

光而不耀，静水流深

——2024 年国债期货年报

刘晓艺

期货从业资格号：

F3012593

投资咨询从业证书号：

Z0012930

报告制作时间：

2023 年 12 月 5 日

审核人：周猛

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

2023 年降准降息带动广谱利率下行，国债期货走出长达半年的小牛市。下半年化债大幕拉起，高息资产越发稀少。欠配压力下，机构拉长久期增厚收益引发曲线走平。新常态下，如何把握 2024 年债市交易的风险和机会？本文将从宏观面、政策面和机构行为等层面展开分析，并提出操作建议。

■ 核心观点

- 2024 年在消费和地产增长动能偏弱的环境下，对政策较为敏感的基建和制造业在 2024 年需要承担更为重要的角色。宽财政政策前置发力，基建投资或呈现前高后低态势。制造业在企业补库拉动下投资增速有所回升，但受限于下游需求不足，回升力度有限。新旧动能转换期间，融资需求走弱，利率下行趋势难改。
- 伴随经济结构转型升级，政策调控思路改变。2024 年，货币政策将延续宽松基调，但政策重心在于配合财政政策稳增长，盘活存量贷款使用效率，优化贷款投向。考虑存款成本仍然是制约银行净息差回升的重要因素，后续降低实际贷款利率可能还是要依靠降低基准利率。
- 国债期货交易难点不在于判断降准降息，而在于判断资金宽松程度，贷款投放和政府债发行节奏对于资金面的冲击不容忽视。2024 年利率债净融资约 10.5 万亿元，供给压力小于 2023 年，发行节奏继续前置，预计二季度为供给高峰。
- 在经济低斜率复苏和化债工作继续推动的背景下，高息资产越发稀缺，固收资管机构负债端久期拉长、稳定性提升、配置压力仍在，信用利差和期限利差有进一步压缩空间。预估十年期国债收益率维持在 2.4%-2.75% 区间波动，T 主连合约波动区间 101-105。

目 录

1. 宏观预期反复博弈，债牛格局波澜不惊	2
1.1 市场情绪两次纠偏，国债期货拾级而上	2
1.2 资金主导曲线形态，牛陡熊平多次切换	3
2. 新旧动能转换时期，经济延续渐进修复	4
2.1 地产下行趋势难改，政策发力“三大工程”	4
2.2 库存进入回补周期，外需放缓制约幅度	6
3. 货币政策思路有变，配合财政或为主线	7
3.1 PPI 同比有望转正，警惕通胀预期扰动	7
3.2 汇率掣肘明显减弱，广谱利率有望再降	9
4. 化债工作继续推动，资产荒格局将延续	10
4.1 供给压力有所缓解，发行节奏再次提前	10
4.2 负债久期被动拉长，配置力量有增无减	12
5. 光而不耀静水流深，利率中枢再下一城	14
免责声明	16

1. 宏观预期反复博弈，债牛格局波澜不惊

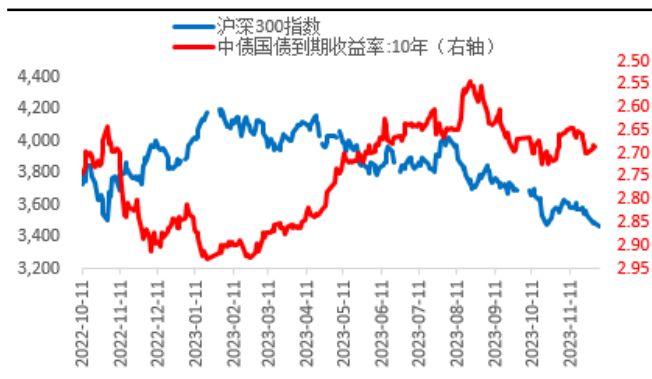
1.1 市场情绪两次纠偏，国债期货拾级而上

2023 年国债期货走出一轮小牛市，十年国债收益率从年初的 2.94% 一度下行至 2.54%。年内市场有存在 2 次明显转折。第一次转折点出现在 3 月两会，市场运行逻辑在于宏观层面的复苏强预期向弱修复预期切换，债市止跌转涨。第二次转折点出现在 8 月下旬，伴随资金面的收敛，市场流动性预期从乐观转向谨慎，债市一波调整开启。

具体看，年初国债期货整体延续去年四季度的复苏交易，稳增长政策密集出台，央行和银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，强调“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力”，延续实施碳减排支持工具等三项结构性货币政策工具，令宽信用预期升温，A 股和商品普遍上涨，债市承压下行。春节后，进入经济数据空窗期，股债市场对节前过于乐观经济复苏节奏进行纠偏，由于节前盘面已经对基本面复苏进行定价，节后债券开启修复，而股市高位震荡。3 月两会公布的 2023 年经济增长目标不及预期以及央行行长讲话释放降准信号点燃市场做多热情，期间美国银行业风险事件引发避险情绪升温，期货向上突破。4 月多地农商行下调存款利率，同时房地产销售再度放缓，银行间票据利率大幅回落佐证信贷放缓，基本面和流动性预期利好债市，机构开始加杠杆买债，银行间质押式回购成交量逐步抬升。5 月，随着宏观数据陆续公布，市场对于中期流动性预期依然乐观，城投债务和美国债务上限问题引发避险情绪，推动 10 年期国债收益率突破 2.7% 重要关口。6 月债市交易从降息预期到落地，随后止盈盘带动收益率小幅上行。但 7 月房企和信托相关风险事件令降准降息预期再度升温，银行间杠杆率居高不下。8 月央行再度降息，但汇率贬值加速、资金外流、政府债发行加快使得银行间资金面开始收敛，叠加月末地产政策接连放松和活跃资本市场政策落地，股债强弱切换。9 月央行再度降准，并于当日重启 14 天逆回购（下调利率 20BP），锁短放长操作刺激信贷投放，宽信用信号确认，债市多头选择兑现盈利离场，国债陷入震荡。10 月特殊再融资债集中发行，大行为承接政府债减少资金融出，加剧非银融资压力，月末隔夜回购利率创历史新高，债市延续调整。11 月资金面稍有

缓解，但月内金融工作会议令降准降息落空，十债快速突破 2.7% 关口。

图 1.1：十年国债收益率（%）与沪深 300 指数（点）



资料来源：Wind，一德期权部

图 1.2：十年国债收益率（%）与南华工业品指数（点）



资料来源：Wind，一德期权部

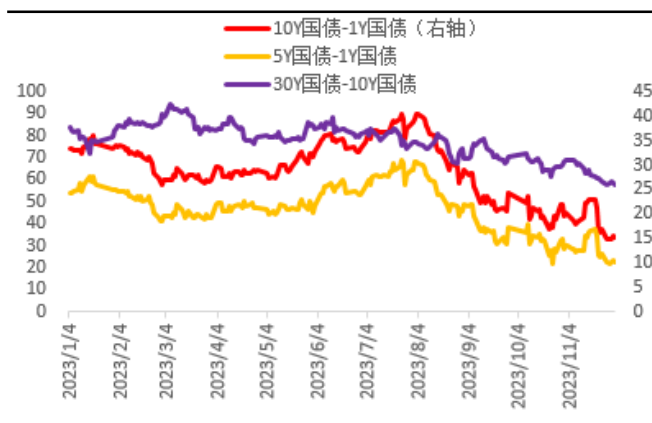
1.2 资金主导曲线形态，牛陡熊平多次切换

2023 年国债收益率曲线先熊平向牛陡变化，再向熊平变化，资金利率是收益率曲线变化的主要驱动。年初大量信贷投放消耗银行超储，银行资金面逐渐收敛，考虑春节前取现需求增加，央行加大公开市场投放呵护资金面，但银行间资金利率较 2022 年 12 月明显抬升，驱动短债收益率上行超过长债。春节过后，现金回流银行系统缓慢，叠加公开市场操作大量到期，月中缴税期资金面明显趋紧，同业存单利率上行超过政策利率，长债修复前期基本面乐观预期的同时，短端利率仍在上行，带动曲线进一步平坦。3 月开始，信贷投放减弱，大行融出增加，同业存单利率止升回落，月中降准后流动性预期转向乐观，中短债收益率率先下行，而长端利率在基本面走弱和避险情绪作用下小幅下行，期限利差开始走扩。4 月地产销售再度放缓，4 月 21 日央行官员在新闻发布会上确认货币政策没有拐弯，打消市场担忧，收益率曲线整体下移。5 月银行间资金利率中枢再下台阶，3 个月期 Shibor 利率快速回落带动国债曲线明显陡峭。6 月中旬降准兑现后，债市博弈稳增长政策升温，多头离场带动期货回调。但季末开展再贷款再贴现操作、跨季资金宽松和经济刺激政策不及预期使得债市信心快速修复。7 月银行间资金面较为宽松，叠加降准预期升温，曲线牛陡峭演绎到极致。8 月中美利差倒挂加剧加重资金外流压力，银行间流动性开始收紧，收益率曲线向熊平演绎。9 月

政府债发行加速，央行降准释放 5000 亿流动性，期限利差短暂企稳。10 月再融资债集中发行造成资金面明显收紧，11 月金融工作会提及打击资金空转，降准降息彻底落空，曲线熊平演绎到极致。

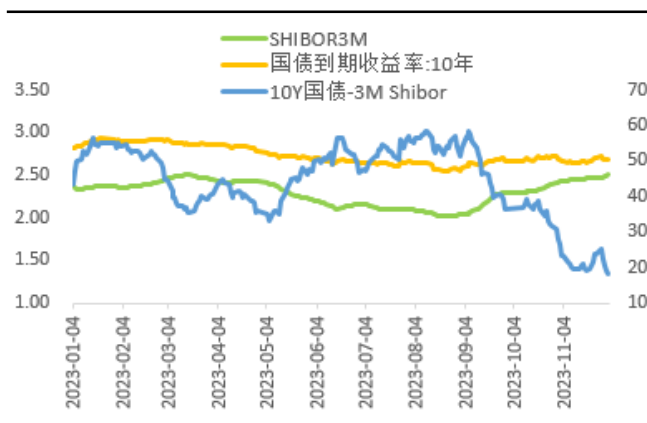
总的来看，资金面主导了 2023 年收益率曲线变化，长债走势相对短债缺乏弹性。2024 年债券市场又将如何演绎，收益率曲线形态会如何变化？本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析，并提出操作建议。

图 1.3: 国债期限利差 (BP)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 1.4: 3 个月 Shibor 和国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

2. 新旧动能转换时期，经济延续渐进修复

2.1 地产下行趋势难改，政策发力“三大工程”

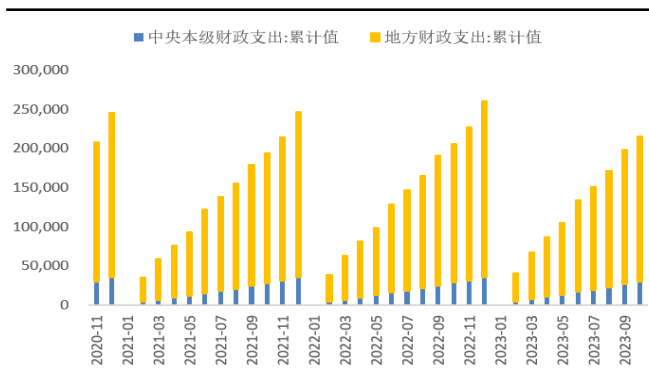
2022 年以来，受地产链条不景气影响，地方土地财政压力不断加大。2023 年，财政支出明显放缓，进而拖累基建投资增速。年内部分地区城投违约令隐债担忧加剧，地方政府加杠杆有心无力，使得基建投资严重依赖中央政府资金支持。2023 年下半年，决策层针对地产、地方化债和消费的政策陆续推出。其中，房地产政策受到市场的普遍关注。8 月末，房地产政策接连落地，下调首付比例、二套房贷利率政策下限、存量房贷利率，以及一线城市实施认房不认贷，政策落地速度和力度均超市场预期。但受限于房价预期的改变和疫后居民收入放缓预期，地产销售端回暖并不明显，地产投资

增速仍在下滑。另外，目前民营房企风险尚未出清，拿地、施工、开工表现依旧低迷，从土地成交领先地产投资 6-12 个月时间推算，明年地产投资依然面临下行压力。

另外，今年以来政治局会议和国常会多次强调城中村改造，尽管目前推进较慢，但市场较为关注其对地产投资的拉动作用。不同于棚改，城中村改造针对于超大特大城市，其涉及体量和货币安置化程度均小于棚改，对地产销售拉动较为有限，但其可以激发上下游相关产业发展活力，带动一定有效投资和消费。城中村改造资金来源是关注重点。尽管监管层更偏向鼓励和支持民间资本参与，但考虑项目周期长、成本大、涉及主体多，需要长期低成本的资金，在当前地方财政承压的背景下，后续政策性工具推出概率较高。近期媒体报，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”有望获得更多中长期低成本资金支持，投资者可重点观察 PSL 投放情况。

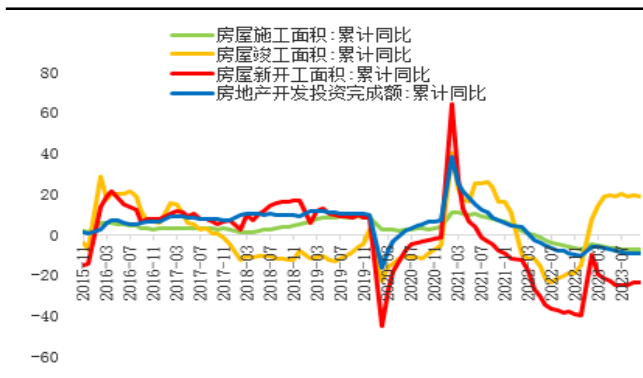
从历史经验看，PSL 往往在宏观政策到微观主体的传导约束的背景下推出。当前宏观环境类似，低成本的 PSL 推出恰逢其时。考虑 PSL 兼具“类财政”和“宽货币”属性，其对债市影响尚难确定。短期影响可能来自于两方面：一是市场对基本面修复预期改善，可能对利率形成向上的推动效果；二是资金面波动，PSL 采取先贷后借模式，其对于资金面的扰动还在于商业银行在“贷”、“借”之间存在时间差，先投放信贷资产，后提供基础货币支持，流动性波动可能无法避免，还要关注 MLF、逆回购等工具是否会有配合。中长期影响取决于信贷结构能否改善。

图 2.1：中央和地方财政支累计值出（亿元）



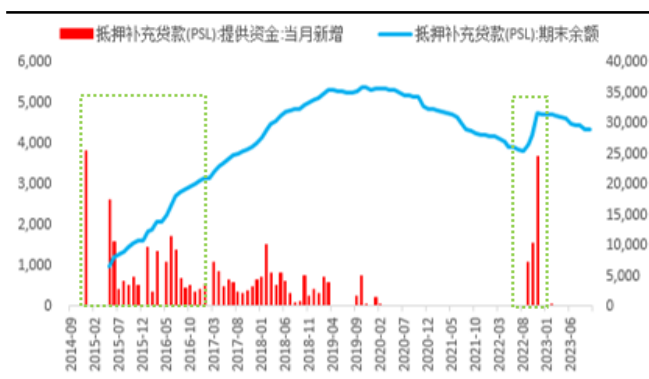
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.2：房地产投资、施工、竣工、新开工增速（%）



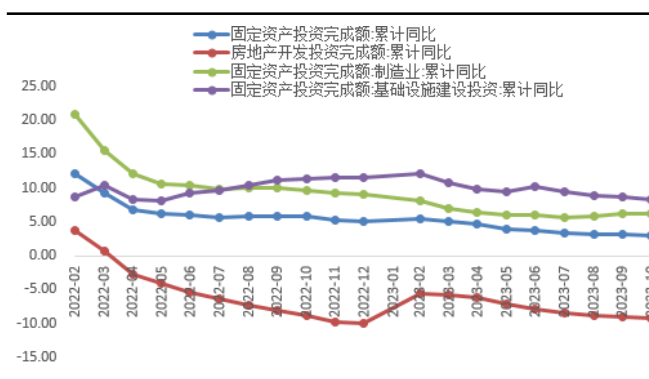
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.3: PSL 投放和期末余额 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.4: 固定资产投资增速 (%)



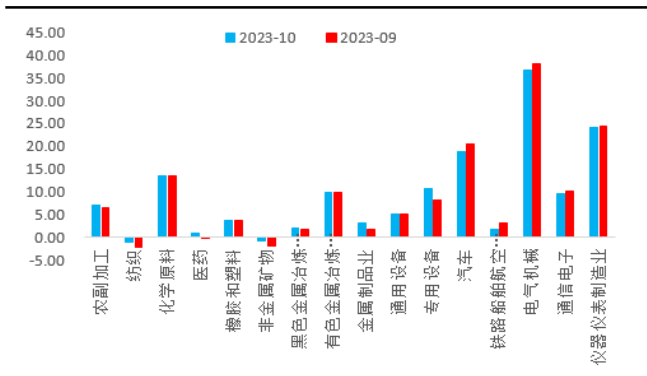
资料来源: Wind, 一德期权部

2.2 库存进入回补周期, 外需放缓制约幅度

在消费和地产增长动能偏弱的环境下,对政策较为敏感的基建和制造业在 2024 年需要承担更为重要的角色。2023 年 10 月 24 日人大常委会批准国务院增发 2023 年特别国债 1 万亿元。与以往不同,此次特别国债增发计入财政赤字,彰显中央政府稳增长的决心,也为后续财政政策加码打开空间。增发 1 万亿特别国债集中用于灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板,并全部通过转移支付安排给地方,今年拟安排使用 5000 亿元,结转明年使用 5000 亿元,有望填补财政自有资金不足对基建的支撑。另外,财政部有关负责人日前表示,将提前下达 2024 年度部分新增地方债务额度,合理保障地方融资要求。宽财政前置发力的假设下,预计 2024 年年初基建投资将回升至 9% 以上。

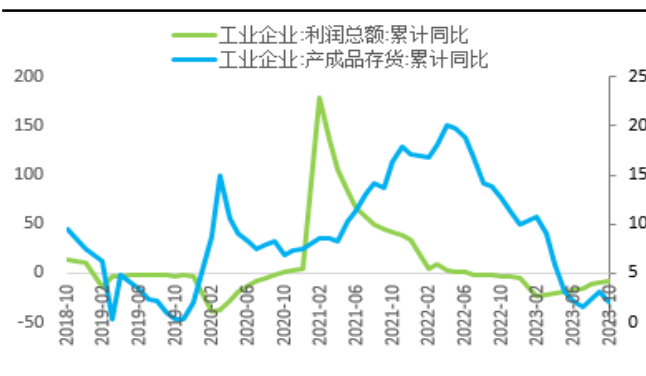
自 2022 年四季度开始,我国出口明显放缓,叠加工业企业利润走低,制造业投资增速持续放缓。2023 年三季度工业企业利润触底回升,带动制造业投资均出现边际改善。目前企业低库存处于历史低位,后续若通胀回升带动企业利润持续修复,企业或进入主动补库周期,拉动制造业投资回升。但值得注意的是,2023 年二季度以来出口的再度放缓或预示着外部环境的恶化,四季度高端制造业和传统制造业的投资需求的放缓也佐证出口压力加大。考虑地产、消费、出口等下游需求不足,2024 年制造业投资回升力度有限。

图 2.5: 制造业投资增速 (%)



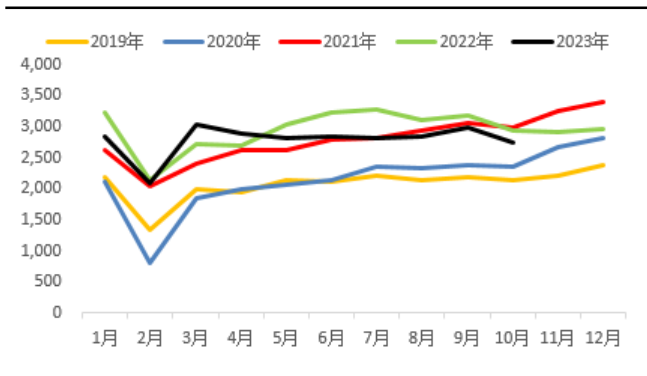
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.6: 工业企业利润和产成品存货累计同比 (%)



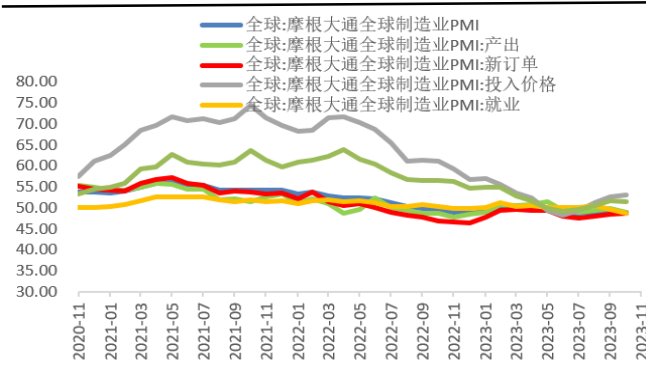
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.7: 出口金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.8: 全球制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3. 货币政策思路有变, 配合财政或为主线

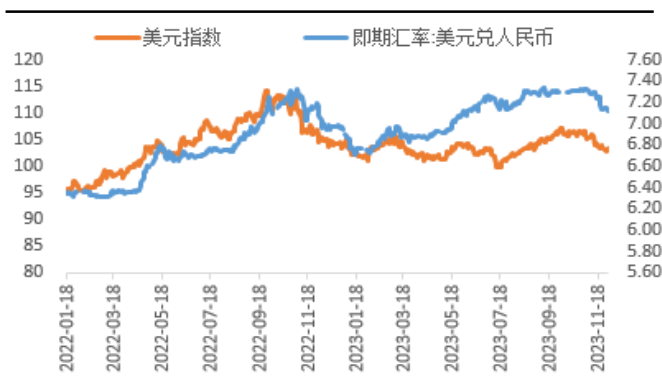
3.1 PPI 同比有望转正, 警惕通胀预期扰动

2023 年下半年, 得益于基数走低、能源价格走升和汇率变化, PPI 同比触底反弹。2023 年 7 月以来, 原油与美元指数双双走强打破市场传统认知。美国经济数据强于其他国家, 美债供需推高美债收益率, 以及原油供给问题, 是油价上涨并和美元指数形成强相关性的主要原因。9 月初沙特阿拉伯和俄罗斯分别宣布主动减产原油措施将延续至今年年底, 随后俄罗斯禁止柴油和汽油出口后, 更凸显了能源供给的压力。11 月底部分 OPEC+ 国家宣布 2024 年一季度额外减产 220 万桶/天, 同时美国页岩油企业维持谨慎增产, 支撑油价高位运行。往后看, 美联储加息接近尾声市场对于降息的炒作或进一步带动油价上行。但美联储转向降息意味着经济动能弱, 从而抑制需求的回升,

因此，2024 年油价的走升对 PPI 拉动效果较为温和，预计年末 PPI 同比将回升至零以上。

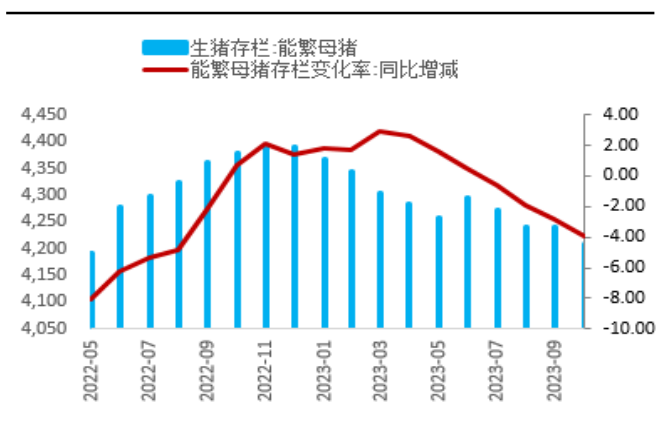
CPI 方面，四季度受猪价回落影响 CPI 同比回落至零以下，但剔除食品和能源价格的核心 CPI 并未创新低，表明内需已经进入修复通道。考虑 2023 年下半年生猪存栏已经见顶回落，预计 2024 年二季度猪肉价格将止跌企稳。2024 年在需求温和回升和经济渐进复苏的大趋势下，预计 CPI 同比将回升至 1.5% 左右。总的来看，2024 年通胀指数延续温和回升态势，对于货币政策影响有限。但需要警惕的是，市场可能提前炒作美联储降息拉升大宗商品价格，从而带来通胀预期的扰动。

图 3.1：美元指数与人民币兑美元即期（元/美元）



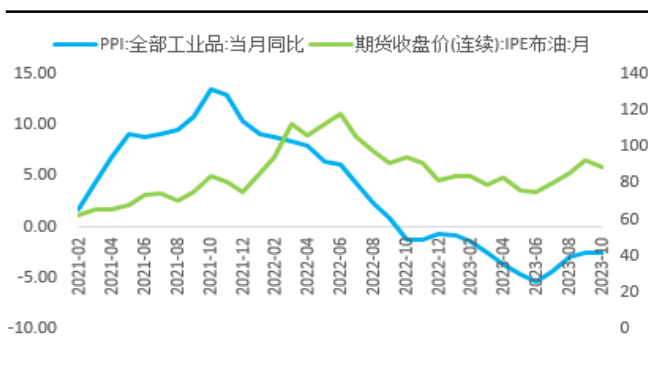
资料来源：Wind，一德期权部

图 3.3：能繁母猪存栏（万头）



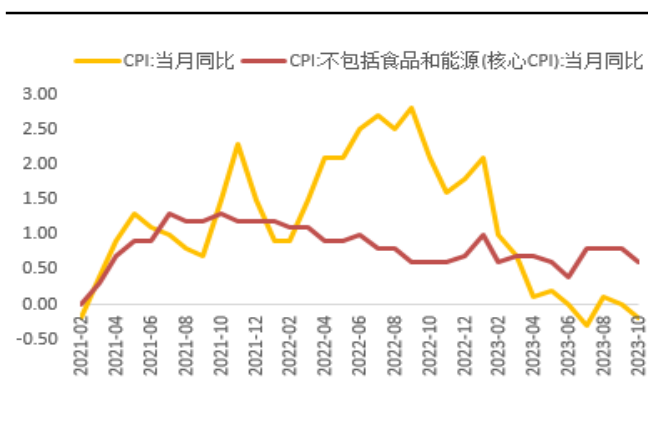
资料来源：Wind，一德期权部

图 3.2：PPI 同比（%）和油价（美元/桶）



资料来源：Wind，一德期权部

图 3.4：CPI 同比与核心 CPI 同比（%）



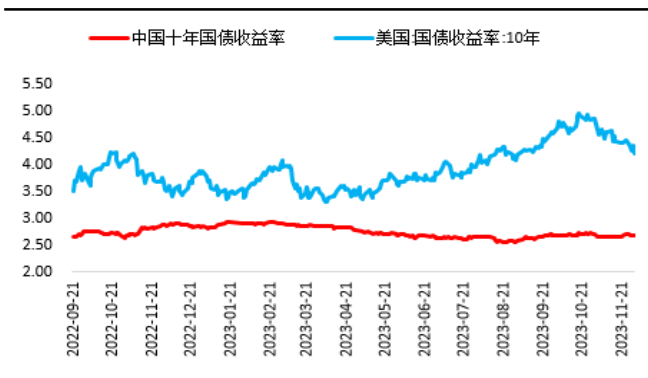
资料来源：Wind，一德期权部

3.2 汇率掣肘明显减弱，广谱利率有望再降

2023 年上半年伴随降准降息，银行间资金利率逐步走低。8 月下旬开始，银行间资金利率中枢悄然上升。尽管央行在 9 月中旬降准 0.25 个百分点、10 月下旬加大日内公开市场投放、11 月中旬 MLF 超额续作量创历史新高，但受汇率贬值和资金外流影响，银行间资金面宽松程度没有回到 7 月宽松水平。实际上，8 月以来货币政策在汇率约束下调控思路已经发生改变。目前处于新旧动能转换期，经济内生增长压力仍存，而外部金融紧缩环境虽有缓解但威胁仍在，这使得货币总量工具投放越发谨慎，流动性的投放主要配合政府债发行和广义财政工具的使用。《2023 年第三季度货币政策执行报告》着重强调“把握好利率、汇率内外均衡”，可见稳汇率依然是政策重点目标之一。尽管年末汇率受前期稳汇率政策起效和出口商年底结汇影响，汇率压力有所缓解，但考虑 2024 年国内经济渐进修复和息差压力，流动性投放约束仍在。后续央行将结合政府债券发行的形势需要给予政策配合。具体形式上，今年底到明年以 PSL、政策性金融工具、地产定向贷款等形式政策工具可能推出，定向给予流动性支持。

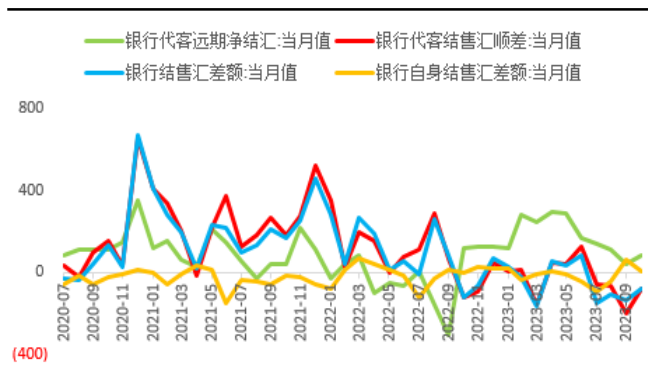
从近期释放的信号来看，决策层对信贷总量增长放缓的容忍度提升，“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”的表态意味着信贷增长质重于量。未来政策重心或在于盘活存量贷款的使用效率，优化贷款投向。不过，只要监管层对经济增速还有诉求，货币政策仍会发力助力稳增长和宽信用。当前利率传导机制依然不畅，存款成本仍然是制约银行净息差回升的重要因素，后续降低实际贷款利率可能还是要依靠降低 LPR，考虑“稳定银行成本”压力后，政策或首先落脚在推进存款利率市场化调整，进一步调降存款利率可期。对于国债期货交易而言，难点不再是有没有降准降息，而在于资金能不能显著宽松。从今年前 11 个月情况看，债市投资者需要特别关注银行贷款投放和政府债发行节奏。在货币政策更加精准有力的背景下，贷款和政府债的阶段性放量对于资金面的冲击不容忽视，配置盘找到较好介入点位，而交易盘则需适当防守。

图 3.5: 中美十年国债收益率 (%)



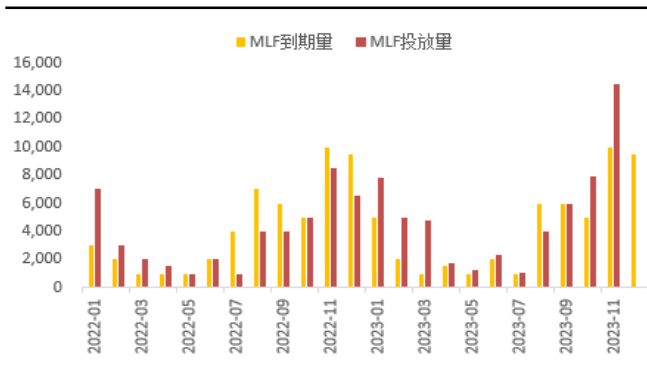
资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.6: 银行代客收付汇差额 (亿美元)



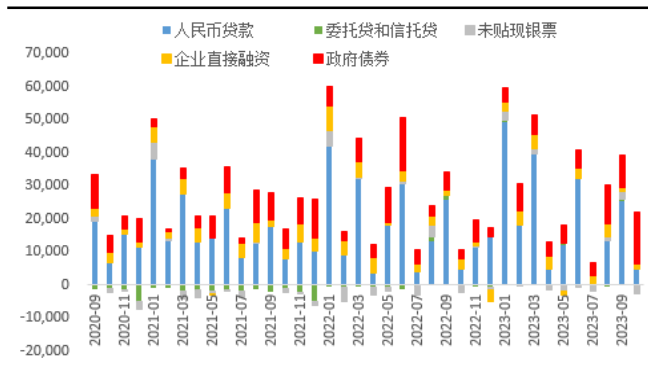
资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.7: MLF 到期量和投放量 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.8: 社会融资规模 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

4. 化债工作继续推动, 资产荒格局将延续

4.1 供给压力有所缓解, 发行节奏再次提前

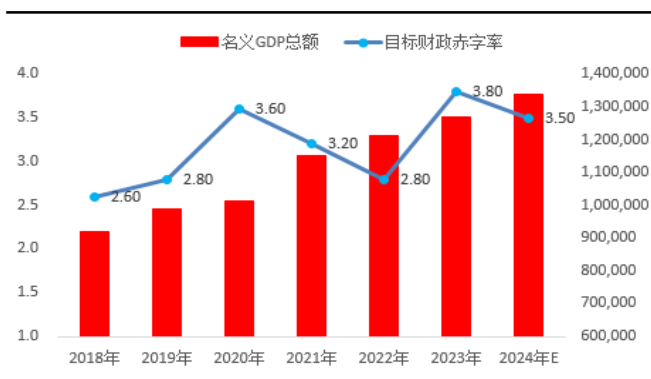
2023 年四季度增发 1 万亿元特别国债, 并计入财政赤字 (实际 4.88 万亿元), 财政赤字率从年初 3% 上调至 3.8%。加总新增地方债和新增政策性金融债, 2023 年全年利率债净融资量约 11.7 万亿元。考虑 2024 年财政政策大概率较 2023 年更加积极, 2024 年财政赤字率超过 3% 可能性较大。假设 2023、2024 年实际 GDP 增速分别为 5% 和 5.2% 估算, 则 2023、2024 年 GDP 总额分别为 127 万亿元和 133.7 万亿元。按 3.5% 赤字率估算, 2024 年财政赤字规模为 4.68 万亿元。

参照 2023 年中央和地方财政赤字占比估计, 2024 年国债和一般地方债新增额度

分别为 4 万亿元和 0.69 万亿元。地方专项债方面，考虑地方债务压力，假设新增专项债额度持平 2023 为 3.8 万亿元。另外，近 5 年普通再融资债接续比例持续维持在 86%，按照此比例计算，2024 年将释放 4160 亿元空间。2023 年增发的特殊再融资债券的额度来源于地方政府债务限额-余额这一空间，2024 年结存限额空间预计小幅扩大至 1.9 万亿元附近，但仍处于历史偏低位置，对地方债的增发或有所约束。综上，预计 2024 年国债和地方债新增额度分别约为 4 万亿元和 4.01 万亿元。

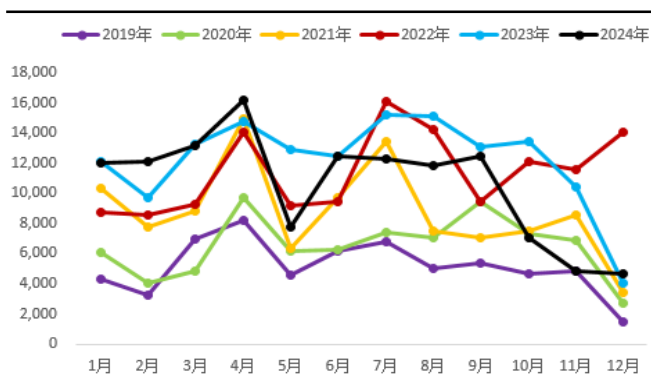
政策性银行债方面，近 5 年政策性银行债平均每年净融资规模 2 万亿元。2024 年若 PSL 重启，证金债净融资或较 2 万亿元略有增加。保守估计，2024 年利率债净供给 10.5 万亿元，较 2023 年减少 1.2 万亿元。发行节奏上，考虑稳增长压力，2024 年政府债发行可能继续前置，预计二季度仍为供给高峰。近期，财政部有关负责人表示，将提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度，合理保障地方融资需求。如果按照 60%的比例顶格下达，明年新增地方债提前批额度将达到 2.71 万亿，专项债、一般债额度分别为 2.28 万亿、0.43 万亿。

图 4.1：名义 GDP 总额（亿元）和财政赤字率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.3：利率债月度到期量（亿元）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.2：全年利率债发行量预估（亿元）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E
财政赤字率	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.8%	3.5%
财政赤字规模	27600	37600	35700	33700	48800	46800
中央财政赤字	18300	27800	23800	26500	31600	39900
地方财政赤字	9300	9800	11900	7200	7200	6900
地方专项债额度	21500	37500	36500	36500	38000	38000
特别国债额度	0	10000	0	7500	10000	0
国债到期量	24094	30820	39102	71475	69762	58629
地方债到期量	13151	20747	26680	27758	36647	29758
政策性银行债到期量	24574	26547	32909	37726	40192	38633
国债发行量	41332	71173	62902	97222	111362	98529
地方债发行量	43624	64438	75080	73556	92000	74658
政策性银行债发行量	38237	52031	55945	58405	60288	58633
利率债净融资	61374	109528	95236	92224	117049	104800

资料来源：Wind，一德期权部

图 4.4：地方债提前批额度（亿元）

批次	下达时间	专项债额度	下达额度占上年比重	一般债额度	下达额度占上年比重
2019年提前批	2018年12月	0.81	60.0%	0.58	69.0%
2020年提前批	2019年11月	1	60.0%	0.558	60.0%
2021年提前批	2021年3月	1.77	47.2%	0.588	60.0%
2022年提前批	2021年12月	1.46	40.0%	0.328	40.0%
2023年提前批	2022年11月	2.19	60.0%	0.432	60.0%
2024年提前批	?	?	?	?	?

资料来源：Wind，一德期权部

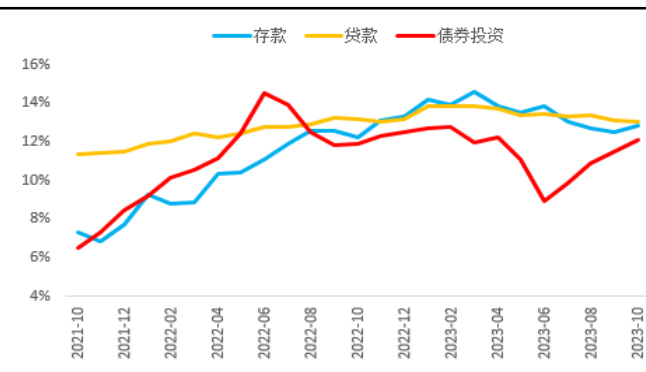
4.2 负债久期被动拉长，配置力量有增无减

2023 年，债市的主要买盘力量来自于中小行和保险机构，存款和保费的快速增加使得二者全年面临较大配置压力。受 2022 年底债市调整影响，2023 年一季度理财资金大量回表、存款定期化加剧，导致银行负债成本不降反升。叠加年初信贷集中投放，银行系统结构性负债压力加大，同业存单利率持续走升，“大行放贷、小行买债”的行为分化非常明显。3 月中旬降准落地后，商业银行负债压力有所缓解。进入二季度后，随着信贷需求的放缓，商业银行配债约束进一步减弱。4 月多地农商行下调存款利率，叠加房地产销售再度走弱，“钱多”逻辑开始主导债市，机构开始加杠杆买债，银行间质押式回购成交量逐步抬升，直到 6 月降息落地前后，国债收益率先是创年内新低，随后止盈盘带动收益率小幅上行。但 7 月房企和信托相关风险事件令降准降息预期再度升温，银行间杠杆率居高不下。8 月中旬央行下调 7 天逆回购和 1 年期 MLF

利率 10BP 和 15BP，短端政策利率调降幅度低于长端释放较强的宽信用信号，随后房地产政策放松，部分机构选择止盈离场。9 月专项债加快发行、10 月超万亿特殊再融资债袭来，大行为承接政府债减少资金融出，造就了国债的一波调整行情。进入 11 月资金面有所转松，但同业存单利率不断提价表明大行负债压力仍在，资产荒背景下负债稳定的中小行选择规避受资金面波动较大的短久期资产，并拉长久期增厚收益。

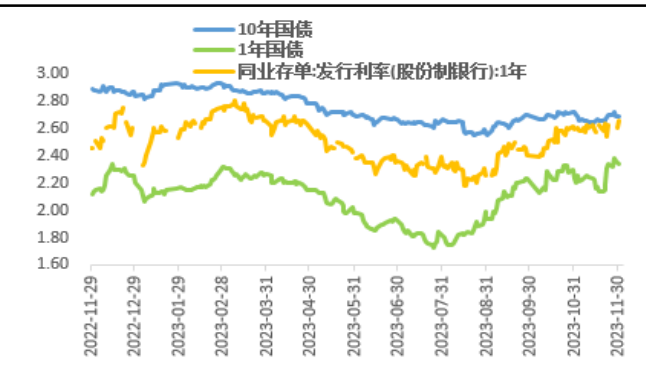
同样面临着资产荒问题的还有保险公司。根据国家金融监督管理总局数据统计，前三季度，保险业实现原保险保费收入 4.25 万亿元，同比增长 10.98%。资金运用方面，截至 9 月末，保险业资金运用余额 26.97 万亿元。其中，银行存款、债券、股票和证券投资基金投资占比分别为 10.11%、43.98%、12.82%。存款利率下降、股票表现不佳、非标增长缓慢，使得债券配置占比快速抬升。从托管数据来看，10 月调整行情中，险资增持国债和地方政府债，与银行一同成为托市主力。展望 2024 年，在经济难有强劲复苏的情况下，广谱利率下行的趋势仍会延续，这有利于固收资管机构负债端久期拉长和稳定性提升，银行、保险等配置机构对再投资风险担忧会慢慢超越对利率风险的担忧，对于偏长久期的品种需求会有所提升。另外，在化债工作继续推动背景下，高息资产越发稀缺，也会导致负债稳定机构配置压力的增加，从而更加青睐于长久期资产。

图 4.5: 大型商业银行存贷款和债券投资增速 (%)



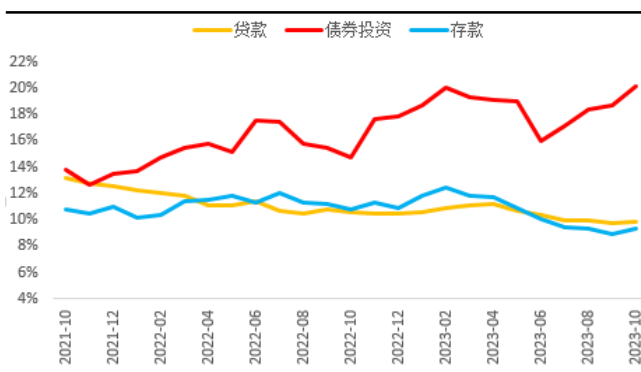
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.7: 同业存单利率与国债收益率 (%)



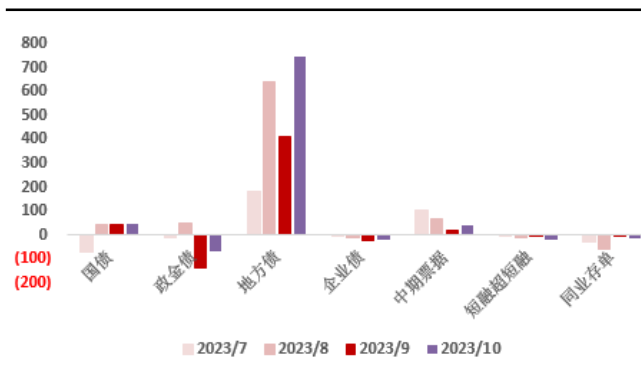
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.6: 中小型商业银行存贷款和债券投资增速 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.8: 保险机构环比增持债券规模 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

5. 光而不耀静水流深，利率中枢再下一城

2024 年在消费和地产增长动能偏弱的环境下，对政策较为敏感的基建和制造业在 2024 年需要承担更为重要的角色。宽财政政策前置发力，基建投资或呈现前高后低态势。制造业在企业补库拉动下投资增速有所回升，但受限于下游需求不足，回升力度有限。新旧动能转换期间，融资需求走弱，利率下行趋势难改。

伴随经济结构转型升级，政策调控思路改变。2024 年，货币政策将延续宽松基调，但政策重心在于配合财政政策稳增长，盘活存量贷款使用效率，优化贷款投向。考虑存款成本仍然是制约银行净息差回升的重要因素，后续降低实际贷款利率可能还是要依靠降低基准利率。

国债期货交易难点不在于判断降准降息，而在于判断资金宽松程度，贷款投放和

政府债发行节奏对于资金面的冲击不容忽视。2024 年利率债净融资约 10.5 万亿元，供给压力小于 2023 年，发行节奏继续前置，预计二季度仍为供给高峰。


在经济低斜率复苏和化债工作继续推动的背景下，高息资产越发稀缺，固收资管机构负债端久期被动拉长、稳定性提升、配置压力仍在，信用利差和期限利差有进一步压缩空间。预估十年期国债收益率维持在 2.4%-2.75% 区间波动，T 主连合约波动区间 101-105。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn