

国债期货：货币财政双宽 债市上下两难

研究员：朱金涛

年报摘要：

● 2023 年行情回顾

2023 年经济持续弱修复，货币政策积极发力，年内两次降准降息推动债券市场牛市得以延续。全年国债收益率整体呈现“N”型走势，10 年期国债收益率在年初上行至 2.93% 之后持续下行到 2.54%，8 月下旬探底回升至 2.7% 一线之后横盘震荡至年底。8 月份起资金面持续紧张背景下国债收益率曲线呈现明显牛平态势。

国债期货整体呈现偏强震荡态势，年初强预期带动基差及跨期价差维持高位，二季度以来经济修复强度预期下修，基差及跨期价差持续走弱。

● 2024 年市场分析逻辑

稳健的货币政策灵活适度、精准有效。预计 2024 年结构性货币政策工具继续发力的确定性较高，总量型政策预计较为克制。财政政策适度加力、提质增效，预计 2024 年狭义赤字率预计 3.6% 左右，广义财政赤字率预计 6.3%。

保持流动性合理充裕仍是央行主要目标，狭义流动性仍将维持平稳。2024 年信贷投放更加均衡，预估全年新增信贷 25 万亿元，较 2023 年多增 2 万亿元，预计 2024 年社融增量 36 万亿元，与 2023 年基本持平。

经济新旧动能切换背景下国债收益率重心逐步下移，且波动幅度收窄。在政策未明显超预期的情况下，10 年期国债收益率大幅持续偏离 MLF 利率的概率较低，预计 2024 年十年期国债收益率中枢在 2.6%，波动幅度在 2.4%—2.9% 之间。

收益率曲线方面，无论是流动性合理充裕情况下的资金面转松，还是经济回暖超预期带来的债市调整压力，均会导致收益率曲线重新走陡。

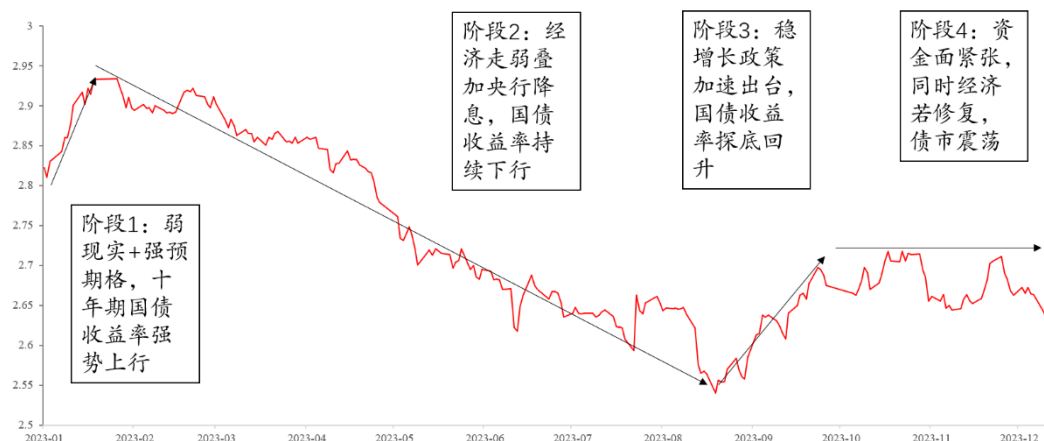
● 风险提示

货币政策保持克制导致资金面持续紧张。

一、行情回顾：经济弱修复背景下牛市延续

1、2023 年国债收益率呈现“N”型走势

图表 1：2023 年十年期国债收益率走势（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2023 年国债收益率整体呈现“N”型走势，10 年期国债收益率在年初上行至 2.93% 之后持续下行至 2.54%，8 月下旬探底回升至 2.7% 一线之后横盘震荡至年底，全年国债收益率走势大致呈现 4 个阶段。

第一阶段：春节前。弱现实+强预期格局下，十年期国债收益率强势上行。2022 年底防疫政策的优化以及房地产政策的加码导致市场对 2023 年经济好转的预期快速强化，春节前国债收益率在强预期推动之下持续上行，10 年期国债收益率由 2.81% 上行至 2.93%。

第二阶段：2 月-8 月中旬。春节后 1 月份制造业 PMI 回升力度有限，同时地产成交数据再度走弱。更为重要的是两会制定的 5% 的增速目标并未超预期，市场对于未来稳增长政策刺激力度预期下修，国债收益率在高位震荡一段时间之后开始拐头向下。二季度经济边际转弱迹象较为明显，叠加稳增长政策较为克制，国债收益率持续下行。6 月及 8 月央行两次降息进一步推动十年期国债收益率最低下探至 2.54%。

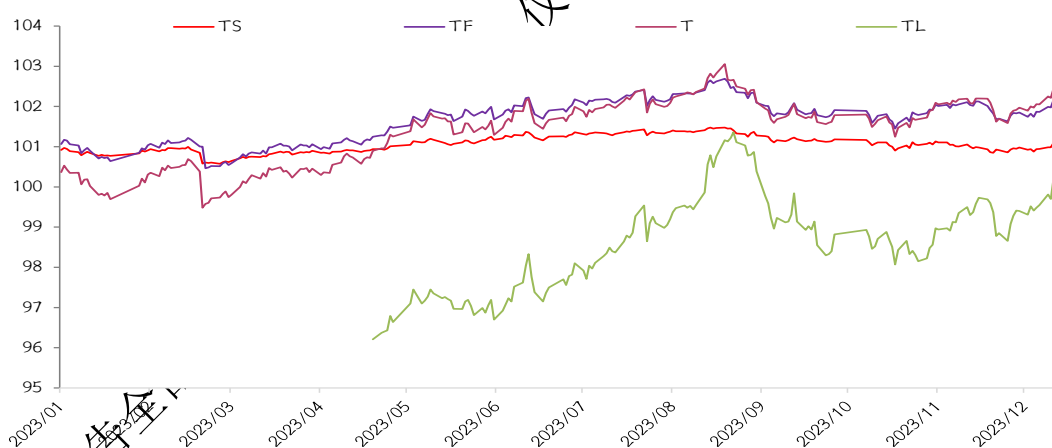
第三阶段：8 月下旬至 9 月。8 月下旬之后，稳增长政策的加速出台，宽信用预期再度强化支撑国债收益率探底上行。8 月起稳增长“组合拳”加速落地，货币政策 8 月降息之后 9 月全面降准 0.25 个百分点。8 月底财政部明确将加快专项债发行使用，要求 9 月底前发行完毕，10 月底前用于项目建设的使用完毕，同时延续和优化部分税费优惠政策。地产相关的放松政策集中推出，

8 月 25 日住建部、央行、金监局发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，实施“认房不认贷”。8 月 31 日，央行、金监局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限。同一天央行、金监局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，部署推进存量贷款利率调降。政策加速出台的同时 8 月各项经济数据筑底回升，国债收益率快速反弹，10 年期国债收益率在此阶段快速上行至 2.70%。

第四阶段：四季度。资金面成为此阶段主导因素。四季度经济再度出现转弱信号对债市形成利好，但资金面持续紧张对债市形成制约，国债收益率陷入横盘震荡。10 月份特殊再融资债券加速落地发行对资金面形成扰动，新增的 1 万亿元国债导致 11 月及 12 月政府债净融资量维持高位，政府债发行干扰下资金面持续紧张。资金面持续紧张叠加经济再度走弱，导致短端国债上行长端震荡，收益率曲线持续平坦化。

2、2023 年国债期货重心上移

图表 2：2023 年国债期货主力合约走势（单位：元）

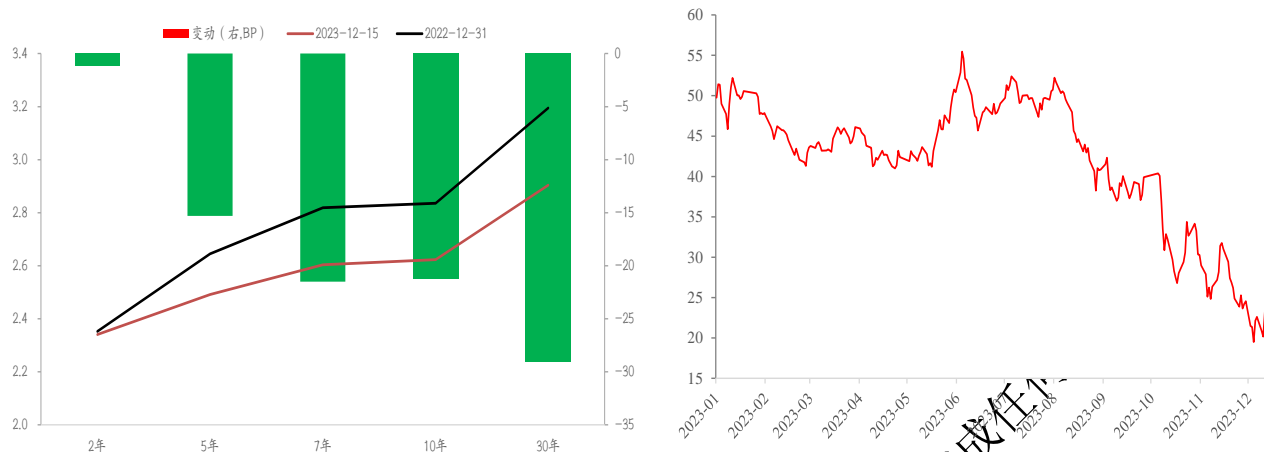


资料来源：wind、光大期货研究所

2023 年在经济持续弱修复情况下，货币政策持续发力，年内两次降准降息推动债券市场牛市延续。全年来看，国债期货整体呈现偏强震荡态势。截至 12 月 15 日收盘，2 年期国债期货主力合约收盘价 101.158 元，较 2022 年底上涨 0.273 元，涨幅 0.27%；5 年期国债期货主力合约收盘价 102.305 元，较 2022 年底上涨 1.335 元，涨幅 1.32%；10 年期国债期货主力合约收盘价 102.53 元，较 2022 年底上涨 2.305 元，涨幅 2.3%。30 年期国债期货主力合约收盘价 100.6 元，较上市首日上涨 4.39 元，涨幅 4.56%。

3、收益率曲线牛平

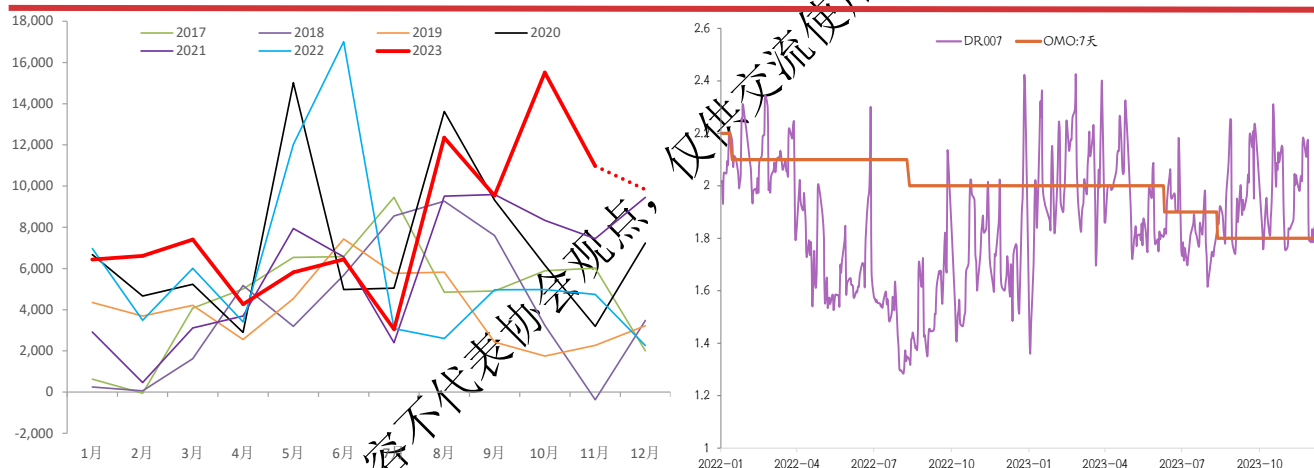
图表 3：国债主要期限收益率变动（单位：BP） 图表 4：国债 10Y-2Y 利差（单位：BP）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 5：8 月起政府债净融资大增（单位：亿元） 图表 6：8 月起 DR007 利率维持高位（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

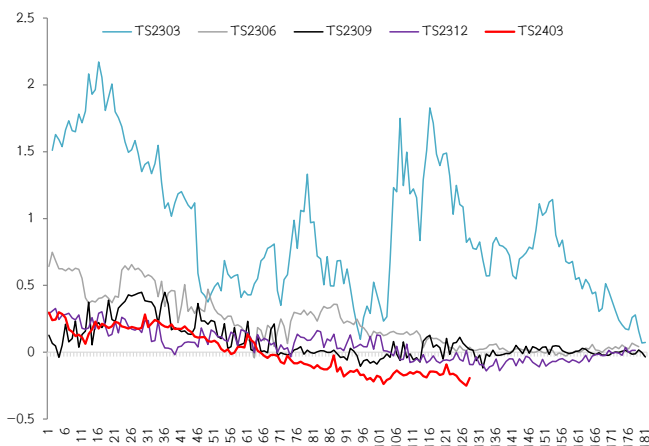
8 月份起，资金面持续偏紧张，DR007 持续位于逆回购利率以上，主要原因在于政府债发行的扰动。政策层面明确要求专项债 9 月底前发行完毕，专项债发行加快，同时国债发行放量。10 月份特殊再融资债集中放量发行，10 月底又新增 1 万亿元国债，要求年内发行完毕。8 月份起政府债净融资持续维持高位，在支撑社融回暖的同时，对资金面形成明显扰动。

经济弱修复背景下国债收益率整体下行，同时在资金面持续紧张对短端国债形成明显制约，国债收益率曲线呈现明显牛平态势。截至 2023 年 12 月 15 日收盘，2 年期、5 年期、7 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别为 2.34%、2.49%、2.6%、2.62%、2.9%，较 2022 年底分别下行 1.2BP、15.3BP、21.5BP、21.26BP、29.1BP。

长短端国债利差在下半年大幅收窄，以国债期货对应的 10 年期-2 年期国债利差来看，年内利差高点为 55.5BP，下半年持续收窄至 19.5BP。

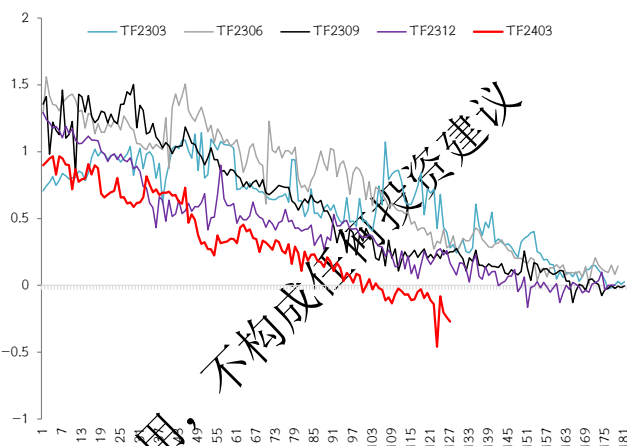
4、国债期货基差波动剧烈

图表 7：TS 主力合约基差（单位：元）



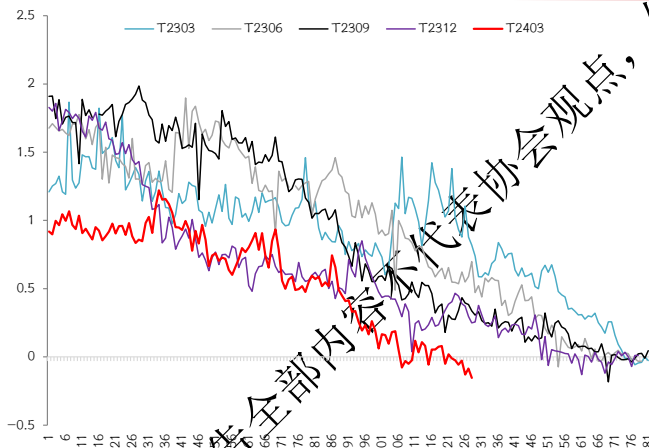
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 8：TF 主力合约基差（单位：元）



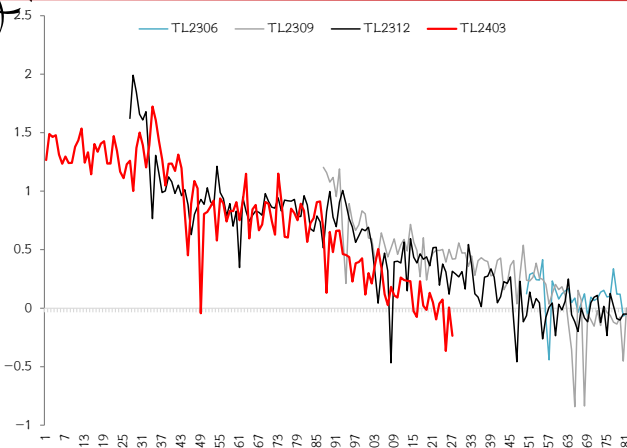
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 9：T 主力合约基差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 10：TL 主力合约基差（单位：元）



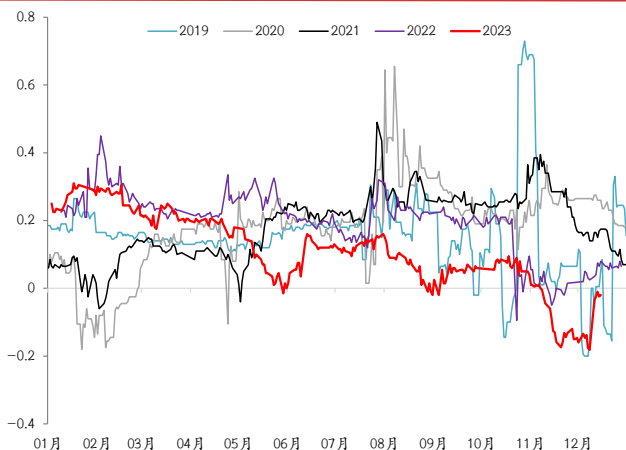
资料来源：Wind、光大期货研究所

年初在强预期背景下，国债期货走势明显弱于现券，基差维持高位，能够看到各个期限国债期货 2303 合约基差尾段，2306 及 2309 合约初段基差维持季节性高位。在强预期不断下修的过程中，国债期货基差不断收窄，逐步回归正常。

下半年国债期货基差逐步走弱，2403 合约基差明显偏低，截至 12 月 15 日，各国债期货 2403 合约基差已经提前回归至 0 附近。主要原因有二：一是资金面紧张导致持有收益下降，推动国债期货基差走弱；二是市场预期牛市仍有望延续。

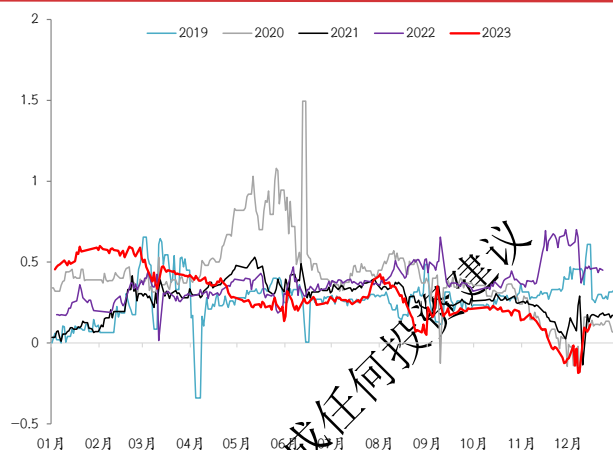
5、跨期价差显示债市并未计价经济强修复预期

图表 11：TS 跨期价差（单位：元）



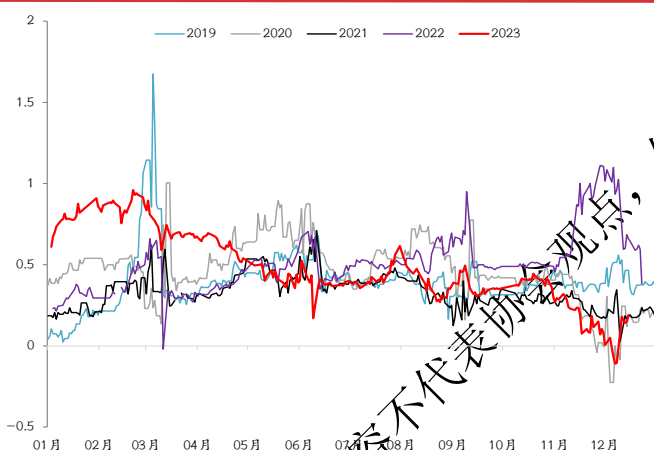
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 12：TF 跨期价差（单位：元）



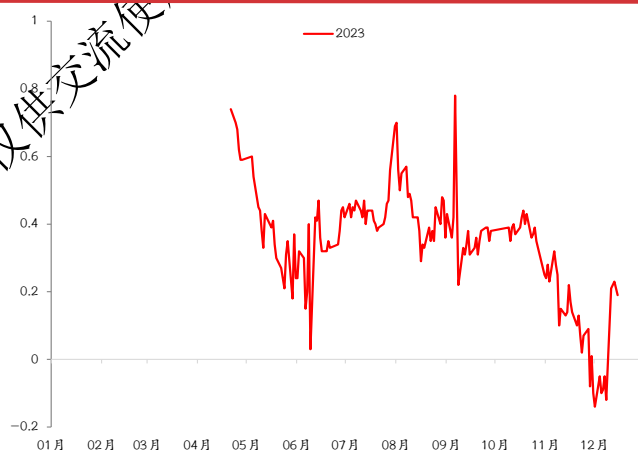
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 13：T 跨期价差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 14：TF 跨期价差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

年初国债期货的跨期价差对 2023 年经济的强预期反应的较为充分，各个期货品种的跨期价差持续冲高，3 月份起，强修复预期不断下修的过程中，国债期货跨期价差开始高位回落，逐步回归正常。4 季度国债期货跨期价差再度大幅走弱，近弱远强态势反映当前市场并未计价经济强修复预期。

二、货币政策：灵活适度、精准有效

1、强化宏观政策逆周期和跨周期调节

2023 年中央经济工作会议要求明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向

好的基础。

从政策实施维度看，明年要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。

图表 15：历年中央经济工作会议表述

年份	货币政策表述	财政政策表述
2014	松紧适度	要有力
2015	灵活适度	加大力度
2016	稳健中性	积极有效
2017	保持中性	
2018	松紧适度	加力提效
2019	灵活适度	提质增效
2020	灵活精准、合理适度	提质增效
2021	灵活适度	提升效能
2022	精准有力	加力提效
2023	灵活适度、精准有效	适度加力、提质增效

资料来源：中国政府网、光大期货研究所

货币政策方面，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。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

在财政政策方面，会议要求积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。

2、2024 年货币政策有望总量结构继续双发力

2023 年货币政策延续积极发力，总量层面全年进行两次全面降准，两次降息，具体来看：

3 月 27 日，人民银行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。

6 月 15 日，人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作，利率为 2.65%，较前次下降 10 个基点。

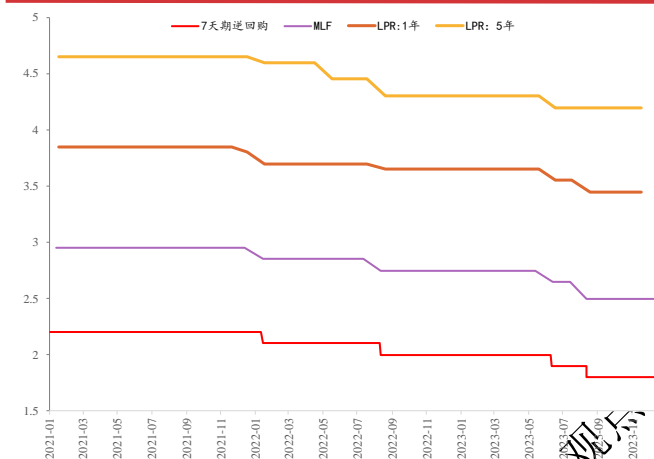
6 月 20 日，1 年期 LPR 报价 3.55%，5 年期以上 LPR 报价 4.20%，均较前次下降 10 个基点。

8 月 15 日，人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作，利率为 2.50%，较前次下降 15 个基点。同时 OMO 利率下调 10BP。

8 月 21 日，1 年期 LPR 报价 3.45%，5 年期以上 LPR 报价 4.20%，分别较前次下降 10 个基点和持平。

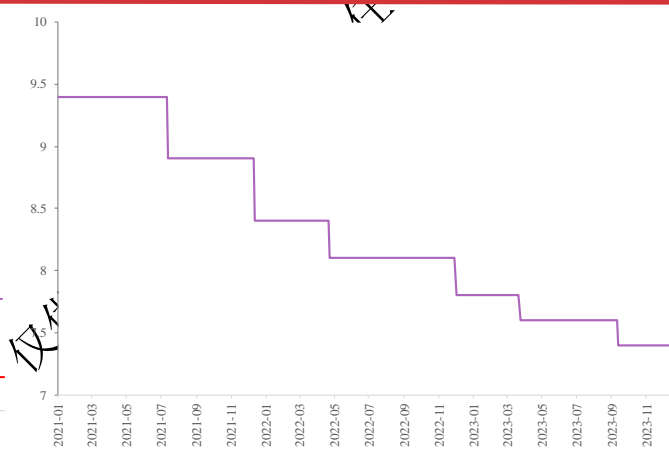
9 月 15 日，人民银行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。

图表 16: 政策利率及 LPR 利率 (单位: %)



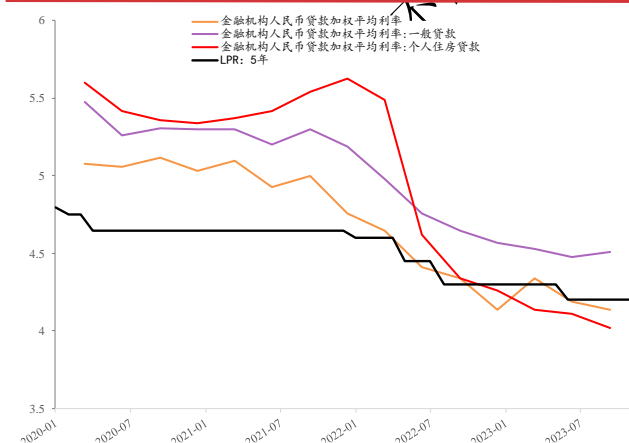
资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 17: 加权存款准备金率 (单位: %)



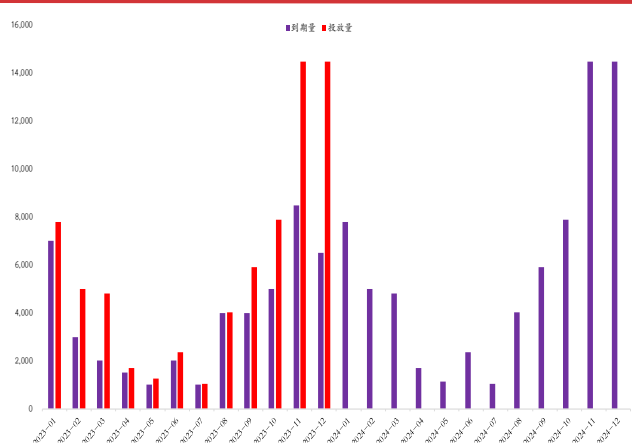
资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 18: 贷款利率及 LPR 利率 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 19: MLF 操作及到期量 (单位: 亿元)



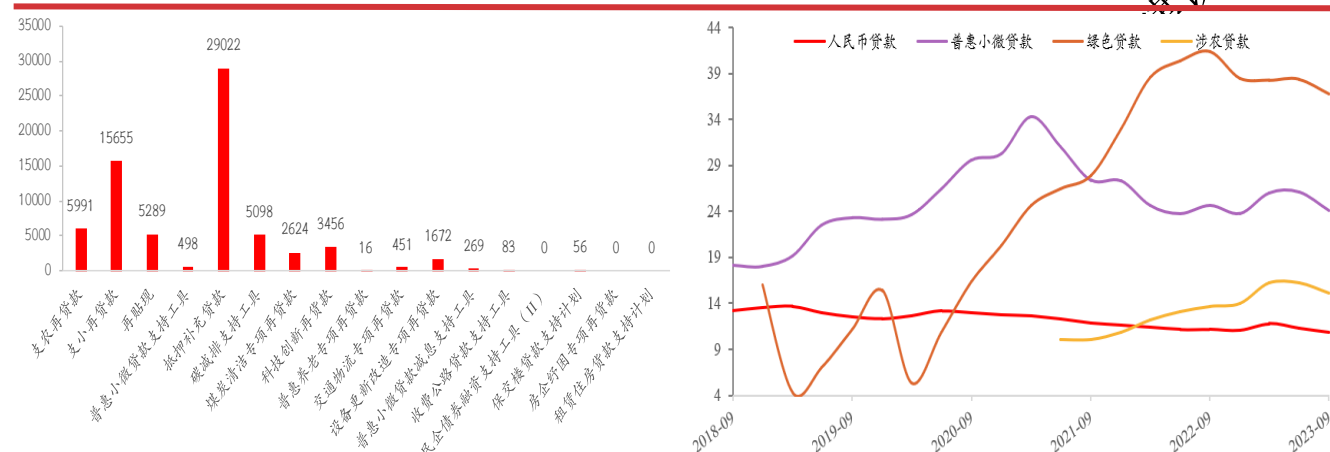
资料来源: Wind、光大期货研究所

2023 年央行继续实行积极的货币政策，推动实体融资成本下降。最新数据显示，截至 2023 年 9 月末，贷款加权平均利率为 4.14%，较 2022 年同期下行 20BP。稳增长诉求下，降低融资成

本从而提振实体融资需求是仍是当前货币政策的主要任务。央行在学习传达中央经济工作会议精神中强调促进社会综合融资成本稳中有降。因此，2024 年降准降息概率仍存，总量层面有望继续发力。

相比降息，降准的必要性更强。MLF 经过连续 13 个月的超量续作，当前余额已经高达 70625 亿元，且明年一季度 MLF 到期量较大，降准概率较大。

图表 20：结构性货币政策工具用量（单位：亿元） 图表 21：重点支持领域贷款增速（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

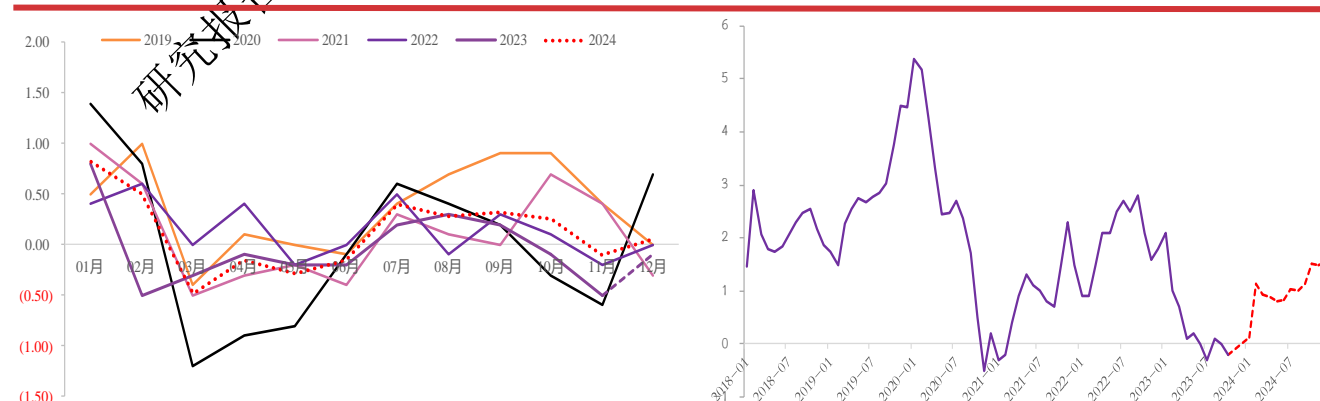
截止 2023 年 9 月末，结构性货币政策工具余额 70180 亿元，成为央行投放基础货币的主要来源。从重点支持领域贷款增速来看，普惠小微贷款、绿色贷款、小微贷款增速显著高于一般贷款。

对于结构性货币政策工具，要“聚焦重点、合理适度、有进有退”以及创新货币政策工具的要求，2024 年结构性货币政策工具继续发力的确定性较高。

3、预计明年通胀温和上涨，对货币政策制约有限

图表 22：2024 年 CPI 环比预估（单位：%）

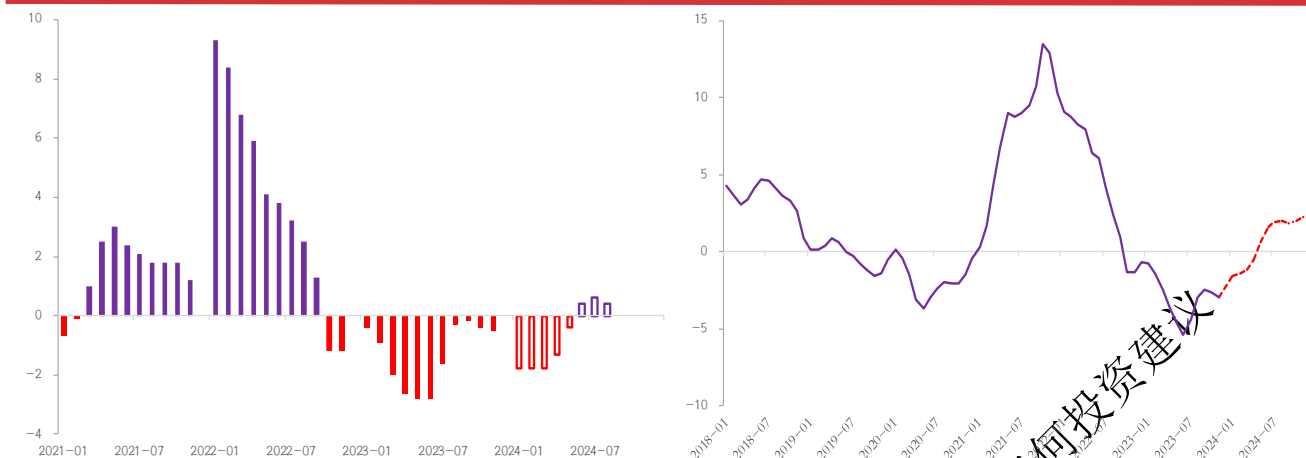
图表 23：2024 年 CPI 同比预估（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 24：2024 年 PPI 翘尾影响逐渐消退（单位：%） 图表 25：2024 年 PPI 同比预估（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

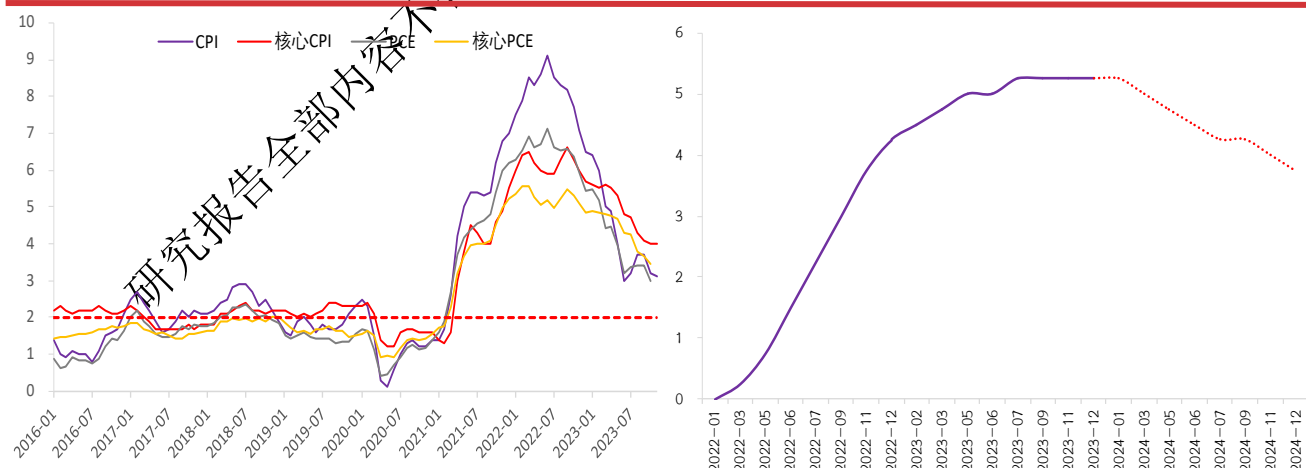
资料来源：Wind、光大期货研究所

2024 年随着稳增长政策持续发力，居民收入将进一步修复，生猪去库节奏缓慢，猪肉价格仍将低位运行。2024 年 CPI 同比有望低位温和回升，预估全年 CPI 平均增速 1%。2024 年翘尾因素对于 PPI 增速的拖累效应集中在上半年，考虑到政策持续发力情况下 PPI 环比转正，2024 年 PPI 增速同比降幅有望持续收窄。预估 2024 年 PPI 增速 2.84%，二季度增速有望由负转正。

预计 2024 年 CPI、PPI 均有望低位回升，但回升力度有限，对积极的货币政策制约有限。另一方面，央行将更多通过直达型货币政策工具来应对当前低通胀局面。

4、美联储政策转向较为确定，外部制约缓解

图表 26：美国通胀压力持续缓解（单位：%） 图表 27：美联储降息预期（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：CME、光大期货研究所

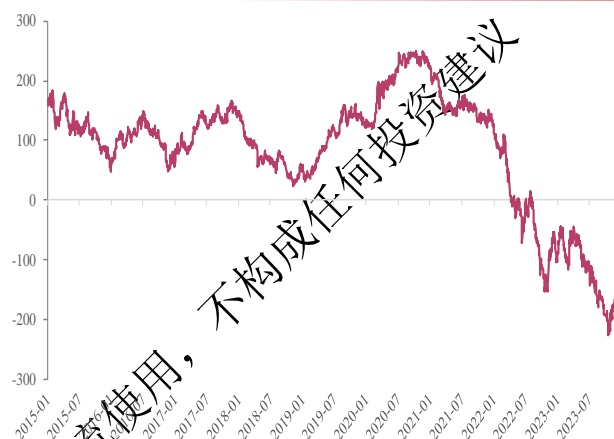
2023 年最后一次美联储议息会议维持联邦基金目标利率 5.25%-5.5% 不变，符合市场预期利率。此次会议是美联储自今年 7 月议息会议以来，连续第 4 次暂停加息。此次会议传递了降息的

信号，鲍威尔承认当前利率水平已经达到或接近峰值，降息已开始进入视野，决策者正在思考、讨论何时降息合适，降息已不可避免地成为 2024 美联储政策主题。随着美国通胀的持续缓解，美联储最新的点阵图预计明年将会有 3 次降息，但市场预期更加激进，CME 利率观察工具显示市场对于明年美联储降息次数高达 6 次。

图表 28：美国十年期国债收益率（单位：%）



图表 29：10 年期国债中美利差（单位：BP）



资料来源：Wind、光大期货研究所

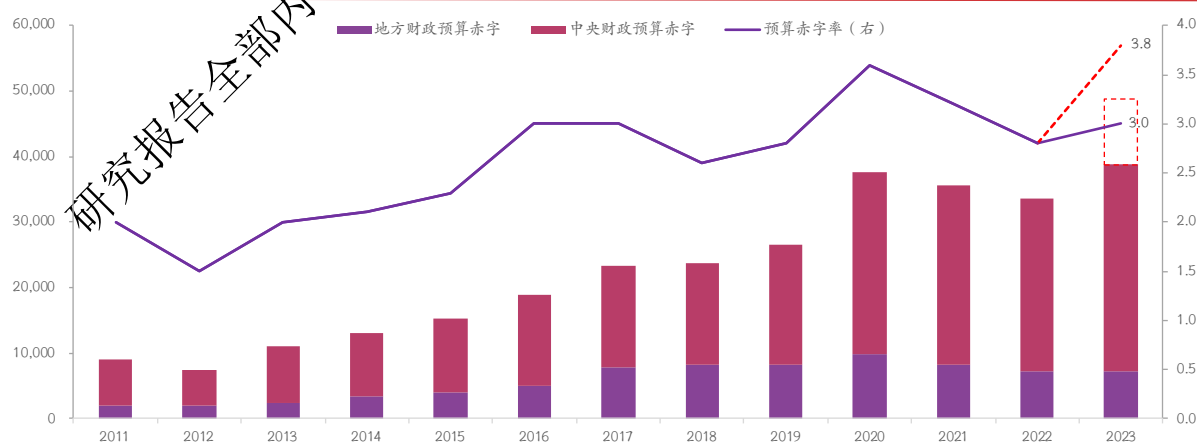
资料来源：Wind、光大期货研究所

美联储转向预期带动美债收益率高位持续回落，中美利差快速收窄。2024 年随着美国货币政策转向，外部因素对中国货币政策的制约有限。

三、财政政策：适度加力、提质增效

1、追加预算赤字体现财政加力

图表 30：历年预算赤字及预算赤字率（单位：亿元、%）



资料来源：中国政府网、光大期货研究所

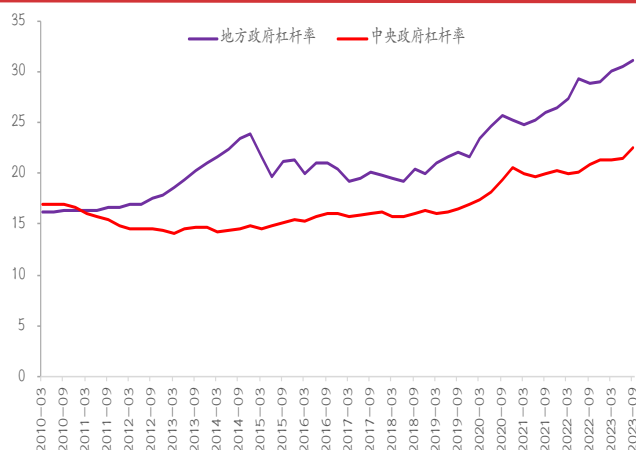
11 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议决定中央财政增发 2023 年国债 10000 亿元，

增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。

中央财政赤字将由 3.16 万亿元扩大到 4.16 万亿元。财政赤字率由 3% 提高至 3.8% 左右。在 2023 年完成经济增长目标压力不大的情况调增预算赤字，或意味着 3% 不再是财政“硬约束”。

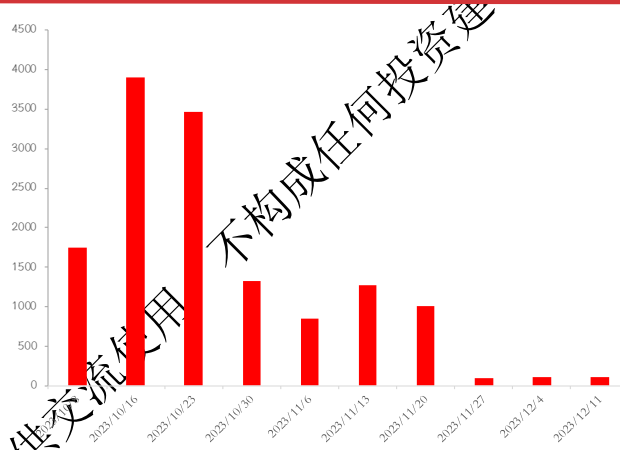
2、中央加杠杆，地方化债务

图表 31：中央及地方政府杠杆率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

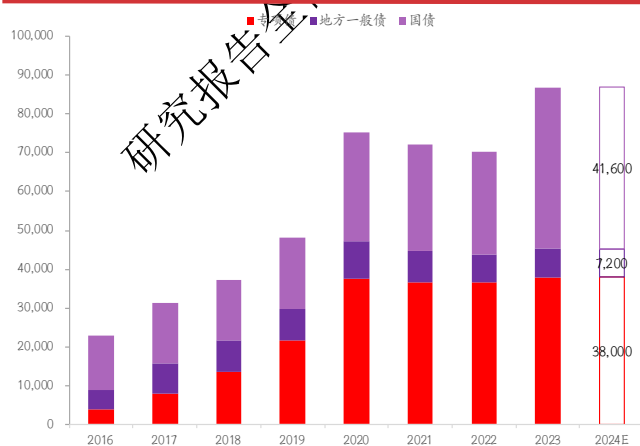
图表 32：特殊再融资债集中落地（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

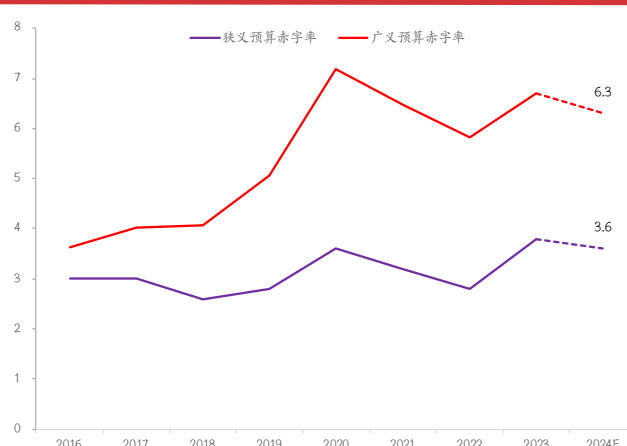
当前政府债务主要由地方承担，地方政府杠杆率相较于中央政府抬升明显，截止 2023 年 9 月，不考虑隐性债务的情况下地方政府杠杆率 31.2%，中央政府杠杆率 22.5%。作为地方政府化债工具，特殊再融资债券在今年 10 月集中落地发行，截止 12 月中旬已发行 13885 亿元。随着地方政府大力化债，结合中央政府新增一万亿元国债全部转移给地方使用，未来中央财政将更加积极。

图表 33：2024 年政府债发行预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 34：2024 年预算赤字率预估（单位：%）

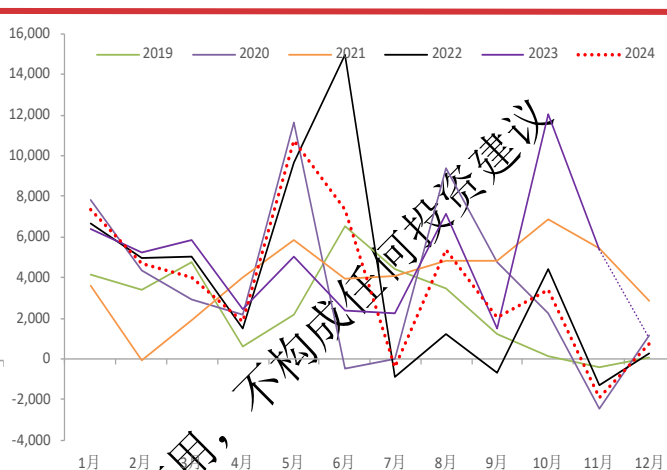
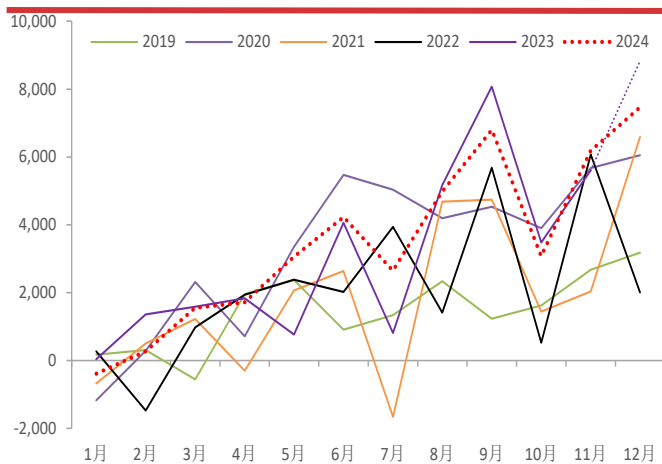


资料来源：Wind、光大期货研究所

考虑到地方政府防风险诉求，预估 2024 年专项债发行维持 38000 亿元规模不变，地方一般预算赤字维持 7200 亿元不变，中央预算赤字中性预测下与 2023 年调增后的规模持平。在此假设下，2024 年狭义赤字率预计 3.6% 左右，广义财政赤字率预计 6.3%。

图表 35：国债发行规模预估（单位：亿元）

图表 36：地方债发行规模预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

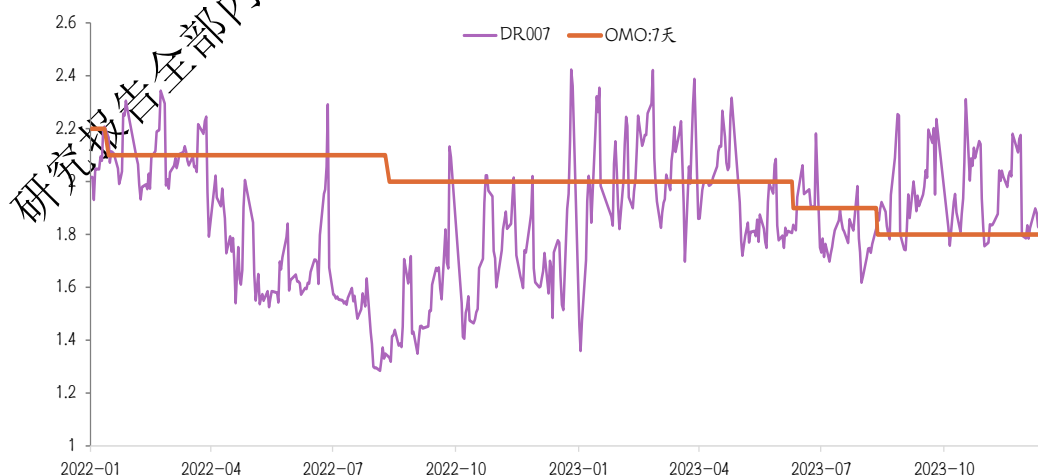
资料来源：Wind、光大期货研究所

按照国债 41600 亿元、地方专项债 38000 亿元、地方一般债 7200 亿元进行测算，考虑到今明两年政策衔接，四季度以来的积极财政政策基调大概率延续至明年上半年，财政政策靠前发力预期下，政府债券发行节奏预计前高后低。

四、流动性展望：资金合理充裕，社融增速平稳

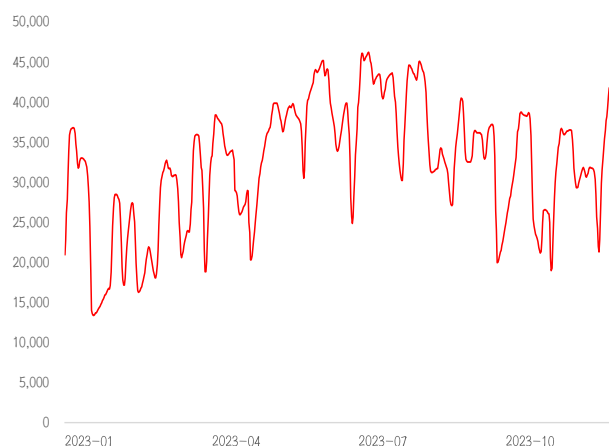
1、资金利率以逆回购利率为中枢波动

图表 37：质押式回购利率与政策利率（单位：%）



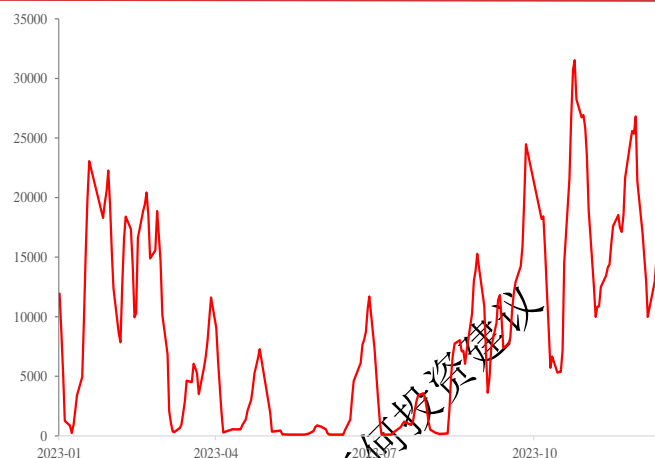
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 38：大行净融出资金量（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 39：逆回购余额（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

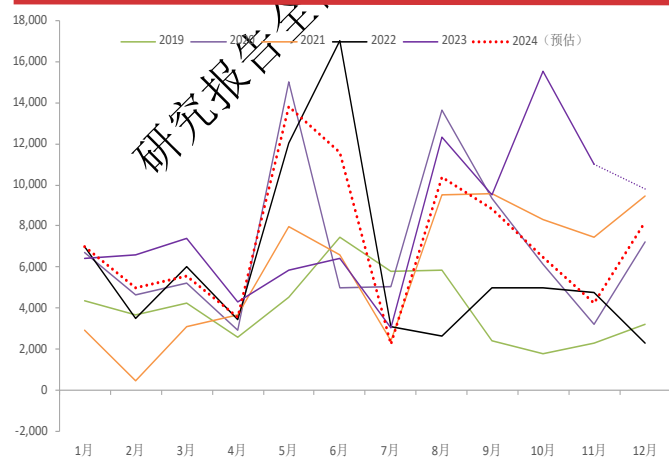
2023 年上半年 DR007 利率整体围绕逆回购政策利率上下波动，下半年持续位于逆回购利率之上，资金面整体偏紧张，结束了持续低于逆回购利率的局面。截至 12 月 15 日，2023 年 DR007 均值 1.94%，较 2022 年均值上行 18BP。

8 月份起政府债发行持续放量，同时财政资金支出速度较慢是导致资金面持续偏紧张的主要原因。能够看到下半年大行净融出资金量呈现趋势性下降态势。央行为保持流动性合理充裕，持续进行大额逆回购投放，逆回购余额持续位于万亿元以上高位。

保持流动性合理充裕仍是央行主要目标，2024 年对于资金面而言，随着 2024 年宽货币政策继续发力，流动性仍将维持合理充裕，预计仍维持平稳均衡。

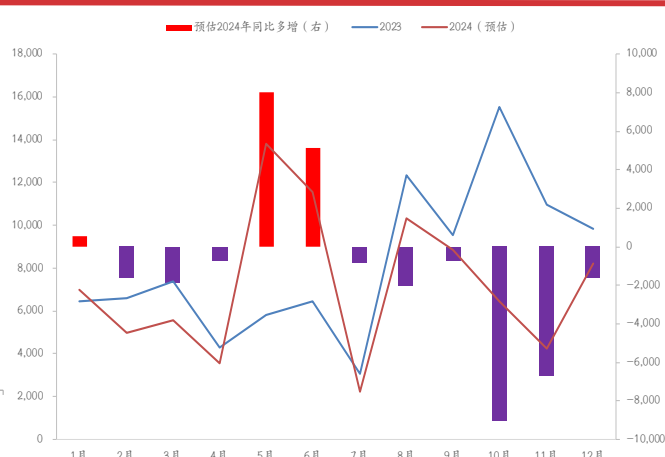
2、社融增速预计平稳

图表 40：政府债发行规模预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

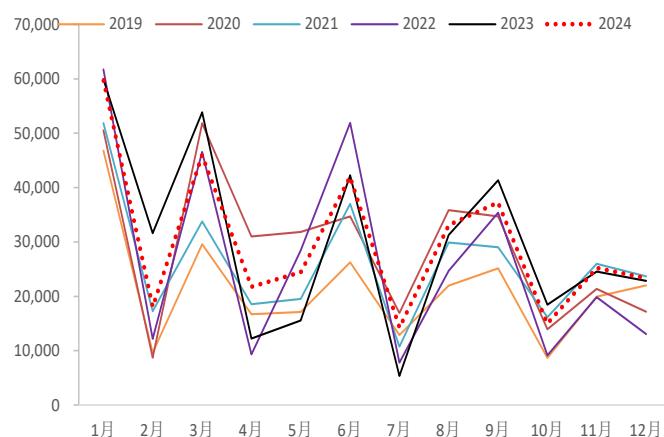
图表 41：2024 年同比多增预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

对比 2023 年政府债净融资节奏，2024 年在总量持平以及节奏提前的预计下，上半年有望同比持平或多增，对社融继续形成支撑，下半年同比少增情况下对社融形成拖累。

图表 42：新增社融预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

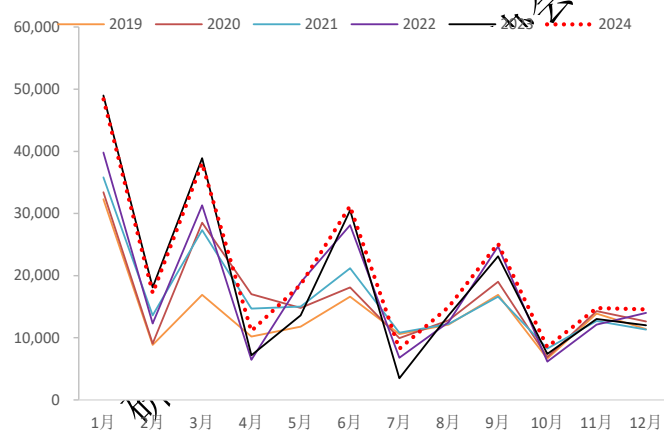
图表 43：社融增速预估（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

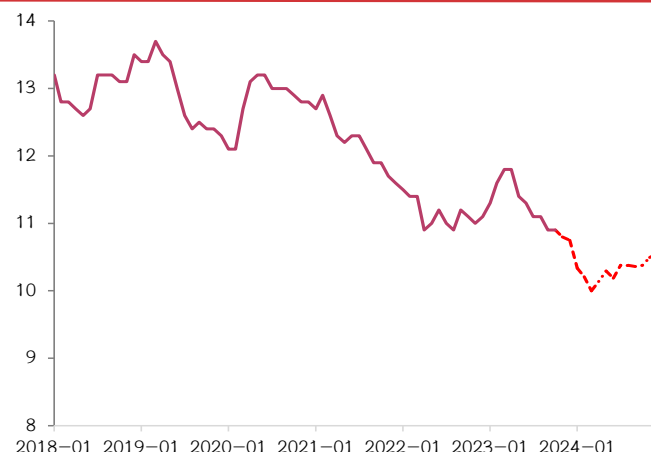
政府债融资成为 2023 年社融主要支撑项，实体融资需求相对偏弱。2024 年政府债拉动减弱同时更加注重结构的情况下，预计 2024 年社融增量 36 万亿元，同比 2023 年基本持平。2024 年社融增速同比中枢在 9.5% 左右。

图表 44：新增信贷预估（单位：亿元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 45：信贷增速预估（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2023 年信贷投放节奏波动剧烈，考虑到政策层面引导信贷合理增长、均衡投放，准确把握货币信贷供需规律和新特点，推动货币信贷和社会融资规模实现质的有效提升和量的合理增长，预计 2024 年信贷投放更加均衡，预估全年新增信贷 25 万亿元，同比 2023 年多增 2 万亿元，信贷增速 10.3%，较 2023 年下行 1 个百分点左右。

五、行情展望：波动收窄，重心下移

1、经济新旧动能切换背景下国债收益率逐步下行

图表 46：GDP 预期目标及实际增速（单位：%） 图表 47：GDP 增速与十年债收益率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 48：十年期国债收益率（单位：%）

图表 49：十年期国债收益率变动（单位：%、BP）



资料来源：Wind、光大期货研究所

资料来源：Wind、光大期货研究所

名义 GDP 增速决定债券利率特别是长端债券利率的长期走势，GDP 增速的下行趋势决定了债券收益率的重心不断下移。在高质量发展为主题的当下，经济新老动能切换的过程中，我国经济发展更加重质不重量，经济增速呈现不断下行的趋势。2023 年经济的主要支撑项为消费，拖累项为地产。2024 年，房地产后周期调整压力持续，海外经济走弱背景下外需承压，稳增长需要宽财政对冲，同时宽货币配合，经济增速目标预计维持 5% 不变。

长期来看，国债收益率随着经济增速的回落而不断下行，并且在重心下移的同时波动幅度降低。年度视角来看，十年期国债收益率由 2014 年的 4.16% 下行至 2023 年的 2.73%。波动幅度由

118BP 下行至 39BP。

2、利率中枢难以大幅偏离 MLF 利率

图表 50：十年期国债收益率及 MLF 利率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

2020 年 8 月 6 日央行发布《2020 年第二季度货币政策执行报告》指出，MLF 利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢，国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕 MLF 利率波动。1 年期 MLF 操作利率对国债收益率的走势产生重要影响，能够看到 2022 年 8 月以后十年期国债收益率对 MLF 利率的偏离度明显下降。

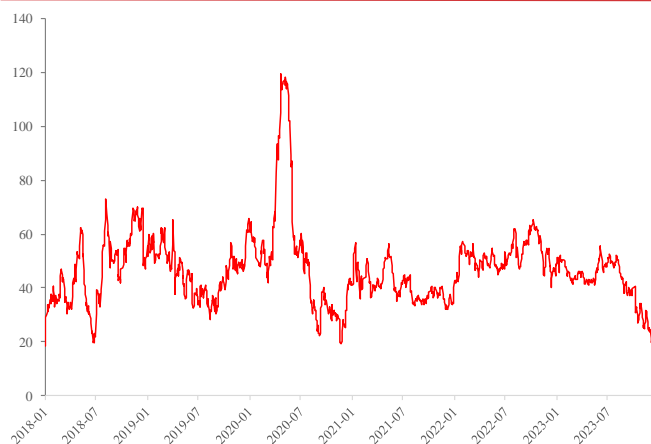
回顾过往，10 年国债收益率持续高于 MLF 利率的时期：1、2020 年下半年——2021 年上半年，此阶段实体融资需求旺盛，经济表现较好。2、2022 年 11 月—2023 年 4 月，疫情及地产政策重大调整带来的经济修复预期，债市收益率快速调整，进而引发理财市场负反馈。从持续时间及偏离幅度来看，阶段 1 持续时间 223 个工作日，平均高于 MLF 利率 22BP，最大较 MLF 利率高 40BP。阶段 2 持续时间 118 个工作日，平均高于 MLF 利率 11.4BP，最大较 MLF 利率高 18BP。

8 月份以来，十年期国债收益率持续高于 MLF 利率。主要因素在于稳增长政策集中落地带来的宽信用预期，叠加政府债发行对资金面的扰动。当前 10 年期国债收益率已经持续高于 MLF 利率 86 个工作日，高于 MLF 利率均值 15BP，最大偏离幅度为 21.8BP。根据中央经济工作会议定调，2024 年政策大幅超预期的概率较低，资金面紧张局面随着央行的发力以及政府债资金重新回流有望缓解，10 年期国债收益率大幅持续偏离 MLF 利率的概率较低。同时，一旦明年 MLF 利率再度下调，对十年期国债的向上约束更大。预计 2024 年十年期国债收益率中枢在 2.6%，波动幅度在 2.4%—2.9%之间。

六、策略建议

1、关注收益率曲线重新走陡机会

图表 51：10-2 国债收益率利差（单位：BP）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 52：跨品种价差 4TS-T（单位：元）



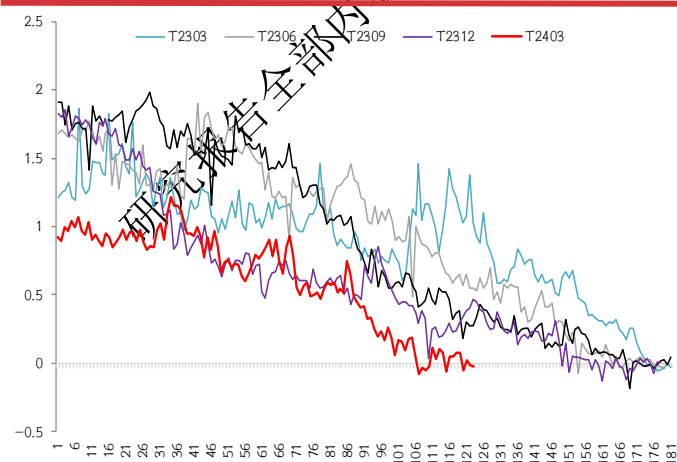
资料来源：Wind、光大期货研究所

资金面紧张叠加经济预期偏弱，导致当前收益率曲线极度平坦化的局面。展望 2024 年，无论是保持流动性合理充裕情况下的资金面边际转松，还是经济回暖超预期带来的债市调整压力，均会导致收益率曲线重新走陡。

当前 10 年期国债与 2 年期国债利差在 30BP 的低位，国债期货 4TS-T 跨品种价差为 30.141 元，历史分位数为 10.7%。推荐做多 2 年期国债期货同时空 10 年期国债期货的跨品种套利策略。

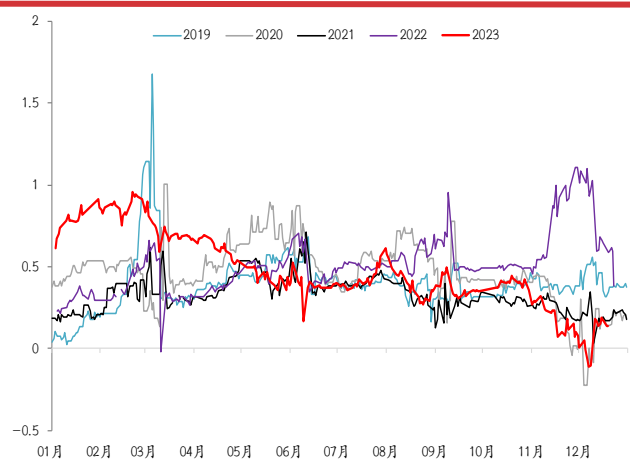
2、基差及跨期价差有望重新走陡

图表 53：T 主力合约基差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 54：T 跨期价差（单位：元）



资料来源：Wind、光大期货研究所

从国债期货的基差来看，主力合约基本处于平水状态。未来依然资金面重新转松或出现重要

利空因素，价差存重新走扩可能。同时，当前跨期价差同样处于季节性低位，一旦经济修复超预期，跨期价差将快速走扩。

七、总结

2023 年在经济持续弱修复情况下，货币政策持续发力，年内两次降准降息推动债券市场牛市得以延续。全年国债收益率整体呈现“N”型走势，10 年期国债收益率在年初上行至 2.93% 之后持续下行到 2.54%，8 月下旬探底回升至 2.7% 一线之后横盘震荡至年底。8 月份起资金面持续紧张背景下国债收益率曲线呈现明显牛平态势。

保持流动性合理充裕仍是央行主要目标，狭义流动性仍将维持合理充裕，广义流动性保持平稳。经济新旧动能切换背景下国债收益率逐步下行，且波动幅度收窄。在政策未明显超预期的情况下，10 年期国债收益率大幅持续偏离 MLF 利率的概率较低，预计 2024 年十年期国债收益率中枢在 2.6%，波动幅度在 2.4%–2.9% 之间。

展望 2024 年，无论是保持流动性合理充裕情况下的资金面转松，还是经济回暖超预期带来的债市调整压力，均会导致收益率曲线重新走陡。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

研究员简介：

朱金涛，光大期货金融期货分析师，负责国债期货品种研究，吉林大学经济学硕士，中级黄金分析师。曾荣获上期所优秀能化分析师，期货日报优秀宏观金融分析师。

期货从业资格号：F3060829

期货交易咨询资格号：Z0015271

E-mail: zhujt@ebfcn.com.cn

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127