



# 债市情绪降温，但趋势未 反转

南华研究院  
高翔  
Z0016413

2024 年 3 月 14 日

自3月7日以来债市遭遇明显回调，此前行情最火爆的30年期合约自108.09的高点下跌超2.5元，10年期主力合约也从104.44下跌至103.75附近，回踩20日均线。现券方面表现更为明显，30年活跃券在最近的4个交易日累计上行约13bp。回吐了此前接近半个月的下行幅度。行情变盘的同时，市场上对于“回调还是反转”的讨论也越来越多。对于当下的债市，我们认为有必要警惕回调风险，但趋势反转还言之尚早。

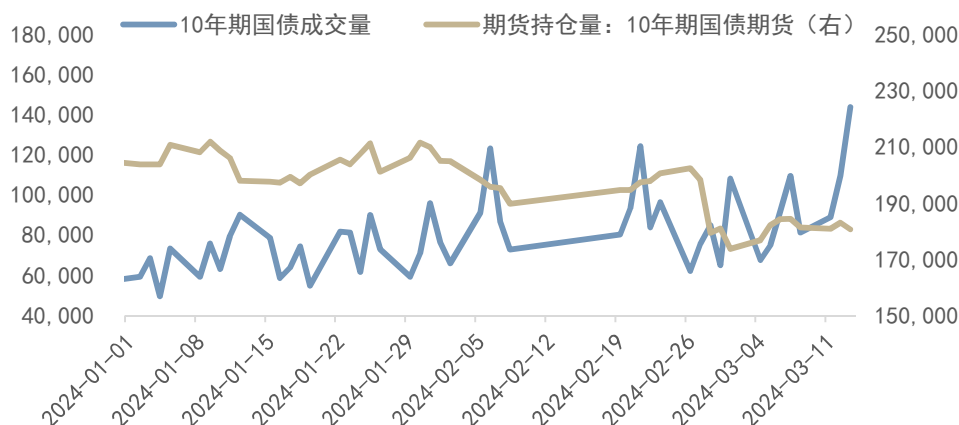
## 1.1 调整的源头：行情过热与预期修复

### 1.1.1 行情过热修复

对于近期市场的调整，主要原因如下：一是本轮上涨的“风向标”，30年期品种由于前期过热以及一些消息面的扰动明显降温，二是风险偏好边际改善。事实上，从大约3月上旬左右开始，即便当时债市仍旧处在上行趋势中，上行的核心品种就隐隐有从30年期转向10年期合约的趋势。从振幅来看，近几个交易日30年期振幅明显收窄，向10年期合约的水平回归，这同样是交易热度降温的一种表现。

从微观结构来看，近期国债期货连续放量下跌的背后是持仓水平的收缩，指向多空双方更趋谨慎，博弈力量更加均衡。另外，连续调整之后目前债多数品种回归到了远期贴水的结构中，尽管贴水幅度目前并不算深，同样也能反映多头情绪的降温。根据国债期货的定价公式  $F = \frac{P - Bas}{CF}$ ，经过化简可以将跨期价差(近远月合约价差， $F_0 - F_1$ )大致分为两部分:CTD券的票息与远期资金价格之差以及近远月合约净基差的差值。举例来说，当宽松预期已经被充分定价，远期资金利率预期回升，则会导致跨期价差走弱。

图 1：持仓成交变化（手）



资料来源：iFind、南华研究

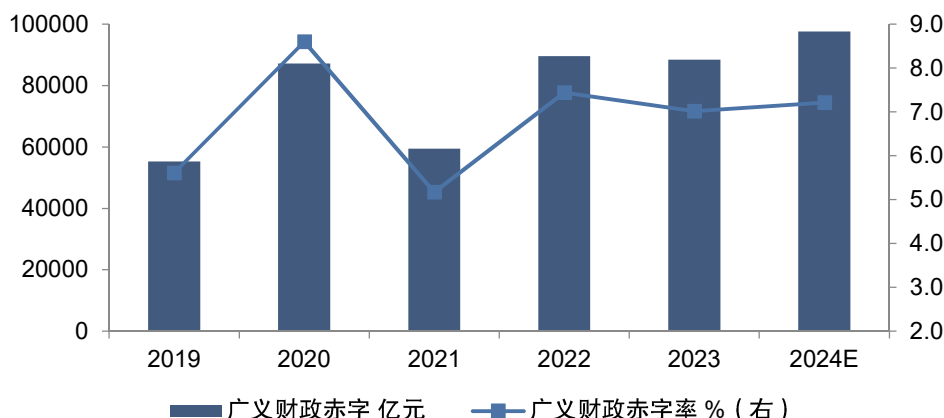
### 1.1.2 风险偏好边际改善

我们从两方面阐述风险偏好的改善：从宏观层面来说，“两会”顺利召开定调全年发展基调，政策方面偏积极的表态一定程度上提振市场信心。而近期公布的1-

2月进出口、2月通胀等数据要好于市场预期，尽管其中可能存在由于错位以及季节性等因素导致的扰动，但资本市场确实对于其中的一些积极信号做出反馈。

具体来看，3月5日，政府工作报告发布，今年的主要经济目标基本符合预期。实际GDP增速延续了去年的目标，但在高基数的情况下，实际上今年的要求更高，5%的增速是一个积极进取的目标。物价方面，去年下半年CPI陷入通缩，今年需要扭转负增长的状况。财政政策方面，赤字率、赤字规模与专项债均未超预期，1万亿特别国债也在预期之内，连续几年发行超长期特别国债略超预期。加总赤字、新增地方专项债和特别国债作为广义赤字，合计8.96万亿元。尽管目标增速大致合意，但从一些细节来看，我们认为24年政策基调其实更偏积极。例如从财政层面来看，此前有市场参与者认为今年赤字率或达到3.5%乃至更高，在这样的预期下3%的实际目标就显得较为保守。但在考虑财政力度时如果一味看重狭义赤字率难免有一叶障目之嫌，如果算上1万亿长期特别国债，赤字率将来到3.75%左右，这是一个较为有趣的数值，因为它与去年增发后的赤字率基本相等。但需要提示的是，去年十月底宣布增发的万亿国债大部分结余到了今年，并且报告指出结余的大部分资金将于年内使用。从实际可以用于发力稳增长的财政资金量来看，财政力度较为可观。如果再加上PSL等具备一定财政属性的资金来看，更加广义的财政口径下，政策隐含态度颇为积极。

图 2：广义财政赤字



资料来源：iFind、南华研究

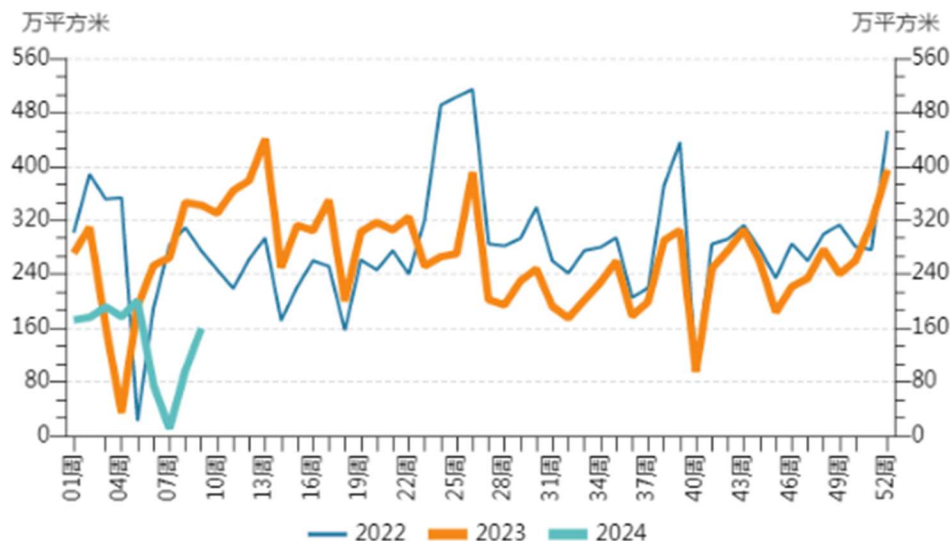
而从资本市场的表现来看，“两会”结束后A股整体震荡偏强，包括有色在内的具有顺周期属性的板块轮动上涨，红利指数连续下行等等，这都是风险偏好改善的信号。

## 1.2 趋势未到反转时

从前文提到的市场变化来看，近期确实有必要警惕回调风险，但讨论趋势反转似乎也还没到时候，因为目前看来，决定利率趋势的关键数据仍未发生变化。我们以金融信贷中的M1增速和房地产销售数据为例，其中前者代表企业资金的活化程度，是我们此前提到的今年需要重点关注的数据之一，而后者对于房地产行业景气度的领先指向意义无需多言。具体来看，一月最新公布的M1增速大幅上行，但大概

率与春节错位相关，会看过去同样出现春节错位现象的年份，M1均呈现出“季节性”的异常高增，这意味着数据仍待修复。另一方面，从30大中城市高频数据来看，1-2月商品房成交面积累计同比下跌51.9%。分城市能级来看，一线城市的下跌幅度仅略小于二、三线城市。一线城市放松限购政策后，市场期待的楼市小阳春行情可能难现，今年对于房地产市场的预期可能需要下调。

图 3：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind、南华研究

而从政策基调来看，目前政策利率仍在下行通道中。央行行长潘功胜在十四届全国人大二次会议经济主体记者会上曾表示“目前，整个中国银行业的存款准备金率平均是7%，后续仍然有降准空间。我们将综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调节力度”。目前货币政策仍未转向，这也是债市长期趋势的最大支撑。

最后，具体操作层面，短期我们建议通过调整组合久期，执行哑铃型策略来规避回撤风险。而从配置的视角来看，随着10年期利率逐渐上行接近2.35%或者2.35%以上，无需过度恐慌，配置意愿可以再积极一点。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

