



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



## 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。2月份在降息助力下，债牛延续。长短端利率均持续下行至历史低位。国债期货整体上涨，TL表现明显偏强。在地产筑底、信用收缩背景下，机构增强纯债策略向久期要收益更加积极地增配超长债的行为推动30年期国债表现尤为强势。国内经济基本面来看，1月制造业PMI结束连续三个月下行势头，同时新增社融、信贷数据均超预期，但结合通胀等数据，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，5年期以上LPR超预期下调25个基点，符合当前政策提信心、宽信用、稳经济的诉求。货币政策与财政政策协调配合有望继续加强，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，央行积极呵护流动性，流动性整体维持宽松，但3月专项债发行或将提速叠加宽信用推进下信贷投放修复，对资金面或有些许扰动。海外及汇率方面，美国通胀数据超预期反弹、经济维持一定韧性，且鲍威尔态度偏鹰令市场对美联储降息预期再度延后，降息周期的开启仍需等待。风险偏好方面，节前股市风险偏好持续大幅走低后，国内资本市场监管进一步趋严、央行超预期降息导致节后股市风险偏好显著升温，当前呈现股债双牛的格局。对债市而言，短期基本面内对债市的利空有限。但10年期国债收益率受MLF锚定影响，进一步下行空间或较为有限，以及长债及超长债不断创新高，市场或有一定止盈压力，波动或将加大，预计短期内10年期国债收益率将以震荡为主。重点关注3月两会情况，若政策超预期出台或权益市场走强，将对债市形成扰动，长端利率或有一定上行风险。

在以上背景下，3月10年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在2.30-2.50%区间震荡，目前10年期国债收益率在2.35%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，等待调整机会逐步入场。

## 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、2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、3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 国债期限利差持续收窄 .....	6
图 4 国债期货主力合约日成交量 .....	6
图 5 1 月份 PMI 环比回升但仍位于荣枯线以下 .....	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 .....	8
图 8 PPI 持续走低 .....	9
图 9 生活资料和生产资料剪刀差缩窄 .....	9
图 10 30 大中城市商品房成交面积 (30 日移动平均) .....	9
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 风险溢价明显回升 .....	10
图 14 社会融资规模存量增速 .....	11
图 15 新增信贷及其分项 .....	12
图 16 M1、M2 增速及其剪刀差 .....	12
图 17 LPR 趋势性下行 .....	13
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 .....	14
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 美国核心通胀较上月持平 .....	16
图 24 1 月 ISM 制造业超预期回升 .....	16
图 25 美债收益率维持高位震荡 .....	17
图 26 美元兑人民币汇率呈现一定韧性 .....	17

## 一、2月国债期货行情回顾

2月份在降息助力下，债牛延续。10年期、30年期国债收益率分别大幅下行约7bp、14bp至2.35%、2.50%下方，国债10Y-1Y利差走阔至60bp以上，而30Y-10Y期限利差持续压缩至20bp以内。国债期货整体上涨，TL表现明显偏强。在地产筑底、信用收缩背景下，机构增强纯债策略向久期要收益更加积极地增配超长债的行为推动30年期国债表现尤为强势。具体来看，春节前一周，前期利率下行速度过快带来一定止盈需求释放，叠加权益市场情绪走强带动风险偏好回升，导致债市表现震荡偏弱。节后的春节消费数据以及金融数据超预期对债市影响有限，10年期国债收益率在2.40-2.45%附近维持窄幅震荡。2月20日，央行公布LPR非对称大幅调降，宽信用意味强烈，但10年期和30年期国债收益率均未出现明显调整趋势反而显著下行，10年期、30年期国债收益率不断创新低，分别快速迈向2.35%下方和2.50%下方，超长期国债收益率已下行逼近1年期政策利率。反应当前市场多头力量仍然偏强，主要原因或在于地产市场尚未企稳前，贷款利率下降带动无风险利率下行的利好作用或强于宽信用刺激经济推动无风险利率上行的利空作用。

债市收益率曲线上，长、短期限品种收益率均下行，短端和超长端下行幅度更大。整体延续平坦化特征，春节后一周阶段性转陡，主要由于5年LPR超预期调降后，市场对短端利率基准调降预期持续升温，叠加资金面压力有限，支撑中短债买盘高涨。但是从绝对涨幅来看，中长久期相对来说更为占优。往后看，当前经济数据处于真空期，恢复成色仍待进一步验证，宽货币预期以及资产荒现象延续下，债市走强趋势仍未变化，短期基本面对债市的利空有限。但10年国债收益率受MLF锚定影响，进一步下行空间或较为有限，以及长债及超长债不断创新高，市场或有一定止盈压力，波动或将加大，预计短期内10年期国债收益率将以震荡为主。重点关注3月两会情况，若政策超预期出台或权益市场走强，将对债市形成扰动，长端利率或有一定上行风险。中长期来看，在利率下行趋势下，市场或将再次开始交易新一轮降息预期，长端和超长端的期债主力合约的配置性价比仍存，等待调整机会逐步入场。

截止2月28日收盘，三十债主力报106.91，月度上涨3.00%，所有合约共成交51.68万手，环比减少2.23万手，日均持仓量增加11.57%至6.17万手；十债主力报104.03，

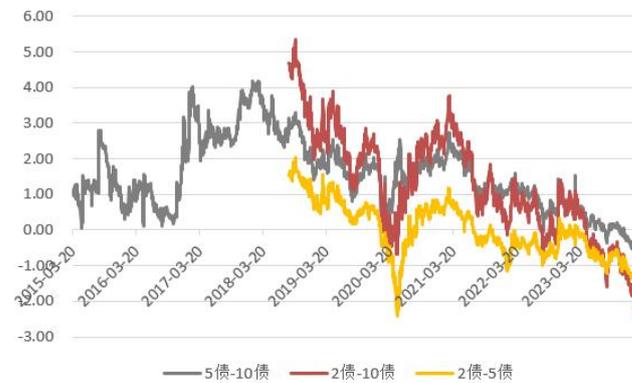
月度上涨 0.79%，所有合约共成交 121.68 万手，环比减少 17.86 万手，日均持仓量减少 3.86%至 20.46 万手；五债主力报 103.12，月度上涨 0.35%，所有合约成交量减少 29.14 万手至 85.93 万手，日均持仓量增加 5.88%至 13.50 万手；二债主力报 101.56，月度上涨 0.23%，所有合约成交量减少 18.15 万手至 52.40 万手，日均持仓量减少 3.07%至 7.57 万手。从价差上看，2 月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均继续缩窄，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



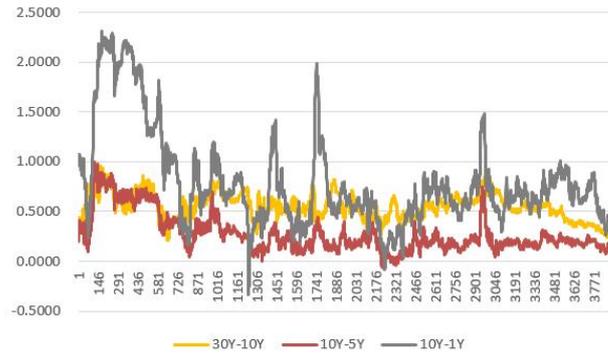
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 不同期限品种国债期货主力合约之间的价差



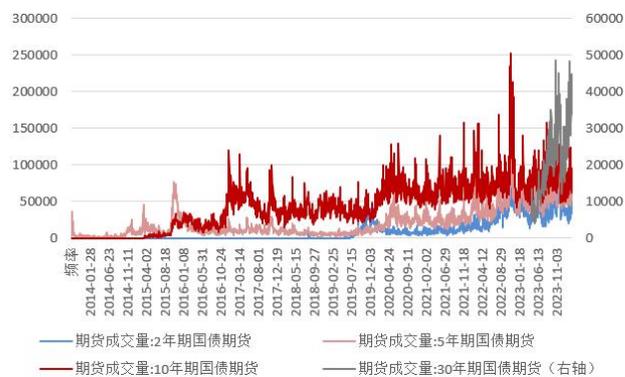
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 3 30Y-10Y 国债期限利差持续收窄



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 年春节，我国经济显示出强劲的复苏动能。旅游过年热度攀升，带动文旅相关行

业及消费数据走高。具体可总结为三个要点：1. 多个省市旅游收入、旅游人次、人均旅游支出，超过去年及 2019 年，自驾游数据创历史新高；2. 跨境游继续修复，出入境人数、部分平台成交数据接近 2019 年同期。春节期间全社会跨区域人员流动量创历史新高。3. 文旅相关服务消费表现好，如餐饮、住宿、旅游、零售、影视娱乐等网联银联支付增速均超过 20%。并且电影票房从结构上延续市场下沉趋势，三四线电影票房占比持续四年提升，居民需求得到释放。但需要注意的是，受益于“8+1”超长假期，本次春节较往年来说比较口径有所区别，若单从相同口径来估算实际恢复效果有限。就旅游人次、票房来看低于 2021 和 2023 年同期水平，有望进一步修复。

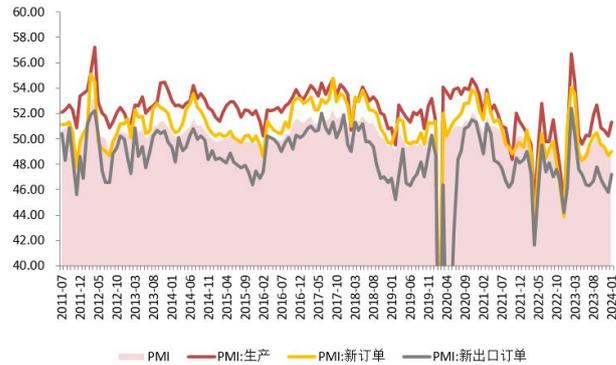
通胀方面，1 月 CPI 同比-0.8%，低于市场预期的-0.5%，主要受到春节错位的较大影响。猪周期和国际油价的拖累虽是主因，但从核心 CPI 来看，1 月仅录得 0.4%，自去年以来水平始终较低，表明国内消费需求整体偏弱。春节错位叠加去年同期疫情防控转段后消费需求增加，导致今年 1 月同比大幅回落。食品价格由上月下降 3.7%扩大至 5.9%，鲜菜和鲜果价格分别下降 12.7%和 9.1%。但可以看到，生猪降幅受低基数影响而继续收窄 8.8 个百分点，持续好转。目前生猪市场消费动力不强，同时从政策面的预期上面来看，表现较为悲观，尚不具备大幅上涨的基础，预计后续生猪价格震荡的概率较大。其余食品项中，雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之春节临近消费需求增加等因素影响，虾蟹类、鲜菜价格环比分别上涨 9.3%、3.8%。接下来果蔬类食品价格或受春节带动需求进一步回升，环比持续回暖。

此外，国际油价回落、内需不足，PPI 环比延续走低。1 月 PPI 同比降幅收窄 0.2 个百分点，但环比下降 0.2%，连续三个月负增长。国际原油价格下跌以及国内部分工业品需求不足均为 1 月 PPI 偏弱运行的主要拖累。一方面，当前全球主要经济体普遍较为低迷，市场对原油需求预期降低，原油价格环比下行带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格下降。另一方面，国内大部分工业品价格下跌，例如有色金属、金属制品、计算机、通信和其他电子设备制造业、农副食品加工和纺织业等。结合经济先行指标来看，1 月份 PMI 整体边际回落，连续四个月在荣枯线以下。订单回落速度大于生产，且降幅强于季节性。

7 往后看，随着我国万亿国债的发行，扩基建、稳内需政策发力，与基建相关的原材料  
**请务必阅读原文之后的免责声明**

大宗商品需求侧的增长或将会带动工业品价格上行。同时，国内生产逐步恢复，煤炭价格或呈季节性上升趋势，且基数效应趋弱，预计后续 PPI 同比或将趋稳并且有望筑底回升，但需要注意的是海外扰动因素较多且需求下滑，年底内增速回正的难度或较大。

图 5 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 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 PPI 持续走低



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 生活资料和生产资料剪刀差缩窄



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)



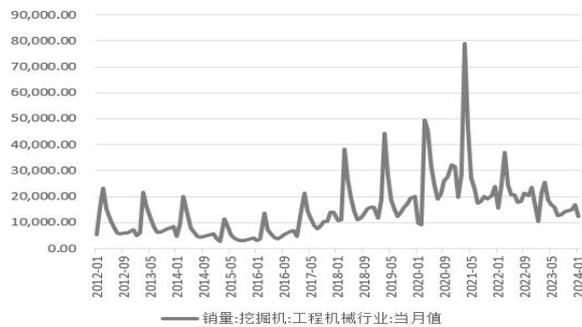
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

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

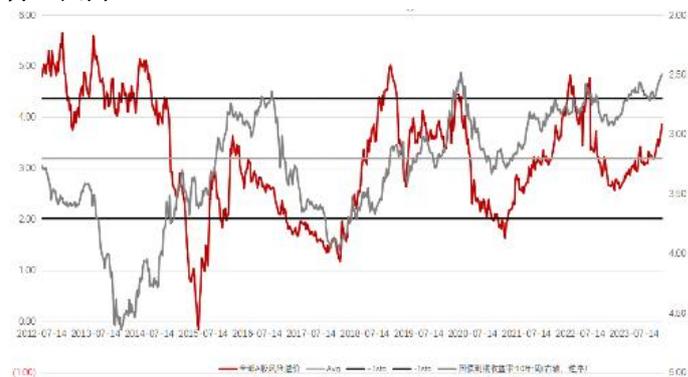
图 12 挖掘机销量低位运行



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看，节前股市风险偏好持续大幅走低，而春节消费数据和 1 月份金融数据超预期、国内资本市场监管进一步趋严、央行超预期降息导致节后股市风险偏好显著升温。后续市场风险偏好能否持续回暖仍需观察，市场的关注点在于两会政策目标以及是否有超预期的政策出台的博弈。

图 13 风险溢价明显回升



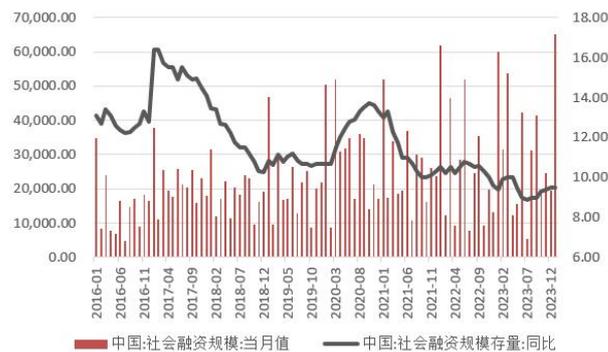
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 三、资金面分析

1月新增社融超预期，且强于季节性，企业债券和未贴现银行承兑汇票为主要贡献项。1月新增社融6.5万亿元，高于市场预期的均值(6.0万亿元)，同比多增5061亿元，同比增速与上月持平为9.5%。同时，单月社融规模创下2002年以来新高，且高于过去六年同期的均值水平5.04万亿元。信贷方面，高基数效应下，1月新增信贷绝对水平不低，居民部门总量和结构均有所改善。1月新增人民币贷款4.92万亿元，与2023年1月份新增规模相当，但远高于2019-2021年同期水平。考虑到1月PMI及通胀数据显示经济动能依然偏弱，社融和信贷景气度的持续性还需关注2-3月金融数据来整体判断。

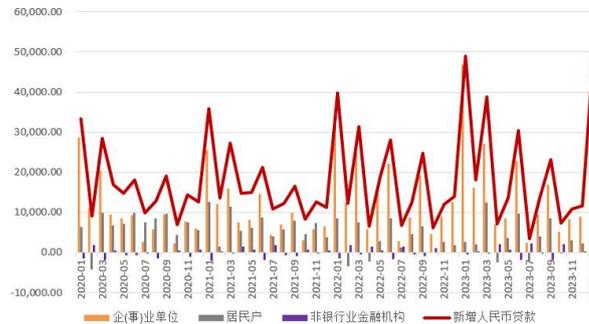
春节错位效应推动M1同比超预期回升，M1-M2剪刀差边际快速收窄，“社融-M2”同比增速差由负转正。1月M1同比增长5.9%，较上月大幅上升4.6个百分点；M2同比增长8.7%，较上月回落1个百分点。M2同比稳中有降而M1显著走高，带动M1-M2剪刀差快速收敛5.6个百分点至-2.8%。三、此外，“社融-M2”同比增速差为0.8%，为21个月以来首次转正。去年四季度以来，稳经济政策继续落地生效，社融增速持续边际修复，同时M2同比增速延续下滑，带动两者增速差持续收窄，或表明资金空转现象和流动性水平得到一定缓解和改善。但经济动能恢复缓慢和实际利率偏高的背景下，仍需政策端进一步推动融资成本下降，以缓解企业和居民实际融资成本上升压力。

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 新增信贷及其分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 M1、M2 增速及其剪刀差



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

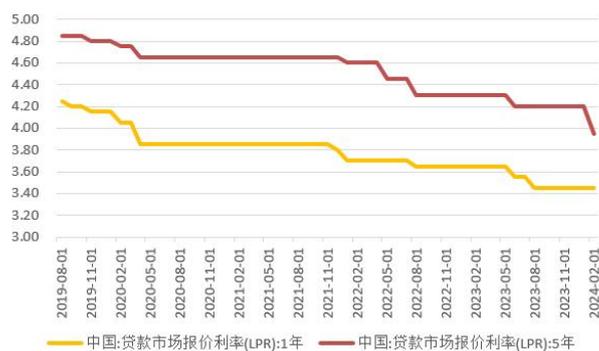
货币政策方面，2月非对称降息，时点未超预期但幅度超预期。其中1年期LPR保持不变，5年期以上大幅下降25个基点，是5年期以上LPR的单次历史最大降幅。从幅度上来看，自2019年LPR改革以来，截至2024年1月，5年期LPR仅下调了65个基点，低于1年期LPR75个基点的累计降幅，5年期以上LPR较1年期LPR下行的空间更大，且考虑到5年期以上LPR是中长期企业贷款和个人住房贷款定价的主要基准利率，不对称降息或更符合当前政策稳信心、稳地产、稳经济的诉求。从时点上来看，尽管作为定价基础的MLF利率本月未进行调整，但MLF利率与LPR调整节奏并非完全一致。2月19日，央行主管的《金融时报》发文表示，“未来宜进一步淡化LPR与MLF利率之间的关系，较之于MLF利率，实体经济主体的融资成本能否下降对于经济增长的作用更为重要”。当前经济回升动能偏缓仍是LPR下调的核心驱动力。同时，银行资金成本也是决定LPR能否调降的重要因素。去年四季度以来，资金面整体维持紧平衡，银行资金成本的上升对报价行下调LPR报

价加点的动力形成约束。实际上，从去年下半年主要银行下调存款利率，到今年1月25日央行下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，同时2月5日人民银行开展全面降准0.5个百分点，均有利于有效缓解商业银行负债端成本压力，为报价行下调LPR扫清障碍，从而进一步为降低企业居民的信贷成本创造有利条件。考虑到外部因素，2023年下半年汇率市场波动较大，央行在价格上的操作较为审慎，使得人民币汇率保持区间稳定。而2024年美联储降息预期正式开启，人民币汇率压力明显减弱，汇率因素或对国内的货币政策宽松空间不再形成掣肘。

流动性方面，2月春节后资金面整体维持宽松，资金利率整体窄幅波动。截至2月28日，隔夜、7天、14天和21天期银行间质押式回购利率分别较1月29日大幅下行6.95bp、30.16bp、22.61bp、35.52bp；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1月29日分别下行20.80bp、10.16bp、11.16bp、12.14bp、13.55bp和22.40bp，短端和超长端利率下行幅度较大。

债券供给方面，1月份利率债净融资下降，1月利率债发行量为16,205亿元，环比上升18.40%，净融资4,066亿元，环比下降57.94%。利率债托管量环比增加2,724亿元，国债、地方债和政金债托管量分别环比变动774亿元、2,173亿元和-223亿元。1月份，国债发行规模环比下降30.09%，净融资环比下降90.96%，券商、保险机构和境外机构增持规模较大。

**图 17 LPR 趋势性下行**



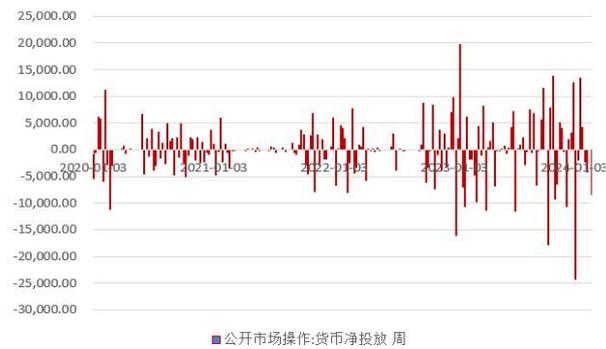
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 18 MLF 当月操作规模



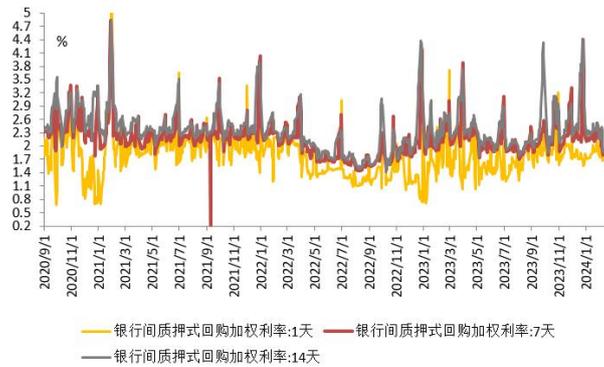
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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

2月中旬美国通胀公布数据显示，1月CPI环比上涨0.3%，为去年9月以来最大涨幅；同比上涨3.1%，远高于美联储设定的2%的长期通货膨胀目标。美国劳工部近期还公布PPI数据显示，1月PPI环比上涨0.3%，同样远超市场普遍预计的0.1%，创下2023年8月以来最大环比涨幅。显示美联储反通胀进程出现反复，货币政策不确定性增加。此外，美联储发布的1月货币政策会议纪要显示，联邦基金利率可能已达峰值，但过早放松货币政策立场存在风险。美联储将于3月19日至20日召开下一次货币政策会议。当前美国通胀的黏性特征以及劳动力市场的缓慢弱化，美联储或将高利率维持更长时间。汇率方面，今年以来人民币汇率在7.16至7.21间维持窄幅波动，没有因美元指数上涨而遭遇较大的贬值压力。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。美联储或仍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。

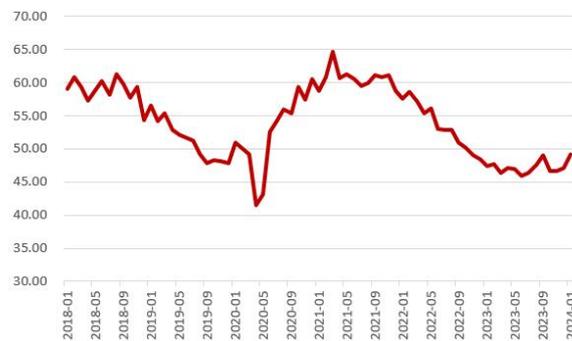
总体来说，美国通胀数据超预期反弹、经济维持一定韧性，且鲍威尔态度偏鹰令市场对美联储降息预期再度延后，降息周期的开启仍需等待。短期在海外高利率环境下，人民币贬值压力仍存但预计将保持在合理水平上运行。整体上，随着海外政策对中国的外溢影响趋于减弱，汇率超调风险逐渐弱化，国内货币政策操作仍有足够空间，后续或将继续向国内经济稳增长倾斜。

图 23 美国核心通胀较上月持平



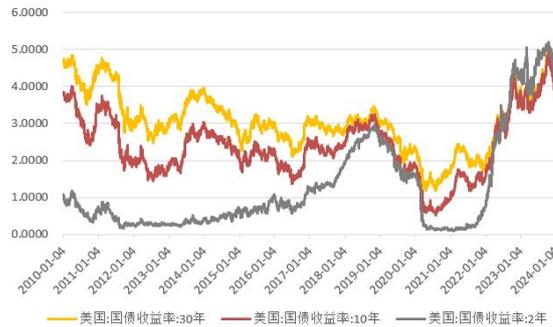
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 24 1 月 ISM 制造业超预期回升



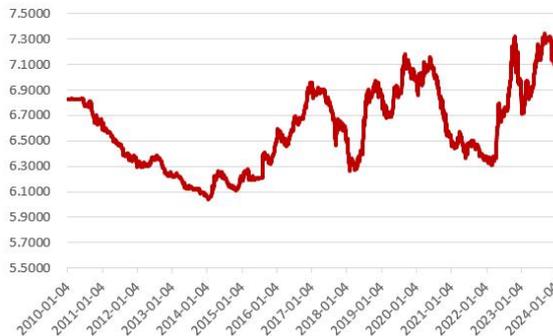
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

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 美元兑人民币汇率呈现一定韧性



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 五、3 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。2 月份在降息助力下，债牛延续。长短端利率均持续下行至历史低位。国债期货整体上涨，TL 表现明显偏强。在地产筑底、信用收缩背景下，机构增强纯债策略向久期要收益更加积极地增配超长债的行为推动 30 年期国债表现尤为强势。国内经济基本面来看，1 月制造业 PMI 结束连续三个月下行势头，同时新增社融、信贷数据均超预期，但结合通胀等数据，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，5 年期以上 LPR 超预期下调 25 个基点，符合当前政策提信心、宽信用、稳经济的诉求。货币政策与财政政策协调配合有望继续加强，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，央行积极呵护流动性，流动性整体维持宽松，但 3 月专项债发行或将提速叠加宽信用推进下信贷投放修复，对资金面或有些许扰动。海外及汇率方面，美国通胀

数据超预期反弹、经济维持一定韧性，且鲍威尔态度偏鹰令市场对美联储降息预期再度延后，降息周期的开启仍需等待。风险偏好方面，节前股市风险偏好持续大幅走低后，国内资本市场监管进一步趋严、央行超预期降息导致节后股市风险偏好显著升温，当前呈现股债双牛的格局。对债市而言，短期基本面内对债市的利空有限。但 10 年国债收益率受 MLF 锚定影响，进一步下行空间或较为有限，以及长债及超长债不断创新高，市场或有一定止盈压力，波动或将加大，预计短期内 10 年期国债收益率将以震荡为主。重点关注 3 月两会情况，若政策超预期出台或权益市场走强，将对债市形成扰动，长端利率或有一定上行风险。

在以上背景下，3 月 10 年期国债收益率或将延续震荡态势，目标位或在 2.30-2.50% 区间震荡，目前 10 年期国债收益率在 2.35% 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，等待调整机会逐步入场。

## 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。