

政策博弈持续 “债牛” 暂熄火

内容提要：

- ◆ 春节假期后，“债牛”行情延续，长债涨幅大于短债，债市收益率创出阶段新低，10Y 国债与 MLF 利率倒挂超 15bp，而 30Y 更是突破 MLF 利率。随着两会召开，市场存在一定“恐高情绪”，期债多头获利了结平仓，30 年期大幅下行，涨势暂缓。
- ◆ 资金面方面，2 月恰逢中国农历春节，根据历史经验来看，春节前市场资金面会有所收紧，今年降准落地，市场流动性整体风平浪静，春节效应有限。节后央行公开市场连续净回笼，市场资金面总体呈现均衡。
- ◆ 部分一季度经济数据合并发布，1-2 月份经济指导性数据较少，近 2 月 PMI 数据显示经济弱企稳，后续政策预期仍较强。
- ◆ 1 月信贷同比多增，新增社融也创历史新高，金融数据“开门红”，显示稳增长政策全面发力，各部门信贷结构发生优化调整，实体融资需求走强。
- ◆ 2 月春节效应影响反转，CPI 同比将恢复正增长，2024 年物价涨幅会处于温和偏低水平，将为货币政策灵活调整提供较大空间。上半年 PPI 同比降幅总体将趋于收窄，并有望在年中前后转为正增长。
- ◆ 我国“两会”召开，3 月 5 日公布的政府工作报告将 2024 年经济增长目标设定在 5%，考虑到去年经济增长为 5.2%，实现今年增长目标需要稳增长政策进一步发力。
- ◆ 超预期非对称降息，后续宽松政策大概率延续，短期国内物价水平仍依旧处于偏低状态，考虑物价因素的企业和居民实际贷款利率仍面临一定上升压力，通过下调政策利率引导名义贷款利率较快下行，缓解实际利率上升压力的迫切性较高。
- ◆ 1-2 月利率债发行进度偏慢，年初往往是银行等配置盘集中进场的阶段，机构欠配叠加去年四季度以来央行的大额货币供应，一定程度上带来了“资产荒”的情况。
- ◆ 发行超长期特别国债消息让 30 年国债走势承压，扰动因素增多，或进一步放大市场波动，追涨需谨慎，关注政策出台及下一步万亿超长期国债的发行进度和资金投向，警惕 3 月供给等因素干扰。

宏观经济/国债

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业理学硕士，FRM 持证人，中级经济师。主要从事国债及航运期货研究，具备全面的金融风险管理知识框架，擅长基本面分析。

近期报告回顾

复苏仍存诸多挑战 债牛基础并未撼动

2023-12-19

资金面影响回归后债市转向货币预期

2023-10-31

政策利好刺激经济动能期债上行受到阻碍

2023-09-28

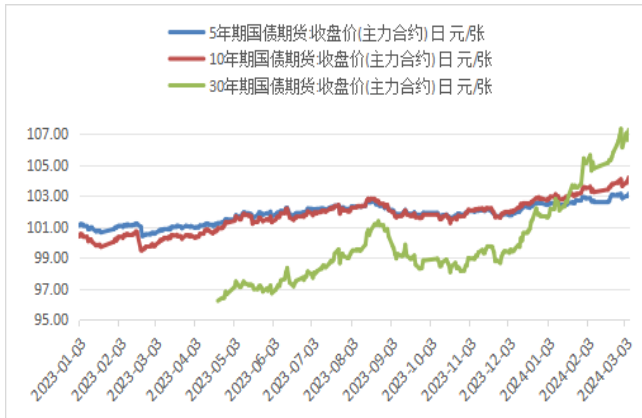
政策逐步落地债市再承压

2023-09-01

第一部分国债期货行情回顾

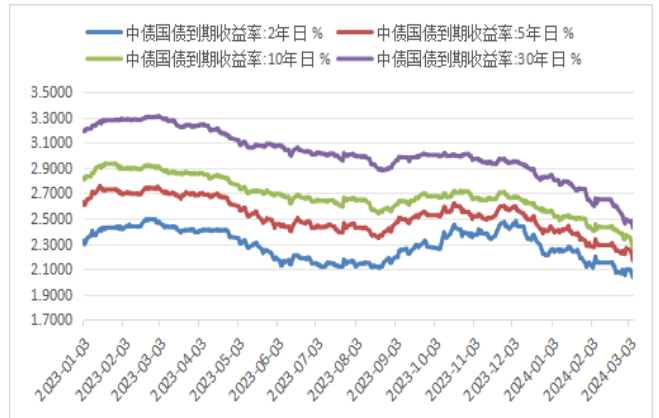
春节假期后，“债牛”行情延续，长债涨幅大于短债，债市收益率创出阶段新低，10Y 国债与 MLF 利率倒挂超 15bp，而 30Y 更是突破 MLF 利率。主要原因在于，央行超预期非对称降息，基本面复苏仍待巩固，开年地方债发行进度偏缓，“资产荒”格局下机构配置需求增强。上周五开始，随着两会召开，市场存在一定“恐高情绪”，期债多头获利了结平仓，30 年期大幅下行，涨势暂缓。

图 1. 国债期货强势上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 2. 中债国债到期收益率重心下移

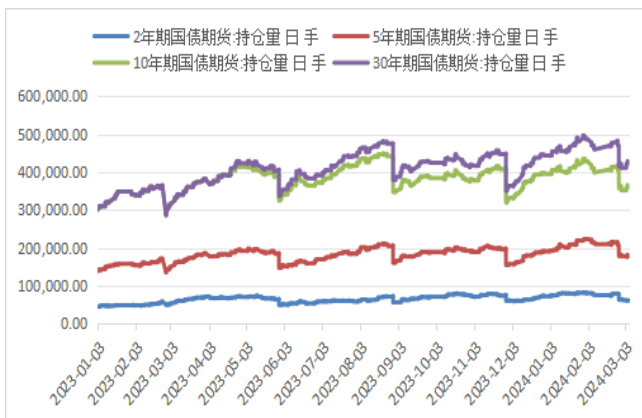


资料来源：IFinD 新纪元期货研究

资金面方面，2 月恰逢中国农历春节，根据历史经验来看，春节前市场资金面会有所收紧，今年降准落地，市场流动性整体风平浪静，春节效应有限。节后央行公开市场连续净回笼，市场资金面总体呈现均衡。

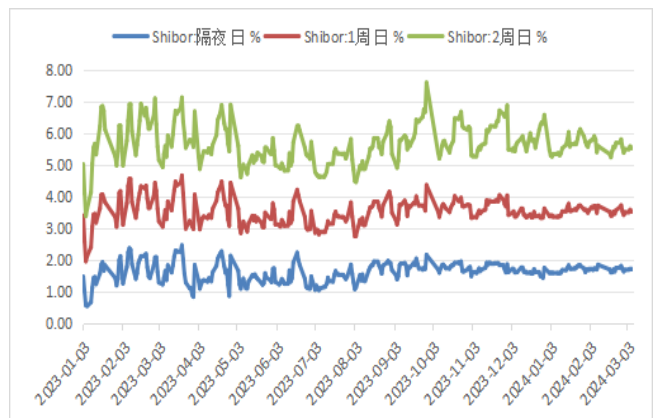
因 2 月行情火热，市场成交热度相较 1 月上升，TL 合约持仓量总体持续增长，T、TF 和 TS 合约持仓量在春节前略降低，春节后伴随情绪回暖持仓回升，3 月交割前夕持仓量略有降低。

图 3. 止盈需求增加



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 整体平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济与政策分析

一、宏观经济回顾与展望

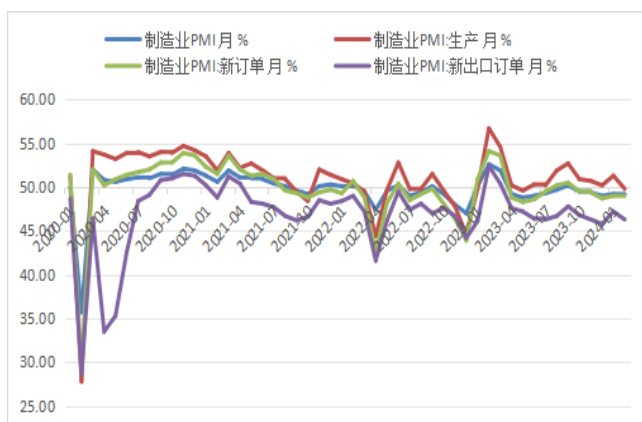
(一) 经济弱企稳

因部分一季度经济数据合并发布，1-2月份经济指导性数据较少，近期发布的PMI数据显示经济弱企稳，后续政策预期仍较强，2月官方制造业PMI为49.1%，市场预期49.1%，前值49.2%，下降0.1个百分点。官方非制造业PMI为51.4%，市场预期50.9%，前值50.7%，上升0.7个百分点。2月官方综合PMI为50.9%，与上月持平。2月制造业PMI数据呈现出低位平稳的表现，符合季节性回落规律，春节假期叠加企业员工返乡多于往年，供给端景气度降幅较大，生产指数时隔8个月重回收缩区间。

需求端相对平稳，2月新订单指数为49.0%，较前月持平，但连续5个月收缩，需求端仍然偏弱。从生产端看，春节企业员工返乡增多；出口活动伴随春节假期进入接单淡季，2月新出口订单较前月回落0.9个百分点至46.3%，外需对当月新订单构成拖累。2月生产指数较上月回落1.5个百分点至49.8%，在连续8个月扩张后回到荣枯线之下，表明制造业生产活动有所放缓。行业上，高技术制造业、装备制造业和消费品制造业PMI均较上月有所下滑，基础原材料行业景气度回升。

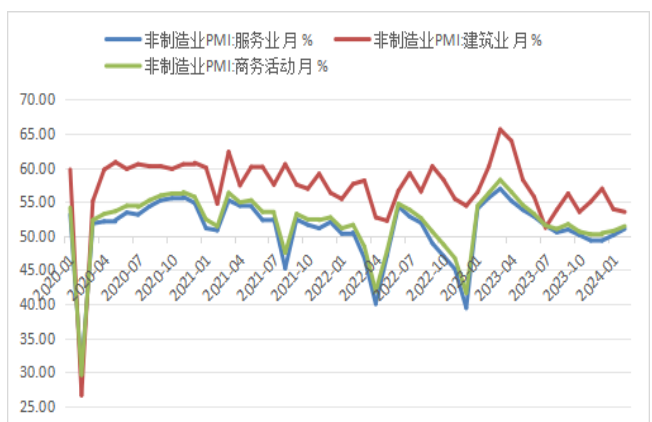
受生产活动放缓而需求稳定影响，2月制造业PMI价格走势分化。其中，制造业PMI主要原材料价格较前月回落0.3个百分点至50.1%，为2023年6月以来的最低值；制造业PMI出厂价格较前月回升1.1个百分点至48.1%。不同规模企业景气度分化，中型企业景气度回升，小型企业景气度走低，大型企业持平。大中小型企业景气度表现分化明显，生产端均季节性走弱，但从需求端的边际变化来看，大型企业外需好于内需，中型和小型企业内需好于外需。

图 5. 制造业 PMI 低位平稳



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 6. 服务业、建筑业景气度走势分化



资料来源：IFind 新纪元期货研究

非制造业方面，服务业、建筑业景气度走势分化。分项指标看，新订单指数为46.8%，下滑0.8个百分点，仍在荣枯线以下，而新出口订单指数回升2.1个点至47.3%。服务业商务活动指数为51.0%，比上月上升0.9个百分点，连续两个月走高。行业上有所分化，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃，房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点。

2月，受春节假期及低温雨雪天气等因素影响，建筑业商务活动指数为53.5%，比上月下降0.4个百分点，连续两个月下降。2月以来，房企融资继续得到政策支持，五年期LPR下调也有助于提振房地产销售信心，尽管地方债务约束依然较大，但将逐渐进入到“金三银四”旺季，且稳增长压力下期待后续中央财政发力加持，预计建筑业景气度有望逐渐恢复。

（二）社融、信贷均超市场预期

1月社融和信贷高增符合“开门红”，但增长持续性仍待观察。2024年1月新增人民币贷款4.92万亿，同比多增162亿；1月新增社会融资规模6.5万亿，同比多增5061亿。1月末，广义货币(M2)同比增长8.7%，增速比上月末低1个百分点；狭义货币(M1)同比增长5.9%，增速较上月末高4.6个百分点。

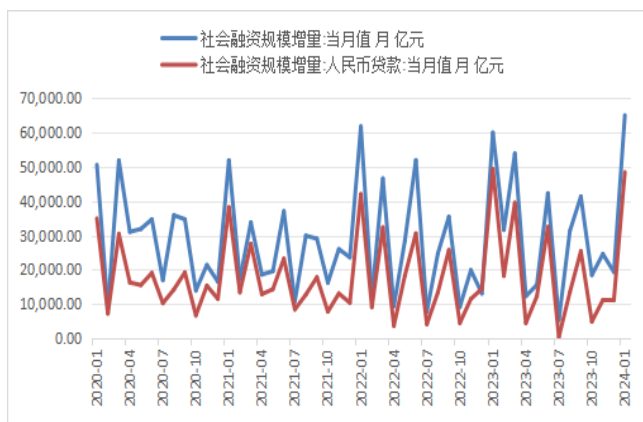
1月新增社融6.5万亿，社融增速录得9.5%，较上月持平。从分项上来看，新增人民币贷款方面，1月新增信贷规模同比小幅多增，成功实现“开门红”，其中票据融资同比少增，信贷结构有所改善。政府债券方面，1月地方政府债发行速度不及去年，净融资规模较低，拖累1月政府债融资规模，1月政府债券录得2947亿元，同比少增1193亿元。在央行“大力发展直接融资，推动公司信用类债券和金融债券市场发展”的政策导向下，1月企业债融资增加4835亿，同比多增3197亿，环比多增7576亿。受票据贴现规模下降和经济活力增强的影响，1月末贴现票据新增5635亿，同比大幅多增2672亿。

1月信贷同比基本持平，企业信贷同比少增，居民部门同比多增，但主要受基数影响。1月新增人民币贷款4.92万亿元，同比多增162亿元。新增贷款在去年高基数水平上仍超预期，既表明私人部门内生动能增强，也反映尽管央行要求金融机构信贷投放要总量适度、节奏平稳，但并非“改变金融机构信贷投放正常的季节规律”。企业端，PSL投放撬动房地产“三大工程”相关贷款需求，叠加房地产“白名单”火速扩容，对新增贷款形成一定支撑。企业贷款增加3.86万亿，同比少增8200亿，剔除票融后企业贷款仅同比少增2400亿元。其中，企业中长期贷款增加3.31万亿，同比少增1900亿，短期贷款增加1.46万亿，同比少增500亿，票据融资减少9733亿，同比多减5606亿。在去年企业信贷高基数基础上，今年企业信贷投放强劲增长，预计主要源于1万亿国债下达、城中村改造等推升的基建项目资金需求。居民端：个人贷款增加9801亿，同比多增7229亿。其中，中长期增加6272亿，同比多增4041亿；短期贷款增加3528亿，同比多增3187亿。个人短期贷款增量创下历史新高，预计主要源于银行在零售端持续发力，以及寒假出游及春节消费带动的消费信贷需求，中长期贷款增量也恢复到2021年的66%（2021年春节与2024年相近），考虑到30城商品房成交面积同比表现仍偏弱，中长期贷款增量贡献预计主要来自消费贷及经营贷。

1月M2同比增速8.70%，较上月下降1.0个百分点；M1同比增速5.90%，较上月上升4.6个百分点。各项存款同比增速9.20%，较上月下降0.8个百分点。M2-M1剪刀差收窄，其中M2同比增速下滑，受春节错位因素影响，去年1月居民存款高基数影响下今年1月居民存款同比大幅少增，是M2增速下滑的主要原因；其次，M1同比增速大幅提升，反映出增发国债资金回流、房企融资协调机制、PSL流动性投放等政策推动下，企业资金活化程度明显改善。

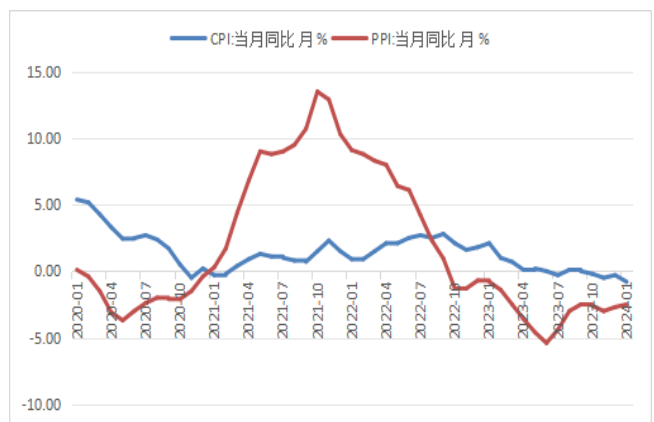
整体上看，1月信贷同比多增，新增社融也创历史新高，金融数据“开门红”，显示稳增长政策全面发力，各部门信贷结构发生优化调整，实体融资需求走强，但持续性和稳定性还需依靠财政资金释放、地产政策提振、降息落地等宽松政策作为支撑。

图 7. 社融数据表现超预期



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 8. CPI 受春节错位影响



资料来源：IFind 新纪元期货研究

（三） 春节错位 CPI 同比下行

1月CPI同比-0.8%，低于市场预期的-0.5%。CPI同比受到春节错位的较大影响，服务业价格表现基本符合季节性规律。相比于以往春节偏晚年份，今年1月无论是果蔬肉、蛋奶鱼，还是居住、交通通信、教育文娱和医疗，其CPI分项环比普遍低于往年同期均值，说明当前需求或依然偏弱。食品中各分项价格出现分化，其中鲜菜受到寒潮天气影响保持较大涨幅，猪价维持弱势。非食品方面，服务CPI环比增长0.4%，表现符合春节引起的季节性波动，如旅游、家政、邮递等节前普遍上涨，但环比涨幅同样弱于以往同期。1月工业消费品价格同比由上月下降0.4%转为上涨0.1%，其中能源价格由上月下降0.5%转为上涨0.1%。除能源外的主要分项中，家用器具价格维持环比涨势，交通工具环比跌幅收窄，通信工具、衣着、西药等分项价格环比有所回落。

1月PPI同比降幅缩窄0.2个百分点至-2.5%，环比下降0.2%，降幅较12月缩窄0.1个百分点，其中，国际定价影响的原油、有色。受其价格波动影响，国内石油和天然气开采业价格环比下降0.8%，石油煤炭及其他燃料加工业价格环比下降1.7%；而有色金属冶炼和压延加工业价格则环比上涨0.3%，其中锌冶炼、铝冶炼价格分别上涨0.7%、0.6%。国内定价的煤炭、钢铁。钢材节前补库需求增加，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨

0.4%。部分地区采暖需求增加，煤炭开采和洗选业价格微涨0.1%。化工产品、水泥等工业品需求偏弱，化学原料和化学制品制造业价格下降1.1%。

展望未来，2月春节效应影响反转，CPI同比将恢复正增长，2024年物价涨幅会处于温和偏低水平，将为货币政策灵活调整提供较大空间。PPI方面，往后看，2024年国际原油价格有望回稳，“三大工程”全面推动下，国内房地产投资降幅趋于收窄，对国内主导大宗商品价格的抑制作用减弱，加之上年同期价格基数下沉，上半年PPI同比降幅总体将趋于收窄，并有望在年中前后转为正增长。

二、政策预期逐步落地

我国“两会”正在召开，3月5日公布的政府工作报告将2024年经济增长目标设定在5%，考虑到去年经济增长为5.2%，实现今年增长目标需要稳增长政策进一步发力。重点工作优先级的变动上，发展新质生产力、实施科教兴国、防范化解重点领域风险包括房地产风险、地方债务风险、中小金融机构等风险以及稳就业的重要性明显提升。

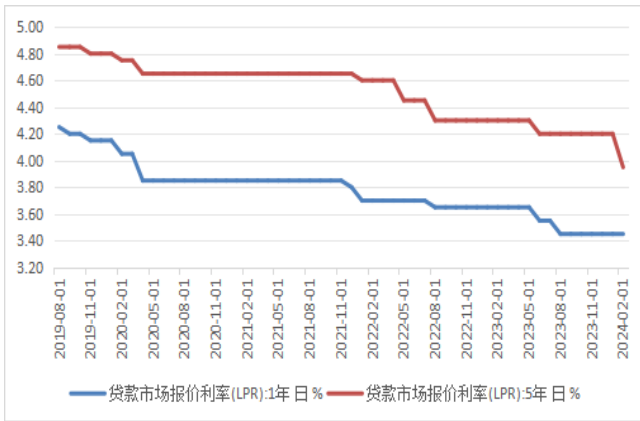
货币政策方面，将继续保持稳健，降准降息仍可期。报告要求，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，强调，“加强总量和结构双重调节”。总量政策方面，“促进社会综合融资成本稳中有降”，2024年开年以来，人民银行降准50bp，并降低5年期LPR 25bp。报告延续在货币政策方面提到价格水平预期目标，引导信贷量合理平稳、通胀向目标合理上行。1月数据显示CPI同比-0.8%仍在通缩区间，将信贷增速定调绑定价格水平预期目标后，后续通过货币政策工具发力来支撑价格水平牵引通胀向目标3%回升可以期待。

财政政策方面，整体符合预期，今年报告延续了中央经济工作会议的提法，政策质量及效益被放到了更重要的位置。中央赤字占比进一步提升，有助于优化债务结构。专项债规模略超市场预期，专项债规模为3.9万亿，较上年提升1000亿元，专项债安排的规模较去年小幅提升为“统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险”提供支持，结构上向投资效率较高的地区倾斜，有助于更好地兼顾稳增长和防风险。报告中提出，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元”，释放出持续发力信号。2023年12月以来，多地会议、文件等提及超长期特别国债规划等，两会正式落地安排发行万亿超长期特别国债未太超市场预期。

三、降准降息传递稳预期信号

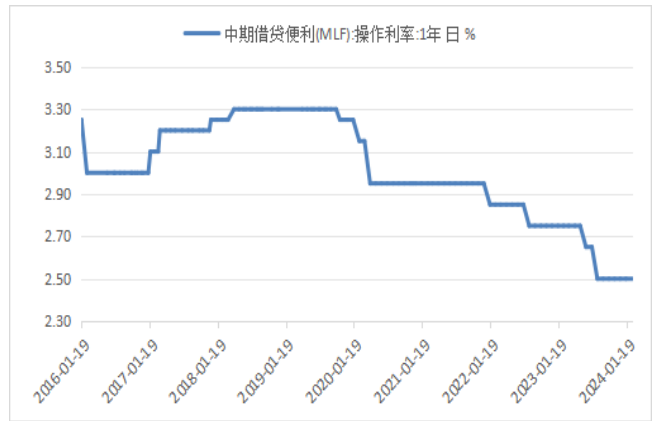
年初以来，稳增长政策力度持续加大，节前中国人民银行公布《2023年四季度货币政策执行报告》。报告在总体基调上沿袭中央经济工作会议提法，强调保持货币政策“灵活适度、精准有效”，重申“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”等，跨周期调节靠前；重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，资金预计整体保持平稳；要求信贷合理增长和均衡投放，关注使用效率，注重盘活存量，对于直接融资提高关注度；进一步降低综合融资成本，关注存贷款利率与债券收益率，随后5年LPR大幅下降25bp；稳汇率措辞虽有缓和，但依旧重视汇率问题，关注海外主要经济体通胀和降息进展。

图 9: LPR 非对称下调



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

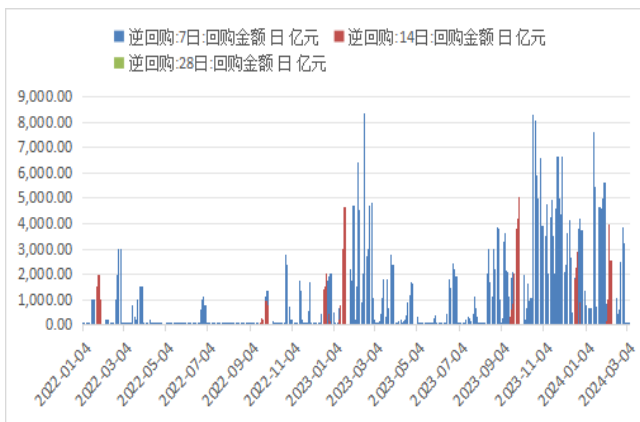
图 10: MLF 利率未出现下调



资料来源: iFinD 新纪元期货研究

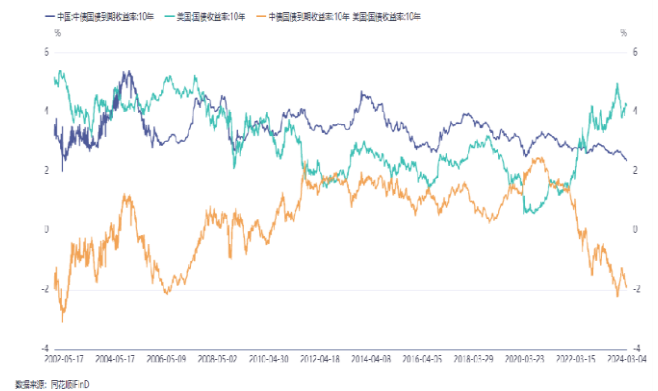
央行降准及定向降息, 传递明确稳预期信号。2024年1月24日, 央行决定自2024年2月5日起, 下调金融机构存款准备金率0.5个百分点, 下调后金融机构加权平均存款准备金率约7.0%; 同时自1月25日起, 分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。此次央行降准力度超市场预期。为市场送来“万亿”利好。2023年来央行两次降准, 幅度都是0.25个百分点, 单次释放长期资金5000亿元左右。之所以选择春节前落地, 是因为历年一季度, 都是经济力拼“开门红”的重要窗口期, 且每年春节前夕, 受居民集中取现、企业发放工资以及长假因素等影响, 银行体系流动性一般会出现较大缺口。

图 11: 逆回购投放增量



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

图 12: 中美利差依然倒挂



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

超预期非对称降息, 后续宽松政策大概率延续。2月20日央行5年期以上LPR超预期调降25个基点(此前市场预期下调10-20个基点), 首次回落至4%以下, 本次5年期以上LPR下调是第二次(上一次在2022年5月)在MLF利率未下调的情况下发生的。2月MLF操作利率保持稳定, 意味着当月LPR报价的定价基础未发生变化, 但降准落地, 可为银行每年节约资金成本90亿元左右, 增加了报价行下调LPR报价加点的动力。在价格方面释放了稳增长、稳楼市政策加力的明确信号, 有助于提振投资者信心, 改善市场预期。后续仍有调降政策利率的必要, 短期国内物价水平仍依旧处于偏低状态, 考虑物价因素的企业和居民实际贷款利率仍面临一定上升压力, 通过下调政策利率引导名义贷款利率较快下行, 缓解实际利率上升压力的迫切性较高。

四、利率债发行进度偏慢

1-2月利率债发行进度偏慢，关注后续“赶进度”可能带来的发行冲击。地方债方面，截至3月1日，今年地方债共计发行9444.11亿元，其中新增债5759.44亿元（新增一般债1725.74亿元，新增专项债4033.70亿元），再融资债3684.67亿元（再融资一般债1368.03亿元，再融资专项债2316.64亿元）。

2月来看，地方债发行规模总体较1月有所上升，净融资规模小幅上升，净融资较去年同期小幅下降，发行类型以新增专项债与再融资专项债为主。2月地方债共计发行5600亿元，净融资规模为4132亿元，较去年同期减少1118亿元。2月地方债发行结构以新增专项债与再融资专项债为主，分别占当月地方债发行总量的61.9%与17.5%。新增专项债主要投向国家重大战略项目、市政和产业园区基础设施、保障性安居工程，占比分别为37%、31%和17%。2月发行的地方债平均期限较1月上升较大，2月平均发行期限为15.3年，比1月增加6.6年。具体来看，2月新增一般债和新增专项债的平均发行期限分别为11.0年和19.4年，再融资专项债和再融资一般债的平均发行期限分别为8.0年和7.5年。

截至3月1日，共有28个省份和5个计划单列市披露2024年1-3月地方债发行计划，披露总额共计17938亿元。其中，新增债券10472亿元，再融资债券7466亿元；一般债券6787亿元，专项债券11151亿元。2024年特殊再融资债已披露526亿元，其中贵州325亿元，天津201亿元。2023年以来发行特殊再融资债合计规模14411亿，披露规模位列前三的省份或计划单列市为贵州、天津、云南，分别为2588亿、1488亿和1256亿。预计3月发行将修复至往年正常水平，4月或继续“赶进度”，关注地方债发行放量对债市产生的供给冲击。

政策性金融债方面，1-2月累计净发行为-2804亿元，同比大幅下降4788亿元，1-2月利率债发行进度偏慢，年初往往是银行等配置盘集中进场的阶段，机构欠配叠加去年四季度以来央行的大额货币供应，一定程度上带来了“资产荒”的情况。

五、美联储降息预期

美联储降息的乐观情绪逐渐减弱，市场主流预期为，全年降息3-4次，但美联储各官员在不同场合的观点仍存在较大分歧。近日美联储主席鲍威尔表示，从目前的情况看，美国经济陷入衰退的风险很小，但他指出，鉴于无法确保降通胀会取得进一步进展，目前仍不清楚美联储何时可以降息以支撑当前的经济扩张。美联储3月议息会议前后是关键观察窗口，届时会释放更多信号。

美债收益率升至阶段性高位后回落，中美利差继续倒挂。随着美联储加息周期的结束，美债收益率见顶，中美利差有望逐步收敛，我国货币政策的外部压力也将有所缓解，空间随之打开。

第三部分 国债期货市场展望

政府工作报告确定了今年的GDP增速目标为5%。随着低基数效应褪去，今年要完成5%的增速目标需要加大政策支持。在财政和货币政策上面，“3%的赤字率+1万亿特别国债”略超市场预期，体现了积极财政靠前发力、引导预期。货币政策“灵活适度、精准有效”，意味着将根据不同的宏观背景灵活调整，积极适应不同宏观环境的变化，在稳增长、扩内需、巩固经济恢复基础的背景下将偏向宽松。

整体来看，政府工作报告显示的政策力度仍偏谨慎，目前在基本面未发生明显反转情况下，“债牛”趋势并未发生根本性改变，调整仍为阶段性。

短期来看，发行超长期特别国债将打压30年期国债走势，两会政策博弈仍在，1-2月物价和贸易数据陆续公布，扰动因素增多，或进一步放大市场波动，追涨需谨慎，关注政策出台及下一步万亿超长期国债的发行进度和资金投向，警惕3月供给等因素干扰。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8