



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

研究服务
ADS



扫一扫上面的二维码，加我为朋友。

债市利率快速下行 灵活调整顺势而为

摘要

年初以来债市在宽货币预期强烈和资产荒行情延续下，整体表现亮眼，长端及超长端尤为强势，利率快速回落，不断跌破历史低点。国内经济基本面来看，通胀低位运行下，实际利率偏高且内需疲弱，1月份PMI环比回升但仍在荣枯线下，基本面环境对债市利好不改。政策面上看，1月预期的降息全面落空，但超预期降准释放货币政策宽松信号，市场对货币政策加码放松预期升温。后续需重点关注地产政策放松加码的效果以及作为重要政策窗口的全国两会。资金面上看，央行呵护流动性积极得加降准即将落地，预计春节前后，资金压力较小。但央行对防资金空转的考虑仍存，资金面或不会过度宽松，预计资金利率仍将围绕政策利率维持震荡。但资金面分层的潜在风险仍存，同时需关注春节后债券发行加快或有阶段性扰动，收益率曲线显著走陡的可能性不大。海外及汇率方面，短期内美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，美债利率或仍将维持高位震荡。风险偏好方面，2月市场风险偏好能否持续回暖仍需观察，政策预期以及政策落地情况或将主导市场的风险偏好和交易情绪。对债市而言，短期供需和基本面对债市均无明显利空，但短期利率下行的幅度和节奏已经超预期，需警惕机构止盈带来的债市调整风险，波动或将加大。中期来看，在当前国内低利率环境下，实际利率偏高以及地产市场继续筑底，去年12月新一轮存款利率调降已落地，LPR及MLF调降空间打开，有望在一季度兑现，债牛有望延续。

在以上背景下，2月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.40-2.55%区间震荡，目前10年期国债收益率在2.42%一线。操作上，我们继续维持看多思路，但在当前点位下回落风险较大，建议谨慎观望。后续应灵活调整久期，顺势而为。长端利率上，如果将MLF作为重要的参考指标，在2月不降息的情况下，2.45%之下10年国债下行空间较为有限。短期内不排除有小幅调整的可能性，但降息预期仍存，逢调整或可逐步配置。若降准后资金面转松、分层缓解，中短端利率有望小幅回落。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2403
操作方向	做多策略
入场点位	103.050 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	103.500 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、1 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	12
四、海外经济与汇率分析	17
五、2 月期债投资建议	19
免责声明	21

图表目录

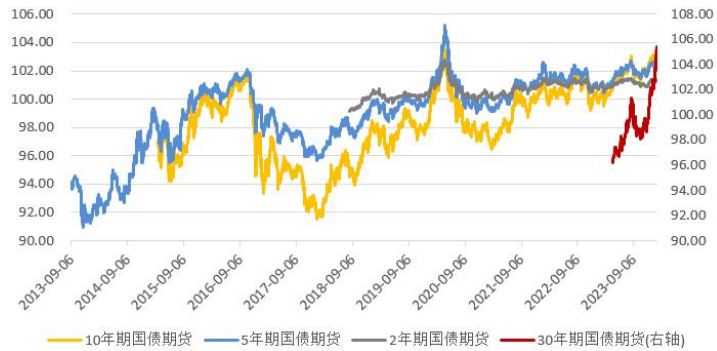
图 1 四大国债期货主力收盘价	5
图 2 不同期限品种国债期货主力合约之间的价差	5
图 3 国债期货主力合约日成交量	5
图 4 国债期货主力合约持仓量	6
图 5 中国四季度经济平稳增长	8
图 6 1 月份 PMI 环比回升但仍位于荣枯线以下	8
图 7 主要经济体制造业 PMI	8
图 8 中国进出口数据	9
图 9 规模以上工业企业增加值增速	9
图 10 中国固定资产投资各项累计同比	9
图 11 30 大中城市商品房成交面积 (30 日移动平均)	10
图 12 商品房销售面积与房地产开发投资同比	10
图 13 挖掘机销量低位运行	10
图 14 中国社会消费品零售数据	11
图 15 中国通胀低位运行	11
图 16 风险溢价小幅回落	12
图 17 社会融资规模存量增速	13
图 18 新增信贷及其分项	13
图 19 M1、M2 增速及其剪刀差	13
图 20 银行间质押式回购成交量 (亿元)	15
图 21 MLF 当月操作规模	15
图 22 公开市场操作货币净投放	16
图 23 各期限银行间质押式回购利率	16
图 24 中证主要期限国债到期收益率大幅下行	16
图 25 期限利差	17
图 26 国债发行量 (亿元)	17
图 27 美国核心通胀继续回落	18
图 28 12 月 ISM 制造业连续第 14 个月萎缩	18
图 29 美债收益率维持高位震荡	19
图 30 美元兑人民币小幅反弹	19

一、1 月国债期货行情回顾

年初以来债市整体表现亮眼，长端及超长端尤为强势，利率快速回落。从供需来看，年初配置力量较强但债券供给偏少，同时权益市场表现较弱，债券成为资产的优质选择。一月份 10 年期、30 年期国债收益率分别大幅下行约 10bp、14bp 至 2.46%、2.65%，创 2002 年 6 月以来新低。具体来看，1 月中上旬，经济预期偏弱、宽货币落地预期偏强叠加机构抢跑配置债券支撑债市走强，10 年期国债收益率缓步下行至 2.50% 附近后维持震荡；1 月中下旬，央行降准导致宽货币预期升温，稳定资金面预期，驱动债市走牛。降息预期升温叠加股债跷跷板效应下债市情绪偏强，增量资金流向债市，配置盘和交易盘做多热情助力利率快速下行。1 月 26 日至 31 日，10 年和 30 年国债利率分别累计下行 8 bp、7bp 至 2.65%、2.43%。1 月 31 日买盘力量依然强劲，10 年期国债收益率继续下行突破，盘中最低触及 2.41%，而后降幅小幅收窄。债市收益率曲线上，整体先牛平后牛陡，超预期降准改善市场对资金面的预期，曲线平坦化约束小幅减弱。虽然近期曲线有所走陡，但是从绝对涨幅来看，中长久期相对来说更为占优。往后看，经历利率持续快速下行后，10 年、30 年国债活跃券收益率分别降至 2.45% 及 2.70% 附近，而这两个点位也是过去一段时间市场对于长端及超长端的预期下限，短期内或有一定止盈压力释放。

截止 1 月 30 日收盘，三十债主力报 104.60，月度上涨 2.92%，所有合约共成交 56.99 万手，环比增加 12.64 万手，日均持仓量增加 26.54% 至 5.53 万手；十债主力报 103.45，月度上涨 0.61%，所有合约共成交 146.63 万手，环比增加 12.61 万手，日均持仓量增加 6.01% 至 20.46 万手；五债主力报 102.92，月度上涨 0.39%，所有合约成交量增加 4.03 万手至 120.57 万手，日均持仓量增加 14.66% 至 12.75 万手；二债主力报 101.40，月度上涨 0.06%，所有合约成交量减少 14.07 万手至 73.28 万手，日均持仓量增加 21.08% 至 7.81 万手。从价差上看，1 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显著缩窄，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 未找到图形项目表。 四大国债期货主力收盘价



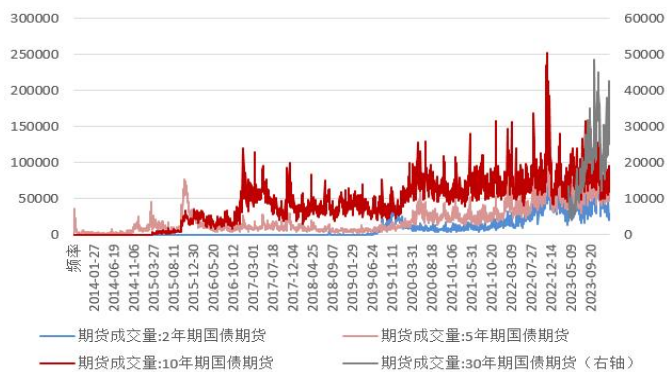
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 不同期限品种国债期货主力合约之间的价差



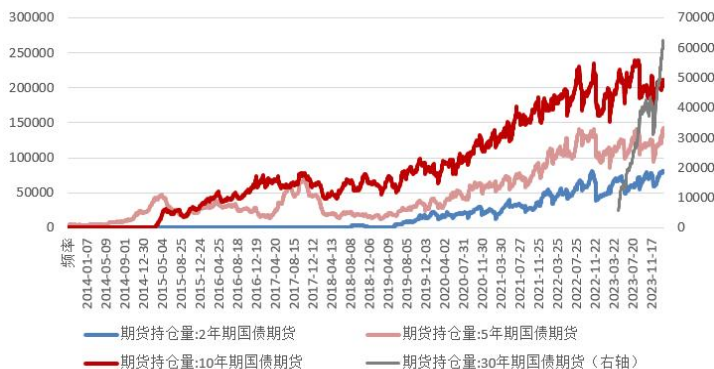
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 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 4 国债期货主力合约持仓量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

2023 年我国多数经济指标好转，但整体经济仍处于修复阶段。2023 年全年 GDP 同比增长 5.2%，完成了 5% 的增长目标，其中三产为经济主要拉动项，增速贡献占比达到 60% 以上。工业增加值在基数效应的带动下回升，固定资产投资同比增速在基建和制造业投资边际恢复的共同作用下也有所好转，但与此同时房地产投资所带来的拖累也进一步扩大。2023 消费需求快速释放，其中餐饮收入表现亮眼。我国居民收入增速和就业水平整体保持平稳，有望进一步支撑居民消费稳定复苏。

工业生产方面，2023 年全年工业增加值同比从 22 年的 3.6% 回升至 4.6%，而 12 月同比增速较 11 月的 6.6% 上行至 6.8%。分行业而言，汽车制造和黑色金属冶炼行业的 2 年复合增速回落，化学原料、电气机械、有色金属冶炼的 2 年复合增速保持较高增速区间。电力热力生产行业的 2 年复合增速大幅上行 3.2 个百分点至 7.2%。而医药制造业、纺织业和农副食品的 2 年复合增速仍然为负。12 月出口增速在低基数下从 11 月的 0.5% 进一步上行至 2.3%，与工业增加值增速的表现相互印证。此外，全年发电量同比增速从 22 年的 2.2% 上行至 5.2%，12 月同比增速从 11 月的 8.4% 略回落至 8%，两年复合增速继续回升、工业生产加快和寒冬天气均有所影响。

投资方面，固投表现好转。2023 年我国固定资产投资同比增长 3.0%，较上月增加 0.1 个百分点，全年表现较为稳定。分领域看，基础设施投资增长 5.9%，制造业投资增长 6.5%，

房地产开发投资下降 9.6%。房屋销售金额、面积降幅仍继续扩大，景气水平低，拖累总体投资，而生产端表现的稳定支撑制造业投资小幅上涨。其中民间投资下降 0.4%，降幅比上月份收窄 0.1 个百分点，但远低于疫情前水平，企业信心不足，对未来市场发展仍有担忧。目前来看，2023 年发布的 1.25 万亿特殊再融资、1 万亿国债发行，将在 2024 年重点使用，并且叠加未来提前批专项债共同配合，都有助于地方债务化解和基建建设，今年基建投资有望保持较高增长，并在年初持续发力。

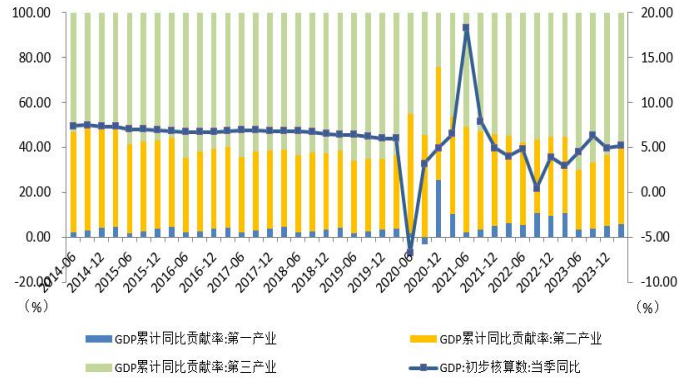
消费和就业方面，受 12 月社零同比增长较上月下降 2.7 个百分点至 7.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 7.9%，较 11 月下降 1.7 个百分点；商品零售、餐饮收入增速分别较 11 月上升 1.3、下降 1.7 个百分点至 2.3%、5.7%，从结构上看，服务消费表现持续好于商品零售，餐饮消费维持高增速。

大城市就业明显改善，居民消费收入稳定。受部分行业生产经营淡季影响，就业需求或有所下降，12 月城镇失业率较上月回升 0.1 个百分点至 5.1%，打破了此前维持三个月的 5% 增速水平，为 2021 年 12 月以来次低水平。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%，环比持平，同时低于全国城镇调查失业率 0.1 个百分点，较去年 12 月下降 1.1 个百分点，是 2022 年 2 月以来首次低于全国整体水平。

通胀方面，2023 年国内 CPI 从年初开始持续下降，甚至四季度两次连续在 0% 以下，猪周期和国际油价的拖累虽是主因，但从核心 CPI 来看，今年以来一直位于 0.7% 上下波动，表明国内消费需求整体偏弱。在短期内，市场供过于求的态势仍在持续，叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，CPI 同比涨幅或将延续目前态势。但红海局势仍有进一步升级的可能性，需持续关注。

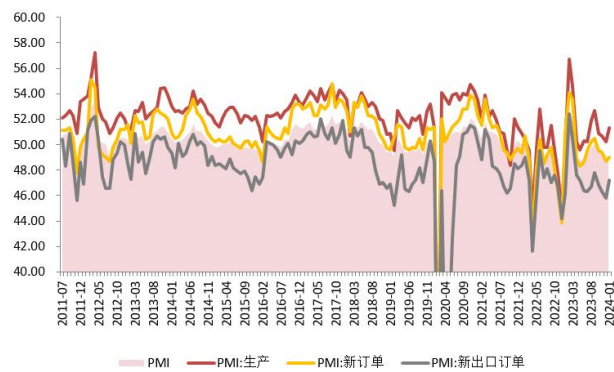
外贸方面，在欧美市场需求偏弱、全球贸易量同比下降的环境下，由于外需偏弱，出口回升面临一定阻力。然而从量价因素上看，随着国内经济回升向好将带动国内定价商品价格温和回升、地缘政治关系紧张下大宗商品仍存上行动力，对出口价格形成一定支撑。此外，随着美国补库周期的展开，PMI 回升或对商品贸易量有一定提振作用。进口增长或表明当下内需修复的效力逐步显现，本月进口量价因素上，数量因素是进口增速回升的主要原因。在出口持稳、进口伴随内需修复继续回升的条件下，后续人民币汇率走强具备了一定支持。

图 5 中国四季度经济平稳增长



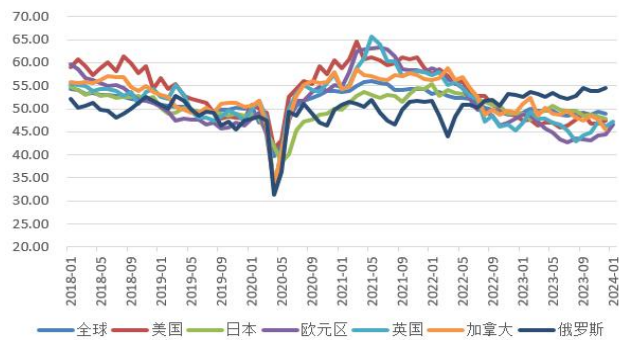
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 1 月份 PMI 环比回升但仍位于荣枯线以下



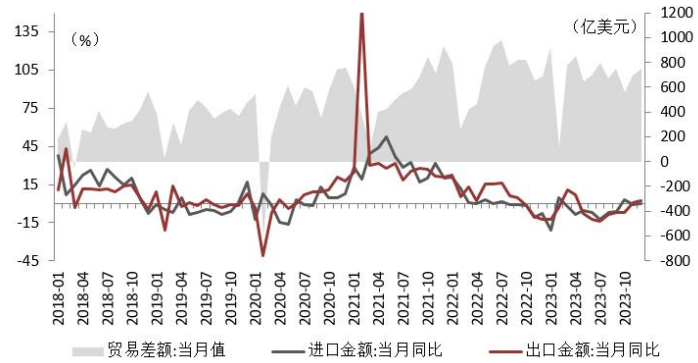
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 主要经济体制造业 PMI



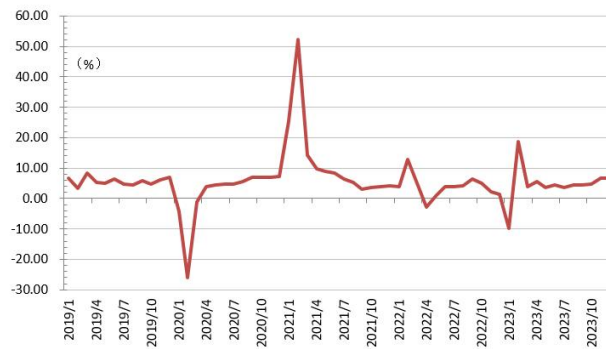
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 8 中国进出口数据



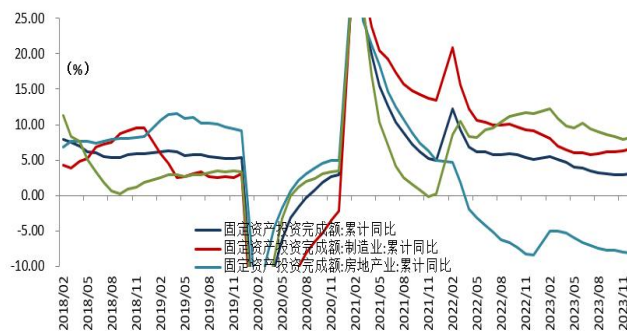
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 规模以上工业企业增加值增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 10 中国固定资产投资各项累计同比



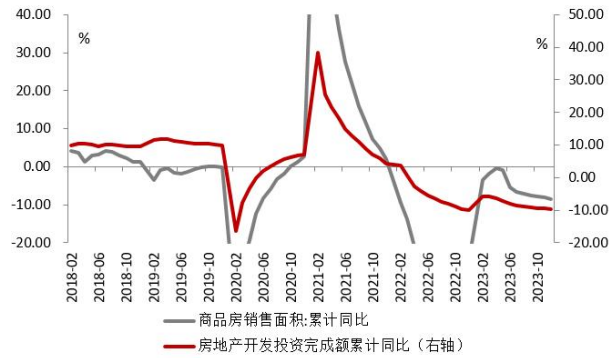
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 30 大中城市商品房成交面积（30 日移动平均）



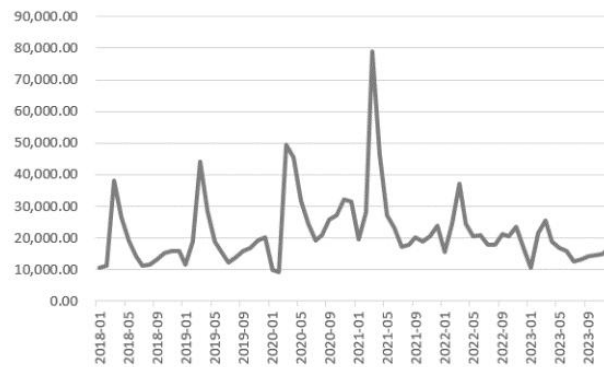
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 12 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 13 挖掘机销量低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 中国社会消费品零售数据



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 中国通胀低位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看，1 月底货币政策与稳定资本市场举措发力，释放出较为积极的信号，市场悲观情绪得到一定提振，风险偏好略有回升。结合当前 A 股所处的位置和极低估值，在基本面信息反映经济修复状态之前，政策预期以及政策落地情况或将主导市场的风险偏好和交易情绪。2 月市场风险偏好能否持续回暖仍需观察，春节前市场的关注点在于货币宽松政策的延续性以及春节消费恢复力度等，节后市场的关注点在于 1 月金融数据能否超预期以及对两会政策目标的博弈。

图 16 风险溢价小幅回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、资金面分析

2023 年 12 月份社融增速小幅提升，政府债券仍为主要支撑项。12 月社融增量为 1.94 万亿元，同比增速 9.5%，较上月提升 0.1 个百分点。12 月新增政府债融资 9279 亿，同比大幅多增 6470 亿，12 月份万亿国债加速推进和特殊再融资债发行继续支撑社融增长。信贷略弱于季节性，实体部门信贷需求仍显低迷。12 月人民币贷款增加 11700 亿元，同比少增 2000 亿元，也低于近五年均值约 500 亿元。企业部门方面，整体较为低迷，企业中长贷、短贷、票据同比分别少增 3498 亿元、多减 219 亿元、少增 351 亿元，主要原因或受到 2022 年企业中长贷的同期高基数影响，相比 2019-2021 年同期的平均水平并不低。

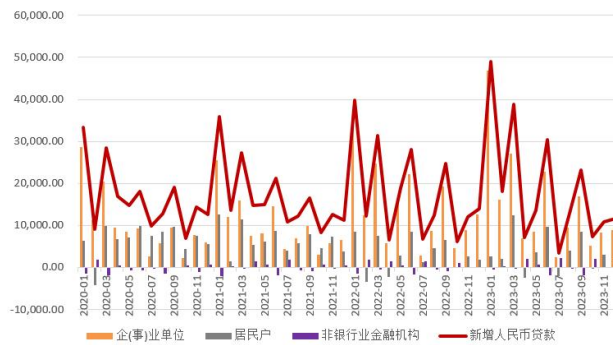
往后看，2023 年 12 月新一轮 PSL 落地以及 10 月万亿国债增发或将对企业中长期信贷有一定拉动作用。居民部门方面，居民贷款同比多增 468 亿元，其中中长期贷款继续同比少增，在地产市场低迷和预期尚未改善情况下，居民信贷需求或难以明显回升；居民短贷同比多增 872 亿元，或受居民跨年活动消费和元旦假期旅游出行拉动。

图 17 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 新增信贷及其分项



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 M1、M2 增速及其剪刀差



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

货币政策方面，1 月 15 号 MLF 利率并未调降，银行息差仍面临较大收窄压力，自发驱动 MLF-LPR 降息的内在动力较弱，本月 LPR 利率也维持不变。而在 1 月中旬降息落空后，此次央行宣布降准 0.5 个百分点，幅度超过 2022 年以来近四次的降准幅度（0.25 个百分点），向市场提供长期流动性约 10000 亿元，表明央行强化逆周期和跨周期调节的决心，

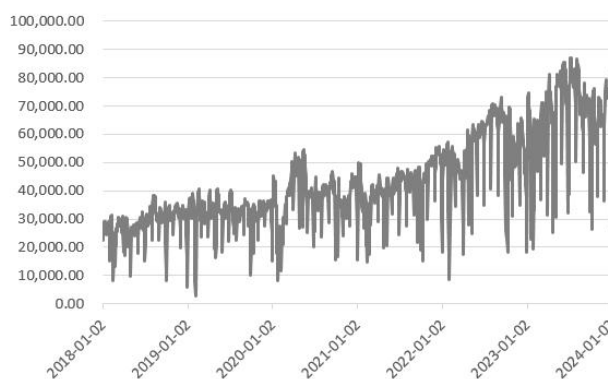
也意味着货币仍处于宽松周期中，为稳增长提供流动性宽裕的环境。此次央行选择在这个时点集中投放 1 万亿的流动性或将主要在改善资金面、促进信贷投放、提振资本市场信心等方面起到积极作用。首先，降准释放长期流动性，有一定前瞻性，尤其是应对春节季节性流动性冲击以及后续政府债券供给压力。近期资金价格维持偏高水平，且春节前居民的大量取现需求通常上升，导致流动性缺口增加，此时降准或能有效稳定资金市场预期。而春节结束后，季节性资金需求回落或将带动资金价格下行，且 2 月 MLF 到期量只有 4990 亿元，资金分层现象或将得到改善，或会有阶段性明显的资金宽松。但在资金“防空转”要求下，资金利率总体围绕政策利率运行的可能性较大。后续值得关注的是，近期各地政府对超长期国债发行的关注度明显提升，降准资金是长期的，也可用于对冲政府债的发行。此外，通过提高货币乘数、增加基础货币的投放也有利于提高银行的信贷投放能力，进一步支持实体经济。目前货币乘数增速已下行至 2018 年以来最低水平，或也是判断降准时点的重要参考指标，2019 年 1 月、2021 年 7 月以及 2023 年 9 月超市场预期的降准均发生在货币乘数增速较快下行阶段，或对后续稳定 M2 增速有一定贡献作用。最后，近期权益市场的快速的大幅下跌，上证综合指数在 3 周左右的时间里跌幅接近 7%，央行选择降准在国新会上“提前宣布”或能更大效用地有助于宏观调控稳定金融市场信心和提振权益市场情绪，从而在短期内扭转权益市场持续下跌的趋势。

除全面降准外，此次央行还调降支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，本次定向降息不仅体现货币精准有效的定调，或也考虑到商业银行净息差的压力较大。且潘功胜行长明确表示“将继续推动社会综合融资成本的稳中有降”，“这些措施都将有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行。”因此在银行负债成本压力缓解之后，预计 LPR 等贷款利率有望下调，特别是 5 年期以上 LPR。

流动性方面，1 月资金面整体先紧后松，资金利率整体窄幅波动。截至 1 月 30 日，隔夜和 14 天期银行间质押式回购利率分别较 12 月 29 日下行 4.12bp、16.52bp，7 天期、21 天期分别小幅上行 6.07bp、5.83bp；国债主要期限收益率整体显著下行，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 12 月 29 日分别下行 23.53bp、10.91bp、11.38bp、9.98bp、9.64bp 和 13.53bp，短端和超长端利率下行幅度较大。

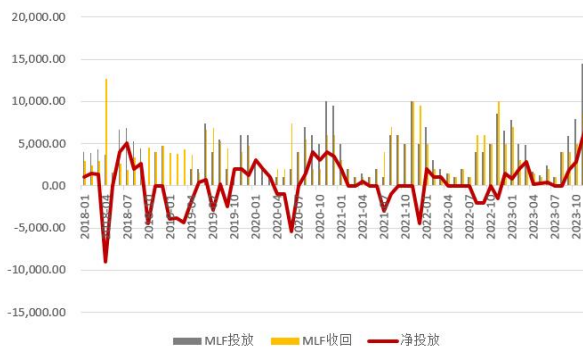
债券供给方面，此前市场及个地方政府对超长期特别国债的关注度提升，但规模上并未超预期，对债市的影响较为有限。地方债方面，1月全国新增地方债整体供给规模及占比均弱于历史同期。截至1月30日，一季度各省公布提前批地方债发行计划1.08万亿，规模低于2019年以来同期表现。春节后供给节奏或有所加快。关注一季度地方债发行节奏以及特殊再融资债是否会进一步放量对资金面的影响。后续市场会重点关注两会赤字的安排。

图 20 银行间质押式回购成交量(亿元)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 21 MLF 当月操作规模



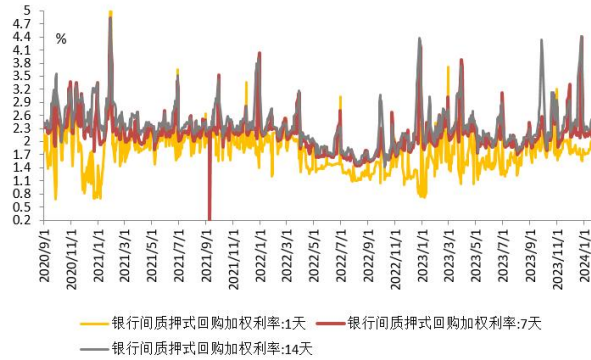
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 公开市场操作货币净投放



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 23 各期限银行间质押式回购利率



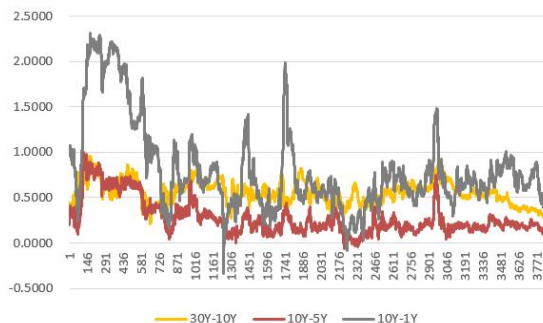
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 24 中证主要期限国债到期收益率大幅下行



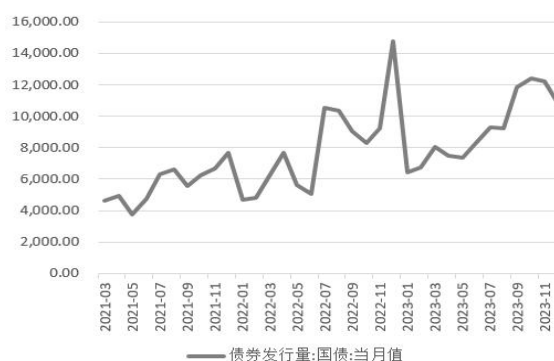
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 25 期限利差



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 26 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

美国 2023 年四季度 GDP 年化季率为 3.3%，2023 年全年经济增长 2.5%，为两年来最快。消费、出口、政府支出和企业投资的增长推动整体经济超预期强劲。其中，劳动力市场韧性则是支撑消费的重要因素。尽管就业市场降温是大势所趋，但整体韧性仍超出市场预期，并未大幅恶化。同时，ISM 制造业 PMI、非农就业、CPI、新屋开工、零售销售等系列重要指标均超预期。此外，美国 1 月一年期通胀率预期为 2.9%，为 2020 年以来最低水平，通胀数据继续向 2% 的目标前进。随着美国经济增速快于预期，通胀整体逐渐回落，美国经济软着陆的可能性不断增加，经济将陷入衰退的悲观预期弱化，市场预计美联储 3 月降息的可能性低于 50%，更有可能在 5 月开始降息。汇率方面，自 1 月以来，美元指数持续反弹。经济数据的强劲表现和美联储官员的鹰派言论压制了美联储快速降息的预期，美债收益率相应反弹，10 年期美债利率回归 4.1%，也助推美元指数小幅反弹。美联储可能会维持高利

率水平较长时间，人民币汇率短期内或仍有一定贬值压力。

总体来说，短期内美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，美联储货币政策的转向时点不明确，10 年期美债收益率或将维持筑顶格局。在国新会上，央行重申汇率稳定，随着美联储开启降息周期和国内经济的逐步恢复，人民币汇率有望在均衡水平上稳定运行，汇率对国内货币政策的掣肘或逐步减弱。

图 27 美国核心通胀继续回落



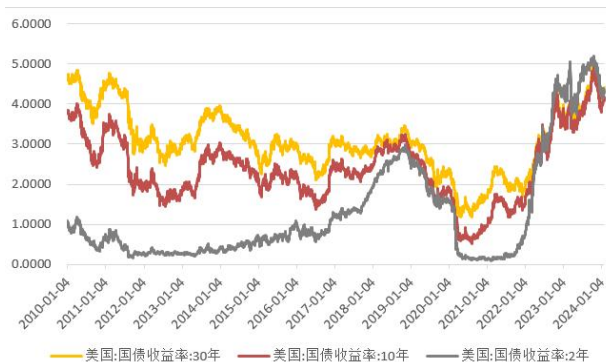
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 28 12 月 ISM 制造业连续第 14 个月萎缩



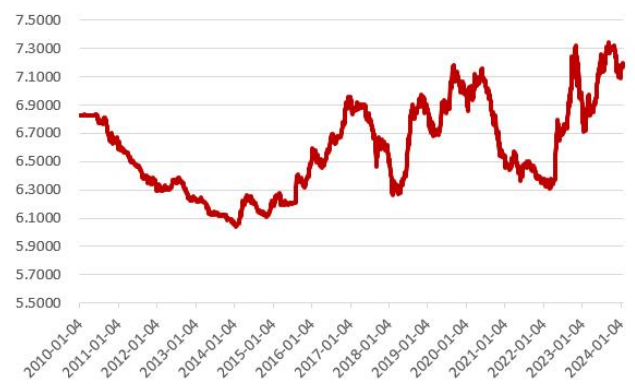
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 29 美债收益率维持高位震荡



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 30 美元兑人民币小幅反弹



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

五、2 月期债投资建议

年初以来债市在宽货币预期强烈和资产荒行情延续下，整体表现亮眼，长端及超长端尤为强势，利率快速回落，不断跌破历史低点。国内经济基本面来看，通胀低位运行下，实际利率偏高且内需疲弱，1 月份 PMI 环比回升但仍在荣枯线下，基本面环境对债市利好不改。政策面上看，1 月预期的降息全面落空，但超预期降准释放货币政策宽松信号，市场对货币政策加码放松预期升温。后续需重点关注地产政策放松加码的效果以及作为重要政策窗口的全国两会。资金面上看，央行呵护流动性积极得加降准即将落地，预计春节前后，资金压力较小。但央行对防资金空转的考虑仍存，资金面或不会过度宽松，预计资金利率仍将围绕政策利率维持震荡。但资金面分层的潜在风险仍存，同时需关注春节后债券

美国经济在高利率环境下尚未暴露脆弱性，美债利率或仍将维持高位震荡。风险偏好方面，2月市场风险偏好能否持续回暖仍需观察，政策预期以及政策落地情况或将主导市场的风险偏好和交易情绪。对债市而言，短期供需和基本面对债市均无明显利空，但短期利率下行的幅度和节奏已经超预期，需警惕机构止盈带来的债市调整风险，波动或将加大。中期来看，在当前国内低利率环境下，实际利率偏高以及地产市场继续筑底，去年12月新一轮存款利率调降已落地，LPR及MLF调降空间打开，有望在一季度兑现，债牛有望延续。

在以上背景下，2月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.40-2.55%区间震荡，目前10年期国债收益率在2.42%一线。操作上，我们继续维持看多思路，但在当前点位下回落风险较大，建议谨慎观望。后续应灵活调整久期，顺势而为。长端利率上，如果将MLF作为重要的参考指标，在2月不降息的情况下，2.45%之下10年国债下行空间较为有限。短期内不排除有小幅调整的可能性，但降息预期仍存，逢调整或可逐步配置。若降准后资金面转松、分层缓解，中短端利率有望小幅回落。

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。