



对于 30 年债的一些思考

2024 年 3 月 3 日

国债专题报告

报告要点：

期货市场方面，国债期货多品种近三个月均创下历史新高，超长债及长债表现明显强于短债。截至 3 月 1 日收盘，TS 主连收 101.46，近三月上涨 0.50%；TF 主连收 102.83，近三月上涨 0.98%；T 主连收 103.62，近三月上涨 1.67%；TL 主连收 106.25，近三月上涨 6.86%；30 年长债的涨势大幅超出市场预期。

2024 年债牛预期，我们在 2023 年底的年报中已有表述，但是来的如此迅猛我们认为主要由于市场对于宽货币预期较为一致，以及机构配置行为的助推共同导致。对于宽货币的预期，一方面源于经济弱修复格局始终未破，超预期的刺激政策并未出台，居民资产负债表承压；另一方面，低通胀背景下，实际利率仍处于高位，调降利率对于缓解实体融资成本至关重要；此外，出于银行息差端的压力，LPR 调降后也为未来存款利率调降打开空间。而 30 年债的强势，除去债市基本面乐观以外，长短端债券交易逻辑差异，久期策略性价比推动机构加大配置，以及超长债缺乏政策利率锚点等均推动 30 年债走向极端。

整体看，当前债市基本面仍偏强，但长债以及超长债收益率已降至历史低位，10 年债低于 MLF 利率超 10bp，其中已反应部分降息预期，30Y-10Y 利差大幅收缩至历史低位，后期若政策出台超预期，交易较为集中的长债及超长债也面临一定调整压力，下周重点关注两会政策指引。

创元研究

创元研究金融组

研究员：金芸立

期货从业资格号：F3077205

投资咨询资格：Z0019187

债券市场常用策略	3
近期债券市场回顾	4
收益率曲线极度平坦	4
资金面保持合理宽松	6
此轮债牛的一些思考	9
长债表现抢眼的原因:	13
后市判断:	14



债券市场常用策略

债券投资收益通常由两部分组成，**票息收入和资本利得**，随着债券投资的多元化，投资者对于追求资本利得有着更高的诉求，以下是债券市场比较常见的策略，以及背后的策略逻辑。

1. 票息策略：

债券市场最为简单和直接的投资方式，投资者买入债券后持有到期，获得固定的票息收入。在信用环境或经济基本面不佳时，选择低票息的债券进行投资；在信用或经济环境转好时，则选择票息较高的债券持有。这一策略下，投资者仅获得票息收入。因此在高利率环境下，票息策略确定性较高。

2. 久期策略：

通过调整债券组合的久期来稳定或增加收益。对于给定的收益率变动 $N\%$ ，债券价格将出现 N 个修正久期的价格变动幅度。即，久期越长，债券价格对利率越敏感。市场利率上升时，债券价值降低，通过缩短组合久期来降低风险；当利率下行趋势较为明确，债券价值上升，投资者通过拉长组合久期来增加收益。

3. 杠杆策略：

通过正回购融入资金（比较常见的是在场内通过质押式回购融资），购买收益率更高的债券，通过资产和负债之间的利差获得收益，只要资金成本低于债券收益率，杠杆策略就能盈利。且通常通过回购融资期限较短（以 1 天，7 天，14 天居多），而债券投资期限较长，借短投长的期限错配，为投资者带来潜在收益。但同时加杠杆策略也会放大利率风险、信用风险和流动性风险。因此杠杆策略在，流动性宽松，资金成本低，利率风险较小，息差足够大的时候通常能获得较好盈利。

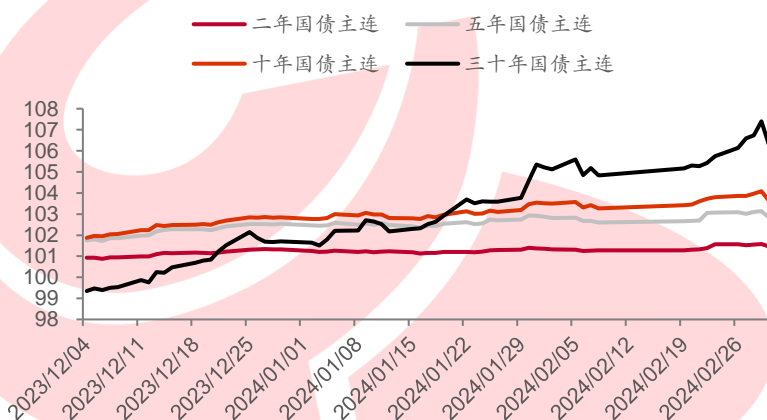
近期债券市场回顾

收益率曲线极度平坦

我们以 2023 年 12 月 1 日至 2024 年 3 月 1 日为观察点。

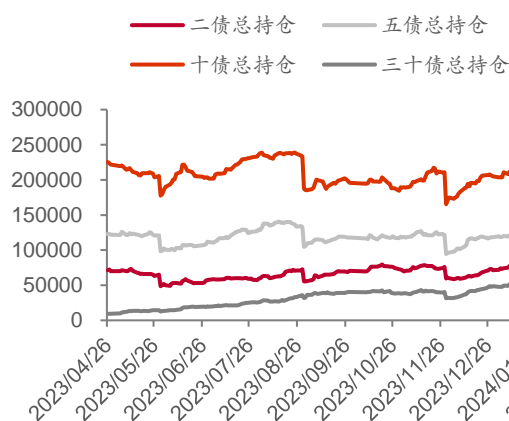
期货市场方面，国债期货多品种近三个月均创下历史新高，超长债及长债表现明显强于短债。截至 3 月 1 日收盘，TS 主连收 101.46，近三月上涨 0.50%；TF 主连收 102.83，近三月上涨 0.98%；T 主连收 103.62，近三月上涨 1.67%；TL 主连收 106.25，近三月上涨 6.86%；30 年长债的涨势大幅超出市场预期。从成交及持仓看，30 年国债期货成交活跃度持续上升，持仓量创下上市以来新高。

图：国债期货主力合约结算价（元）

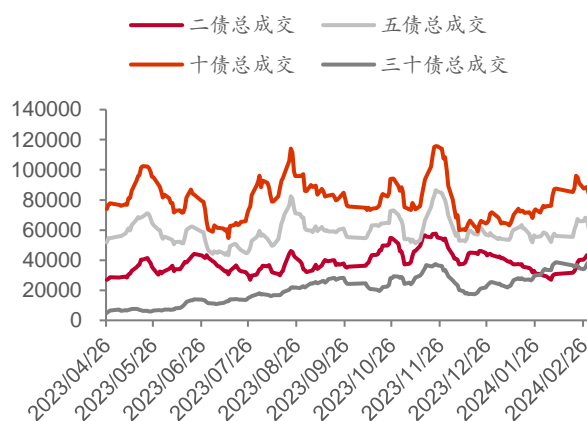


资料来源：同花顺、创元研究

图：国债期货持仓（手）



图：国债期货成交 7DMA（手）

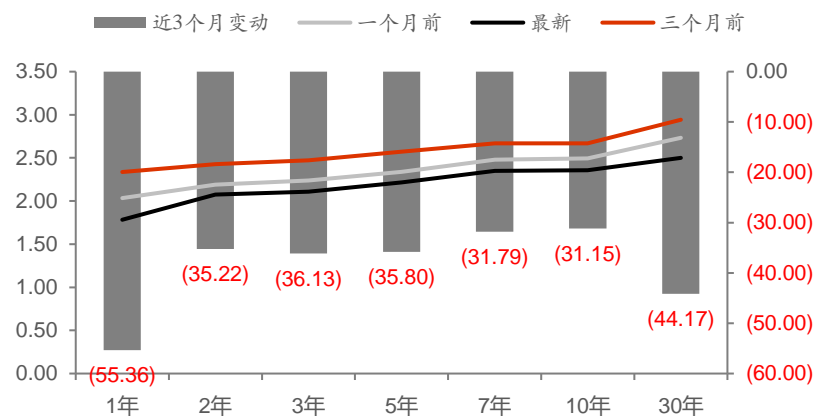


资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

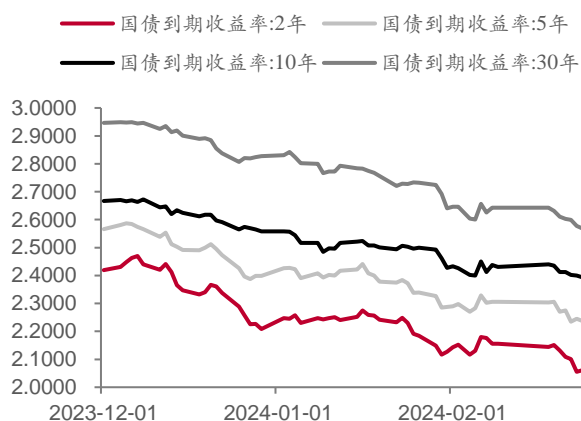
现券收益率方面，各期限国债现券收益率全线下行，迭创新低，超长端国债收益率下行明显，带动收益率曲线极度平坦。具体看，1年期国债到期收益率报 1.77%，近三月下跌超 55bp；2年期国债到期收益率报 2.06%，近三月下跌近 35bp；5年期国债到期收益率报 2.22%，近三月下跌近 35bp；10年期国债到期收益率报 2.34%，近三月下跌近 30bp；30年期国债到期收益率报 2.46%，近三月下跌近 45bp。

图：国债收益率曲线（%，bp）



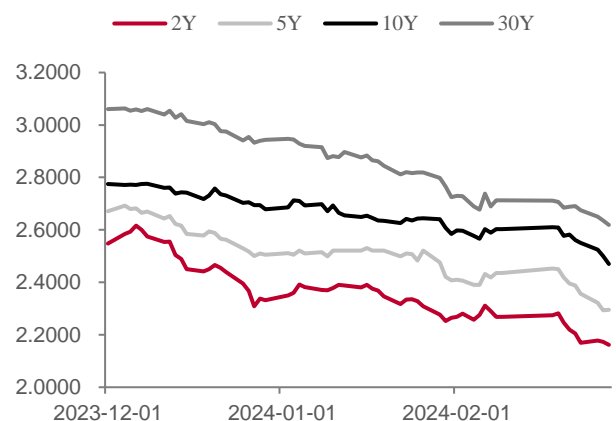
资料来源：同花顺、创元研究

图：主要期限国债到期收益率走势（%）



资料来源：同花顺、创元研究

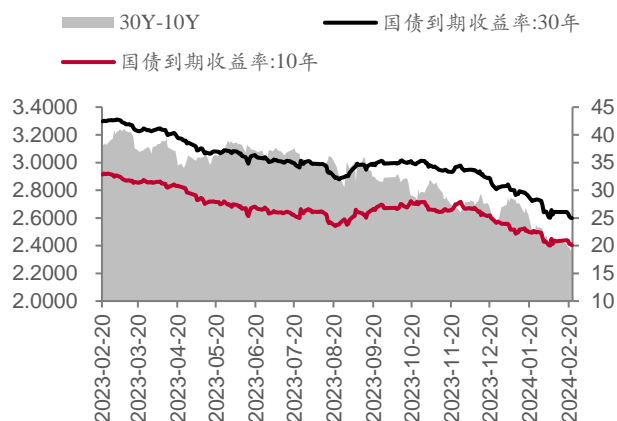
图：主要期限国开债到期收益率走势（%）



资料来源：同花顺、创元研究

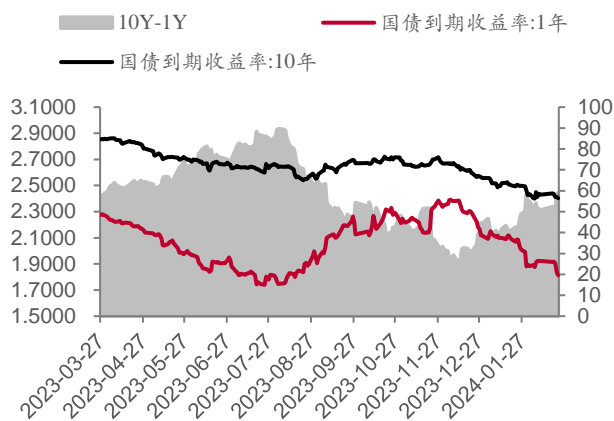
从期限利差看，近三个月收益率曲线极度平坦化，其中 30Y-10Y 期限利差继续收窄至不足 15bp，10Y-1Y 期限利差走扩。1年期国债收益率的走低反应了当前市场资金面的情况。跨品种价差与现券期限利差走势基本一致。

图：近一年：国债期限利差：30Y-10Y(%，bp)



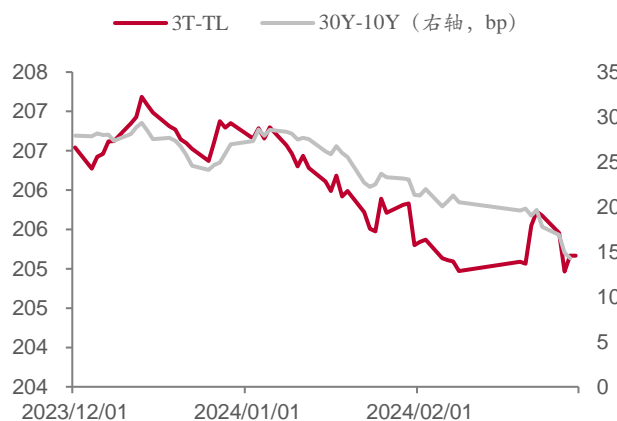
资料来源：同花顺、创元研究

图：近一年：国债期限利差：10Y-1Y (%，bp)



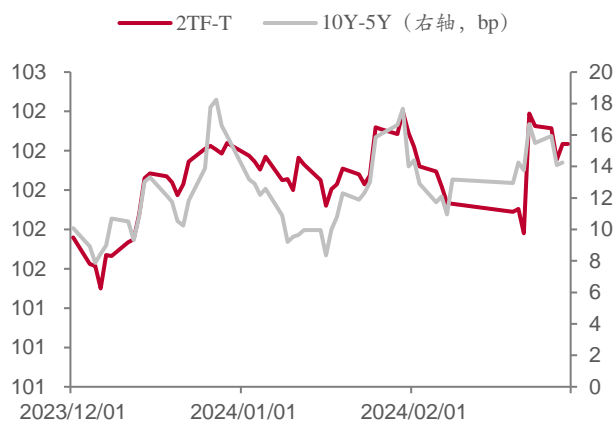
资料来源：同花顺、创元研究

图：国债利差与套利策略：30y-10y



资料来源：同花顺、创元研究

图：国债利差与套利策略：10y-5y

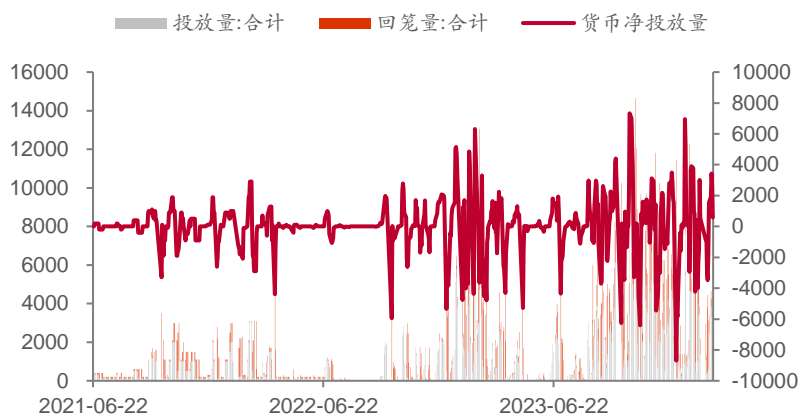


资料来源：同花顺、创元研究

资金面保持合理宽松

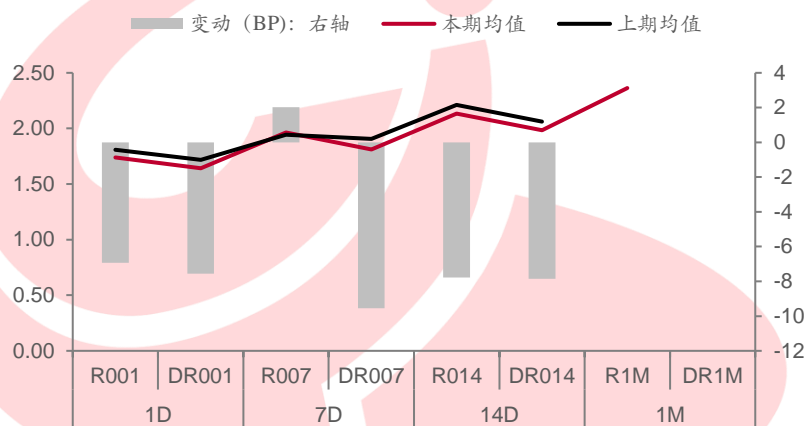
节前（2月5日）央行降准 50bp 释放约万亿流动性，以及央行加大公开市场调控力度，资金面得到呵护，资金分层现象得到缓解。节后，公开市场虽处于净回笼状态，但整体流动性仍保持相对宽裕格局，对债市影响有限。

图：周度公开市场操作（亿元）



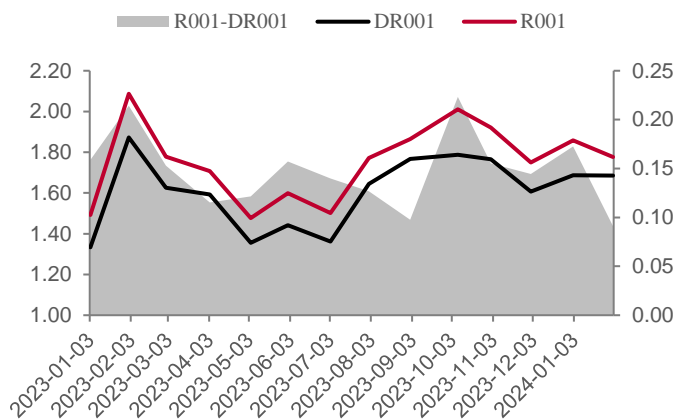
资料来源：同花顺、创元研究

图：质押式回购利率（R&DR）周度表现（%，BP）

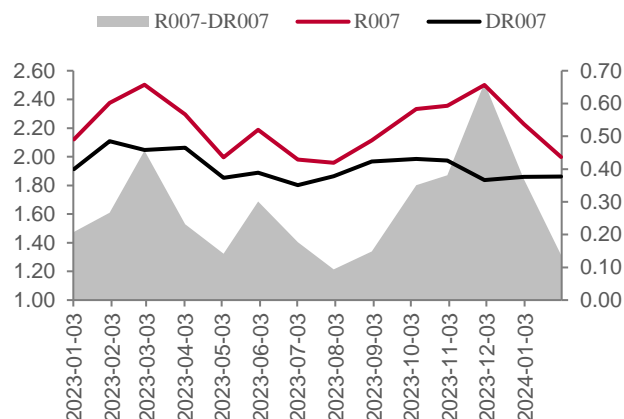


资料来源：同花顺、创元研究

图：R001 与 DR001 月均值（%）



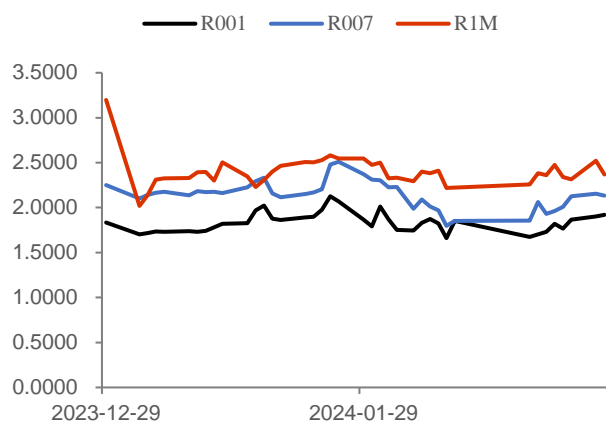
图：R007 与 DR007 月均值（%）



资料来源：同花顺、创元研究

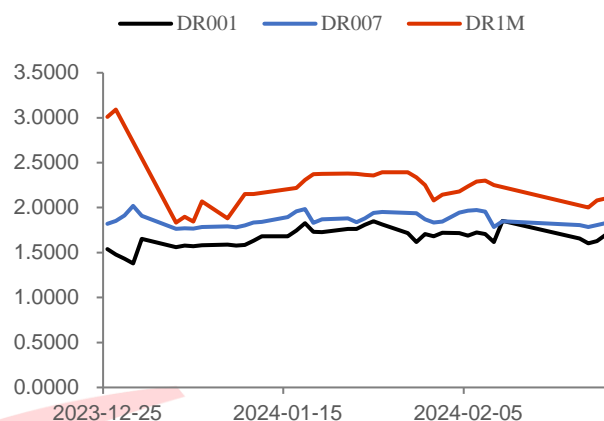
资料来源：同花顺、创元研究

图：银行间质押回购利率 R (%)



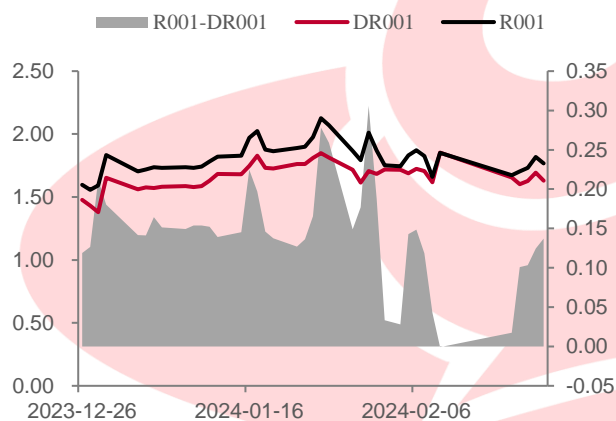
资料来源：同花顺、创元研究

图：存款类机构质押式回购利率 DR (%)



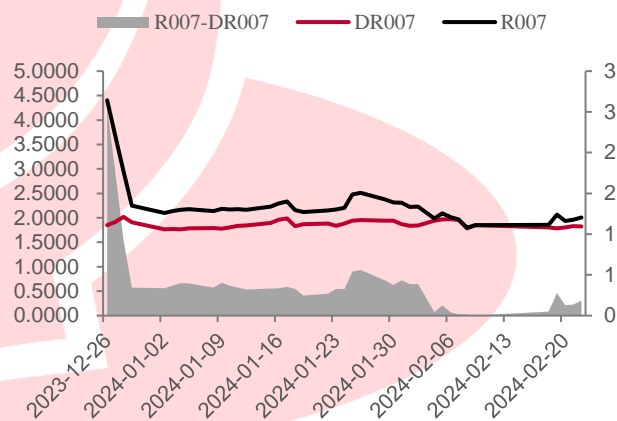
资料来源：同花顺、创元研究

图：R001-DR001 (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：R007 - DR007 (%)



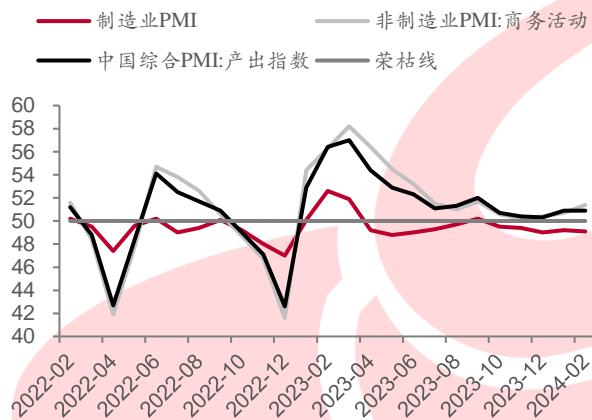
资料来源：同花顺、创元研究

此轮债牛的一些思考

2024 年债牛预期，我们在 2023 年底的年报中已有表述，但是来的如此迅猛我们认为主要由于市场对于宽货币预期较为一致，以及机构配置行为的助推共同导致。对于宽货币的预期，一方面源于经济弱修复格局始终未破，超预期的刺激政策并未出台，居民资产负债表承压；另一方面，低通胀背景下，实际利率仍处于高位，调降利率对于缓解实体融资成本至关重要；此外，出于银行息差端的压力，LPR 调降后也为未来存款利率调降打开空间。

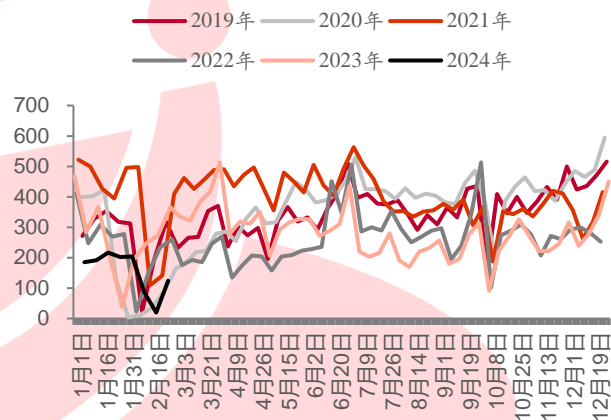
(1) 经济弱复苏格局尚未扭转：

图：中国 PMI (%)



资料来源：同花顺、创元研究

图：30 大中城市:商品房成交面积:当周值 (万平方米)

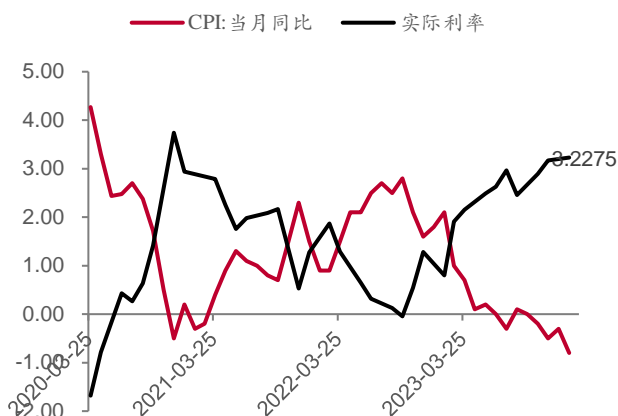


资料来源：同花顺、创元研究

(2) 低通胀下实际利率偏高：

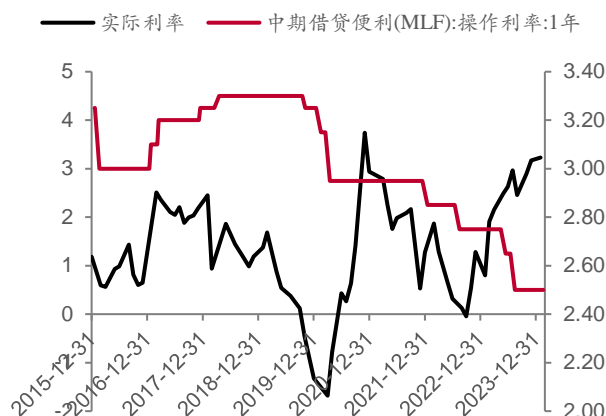
2023 年以来通胀持续下行，尽管 2023 年经历 25bp 的 MLF 利率调降，实际利率仍超 3%，且不断走高至历史高位，不利于实体经济的融资需求提升，降息窗口理论上早已打开，但 2023 年受制于汇率贬值压力，宽货币力度有限。2024 年，海外加息周期结束，对于国内货币政策扰动将减弱，降息预期较为强烈。

图：实际利率与通胀（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：实际利率与政策利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

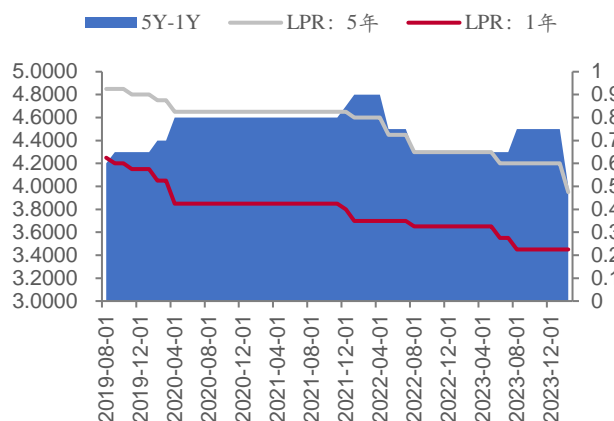
（3） 银行净息差压力大，未来存款利率下调预期强

12月以来，市场共经历了三轮存贷款利率基准调整，12月22日，国有大行下调存款基准利率10-25bp不等，5年期定存利率下调至2%；2月20日，1年期LPR利率维持不变，5年期降25bp至3.95%，1年与5年期LPR息差缩窄至LPR改革后的最小值50bp；2月21日，部分中小银行跟进下调存款基准利率10-60bp不等。但中小银行存款利率主要是跟随下调以稳定净息差为主，未来的存款利率还会不会降，主要还是得看大银行的动作。

贷款利率的非对称下调，促使贷款利率曲线进一步平坦化，有利于降低实体中长期融资成本，对于地产以及实体融资需求均有较强的带动作用。

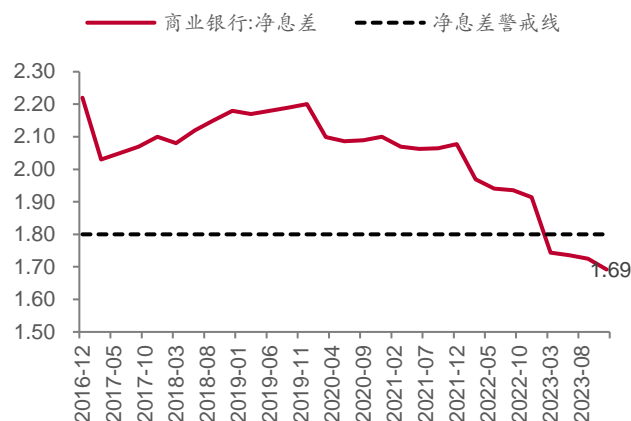
但从商业银行净息差看，截至12月底，净息差降至1.69%，季度环比下行3bp，远低于1.8%的警戒线。因此本轮LPR调降后，实质上也为银行继续下调存款基准利率打开窗口，以缓和银行息差压力，维持金融系统稳定性。

图：贷款市场报价利率(LPR)



资料来源：同花顺、创元研究

图：商业银行净息差(%)

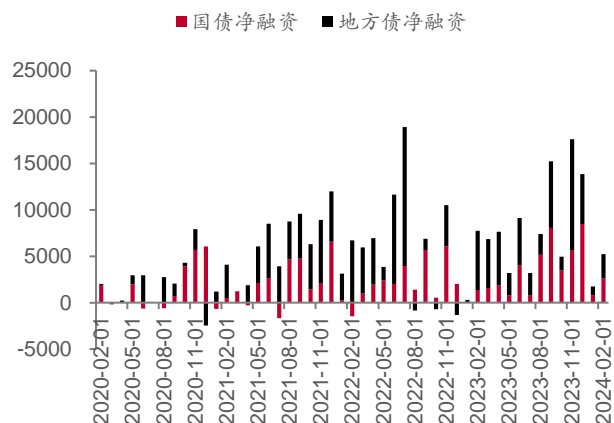


资料来源：同花顺、创元研究

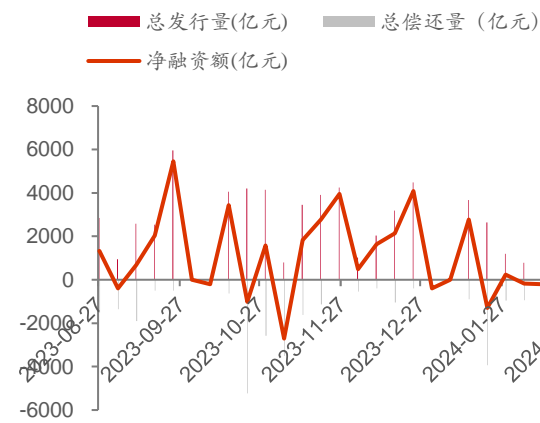
(4) 供需框架下：政府债供给不增，资产荒背景下需求放量

与商品一样，债券的价格同样受到供需的影响，2023年下半年开始，超万亿规模的特殊再融资债以及万亿特别国债发行，一级市场债券发行量大幅增加，净融资量也处于高位，巨大的缴款压力下，银行间资金面大幅收窄，部分月份跨月资金利率甚至上飙至50%。12月后，从利率债的发行节奏整体大幅放缓，尤其是2024年前两个月。从一级市场债券发行看，国债1至2月共1.5亿元，地方政府债分别发行3844亿元和5600亿元，包括国债以及地方政府债在内的政府债合计发行2.44万亿元。2023年同期，国债前两个月共发行1.316万亿，地方政府债合计发行1.11万亿，合计发行2.43万亿，几乎与2023年持平。但是整体的发行量明显低于市场预期，在地方化债进展较为顺利，市场对于中央加杠杆的预期较为强烈的背景下，当前的国债发行量看，并未达到市场预期。

图：政府债净融资量(亿元)



图：当周国债净融资额(亿元)



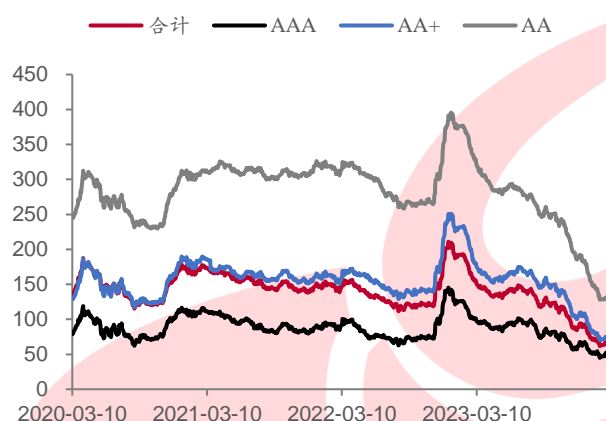
资料来源：同花顺、创元研究

资料来源：同花顺、创元研究

另外从信用债角度看，城投债信用利差大幅收窄，高收益的城投债市面上已经不多见了，截至2月底，上清所统计10年期AAA级城投债利率已降至2.8%以下。同时存款利率也在不断下调，在2022年底国有大行下调存款基准利率后，五年期定存基准利率已降至2%。资产荒的格局下，保险以及中小银行开始增加配置长久期债券。

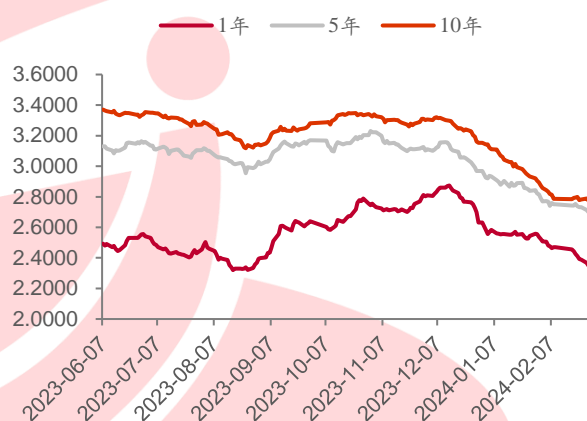
从配置的角度看，国债增仓的主力主要来自于商业银行，保险，公募，理财，以及外资。以12月为例，除信用社对国债表现为净减持178亿元外，其他机构均在不同程度上净增持国债，其中商业银行净增持4950亿元，为主要增持主体。

图：城投信用利差（余额平均）



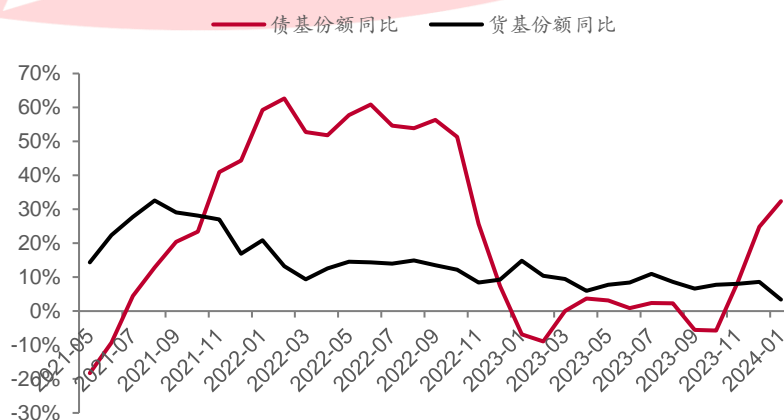
资料来源：同花顺、创元研究

图：AAA 城投债收益率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：债基市场份额同比大增（%）



资料来源：中国证券投资基金业协会、创元研究

长债表现抢眼的原因：

1. 长债交易长期逻辑，短债交易资金面

受限长短端债券收益率的影响因素略有不同，债券收益率反应名义利率，本质反应资金的供需情况，资金的供应来自于储蓄以及央行的调控，需求来自于融资需求或对于未来投资回报率的预期。影响长短端国债收益率的因素除去经济基本面以外，短端债券收益率（十年期以下）仍反应当前流动性以及基准利率的变化情况，而市场流动性主要和央行的货币政策有关，公开市场的逆回购操作，MLF 的投放以及降准降息等因素均会导致市场流动性的短期波动。而长端债券收益率（十年期及以上）更反应市场预期，包括经济增长预期，政策预期以及通胀预期。

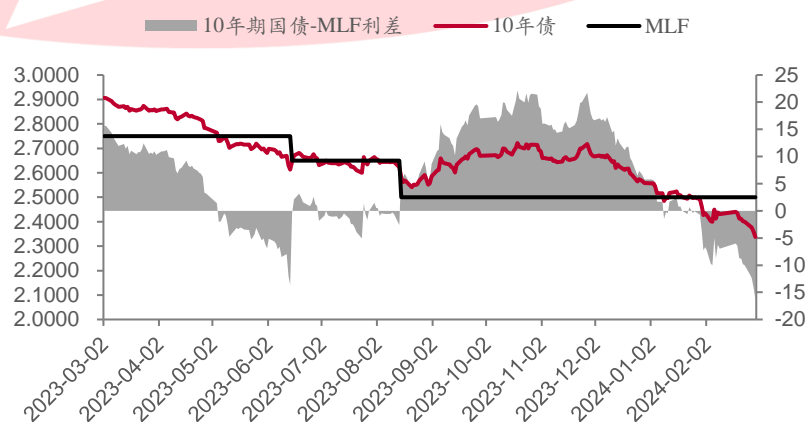
2. 利率中枢下移成共识，拉久期性价比抬升

在宽货币预期较为一致的背景下，叠加中央对于防资金空转的不断强调，意味着利率中枢整体下移，但难以出现资金面超宽松局面，曲线平坦化或延续，在此背景下，长久期债券因其对利率更为敏感，配置性价比凸显。

3. 相较 10 年债，30 年债缺乏利率锚：

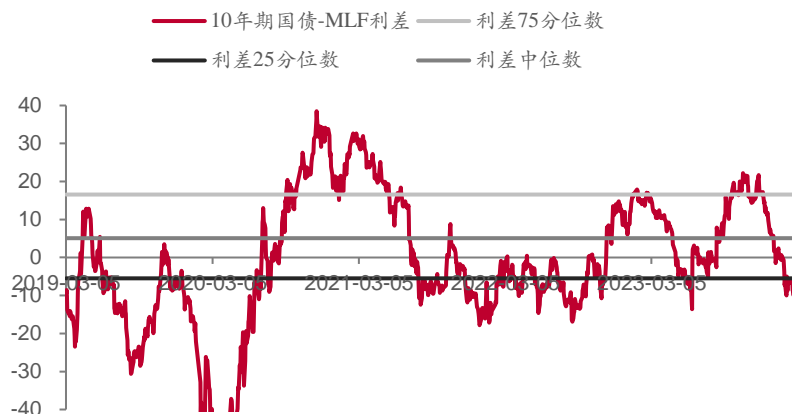
理论上 10 年期国债应围绕 MLF 利率波动，但 30 年债缺乏政策利率锚点，相对下破阻力也较小。

图：近一年 10 年债与 MLF



资料来源：同花顺、创元研究

图：10 年期国债与 MLF 利差波动



资料来源：同花顺、创元研究

后市判断：

当前债市基本面仍偏强，但长债以及超长债收益率已降至历史低位，10 年债低于 MLF 利率超 10bp，其中已反应部分降息预期，叠加 30 年国债期货缺乏锚点，下行障碍较小，30Y-10Y 利差大幅收缩至历史低位，后期若政策出台超预期，长债超长债也面临一定调整压力。

2 月 29 日，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》（下称《通知》），将于今年 5 月 1 日施行。从《通知》内容来看，监管部门优化了相关机制安排，并进一步明确了个人、机构投资者范围的认定，以便利居民和其他机构投资者债券投资，加快多层次债券市场发展。意味着，加大债券市场供给的预期已经形成，对于债券价格形成利空。消息后，周五国债期货全线下跌。价格高位后，利空因素被放大，下周重点关注两会政策是否有超预期出现。

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)