

宽货币基调延续，债市利率中枢有望维持低位

2023 年 12 月 8 日星期五

摘要

展望 2024 年，债市或延续牛市行情。宽财政政策前置发力，基建或仍是稳增长政策的重要抓手。化债工作将继续作为财政领域的重点，这将一定程度上制约财政政策的发力强度，基建投资可能呈现前高后低的态势。货币政策将延续宽松基调，但政策重心在于配合财政政策稳增长，提高存量贷款的使用效率，以及优化贷款的投放方向。在宽财政托底作用下，随着经济的持续修复，10 年期国债收益率进一步向下突破 2.5% 的压力逐渐增大。另一方面，实际利率偏高或对名义利率的明显上行有所制约，10 年期国债收益率上下均面临较大约束，利率中枢或维持低位，债市整体或呈现偏震荡格局。资金宽松程度依旧是债市的主要影响因素，还需警惕贷款投放和政府债发行节奏对于资金面的冲击。

长端利率债的性价比可能优于短端利率债，如果利率债市场在未来转为牛市，10 年期和 30 年期利率债的性价比将更为突出。从基差走势来看，今年各期限国债期货合约基差水平整体趋窄，且当前仍然处于明显较低水平。从季节性图表来看，与近 5 年同期数据相比，2023 年 TS、TF、和 T 主力合约基差整体偏低。此外，各期限主力合约价差的历史分位线也显示出了期债基差处于较低分位。另一方面，今年债市多头情绪持续偏强，也是基差收窄的主要原因。在基差明显偏低的环境下，可以适当关注空头套保机会，以及后续基差的走阔机会。

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 宏观策略组

顾佳男

宏观策略组研究员

gujianan@htfutures.com

从业资格号：F3054459

投资咨询号：Z0016253

纪丫

联系人

jiya@htfutures.com

从业资格号：F03092448

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

目录

一、	2023 年行情回顾	3
1.1	2023 年国债期货价格趋势上行	3
1.2	2023 年利率市场特征	6
1.2.1	资金面主导利率曲线	6
1.2.2	利率中枢有所下行	7
二、	经济修复缺乏内生动力，宽货币向宽信用传导受阻	9
2.1	供需两端偏弱，服务业消费明显提升	9
2.2	房地产行业继续拖累经济增速	10
2.3	基建投资托举，专项债靠前发力	12
2.4	企业利润空间限制制造业投资扩产	13
2.4	通胀与汇率对货币政策的影响	14
2.5	宽信用的落地进程仍有待明确	16
三、	国债期货策略	17
3.1	行情判断	17
3.2	策略建议	17
3.2.1	长端利率债更具性价比	17
3.2.2	关注套保以及基差走阔机会	17

一、2023 年行情回顾

1.1 2023 年国债期货价格趋势上行

2023 年全年，债市表现较强，呈现牛市行情，十年期国债期货当季合约收盘价格保持趋势上行，最高收盘价涨至 103.055。十年期国债收益率从年初的最高点 2.9341% 一度下行至 8 月出现的最低点 2.5403%；1-11 月，十年期国债收益率波动区间近 40bp，波动区间大于 2022 年的 30bp，但相较历史数据仍然较窄。截至今年 12 月 5 日，十年期国债期货收益率为 2.665%，较 2022 年底十年期国债收益率 2.8353% 下行了约 17bp。整体来看，2023 年宏观预期反复博弈，货币政策和稳增长政策的相继发力主导股债强弱切换，年初疫情影响逐渐消退，“强预期”推动国债收益率上行，后续在“弱现实”的逐步凸显下，市场预期转向弱修复，债市阶段性调整。将 2023 年全年利率走势细分，债市经历了 4 个主要阶段，收益率基本随着“强预期-基本面弱复苏-宽货币发力-资金面收敛”的逻辑波动。具体来看：

- (1) **第一阶段（2023 年 1 月-2023 年 3 月初）：**年初宽信用预期升温，叠加疫情影响逐步消退，推动收益率快速上行，春节后经济数据未见明显起色，市场预期修正下收益率开始回落。年初，国债期货市场延续了去年四季度的复苏交易态势。央行和银保监会共同建立了首套住房贷款利率政策动态调整机制，强调各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力。此外，我国还延续实施了碳减排支持工具等三项结构性货币政策工具，这使得宽信用预期逐渐升温。另一方面，年初度过疫情高峰期后，居民生活逐步恢复常态化，线下出行、消费活动恢复，推动服务业景气度回升，市场预期转好。在政策利好和强预期的背景下，市场风险偏好回升，A 股和商品市场普遍上涨，而债市则是承压下行，国债收益率经历了一波快速上行，最高点达到 2.93% 左右。随后收益率整体呈现下行态势。春节前后是债市情绪的主要转折点，节前债市情绪明显偏弱，节后则整体偏强。春节过后，进入经济数据空窗期，股债市场对节前过于乐观的经济复苏预期进行了纠偏，同时春节期间的数据并未出现明显超预期的情况，投资者对基本面的预期开始修正。
- (2) **第二阶段（2023 年 3 月中上旬-2023 年 6 月上旬）：**经济修复斜率放缓，基本面弱复苏预期主导市场，降准落地叠加存款利率下调，基本面和货币政策支撑债市，海外风险事件进一步推动避险情绪升温，债市大幅走强。3 月 5 日全国两会召开，会议将经济增长目标设定在 5% 的稳健水平，不及市场预期，并强调积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，同时，央行行长讲话释放降准信号，提振债市情绪。海外方面，

美国硅谷银行和签名银行倒闭的影响波及了整个金融市场，银行危机蔓延，引发市场恐慌情绪和避险情绪的上行，推动国债进一步走强。3月中旬降准落地，叠加MLF的超量续作，资金面趋松，但与此同时公布的国内1-2月经济数据有所回暖，限制了债市下行空间。4月国内高频数据有所回落，房地产销售再度放缓，国内物价水平也持续处于较低水平，一季度GDP超预期但其中投资仍然偏弱，经济复苏斜率放缓。4月21日首批30年期国债期货合约挂牌上市，进一步完善了国债期货收益率曲线，由于30年期国债期货具备久期长、价格波动大，同时与长期限国债政府债久期匹配的特点，吸引了更多的交易型机构参与市场，推动债市交投情绪。4月28日举行的中央政治局会议表示当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。市场修正此前对经济修复强度和持续性的预期，弱复苏预期开始占据主导。另外，多地农商行下调存款利率，改善了流动性预期，基本面和资金面利好债市，债市再次打开下行空间。4月底公布的制造业PMI再次回落至荣枯线以下，随后5月公布的各项经济数据再次反映基本面偏弱修复，融资需求以及信贷投放有所放缓，宽信用进程不及预期，支撑债市多头情绪释放。此外，城投债务问题以及美国债务上限问题的担忧引发了市场的避险情绪，10年期国债收益率成功突破2.7%的重要关口。

- (3) **第三阶段（2023年6月中下旬-2023年9月中旬）：货币政策和稳增长政策博弈，债市震荡调整，整体收益率先下后上。**此阶段货币政策和稳增长政策频出，政策博弈带动债市震荡。首先是6月央行逆回购操作利率的下调，以及降准和降息的落地，债市呈现出利多出尽的态势，收益率上行。但随后7月房企和信托相关风险事件令降准降息预期再度升温。7月24日中央政治局会议召开，会议上释放稳增长政策发力信号影响，并强调为适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，将适时调整优化房地产政策。该表述推动市场对地产支持政策加码的预期增强，债市面临调整，会议结束后十债收益率大幅上行了7bp。8月15日央行分别下调7天OMO利率和1年期MLF利率10BP和15BP，5年期LPR报价利率下调预期落空，本次超预期降息推动国债收益率快速下行，十年期国债收益率一度下行至全年最低点2.54%。后续地产政策不断发力，8月底至9月初，广州、上海、北京相继宣布执行“认房不认贷”，压制了债市情绪，收益率再次回升。9月15日降准落地当天，央行重启14天逆回购，并下调利率20BP，举措旨在刺激信贷投放，实施宽信用政策，也引发了债市多头止盈离场，国债陷入震荡走势。

- (4) **第四阶段（2023年9月中旬至今）：特殊再融资债集中发行，债券供给担忧加重，资金面收敛，资金面松紧主导债市震荡行情。**财政端在8月逐步发力，专项债以及国债发行加速，债市供给压力凸显，资金面开始收敛。进入四季度，三季度GDP数据于10月公

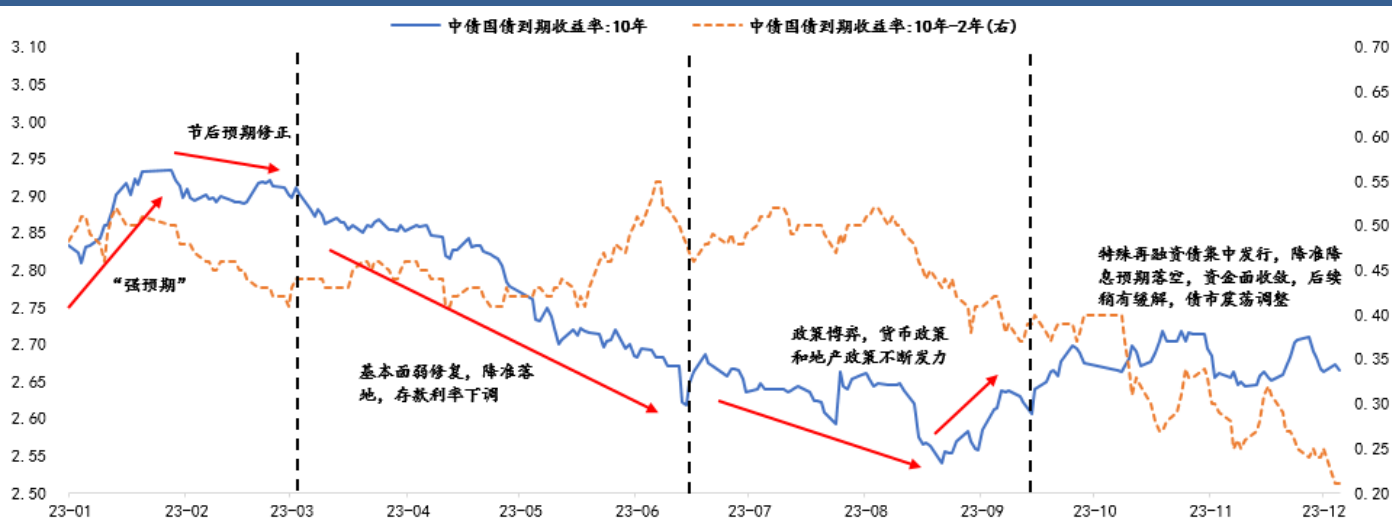
布，数据显示四季度完成全年 GDP 预期目标的难度较小，因此市场预期四季度政策显著加码的可能性较低。同时，10 月特殊再融资债集中发行，债券供给担忧加重，资金面承压，债市空头情绪升温，收益率延续调整。11 月随着降准降息预期的落空，十债快速突破 2.7% 关口。资金面成为影响债市的主导因素，11 月中下旬资金面维持紧平衡，隔夜和存单成交价格均有所上行，DR007 以及一年期同业传单利率的两个短期利率都是持续的高于基金业逆回购的政策利率，并且短期来看也有较大幅度的反弹，债市走弱，2 年期国债主连跌幅更为明显。月末资金面边际转松，在当前国内基本面偏弱修复以及宽货币政策基调不变的背景下，长端利率上行压力可控，但市场对资金和存单的担忧还未解除，并对央行宽松政策的预期逐渐走低，资金利率大幅下行的空间同样有限，债市延续震荡行情。

图 1：行情回顾



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 2：债市全年主要阶段

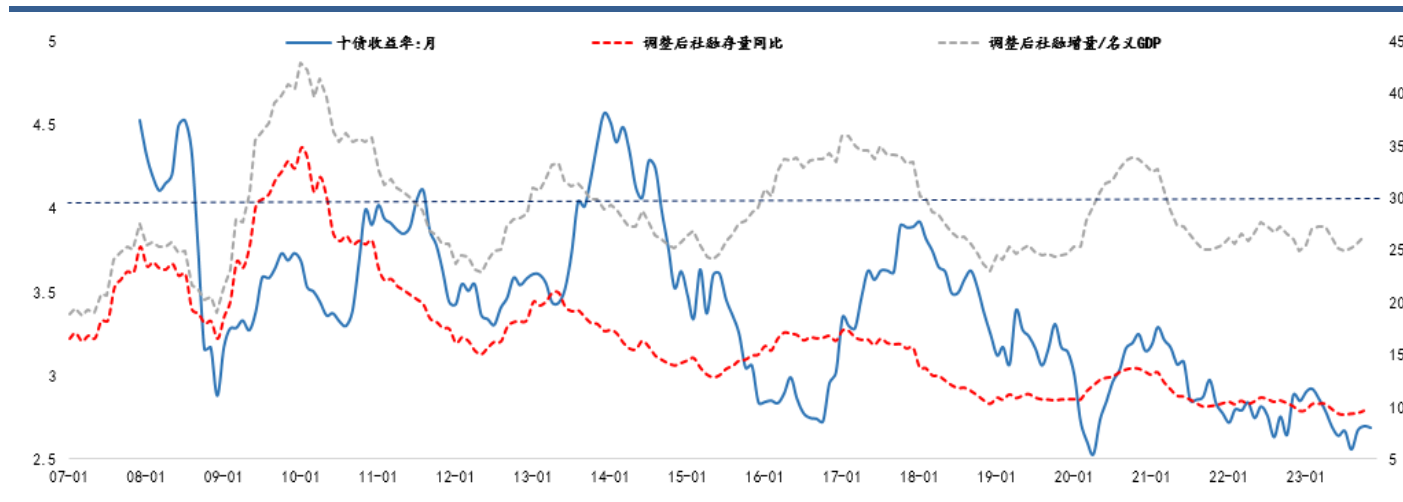


数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

社融是信用周期的头，原因是资金流动先于实物流动，所以社融的拐点领先国债收益率的拐点。

本轮宏观周期领先指标社融增速自从 2020 年 10 月见顶之后，于 2021 年 3 月加速下行，资金的需求即信用大幅收缩。2021 年 5 月中旬公布的货币信贷数据显示社融与名义 GDP 的比值向下突破 30%，即国债的牛熊分界线，国债发出牛熊转换信号。此后债市走出了明显的牛市行情，2023 年 1-7 月，社融与名义 GDP 的比值维持在 30% 以下并且进一步下探，期间债市牛市行情延续。

图 3：以社融增速刻画信用环境



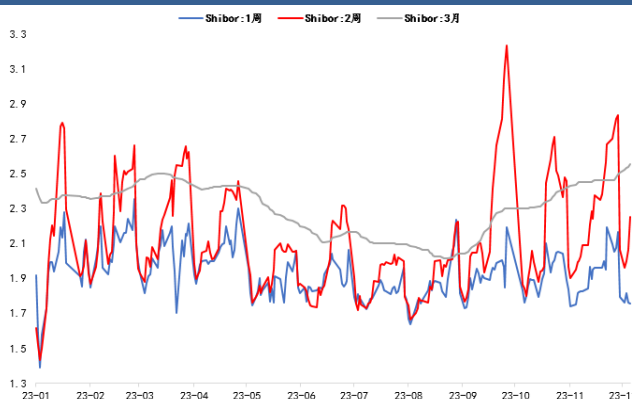
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

1.2 2023 年利率市场特征

1.2.1 资金面主导利率曲线

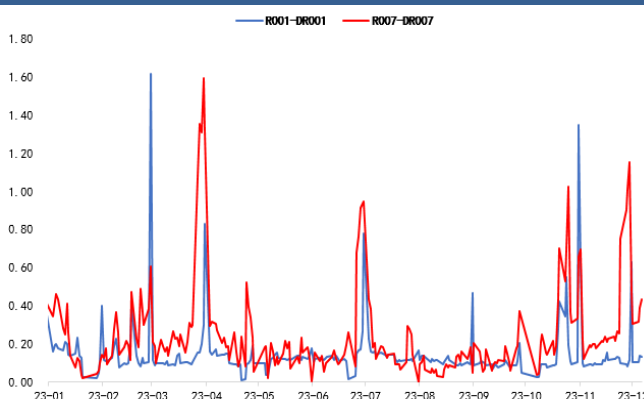
年初由于大量的信贷投放消耗了银行超储，使得银行资金面逐渐收紧，虽然央行加大了公开市场投放力度，但银行间资金利率仍较 2022 年底有明显抬升，从而推动短债收益率快速上行。春节过后，现金回流银行系统的速度远低于预期，加上公开市场操作大量到期，月中缴税期使得资金面大幅趋紧。在这种情况下，同业存单利率上升幅度甚至超过了政策利率，短端利率上行幅度超过长债利率，10 年期和 2 年期国债利差走势平坦化。随后信贷投放减弱，同业存单利率止升回落，3 月降准落地后市场对流动性的预期转向乐观，中短债收益率领先下行，而长端利率则是由于基本面偏弱和避险情绪升温的影响下小幅下行，从而导致期限利差走扩。二季度中央政治局会议上表示维持货币政策宽松基调不变，此外银行存款利率下调，推动 3 个月 Shibor 利率的快速回落，收益率曲线中枢进一步下移。三季度初资金面维持宽松，随着降准预期升温，债市收益率曲线陡升态势明显。后续人民币汇率加速贬值，中美利差倒挂加剧，资金外流，银行间流动性开始收紧，收益率曲线转向熊平。四季度美联储暂停加息步伐，市场预计本轮加息周期结束，人民币汇率压力有所缓解，但另一方面，特殊债集中发行，债券供给压力下资金面收敛；R001 和 DR001，以及 R007 和 DR007 的背离程度多次大幅上行也反映了资金面的紧张，叠加降准降息预期落空，收益率整体维持熊平。

图 4：资金价格



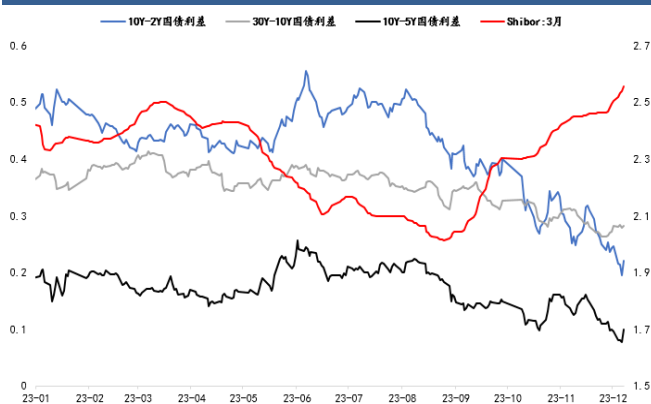
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 5：资金面松紧程度



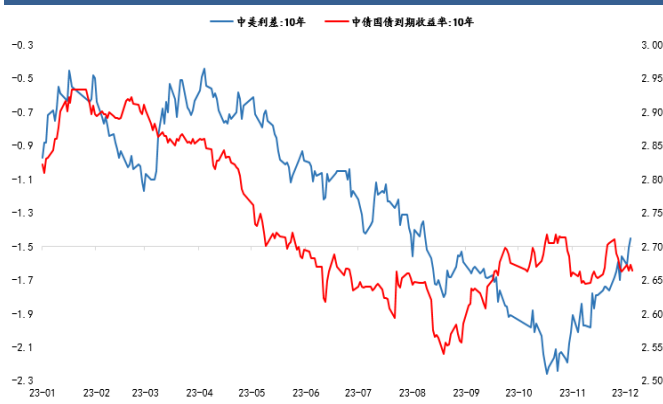
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 6：国债利差&资金利率



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 7：中美利差&中国十债收益率曲线



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

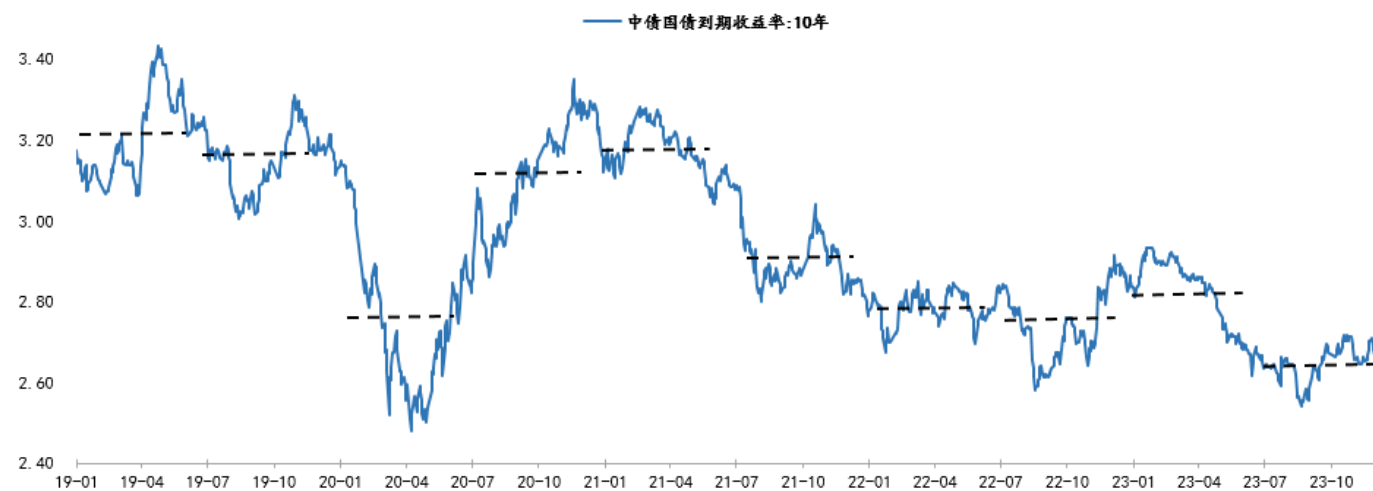
1.2.2 利率中枢有所下行

2019 年以来，收益率中枢小幅震荡下移，近五年 10 年期国债收益率年度均值分别为 3.18%、2.94%、3.03%、2.77%、2.73%，2023 年收益率中枢进一步小幅下滑。

利率中枢逐年下行的背后，反映了经济高质量发展、增速下台阶的趋势，从“十一五”时期到“十四五”时期，经济增长目标实现 8%到 5%的稳步下行，国债收益率中枢跟随下行。2023 年利率中枢下行的主导则是政策利率的下调。

在基本面偏弱的大背景下，我国货币政策延续宽松，年内两次下调 MLF 利率，分别在 6 月和 8 月下调 1 年期 MLF 利率 10BP 和 15BP，整体相较于 2021 年 MLF 下行了 45bp，政策利率的下调对对债市收益率有直接影响，推动了债市利率中枢延续下移。2023 年上半年 10 年期国债收益率均值为 2.81%，2023 年下半年 10Y 国债收益率均值为 2.65%，整体 2023 年 10 年期国债收益率均值较 2021 年下降了约 30bp。

图 8：十债收益率中枢下移



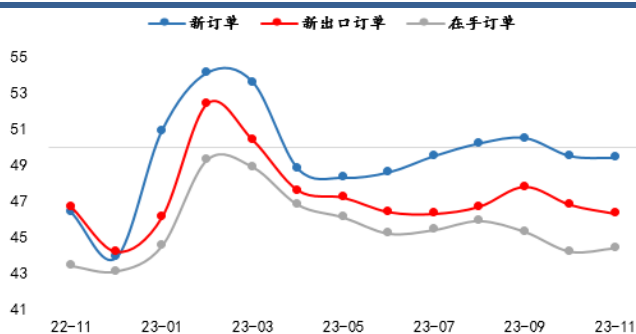
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

二、经济修复缺乏内生动力，宽货币向宽信用传导受阻

2.1 供需两端偏弱，服务业消费明显提升

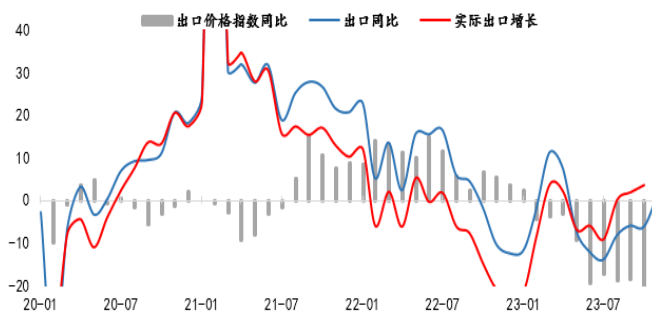
2023 年我国经济修复斜率较缓，需求不足是当前面临的主要挑战。从 PMI 数据来看，一季度制造业新订单指数在疫情管控政策优化后集中释放，随后重回收缩区间。海外发达经济体相继开始加息周期来应对高通胀，叠加美国经济衰退“软着陆”，外需持续走弱，制约国内高出口依赖行业，新出口订单连续 8 个月位于荣枯线以下。近期我国出口出现复苏势头，主要是由于价格因素对中国出口的拖累或有减缓，其次美国消费维持韧劲，随着中美经贸关系的修复，外需压力略有缓解。建筑业 PMI 指数高位回落，建筑业景气度扩张节奏放缓，主要受到房地产行业的拖累。

图 9： 制造业 PMI 需求端



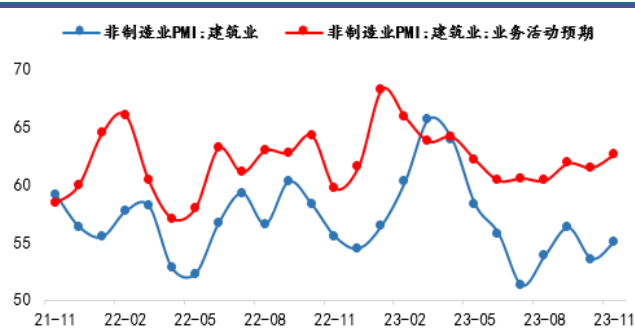
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 11： 出口同比



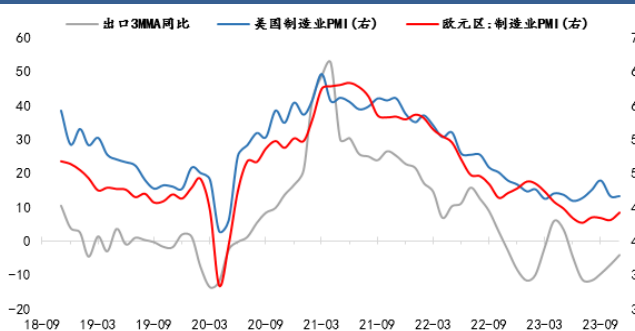
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 10： 非制造业 PMI 建筑业



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

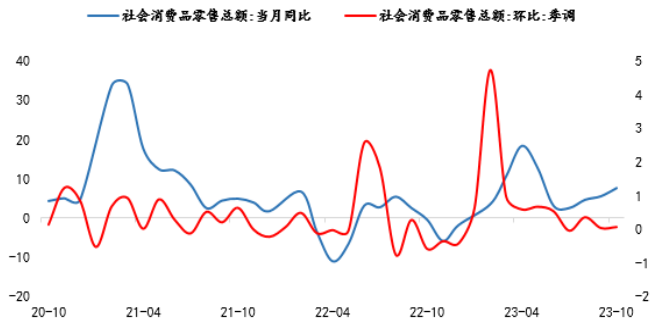
图 12： 出口同比&欧美制造业 PMI



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

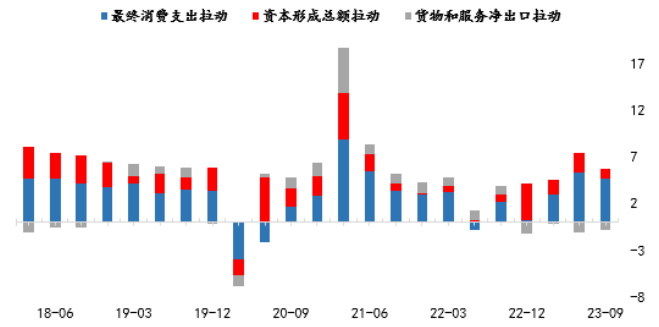
从消费端来看，疫情影响逐步消退后，居民线下出行活动增加，必需品以及服务业消费大幅改善，消费是目前经济的主要支撑力量，三季度经济数据显示最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到了 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点，其中，餐饮、旅游等接触型服务消费反弹和恢复得比较快。但耐用品消费增速仍然较慢，其中受房地产行业疲弱的影响，家具类等大件消费增长有限，居民部门短期贷款有待进一步提振。

图 13： 社消



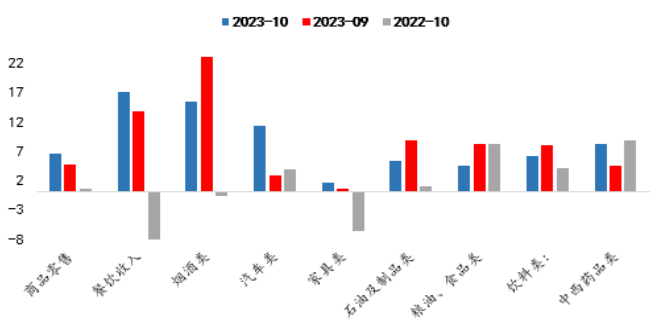
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 15： 消费、资本、货物和服务对 GDP 的拉动：



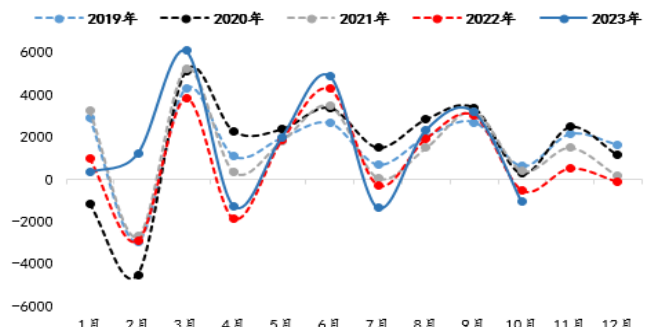
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 14： 社消分项



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

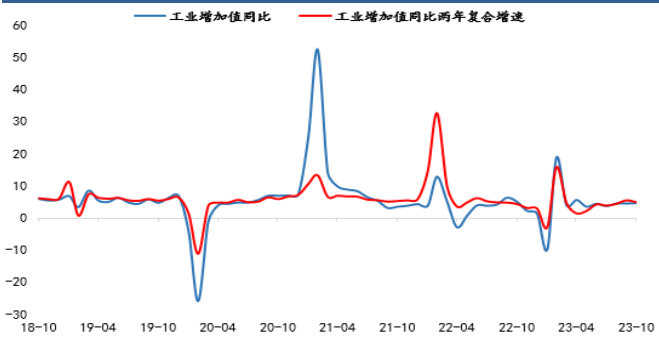
图 16： 居民部门短期贷款



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

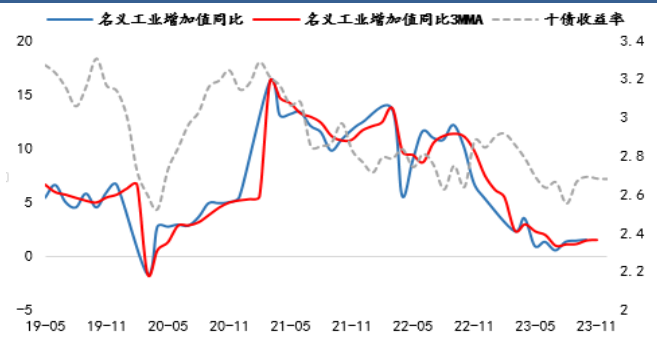
当前我国需求增长的内生动力不足，对生产端形成压制，供需缺口抑制价格增速，工业企业利润空间受到挤压，进一步抑制了企业扩产意愿。供需两端增速均偏弱，但得益于基建投资的托举，整体工业企业生产仍维持着一定的韧劲，1-10 月规模以上工业增加值同比增速较去年有所改善，两年复合增速略有上行。

图 17： 工业增加值



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 18： 工业增加值&十债收益率



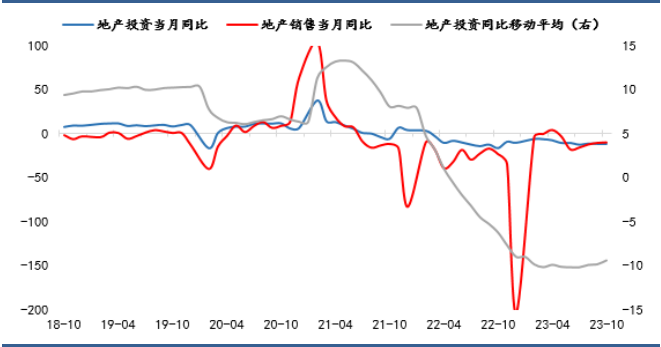
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

2.2 房地产行业继续拖累经济增速

2023 年 1-11 月，房地产投资整体维持疲弱，三季度地产政策大幅放松，在“认房不认贷”，以及限购城市首付比下限调降后，国内二手房市场成交有所改善，但新房成交未见明显起色，房地产库存仍在积累，房企拿地谨慎。全年商品房销售面积维持负增长，虽然较 2022 年跌幅有所收窄，或主要

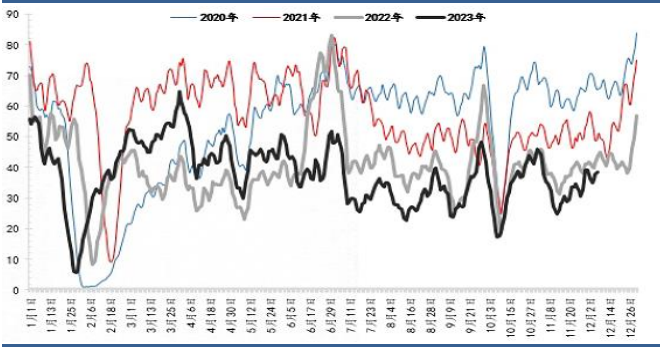
是由于疫情影响消退后，今年居民线下看房活动恢复，以及地产政策的刺激。从高频数据来看，今年下半年以来，30 大中城市商品房成交面积持续处于季节性低点，居民购房意愿仍然不足，房企资金压力较重，房屋新开工面积同比维持较深跌幅；房屋竣工面积则是在“保交楼”政策下较全年有所改善，房地产行业相关商品水泥量同比较去年小幅改善，但在下半年再次回落，平板玻璃产量同比整体继续下行并且低于往年同期值。由于销售端的疲弱，整体房地产行业复苏缓慢，对经济增速造成拖累，从房地产投资同比，商品房销售面积，和十债收益率的相关性来看，房地产行业景气度的回升一定程度上领先于十债利率的上行。11 月 22 日，深圳调整二套房的最低首付款比例至 40%的消息公布后，市场对地产政策加码的预期升温，但具体的政策落地和实施效果还有待验证，预计房地产行业快速修复从而推动十债收益率上行的风险有限。

图 19： 房地产开发投资和地产销售同比



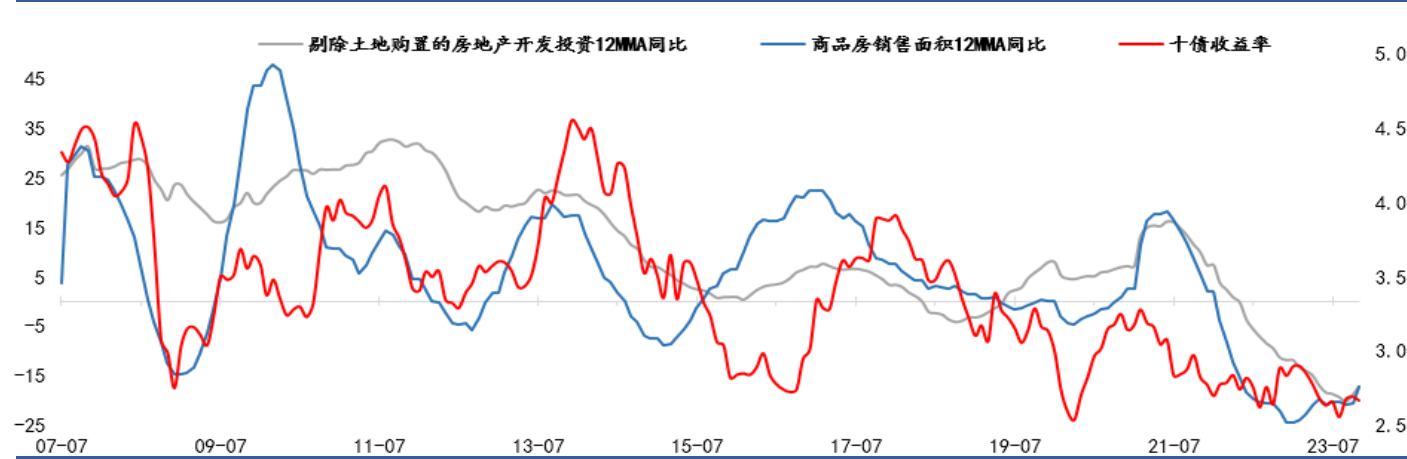
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 21： 30 大中城市:商品房成交面积 2WMA



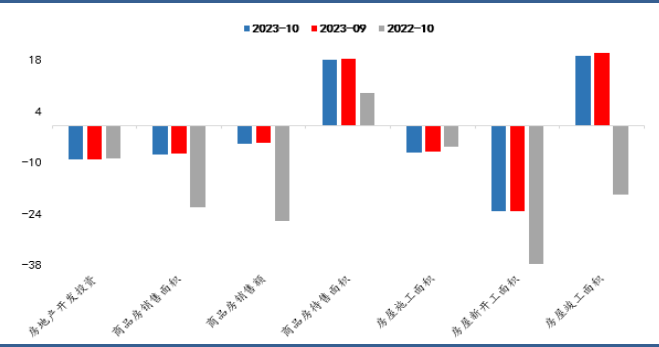
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 23： 房地产投资销售&十债收益率



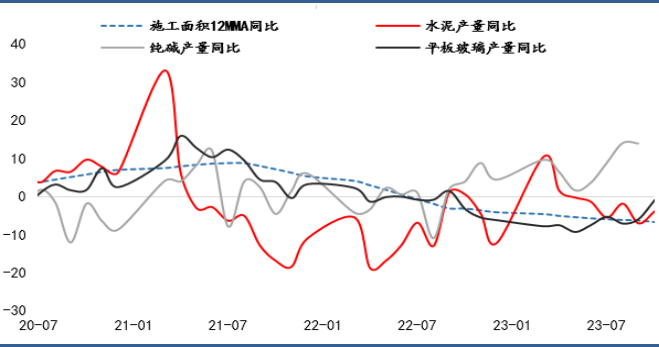
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 20： 房地产投资分项当月同比



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 22： 基建投资分项同比

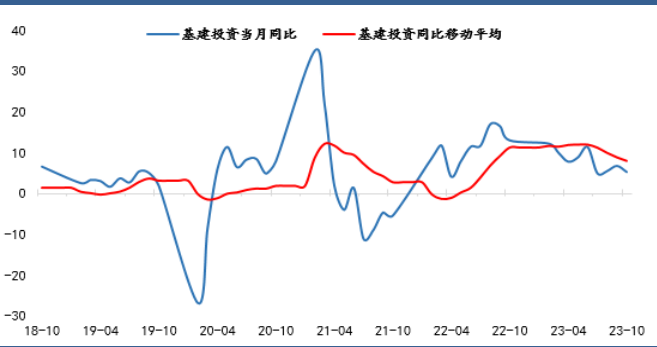


数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

2.3 基建投资托举，专项债靠前发力

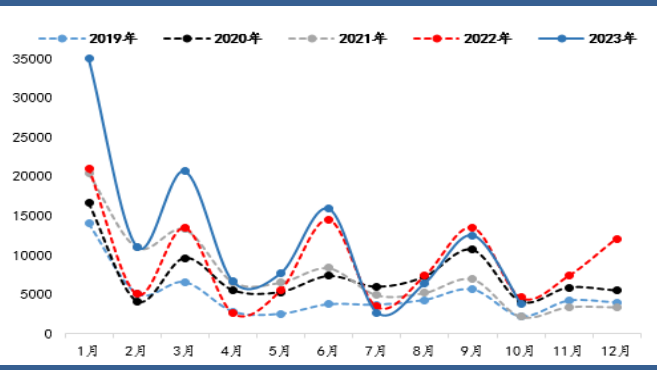
2023 年一季度财政政策继续提前发力，专项债前置发行，带动了企业的中长期融资需求，推动基建项目加速施工。但随后基建投资增速放缓，对经济增长的支撑作用减弱，一季度信贷大幅放量，但信用扩张效果不及预期，信贷投放对投资的拉动作用减弱，企业面临经营压力，国内增值税明显回落，拖累公共财政的税收收入。其次，房地产行业疲弱，房企拿地意愿不足，国有土地使用权出让收入持续回落，下拉政府性基金收入。资金端的压力限制了财政支出力度。另一方面，今年的公共财政支出向民生和社会保障倾斜，对基建的投资边际走弱。

图 24： 基建投资同比



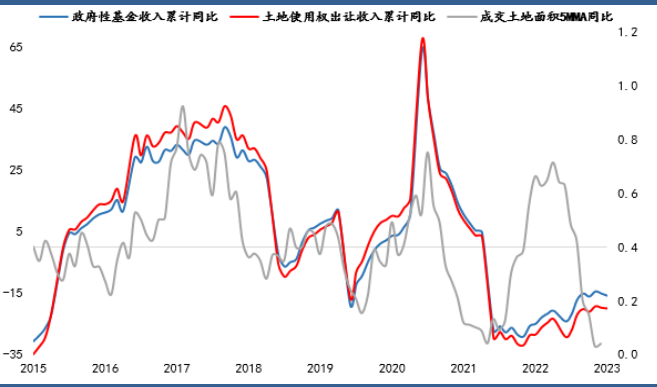
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 26： 企业部门中长期新增贷款



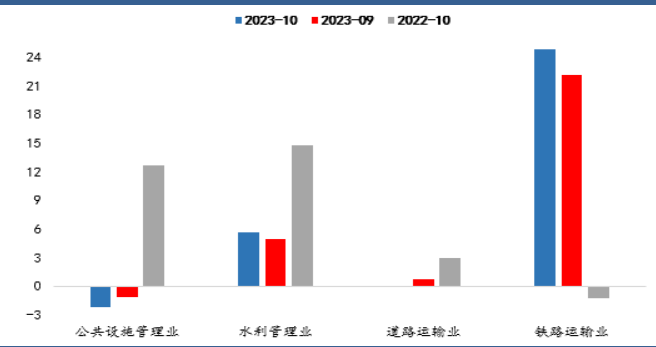
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 28： 企业部门新增贷款



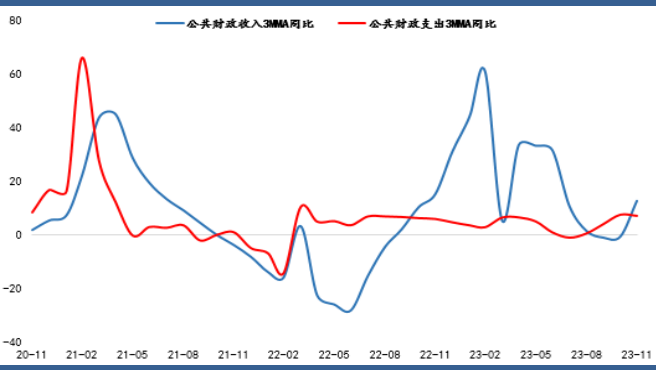
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 25： 基建投资分项同比



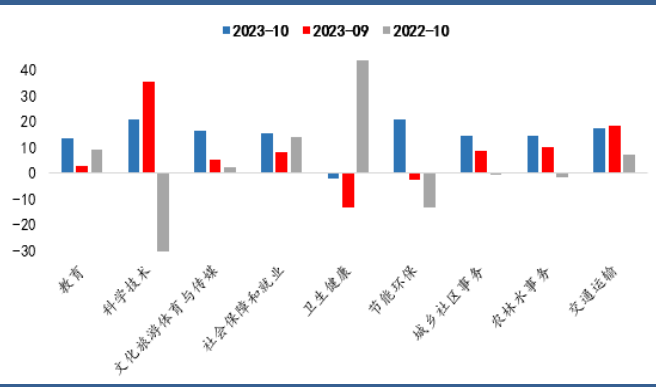
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 27： 公共财政收入支出



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 29： 公共财政收入支出



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

基建新开工项目计划投资明显回落，项目相关商品产量、价格、发运率下行。8、9月政府专项债加速发行，公共财政预算内资金对基建的支持力度也有增强，推动基建投资增速在高基数下呈现恢复态势。后续随着新增专项债发行放慢，基建投资同比增速再次放缓。年底地方化债速度加快，增发国债逐渐落地有助于拉动扩大投资，尤其水利投资是1万亿国债增发的重点支持方向，随着特别国债的增发，预计将对基建投资形成支撑，但冬季气温较冷或对基建施工带来一定的扰动。

图 30: 基建投资&挖掘机销量

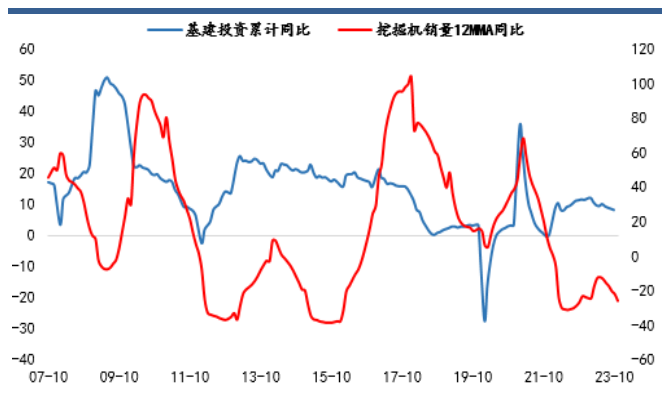
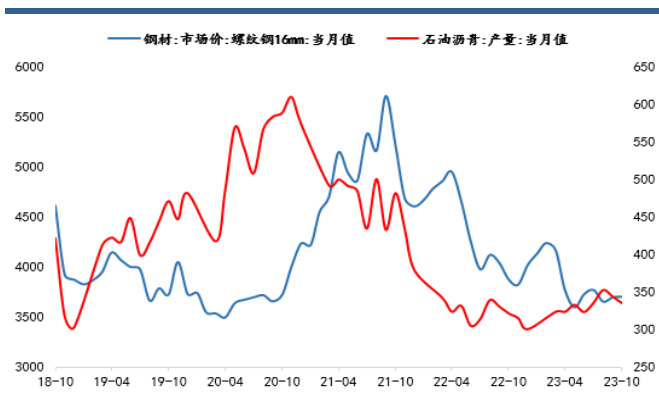


图 31: 螺纹钢市场价&石油沥青产量



为保障民生，托底经济修复，2023年基建投资保持一定力度，政府债券融资成为本年社融的主要支撑项，尤其特殊再融资债的大规模发行是地方政府债发行融资的主要推动力。另外，四季度中央财政增发1万亿全部转移支付给地方，这也使得地方政府可以腾挪出更多的资源用于化债，当前化债压力要低于此前市场担忧，预计明年财政政策将继续提前发力，并且大概率较2023年更加积极，资产荒的格局或将延续。

图 32: 基建投资&政府债融资

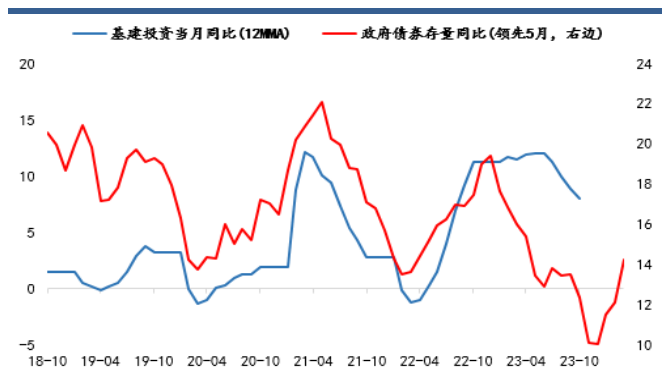
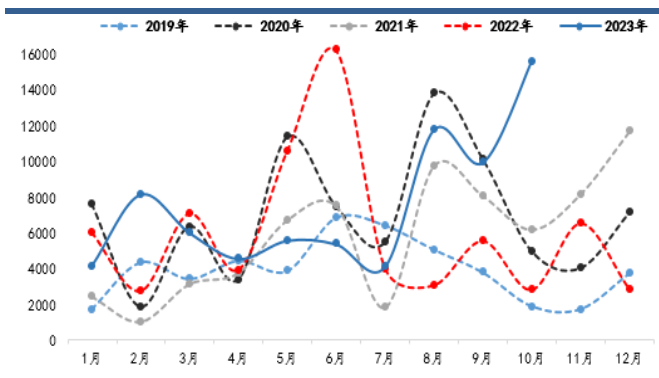


图 33: 新增政府债融资

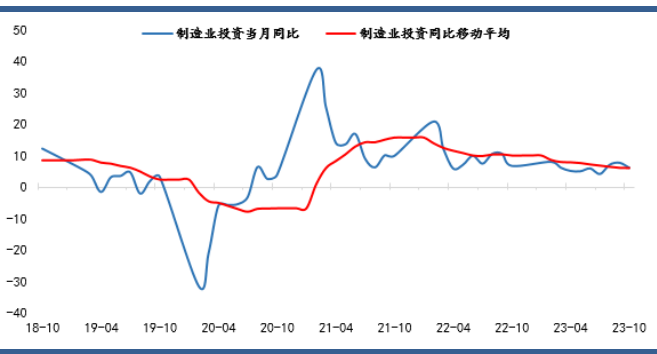


2.4 企业利润空间限制制造业投资扩产

2023年制造业投资同比整体呈现出小幅下滑的态势，但仍然维持着一定的韧性，其中装备制造业保持着较高的景气度。由于需求的不足，以及价格端的走弱，制造业企业利润承压，进而限制了企业投资扩产的意愿。三季度工业企业利润触底回升，带动制造业投资均出现边际改善。1-8月产成品

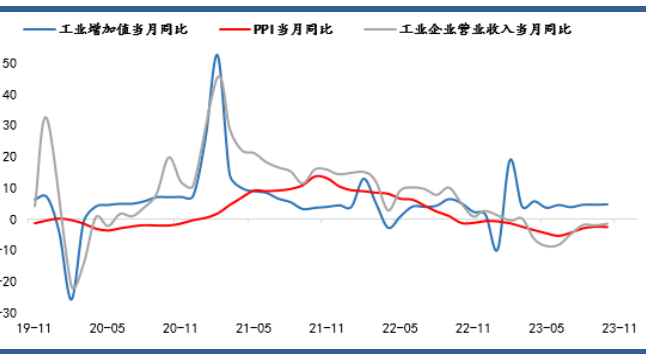
库存累计同比小幅上涨，是年内首次出现回升，其中有去年同期基数较低的影响，但随后制造业企业库存再次边际下滑，在需求趋缓、价格走弱的背景下，企业采购和库存管理更加谨慎。2023 年二季度以来出口的再度放缓或预示着外部环境的恶化，四季度高端制造业和传统制造业的投资需求的放缓也反映出出口压力加大。考虑地产、消费、出口等下游需求不足，2024 年制造业投资回升力度有限。随着企业对未来销售乐观预期的减弱，企业部门短期贷款在今年下半年超季节性回落，实体经济融资需求仍然不足，最新社融数据显示信贷投放主要受到票据融资冲量的支撑，宽信用进程受阻。

图 34： 制造业投资同比



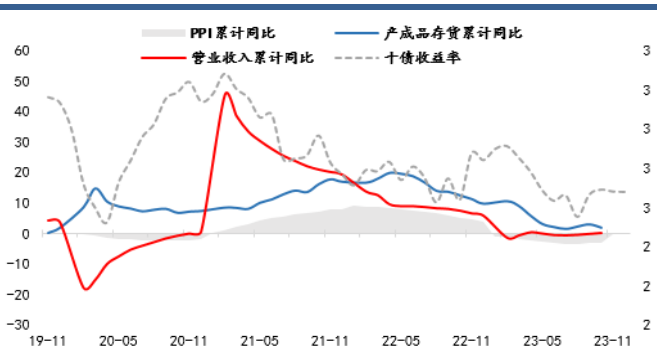
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 35： 工业企业生产、价格、营业收入



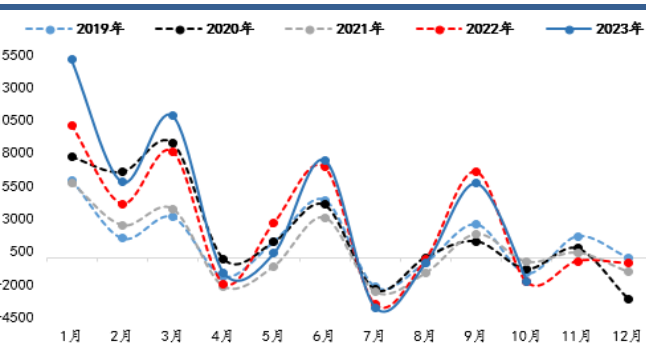
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 36： 名义收入&产成品库存



数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图 37： 企业部门短期贷款

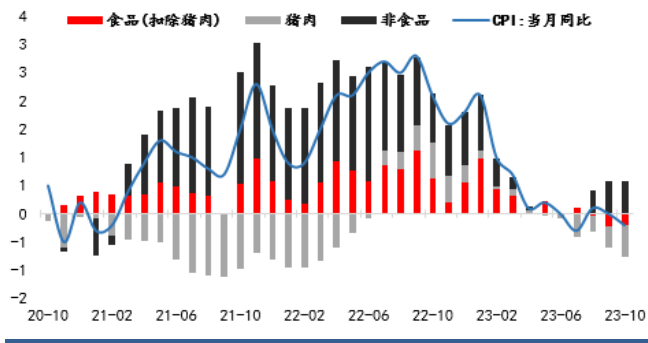


数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

2.4 通胀与汇率对货币政策的影响

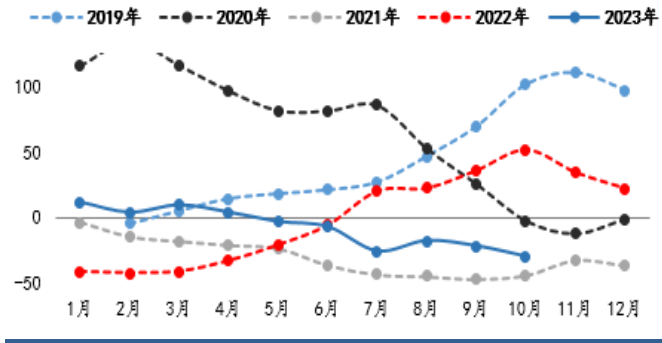
首先，从通胀来看，四季度我国 CPI 同比回落至 0 以下，这意味着物价整体水平的下降。但剔除食品和能源价格的核心 CPI 维持稳定，反映出消费者对商品和服务的需求正在逐步恢复。回顾整年，食品项对 CPI 同比由支撑转为拖累，其中猪肉价格持续回落，主要是由于存栏量充裕，以及去年猪周期基数较高。下半年生猪存栏已经见顶回落，猪肉供应过剩的局面正在改善，预计明年猪肉价格将逐步止跌企稳，并对 CPI 的拖累作用减弱。

图 38: CPI 结构同比



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

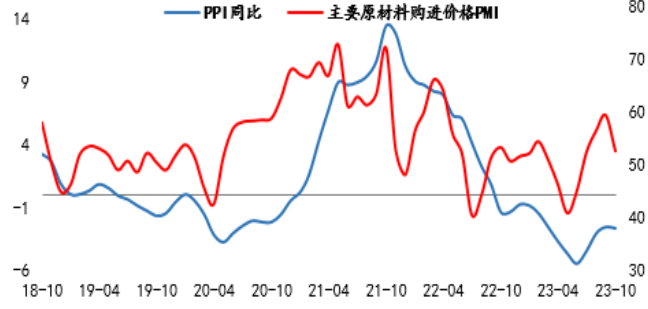
图 39: 猪肉价格同比



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

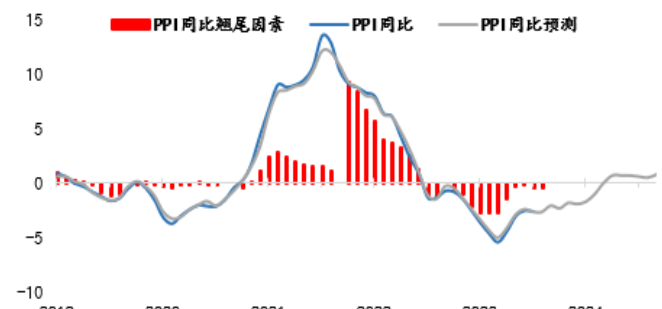
下半年，我国 PPI 同比数据经历了触底反弹的过程，主要是得益于低基数效应、以及能源价格上涨和汇率变动等因素。值得注意的是，自 2023 年 7 月以来，原油价格与美元指数的走势打破了市场的传统认知，两者呈现出双双走强的态势。主要原因是美国经济数据的强劲表现，超过了其他国家，在美国国债供需关系的推动下，美债收益率不断攀升。与此同时，在原油供给担忧的背景下，油价快速上涨并与美元指数形成强相关性。9 月沙特阿拉伯和俄罗斯分别宣布将主动减产原油措施延续至今年年底，再加上俄罗斯随后禁止柴油和汽油出口，进一步凸显了全球能源供给的压力。11 月底，部分 OPEC+ 国家宣布 2024 年一季度额外减产 220 万桶/天，此外，美国页岩油企业保持谨慎增产，为油价在高位运行提供了支撑。随着美联储加息接近尾声，市场对明年 6 月后美联储开启降息的预期可能进一步带动油价上行，从而缓步推升 PPI 同比。然而，美联储转向降息也意味着经济动能减弱，这可能抑制需求回升。

图 40: PPI 与购进价格指数



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

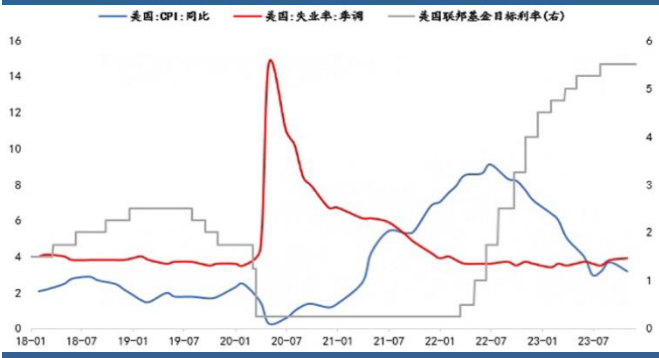
图 41: PPI 同比预测



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

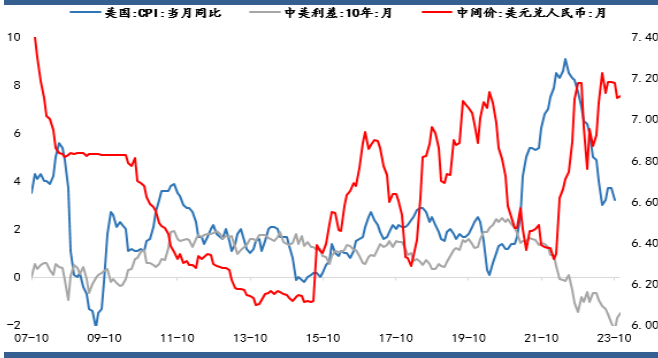
另一方面，美国 10 月 CPI 超预期回落，进一步印证了美国通胀稳定回落的态势，美联储 12 月进一步加息必要性减弱，市场共识本轮加息或已结束，人民币贬值压力有所缓解，中美利差倒挂也有所收窄。

图 42: 美国通胀&联邦利率



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

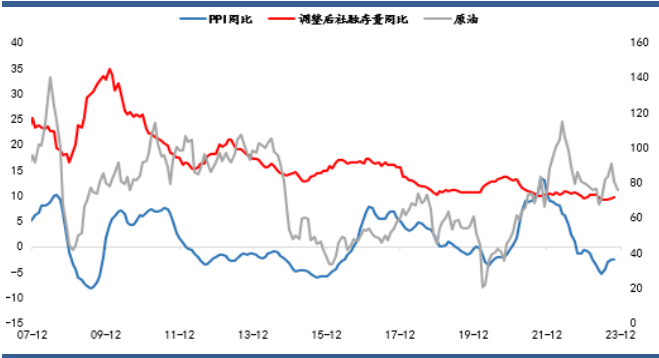
图 43: 美国通胀和汇率&中美利差



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

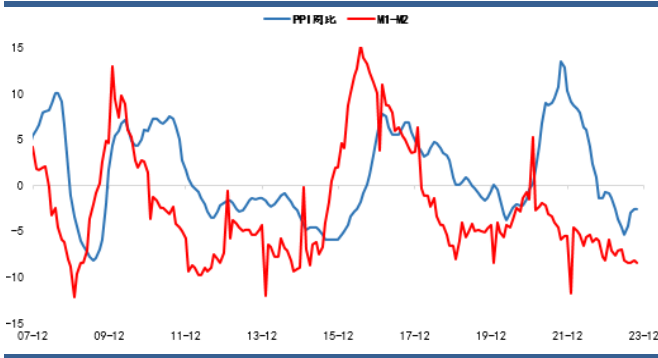
整体来看, 预计明年国内通胀水平将保持温和上行, 叠加人民币汇率贬值风险减弱, 货币政策没有明显掣肘。在基本面有明显改善之前, 货币政策维持或将宽松基调不变, 继续支撑债市。此外, 宽货币政策的加码可以推动信贷继续放量, 支撑国内社融, 如果明年 PPI 同比有所回升, 或将进一步带动企业和居民存款的活化。

图 44: 中国通胀&社融



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

图 45: PPI 同比&资金活化度



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

预计明年国内通胀水平将保持温和上行, 叠加人民币汇率贬值风险减弱, 货币政策没有明显掣肘。在基本面有明显改善之前, 货币政策维持或将宽松基调不变, 继续支撑债市。此外, 宽货币政策的加码可以推动信贷继续放量, 支撑国内社融, 如果明年 PPI 同比有所回升, 或将进一步带动企业和居民存款的活化。

2.5 宽信用的落地进程仍有待明确

当前基本面偏弱修复, 明年地产政策的加码和实施能否有效刺激商品房销售以及提振内需还有待观察。货币政策仍有进一步宽松空间, 资金利率中枢或继续下移。化债压力可控, 财政政策积极发力, 或推动信贷和投资端有所改善。总的来说, 宽信用的落地进程仍然有待明确, 预计明年一季度债市的转熊节点还未到。

三、国债期货策略

3.1 行情判断

展望 2024 年，债市或延续牛市行情。宽财政政策前置发力，基建或仍是稳增长政策的重要抓手。国债增发 1 万亿，分两年使用，这一规模和使用方式整体较为克制，旨在传递出财政政策发力托底、而非强刺激的信号。化债工作将继续作为财政领域的重点，这将一定程度上制约财政政策的发力强度，基建投资可能呈现前高后低的态势。在企业补库的拉动下，制造业投资增速有望回升，然而，受下游需求不足的限制，回升力度可能有限。

货币政策将延续宽松基调，但政策重心在于配合财政政策稳增长，提高存量贷款的使用效率，以及优化贷款的投放方向。在宽财政托底作用下，随着经济的持续修复，10 年期国债收益率进一步向下突破 2.5% 的压力逐渐增大。尽管目前名义利率已处于较低水平，实际利率却仍处高位。实际利率的高可能会对抑制企业投资和生产活动的意愿。中央金融工作会议继续释放出较为明确的引导融资成本下行的信号。与此同时，实际利率偏高可能也会对名义利率的明显上行有所制约。整体上看，10 年期国债收益率上下均面临较大约束，利率中枢或维持低位，债市整体或呈现偏震荡格局，波动区间在 2.5%-2.8% 附近。资金宽松程度依旧是债市的主要影响因素，还需警惕贷款投放和政府债发行节奏对于资金面的冲击。。

3.2 策略建议

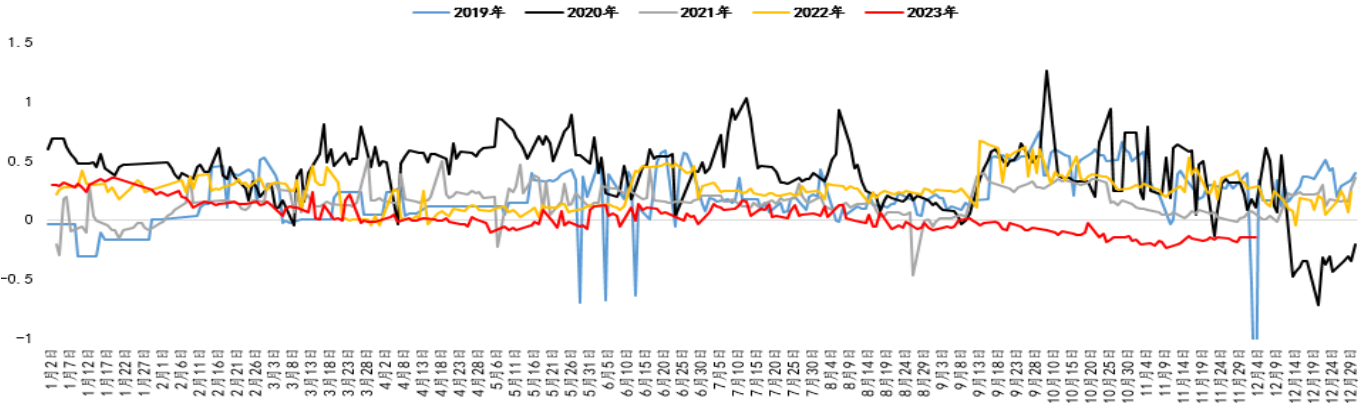
3.2.1 长端利率债更具性价比

长端利率债的性价比可能优于短端利率债。这是因为短端利率债与资金面的关系较为紧密，其走势主要受央行货币政策的影响。相比之下，长端利率债与基本面的关联更为明显。当下我国经济基本面正朝着高质量发展的方向稳步转型，这一趋势较为清晰。然而，资金面的情况可能仍存在一定的不确定性。如果利率债市场在未来转为牛市，10 年期和 30 年期利率债的性价比将更为突出。

3.2.2 关注套保以及基差走阔机会

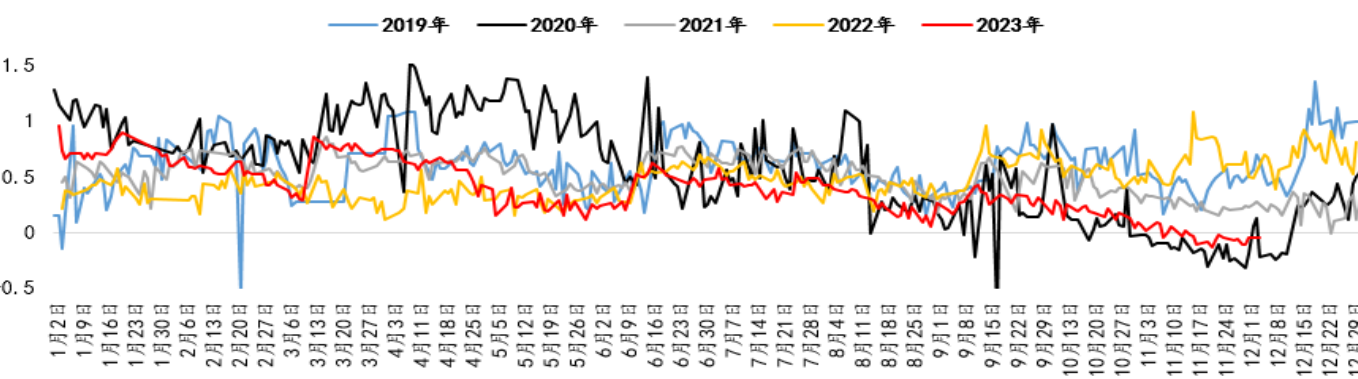
从基差走势来看，今年各期限国债期货合约基差水平整体趋窄，且当前仍然处于明显较低水平。从季节性图表来看，与近 5 年同期数据相比，2023 年 TS、TF、和 T 主力合约基差整体偏低。此外，各期限主力合约价差的历史分位线也显示出了期债基差处于较低分位。另一方面，今年债市多头情绪持续偏强，也是基差收窄的主要原因。在基差明显偏低的环境下，可以适当关注空头套保机会，以及后续基差的走阔机会。

图 46: TS 当季合约基差季节性



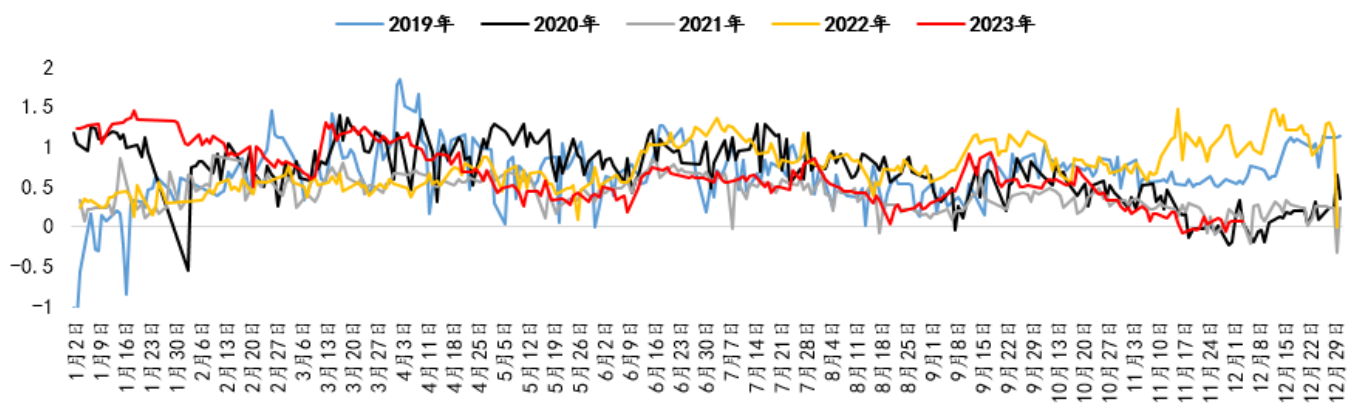
数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

图 47: TF 当季合约基差季节性



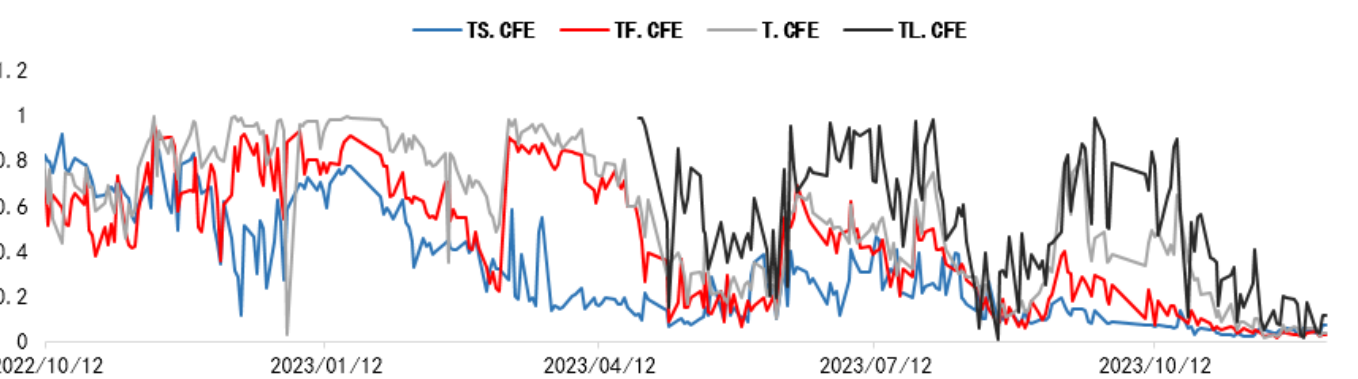
数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

图 48: T 当季合约基差季节性



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

图 49: T 当季合约基差季节性



数据来源: iFind、海通期货投资咨询部

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。