

监管和政策预期加码， 债期无远忧有近虑

摘要

短期来看，目前来看难以确定债期的调整结束，可以确定的是，债期难以快速重回近一年半流畅的涨势。一方面机构的行为相对隐性，难以有效监测，抑制债券投资，防止影响实体贷款投放的需求仍在，不排除“看不见的手”再度影响，比如近期再度传闻公募基金银行间杠杆压降。二是上半年财政端谨慎，偏弱的宏观数据可能引发政策转向的可能，数据越“抑”，政策预期越扬。如一线房地产政策可能松动，房地产的融资机制在落实等。

中长期来看，当下经济仍面临一些堵点。第一是微观主体活力不强，融资需求不佳。社会融资活动疲软，中小微企业和商户生产经营活动面临较大挑战。赚钱效应不佳、企业现金流承压、周转困难导致经营不善甚至倒闭，企业主动融资扩产意愿不强，外资出现流出。第二是就业环境不佳，居民收入预期恶化，储蓄意愿提升，消费意愿下滑。伴随着实体经济下滑，就业市场惨淡，大环境的改变和信心的扭转不是一朝一夕可完成的。三是地产压力仍存，弱预期高库存和低周转导致地产资金回流偏慢，保交楼进展偏慢且政策空间较为有限。地产出清、地方政府化债和结构性改革仍是贯穿 2024 年的主旋律，在土地财政和债务驱动逐步淡出的新常态阶段，“资产荒”有望延续，机构的配置压力仍较大。相较于其他大类资产，利率债仍是安全性较高的选择。

宏观金融

季度报告

2024 年 3 月 31 日

国贸期货

樊梦真

从业资格号：Z0014706

投资咨询号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

1 债期长端强于短端，投机性增加

年初以来，国债期货延续 2023 年强势势头，单边走升，在 3 月 7 日再创新高后，掉头直下开启久违的调整。以趋势最为明显的三十年期主力合约为例，2024 年以来 TL2406 从 101.5 上涨站上 108，涨幅约 6.4%，近四个交易日连续下挫回落至 105.5 一带，较年初涨幅收窄到 4% 左右。

图表 1：TL2406



数据来源：wind

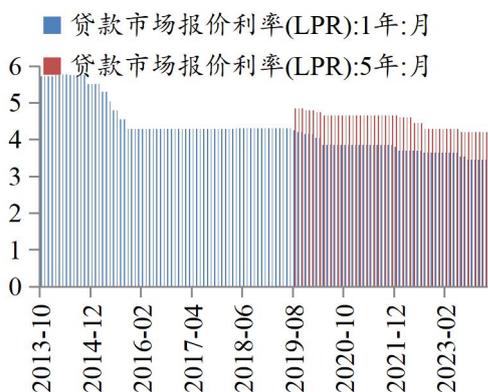
图表 2：利率债

	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	超长期
国债	1.6400 239966.IB	1.9350 230020.IB	2.0900 230017.IB	2.2320 230022.IB	2.3525 230028.IB	2.3440 230026.IB	2.4960 230023.IB
国开	1.8500 190208.IB	2.1300 230202.IB	2.2300 220203.IB	2.2960 230208.IB	2.4000 190210.IB	2.4555 230210.IB	2.6450 210220.IB
口行	1.8200 210303.IB	2.0700 220303.IB	2.1800 230303.IB	2.3700 230315.IB	2.4100 190310.IB	2.5150 230311.IB	2.5350 150319.IB
农发	1.9400 240401.IB	2.0400 200405.IB	2.2200 230413.IB	2.3700 230415.IB	2.4100 190406.IB	2.5150 230420.IB	2.5500 160410.IB
地方债	1.8900 2205028.IB	2.1300 809002.IB	2.1900 2305860.IB			2.5025 2305982.IB	2.7000 2371095.IB

数据来源：wind

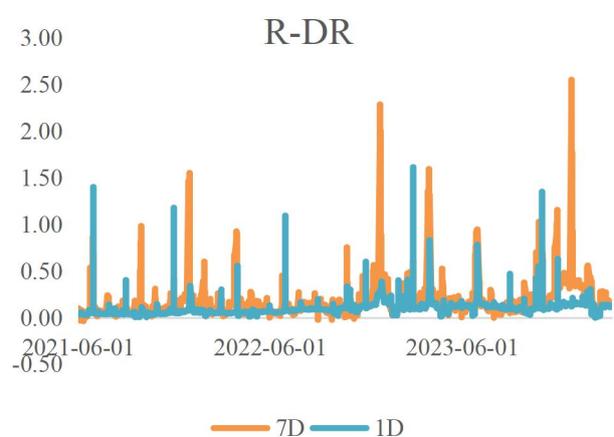
复盘来看，节后行情的推动来自以下几个方面。一是年后资金面偏宽松运行，流动性保持合理充裕，尤其是非银资金价格回落至 2% 上下，资金价格中枢略有下移。二是 LPR5 年期以上超预期降息 25BP，市场走出利空出尽的走势。一方面在净息差的约束下，银行主动让利的空间和意愿都较为有限，因此也看到 LPR1 年期利率按兵不动，另一方面，LPR 此次下行基本消化掉了前期降准和负债端利率下调的储备空间。

图表 3：LPR



数据来源：wind

图表 4：资金价格

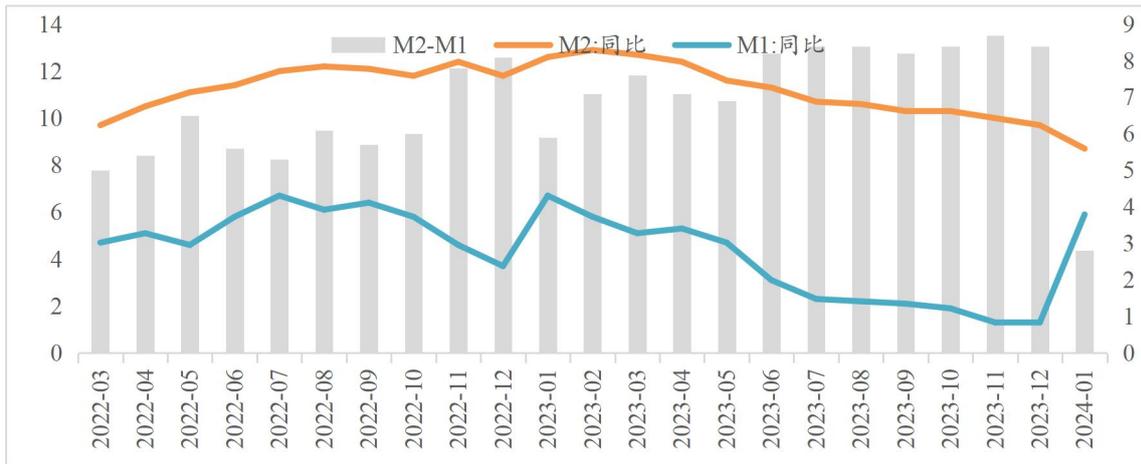


数据来源：wind

三是政策端出现变化。据 21 世纪经济报道，近期某省金融监管部门要求，在监管报表填

写过程中，保险资管公司发行理财产品等募集的资金应填入“同业存放”科目，不得计入一般性存款。此前，保险公司存款并未完全计入同业存款，部分长协存款计入了一般存款，催生了理财存款资金的空转问题。去年 M2 和 M1 剪刀差大幅走扩，资金空转引发广泛讨论，而银行理财资金借道保险资管通道投资协议存款是典型的资金空转、监管套利，压降是大势所趋。因此，理财存款压降有利于债券的配置需求，同时，银行负债成本下移，也有利于未来政策空间的打开。

图表 5: M2&M1



数据来源: wind

在连续上攻一度导致 30Y 国债利率和政策利率发生倒挂之后，市场俨然进入超涨博傻的交易阶段。随着两会政策基调落地，国债期货交易逻辑发生切换，或引发短期市场调整的开启。调整的压力主要来自于两个方面，一是超长期国债发行，3 月 5 号，政策工作报告出炉，基本符合市场预期的 5%+3%+1w 亿组合，超预期的增量消息在于超长期特别国债的发行安排，即“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。”。二是监管指导防止交易过热。中国监管机构正在审视农村金融机构的债券投资情况，部分原因是担忧其过于热衷债券投机交易，而影响向实体经济投放贷款。据知情人士称，监管机构本周要求农商行、村镇银行等农村金融机构填报调研情况表，提供近三年参与债券市场使用货币政策工具的情况，要求上报债券现券、回购及其他工具的交易情况和债券持有结构。监管的表态可能加速投资者止盈出场。

图表 6: 历年政府工作报告增长目标汇总

	2016 目标	2017 目标	2018 年目标	2019 年目标	2020 年目标	2021 年目标	2022 年目标	2023 年目标	2024 年目标
GDP 增速	6.5%-7%	6.5%左右	6.5%左右	6.0%-6.5%	无	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右
CPI 涨幅	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1000 万以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1200 万人左右	1200 万人以上
城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	6%左右	无	无	无	无
城镇调查失业率	—	—	5.5%以内	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右
单位国内生产总值能耗	下降 3.4%以上	下降 3.4%以上	下降 3%以上	下降 3%左右	继续下降, 努力完成“十三五”规划目标任务	下降 3%左右	在“十四五”规划期内统筹考核, 并留有适当弹性, 新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降, 重点控制化石能源消费, 生态环境质量持续改善。	降低 2.5%左右, 生态环境质量持续改善
预算赤字率	3%	3%	2.60%	2.80%	3.6%以上	3.2%左右	2.8%左右	3%	3%
地方政府专项债	4000 亿	8000 亿	13500 亿	21500 亿	37500 亿	36500 亿	36500 亿	38000 亿	39000 亿
特别国债	—	—	—	—	—	—	—	10000 亿 (10 月 24 日人大常委会会议审议通过)	10000 亿 (连续几年发行超长期特别国债)
转移支付规模	12.20%	9.50%	10.90%	10.90%	—	7.8%	18%	—	—
M2 增速	13%	12%左右	保持合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配
社融余额增速	13%	12%左右	保持合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配
减税降费	5000 多亿元	5500 亿元	1.1 万亿元	近 2 万亿元	超过 2.5 万亿元	继续执行制度性减税政策	约 2.5 万亿元	继续执行制度性减税政策	落实好结构性减税降费政策
宏观杠杆率	无	无	基本稳定	基本稳定	无	基本稳定	基本稳定	无	无
财政政策	积极的财政政策要加大力度	财政政策要更加积极有效	积极的财政政策取向不变, 要聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为	积极的财政政策要提质增效、更可持续	积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要适度加力、提质增效
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度	货币政策要保持稳健中性	稳健的货币政策要保持中性, 要松紧适度	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要精准有力	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效

数据来源：政府工作报告，国贸期货整理

2 短期调整难言结束，中长期牛市不改

短期来看，目前来看难以确定债期的调整结束，可以确定的是，债期难以快速重回近一年半流畅的涨势。一方面机构的行为相对隐性，难以有效监测，抑制债券投资，防止影响实体贷款投放的需求仍在，不排除“看不见的手”再度影响，比如近期再度传闻公募基金银行间杠杆压降。二是上半年财政端谨慎，偏弱的宏观数据可能引发政策转向的可能，数据越“抑”，政策预期越扬。如一线房地产政策可能松动，房地产的融资机制在落实等。

此外，超长期限的国债供给压力是否推动利率回升也是市场担忧的一个点。超长期国债发

行期限预计在 30Y 左右，当下市场存量规模不大，若集中发行大概率会对市场造成扰动。从利率水平来看，供给增加的影响与发行方式和央行货币政策操作配合有关。若采取定向发行的方式，对市场的影响较为有限，若采取市场化发行，考虑到当下单月超长期融资规模在百亿规模，万亿的体量集中几个月发行完毕或给市场带来利率抬升的压力。央行从 2023 年开始更加强调与财政的协同，在央行积极配合财政的背景下，资金面大概率延续平稳，边际收紧的幅度可控。从期限结构的角度来看，超长期限的供给增加可能对收益率曲线造成影响。直觉上讲，30 年期限收益率抬升，10Y 和 30Y 的利差应该走扩。当下 30-10Y 利差不断压缩收窄至约 17BP，为两千年以来绝对低位水平。利差能否走扩仍取决于机构的配置行为。当下 30Y 利率与 MLF 利率倒挂，与同存的利差较薄，单纯配置收益并不可观。但从博资本利得的角度看，30Y 的投资效率远高于 10Y，因此 30Y 债的需求较大或可承接供给的增加量。

图表 6：国债利差



数据来源：wind

中长期来看，当下经济仍面临一些堵点。第一是微观主体活力不强，融资需求不佳。社会融资活动疲软，中小微企业和商户生产经营活动面临较大挑战。赚钱效应不佳、企业现金流承压、周转困难导致经营不善甚至倒闭，企业主动融资扩产意愿不强，外资出现流出。第二是就业环境不佳，居民收入预期恶化，储蓄意愿提升，消费意愿下滑。伴随着实体经济下滑，就业市场惨淡，大环境的改变和信心的扭转不是一朝一夕可完成的。三是地产压力仍存，弱预期高库存和低周转导致地产资金回流偏慢，保交楼进展偏慢且政策空间较为有限。地产出清、地方政府化债和结构改革仍是贯穿 2024 年的主旋律，在土地财政和债务驱动逐步淡出的新常态阶段，“资产荒”有望延续，机构的配置压力仍较大。相较于其他大类资产，利率债仍是安全性较高的选择。

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

免责声明