

国债期货年报：月落谷底，潮逐浪高

摘要

今年是 2018 年以来国债牛市延续的一年，复苏节奏、资金松紧和政策预期构成了今年交易的主线。展望 2024 年，经济或在温和复苏中继续蓄势：基建扩张与地产收缩对冲之后或有一定余量，但制造业投资增长动能不足；消费具备一定韧性，出口则随外需温和回落。政策层面中央和经济较强地区将承担更多稳增长的责任，而货币政策将积极配合，引导融资成本下降的同时保持流动性“合理充裕”，并通过结构性工具来支持重点战略和产业。综合来看，2024 年十债收益率中枢或跟随政策利率下移至 2.5%附近，债市整体仍将以偏强走势为主，可在年初回调后择时参与。风险方面关注基本面和政策超预期、地缘政治风险等。

一、2023 行情复盘

根据走势和驱动的不同，2023 年国债期货的行情可以大致分为以下几个阶段：

图：十年期国债期货和到期收益率



数据来源：WIND

1. 年初-春节：防疫政策调整，复苏预期升温。由于疫情防控期间积压了大量的国内需求和出口订单，市场预期在防疫政策调整、第一轮集中感染的高峰期过去后，这些积压的需求能够在短期内快速得到释放；同时，春节假期的临近叠加消费半径的扩大，使得消费迎来大幅的反弹；此外，地产市场也在年初有所升温。在欣欣向荣的经济预期之下，十年期收益率上行约 10BP，达到了年内最高的 2.93%，国债期货也全面走低。

2. 春节后-2 月末：预期部分落地，多空力量博弈。春节假期期间的消费和出行如预期般反弹，不过这部分利空已在 1 月被市场定价，利空因素主要是偏紧的资金面和政策宽松的预期，监管的加力和股债跷跷板也增添了债市压力；而多头方面，偏高的十债收益率吸引配置力量进入，又对长端起到支撑，曲线走平。

3. 3 月初-8 月中旬：降息梅开二度，现实弱于预期。3 月以来，经济在报复式反弹后，内生动能不足的问题开始逐步显现，经济复苏面临斜率下滑的挑战；同时，政策面没能给到强有力的支撑，加之利多因素不断接力，使得债市走出一波近半年的牛市。具体来看，3 月

政府工作报告出台后,紧贴预期下沿的增长目标拉低了市场对 2023 年经济复苏情况的期待。进入四月后,内需不足的压力进一步凸显,经济复苏动能减弱之下,市场各类资产的收益情况均不乐观,难以支撑较高的利率水平,国债的配置力量也持续偏强。行至 6 月,市场对于货币政策宽松的预期不断升温,长短端利率均逐步下行。随着 6 月 15 日的降息以及稍后的降准落地之后,短期内利多出尽,市场转而开始预期稳增长政策的发力,在多头止盈的带动下债市短暂回调;但整体弱复苏的现实和对偏宽松环境的需求并未有明显改变,在回调结束后债市仍接续此前的牛陡走势。

7 月 24 日,中央政治局会议召开,对于经济形势的研判和对未来经济工作的部署中,提出了“我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”“活跃资本市场,提振投资者信心”等新的表述,超出市场预期。在此影响下,债市再度小幅回调,不过从政治局会议精神向政策出台的传导,乃至对实体需求的刺激落地仍需时间,加之 7 月金融数据再度印证了弱复苏的现实格局,债市又回补跌幅并继续上行。

8 月 15 日,央行在三个月内进行第二轮降息,同时 7 月经济数据表现不及预期;8 月央行二季度中国货币政策执行报告提到要促进企业融资和居民信贷成本稳中有降。多重利好作用下,债市冲至年内高点,一年期和十年期国债收益率最低分别降至 1.83%和 2.54%,曲线明显走陡;十年期国债期货主力则最高触及 103。

4. 8 月下旬-9 月上旬:政策接连发力,期债阶段走熊。8 月下旬开始,一是降息利好出尽,二是“认房不认贷”等刺激政策的集中出台,以及地方政府的接力推进,使得市场宽信用预期不断升温;三是专项债发行加速和央行公开市场操作缩量,导致资金面偏紧。多重利空影响下,债市止盈情绪发酵,同时空头力量也在增强,现券收益率掉头向上,国债期货也阶段性走熊。

5. 9 月中旬-11 月下旬:资金持续偏紧,期现长短分化。政策集中发力期逐渐过去后,宽信用的预期并未在基本面数据得到印证,需求偏弱的现实对国债期货起到一定支撑,偏弱调整的节奏也渐渐放缓;而现券方面,新增专项债、国债和特殊再融资债的接力,加之央行提防资金空转的政策取向,使得资金始终处于偏紧的状态,一年期国债到期收益率重新攀升至一季度的峰值,曲线走出熊平的同时,国债期货基差也在不断收窄。

6. 12 月中上旬:会议未超预期,国债再度上行。进入年末的时间节点,经济数据再度转弱,加之 12 月政治局会议和中央经济工作会议整体未有超预期表态,利率再度下行;而短端则仍受偏紧资金面的压制,期限利差进一步压缩至 30BP 以下。

二、2024 年基本面展望

需求整体仍待复苏,增长驱动逐步切换。回顾 2023,供给侧经历了从复产复工到大幅去库,而后逐步趋于稳定的过程,但需求在一季度报复性地反弹后,便始终呈现出偏弱的格局,这也是债市走出半年牛市的核心原因。而展望 2024,我们认为国内经济将继续沿着温和复苏的轨道稳步前进,在调整中不断蓄力,经济增长的边际驱动则更多在于在中央财政的加力。我们从三个视角来观察国内宏观的形势:

1. 三大工程

2023 年 11 月的中央金融工作会议提到要加快房地产“三大工程”建设,即城中村改造、保障性住房和平急两用基础设施建设。由于三大工程的周期较长,推进方式较为温和,面向的主要是高能级城市,且资金来源尚不明确,故我们认为“三大工程”对投资乃至整体需求的拉动或较为有限。

(1) **保障性住房**方面,建设重点从保障性租赁住房转向配售型保障房,主要面向的是

300 万人口以上城市的中低收入人群，建设方式虽暂未明确，但在商品房库存高企的背景之下，大规模投资新建的概率并不大；以“保本微利”为原则，优先收回闲置土地，收购改建存量闲置房，再结合划拨土地新建，可能才是保障性住房的落地方式。推动保障性住房建设意味着我国房地产市场将沿着双轨制的道路前进，但这势必是一个长周期的过程。十四五期间保租房年均建设速度约 250 万套，若保障性住房建设速度为 300 万套/年，参考现有公租房、保租房和共有产权房的单套面积上限（60-90 平），假设保障性住房按照单套房面积 70 平，建安成本 4000 元/平米测算，则 2024 年保障性住房可拉动建安投资约 8400 亿元。

（2）**城中村改造**方面，针对的同样是体量较大的城市，且改造周期较长。政策强调改造要坚持“留改拆”并举，结合保障性住房和平急两用基础设施建设一同推进，故预计不存在大规模的推倒重建。经测算，22 个超大特大城市待改造面积共 10 亿平米左右，若建设周期 10 年，采用一半拆除重建一半综合治理的方式，则 2024 年城中村改造可拉动建安投资约 3000 亿元，且改造区居民安置所释放的商品房需求或对核心城市商品房销售起到一定提振。

（3）**平急两用基础设施**方面，根据杭州、武汉和大连目前披露的数据简单外推至 22 个超大特大城市，计算出第一批平急两用建设投资规模约 4000 亿元；假设其中约一半能够在 2024 年落地，则平急两用基础设施建设能在 2024 年拉动投资 2000 亿元。

故综合来看，目前三大工程属于一边探索地产行业新发展模式，一边发挥逆周期托底功能。预计保障性住房和城中村改造在 2024 年合计拉动房地产开发投资 1.14 万亿元，占 2023 年 1-11 月房地产投资额的 11.0%；预计三大工程合计拉动投资 1.34 万亿元，占 2023 年 1-11 月固定资产投资额的 2.9%。需要指出的是，受推进节奏、方式、资金来源等因素的影响，以及工程之间将存在相互联动，测算值或与实际存在较大出入，三大工程具体拉动房地产投资和销售规模仍需关注其在各城市的落地情况。

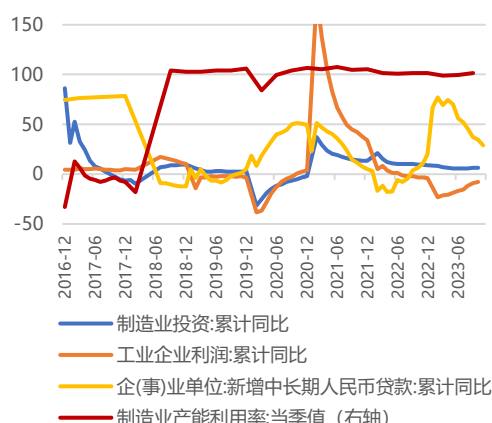
2. 三驾马车

（1）**投资**方面：①地产行业的大背景是市场面临供需格局的转变，大趋势向下和小周期底部叠加，导致当前市场信心不足，库存去化周期居高不下；边际上需求刺激政策收效不佳，且三大工程对 2024 年地产投资的拉动也较为有限，故我们预计 2024 年地产行业有大概率继续磨底，新开工、竣工和投资均下行，对经济增速继续造成拖累。②制造业则面临已然偏高的杠杆率和整体偏低的收益率之间的矛盾：需求不足导致产能利用率偏低，中下游利润水平仍旧承压，而资产负债率已经达到了较高水平，使得企业继续加杠杆投资的意愿和能力均不足；不过以新能源汽车为代表的高技术制造业仍维持了较高的投资增速，且对于新兴高端、绿色、智能产业的政策支持力度不减，对制造业整体投资起到一定支撑。③基建的预期则相对更乐观，今年受到专项债发行节奏偏缓和项目储备不足的影响，基建投资增速自年初逐步下滑，不过在中央财政加码的预期之下，下一阶段基建资金保障和项目支撑方面都会逐步改善，继续托底经济，对冲地产缩量；结构上则由于统筹化债和稳增长，投资或更集中于经济较强的地区。故明年的投资或仍呈基建>制造业>地产的格局。

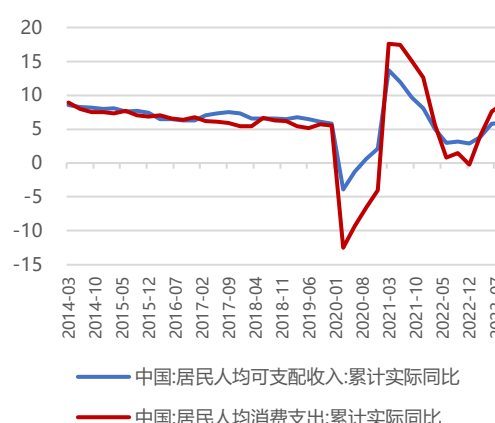
（2）**消费**方面，展望明年，我们认为消费具备一定韧性，但难有大幅的回升，一是居民实际收入同比持续落后于消费支出，加之房价走低导致的财富缩水，居民消费升级有阻碍；二是消费依赖于国内宏观经济整体预期，信心不足也会对消费起到一定抑制；三是新出台的财政政策主要着眼于上游需求，对于消费的直接刺激较为有限，需要关注后续政策会否对消费领域有所倾斜。而有韧性的原因在于，财政投放的增量或经过传导后部分转化为居民收入，且地产销售低迷的情况下对于消费的挤出也较为有限。亮点方面，在政策支持和车企降价的共同作用下，今年以来汽车消费较为亮眼，1-11 月汽车零售累计同比增速达 6.2%；但汽车属于后周期的耐用消费品，其体量对消费整体的拉动也较为有限；且今年汽车消费的高增抬

高了基数，在一定程度上也透支了明年的需求。

图：制造业投资



图：居民收入与消费支出



数据来源：WIND

(3) **外贸方面**，OECD 预测 2024 年全球经济实际增长率进一步下滑，且通胀和利率维持在较高水平，海外经济走弱的整体趋势不改，但节奏或比市场此前预期的更为温和，外需增速或继续低位运行；其中，汽车出口料将继续发力，在全球争取更多的市场份额。

综合来看，我们认为 2024 年经济仍将处于调整和蓄力的阶段，复苏斜率整体与今年接近，预计 2024 年实际 GDP 增长目标仍将定于 5% 左右。物价方面，CPI 同比料将回正，但中枢或维持在 0.5-0.8% 的较低位置；PPI 同比或在零下边际改善。

3. 三个风险

(1) **房企风险**方面：近两年来房企面临多方面的问题，一是地产销售疲软导致的回款不畅，二是资金监管使得企业现金锁在项目，三是民营房企融资困难，四是到期债务规模较大。多方面问题共振发酵，导致企业资金缺口放大，进而产生违约风险。而一旦房企出险，各方面的条件又将面临进一步恶化，融资和增信难度进一步提高，与施工方和购房者之间的矛盾也可能激化。目前房企风险暴露已基本完全，四季度监管部门针对房企风险多策连发，包括延期的“金融 16 条”、房企融资“三支箭”、房企白名单、以及市场传闻的无抵押贷款等，银行方面也积极表态，房企融资难的问题或得到一定改观，但风险的出清仍需地产市场信心恢复，期间行业或仍将面临洗牌重构。

(2) **地方政府债务风险**方面：目前地方政府债务存量在百亿以上，且随着城投债技术性违约的发生，地方政府隐性债务一度成为市场重点关注的风险因素。对此，7 月 24 日中央政治局会议提出“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，首当其冲的便是四季度以来不断发行的特殊再融资债。特殊再融资债发行后城投情绪明显改善，市场对于地方债务风险的担忧得到缓释。除了特殊再融资债以外，一揽子化债方案还将继续发力，可能的举措有降息展期和债务置换、SPV 支持、平台名单制监管、新增投资限制等，且中央也积极加杠杆，增发国债以缓解地方开展基建投资的债务压力。综合来看，一揽子化债方案的态度和力度都较为可观，预计在明年能够有效地管控地方政府债务风险，并在未来逐步化解地方政府隐性债务，但潜在的代价是由较强的地区挑起经济增长大梁，高负债弱地区则优先化解债务风险。

(3) **小微企业风险**方面：与前两个备受关注的风险不同，小微企业的风险隐藏更深，但对于经济稳增长的潜在影响不容忽视。近年来小微企业融资支持政策不断加力，包括此前

的“两增两控”、疫情以来的应急流动性金融工具（贷款延期支持工具、信用贷款支持计划）、支农支小再贷款等，截至今年 6 月，小微企业的存量贷款规模已达到 67 万亿元，较疫情前的 2019 年底增长了 81.8%。债务存量规模庞大的同时，小微企业的经营情况却并不乐观，工业企业利润持续负增长，企业偿债能力受到制约；地产延续颓势和经济增长动能转弱又导致企业抵押品价值的下降，融资难度也相应提高；而较低的价格水平也使得企业的债务压力被放大。因此，一旦发生小微企业普惠金融政策收缩，银行信贷支持力度减弱，或增长持续偏缓，小微企业可能成为经济的风险变量。

三、2024 年政策展望

在经济复苏动能偏弱的宏观环境下，逆周期的政策调节成为了债市交易的主线之一，我们认为这一趋势仍将延续至 2024 年。

1. 财政政策

我们判断 2024 年的财政支出将呈现出两个特点，总量上财政逆周期调节力度进一步提高，结构上中央和地方对冲。首先是总量方面，12 月中央经济工作会议指出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，由于内需仍旧偏弱，财政料将更为积极地发挥托底经济的作用。中央财政在 2023 年四季度增发 1 万亿国债，财政赤字率突破 3% 的界限至 3.8%；增发国债主要投向灾后重建、水域治理和高质量农田建设等领域，其中一半于 2023 年使用，一半于 2024 年使用，但预计均将于 2024 年形成实物工作量。而目前来看我国的财政赤字率较发达国家仍有一定差距，且中央政府的负债仍具有相当的可持续性，故预计在经济增长斜率放缓的情况下，明年仍有可能再度增发 1 万亿国债，相应的财政赤字率预计不会低于 3.6%¹。其次是结构方面，由于地方政府一揽子化债方案正处于推进阶段，且土地财政短期内难有明显回温，化债更侧重“节流”而非“开源”；同时，由于投资收益率的整体下行，满足收益条件的项目较为有限。因此，对于债务压力较大的地区而言，其财政支出料将有所压减，以避免一边化债一边新增的情况。基于上述原因，我们判断 2023 年的新增专项债限额或下调至 3.4-3.6 万亿，且在省份的配置上更多向经济大省倾斜。为了对冲地方政府整体的缩量，中央财政料将进一步发力，通过增发国债等方式代替地方提高杠杆率。

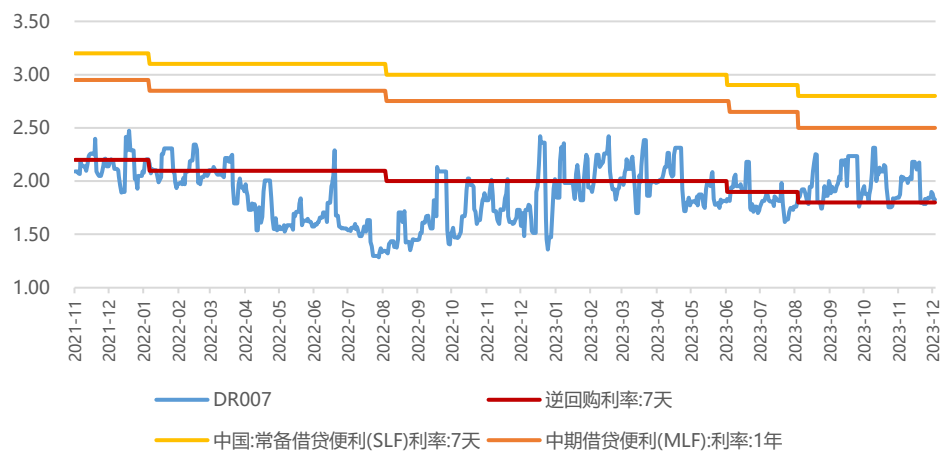
2. 货币政策

货币政策方面，关键词是“适度宽松”和“协调配合”。12 月中央经济工作会议指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。”我们认为 2024 年货币政策整体在量价两个维度都将保持适度宽松的取向：量的角度，中央经济工作会议强调了政策的协调配合，面对中央加杠杆和特殊再融资债发行带来的利率债增量，央行料将继续通过灵活的公开市场操作来应对，并可能继续降准以释放更长期的流动性；但需要指出的是，自 8 月以来资金面未有明显宽松，央行在增加 OMO 投放的同时也对资金空转保持警惕，故货币政策量的宽松预期仍将是“合理充裕”而非“大水漫灌”。价的角度，当前实际利率偏高，而需求偏弱的背景下物价或难在短期内明显回升，因此我们认为广谱利率将与国内经济弱复苏的节奏和地方化债进程相匹配，通过降低存款利率和政策利率的方式引导融资成本下降，并通过结构性货币政策工具来支持国家重点战略和重要产业和风险领域，一年期 MLF 利率或降至 2.3% 附近。而在阻力方面，12 月美联储超预期的鸽派表态也使得市场更坚定了 2024 年美债利率下行的判断，中美利差有

¹ 中央也可能选择发行不计入赤字的特别国债，从而将赤字率控制在更低的水平。

望继续收窄，宽松的货币政策空间也因此打开。综上，我们预计 2024 年降准降息的可能性较高，政策利率中枢或进一步下移。

图：利率走廊



数据来源：WIND

四、2024 年债市走势及策略

1. 债市走势分析

基于上述判断，我们认为 2024 年仍将是国债的牛市，收益率中枢走低，节奏上或与今年类似，即年初小幅上行，后跟随降息节奏逐步下行，十债收益率降至 2.5%左右的水平，之后震荡收尾。

图：十年期国债到期收益率：季节性



数据来源：WIND

年初利率或小幅走高。一是，由于政策整体空间有限，决策者更倾向于靠前发力，以取

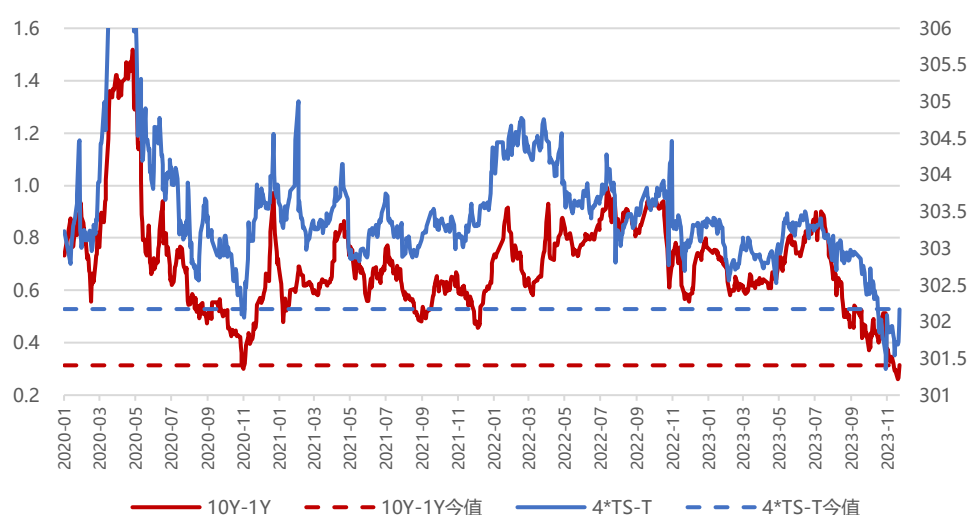
得更好的政策效果，并提振市场对于全年经济的信心；同时，备受期待的二十届三中全会或将于明年一季度召开；二是，近年来新增专项债额度均在上一年末提前下达，使得地方政府得以提前进行项目筹备，并在年初集中发行，利率债供给的增加将加大资金需求；三是，尽管三季度货币政策执行报告强调平滑信贷，但目前来看今年信贷的提前增量非常有限，明年初或仍出现信贷“开门红”的局面。因此，在年初阶段，十年期国债收益率可能重新升至 2.7% 附近，但进一步上行的空间预期不大。

随着政策集中出台告一段落，债市或因利空出尽和配置盘入场而开启反弹，并逐步回归基本面定价逻辑。从基本面来看，明年经济或延续复苏态势，但斜率难有明显抬升：基建扩张与地产收缩对冲之后或有一定余量，但制造业投资增长动能不足；消费有韧性但难增长，出口则随外需温和回落。同时，多重风险的累积也使得市场风险偏好趋于保守稳健。而如前文所述，货币政策宽松也将打开国债收益率中枢下行的空间，预期央行将进行两次降息，一年期 MLF 利率降至 2.3% 附近；十年期国债收益率跟随下移，高于 MLF 利率 15-20BP。

待降息告一段落后，下半年政策或再度发力，现实和预期重新开始博弈，年内的债牛或逐渐步入尾声，但利率是否反弹仍取决于政策力度和机构行为：若上半年的债市顺畅走牛，机构有望提前达成业绩目标，债市或因机构止盈而有所回调；而若下半年政策发力仍不及预期，或收效并不显著，则今年四季度的债市走强的局面仍可能重演。

期限利差方面，8 月以来资金面整体偏紧，短端收益率震荡上行，期限利差不断压缩，甚至一度降至 30BP 以下，曲线极度平坦，而我们认为曲线可能在明年继续保持平坦的形态。资金面来看，尽管央行针对债券供给增量投放了大量流动性，OMO 存量规模也远高于往年同期水平，但由于实体经济的需求偏弱，过量的资金投放难以有效转化为实体流动性，反而可能在金融体系内空转。因此央行在操作过程中也愈趋谨慎，如在 11 月 OMO 净投放和 MLF 超量续作填补资金缺口，在 12 月换月后迅速回笼万亿流动性等，都体现出央行防止流动性过剩的决心。基于此，我们判断 2024 年流动性将继续保持“合理充裕”而非“大水漫灌”，资金价格也难有大幅下行；而长端收益率则随着 MLF 中枢下移，降幅或超过短端收益率，曲线继续维持平坦形态。

图：期限利差与期债价差:10-1



数据来源：WIND

2. 债市配置策略

对于债市策略而言，我们认为 2024 年债市整体仍将以偏强走势为主。且随着一揽子化债方案的推进，高票息资产的供给继续收缩，今年资本市场的资产荒格局大概率延续至明年，国债的多配的价值更加凸显。节奏上，建议年初以观望为主，对于十年期国债收益率而言，2.7%左右的位置具备较好的性价比；年中之后的政策集中加力期，债市或面临震荡回调，可择时止盈，但整体来看债市长牛的拐点仍未到来。由于短端受资金面压制，可选择长端品种进行布局，适当拉长组合久期。

风险方面，一是近年地缘冲突不断加剧，明年则是“超级大选年”，需要更加警惕地缘政治对国际金融市场和国内经济的冲击；二是当前经济处在地产市场重构和增长动能切换的阶段，具有较大的不确定性；三是政策超预期的边际变化将对市场产生显著的影响；四是机构的抢跑和集中止盈或对债市构成扰动。