



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150
曾奕蓉 期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号



波动放大债市震荡 调整有限维持看多

摘要

3月份债市整体多空交织导致债市波动放大，呈现偏震荡行情。国债收益率先下后上，总体下移，收益率曲线斜率走平约束有所缓解。国内经济基本面来看，3月PMI超预期回升或形成短期利空；1-2月我国经济数据表现分化，房地产市场表现仍较低迷以及青年失业率上升，内生增长动能仍需进一步巩固和增强，政策有望持续发力。政策面上看，两会制定的经济增速目标稳健，政策定调积极，力度未超市场预期。后续需重点关注地产政策放松加码的效果以及特别国债发行的节奏。资金面上看，央行积极呵护跨季流动性，资金利率窄幅波动在政策利率之上。央行再提“防空转”及稳汇率考虑下，短期调降政策利率或引导资金利率中枢下行的可能性不大。预计4月份资金面有望延续平稳，但需警惕地方债或特别国债发行对资金面的短期扰动。海外及汇率方面，人民币汇率升破7.20关口，对债市形成一定扰动。风险偏好方面，权益市场维持震荡，美联储降息周期和经济数据改善都尚未迎来转折点，继续走强的动力或不足，风险偏好的持续提升仍待观察。对债市而言，当前政府债券供给节奏依然偏慢，实体部门融资需求尚未显著回暖，利率上行风险较为有限。跨季后机构配债需求依然较强，且降准降息还在路上，长端利率或仍有进一步下行动力。同时，在央行防空转诉求下，短端利率大幅下行的可能性较小，曲线平坦化特征或将延续，长期债券仍占优。后续市场关注的风险点主要在于政府债供给放量或会给债市带来短期扰动，但最终将回归基本面定价，带来趋势性调整行情的可能性不大。

在以上背景下，4月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.20-2.40%区间震荡，目前10年期国债收益率在2.32%一线。操作上，我们继续维持看多思路，在利率下行趋势下，长端和超长端的期债主力合约的配置性价比仍存，逢调整或可择机增配。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	TL2406
操作方向	做多策略
入场点位	106.320 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	108.000 附近

风险提示：货币政策宽松不及预期；宽地产政策超预期；流动性超预期变化。

目录

一、3月国债期货行情回顾.....	4
二、经济基本面分析.....	6
三、资金面分析.....	11
四、海外经济与汇率分析.....	15
五、4月期债投资建议.....	17
免责声明.....	19

图表目录

图 1 四大国债期货主力收盘价	5
图 2 不同期限品种国债期货主力合约之间的价差	5
图 3 30Y-10Y 国债期限利差低位运行	5
图 4 国债期货主力合约日成交量	6
图 5 3 月份 PMI 重回扩张区间	8
图 6 主要经济体制造业 PMI	8
图 7 中国核心通胀低位运行	9
图 8 CPI 与 PPI	9
图 9 进出口温和修复	9
图 10 30 大中城市商品房成交面积 (30 日移动平均)	10
图 11 商品房销售面积与房地产开发投资同比	10
图 12 挖掘机销量低位运行	10
图 13 股债风险溢价	11
图 14 社会融资规模存量增速	11
图 15 近五年 1-2 月累计新增社融规模	12
图 16 近五年 1-2 月累计新增信贷	12
图 17 银行间杠杆 (质押式回购规模)	14
图 18 MLF 当月操作规模	14
图 19 公开市场操作货币净投放	14
图 20 各期限银行间质押式回购利率	15
图 21 中证主要期限国债到期收益率大幅下行	15
图 22 国债发行量 (亿元)	15
图 23 美国通胀反复	16
图 24 2 月 ISM 制造业回落	16
图 25 美债收益率维持高位震荡	17
图 26 美元兑人民币汇率压力释放	17

一、3月国债期货行情回顾

3月份债市整体多空交织导致债市波动放大，呈现偏震荡行情。国债收益率先下后上，总体下移，10年国债收益率仅下行4bp至2.29%，30年国债收益率维持在2.46%水平，收益率曲线斜率走平约束有所缓解。具体来看，3月初至3月7日，10年期、30年期国债收益率分别最低下行至2.25%、2.39%，主要来自市场对政策未超预期以及资产荒延续的一致认可。自3月7日以来经历回调，市场止盈情绪升温叠加股债跷跷板效应，债市发生调整且波动加大。此轮收益率快速上行后债市进入震荡，经济仍处结构性修复、3月未降息符合预期、且国新会上央行再提“降准空间”带动收益率小幅下行，但下旬人民币汇率波动给债市带来一定扰动。总体来看，此轮调整的幅度较为有限，长债利率上行幅度均在10bp以内，若无明显利空，债市进一步大幅调整的可能性较小。往后看，3月份PMI的超预期回升或会对清明假期前的债市产生一定冲击，但是债市回调的幅度与持续性可能较为有限。宽货币和资产荒逻辑仍对债市形成支撑，且后续无风险利率大概率将进一步下行，从而带动国债收益率下行，这本身也是债市继续走强的内在动力。

截止3月29日收盘，三十债主力报106.61，月度下跌0.68%，所有合约共成交113.33万手，环比增加57.56万手，日均持仓量增加9.89%至6.78万手；十债主力报104.11，月度上涨0.02%，所有合约共成交184.16万手，环比增加55.98万手，日均持仓量减少8.55%至18.71万手；五债主力报103.21，月度上涨0.06%，所有合约成交量增加36.91万手至127.01万手，日均持仓量减少8.88%至12.30万手；二债主力报101.67，月度上涨0.98%，所有合约成交量增加19.34万手至74.73万手，日均持仓量减少16.11%至6.35万手。从价差上看，3月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均小幅缩窄，其中十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差收窄幅度较大。

图 1 四大国债期货主力收盘价



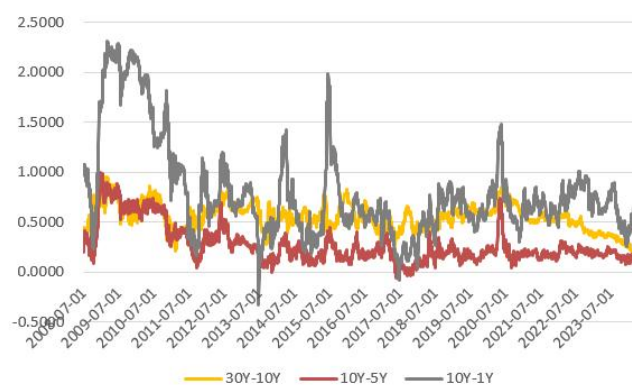
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 不同期限品种国债期货主力合约之间的价差



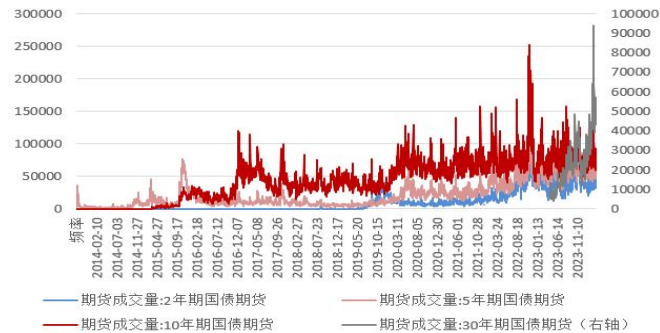
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 30Y-10Y 国债期限利差低位运行



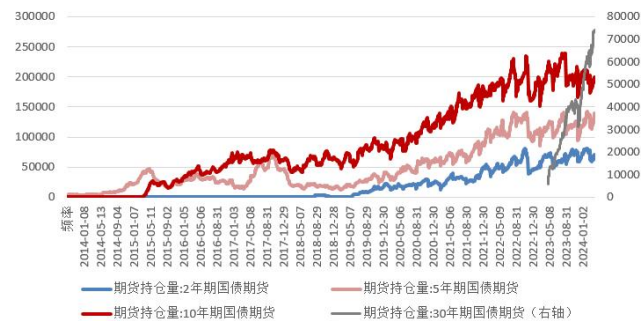
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 4 国债期货主力合约日成交量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 国债期货主力合约日持仓量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

国家统计局公布 1-2 月份经济数据，整体经济稳步复苏，但地产景气度仍在下探。

工业方面，1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7.0%，高于市场预期。工业增加值增长超过预期或主要源于开年两个月份里工业稳增长政策持续发力和出口性价比红利带来的出口增速强劲的推动。展望后续，预计今年工业稳增长政策或呈现力度前置发力的节奏，对经济有力支持有望延续，在经济内生动力恢复后逐渐退坡，三四月份工业增加值在政策支持下超预期的可能性将加大。

固定资产投资方面，整体超预期，主要受制造业和基建投资提振。1-2 月固定资产投资增速为 4.2%，高于近四年平均增速 4.0%。不过根据历史规律来看，近十年投资增速总体呈前高后低态势，后续态势需进一步观察。

值得注意的是，房地产仍在持续调整。1-2 月全国房地产开发投资同比下降 9.0%，降

幅比 2023 年全年收窄 0.6 个百分点。尽管一线降首付、降利率和调整普宅标准等新政出台，商品房销售面积仍大幅下降 20.5%。新开工面积大幅下降 29.7%（前值-20.4%），施工面积下降 11.0%（前值-7.2%）。开年以来，钢材同比往年累库明显，补库需求低迷，现货弱势，市场悲观情绪蔓延，带动新开工面积进一步下滑。多数地产指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产景气度继续下探。

消费和就业方面，消费预期走弱，服务业为主导。1-2 月社会消费品零售总额 8.13 万亿元，同比增长 5.5%，环比降低 1.9%。考虑去年同期低基数、春节效应等，社零整体低于预期。2024 年 1-2 月服务零售额同比增长 12.3%，显著高于社零增速。就业方面，1-2 月全国城镇调查失业率平均值为 5.3%；2 月失业率为 5.3%，比上个月上升 0.1 个百分点，比上年同期下降 0.3 个百分点；31 个大城市失业率为 5.1%。青年人失业率数据暂未恢复发布，年轻人失业率居高不下。

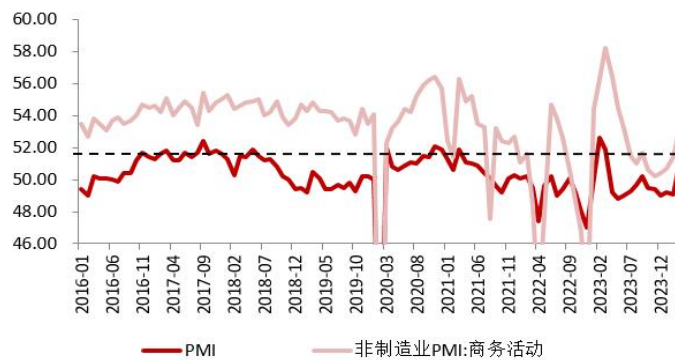
通胀方面，2 月份，工业生产放缓，而居民消费增加，导致 CPI 和 PPI 出现分化，一定程度上体现了春节波动的特征。2 月份，CPI 环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点，主要是食品和服务价格上涨较多；同比由上月下降 0.8% 转为上涨 0.7%，回升较多且略超市场预期，除去年同期基数较低效应外，也受到春节错位的影响。展望下一阶段，以旅游为支撑的服务价格是否具备可持续性仍需要进一步观察，CPI 同比涨幅维持低增长可能性较大。PPI 方面，2 月份，PPI 环比下降 0.2%，降幅与上月相同；同比下降 2.7%，降幅略有扩大。往后看，随着国内“三大工程”推进以及财政资金进一步投放，预计 PPI 同比降幅有望逐步收窄。

外贸方面，目前来看，全球范围出现需求从服务转向商品的趋势，以及欧美补库存周期开启，均对全球商品贸易量形成一定支撑，外部环境或有利于国内出口增长。最新数据来看，除日本外，主要经济体 PMI 指数较 2024 年均有一定幅度回升，外需得到改善。2024 年全年来看，外需对外贸的提振仍存在多方因素的影响。一方面，地缘政治叠加高利率环境加剧金融风险因素影响，美欧等发达经济体经济仍存在一定下行压力；另一方面，美国补库周期的开启，主要经济体制造业 PMI 有望回升，改善商品贸易。

按美元计价，2024 年 1-2 月我国出口同比 7.1%，较去年 12 月增速大幅回升，录得“开门红”。多数商品有所改善，或与年初“抢出口效应”相关。分国家看，我国对美以及发

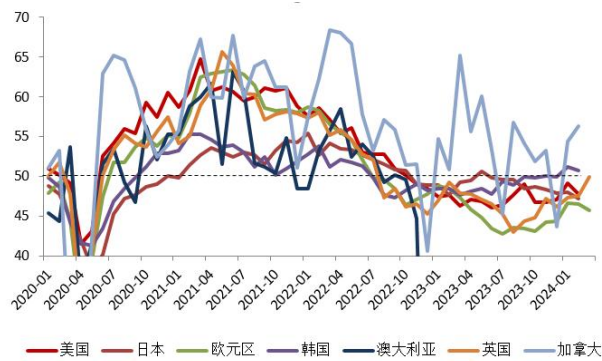
展中经济体出口增速全面回升。1-2 月对欧盟、美国、日本出口同比分别增长-1.3%、5.0%、-9.7%，较去年 12 月分别回升 0.6、11.9 个百分点和回落 2.4 个百分点，对美出口增速明显回升，但对欧日出口增速继续录得负增长，也侧面反映出美国经济韧性凸显。除俄罗斯外，我国对发展中经济体出口增速全面回升，且对拉美国家和非洲出口增速维持正增长，我国出口贸易伙伴多元化对出口增速形成一定支撑。在美联储维持高利率不变的情况下，外需整体或仍然呈温和恢复特征。

图 5 3 月份 PMI 重回扩张区间



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 主要经济体制造业 PMI



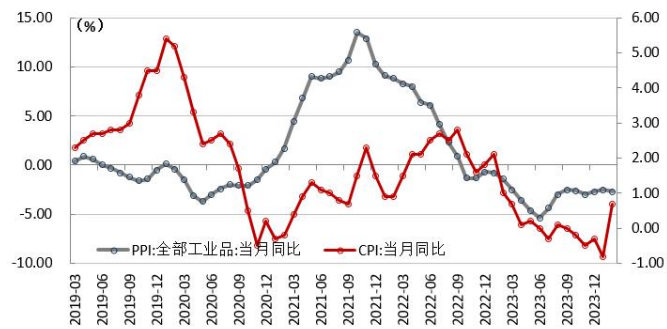
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 中国核心通胀低位运行



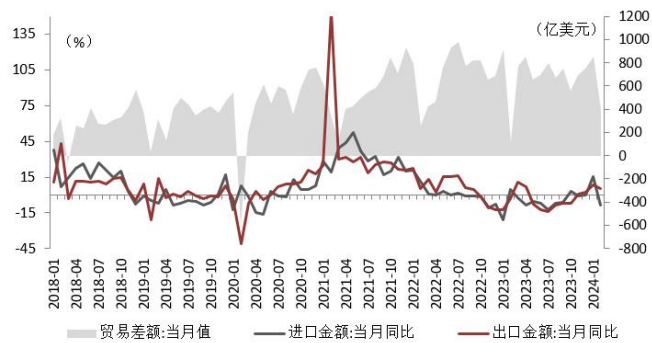
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 CPI 与 PPI



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 进出口温和修复



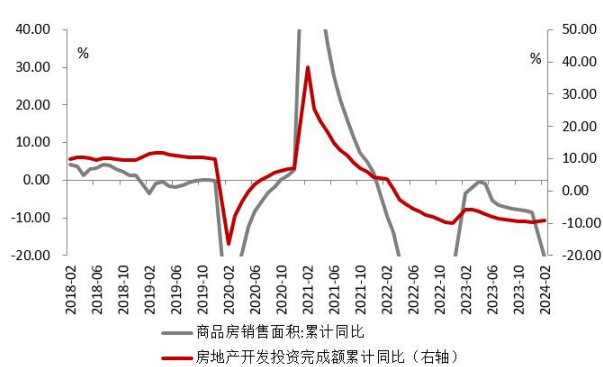
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 30 大中城市商品房成交面积（30 日移动平均）



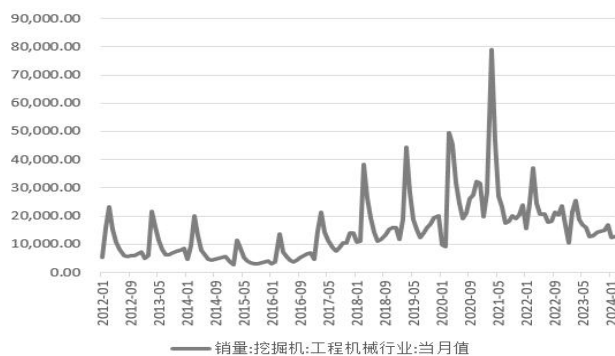
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

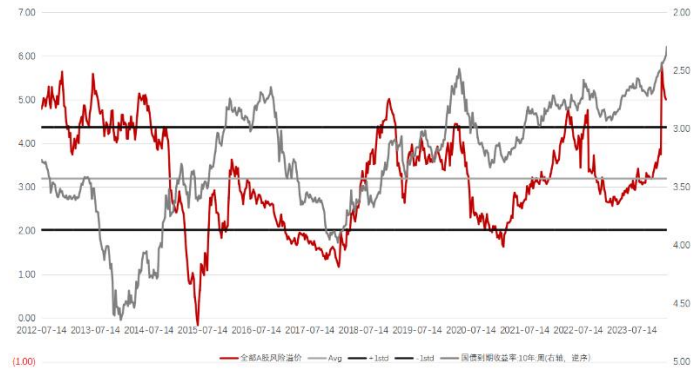
图 12 挖掘机销量低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看，2 月份权益市场超跌反弹后，3 月份维持高位震荡。当前受稳经济稳预期政策等预期提振，投资者信心有所修复，但美联储降息周期和经济数据改善都尚未迎来转折点，权益市场继续走强的动力不足，风险偏好的持续提升仍待观察。

图 13 股债风险溢价

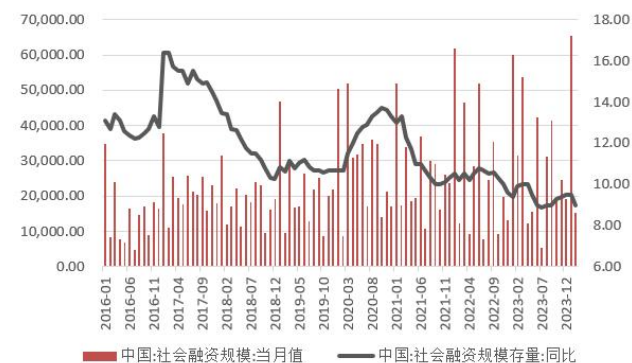


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、资金面分析

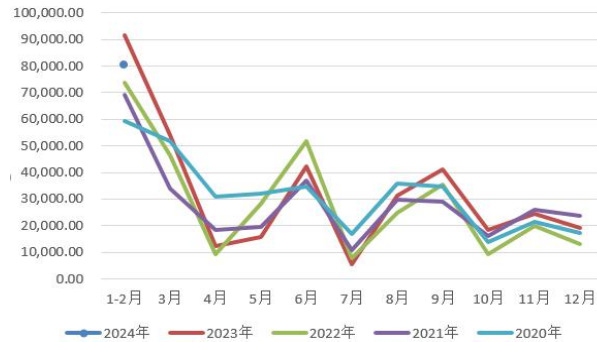
在 1 月金融数据超预期后，迟到五天的 2 月金融数据存在一些变化。结合 1-2 月份来看，在总量和结构上存在明显的“三少一多一大”，即 1-2 月累计新增社融和新增信贷均同比少增；企业票据融资规模明显压降，非银贷款规模大幅新增；2 月份 M1-M2 剪刀差再度显著走扩至低位水平。从总量上来看，2 月单月数据出现阶段性波动，新增社融 1.52 万亿元，低于预期的 2.42 万亿元；新增人民币贷款 1.45 万亿元。为剔除春节错位因素影响，1-2 月累计新增社融为 8.06 万亿元，累计新增人民币贷款 6.37 万亿元，均较 2023 年同期均同比少增，但相比其他往年还是较高，为历史同期次高水平，还是验证了一定的经济恢复成色。但不可否认的是，当前国内的融资需求尚未显著改善，或主要受到今年初专项债发行节奏偏缓、化债背景下城投债投融资规模下滑以及地产市场低位运行等因素约束。

图 14 社会融资规模存量增速



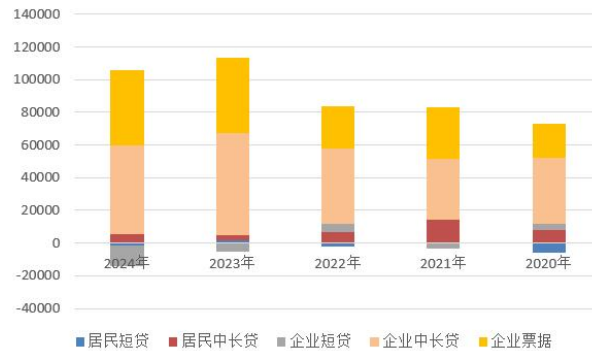
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 近五年 1-2 月累计新增社融规模



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 16 近五年 1-2 月累计新增信贷



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

3月5日召开的全国两会制定的经济增速目标稳健,政策定调积极,力度未超市场预期。2024年的GDP增速目标设定在5%左右,整体基调较积极,提振信心的同时也符合我国经济发展的中长期要求。

在财政政策方面,2024年的发展目标赤字率拟按3%安排,与去年持平,赤字规模由3.88万亿元提升至4.06万亿元,新增专项债规模达3.9万亿元,多增了1000亿元。此外,“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债,今年先发行1万亿元”。根据国家发展改革委主任郑栅洁回答,“超长期特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源、人口高质量发展”。通过发行使用超长期特别国债这一“重大政策举措”,既可以拉动当前的投资和消费,又能打下长期高质量发展的基础。

《报告》中对货币政策的叙述延续了中央经济工作会议的表述,稳健的货币政策要灵活适度、精准有力,将“精准”放在“有效”之前,反映出接下来货币政策对经济结构更

为注重，或加大对小微企业、科技创新等领域的支持。

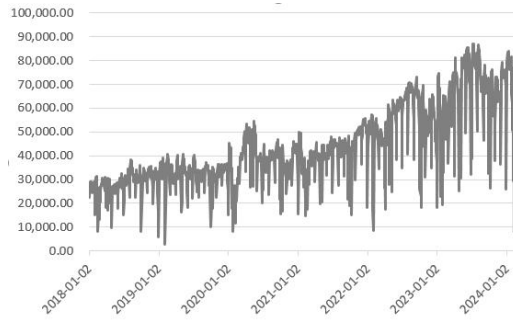
而随着房地产景气水平依旧偏弱，且美联储将在下半年开启降息通道，不排除我国年内利率再度调降，仍有一定空间。同时，《报告》要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，保留了稳汇率目标，叠加我国经济正有序复苏，内需持续改善，因此接下来人民币大幅下降的可能性不大。此外，货币政策部署中还提到“增强资本市场内在稳定性”，说明市场风险防范为接下来重要部分，资本市场制度仍将进一步完善。

一季度以来，央行已通过降准释放流动性 1 万亿元，同时 5 年期 LPR 已下调 25BP，多项工具已投入使用，因此我们预计 2024 年货币政策虽继续保持相对宽松状态，但短期内央行或将处于观察窗口。

流动性方面，3 月 15 日，央行 MLF 平价缩量操作，本月降息落空。在时点上，考虑到国内基本面数据边际好转叠加美国经济超预期强劲和通胀反复，同时金融机构对 MLF 需求基本满足，短期降息紧迫性不强。此外，在资金防空转考量下，或显示当前流动性保持在央行的合意水平范围内，3 月资金利率基本围绕政策利率上方窄幅波动。截至 3 月 29 日，隔夜、7 天、14 天和 21 天期银行间质押式回购利率分别较 2 月 29 日大幅上行 40.59bp、77.60bp、52.39bp、46.46bp；国债主要期限收益率整体小幅下行，其中，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债收益率较 2 月 29 日分别下行 4.02bp、6.46bp、4.25bp、2.00bp、4.50bp 和 0.82bp，中短长端利率下行幅度较大。

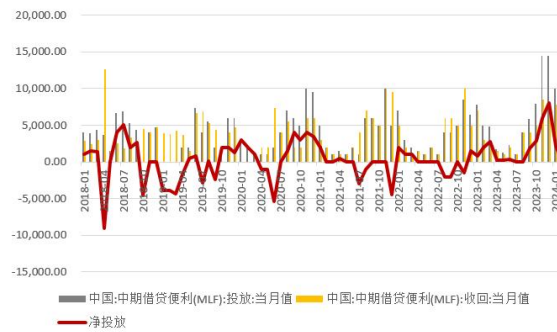
债券供给和需求方面，今年以来，国债净融资额和新增地方债发行量共计为 1.5 万亿，占今年一般公共预算赤字比重为 16.8%，与去年和 2022 年同期相比进度略慢 5%左右，专项债发行进度节奏便缓，叠加机构一季度欠配需求仍然旺盛，一定程度上导致了缺资产现象。供给端的不确定性较大，国债发行计划安排的通知中提及“记账式付息（超长期）国债发行安排另行公布”。目前市场对超长国债供给主要有两个猜想：一是 4-5 月优先发行普通国债，6 月发行特别国债，二是 4 月开始至 6 月每月发行特别国债，发行时点便为每月记账式付息国债的发行空档期。二季度或会是政府债供给的高峰期，但发行节奏尚不明确。此外，政府债的发行不一定会带来资金面收敛，从而对债市造成明显冲击，还需要结合届时社会融资需求的强弱和央行公开市场对冲力度，关注后续地方债和特别超长期国债发行的节奏以及发行阶段的汇率、金融监管等方面的约束。

图 17 银行间杠杆（质押式回购规模）



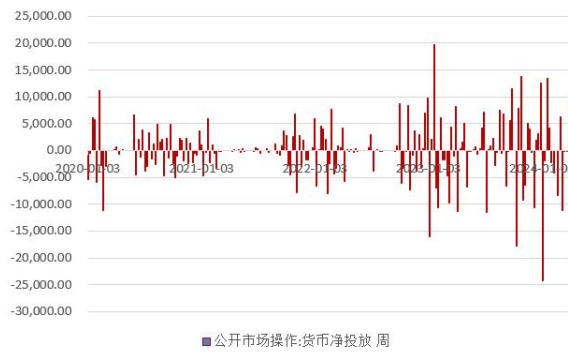
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 18 MLF 当月操作规模



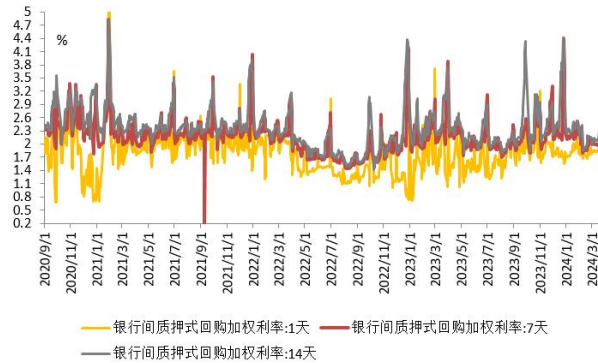
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 19 公开市场操作货币净投放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 20 各期限银行间质押式回购利率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 中证主要期限国债到期收益率大幅下行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 国债发行量（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

四、海外经济与汇率分析

海外方面，美联储 3 月 FOMC 会议维持政策利率不变，点阵图显示年内降息三次的预期未变，市场普遍认为此次会议传递的信息偏鸽。日本央行解除大规模货币宽松，宣布结束

负利率政策，时隔 17 年首次加息 10bps，短期政策利率设定在 0%-0.1% 区间。除取消负利率政策之外，还将取消旨在抑制长期利率的长短期利率操作（收益率曲线控制、YCC）和买入交易所交易基金 (ETF) 等风险资产的框架。此外，瑞士央行将其主要利率下调 25 个基点至 1.50%，成为本轮周期中第一个降息的全球主要央行，这也是瑞士央行九年来首次降息。

汇率方面，今年以来人民币汇率在 7.16 至 7.22 间维持窄幅波动，贬值压力总体可控。境外资本持续大举加仓人民币债券的资本流入或一定程度上抵消北向资金阶段性离场以及中美利差倒挂幅度重新扩大等因素所带来的资本流出压力，人民币汇率仍呈现较强的韧性。3 月 22 日，人民币汇率升破 7.20 关口，波动有所增大，主要受美元短期波动加剧影响，对于国内资本市场而言，需要警惕汇率突发式大幅波动的负面影响。但短期波动不会改变年内人民币稳中趋升的走势。

总体来说，短期在海外高利率环境下，人民币贬值压力仍存但预计将保持在合理水平上运行。整体上，随着海外政策对中国的外溢影响趋于减弱，汇率超调风险逐渐弱化，国内货币政策操作仍有足够空间，后续或将继续向国内经济稳增长倾斜。

图 23 美国通胀反复



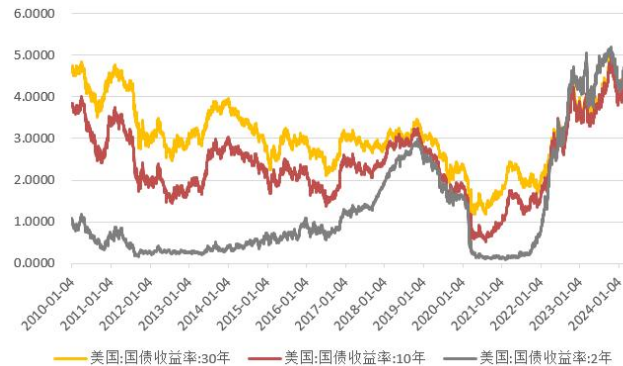
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 24 2 月 ISM 制造业回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 25 美债收益率维持高位震荡



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26 美元兑人民币汇率压力释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

五、4 月期债投资建议

3 月份债市整体多空交织导致债市波动放大，呈现偏震荡行情。国债收益率先下后上，总体下移，收益率曲线斜率走平约束有所缓解。国内经济基本面来看，3 月 PMI 超预期回升或形成短期利空；1-2 月我国经济数据表现分化，房地产市场表现仍较低迷以及青年失业率上升，内生增长动能仍需进一步巩固和增强，政策有望持续发力。政策面上看，两会制定的经济增速目标稳健，政策定调积极，力度未超市场预期。后续需重点关注地产政策放松加码的效果以及特别国债发行的节奏。资金面上看，央行积极呵护跨季流动性，资金利率窄幅波动在政策利率之上。央行再提“防空转”及稳汇率考虑下，短期调降政策利率

或引导资金利率中枢下行的可能性不大。预计 4 月份资金面有望延续平稳，但需警惕地方

请务必阅读原文之后的免责声明

债或特别国债发行对资金面的短期扰动。海外及汇率方面，人民币汇率升破 7.20 关口，对债市形成一定扰动。风险偏好方面，权益市场维持震荡，美联储降息周期和经济数据改善都尚未迎来转折点，继续走强的动力或不足，风险偏好的持续提升仍待观察。对债市而言，当前政府债券供给节奏依然偏慢，实体部门融资需求尚未显著回暖，利率上行风险较为有限。跨季后机构配债需求依然较强，且降准降息还在路上，长端利率或仍有进一步下行动力。同时，在央行防空转诉求下，短端利率大幅下行的可能性较小，曲线平坦化特征或将延续，长期债券仍占优。后续市场关注的风险点主要在于政府债供给放量或会给债市带来短期扰动，但最终将回归基本面定价，带来趋势性调整行情的可能性不大。

在以上背景下，4 月 10 年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在 2.20-2.40% 区间震荡，目前 10 年期国债收益率在 2.32% 一线。操作上，我们继续维持看多思路，在利率下行趋势下，长端和超长端的期债主力合约的配置性价比仍存，逢调整可择机增配。

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。