

供给放量难改趋势， 债牛歇脚蓄力再发



汇报人：刘晓艺

期货从业资格号:F3012593

投资咨询从业证书号:Z0012930

审核人:周猛

2024年4月11日



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

多重利好共同推动，债市开年表现惊艳

在地产投资趋势下行和地方化债的大背景下，高息资产越发稀少，资产荒矛盾逐渐凸显。负债端稳定的保险和商业银行在缺资产的情况下，抢配超长债和长债，拉长久期以增厚组合收益，是国债收益率牛平变化的根本原因。另外，一季度地方债发行速度较慢，以及权益资产超预期调整情况下资金利用国债避险，都加剧债市资产荒的矛盾。

十年国债收益率 (%) 与沪深300指数 (点)



资料来源: wind, 一德期货

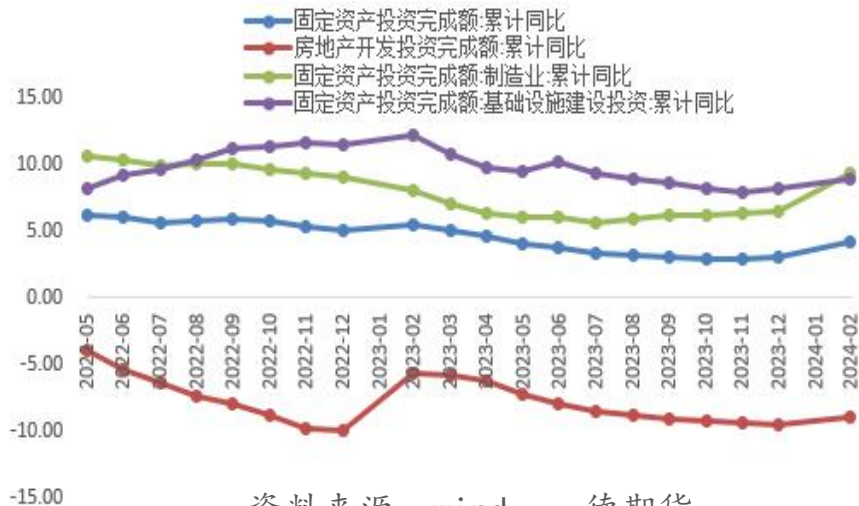
国债期限利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期货

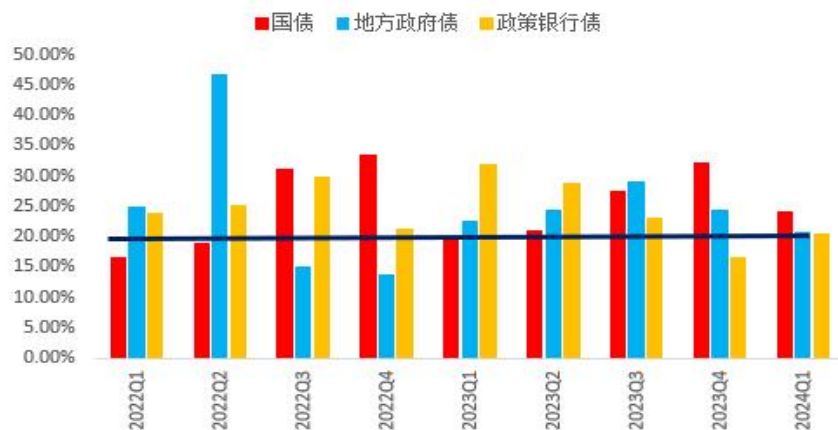
地产下行趋势难改，基建投资增速加快

固定资产投资同比增速 (%)



资料来源: wind, 一德期货

利率债季度发行节奏 (%)



资料来源: wind, 一德期货

- 2024年一季度房地产投资下行以及基建投资修复偏缓成为经济增长的重要拖累。不过，二者走弱的原因有所不同。前者受累于预期，后者受制于资金。
- 一季度政策加码房地产供需两端，多地限购政策放松、千亿元住房租赁团体购房贷款批复、房企项目白名单、2月LPR非对称调降，释放出强烈稳地产信号。但受限于房价预期的改变和疫后居民收入放缓预期，商品房整体销售回暖并不明显。二季度关注二手房成交热度能否向新房成交传导。
- 二季度专项债发行加快，特别国债可能发行，此前基建项目缺资金的问题得以改善，投资增速有望回升。但受限于土地财政承压，以及多地强调加强债务管控（国务院35号文和47号文，严控高债务省份新建投资项目），基建回升空间依然有限。

内外库存周期共振，制造业强势或延续

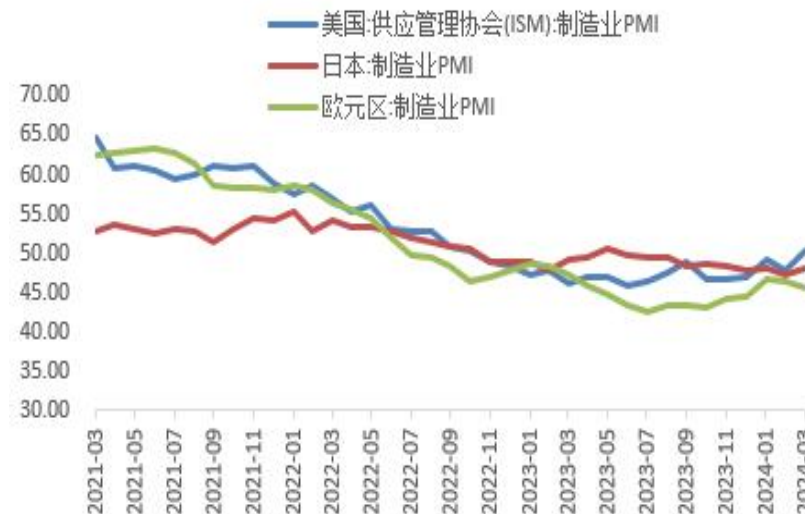
2023年下半年工业企业利润开始触底回升后，叠加产成品库存处于历史低位，部分企业开启主动补库周期，拉动制造业投资回升。2024年一季度上游原材料普遍下跌，中下游企业利润的进一步修复，带动企业生产和投资速度加快，1-2月规模以上工业增加值和制造业投资同比增速分别录得7%和9.4%。外需方面，美国库存总额已连续3个月回升，基本确认了美国自去年底进入主动补库周期。二季度中美制造业库存周期共振，制造业投资仍将维持强劲增长。

工业企业利润和产成品存货累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德期货

美、日、欧制造业PMI (%)



资料来源: wind, 一德期货

降准配合必要性强，降息时点可能延后

**“在经济回升过程中，也要
关注长期收益率的变化”**

货币政策宽松基调未变，但利率下行节奏将放缓。

避免商业银行资产端和负债端收益率形成快速正反馈！



稳增长需求仍在

充实货币政策工具箱，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。

外部风险尚存

坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化。

侧重结构性货币工具

4月7日，央行设立科技创新和技术改造再贷款，合计5000亿。

银行息差回落低位，负债荒问题逐渐显现

二季度通胀读数回升有助于降低实际利率，在基本面没有明显转弱的情况下，降息的必要性不强。另外，考虑美联储降息开启时点，二季度汇率对于货币宽松仍有一定约束，MLF降息大概率推迟到下半年。不过，从商业银行净息差角度看，当前贷款利率下行至历史低位的情况下，不排除存款利率再度下调以降低银行负债压力的操作。

定期存款利率-CPI同比 (%)



资料来源：wind，一德期货

新浪财经 7x24 小时快讯

04月10日 13:01:49

【招商银行不再新发三年期、五年期大额存单产品】从招商银行客户经理处获悉，目前该行已不再新发三年期、五年期大额存单产品额度，部分金融消费者疑惑招商银行为何不再新增额度？对此招商银行表示，目前客户存款意愿较强，银行流动性相对充裕，但资产端投放相对乏力，这种情况下，压降成本较高的中长期定期存款或存单可以更好地管理净息差，如控制资金成本较高的三年期以上的大额存单额度。目前可能只是暂时停发，银行压降成本较高的中长期定期存款或存单并不是无限度的，会根据流动性状况、资产负债结构进行动态调整。（中证金牛座）



新浪财经客户端
Sina Finance Mobile Version



特别国债或将发行，供给影响难以评估

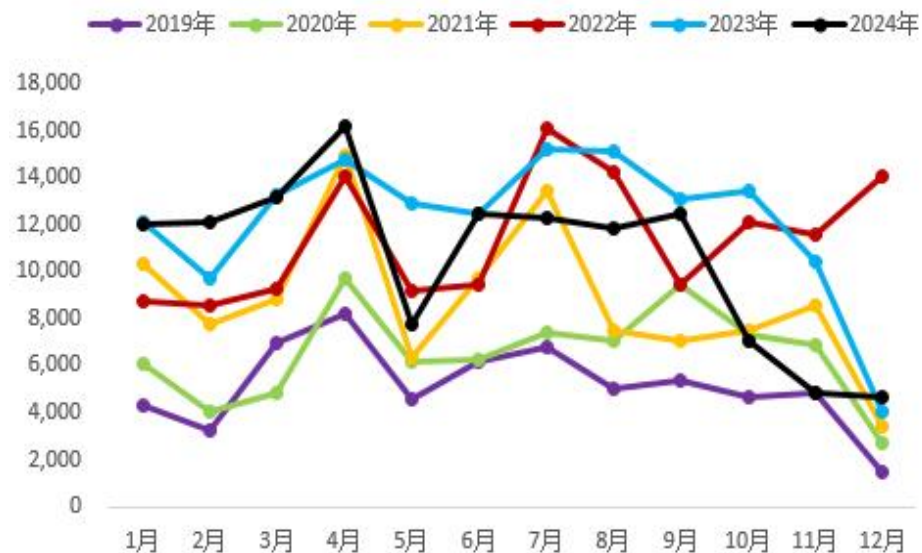
- 超长债发行对债市冲击在于供给而非资金面。需要关注其发行方式（定向/市场化/二者结合）。
- 参考1998年和2023年特别国债发行前的降准操作，若特别国债集中发行，货币政策会给予配合。
- 二季度利率债的净融资规模压力并不大，预计二季度地方债发行规模2.51万亿元，净融资规模为1.51万亿元；一般国债发行规模2.38万亿元，净融资规模0.16万亿元；政金债发行规模1.62万亿元，净融资规模0.74万亿元。假设1万亿特别国债集中二季度发行，二季度利率债净融资规模3.41万亿元，略高于去年同期2.9万亿。

利率债年度净供给预估（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%	3.88%	3.0%
财政赤字规模	27600	37600	35700	33700	48800	40600
中央财政赤字	18300	27800	23800	26500	31600	33400
地方财政赤字	9300	9800	11900	7200	7200	7200
地方专项债额度	21500	37500	36500	36500	38000	39000
特别国债额度	0	10000	0	7500	10000	10000
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	102029
地方债发行量	43624	64438	75080	73556	92000	75958
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	109600

资料来源：wind，一德期货

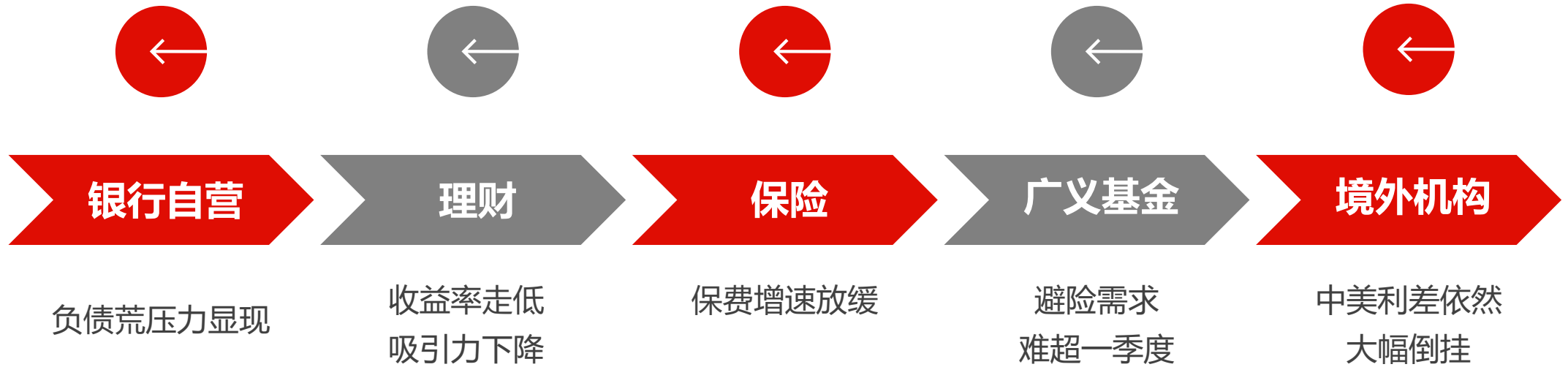
利率债月度到期量（亿元）



资料来源：wind，一德期货

供需减矛盾缓和，配置力量蓄势待发

- 考虑二季度MLF降息落空、全年经济缓慢修复、下半年广谱利率仍有调降可能，银行、保险等配置机构依然不会轻易下车，静候调整后的上车机会，而基金等交易型或倾向于高位减仓，等待新的驱动出现。
- 从估值角度看，10年国债收益率与1年期同业存单利率压缩到历史低位，历史极值水平为二者倒挂10BP，二季度降息落空或资金利率不出现大幅下行情况下，十年国债收益率下行空间有限。预估十年期国债收益率维持在2.2%-2.45%区间波动，T主连合约波动区间103-105.5。



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