

## 长债创新高后回调 波动加剧暂且观望

### 摘要

4月份债市波动加剧，大涨后大跌。国债收益率大幅上行，长债端收益率修复更多。**国内经济基本面来看**，4月经济结构分化持续，基建、文旅、高端制造业表现亮眼，房地产仍然处于调整之中，政策维持宽松预期仍较强。**政策面上看**，中央金融工作会议上提出“支持在央行公开市场操作中逐步增加国债购买。央行强调坚决对顺周期行为予以纠偏，未来货币政策还有空间，降准可能性较大。财政部表示将合理把握专项债券发行节奏，研究适当增加发行储蓄国债规模。5月重点关注政策放松效果和特别国债发行节奏。**资金面上看**，整体平稳宽松，流动性边际收敛，资金利率小幅上行。4月MLF继续平价缩量操作，LPR报价维持不变。央行防长端利率风险、防资金空转的态度明晰，在政策观察期内引导资金利率中枢下行的可能性不大。预计5月份资金面有望延续平稳，地方债或特别国债发行对资金面有短期扰动。**海外及汇率方面**，地缘政治风险抬升，避险情绪升温对债市有一定支撑。美联储降息预期持续推迟，美元指数维持强势，人民币汇率承压，央行稳汇率信号较强，一季度经济超预期，多个领域边际改善，对人民币汇率形成支撑。**风险偏好方面**，居民和机构理财端风险偏好较低，4月纯债基金整体规模保持快速增长，偏股基金发行持续低迷，机构产品的久期偏好集中挂在中短端，中短端债券的需求或短期内或强于超长端。4月下旬港股大幅修复，带动A股风险偏好的提升。**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，当前利率继续大幅上行不符合央行预期，需要警惕短期债基净值下降、规模回撤是否会带来赎回潮，进而导致长债继续调整。政府债供给放量或会给债市带来短期扰动，只有经济基本面扭转才可能带来债市趋势性调整的可能。

在以上背景下，5月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目前在2.35%附近，不排除进一步下行至2.2%的可能性。操作上，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，短期观望，待超长特别国债发行落地以后介入。

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

联系电话：0595-86778969  
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务



扫一扫上面的二维码，加我为朋友。

## 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	104-105 以上多单
盈亏比	2:1
出场点位	106.5.000 附近

**风险提示：**流动性收紧、政府债发行不及预期、汇率风险等

## 目录

一、4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.....	10
四、海外经济与汇率分析.....	14
五、5月期债投资建议.....	16
免责声明.....	18

## 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 .....	6
图 4 国债期货主力合约日持仓量 .....	6
图 5 工业企业利润同比增速 (%) .....	8
图 6 中国官方 PMI、财新 PMI .....	8
图 7 CPI 与 PPI .....	9
图 8 地产景气度持续下探 .....	9
图 9 股债风险溢价 .....	10
图 10 社融规模及增速 .....	11
图 11 企业债融资情况 .....	11
图 12 企业新增贷款结构 .....	11
图 13 公开市场操作货币净投放 .....	13
图 14 各期限银行间质押式回购利率 .....	13
图 15 国债发行量 (亿元) .....	14
图 16 美国通胀反复 .....	14
图 17 美债收益率维持高位 .....	15
图 18 美元兑人民币汇率 .....	15

## 一、4月国债期货行情回顾

4月份债市波动加剧，国债收益率先下后上，总体大幅上行，10年期国债收益率、30年期国债收益率分别重回到2.3%、2.5%上方。

具体来看，4月以来债基产品规模大幅增长，短债收益率下行进一步打开长债收益率下行空间，呈现越低越买的特征。4月初央行货币政策委员会2024Q1例会提及“在经济回升的过程中，也要关注长期收益率的变化”，此后多次提及，债市对此反应平淡，长债收益率继续下行。中央金融工作会议上提出“支持在央行公开市场操作中逐步增加国债购买”，引发市场对央行购买国债的猜想，财政部表示“支持在公开市场操作中逐步增加国债买卖”，市场解读为央行购买国债是为了缓解超长特别国债发行对债市供给的冲击，长债收益率进一步下行。4月初至4月23日，10年期、30年期国债收益率分别最低下探至2.25%、2.39%，主要来自市场对经济预期较弱以及资产荒延续的一致认可，10年期、30年期国债期货合约价格均创新高。4月23日，央行明确表示长期国债收益率将总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，经济回升向好趋势在巩固，市场供需阶段性失衡是长债收益率过快下行的主因，随着未来超长特别国债的发行，长期国债收益率会出现回升。在央行的引导下，高度拥挤的国债期货市应声回调，机构出现抢跑现象；26-28日受放松地产限购及农商行买债指导等政策预期的影响，债市普跌。恰逢瑞银上调港股、A股评级，外资净流入A股创历史单日最高，横盘两个月的A股站上3100点，股市情绪大振，风险偏好提升，债市悲观情绪放大，连续大幅回调四日。本轮债市急跌，悲观情绪快速释放。

截止4月29日收盘，三十债主力报105.39，月度下跌0.91%，所有合约共成交77.73万手，环比减少35.6万手；十债主力报103.785，月度下跌0.26%，所有合约共成交132.08万手，环比减少52.08万手；五债主力报102.91，月度下跌0.25%，所有合约成交量增加116.67万手，环比增加31.51万手；二债主力报101.468，月度下跌0.18%，所有合约成交量59.16万手，环比减少15.57万手。4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大幅缩小。

图 1 四大国债期货主力收盘价



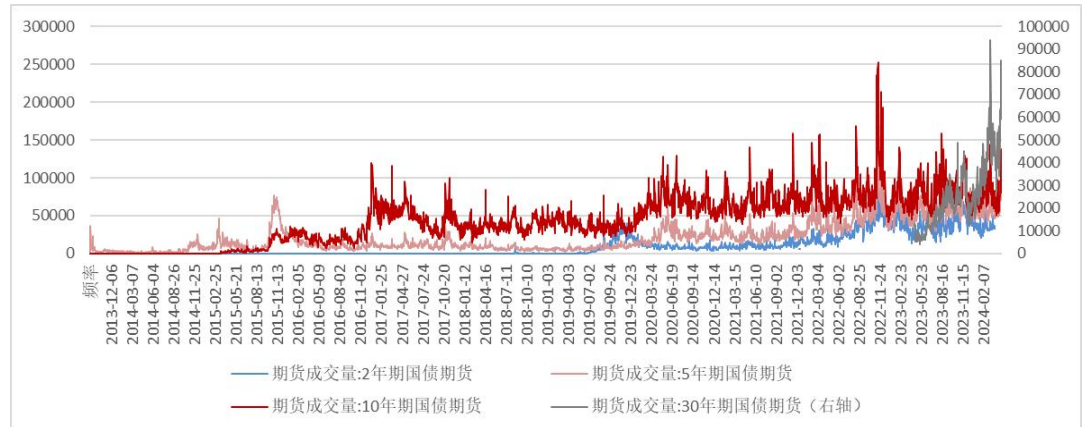
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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 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 国债期货主力合约日持仓量



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 二、经济基本面分析

2024 年一季度中国实际 GDP 同比增长 5.3%，同比环比都显著提升，超市场预期，出口及制造业贡献主要增长，地产仍在下探。一季度 GDP 平减指数增长-1.3%，连续四个季度负增长。本季度实际 GDP 与名义 GDP 增速的差距较大，实体企业实际获利能力有所弱化。

一季度全国规模以上企业营收 30.96 万亿元，同比增长 2.3%，实现利润 1.5 万亿元，同比增长 4.3%，连续 3 个季度实现正增长，但环比回落明显。3 月规模以上工业企业营收同比下降 1.2%，利润同比下降 3.5%，是 2023 年 7 月以来单月利润再次出现负增长，其中，

制造业利润同比增长 7.9%，同比回落。结构上看，上游采矿业利润延续负增长；中游制造业利润放缓，装备制造、消费行业利润增速放缓，高技术制造业利润维持同比 29.1% 的高增，新质生产力表现亮眼；下游利润占比上升。在国际大宗商品价格大涨的情况下，3 月 PPI 同比下降 2.8%，降幅扩大 0.1 个百分点，环比下降 0.1%，拖累规模以上工业企业利润。库存周期继续小幅上行，剔除 PPI 的实际库存同比增长 5.3%，连续 4 个月回升。3 月工业企业利润增速下滑的主因是生产放缓、PPI 低位运行。4 月以来，国内经济平稳修复，上游资源品价格上涨或推动 PPI 上涨，但是，当前工业运行生产快于需求，投资快于生产，产能利用水平不足，PPI 上涨幅度或有限。

固定资产投资整体超预期，主要由制造业和基建投资支撑。（1）一季度固定资产投资增速为 4.5%，高于近四年平均增速 4.0%。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。（2）一季度基建投资增速 6.5%，今年地方专项债发行速度偏慢，后续基建投资增速或小幅回落。财政收入承压，财政支出回落，基建支出放缓。一季度财政收入同比降低 2.3%，环比持平，税收收入同比降低 4.9%，环比降低，非税收入同比增长 10.1%，环比增加。一季度公共预算支出同比增长 2.9%，较年初有所回落，其中基建支出同比增长 7.5%，明显回落。一季度财政赤字 8979 亿元，同比增长 3405 亿元。

（3）制造业投资增速 9.9%，继续上升 0.5 个百分点，其中，高技术制造业投资增长 10.8%，设备更新需求叠加“产业升级”有望推动制造业投资增速稳中有升。（4）居民购房需求未有明显改善，截至 2024 年第 17 周，全国 64 城商品住宅成交面积 246 万平米，同比下降 43%，环比增加 18%；年初至今，64 城成交面积达 3726 万平米，同比下降 44%。稳地产信号明确，地方层面政策密集出台，成都解除限购措施，深圳、南京实施商品房“以旧换新”政策，预计未来房地产政策将延续宽松基调，超大特大城市正稳步推进城中村改造，逆周期调节举措有望加快落地。

消费预期走弱，汽车消费或拖累较大。3 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，环比降低 2.4 个百分点，低于预期 4.8%。基本生活需求必需品仍维持较高增速，可选消费品下滑明显，其中，汽车零售额较上月大幅下降 12.4 个百分点至 -3.7%，拖累社零下滑 0.4 个百分点。4 月 26 日，商务部等七部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，汽车消费有望进一步支撑。



就业方面，失业率季节性回落。3月全国城镇调查失业率平均值为5.2%，环比下降0.1个百分点，服务业、制造业从业人员分别环比下降0.1个百分点、回升0.6个百分点至46.8%、48.1%，建筑业从业人员环比继续回落1.9个百分点至45.7%，同比下降5.6个百分点。

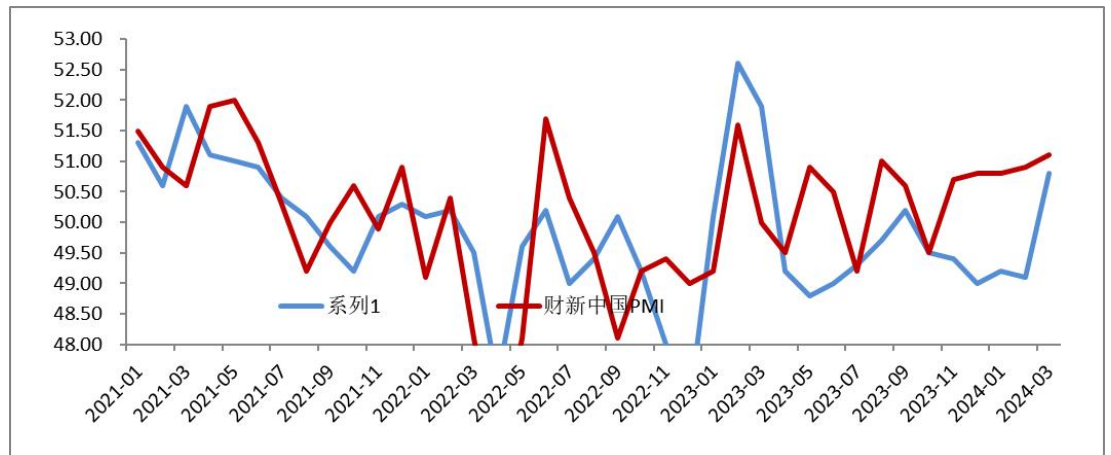
核心CPI温和回升。3月CPI同比0.1%，环比下降1%，其中食品价格是拖累项目，食品价格同比下降2.7%，降幅比上月扩大1.8个百分点，其中生猪由上涨0.2转为下降2.4%，是CPI回落的主要原因。核心CPI同比上涨0.6%，涨幅保持稳定。地缘冲突、供给偏紧等因素带动国内石油、有色金属价格快速上涨，国内存在输入性通胀的可能，4月CPI同比增长的概率较大，债市此前未对此定价。

图 5 工业企业利润同比增速 (%)



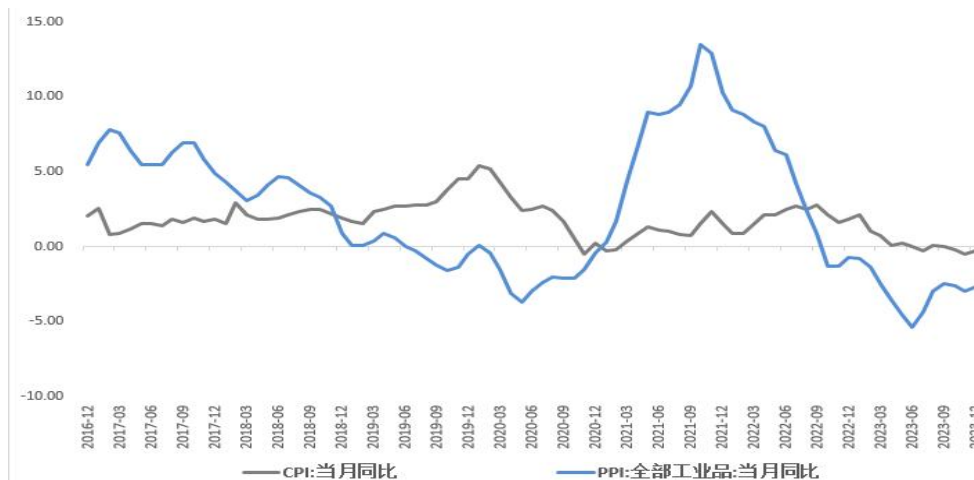
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 中国官方 PMI、财新 PMI



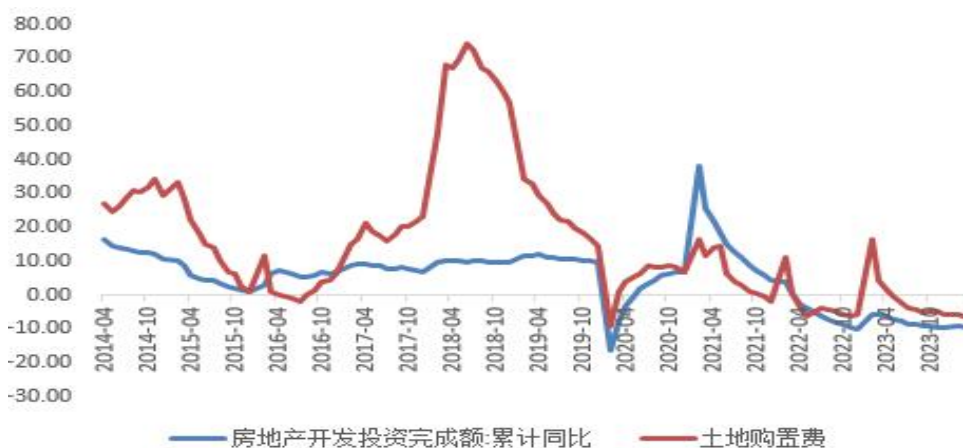
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7CPI 与 PPI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 8 地产景气度持续下探



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

4月以来经济层面有所好转,居民出行消费及电影市场恢复已经超过2019年同期水平。摩根士丹利、高盛、瑞银在内的多家外资机构纷纷上调对今年中国经济增长预期,美国彭博社日前给出最新预测,中国将是未来五年全球经济增长的最大贡献者,其贡献率将超过七国集团所有国家总和,几乎是美国的两倍。新国九条出台,带来A股中期生态的改善,瑞银上调港股和A股评级。4月下旬外资大幅流入,港股放量大涨,助推A股站上3100点,当前风险偏好抬升明显。近期日元跌幅巨大,日本政府并没有下场干预,人民币汇率相对其他货币则表现稳定,部分外资从日本撤出回流中国,海外资金流入的持续性有待观察。

图 9 股债风险溢价

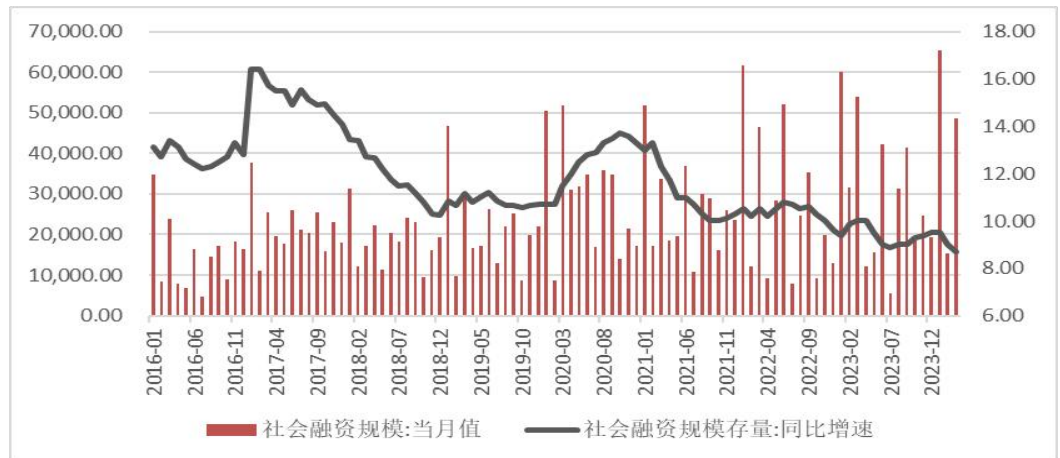


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### 三、资金面分析

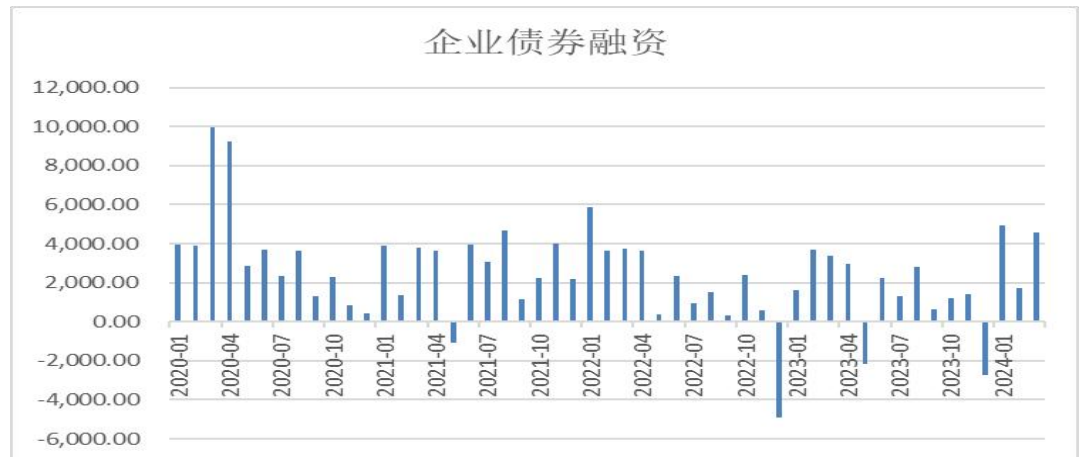
2023 年四季度央行释放适度平滑信贷波动的信号叠加 2023 年同期基数高，2024 年一季度社融同比少增。3 月社融同比增速较前两个月下行，但是仍然高于名义 GDP 增速。企业债融资持续改善，政府债发行进度偏慢，对社融支撑不足。信贷方面，中长期贷款偏弱，居民、企业各期限贷款均同比少增。3 月企业贷款新增 2.34 万亿，其中，中长期贷款 1.6 万亿元，同比少增 4700 亿元，增速回落至 14.2%，2 月增速为 15%。中长期贷款处于历史次高水平，不算低。央行新增 5000 亿 PSL 额度已经全部发放，新设 5000 亿再贷款支持企业科技创新和技术改造，企业贷款在政策支持下或能保持强劲。3 月 M2、M1 同比持续下行，居民、企业存款均少增，居民存款高增缓解。3 月金融数据整体不算差，经济结构分化延续，“制造业强、基建稳、地产弱”，居民借贷意愿弱、企业强，接下来重要会议宏观政策的基调预计不会有大的改变。

图 10 社融规模及增速



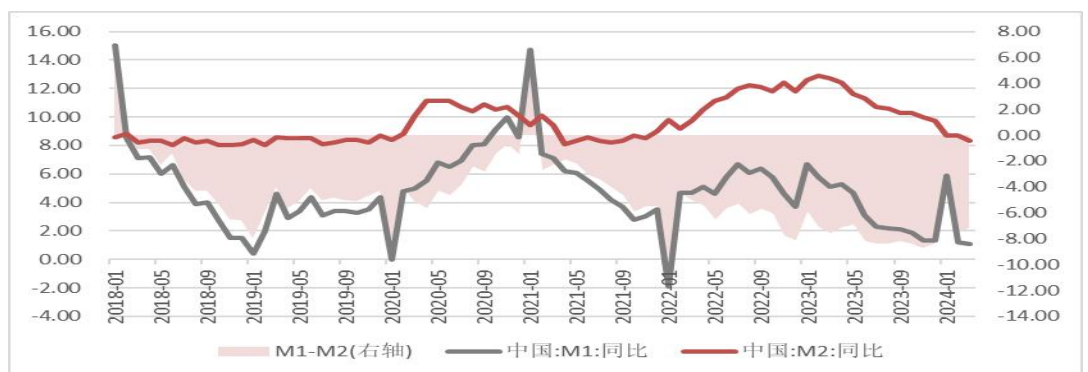
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 企业债融资情况



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 12 企业新增贷款结构



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

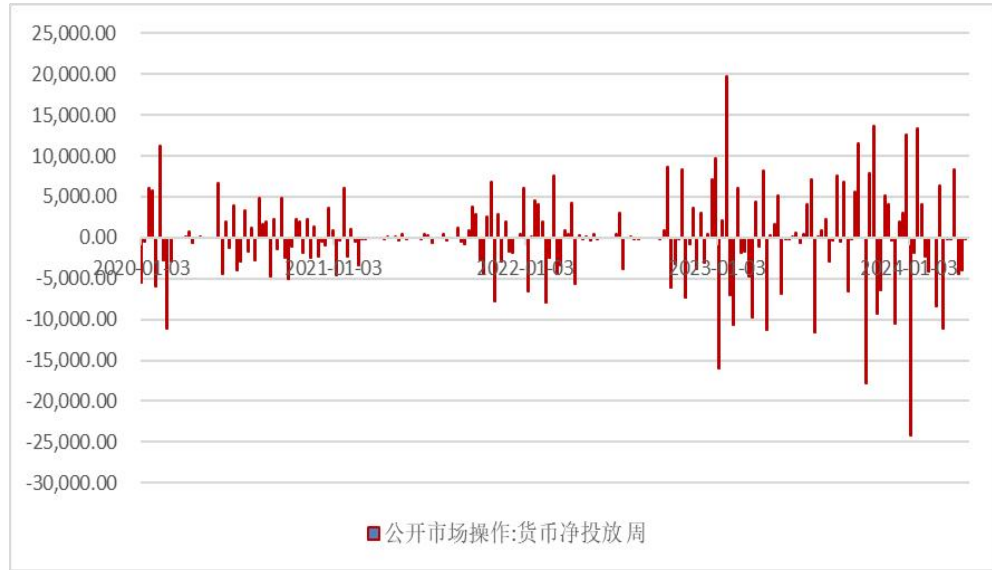
2024 年政府债新增供给约 9 万亿元，截止 4 月底，年内剩余净发行额度约 7.7 万亿元，去年 5-12 月政府债净发行 7.3 万亿元，基本持平。政府债发行节奏偏慢，二季度集中发行有待观察。（1）今年以来政府债供给同比缩量明显，主要是地方债发行节奏较慢、长期限供给减少。2024 年 1-4 月，政府债净融资 1.3 万亿元，同比大幅下滑 1.1 万亿元；化债背景下城投债从去年 11 月至今保持净偿还状态，城投融资持续收缩。地方债发行期限缩短，1-4 月加权发行期限分别为 8.7 年、15.3 年、12.8 年和 10.7 年，低于 2023 年同期的 16.6 年、15.5 年、13.6 年和 13.1 年。地方债发行节奏偏慢主要是审核进度慢于往年同期。（2）财政部表示，适当增加储蓄国债发行规模。4 月 23 日，发改委表示已经完成今年地方政府专项债项目的初步筛选工作，2024 年先发行 1 万亿超长特别国债。根据地方披露的二季度发行计划，地方债在 5-6 月集中发行的可能性较大，超长国债开始发行的时点和节奏不确定性仍较高。5 月份政府债到期量较小，若再叠加特别国债发行，供给压力会显著上升。

（3）4 月 23 日，财政部表示支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。同日，央行称在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式。预计后续央行会在二级市场上购买特别国债，降低特别国债发行的带来的流动性冲击，以期维护利率市场平稳运行。

（4）央行今年多次提及“降准仍有空间”、“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，后续资金利率上行幅度或小于去年 8-11 月，各期限利率的调整空间也相对更小。

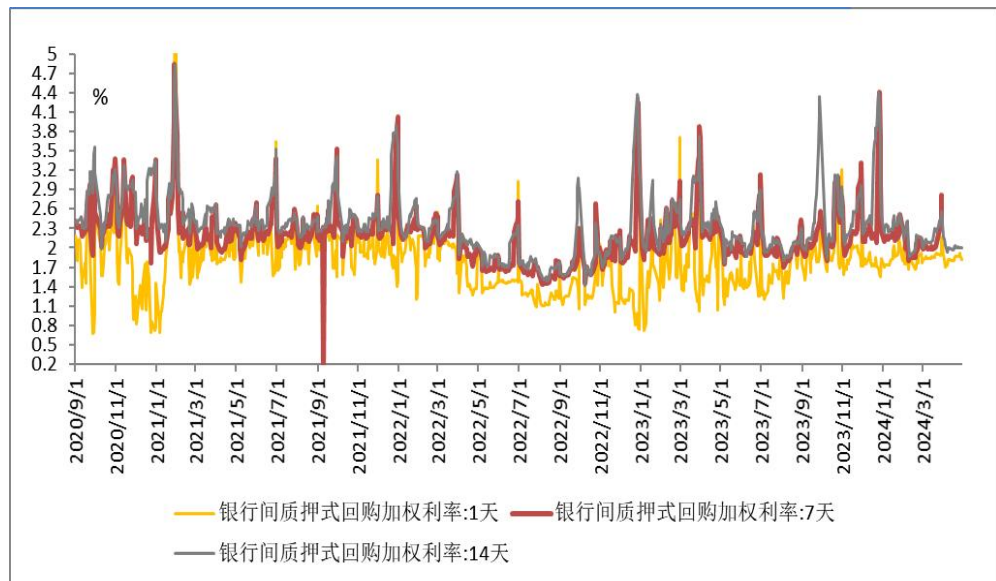
流动性方面，4 月央行 MLF 继续平价缩量操作，LPR 也维持不变。当前处于政策实施观察期，在经济回升和资金防空转、防长端利率风险的诉求下，短期降息紧迫性不强。今年以来，货币政策强调逆周期调节，资金波动率基本接近 2020 年以来最低，4 月 DR007 资金利率走势为近六年以来最平稳的一年。4 月逆回购持续低位，资金面边际收敛，月末资金利率有所抬升，截至 4 月 29 日，隔夜、7 天、14 天和 21 天期银行间质押式回购利率分别上行至 1.83%、2.10%、2.12%、2.24%。

图 13 公开市场操作货币净投放



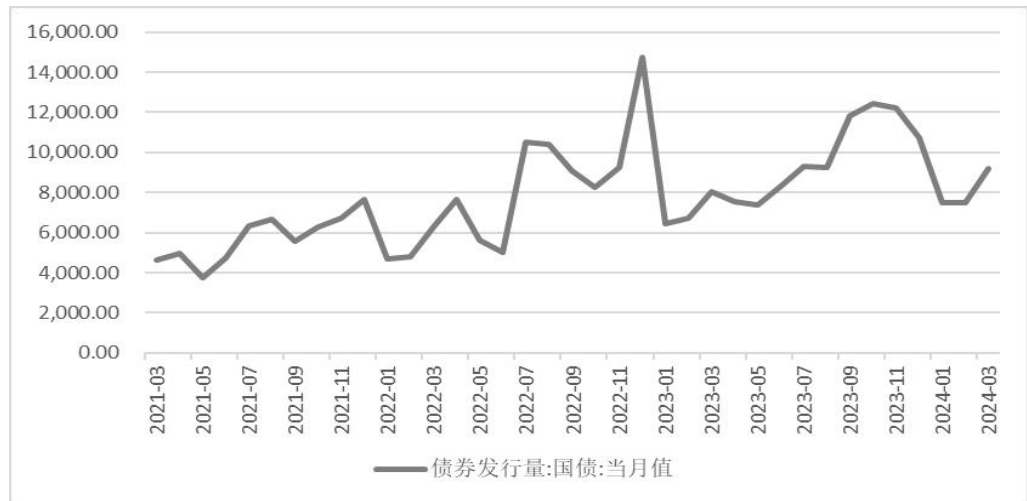
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 14 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 15 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

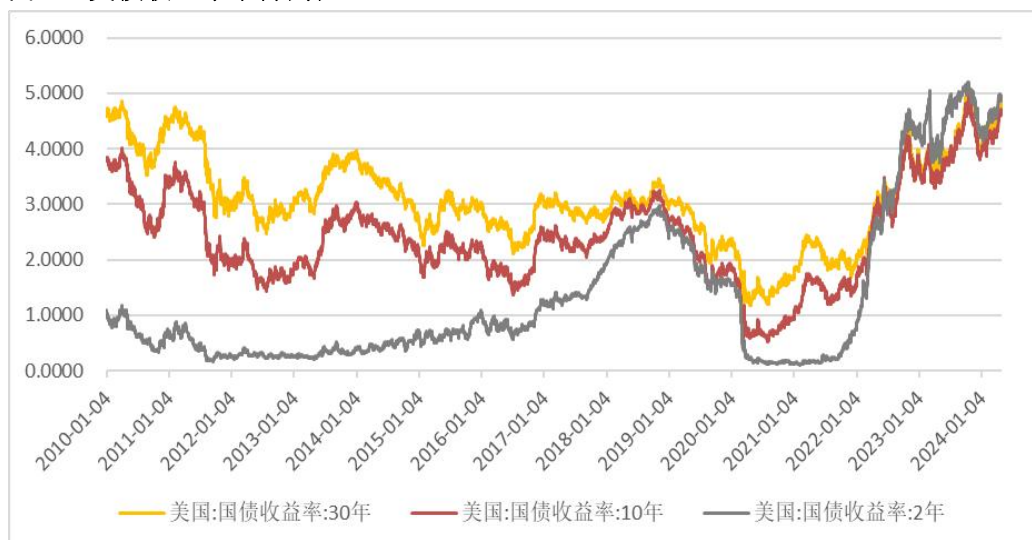
关注美联储 5 月议息会议，当前美国面临的经济滞胀忧虑等因素，美联储降息预期再度推迟，美债收益率持续攀升，中美利差维持再高位，未来几个月人民币汇率持续承压。央行坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，我国货币政策空间受限。今年以来人民币汇率仍呈现较强的韧性，一季度经济向好给人民币汇率一定支撑，本月人民币汇率稳定在 7.25 附近。海外政策对中国的外溢影响趋于减弱，央行强调要“以我为主”，强调国内货币政策操作仍有空间。

图 16 美国通胀反复



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 17 美债收益率维持高位



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 18 美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院



## 五、5 月期债投资建议

除长债供给不足和资产荒两个共识外，市场认为经济基本面疲弱以及市场预期较弱是推动长债收益率下行的主要原因，央行则认为当前经济基本面回升在不断巩固。经济基本面疲弱和资产荒等因素有中长期特征，当前经济难以承受大幅利率上行，30 年国债收益率已经回到 2.5% 以上，后续监管态度可能缓和，利率继续大幅上行空间有限。若经济基本面低于预期，长债利率调整的时间可能不会太长，调整后围绕 2.5% 运行；若 4 月 PMI 持续回到扩张区间，经济预期转好，债市调整时间和幅度可能会增加。

4 月 MLF、LPR 均维持不变，在政策观察期内货币政策进一步宽松的紧迫性降低；在“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 5 月份资金面有望延续平稳，警惕地方债或特别国债发行对资金面的短期扰动。美国经济边际放缓但是通胀顽固，降息预期降温，美债收益率维持高位，中美利差有所收敛，央行稳汇率信号强，制约国内货币政策空间。风险偏好抬升，权益市场关注度提升，对债市有一定压制。若特别国债项目准备完毕后快速发行、专项债供给上升，可能带动债市的短期调整，但央行配合购买特别国债，一定程度上缓解供给压力，供给冲击对债市影响或有限。

当前长端、超长端利率调整幅度已超过前期下行幅度，调整幅度已超过今年年内及 23 年供给潮前几次调整幅度，短线或超卖。本轮调整是政策面和情绪面主导，主要卖盘为基金，特别关注债基净值下跌和规模回撤是否会进一步引发赎回潮。当前货币政策基调并未发生明显转向，流动性合理充裕，经济基本面回升有待确认，外资流入持续性有待观察，重点关注政府债供给节奏和资金利率变化。在低利率的大背景下，长端和超长端的期债主力合约的配置性价比仍存，调整企稳后可重新配置。本轮债市调整之后，预计债市将继续围绕资金利率变化和政府债供给节奏进行交易，从收益率的点位来看，30 年国债可能在 2.4%-2.6% 区间震荡，10 年国债收益率在 2.2%-2.4% 区间震荡。短期债市维持震荡，建议观望，重点关注 4 月制造业 PMI 数据、利率变化、政府债及超长国债发行节奏。

## 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。