



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



基本面修复有限 债牛或将延续

成文日期：2023 年 12 月 27 日

摘要

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
金融品部

全晓燕 国债分析师
从业资格号：F0289423
投资咨询号：Z0010696

1. 2023 年国债期货在经济修复的主题下，经济修复预期与现实博弈、宏观政策的节奏和力度变化成为主导债市行情变化的主要变量。
2. 展望 2024 年，伴随着价格数据的逐步筑底，加上中央财政突破 3% 的赤字率限制，明年中央财政加杠杆，叠加地方控制债务的合并实施，预计平均季度 GDP 环比可完成 1% 的增速，年度 GDP 可以实现 4.5%-5% 的政策目标。
3. 2024 年在价格数据的逐步回升和新一轮补库周期的开展下，大概率经济会较 2023 年进一步回升。但国内经济仍然面临有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱及风险隐患仍然偏多的问题。
4. 价格数据有望在 2024 年温和上升，尤其是 CPI 端，但考虑居民在这一轮地产周期中，由于地产价格的回落，其加杠杆意愿也有所回落，居民的消费需求恢复有限，预计 CPI 很难出现大幅的抬升。
5. 展望 2024 年，我们认为伴随着美国加息周期的终结，我国货币政策外部掣肘有望转弱，预计仍将维持宽松的货币政策来配合财政政策的实施。
6. 综合考虑经济基本面、政策面、流动性因素和国债收益率形态，我们认为 2024 年利率仍有进一步下行空间，国债期货债牛未尽，国债收益率曲线有望陡峭化，短端有望补涨，10 年期国债收益率预计在 2.5%-2.7% 区间波动。

风险提示：央行货币政策超预期收紧 基本面超预期修复

请务必阅读免责声明内容

一、行情展望

2023 年国债期货震荡走高，走势整体呈现 N 字走势，长端上涨较为明显，30 年期国债期货 12 月再度突破 8 月高点。1-2 月国债期货在基本面修复预期和资金面收紧压力下呈现弱势震荡行情，10 年期国债收益率一度上行至 2.9%。3-5 月，经济基本面修复预期落空，多项经济指标转弱、3 月 MLF 超额续作后再接超预期降准叠加政府工作报告对 GDP 的目标低于市场预期，以及部分银行存款利率降息资金面大幅宽松，国债期货震荡上行。6 月-8 月，国债期货迎来了年内的最大上涨，主要原因在于“弱预期”+“弱现实”反复螺旋，导致央行货币政策更为宽松，6 月央行下调 7 天逆回购利率和常备借贷便利利率 10BP，同时下调中期借贷便利利率 10BP，央行 OMO 利率的下调先于 MLF 下调充分体现了央行货币政策加码托举经济的意愿，伴随着货币政策的宽松，资金面转向宽松，这期间在资金面和基本面的双重加持下，长债表现更好，10 年期国债利率一度下破 2.5%。8-10 月，国债期货开启了年内的最大一波回调，这期间稳增长预期抬升，政府债发行提速，资金面收紧及对财政政策预期增强是主要原因。11 月-12 月，财政因素对国债期货的影响加大，伴随着政府债发行提速及万亿国债增发消息落地，资金面进一步收敛，但由于基本面数据仍然偏弱，央行货币政策进一步放松，所以长端下行明显，国债收益率曲线更加平坦。总体来看，2023 年国债期货在经济修复的主题下，经济修复预期与现实博弈、宏观政策的节奏和力度变化成为主导债市行情变化的主要变量。2023 年国债期货以上涨为主，长短端表现不一，长端利率下行较为明显，这使得曲线极度的平坦化，10-1 年期国债利差从年初的 71BP 下行至年末的 30BP 附近，10-1 年期利差快速压缩至 2021 年以来的低点。

图 1：国债期货震荡走高



数据来源：文华财经、徽商期货研究所

二、经济基本面展望

（一）国内经济稳步修复，供给端逐级修复

2023 年国内经济整体稳步修复，三季度 GDP 增速提升到 4.9%。前三季度 GDP 增速达 5.2%，好于市场预期。从三大需求对 GDP 的贡献来看，消费已经替代投资成为 GDP 的主要贡献力量。截至 2023 年 3 季度，消费对 GDP 拉动为 4.65%，资本为 1.09%，出口仅为 -0.84%。

展望 2024 年，伴随着价格数据的逐步筑底，加上中央财政突破 3% 的赤字率限制，明年中央财政加杠杆，叠加地方控制债务的合并实施，预计平均季度 GDP 环比可完成 1% 的增速，年度 GDP 同比可以实现 4.5%-5% 的政策目标。

2023 年国内经济稳步回升的同时也暴露新的特点，有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点、外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。从 2023 年 PMI 走势来看，制造业和服务业景气度表现分化，制造业 PMI 在 2 月触及年内高点后持续维持偏弱态势，服务业 PMI 虽然连续 2 个月回落，但年内仍然维持在荣枯分水岭上方。从制造业 PMI 分量数据来看，供需不平衡的情况依旧严峻，在 PMI 新订单指数回落之际，PMI 生产指数跟随式下跌，且两者剪刀差持续为负值，说明需求不足是制约 2023 年经济修复的主因。

从供给层面来看，工业生产在 2023 年稳步复苏，截至 2023 年 11 月，规模以上工业增加值同比增长 6.6%，增速创出了 2022 年 3 月以来的最大值。分门类来看，三大门类工业生产在 2023 年均呈现稳步抬升的态势，其中电力、燃气及水的生产和供应行业维持着较高的生产增速，截至 11 月，其增速达 9.9%。较上月提升了 8.4 个百分点，2023 年制造业工业增加值同比稳步抬升，截至 11 月，其增速达 6.7%。分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长，而年初 1-2 月仅 22 个行业增加值保持正增长，说明供给端修复在行业层面表现较为充分。

图 2：GDP 增速好于市场预期

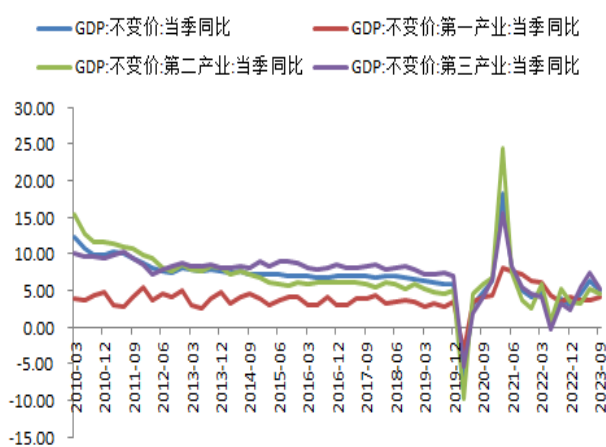
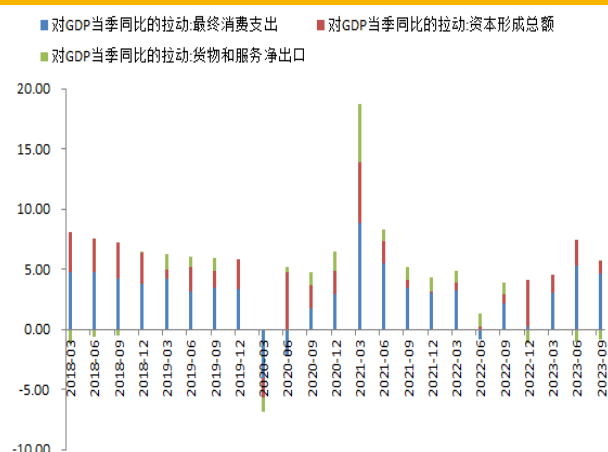


图 3：消费对 GDP 贡献居首



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 4：制造业 PMI 走势偏弱

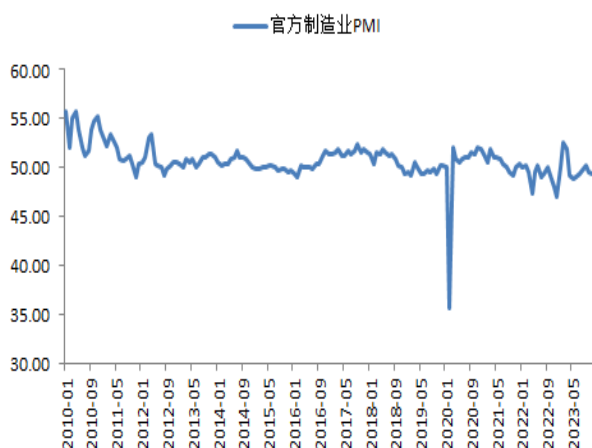


图 5：工业生产稳步修复

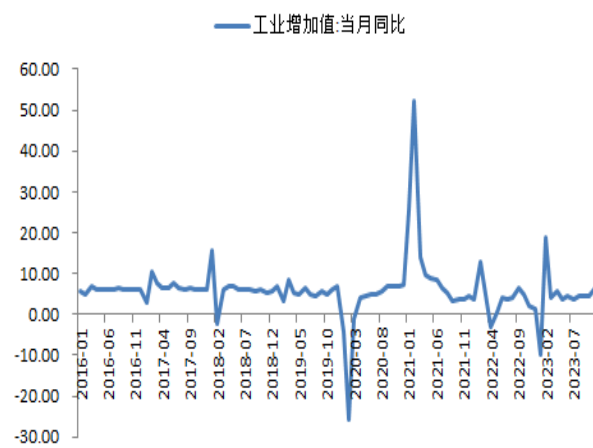


图 6：工业生产三大门类稳步修复

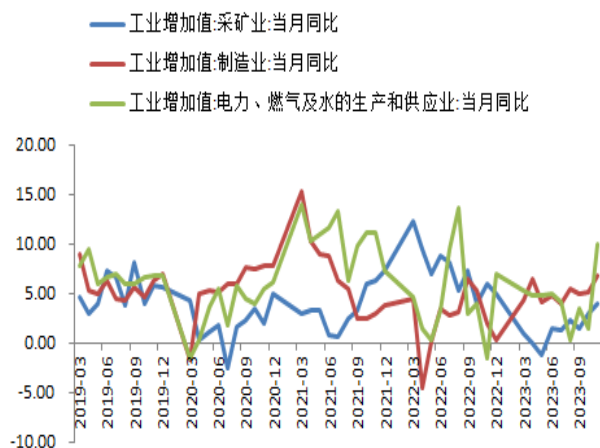
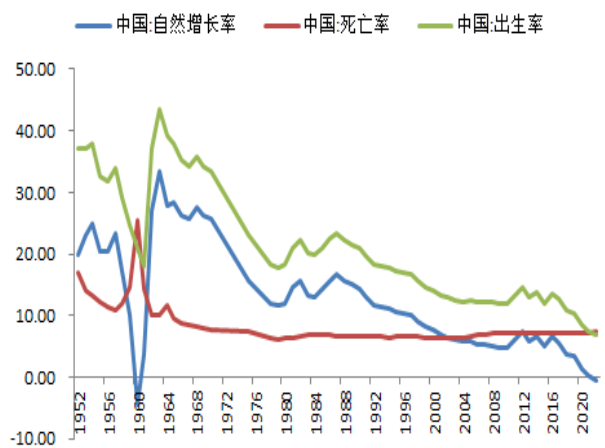


图 7：中国人口自然增长率回落



数据来源：Wind、徽商期货研究所

（二）有效需求不足、投资信心不足仍然明显

伴随着国内经济面临着人口达峰和地产达峰的双重压力，经济结构出现明显的变化，消费替代投资成为经济的主要驱动力，以债务拉动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，房地产面临中长期下行压力，其对于经济增长的贡献呈现负增长，消费由于受到地产和收入压力，消费结构修复较为缓慢。

2021 年以来，中国人口峰值后，2022 年进入下行拐点，这对于地产及消费正产生中长期负面效应，同时由于中国居民资产负债表中，地产占比超过 50%，伴随着地产进入中长期的下行周期，居民的消费倾向偏慢，虽然消费同比改善，但更多反映低基数效应和消费场景恢复后的修复性消费，居民的消费结构呈现商品消费增速弱于消费整体增速的特点。

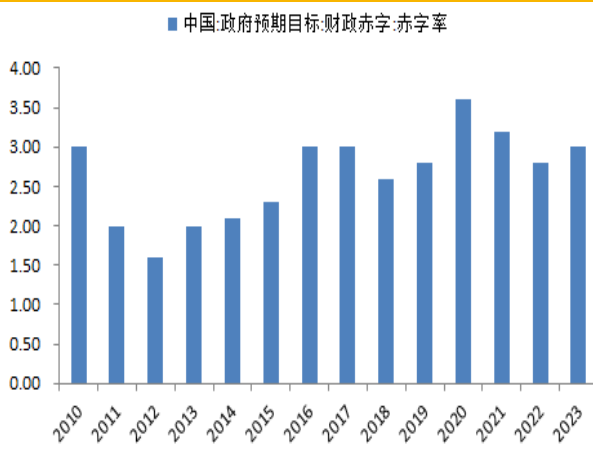
2023 年投资偏弱运行，这主要由于地产投资对固定资产投资的持续拖累，此外基建投资偏慢，也是导致投资下滑的主要原因。2023 年以来政策方向整体体现了宽货币紧财政的特点，广义财政支出和政府型基金支出均偏慢，加之土地出让收入减少和城投债务收缩，导致了 2023 年基建投资增速偏慢，1-11 月基建投资累计同比仅 5.8%，处于持续下行趋势中。往后看，中央财政将在四季度增发万亿国债，同时将财政赤字率从 3% 提升到 3.8%，这会对 2024 年基建投资有所支撑，考虑到债券发行到形成实物量的时滞效应，我们预计明

年上半年基建投资仍将对经济有一定的托底作用。此外明年“三大工程”会带来基建投资的新增长点，政策性金融工具也有进一步的发力空间，这些都会进一步对明年的基建有所支撑。但同时我们认为由于地方政府面临债务约束，存量债务逐年增加，土地财政收入逐步回落，未来化债压力仍在释放，明年大概率还会有部分特殊再融资债券发行用来化债，这会对基建投资构成一定的冲击。整体来看，今年从发行特殊再融资债券到政府和社会资本合作（PPP）新机制，再到增发万亿国债，其目的指向性都是帮助化债，降低地方债风险，对于明年的基建影响来看，主要以托为主，尚不能构成强刺激，故基建投资增速提高会相对有限，从化债中降低再融资成本来看，利率仍有进一步下行空间。

图 8：固定资产投资偏弱运行



图 9：年度目标赤字率



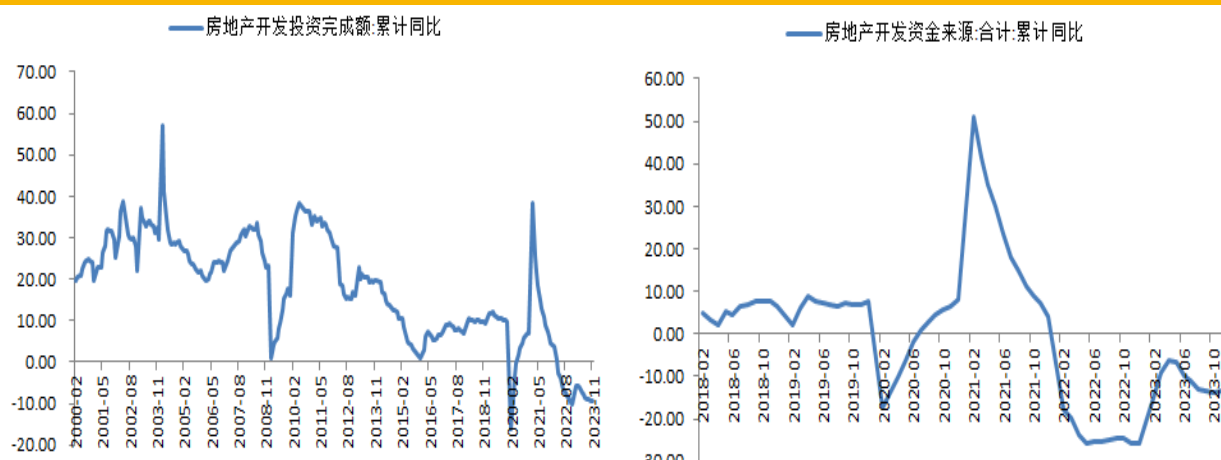
数据来源：Wind、徽商期货研究所

2023 年投资偏弱的主要拖累来源于房地产投资的持续萎靡，截至 2023 年 11 月，房地产开发投资累计同比仅-9.4%，房地产投资的持续回落主要来源于地产的供求关系发生变化，居民对房价的预期偏于悲观，自 2019 年以来在房住不炒政策预期下，中国 70 大中城市 90% 以上的城市的房价涨幅低于房贷按揭贷款利率，这意味着房价上涨不足以覆盖其投资成本，也形成了中长期地产下跌预期。这导致从需求端看商品房销售迟迟难以改善，从供给端看房地产开发资金来源仍然呈现较大降幅，截至 2023 年 11 月，商品房销售面积累计同比降幅达 8%，商品房销售额累计同比降幅达 5.2%。房地产开发资金来源累计同比降 13.4%。地产投资的持续下滑，一方面来源于地产周期的变迁，伴随着中国结婚登记人数的达峰回落，中国人口的出生率在 2012 年形成阶段性高点后呈现回落趋势，或意味着地产进入中长

期下行周期。另一方面地产下跌斜率偏大则来源于房地产信心的不足，由于本轮地产下行周期中商品房销售始终维持较大降幅，这导致销售回款下降——融资能力下降的负反馈持续进行。虽然从长期来看，地产供需关系的改变使得其长期趋势向下，但中期来看，仍有向好因素，2023年在房价连续下行下，地产新开工去化加快，在经过2年多的下行后，房屋新开工面积累计同比降幅有所收窄，房屋新开工面积当月同比在11月转正。虽然这主要由于低基数效应以及“三大工程”的逐步推进所致，但地产开工面积是先行指标，我们认为地产新开工负增长最大的时间节点已经过去，预计2024年或维持负增长，但大概率会逐步企稳，同时伴随着三大工程的推进，房地产对经济的拖累作用有望收窄。

图 10：房地产开发投资降幅扩大

图 11：房地产资金来源仍为负值

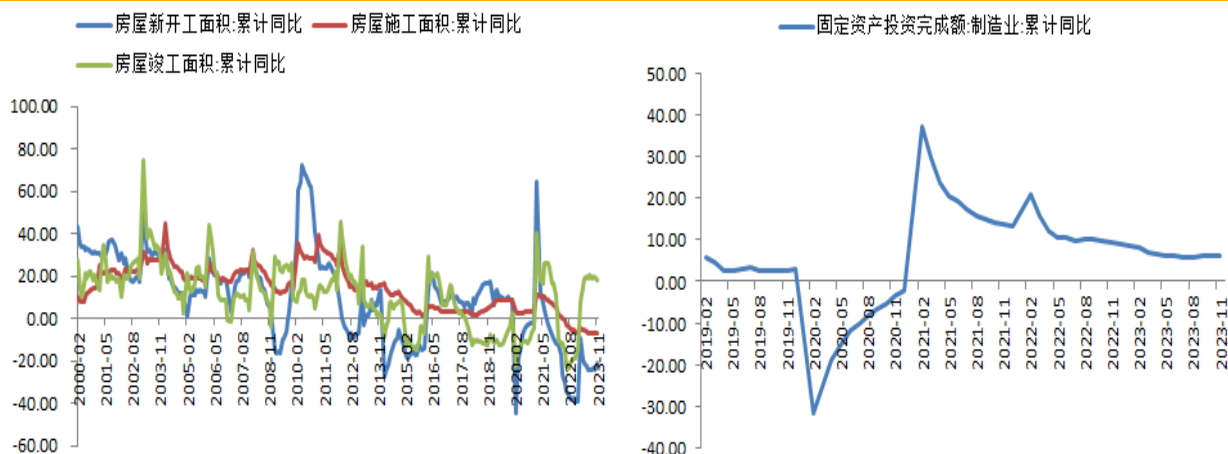


数据来源：Wind、徽商期货研究所

投资中的制造业投资在2023年整体维持韧性，截至11月制造业累计同比为6.3%。展望2024年，美国制造业PMI自2021年3月创出本轮的峰值后，已经维持32个月的下行周期，2023年6月以来，其自有库存始终在43-46区间波动，或意味着本轮美国去库接近尾声，伴随着美国进入补库周期，也会对我国制造业投资形成支撑，因此我们认为2024年制造业投资或呈现逐步回升态势。

图 12：房屋新开工累计同比降幅收窄

图 13：制造业投资维持韧性



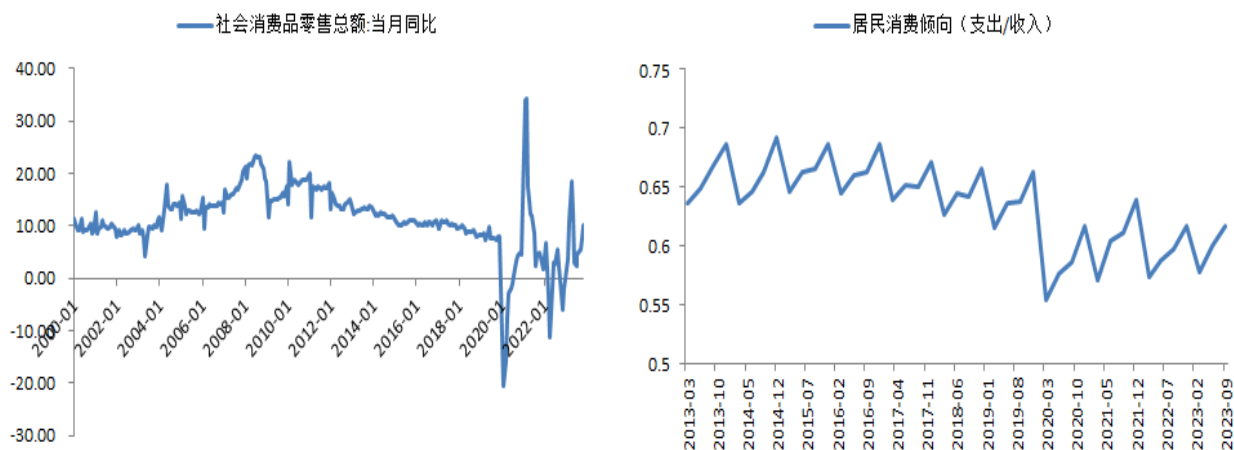
数据来源: Wind、徽商期货研究所

消费方面, 2023 年国内呈现稳步回升态势, 截至 11 月, 社会消费品同比增长 10.1%, 商品消费和餐饮收入消费均明显修复, 但结构性倾向仍然较为明显, 商品消费力度弱于餐饮消费, 升级类消费表现较好, 地产产业链相关消费表现偏弱。值得一提的是, 截至三季度中国城镇居民消费倾向已经修复至疫情前, 消费意愿的改善意味着 2024 年消费或有继续改善可能。同时伴随着价格数据的逐步探底及宽财政政策的实施, 明年社消同比增速预计仍然能维持 5% 以上, 同时今年这种过于分化的消费结构也有望趋于收敛。

出口方面, 2023 年我国出口整体承压, 但 11 月出口由负转正, 年内首次转正。中国 11 月出口 (以美元计价) 同比增长 0.5%, 预期增 0.7%, 前值降 6.4%; 进口下降 0.6%, 预期增 3.5%, 前值增 3%; 贸易顺差 683.9 亿美元, 预期 590 亿美元, 前值 565.3 亿美元。分国别来看, 2023 年出口的主要贡献国是俄罗斯, 截至 11 月对俄罗斯出口同比 33.56%, 较上月回升 16.32 个百分点。作为中国主要出口的美国, 对其出口已经连续 5 个月好转, 截至 11 月中国对美出口增速已经恢复至 7.35%。展望 2024 年, 伴随着美国制造业 PMI 的改善及欧洲制造业低位企稳, 后期出口大概率会逐步企稳回升。

图 14: 消费稳步回升

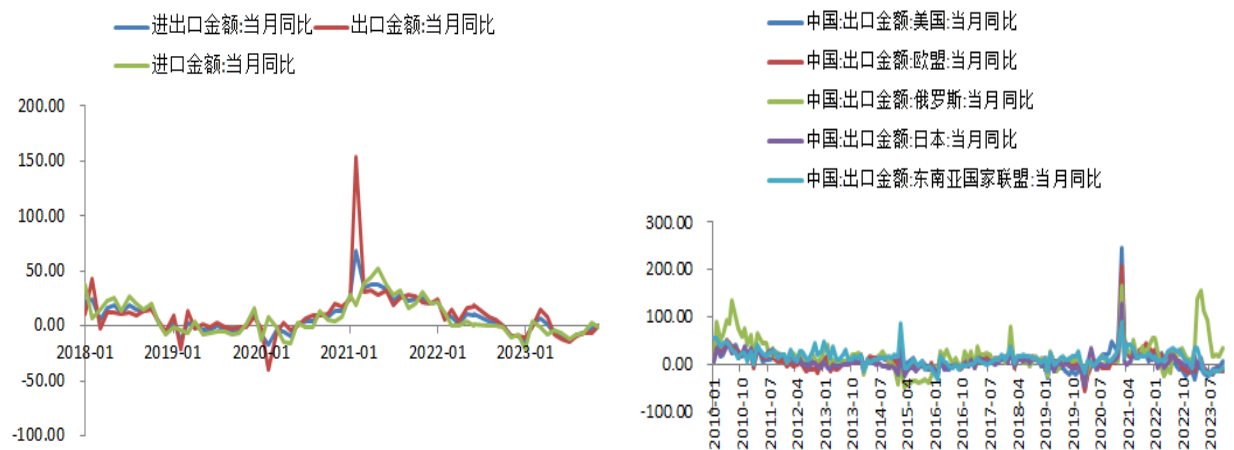
图 15: 居民消费倾向恢复



数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 16: 出口由负转正

图 17: 中国对美出口修复



数据来源: Wind、徽商期货研究所

(三) 价格数据低位运行，但 2024 年或有转机

2023 年通胀数据整体维持低位运行，居民消费价格及工业生产者出厂价格均表现出偏弱运行的特征。截至 2023 年 11 月，CPI 同比下降 0.5%，环比下降 0.5%。从 2023 年 CPI 维持偏弱运行原因来看，CPI 食品价格偏弱运行是拖累 CPI 同比及环比走弱的主要原因。展望 2024 年猪肉价格在持续下行周期中，生猪养殖企业亏损严重或加速行业产能去化。今年以来猪粮比持续低于 6，导致生猪养殖利润为负，加快行业产能出清，目前能繁母猪已经回到 2020 年年底的位置。明年伴随着消费的恢复及产能的加剧修复，猪肉价格大概率会

前低后高，进而带动 CPI 同比反弹，预计 CPI 同比上半年主要靠非食品项拉动，下半年伴随着猪肉价格的企稳反弹会再度上涨，但考虑到需求恢复预计偏慢，CPI 同比年内上涨幅度预计有限，呈现温和上升态势。

图 18: CPI 同比、环比走势偏弱

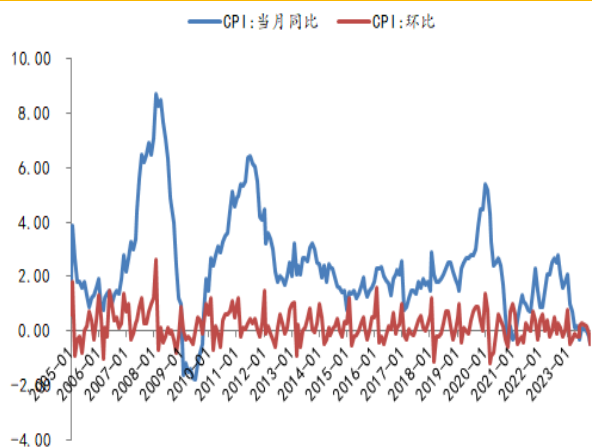
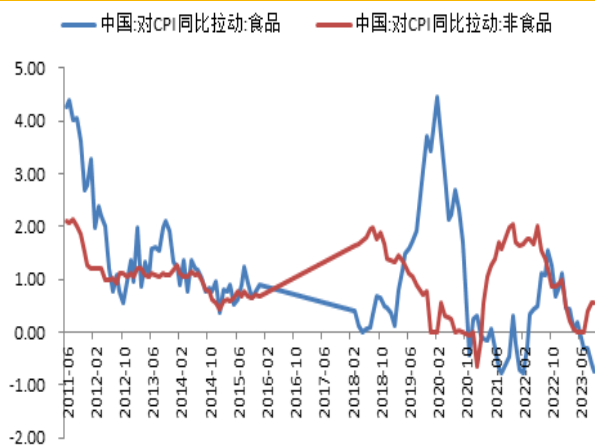


图 19: CPI 同比拉动

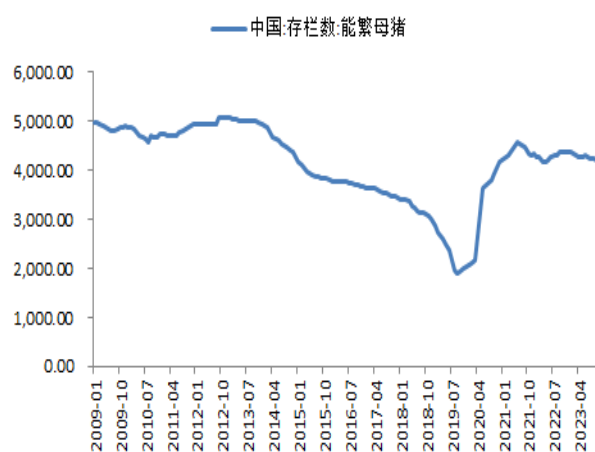


数据来源: Wind、徽商期货研究所

图 20: 猪粮比价持续低位



图 21: 能繁母猪存栏回到 2020 年



数据来源: Wind、徽商期货研究所

2023 年 PPI 走势偏弱，全年 PPI 同比都为负值，PPI 环比走势也偏弱，截至 11 月 PPI 同比下降 3.0%，环比下降 0.3%。PPI 维持弱势的原因在于生产资料价格的持续下行，尤其

是原材料价格降幅较为突出，使得 PPI 维持较大降幅。2024 年稳增长政策工具的使用预计会在明年上半年较为突出，加之今年四季度以来地方政府特殊再融资债券的发行和国债万亿增发计划落地后，预计也会对明年上半年的基建需求形成支撑。在低基数效应和政策的推动下，预计 PPI 同比会呈现逐步回升的态势，但考虑地产投资的负反馈尚未终结，在两者博弈下，预计投资增速会相对有限，PPI 预计回升幅度相对有限大概率全年在 0 以下。

图 22: PPI 同比、环比走势偏弱

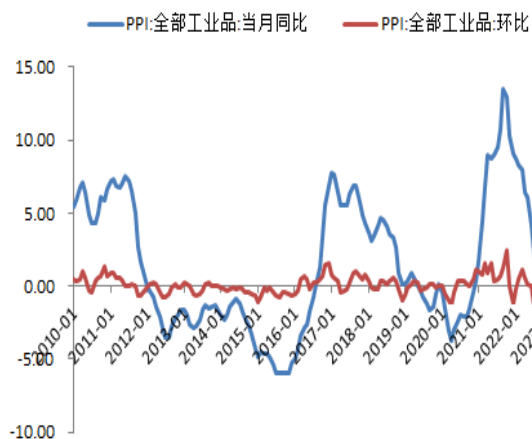
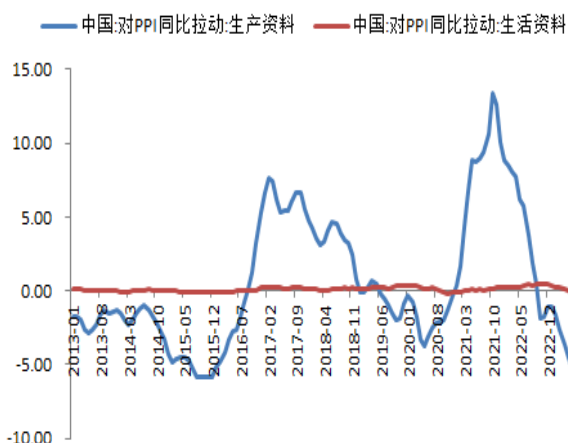


图 23: PPI 同比拉动



数据来源: Wind、徽商期货研究所

(四) 经济结构调整重在高质量发展

从 2024 年政治局会议和中央经济工作会议释放的信号来看，中国经济正在经历着先立后破的过程，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然偏多成为当前经济需要面临的困难和挑战。2024 年大概率还会关注重点领域风险，例如房地产、地方债务和中小金融机构等风险，持续解决部分行业产能过剩问题，破除旧动能。同时将“科技创新”与“现代化产业体系建设”放在优先位置，培育发展新动能。由于防范地方债务风险是近几年经济工作的重点，从地方债化债对债券供给来看，利率债的优势会更加明显，地方债化债也需要利率的进一步下行，这也会对于利率债形成进一步的支撑。

总体来说，2024 年伴随着价格数据的逐步回升和新一轮补库周期的开展，国内经济大概率会较 2023 年进一步回升。但由于国内经济仍然面临有效需求不足，部分行业产能过剩，

社会预期偏弱及风险隐患仍然偏多的问题，政策面对于经济并不是以强刺激的态势开展。在化债和国债增发并存的情况下，基建对于经济的作用重在托举，尚不能构成强刺激，故基建投资增速提高会相对有限。2024 年国内地产大概率会逐步企稳，地产对于经济的拖累作用有望减弱，同时出口、消费有望进一步改善，经济增速大概率在政策不强刺激和基数效应下维持 4.5%-5% 的增速，大概率不会超过今年的增速，这对于债市仍有一定的支撑，价格数据有望在 2024 年温和上升，尤其是 CPI 端，但考虑居民在这一轮地产周期中，由于地产价格的回落，其加杠杆意愿也有所回落，居民的消费需求恢复有限，预计 CPI 很难出现大幅的抬升。本轮去库周期中，PPI 处于大幅的负值区间中，但地产的负反馈仍无明显结束迹象，预计 2024 年 PPI 反弹空间有限。结合基本面修复、价格数据回升情况及经济结构调整来看，明年利率仍有进一步的下行空间，这对于国债期货多头行情仍然能形成进一步的支撑。

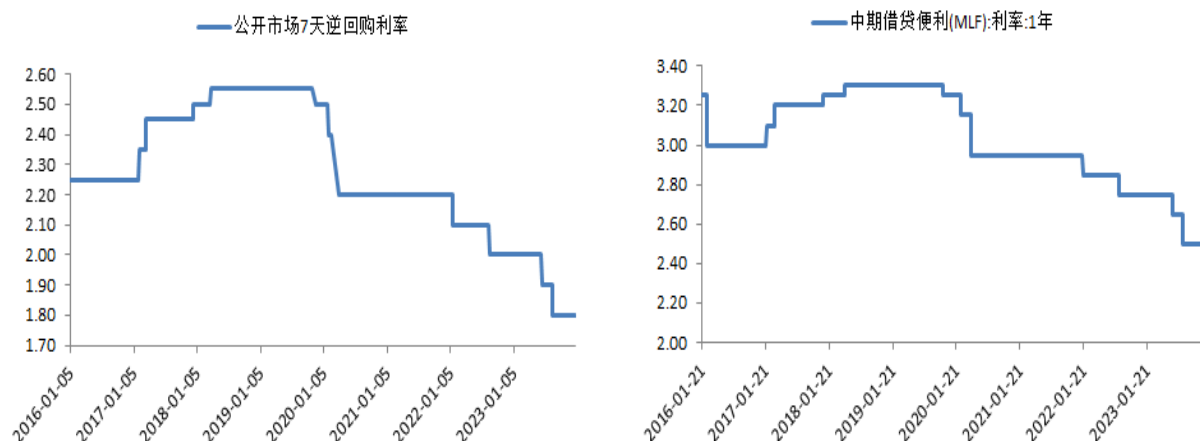
三、政策面及流动性分析

（一）货币政策或维持宽松

2023 年国内政策面以宽货币、紧财政为主，在经济基本面预期二季度发生改变后，央行货币政策开始对宽松进行加码。这表现在尽管一季度信贷投放高达 10.6 万亿，月均超 3.5 万亿，但进入二季度信贷投放节奏放缓，专项债发行放缓，经济数据出现环比转弱的迹象，4 月制造业 PMI 仅为 49.2，重回荣枯分水岭下方，3 月 CPI 同比跌破 1%，PPI 同比至 -3.4%，价格数据体现通缩特征，固定资产投资累计同比在 4 月下破 5%。在此背景下，4-5 月部分银行下调存款利率，6 月央行进入集中降息阶段，6 月 13 日，央行下调公开市场逆回购利率和常备借贷便利利率，15 日下调中期借贷便利利率。在 7 月贷款放缓后，8 月央行开启了年内的第二次降息，在内外需求转弱和人民币贬值背景下，8 月央行增量续作 MLF 并下调 MLF 利率 15BP，1 年期 MLF 下调 10BP 至 2.65%，央行同时下调公开市场 7 天逆回购利率及常备借贷便利利率，这体现了央行在经济数据走弱之际，其加大货币政策宽松力度，支持实体经济增长的态度。降准方面，2023 年央行在 3 月和 9 月分别降准 25BP，释放长期资金超万亿元。

图 24：央行下调逆回购利率

图 25：央行下调 MLF 利率

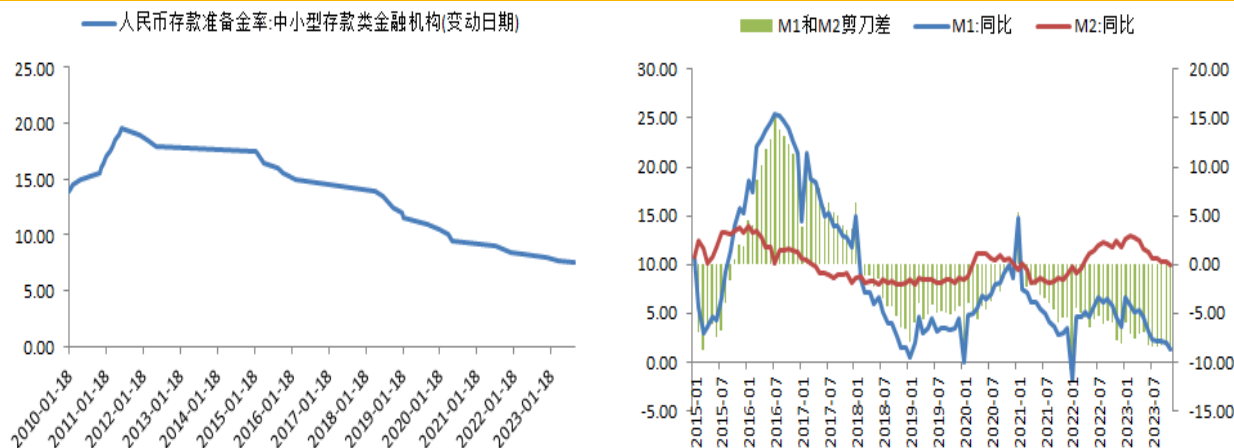


数据来源: Wind、徽商期货研究所

展望 2024 年,我们认为伴随着美国加息周期的终结,我国货币政策外部掣肘有望转弱,预计仍将维持宽松的货币政策来配合财政政策的实施,结合中央经济工作会议对货币政策的表述来看,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。我们认为由于 2023 年虽然信贷投放加大,但信贷的实际转化能力偏弱, M1 和 M2 剪刀差缩窄,资金的活化能力偏弱。2024 年货币政策或重点在于充实货币政策工具箱,着力营造良好的金融环境。发挥好货币政策总量和结构双重功能,盘活存量、提升效能。加大对于重点领域的货币支持力度,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。此外由于 2024 年财政政策会适度加力,预计会加强与财政、产业政策的协同。就数量型货币政策工具来看,明年仍有可能继续降准,预计会下调 0.5 个百分点。政策性利率也有进一步下行需求,预计 MLF 利率会下调 25BP 至 2.5%,大概率在一季度开展。

图 26: 央行下调存款准备金率

图 27: M1 和 M2 剪刀差缩窄



数据来源: Wind、徽商期货研究所

(二) 财政政策强调适度加力、提质增效

2023 年年末,伴随着万亿国债增发消息落地,今年的财政赤字率突破 3%,上行至 3.8%,这是 25 年来的首次调整。财政赤字率是宏观政策的重要风向标,财政赤字率的上调,意味着使用中央加杠杆的方式来促进经济企稳,同时也反映了当前经济形势的严峻性。长期以来,我国中央政府杠杆率低于地方政府杠杆率,在当前企业和居民加杠杆意愿不足的情况下,使用中央加杠杆有利于维持经济稳定。

展望 2024 年,由于中央经济工作会议对于财政政策的表述是适度加力、提质增效。预计明年我国的财政赤字率仍会维持在 3.5% 附近,由于地方债务压力较大,地方政府举债空间预计会有所收缩,新增专项债预计在 3.6 万亿附近,从节奏上看,在增发国债和地方债收缩共同作用下,我们认为明年一季度会面临增发国债和地方债发行压力,预计明年一季度会是财政的集中释放期,届时会从供给层面和流动性方面利空利率债。

(三) 资金面稳定预期增强

2023 年 8 月以来资金面明显收敛,这表现在 DR001 和 DR007 价格中枢明显上移,8 月 DR001 月均 1.6444%, DR007 月均 1.8644%,两者分别较上月上行 27BP 和 6BP。8 月以后,资金面一直处于紧平衡状态,9 月和 10 月 DR001 月均甚至超出 1.75%,国债期货受资金面影响在 8-10 月也是出现了明显的回调行情。

展望 2024 年,资金面或难以进一步收紧。以超储率为代表的流动性指标,近 6 年中枢

上行，但 2023 年 11 月仅为 1.4%，逼近近两年低位，这说明资金面中长期偏紧。但由于明年经济仍然面临经济增长动能不足、内需不足、外需一般的情况，货币政策很难进一步收敛，加之中央经济工作会议要求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匹配，在货币政策仍以宽松的基础下，资金利率中枢或难进一步上行。

图 28：资金面趋紧

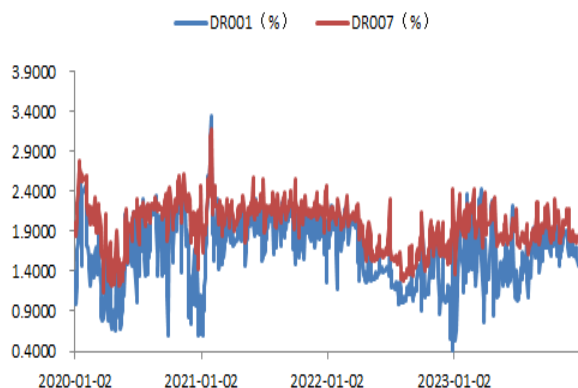
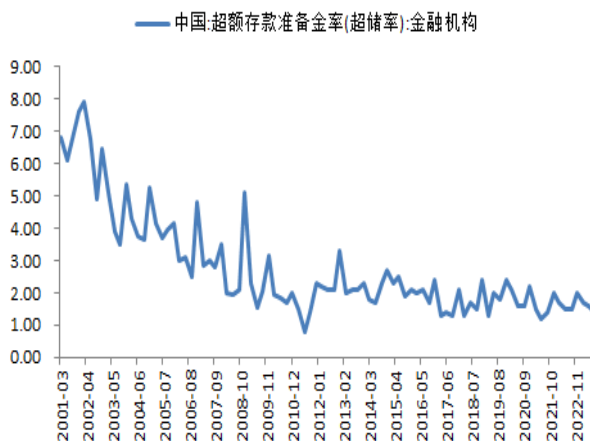


图 29：超储率偏低



数据来源：Wind、徽商期货研究所

四、利差结构分析

2023 年以来，国债收益率长短端表现不一，截至 12 月 25 日，1 年期国债收益率自年初的 2.112% 上行至 2.2246%，10 年国债收益率自 2.8103% 下行至 2.5678%，10-1 年国债收益率利差由年初的 70BP 下行至年末的 34BP。

就国债期货的价差结构来看，2023 年以来国债期货当季和下季价差持续收窄，其中十年期国债期货当季和下季价差自年初的 0.61 缩减到年末的 0.125，五年期国债期货当季和下季价差自年初的 0.455 缩减到年末的 0.07，充分反映了在上涨过程中远季预期偏好，导致价差的持续收缩。展望 2024 年，我们认为收益率形态过平的情况或难以持续，大概率是伴随着货币政策的放松，短端利率也跟随性回落，国债期货短端补涨，从跨期结构来看，在经过近一年的价差收窄，后期进一步收窄空间或相对有限，可择机做多近远季价差。

图 30：国债收益率平坦化下行

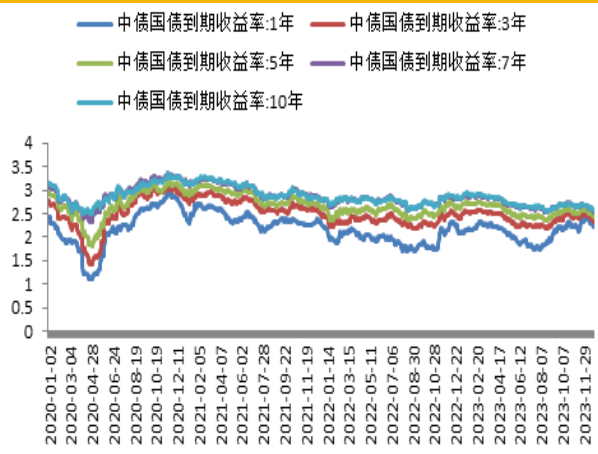


图 31：国债期货近远季价差缩窄



数据来源：Wind、徽商期货研究所

五、结论

2023 年国债期货在经济修复的主题下，经济修复预期与现实博弈、宏观政策的节奏和力度变化成为主导债市行情变化的主要变量。2023 年国债期货以上涨为主，长短端表现不一，长端利率下行更为明显，这使得曲线极度的平坦化。对于 2024 年的经济基本面，我们认为 2024 年伴随着价格数据的逐步回升和新一轮补库周期的开展，大概率会较 2023 年进一步回升。但由于国内经济仍然面临有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱及风险隐患仍然偏多的问题，政策面对于经济并不是以强刺激的态势开展。在化债和国债增发并存的情况下，基建对于经济的作用重在托举，尚不能构成强刺激，故基建投资增速提高会相对有限。2024 年国内地产大概率会逐步企稳，地产对于经济的拖累作用有望减弱，同时出口、消费有望进一步改善，经济增速大概率在政策不强刺激和基数效应下维持 4.5%-5% 的增速，大概率不会超过今年的增速，这对于债市仍有一定的支撑，价格数据有望在 2024 年温和上升，但不会出现强上涨这对于债市仍然有力。政策面方面，2024 年预计仍然以宽货币+宽财政为主，但政策不会出现强刺激，由于一季度是地方债发行高峰，加之国债增发会形成供给性压力，故我们认为政策面对国债期货整体偏多，存在阶段性利空影响。综合考虑经济基本面、政策面、流动性因素和国债收益率形态，我们认为 2024 年国债收益率仍有进一步下行空间，国债期货债牛未尽，国债收益率曲线有望陡峭化，短端有望补涨，10



年期国债收益率预计在 2.5%-2.7% 区间波动。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

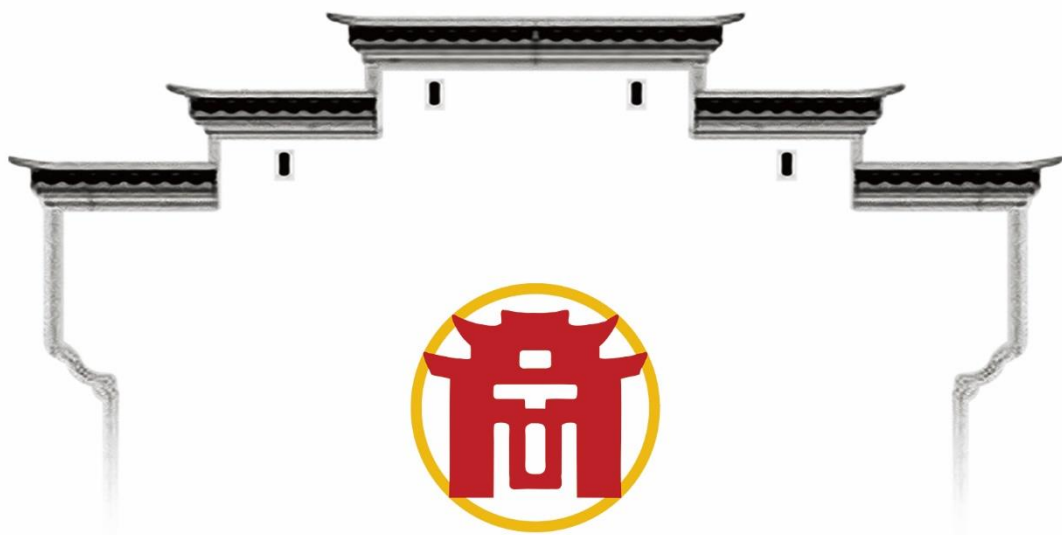
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信