为6.5%，2022年4月份累计同比为4%，2022年5月份回落到3.3%，6月份回升到3.4%，7月份回升3.5%，8月份累计同比上涨到3.6%，9月份累计同比上涨到3.9%，10月份累计同比上升到4%，此后两个月累计同比有所减弱，2022年12月份累计同比回落至3.6%。2023年3月份累计同比为3%，4月份、5月份累计同比为3.6%，6月份累计同比为3.8%，7月份累计同比持续为3.8%，8月份累计同比到3.9%，工业增加值同比相比于2022年显著走强。

2022年受到新冠病毒的影响，PMI在2022年3月份再度跌破50，2022年4月份PMI导致47.4，5月份PMI回升至49.6，6月份PMI返回荣枯线以上，为50.2；7月份PMI回落到荣枯线之下，为49；8月份回升至49.4；9月份PMI回升至50.10，2022年制造业受到上下游的制约，一直处于扩展与紧缩的边缘。10月份PMI低于50，为49.2，11月份回落到48，12月份继续低于荣枯线为47。随着新冠病毒的共存，2023年1月份PMI回升到荣枯线之上为50.1，2月份制造业PMI为52.6，3月份制造业PMI持续在50以上为51.9，4月份转弱为49.2，5月份持续低于50，为48.8，6月份为49，7月份PMI49.3，8月份PMI为49.7，制造业PMI已经连续五个月低于荣枯线，表明制造业可能有紧缩的兆头。相比于制造业PMI，非制造业PMI受到疫情影响更为显著2022年3月份再度跌破50，2022年4月份非制造业PMI大跌至41.9，5月份非制造业PMI回升到47.8，6月份非制造业PMI大幅超出荣枯线为54.7，7月份非制造业为53.8，8月份非制造业PMI回落到52.6，9月份非制造业回落至50.6。10月份跌破荣枯线为48.7，12月份最低下落到41.6，2023年1月份快速回升，为54.4，2月份非制造业PMI扩大为56.3，3月份为58.2，4月份为56.4，5月份为54.5，6月份为53.2，7月份为51.5，8月份为51，非制造业PMI连续五个月持续回落，虽然没有跌破荣枯线，但是趋势并不乐观。

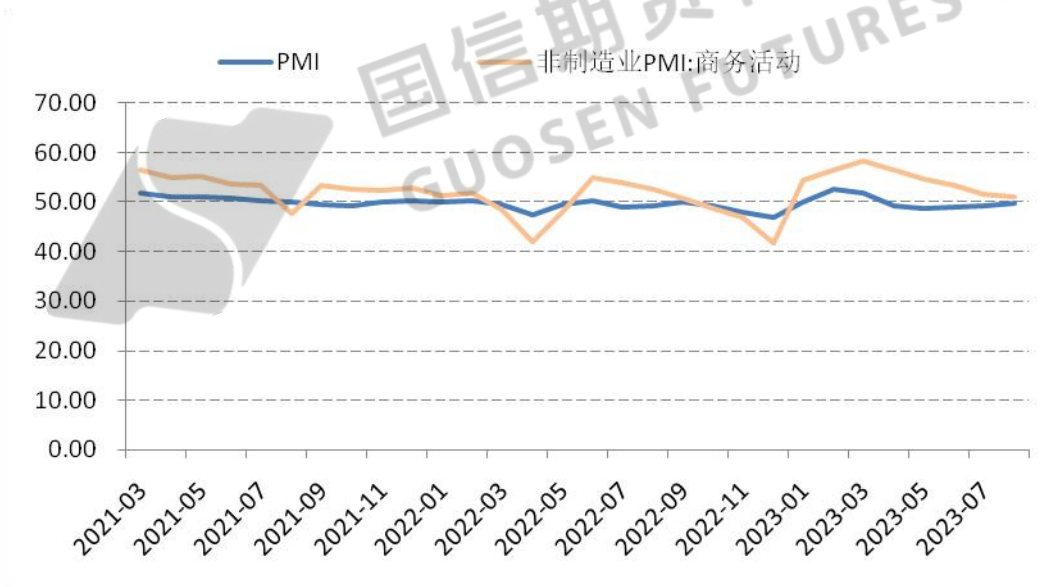
2022年2月份社会消费品零售总额同比6.7%，大大超出市场预期，2022年3月份社会消费品零售总额同比为-3.53%，2022年4月份社会消费品零售总额为-11.1%。2022年5月份回升到了-6.7%，6月份社会消费品零售总额回升到3.1%，7月份社会消费品零售总额同比2.7%，8月份社会消费品零售总额快速回升到5.4%，9月份社会消费品零售总额同比降低至2.5%，10月份社会消费品零售总额同比已经转负，为-0.5%，11月份转为-5.9%，12月份负值减少，为-1.8%。消费数据显示了受到疫情冲击形成的持续影响，国内居民消费及其谨慎的态势，微观主体对疫情已经产生了长期的悲观情绪，居民消费悲观预期较为低迷。2023年随着新冠病毒的共存，春节后并未出现大规模感染事件，消费显著恢复，2月份社会消费品零售总额转正3.5%，3月份社会消费品零售总额同比大增10.6%，4月份同比为18.4%，5月份同比12.7%，6月份同比为3.1%，7月份同比下降到2.5%，8月份同比上升到4.6%。社会消费品零售总额同比回升，但是远远低于新冠病毒前的8%的水平，仍然有较大的空间。

图 6: GDP



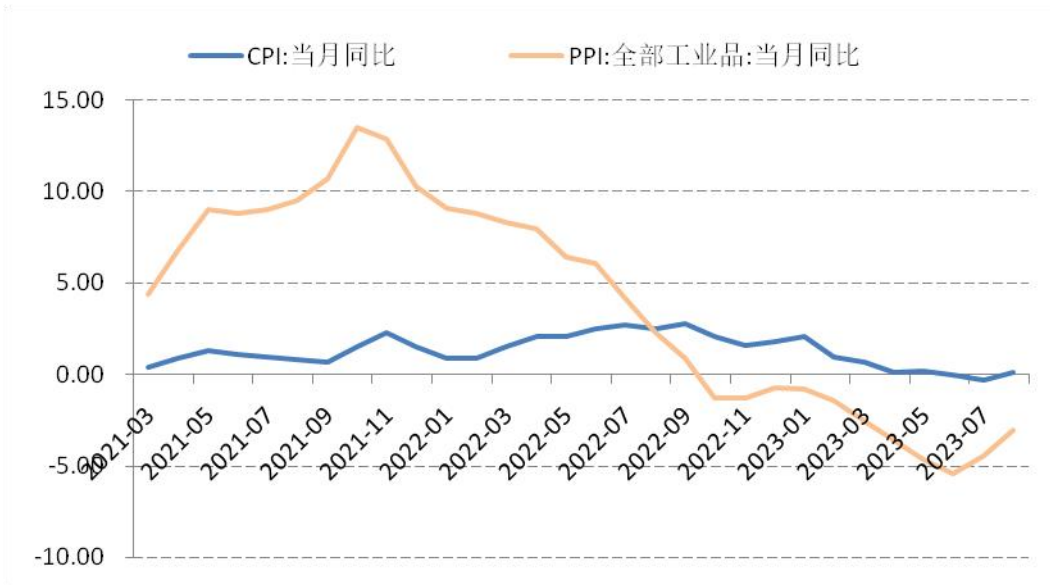
数据来源: wind 国信期货

图 7: PMI



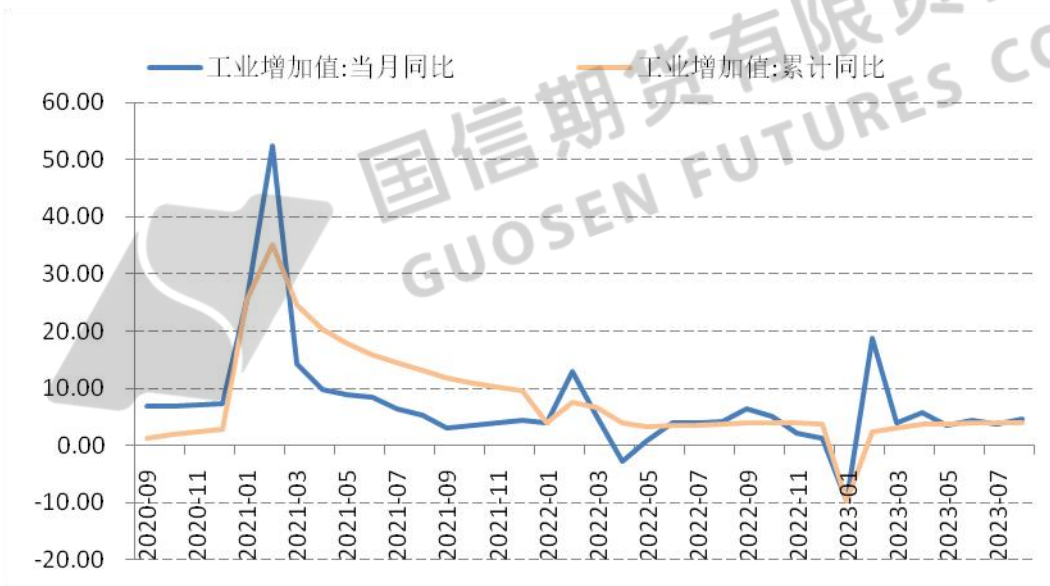
数据来源: wind 国信期货

图 8: CPI 和 PPI 同比增长



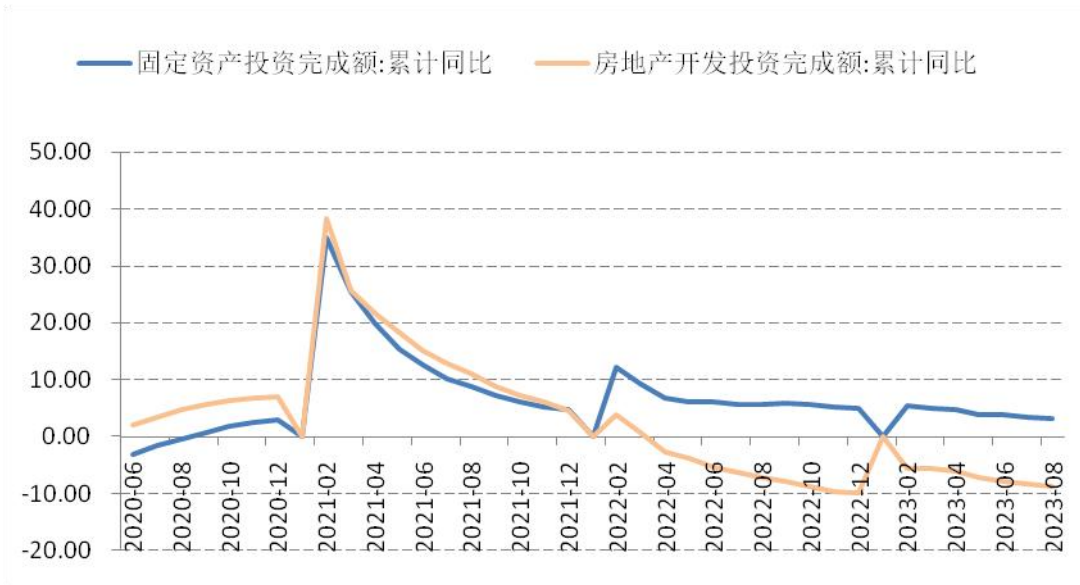
数据来源: wind 国信期货

图 9: 工业增加值



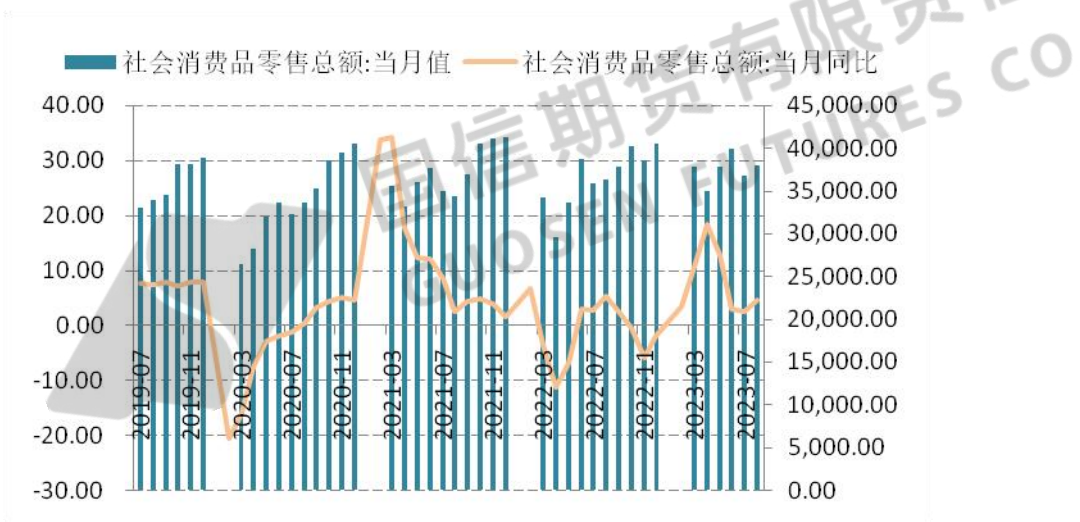
数据来源: wind 国信期货

图 10: 固定资产投资



数据来源: wind 国信期货

图 11: 国内消费



数据来源: wind 国信期货

2. 货币投放力度较大

2022 年受到对经济压力的担忧, 国内第一季度信贷增长再度大规模投放, 2022 年 1 月份新增人民币贷款 3.98 万亿, 2 月份新增人民币贷款 1.23 万亿, 3 月份新增人民币贷款 3.13 万亿。由于经济受到新冠疫情的影响, 2022 年 4 月份新增人民币贷款大幅减少, 为 6454 亿元。受到疫情的再度冲击, 国内 5 月份刺激经济的政策力度较大, 5 月份新增人民币贷款 1.89 万亿, 6 月份新增人民币贷款再度大幅攀升, 为 2.81 万亿。7 月份新增人民币贷款 6790 亿元, 8 月份新增人民币贷款增加 12500 亿元, 9 月份新增人民币贷款增加 2.47 万亿, 10 月份新增人民币

贷款 6152 亿，11 月份新冠病毒转为共存，稳定经济的政策效果将会显著。11 月份新增人民币贷款 1.21 万亿，12 月份新增人民币贷款 1.4 万亿。随着政策力度加大，在 2023 年 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿，2 月份新增人民币贷款新增 1.81 万亿，3 月份新增人民币贷款 3.89 万亿，4 月份新增人民币贷款大幅减少为 7188 亿元，5 月份新增人民币贷款 1.36 万亿，6 月份新增人民币贷款高达 3.05 万亿，同期高于去年，7 月份新增人民币贷款减少至 3459 亿，8 月份新增人民币贷款恢复到 1.36 万亿，信贷投放实体需求并不稳定。

货币环境方面，M1 方面，2022 年 1 月份为 -1.9%，显示微观主体“收紧钱袋”，2、3 月份 M1 均为 4.7%，4 月份为 5.1%，有所回升，5 月份回落到 4.6%，6 月份回升到 5.8%，7 月份回升到 6.7%，8 月份有所降低为 6.1%，9 月份 M1 回升至 6.4%，10 月份回落到 5.8%，11 月份增速回落，再度下跌至 4.6%，12 月份进一步下跌为 3.7%。2023 年 1 月份 M1 同比增速大增为 6.7%，2 月份 M1 同比为 5.8%，3 月份 M1 同比为 5.1%，4 月份同比为 5.3%，5 月份 M1 为 4.7%，6 月份 M1 回落至 3.1%，7 月份 M1 增速跌至 2.3%，8 月份 M1 同比增速下降至 2.2%，M1 增速持续回落，同比增速下降幅度有所趋缓。M2 方面，由于 2020 年 3 月份疫情后货币大规模投放，2021 继续维持 9% 以上的增速已经是较高的货币投放，2022 年 1 月份央行开始降息，货币政策正式走向宽松。2022 年 1 月份 M2 直接上升到了 9.8%，2022 年 2 月份 M2 为 9.2%，2022 年 3 月份为 9.7%，2022 年 4 月份上升到了 10.5%，2022 年 5 月份 M2 回升到了 11.1%，6 月份上涨到 11.4%，7 月份继续回升，回升到 12%，8 月份回升到 12.2%，9 月份为 12.1%，10 月份增速为 11.8%，11 月份增速略升为 12.4%，12 月份回落至 11.8%。M2 增速继续维持在高位。2023 年 1 月份 M2 增速持续维持在两位数以上，为 12.6%，2 月份为 12.9%，3 月份为 12.7%，4 月份为 12.4%，5 月份 M2 增速回落至 11.6%，6 月份为 11.3%，7 月份为 10.7%，8 月份为 10.6%。货币增速连续四个月低于 12%，但是货币增速仍然维持在两位数以上，远远超过 GDP 增速，国内货币刺激的力度较大。

2021 央行在货币态度随着经济的变化发生较大的改变，在第一季度央行延续相对克制的货币投放态度，第二季度有所收紧。10 月份以后央行货币态度转向宽松，12 月份央行降准，一年期 LPR 下跌，2022 年 1 月份，央行直接降息，并通过公开将会进行宽松指引。2022 年则快速转为宽松的货币政策。1 年期 LPR 降低到 3.7%，2022 年 5 月 20 日，5 年期 LPR 下调到 4.45%（前值 4.6%）。2022 年 4 月 25 日，央行降准。8 月 20 日下调 LPR，1 年期 LPR 下调至 3.65%，5 年期 LPR 下调至 4.3%。2022 年 12 月份，1 年期 LPR 下跌至 3.65%。2023 年 6 月 20 日，1 年期 LPR 下调至 4.20%，5 年期 LPR 下调至 3.55%。2023 年 8 月 20 日，再度下调 LPR 至 3.45%。新一轮降息再度开启。2023 年 2 月份之后，国债到期收益率整体上持续下滑，7 月份之后短期国债到期收益率开始回暖，8 月份所有期限国债到期收益率均显著上升。截止到 9 月 20 日，2 年期国债到期收益率报收 2.2041%、5 年期国债到期收益率报收 2.5286%，7 年期国债到期收益率报收 2.6618%，10 年期国债到期收益率报收 2.6664%。

货币政策方面：2022 年 5 月 24 日，人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会研究部署加大信贷投放力度，会议强调，金融系统要用好用足各种政策工具，从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展。要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。要落实政策要求，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。要加快已授信贷款的放款进度。要坚持市场化原则，平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系，提升金融支持实体经济的可持续性。

2023年1月29日：人民银行印发通知，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具。一是碳减排支持工具延续实施至2024年末，将部分地方法人金融机构和外资金金融机构纳入碳减排支持工具的金融机构范围，进一步扩大政策惠及面，深化绿色金融国际合作。二是支持煤炭清洁高效利用专项再贷款延续实施至2023年末，2023年继续并行实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，在保障能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型，助力科学有序实现碳达峰碳中和目标。三是交通物流专项再贷款延续实施至2023年6月末，将中小微物流仓储企业等纳入支持范围，进一步增强金融支持交通物流保通保畅的力度，助力交通物流业高质量发展。

2023年2月15日：人民银行召开2023年金融市场工作会议，会议指出，要提高金融服务扩大国内需求和建设现代化产业体系的能力，支持加快构建新发展格局。做好政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款等稳经济大盘政策工具存续期管理，支持项目落地建成。完善支持普惠小微、绿色发展、科技创新等政策工具机制，精准加强重点领域和薄弱环节金融支持。深入实施中小微企业金融服务能力提升工程，进一步健全融资配套机制，推动普惠小微贷款稳定增长。切实落实“两个毫不动摇”，拓展民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”支持范围，推动金融机构增加民营企业信贷投放。加强农业强国金融服务，巩固拓展脱贫攻坚成果，持续提升金融服务乡村振兴能力。动态监测分析房地产市场边际变化，因城施策实施好差异化住房信贷政策，落实好金融支持房地产市场平稳健康发展的16条政策措施，积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

2023年4月20日：2023年一季度金融统计数据新闻发布，资管资金回流表内也是M2上升的重要原因，去年下半年以来，金融市场有所波动，实体部门的风险偏好有所下降，理财等资管产品的资金转回表内，银行的资产负债表扩张，推升了M2的增速。3月末，资管产品直接汇总的资产合计94.7万亿元，较年初减少了1.6万亿元，同比是负的增长速度，为负的1.7%，较上年同期低8.1个百分点。如果把表内和表外合并，综合来看社会的广义流动性，3月末，流动性总量同比增长是10%，较上年同期高1.3个百分点，比M2的增速低了2.7个百分点，整体看广义流动性增长还是比较平稳的。

2023年6月16日：中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、财政部、农业农村部印发《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》。

2023年7月10日：《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。

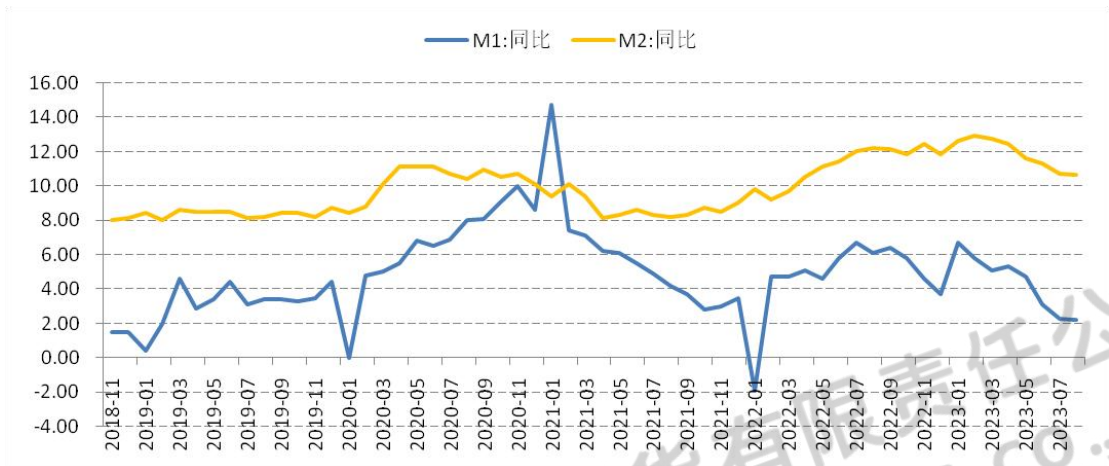
2023年8月4日：国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局联合召开新闻发布会 介绍“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”。

2023年8月20日：中国人民银行 金融监管总局 中国证监会联合召开金融支持实体经济

和防范化解金融风险电视会议。会议强调，金融支持实体经济力度要够、节奏要稳、结构要优、价格要可持续。主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。

2023年9月21日：中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率。中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。

图 12: M1、M2 投放同比增速



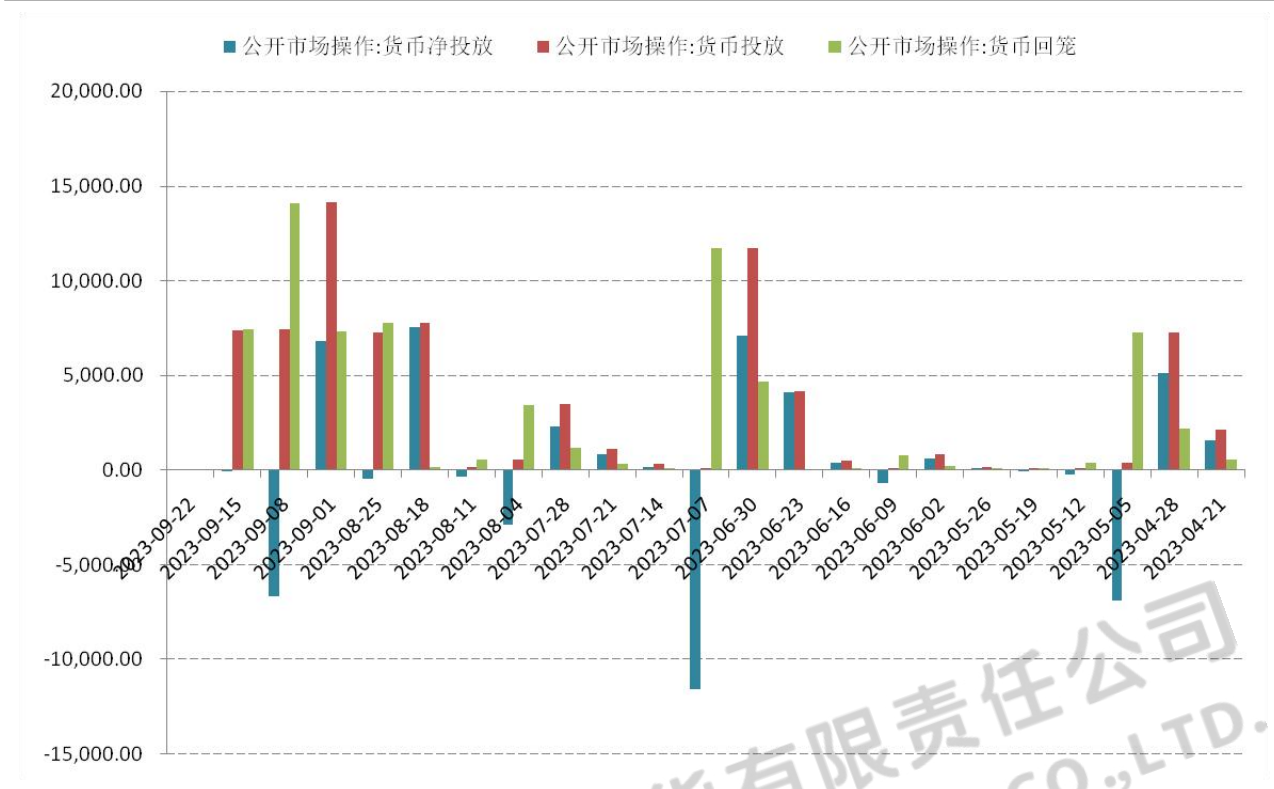
数据来源: wind 国信期货

图 13: 新增人民币贷款



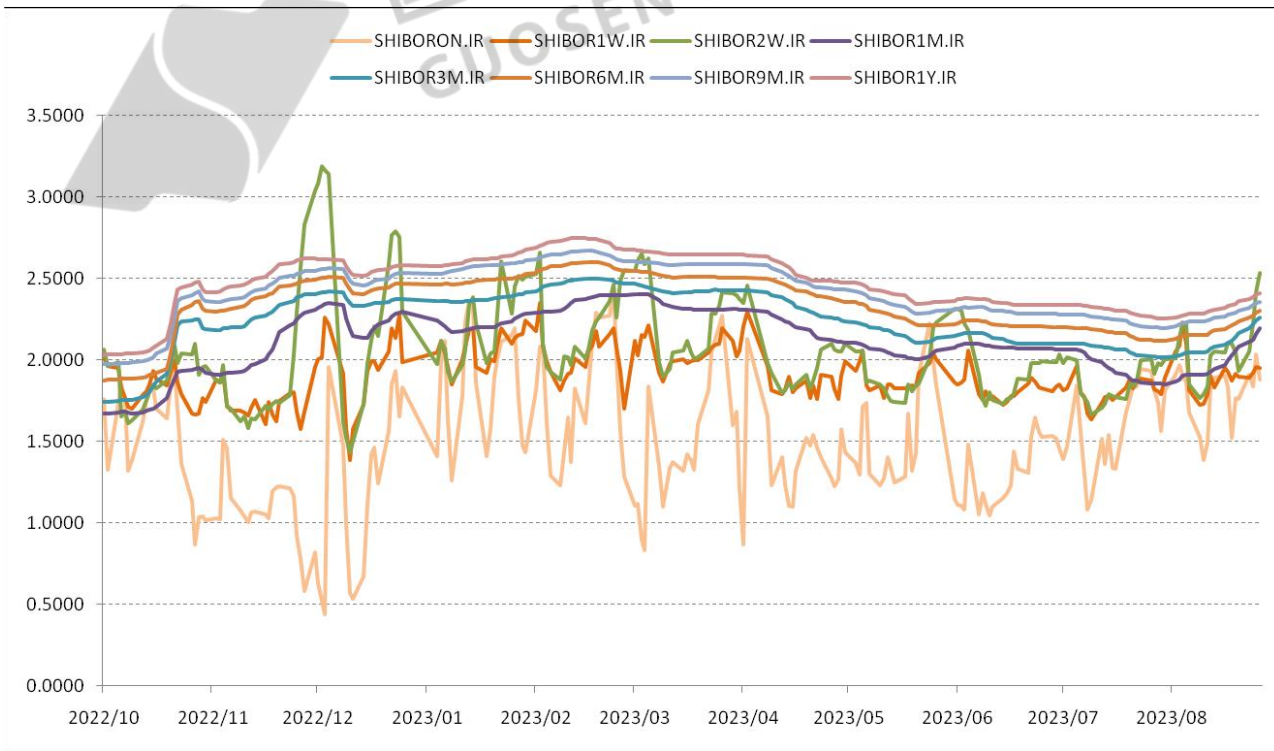
数据来源: wind 国信期货

图 14: 公开市场操作



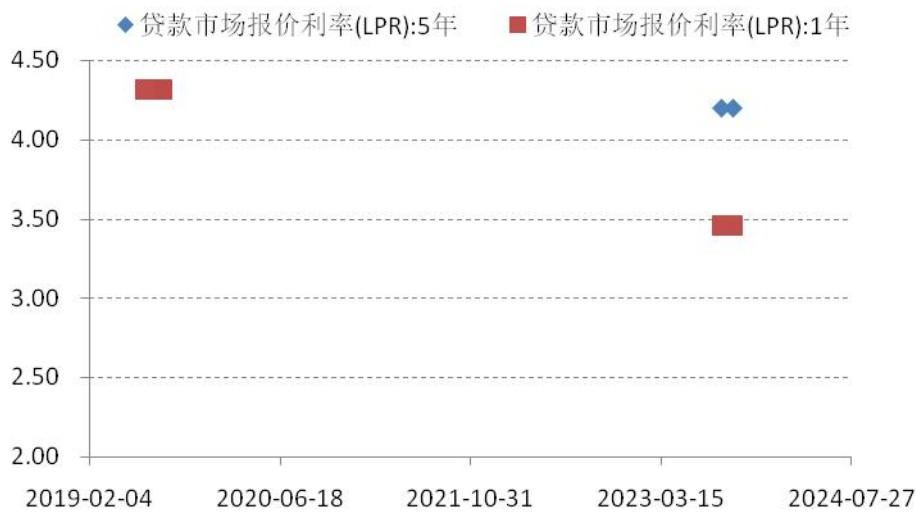
数据来源: wind 国信期货

图 15: shibor



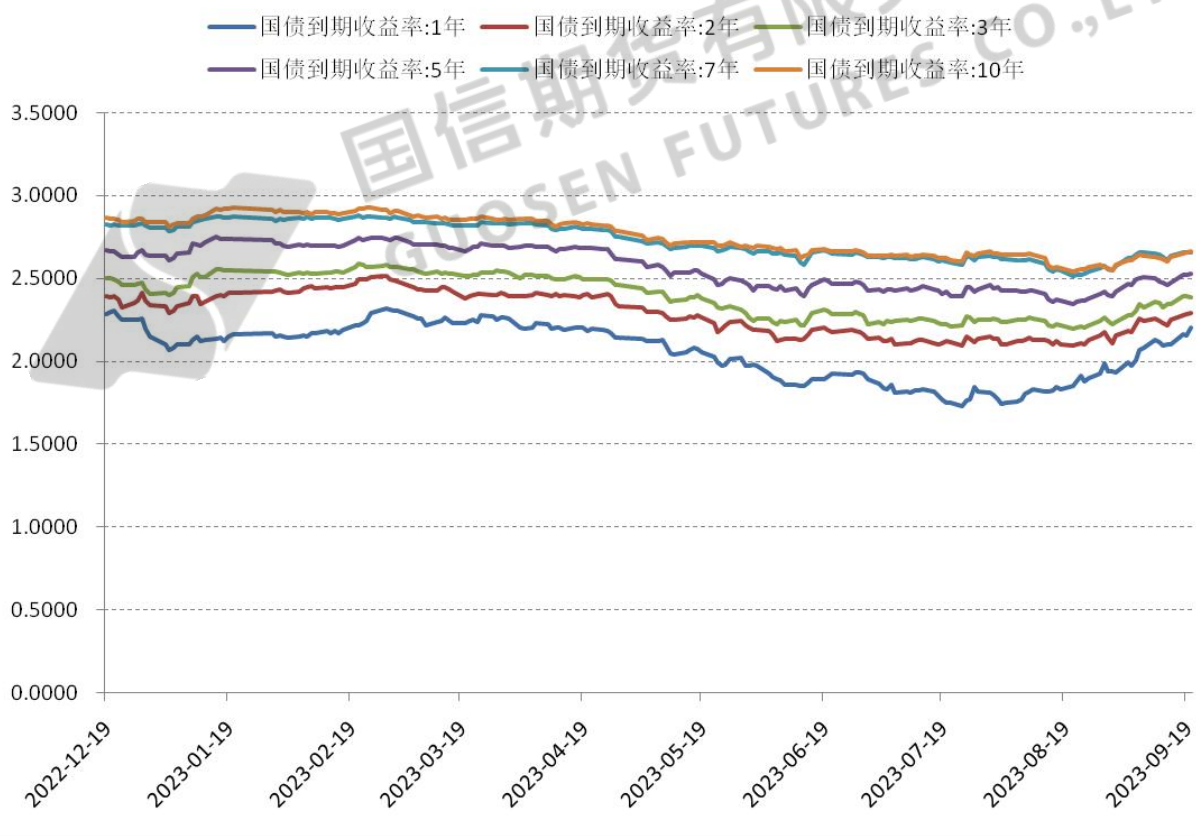
数据来源: wind 国信期货

图 16: LPR



数据来源: wind 国信期货

图 17: 银行间国债到期收益率 (中证)



数据来源: wind 国信期货

操作建议：综合来看，稳定经济的政策在 2022 年下半年就开始大规模货币投放，M2 在 2022 年 7 月份就上升到了 12%，2023 年 5 月份回落至 12% 以下，但是仍然是两位数。9 月份央行引导银行下调存量房贷利率，下调准备金，通过货币刺激经济的力度更大。外部方面，美联储加息暂停加息，货币宽松的环境较好。刺激经济的货币政策或导致货币需求回暖，国债到期收益率回升，国债高位回调。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。