



一季度债市回顾及展望

2024 年 4 月 23 日

国债专题报告

报告要点：

一季度国债期货多品种合约均创下上市以来新高；年初至 4 月 23 日，二年国债主连累涨 0.41%，五年国债主连累涨 1.04%，十年国债主连累涨 1.95%，三十年国债主连累涨 6.56%。宽松预期下，长久期策略收益率明显偏高。

我们认为几个方面的原因共同造成了这一波快牛走势：（1）融资需求难趋势性回升：人民币贷款增速与国债收益率呈现高度正相关，今年一季度人民币贷款增速继续下滑，拖累社融增速下滑，虽二季度预计政府债券融资增速将回升带动社融总量回升，但代表实体融资水平的贷款增速在地产拐点未至的背景下预计仍难以趋势性回升。（2）经济延续弱修复：虽一季度 GDP 增速实现开门红，但除去固定资产投资中制造业表现亮眼外，其余分项均表现平平，且反应物价水平的 GDP 平减指数继续下滑，指向当前经济强在生产弱在需求的格局延续。（3）一季度流动性整体宽松：节前降准叠加公开市场操作下，银行间资金面较为宽松，同业存单利率持续下滑。（4）降准及降存款利率等仍可期：居民信贷需求仍在低位，实体融资成本较高，而受制于人民币贬值压力，短期内政策利率降息预计难以出现，但存贷款利率的调降以及降准仍可期待。（5）资产荒格局延续

对于二季度，我们认为以上利多因素仍然存在，但需要警惕可能的利空风险（1）超长债的供给压力（2）监管对于超长债的关注度提升。整体看，债市的主要逻辑没有改变，地产未见拐点，居民信贷需求仍在低位，实体融资成本较高。

短期关注债券发行节奏以及流动性对于债市的冲击，中长期债牛格局不变。

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

<b>一季度债券市场回顾 .....</b>	<b>3</b>
债市快牛后走势震荡 .....	3
收益率曲线走平 .....	4
<b>债牛的支撑在哪? .....</b>	<b>7</b>
1. 融资需求难趋势性回升 .....	7
1.1 一季度社融数据继续走弱 .....	7
1.2 表内信贷下滑明显 .....	9
2. 经济修复路径曲折 .....	13
2.1 低通胀格局延续 .....	13
2.2 经济数据分项：制造业回暖，地产及基建仍是拖累 .....	13
3. 流动性整体偏宽松 .....	15
4. 降准及存款利率下调概率较大 .....	17
5. 资产荒格局延续 .....	20
<b>债市的风险在哪? .....</b>	<b>25</b>
1. 超长特别国债供给 .....	25
2. 长债政策友好度下滑 .....	27
<b>总结 .....</b>	<b>29</b>

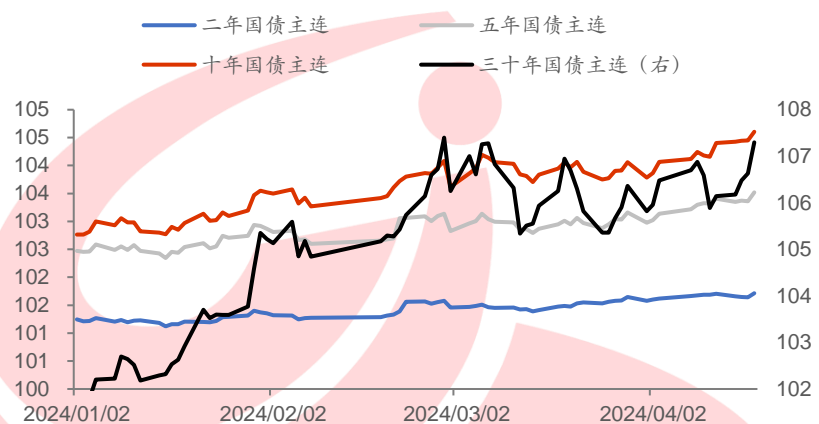
## 一季度债券市场回顾

### 债市快牛后走势震荡

#### 期货市场方面：

一季度多品种期货合约均创下上市以来新高；年初至4月23日，二年国债主连累涨0.41%，五年国债主连累涨1.04%，十年国债主连累涨1.95%，三十年国债主连累涨6.56%。宽松预期下，长久期策略收益率明显偏高。

图：2024年：国债期货主力合约（元）

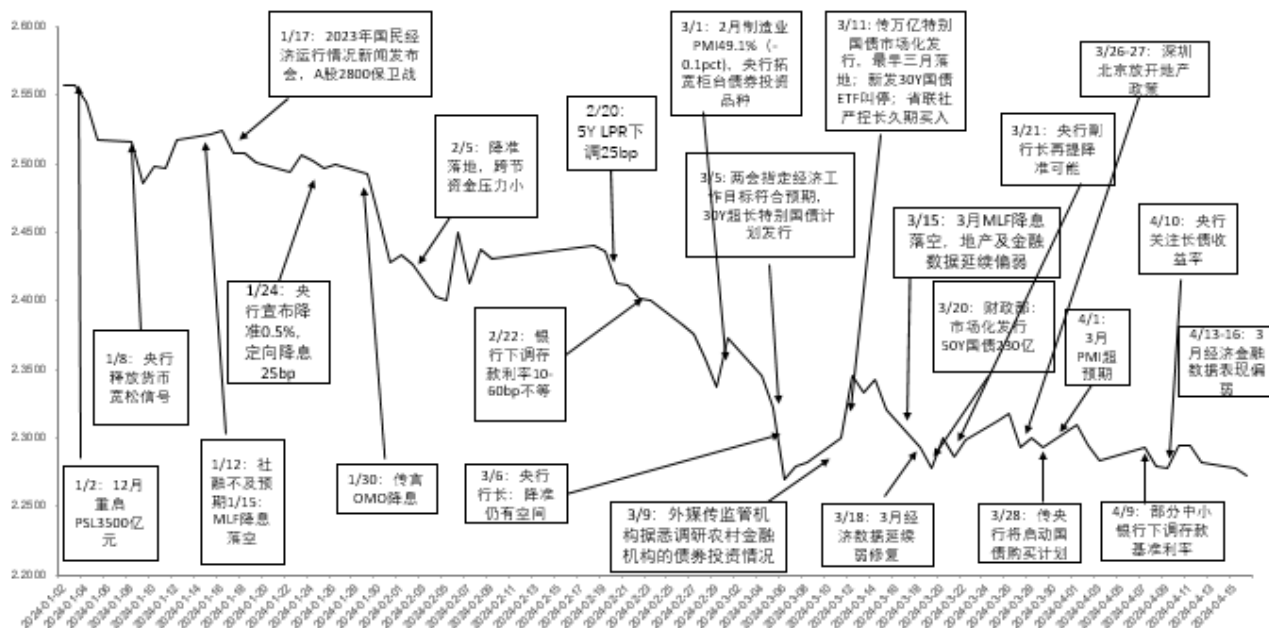


资料来源：同花顺、创元研究

#### 国债收益率方面：

从收益率走势看，以10Y国债为例，一季度10Y国债收益率呈现快速下跌后窄幅震荡的格局。1-2月债市整体呈现快牛的行情，10Y期国债收益率由年初的2.55%，下跌至2.3%以下，低于政策利率MLF超20bp。从主要的交易逻辑看，经济弱修复背景下，宽松预期推动行情，叠加股市年初偏弱，债市资产荒效应，进一步推升长债及超长债的配置价值。从实际落地的宽松政策来看，年前降准0.5个百分点释放1万亿流动性，年后5年期LPR调降25bp降低融资成本，虽然一季度政策利率降息屡次落空，但在经济弱修复的背景下，市场对于宽松预期仍较为强烈。3月开始，市场扰动增加，一方面是供给预期的扰动，市场对于超长国债的市场化发行有所担忧；从政策层面，央行开始关注长债的风险，引发市场恐慌，债市整体陷入震荡期。4月至今，国新办发布会暗示超长国债项目还在前期筹备，市场对于供给冲击预期推迟，长债超长债再创新高。

图：2024年一季度：10Y 国债收益率走势



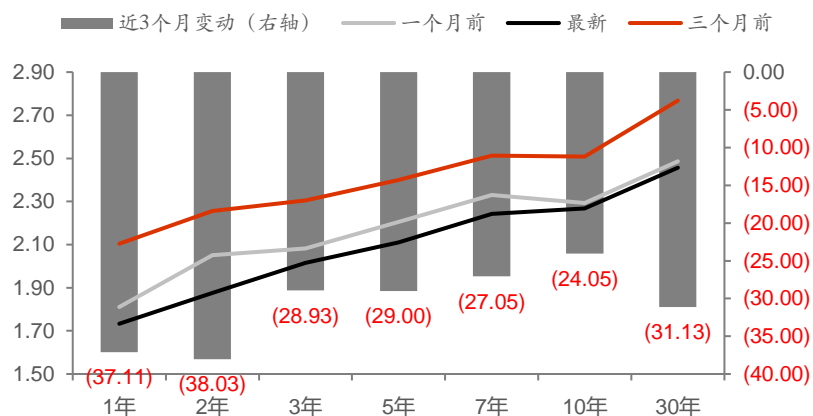
资料来源：同花顺、创元研究

## 收益率曲线走平

从收益率曲线看，自2023年10月起，各期限债券收益率全线下行，收益率曲线整体牛平。2024年初至今，10Y国债收益率下行近25bp，30Y国债收益率下行超30bp。期限利差看，受市场关注的30Y-10Y期限利差2月底一度触及12bp的历史低点，3月以来有所收复，目前价差仍不足20bp。

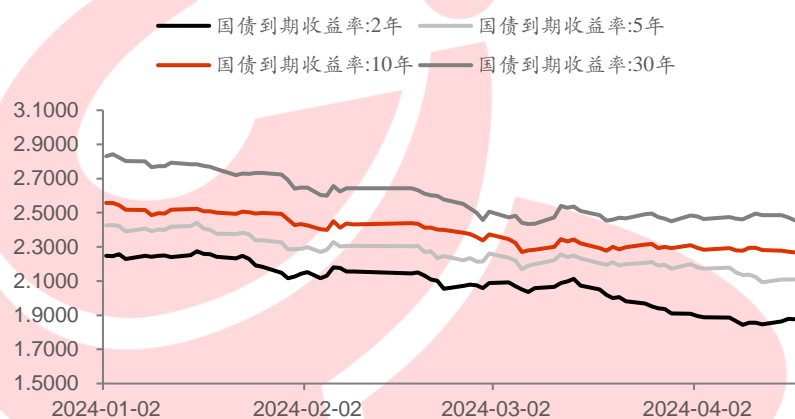
10Y-1Y利差，主要受短端利率波动影响，1Y期短期国债收益率反应时下资金面松紧情况，受节前降准因素，节后资金面宽松因素影响，短端收益率曲线陡峭化下行。资金面较2023年Q4显著转松，10Y-1Y利差较12月不足30bp回升至50bp以上。

图：近3月收益率曲线变动（%，bp）



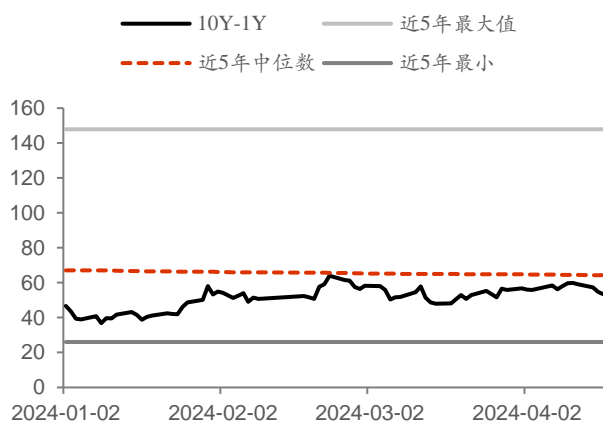
资料来源：同花顺、创元研究

图：一季度国债收益率曲线变动（%，bp）

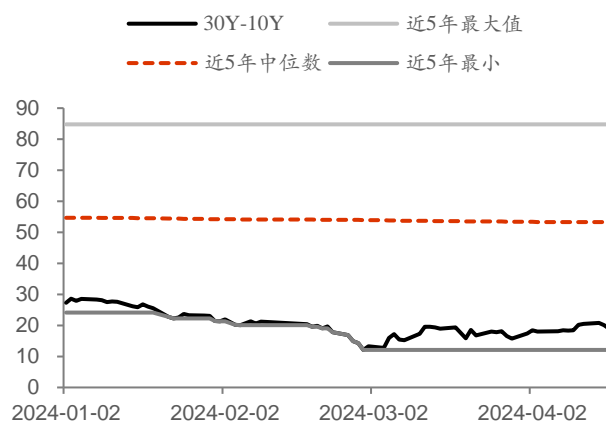


资料来源：同花顺、创元研究

图：2024 年：国债期限利差：10Y-1Y（%，bp）



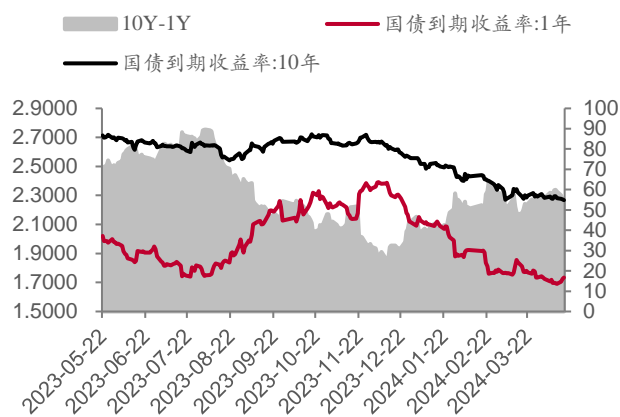
图：2024 年：国债期限利差：30Y-10Y（%，bp）



资料来源：同花顺、创元研究

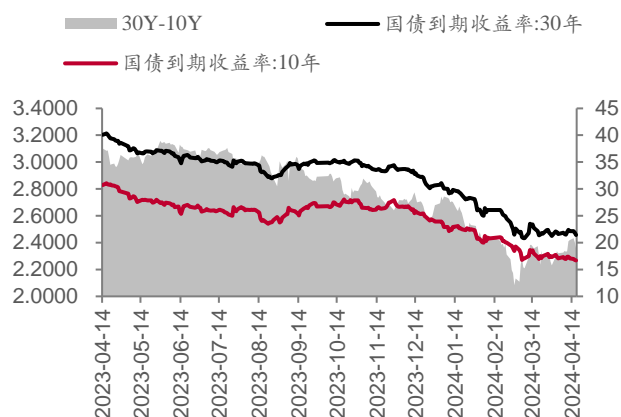
资料来源：同花顺、创元研究

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：近一年：国债期限利差：30Y-10Y（%，bp）



资料来源：同花顺、创元研究

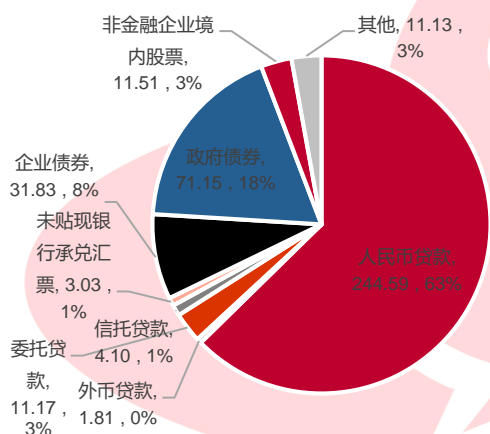
## 债牛的支撑在哪？

### 1. 融资需求难趋势性回升

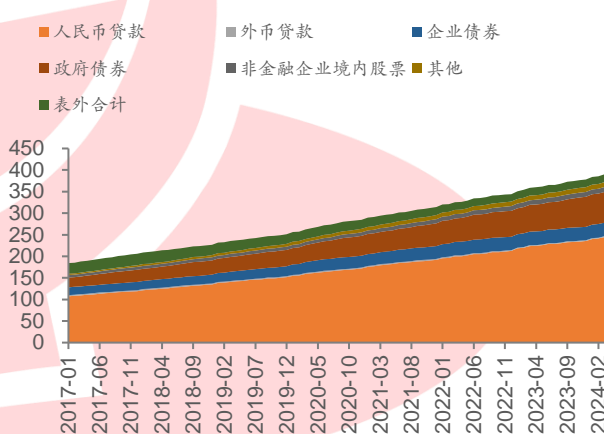
#### 1.1 一季度社融数据继续走弱

社融聚焦实体部门的负债端，对应着金融部门的资产端，经过历年数次调整以后，当前社融主要包括以下几个大类：表内信贷（人民币贷款+外币贷款），表外/非标融资（委托贷款，信托贷款，未贴现银行承兑汇票），直接融资（企业债，政府债，非金融企业境内股票）以及其他融资。从我国的社融余额结构看，人民币贷款占比 63%，其次为政府债券融资 18%，及企业债券融资 8%，表外及其他融资占比较小。人民币贷款仍是我国实体融资的主力。

图：社融余额结构（亿元，%）



图：社融余额变化（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

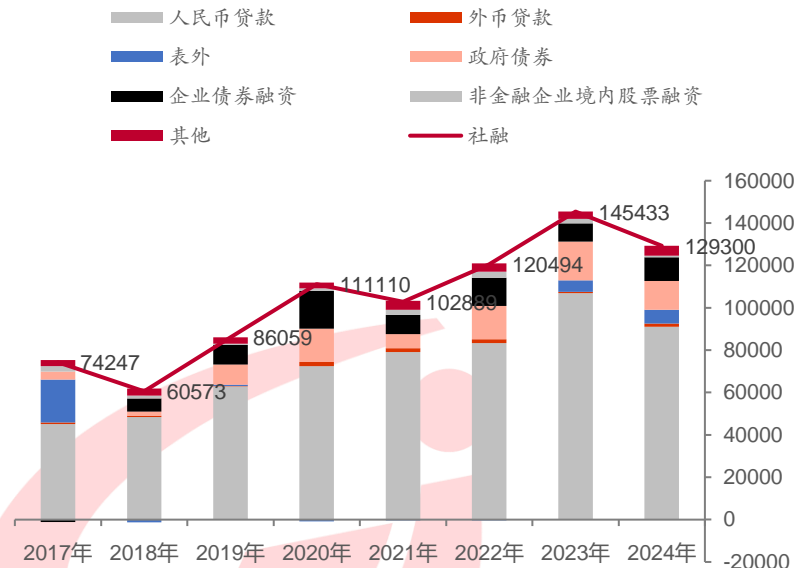
资料来源：中国人民银行、创元研究

2024 年 3 月，**新增社融规模 4.87 万亿元，同比少增 5142 亿元，其中人民币贷款同比少增 6561 亿元，政府债券融资同比少增 1373 亿元**。1-3 月累计新增社融 12.93 万亿元，同比少增 1.61 万亿元，其中人民币贷款同比少增 1.59 万亿元，政府债券融资同比少增 4693 亿元。3 月存量社融增速 8.7%，较 2 月下滑 0.3pct，剔除政府债后社融存量增速为 7.46%，连续 12 个月处于下滑趋势。今年前三月，信贷数据进一步走弱，人民币贷款以及政府债券融资，成为社融的主要拖累项。

一方面，受 2023 年 Q1 信贷开门红的高基数影响，总量数据同比表现偏冷；另一方面，今年一季度政府债融资偏慢，拖累社融增速。考虑到二季

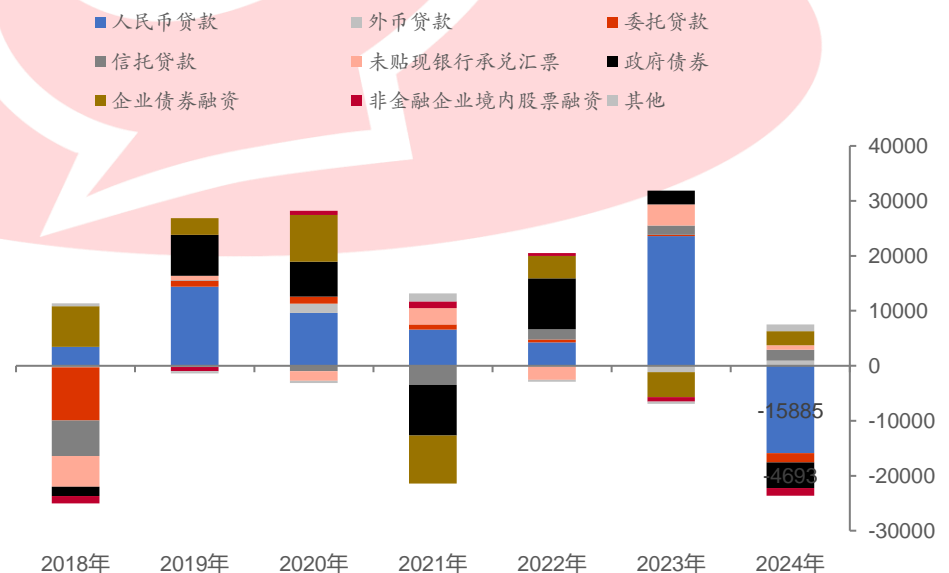
度政府债券发行将提速，叠加高基数效应消退，预计 2024 年二季度，政府债券融资增速有望提升，或带动社融总量边际回暖，但是持续性的回暖仍需要看到表内信贷，即人民币贷款的回升。

图：历年 Q1 新增社融细分（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

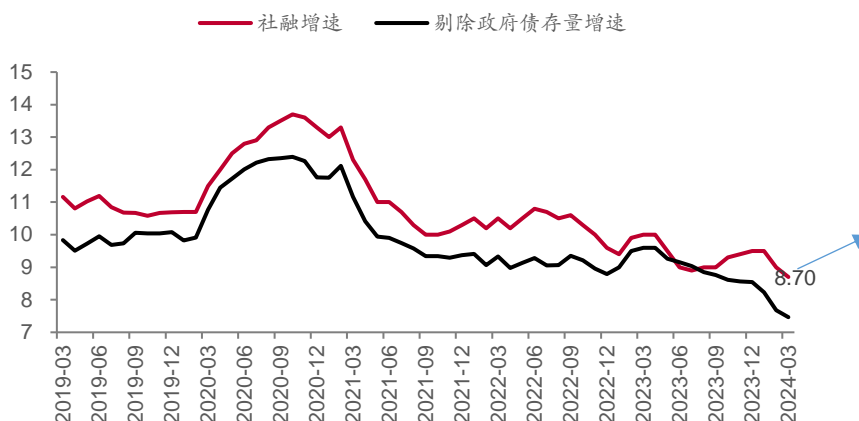
图：历年 Q1 新增社融细分：同比变化（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究



图：社融存量增速（%）



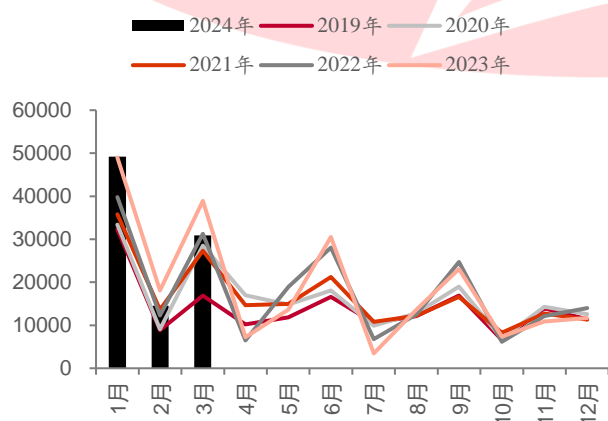
资料来源：中国人民银行、创元研究

## 1.2 表内信贷下滑明显

表内信贷看，最新数据显示，2024 年 3 月，**新增人民币贷款合计 3.09 万亿元，同比少增 8000 亿元，其中企（事）业单位中长期贷款同比少增 4700 亿元，居民中长期贷款同比少增 1832 亿元。**1-3 月累计新增人民币贷款 9.46 万亿元，**同比少增 1.14 万亿元，其中企（事）业单位中长期贷款同比少增 4800 亿元，居民中长期贷款同比多增 308 亿元。**

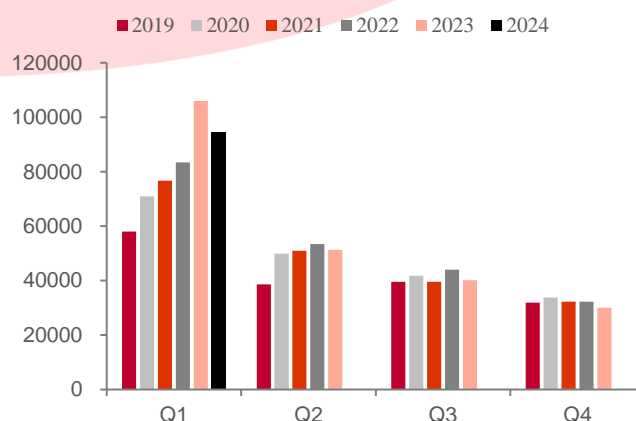
整体仍然呈现出信贷需求下滑的特点，且以中长期贷款需求下滑为主，实体经济融资需求仍未实现趋势性转向。

图：当月新增人民币贷款（亿元）



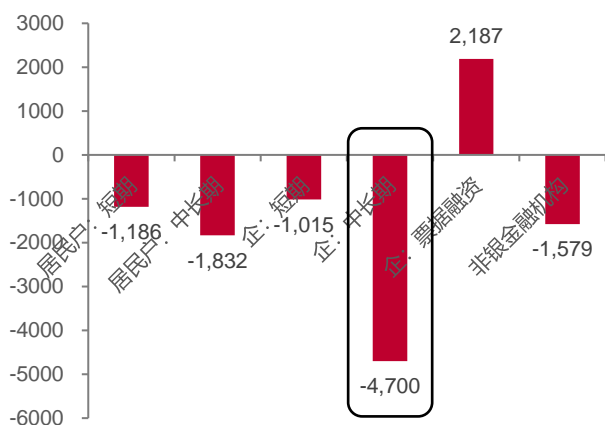
资料来源：中国人民银行、创元研究

图：新增人民币贷款季节性：季度总量（亿元）



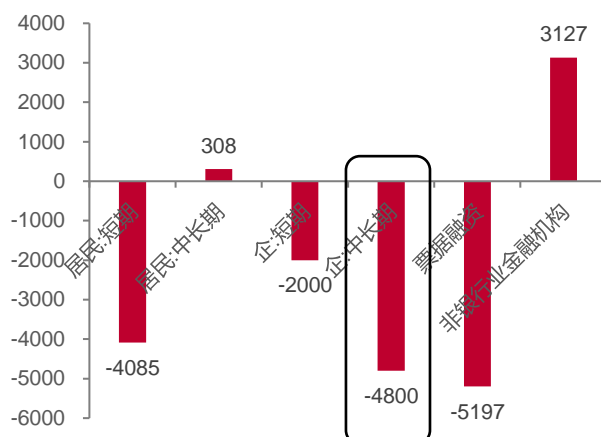
资料来源：中国人民银行、创元研究

图：新增人民币贷款：3月当月同比（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

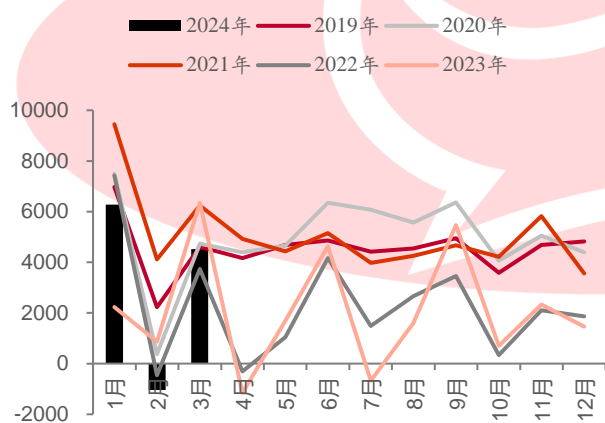
图：新增人民币贷款：累计同比（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

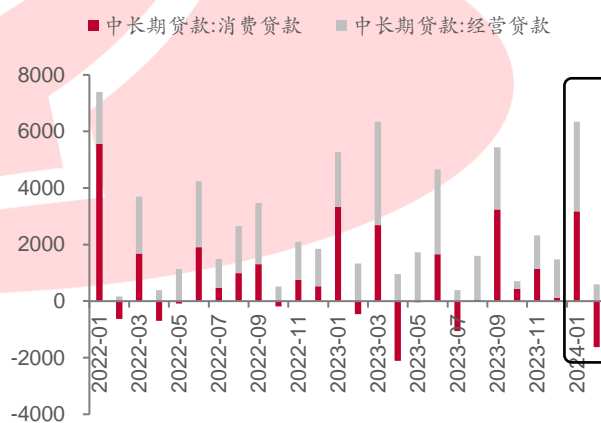
**居民端**，中长期贷款中超 70% 为个人购房贷款，其余部分包括车贷及经营贷等，车贷与房贷同属于消费贷。今年一季度中长效同比小增主要受益于 1 月居民中长期贷款超预期激增。而从分项看，主因经营贷及中长期消费贷拉动，考虑到地产销售 1 月表现偏弱，我们认为中长期消费贷或指向汽车贷款类别。2-3 月居民中长效读数继续下滑，消费贷下滑明显，因此我们认为，居民端信贷需求的持续性仍存疑问。

图：新增人民币贷款：居民户：中长效（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

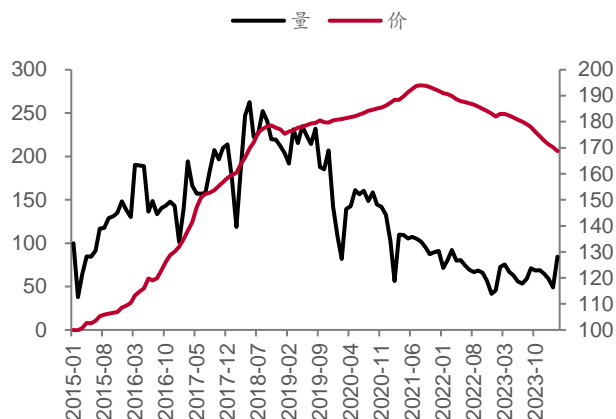
图：新增人民币贷款：居民户细分（亿元）



资料来源：中国人民银行、创元研究

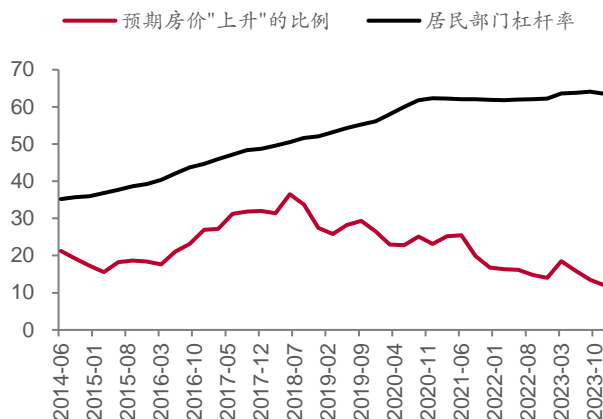
打通居民端信贷扩张的堵点关键在于地产行业的复苏。近期看，尤其是 3 月，二手房挂牌量显著增长，与部分核心城市地产限购政策优化有关，而从价格指标看，二手房价格仍呈现下降趋势，即当前二手房市场仍呈现“以价换量”的特征。而对比新房销售情况看，商品房一手房成交面积也明显低于季节性水平，二手房的回暖尚未能够向一手房传导，房价持续回落，意味着居民加杠杆意愿低，房企拿地意愿弱，实体融资需求弱。

图：全国城市二手房出售挂牌量价指数



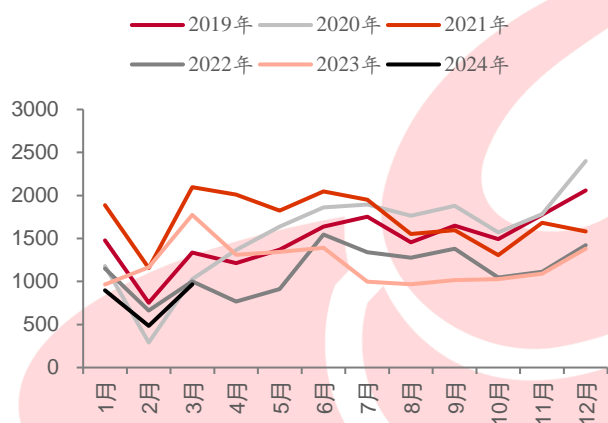
资料来源：中国城市二手房指数网、创元研究

图：居民加杠杆动力（%）



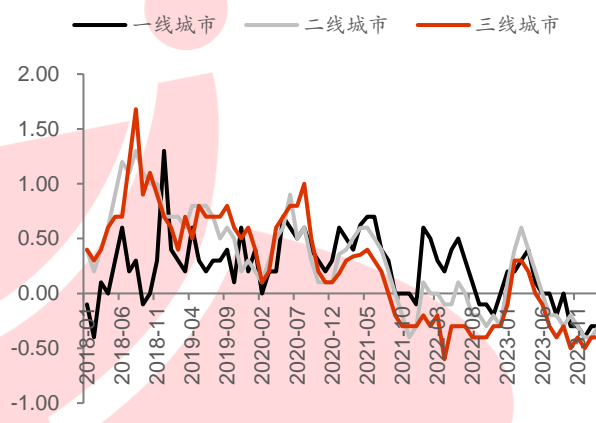
资料来源：中国人民银行，国家资产负债表研究中心、创元研究

图：30大中城市商品房成交面积（月度，万平方米）



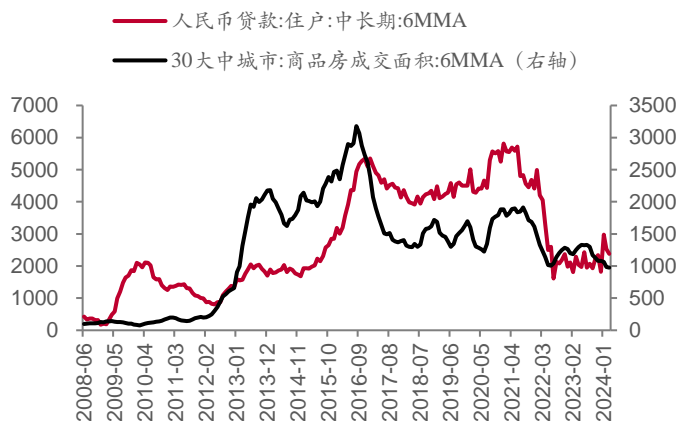
资料来源：同花顺、创元研究

图：新建商品住宅价格指数:环比变化（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：居民中长贷与商品房成交面积（亿元，万平方米）



资料来源：同花顺、创元研究

实体融资需求的增速于国债收益率仍显明显的正相关性，从过去十年国债收益率与信贷增速走势来看，2014-2015 年因汇率政策变动导致国债收益率大幅波动，而除此之外，两者呈现极强的相关性，即国债收益率的上行需要人民币贷款增速回升作为支撑。

因此对于二季度我们认为，政府债融资有望提速带动社融总量回升，但居民及企业贷款回升仍存堵点。而相较于社融总量，实体的信贷需求对于债市的影响更大。

图：人民币贷款增速与国债收益率（%）



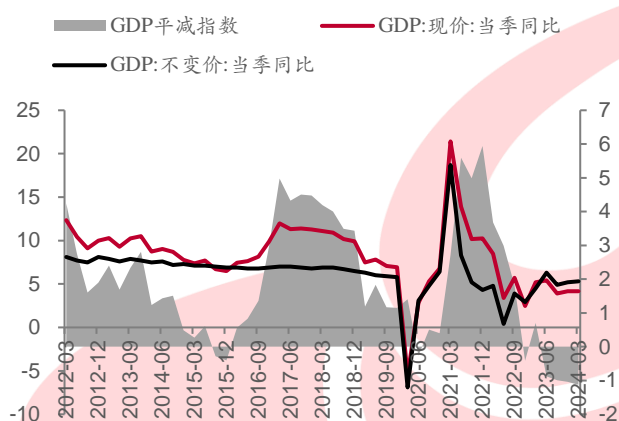
资料来源：中国人民银行、创元研究

## 2. 经济修复路径曲折

### 2.1 低通胀格局延续

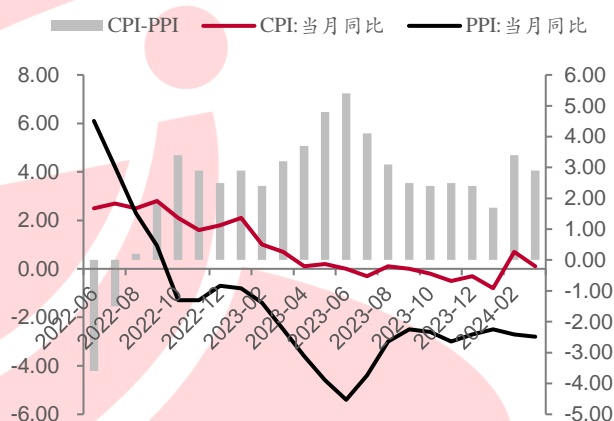
2024 年一季度，GDP 同比增长 5.3%，高于两会设置目标，实现开门红，显示生产的恢复相对强劲。但从价格指标 GDP 平减指数看（GDP 平减指数=GDP 现价-GDP 不变价），价格水平仍在低位且继续下跌，即 PPI/CPI 以及劳动价格相对较弱，需求相对不足。

图：GDP 增速（%）



资料来源：中国人民银行、创元研究

图：CPI&PPI（%）

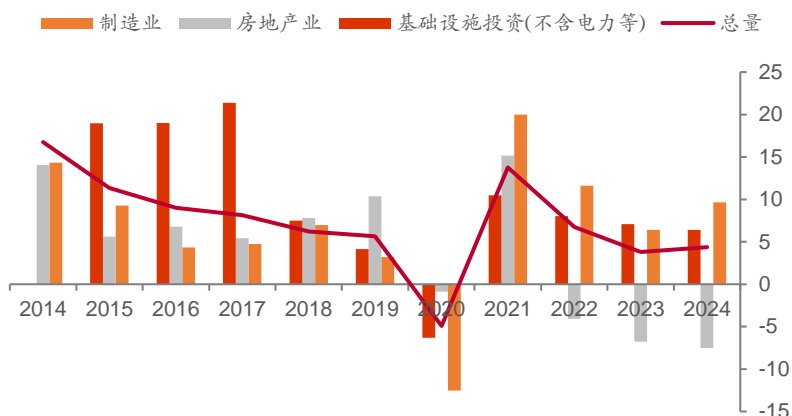


资料来源：中国人民银行、创元研究

### 2.2 经济数据分项：制造业回暖，地产及基建仍是拖累

受到发展高技术产业，培育新质生产力的发展要求，以及设备更新的提振。一季度固定资产投资中，制造业投资增速持续回暖，而地产及基建仍处于偏弱状态，基建投资受制于地方债发行节奏偏慢影响，预计后期有望提速，而地产当前拐点未至。

图：固投增速均值（%）

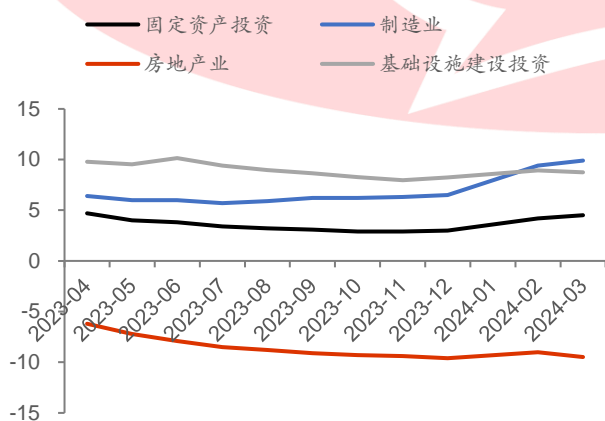


资料来源：同花顺、创元研究

今年一季度，全国固定资产投资同比增长 4.5%。其中，制造业投资增长 9.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 6.5%，增速加快 0.2 个百分点。

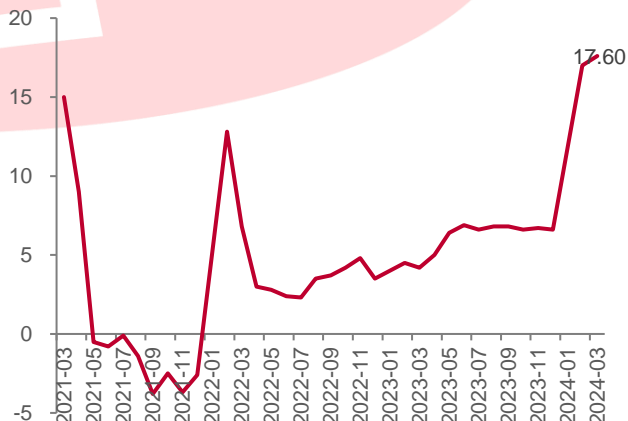
制造业分项中，设备工器具购置累计同比增长超 17%，创下近三年最大增速。设备工器具购置约占全部固定资产投资总额的 20%。我们认为本轮制造业投资增速的提速，很大程度上来源于设备更新的提前发力，预计在大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案持续推进的背景下，设备更新对于制造业仍将起提振作用。

图：固定资产投资增速（%）



资料来源：国家统计局、创元研究

图：固定资产投资额设备工器具购置:累计同比（%）

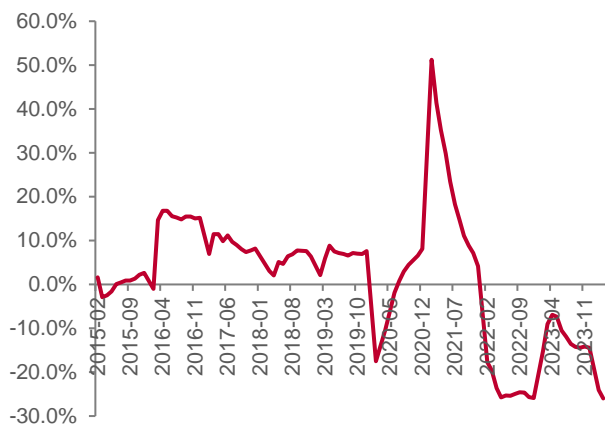


资料来源：国家统计局、创元研究

一季度地产数据显示尚未出现扭转信号，开工竣工及销售同比跌幅均超 20%。需求端，虽然春节前后，一二线城市均对限购有所解绑，但从实际销售情况看，仍未出现明显好转。数据看，资金来源，竣工，投资，施工

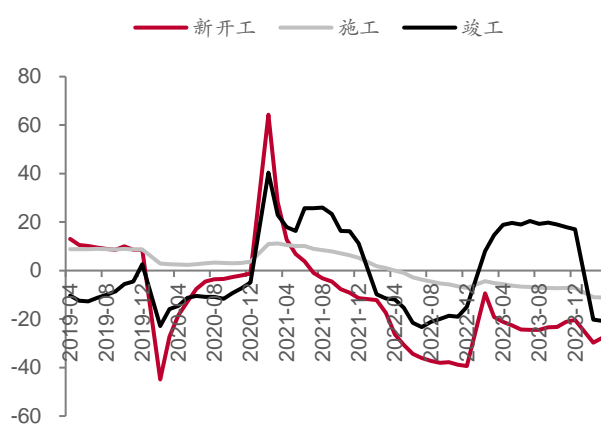
面积累计同比分别减速 1.9pct, 0.5pct, 0.5pct, 0.1pct。新开工及销售面积降幅分别收窄和 1.9pct 和 1.1pct, 但累计同比跌幅仍接近-20%。

图：房地产开发企业资金来源：累计同比 (%)



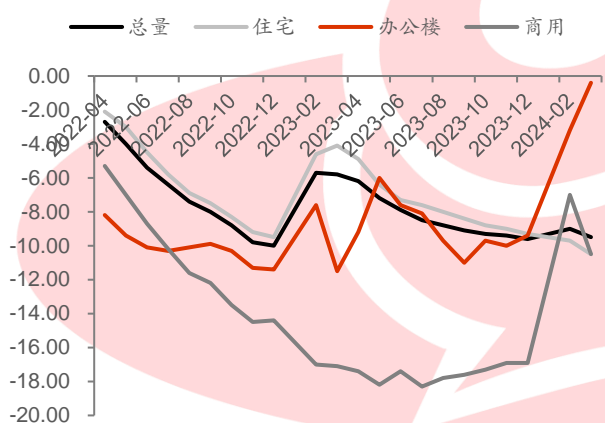
资料来源：国家统计局、创元研究

图：房屋开工施工竣工面积：累计同比 (%)



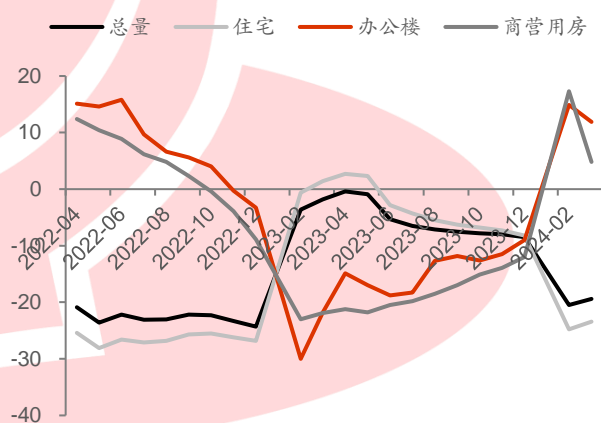
资料来源：国家统计局、创元研究

图：房地产开发投资：累计同比 (%)



资料来源：国家统计局、创元研究

图：商品房销售面积：累计同比 (%)



资料来源：国家统计局、创元研究

### 3. 流动性整体偏宽松

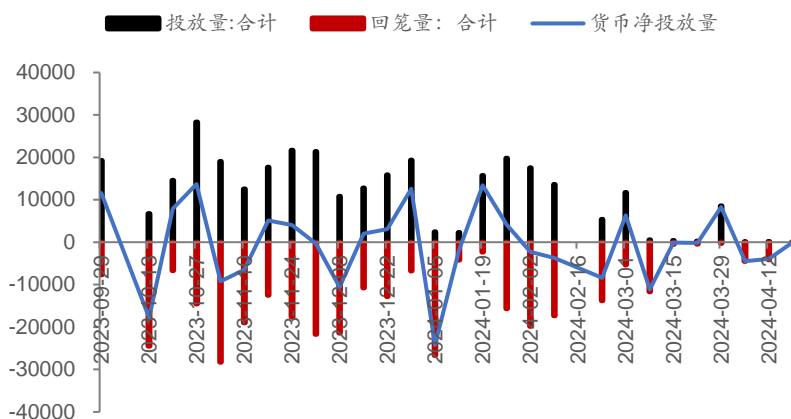
**货币政策方面：**2024 年一季度，政策利率 MLF 及 OMO 利率均维持不变，2 月 5 日央行降准 50bp 释放约 1 万亿流动性，2 月 20 日，1 年期 LPR 利率维持不变，5 年期 LPR 降 25bp 至 3.95%，1 年与 5 年期 LPR 息差缩窄至 LPR 改革后的最小值 50bp，旨在降低中长期实体借贷成本。

从公开市场操作方面，春节前后，资金面在降准的背景保持平稳。3 月



起，公开市场维持“地量”操作，反应银行间资金需求不大。

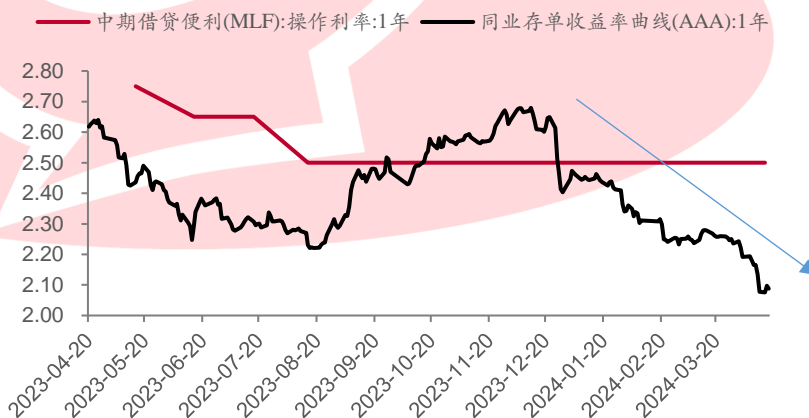
图：周度央行逆回购操作（亿元）



资料来源：同花顺、创元研究

从资金价格来看，同业存单利率以及非银融资成本，均出现较为明显的下滑。其中 AAA 级同业存单收益率已降至 2.1% 以下，低于 MLF 利率超 40bp，显示银行间资金面整体不紧张。DR007 维持在略高于 OMO 利率的水平，银行与非银间资金价差（R007-DR007）由 12 月均值 66bp 大幅收窄至 22bp，反应银行与非银体系间的资金分层现象也有所缓解。

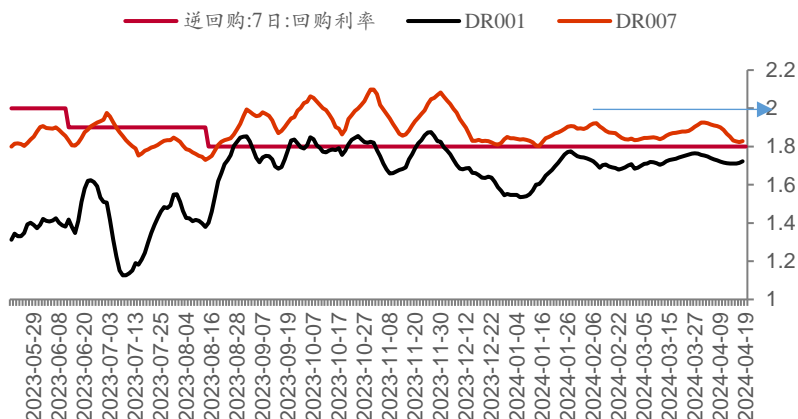
图：MLF 与同业存单收益率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

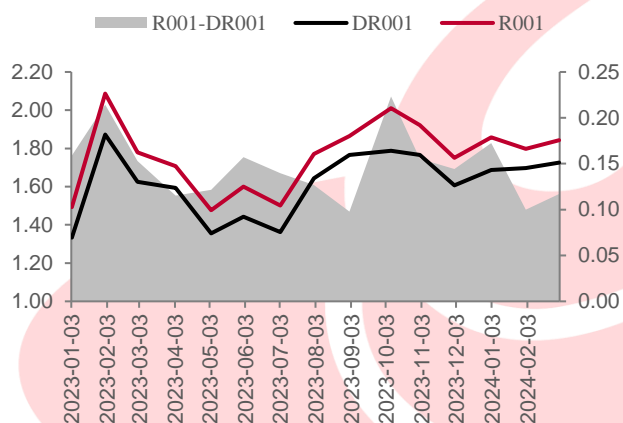


图：OMO 与银行回购利率（%）



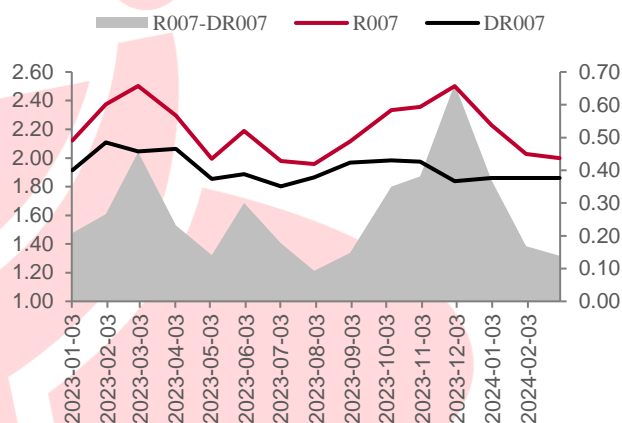
资料来源：同花顺、创元研究

图：R001 与 DR001 月均值（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：R007 与 DR007 月均值（%）



资料来源：同花顺、创元研究

#### 4. 降准及存款利率下调概率较大

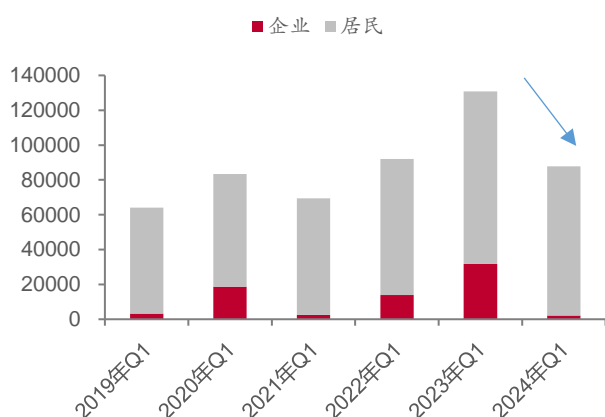
一季度债牛的核心即宽货币预期，经济弱修复，叠加实体融资成本偏高，宽货币的预期较强。基于当前外部环境波动较大，人民币汇率贬值压力仍存，且在防止资金空转要求下，短期内释放出超宽松的货币政策可能性较低，尤其是政策利率层面的降息。而降低存款利率，以及降准等政策出台仍是阻力较小的方向。

存款利率方面，2023 年间，大行分别在 6，9，12 月三次宣布降低存款利率。2 年，3 年及 5 年期定存利率分别累计下调 50bp，65bp 和 65bp。2024 年以来，大行暂未调整存款利率，中小行在年初“揽储”压力消退后，进

行了两拨的存款利率的补降。而未来的存款利率是否还会调降，主要还是得看大行的动作。我们认为，降低存款利率后降低贷款利率是较为顺畅的宽货币方式，一方面降低银行负债端成本，缓解净息差压力；另一方面，降低定存比例，促进资金活化。

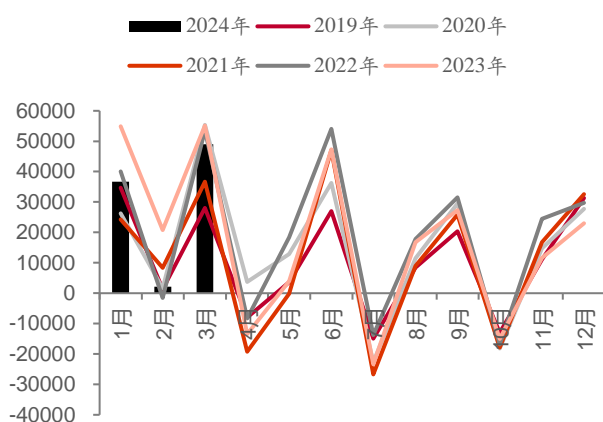
观察数据可以发现，在 2023 年三轮下调存款利率后，实体（企业+居民）存款增量同比有所下滑，且以企业存款增幅下降为主。企业端的定存占比虽仍高于去年同期，但环比已在下滑。

图：累计新增人民币存款：居民+企业（亿元）



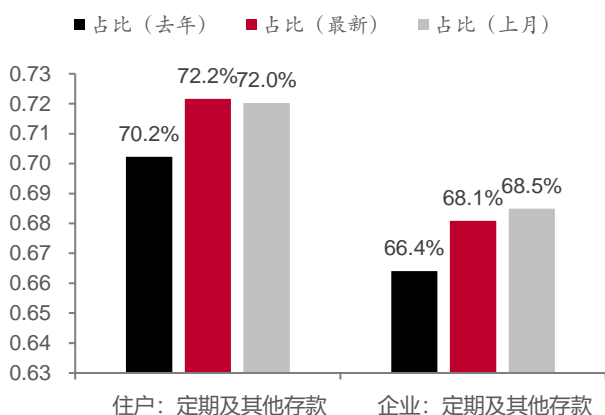
资料来源：同花顺、创元研究

图：当月新增人民币存款：居民+企业（亿元）



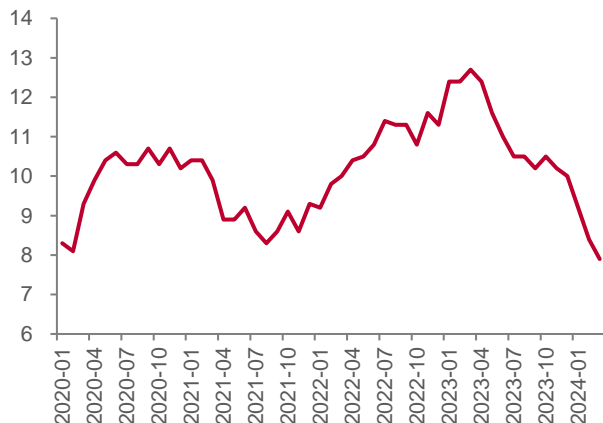
资料来源：同花顺、创元研究

图：居民企业定存占比（%）



资料来源：同花顺、创元研究

图：金融机构:人民币存款余额:同比



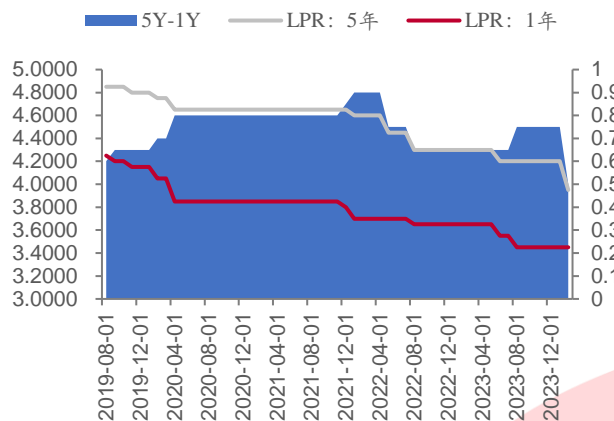
资料来源：同花顺、创元研究

贷款利率方面，2月5年期降 25bp 至 3.95%后，3月维持不变，1年与5年期 LPR 息差缩窄至 LPR 改革后的最小值 50bp。

商业银行净息差方面，截至 12 月底，净息差降至 1.69%，季度环比下行

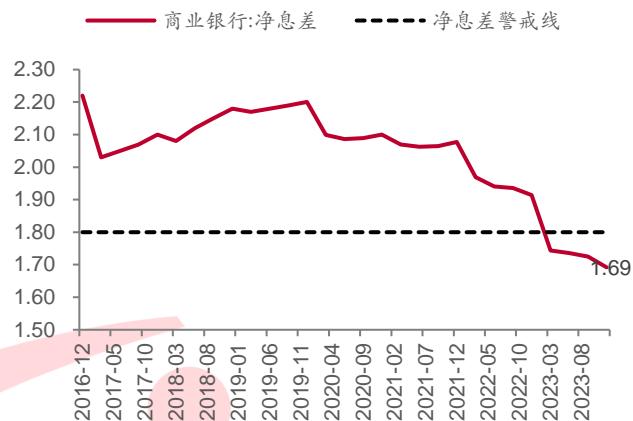
3bp，远低于 1.8% 的警戒线。因此 2 月 LPR 调降后，实质上也为银行继续下调存款基准利率打开窗口，以缓和银行息差压力，维持金融系统稳定性。

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

关于降准，人行官员三周内两次提及降准可能性，综合考虑政府债发行节奏，我们认为降准二季度出现概率较大，或配合公开市场操作，平滑因政府债券集中发行带来的流动性扰动。

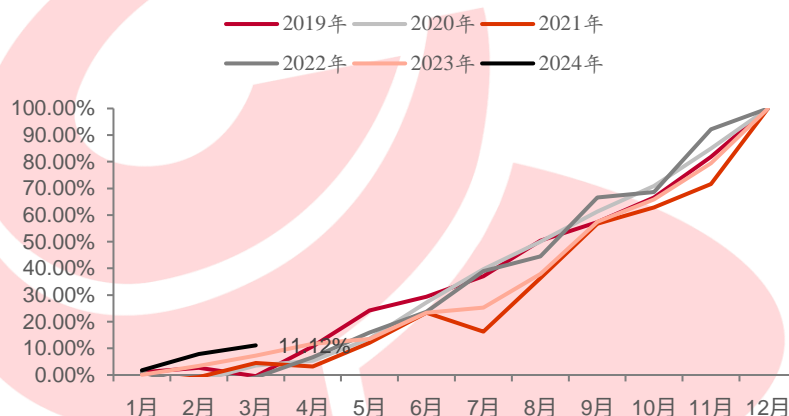
## 5. 资产荒格局延续

自 2023 年底开始，资产荒的叙事逻辑延续至今。何为资产荒，简单理解，流动性充足，但是市场融资需求不强，对于金融机构来说，主要的资产即人民币贷款和债券，当贷款减少的情况下，市场对于债券的需求量放大，而若债券供给减少，将会导致机构普遍欠配。

从债券一级市场的供给角度看：

**国债：**假设 2024 年国债净融资规模为中央预算赤字 4.34 万亿元（3.34 万亿中央政府赤字+1 万亿特别国债），第一季度国债累计净发行 4825 亿元，发行进度 11.1%，较往年同期偏快。

图：国债净融资进度（%）

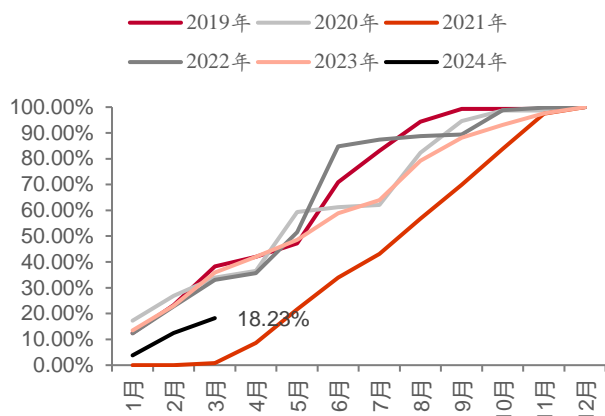


资料来源：财政部、创元研究

而其他利率债发行明显偏慢：

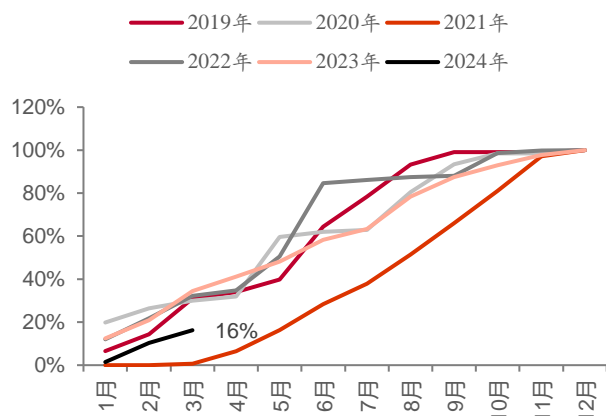
**地方政府债：**2024 年地方政府债务新增限额 4.62 万亿（7200 亿一般债+3.9 万亿专项债），截至 3 月底，新增地方债累计净发行 8423 亿元，发行进度 18.23%，明显低于往年 30%-40%的水平，进度偏慢主要源于新增专项债发行偏慢。一季度新增专项债发行进度 16%，远低于往年 30%左右的水平。而这可能与政府债券统筹发行以及项目审批趋严有关。

图：新增地方债融资进度（%）



资料来源：财政部、创元研究

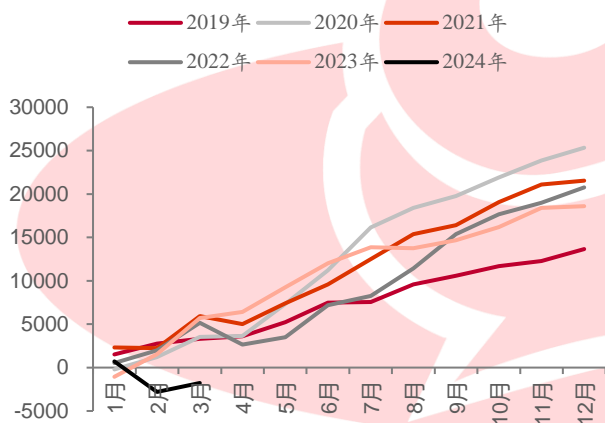
图：新增地方专项债融资进度（%）



资料来源：财政部、创元研究

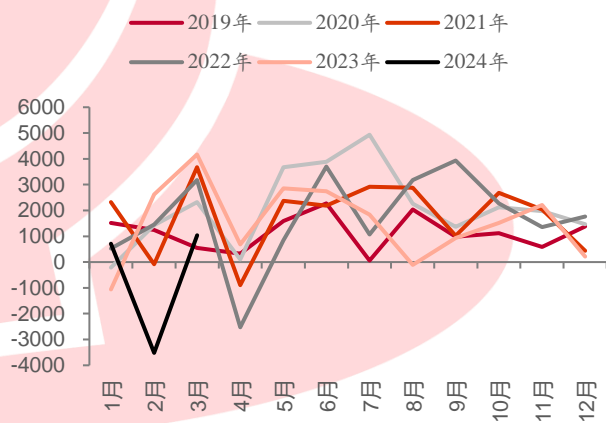
政金债方面，没有额度限制，截至3月底，政金债累计净发行-1766亿元，远低于五年净发行3000-6000亿元的水平。结合近期央行对于政策性银行增加债券供给施加压力，我们认为政金债供应二季度也有望提速。

图：政金债累计净发行（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

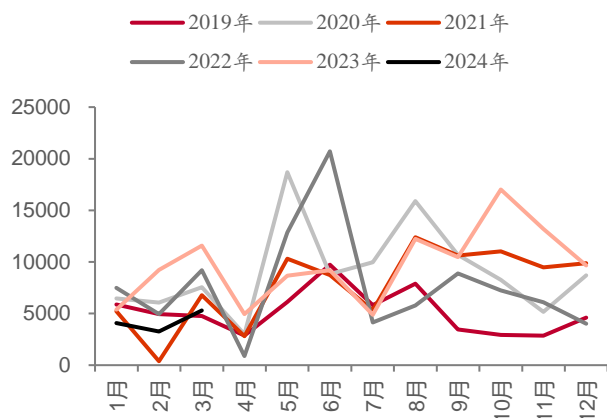
图：政金债当月净发行（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

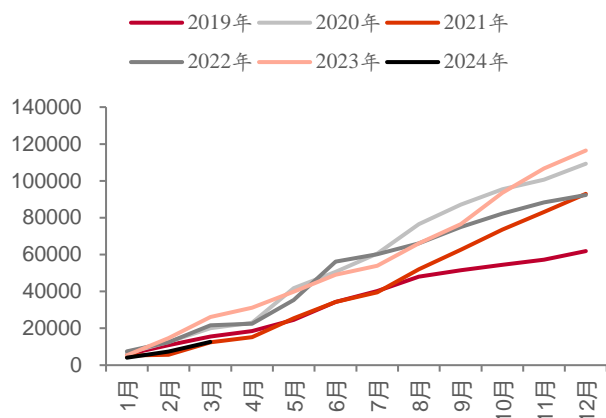
综合看利率债的总发行情况，一季度利率债发行总额1.26万亿，同比降幅超50%。

图：利率债当月净发行（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

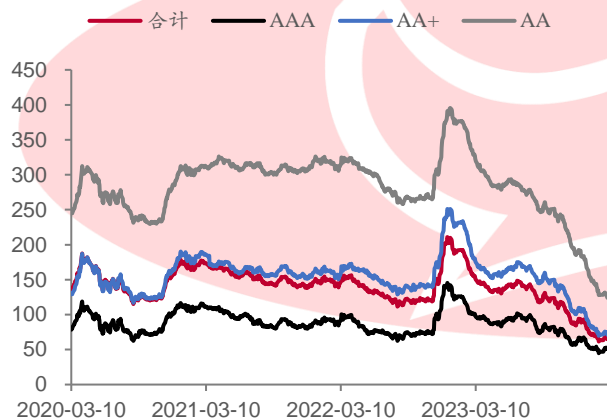
图：利率债累计净发行（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

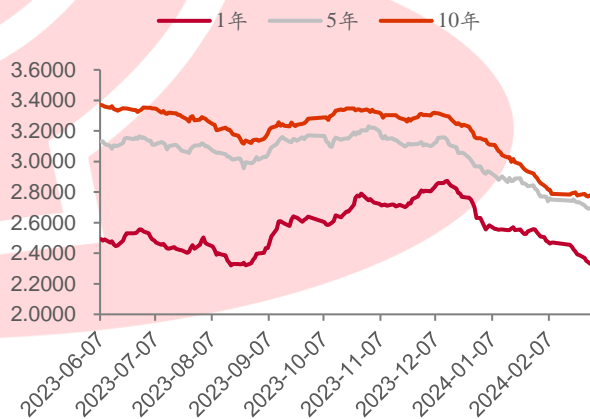
另外从信用债角度看，城投债信用利差大幅收窄，高收益的城投债市面上已经不多见了，截至3月底，上清所统计10年期AAA级城投债利率已降至2.8%以下。同时存款利率也在不断下调，国有大行下调存款基准利率后，五年期定存基准利率已降至2%。资产荒的格局下，保险以及中小银行开始增加配置长久期债券。

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

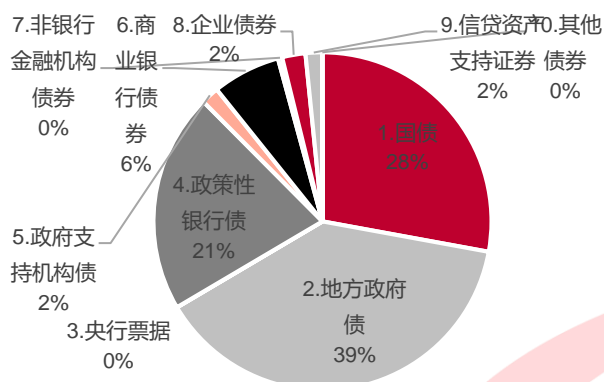
### 债券的需求：

债券的托管数据，很好的反应了债券市场参与者的持仓变化，以便粗略了解各类金融机构的投资偏好的转变。我国有三大债券托管机构，分别是中债登，上清所和中证登，三大机构托管债券类型各有侧重。中债登和上清所主要反应银行间债券市场交易的债券品种，中证登反应交易所债券的托管数据（不对外公布，且体量占比较小，约为全市场托管总量的10%），因

此我们主要分析中债登和上清所的托管数据。

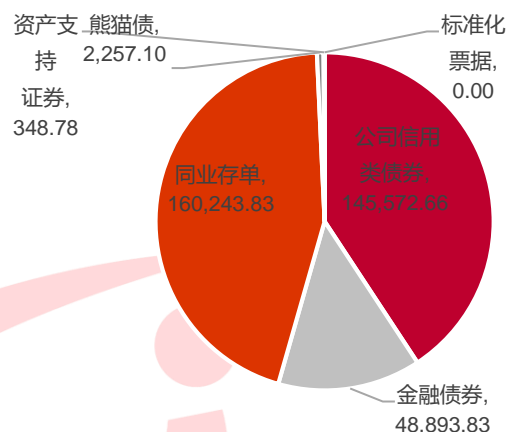
**从体量看**，截至 2024 年 3 月，中债登及上清所整体债券托管规模达到 143.4 万亿，其中中债登托管规模 106.68 万亿（占比 74%），上清所托管规模 36.72 万亿元（占比 26%）。

图：中债登债券托管分布（%）



资料来源：中债登、创元研究

图：上清所债券托管分布（%）

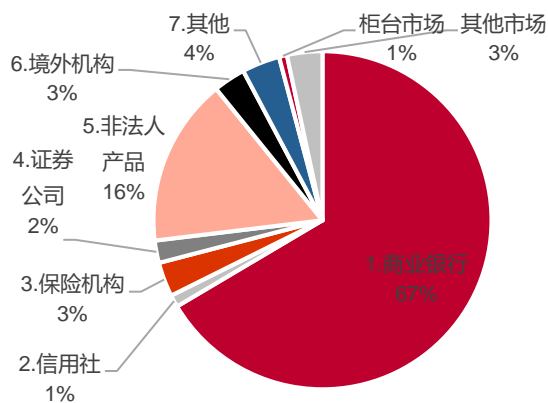


资料来源：上清所、创元研究

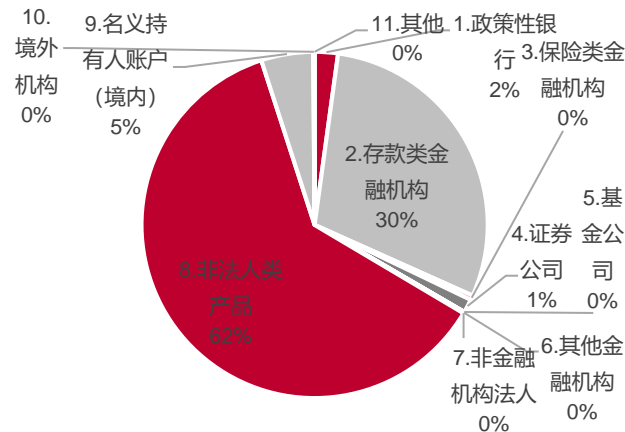
中债登托管的债券以利率债为主，涵盖部分信用债登记托管，截至 2024 年 3 月，国债/地方政府债/政策性银行债三大利率债品种合计托管额约占中债登全部托管额的 88%。而上清所托管的债券为信用债和同业存单类别。

**从持有者结构看**，两大托管机构存在较大差别，中债登主要持有人中，商业银行为主要力量（占比 67%），非法人产品占比其次（16%）。而上清所主要持有人中，非法人产品占比 62%，存款类金融机构占比 30%。因此我们可以大致了解到，银行仍是债券的主要购买者，且主要以利率债为主。

图：2024 年 3 月中债登主要券种持有者结构（%）



图：2024 年 3 月上清所主要券种持有者结构（%）



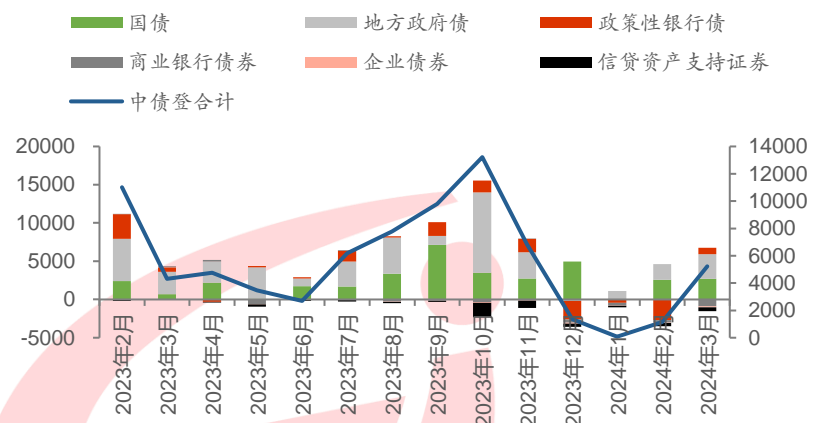


资料来源：中债登、创元研究

资料来源：上清所、创元研究

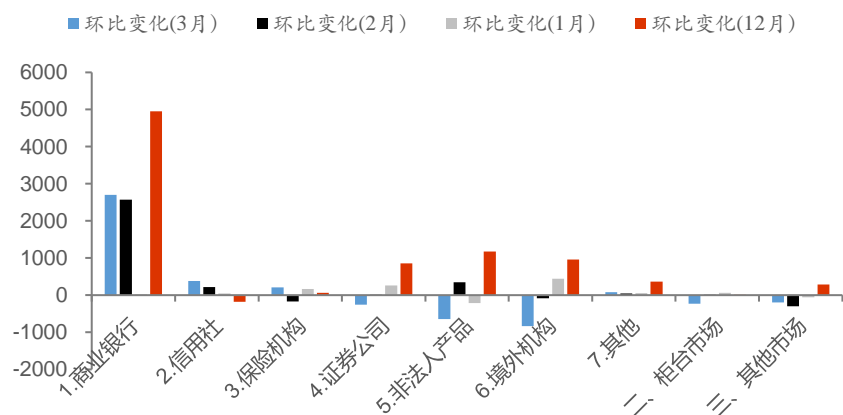
细分利率债看，从配置的角度看，国债增仓的主力主要来自于商业银行，保险，公募，理财，以及外资。以12月为例，除信用社对国债表现为净减持178亿元外，其他机构均在不同程度上净增持国债，其中商业银行净增持4950亿元，为主要增持主体。而今年以来，尤其是2-3月，商业银行开始大幅增持国债。

图：商业银行中债登托管债券环比变化（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

图：中债登：国债托管债券环比变化（亿元）



资料来源：中债登、创元研究



## 债市的风险在哪？

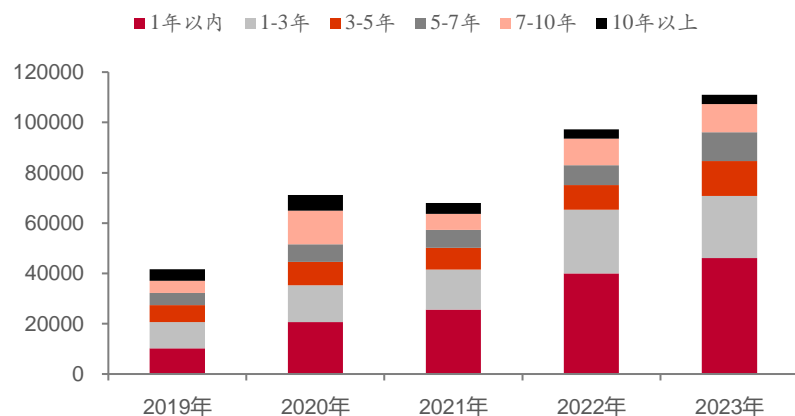
### 1. 超长特别国债供给

通常来说，债券供给不应成为主导债券价格的主要原因，央行通常会运用公开市场操作工具平滑流动性。但 2023 年 10 月，因特别国债的集中发行导致银行间资金面快速收紧的情况，仍值得警惕。考虑到本轮政府债发行窗口期较长，不同于去年 10 月，特殊再融资债以及特别国债集中发行，预计今年的供给冲击较去年偏小。

回顾过去 5 年，10 年期以上超长国债年度发行量约为 3500-6500 亿元，占全年国债发行量的 3-11% 不等，整体占比偏低。若本年度延续 2023 年超长国债常规发行额 3680 亿元，叠加 1 万亿超长特别国债增发，**预计 2024 年超长债发行规模将接近 1.4 万亿**，发行量显著高于往年水平。而今年第一季度，超长债常规发行量为 1070 亿元，从二季度财政部发债计划看，没有常规超长债的发行安排，且有每月均有一周没有安排常规付息国债发行，猜测可能在为特别国债让路，但 4 月空档期已过，且无特别国债发行，因此**超长债的供给压力或将推迟至 5-6 月或更晚**。

考虑 4 月 17 日国新办发布会上，发改委明确的三条重要信息：其一，地方专项债券项目的初步筛选工作已经完成；其二，超长期特别国债的项目还在前期储备中；其三，增发国债的资金落地较快但项目开工节奏偏慢。预计后续政府债券供给的整体节奏大致为：地方专项债发行先提速，超长期特别国债跟进。

图：国债发行总额：按期限分类（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

图：2024 年第二季度记账式付息（关键期限）国债发行安排

月份	期数	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	1	3	4月3日	续发	按年付息
		10	4月3日	续发	按半年付息
	2	2	4月10日	续发	按年付息
		7	4月10日	续发	按年付息
		5	4月12日	首发	按年付息
	3	暂无			
	4	1	4月24日	首发	按年付息
5月	1	暂无			
	2	2	5月8日	续发	按年付息
	3	3	5月14日	首发	按年付息
		7	5月14日	续发	按年付息
	4	1	5月22日	续发	按年付息
		5	5月22日	续发	按年付息
		10	5月24日	首发	按半年付息
6月	1	3	6月5日	续发	按年付息
	2	5	6月12日	续发	按年付息
		10	6月12日	续发	按半年付息
		2	6月14日	首发	按年付息
	3	暂无			
	4	1	6月24日	续发	按年付息
		7	6月24日	首发	按年付息

资料来源：财政部、创元研究

## 2. 长债政策友好度下滑

自四月初起，监管层屡次提及长债风险：

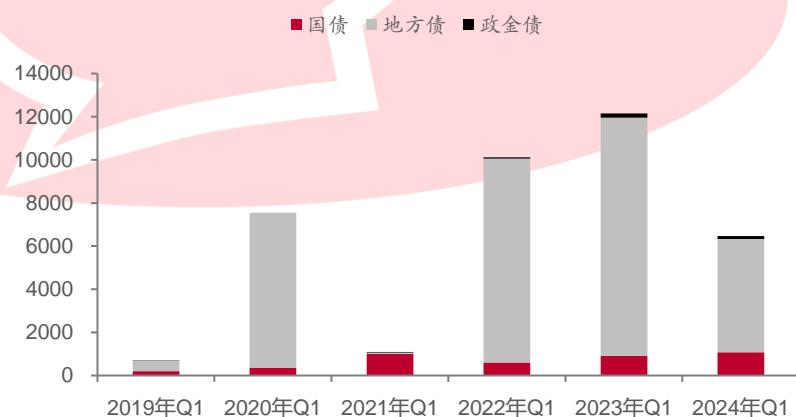
4月初，财联社刊发消息称，据有关人士透露，近日人行与三家政策性银行座谈，讨论了长期利率债市场形势，主要内容如下：（1）近期长期利率债收益率大幅走低主要受**阶段性供需失衡**等多重因素影响（2）当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得**关注**（3）三家政策性银行拟**大幅增加长期债券发行**，以抓住发行成本较低的时间窗口。

央行在一季度例会上也提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。

4月23日：央行：长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。

从表述看，央行开始提升关注，并且明确指向长期利率债发行偏少导致收益率低，从历年一季度10Y+一季度利率债发行看，2024年超长利率债供给降幅确实较为明显。但从细分项看，政金长期限债发行占比不足总量的2%。主要减少项在于地方政府债，而非政策性银行债。

图：历年一季度10Y+利率债发行总额（亿元）



资料来源：财政部、创元研究

此外，债市利率并非政策最终目标，但由于超长债收益率缺乏政策利率锚点，央行也缺乏市场化工具来调控超长端利率，因此监管的关注主要源于收益率平坦化的关注，不希望超长债下跌太快甚至倒挂出现。因此我们认为，监管方面的扰动影响相对有限，催发政金债对于缓解阶段性供需失调

效果也相对有限，更多在于情绪层面的影响。



## 总结

一季度多品种期货合约均创下上市以来新高；年初至今4月中旬，二年国债主连累涨0.39%，五年国债主连累涨0.95%，十年国债主连累涨1.71%，三十年国债主连累涨5.51%。宽松预期下，长久期策略收益率明显偏高。

我们认为几个方面的原因共同造成了这一波快牛走势：**(1) 融资需求难趋势性回升：**人民币贷款增速与国债收益率呈现高度正相关，今年一季度人民币贷款增速继续下滑，拖累社融增速下滑，虽二季度预计政府债券融资增速将回升带动社融总量回升，但代表实体融资水平的贷款增速在地产拐点未至的背景下预计仍难以趋势性回升。**(2) 经济延续弱修复：**虽一季度GDP增速实现开门红，但除去固定资产投资中制造业表现亮眼外，其余分项均表现平平，且反应物价水平的GDP平减指数继续下滑，指向当前经济强在生产弱在需求的格局延续。**(3) 一季度流动性整体宽松：**节前降准叠加公开市场操作下，银行间资金面较为宽松，同业存单利率持续下滑。

**(4) 降准及将存款利率等货币政策仍可期：**居民信贷需求仍在低位，实体融资成本较高，而受制于人民币贬值压力，短期内政策利率降息预计难以出现，但存贷款利率的调降以及降准仍可期待。**(5) 资产荒格局延续**

对于二季度，我们认为以上利多因素仍然存在，但需要警惕可能的利空风险**(1) 超长债的供给压力 (2) 监管对于超长债的关注度**

整体看，债市的主要逻辑没有改变，地产未见拐点，居民信贷需求仍在低位，实体融资成本较高。不确定因素在于，供给压力以及情绪扰动。

短期关注债券发行节奏以及流动性对于债市的冲击，中长期债牛格局不变，供给以及情绪影响下或是布局时机。

### 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年上海期货交易所所有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，从基本面出发，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)