

国债期货专题报告：**牛市调整期的归因分析****摘要：**

期债在牛市中的调整通常是由多重利空因素共同触成，基本可以归结于资金面、经济面和情绪面三类因素，每轮调整期各类因素对期债的影响力有明显差异，据此可区分为直接原因、核心原因和重要原因三种类型。

当前阶段，若期债确认进入趋势调整阶段，则大概率由经济而非流动性相关因素所致，故建议首要关注即将公布的2月社融和1-2月经济数据，次要关注3月政策利率调整情况，在此之前，均以谨慎观望的态度对待期债市场。

虽然无法肯定期债就此进入单边调整的过程，但可以确定的是，目前已进入期债空头套保的较佳建仓时机，做多基差或参与空套策略只输时间不输空间。

投资策略：

单边方向，谨慎观望，等待2月社融和经济数据提供的明确指引；

套保方面，较低的做多性价比及套保成本意味着参与空头套保是极具价值的策略。

风险提示：

经济复苏力度远低于预期；资产荒格局持续。

国债期货专题报告

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2024年3月11日

目录

| | |
|------------------|----|
| 一、回顾债牛调整期..... | 3 |
| 二、调整期的归因分析 | 5 |
| 三、期债走势展望 | 10 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 2015 年 5 月-6 月调整期..... | 3 |
| 图表 2: 2018 年 7 月-9 月调整期..... | 3 |
| 图表 3: 2019 年 9 月-10 月调整期..... | 4 |
| 图表 4: 2021 年 9 月-10 月调整期..... | 4 |
| 图表 5: 2022 年 1 月-3 月调整期..... | 4 |
| 图表 6: 2022 年 5 月-7 月调整期..... | 4 |
| 图表 7: 2022 年 9 月-11 月调整期..... | 4 |
| 图表 8: 2023 年 9 月-10 月调整期..... | 4 |
| 图表 9: 2023 年 30 大中城市成交面积增速(日度)..... | 5 |
| 图表 10: 2022 年 30 大中城市成交面积增速(日度)..... | 5 |
| 图表 11: 政府债净融资与利率的走势对比..... | 6 |
| 图表 12: 2021 年 8-11 月期间 T 收盘价和工业品指数的走势对比..... | 7 |
| 图表 13: 2022、2023 年资金利率和 TF 收盘价对比..... | 8 |
| 图表 14: 归因分析..... | 9 |
| 图表 15: 期债对经济数据的响应..... | 10 |
| 图表 16: 期债对政策的响应..... | 10 |
| 图表 17: 债对股性价比处于历史新低水平..... | 11 |
| 图表 18: T 合约净基差近三年同期对比..... | 11 |

一、回顾债牛调整期

今年自年初开始，债市收益率全面快速下行，尤其是长端和超长端国债收益率降幅明显，10年期国债活跃券利率曾一度跌破2020年4月8日的前低，2月期间更是曾大幅下探至2.4%。而进入3月初，临近两会时点，市场多头情绪明显受到扰动：在3月1日公布的2月官方制造业PMI延续弱势的背景下，TL主力合约仍大幅下跌1.16%；3月5日受两会释放万亿特别国债常态化信号的影响，当日TL主力合约显著下跌0.32%，但其余品种仍收涨；3月7-8日，最新公布的1月进出口增速再度大超预期，债市承压明显。

3月以来TL滞涨明显，这是否意味着期债将开启调整之路？为解答这一问题，本篇报告复盘2015年T合约上市以来，债牛调整阶段期债市场的表现，为准确把握当前期债的驱动因素及预测期债未来走势提供经验基础。

定义牛市中调整时长超过一个月（按实际天数计算）的情形为“债牛中的阶段调整”，如图表1-8所示，我们筛选出八段符合条件的样本。每一段样本区间中，选择该阶段下当天跌幅超过0.2%的情形，并尽可能匹配出导致当日期债大跌的主要因素或事件（事件列的空白处表示当日的下跌难以归咎于某个事件或因素，不排除是情绪较弱时的惯性下跌）。

图表 1：2015 年 5 月-6 月调整期

| 时间 | 事件 | T日涨跌幅 |
|-----------|---------------|--------|
| 2015/5/4 | 弱化刺激预期，货币宽松降温 | -0.43% |
| 2015/5/6 | | -0.38% |
| 2015/5/12 | 地方债供给担忧 | -0.39% |
| 2015/5/18 | - | -0.47% |
| 2015/5/26 | 定向正回购传闻引发恐慌 | -0.88% |
| 2015/5/28 | | -0.80% |
| 2015/6/1 | | -0.77% |
| 2015/6/10 | - | -0.53% |

图表 2：2018 年 7 月-9 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|-----------|----------------------|--------|
| 2018/7/20 | 资管新规规定公募可买非标 | -0.75% |
| 2018/7/24 | 理财新规整改放松 | -0.37% |
| 2018/8/8 | - | -0.38% |
| 2018/8/9 | - | -0.27% |
| 2018/8/13 | 资金收紧 | -0.21% |
| 2018/8/15 | 财政部要求加快地方债发行，MLF不及预期 | -0.24% |
| 2018/8/16 | | -0.39% |
| 2018/8/17 | 银保监会发布76号文推动信贷，资金收紧 | -0.23% |
| 2018/9/10 | CPI上升 | -0.21% |
| 2018/9/11 | 情绪低迷 | -0.31% |
| 2018/9/20 | 地方债密集发行，一级招标不理想 | -0.33% |

数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 3：2019 年 9 月-10 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|------------|-------------------|--------|
| 2019/9/12 | 川普推迟加税 | -0.34% |
| 2019/9/18 | 1年期LPR利率下调，市场情绪偏空 | -0.33% |
| 2019/9/26 | 节前出券，偏空情绪升温 | -0.26% |
| 2019/9/27 | 节前出券，偏空情绪升温 | -0.21% |
| 2019/10/18 | GDP低于预期也抑制不了做空情绪 | -0.25% |
| 2019/10/21 | 债基审批传闻，LPR未调整 | -0.29% |
| 2019/10/28 | 猪价大超预期 | -0.32% |
| 2019/10/30 | TMLF未落地，宽松预期落空 | -0.32% |

图表 4：2021 年 9 月-10 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|------------|--------------|--------|
| 2021/9/7 | 出口超预期 | -0.25% |
| 2021/9/13 | 社融超预期 | -0.33% |
| 2021/10/8 | 大宗商品大涨推升通胀预期 | -0.39% |
| 2021/10/11 | 大宗商品大涨推升通胀预期 | -0.45% |
| 2021/10/18 | 央行发布会发言偏鹰 | -0.52% |

数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 5：2022 年 1 月-3 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|-----------|-----------|--------|
| 2022/1/26 | 情绪低迷 | -0.22% |
| 2022/2/11 | 社融超预期 | -0.44% |
| 2022/2/21 | 广州房贷利率下调 | -0.46% |
| 2022/3/1 | 制造业PMI超预期 | -0.25% |
| 2022/3/3 | 低迷情绪延续 | -0.32% |

图表 6：2022 年 5 月-7 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|-----------|-------------------|--------|
| 2022/5/31 | PMI超预期，专项债预期、疫情缓和 | -0.22% |
| 2022/6/27 | 提高赤字率和发行特别国债的担忧 | -0.44% |
| 2022/7/4 | 30亿逆回购被解读为利空 | -0.46% |

数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 7：2022 年 9 月-11 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|------------|------------------|--------|
| 2022/9/9 | 通胀低于预期的利好被忽略 | -0.22% |
| 2022/9/26 | 资金收紧 | -0.32% |
| 2022/9/29 | 四季度国债发行计划，多地地产松绑 | -0.24% |
| 2022/11/11 | 疫情防控20条发布 | -0.40% |
| 2022/11/14 | 16条房地产支持措施，资金收紧 | -0.66% |
| 2022/11/16 | 资金收紧 | -0.27% |
| 2022/11/25 | 六大行对房企大额授信 | -0.44% |
| 2022/11/28 | 稳地产第三只箭 | -0.28% |
| 2022/11/29 | 防疫进一步放松 | -0.37% |

图表 8：2023 年 9 月-10 月调整期

| 时间 | 事件 | 涨跌幅 |
|------------|--------|--------|
| 2023/9/1 | 房贷政策出台 | -0.30% |
| 2023/9/6 | 资金收紧 | -0.24% |
| 2023/9/15 | 降MLF落空 | -0.24% |
| 2023/9/22 | 资金收紧 | -0.24% |
| 2023/10/11 | 债券供给担忧 | -0.21% |
| 2023/10/19 | 资金收紧 | -0.30% |

数据来源：Wind，中信建投期货整理

根据表中内容不难得出结论：牛市中期债的阶段调整期大约持续 1-2 个月，主要发生在年中（三季度居多）；通常是由多重利空因素共同触成调整过程，基本可以归结于资金面、经济面和情绪面三个因素。

二、调整期的归因分析

根据以上划分的样本，我们最终总结出三类导致期债调整的因素：经济面、资金面和情绪面。其中，经济面包含经济（政策）现状和预期成分，资金面包含供给收紧和需求挤兑的现状和预期成分，情绪面包含货币收紧预期和经济刺激预期成分。三类因素并非割裂，如经济面和资金面中的预期成分是情绪面的内容，经济面中的现状成分亦影响到资金面的预期成分。

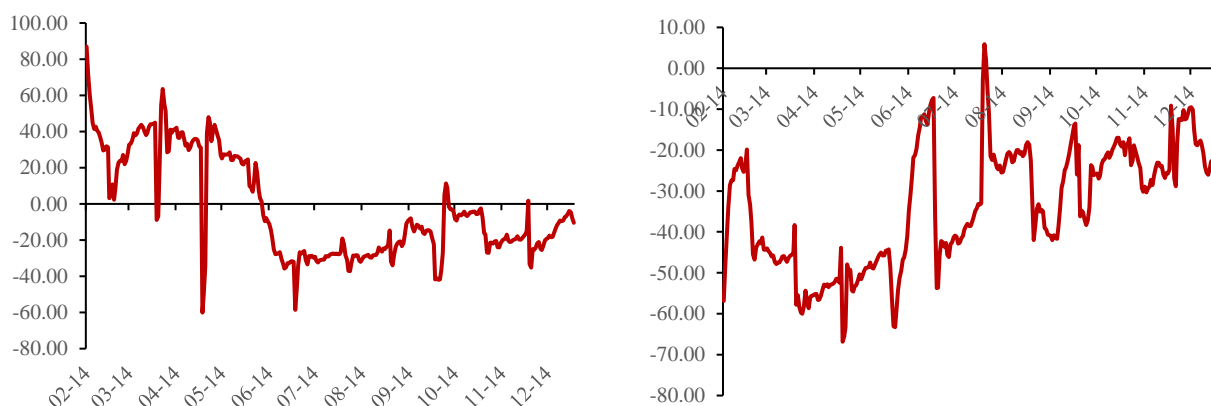
1. 经济面

经济面主要涉及信贷（地产为主）放松政策、加快政府债发行和悲观预期修复三个层面。

（1）地产放松政策

国内经济周期无疑是与地产周期挂钩的，且地产销售增速与 M1、社融等信贷数据的同比走势趋于一致，地产放松政策是提升信贷扩张预期的核心驱动力。根据历史经验，地产放松政策是债牛过程中较易导致市场调整的因素。这一因素中，政策比数据更能冲击债市，以 2023 年和 2022 年的债市调整阶段为例，如图表 9-10 所示，30 大中城市商品房销售面积增速对利率拐点没有显著的揭示意义，但期间内出台超预期的地产政策时，期债均会显著承压。

图表 9：2023 年 30 大中城市成交面积增速(日度) 图表 10：2022 年 30 大中城市成交面积增速(日度)



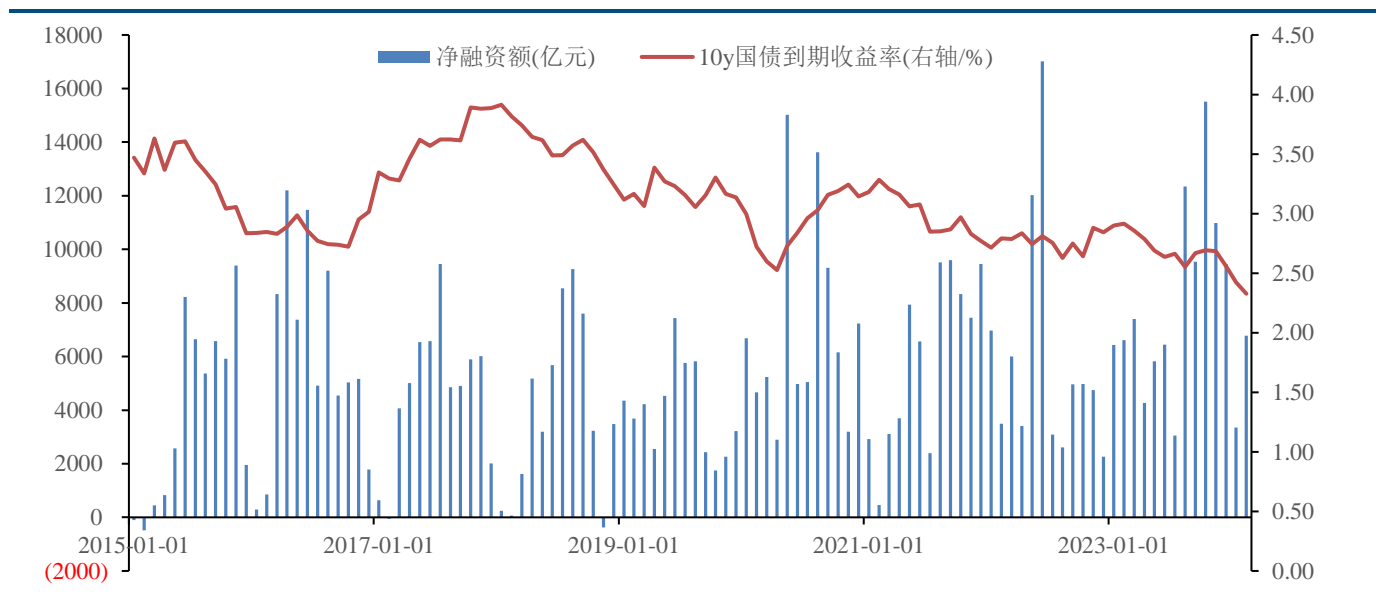
数据来源：Wind，中信建投期货整理

（2）加快政府债发行

政府债放量发行从两方面影响债市：一是当政府报告释放政府债发行提速的预期时，有助于提升经济

复苏预期，带动长端利率上行；二是政府债放量阶段，资金面往往偏紧，带动短端利率上行。根据历史经验，我们发现：一方面，政府债发行加快的预期对于债市的影响温和且偏弱，但大部分债市的调整阶段几乎又对应着政府债供给处于全年高峰的时段；另一方面，政府债发行提速与债市调整的时点并非严格对应，往往是政府债发行提速一段时间后，伴随着资金面开始收紧，债市的调整压力方逐步增加。

图表 11：政府债净融资与利率的走势对比



数据来源：Wind，中信建投期货整理

（3）悲观预期修复

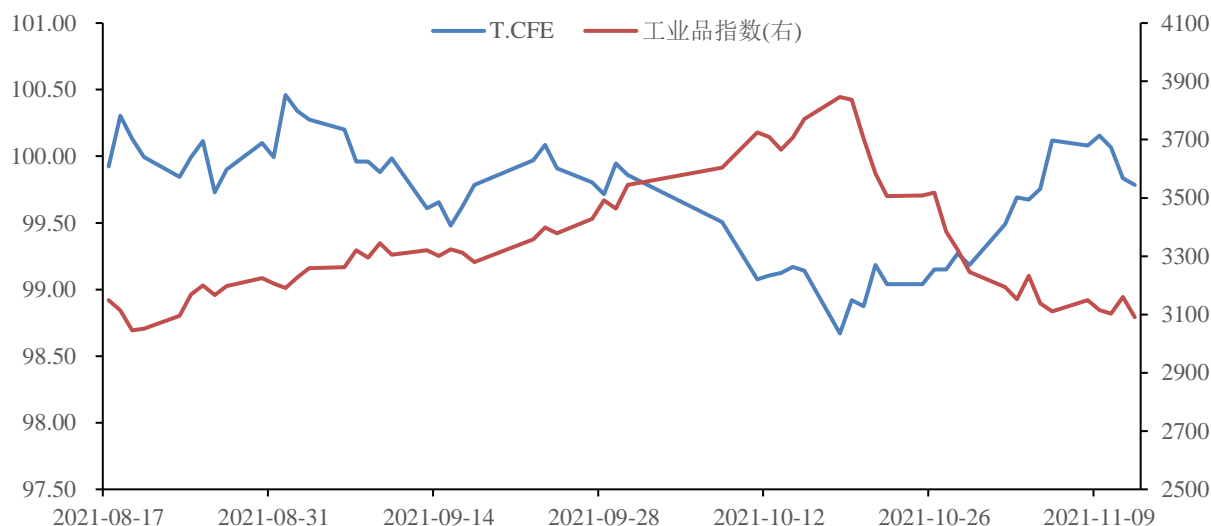
根据历史经验，悲观预期修复这一因素主要来源于两方面因子的推动：经济数据超预期和大宗商品价格持续上涨。最典型的例子是 2021 年 9 月 7 日-10 月 18 日，彼时公布的最新出口和社融数据接连超预期，期间内大宗商品持续上升推升通胀预期，长端利率面临较强的上行压力。

在债市高潮阶段，往往是疲弱经济数据持续兑现的过程，但同时，投资者对于经济的预期本就不高，意味着此时的经济数据稍有改善就能超出市场预期。因此，当我们发现做多债市的性价比很低时，月度经济数据的超预期很可能成为债市阶段调整的诱因之一。另外，经济数据较弱可以引发两层预期：一方面会提升货币宽松预期；另一方面经济强刺激预期会升温，若为后者，低于预期的经济数据反而打压债市。

2021 年 9 月的调整经验告诉我们，大宗商品价格上涨至一定高度时，会对上涨的债市形成抑制，主要通过通胀预期升温带动货币收紧预期提升来实现。虽然彼时大宗商品上涨先于债市的调整，但大宗商品回

落与国债期货调整结束的时点几乎一致。

图表 12：2021 年 8-11 月期间 T 收盘价和工业品指数的走势对比



数据来源：Wind，中信建投期货整理

2. 资金面

导致资金面收紧的来源可追溯至两个层面：资金供给收紧和资金需求挤兑，前者主要表现为预期中的宽松货币落空或央行主动收紧货币，后者主要表现为金融机构加快信贷投放或购买政府债时消耗超储。根据历史经验，资金面收紧导致的债市调整阶段，虽然资金利率拐点难以领先国债收益率拐点，但可以作为证伪情绪面干扰因素的重要指标。

以 2023 年三季度为例，TF 单边下跌的时点（8 月底）实际上是早于资金面收紧的时点（9 月初），资金面边际宽松的时点（11 月初）也仍滞后于 TF 单边反弹（10 月底）的时点。然而，11 月下旬货币收紧的预期引发期债连续调整一周，此后现实的宽松状态证伪该预期，从而拉动期债重回上升轨道中。

图表 13：2022、2023 年资金利率和 TF 收盘价对比



数据来源：Wind，中信建投期货整理

3. 情绪面

情绪面对债市的影响较为微妙，通常表现的特征为：数据和政策上未有显著利空，但市场因恐高和止盈心理而抛售债券，预期主动转向悲观，对大利好钝化，对小利空敏感。即便如此，情绪面对债市的影响最终仍可以归结为货币收紧预期和经济刺激预期两个因子，同时，情绪主导的债市调整过程中往往伴随着较多冲击债市的负面传闻，且投资者普遍不大在乎传闻的真实性。情绪式下跌导致的下跌速度和幅度均比较大，持续性可长可短，取决于情绪面的具体因素是否被证伪。根据历史经验，每个债市调整阶段或多或少都遭遇过情绪式利空的打压。

4. 归因分析

前文已结合历史调整阶段，对影响债市的三个因素进行了充分的探究，最后将第一个部分的八个调整期样本与三个影响因素进行匹配，归总于表中。我们还根据影响性质进行分类：直接原因即导火索，是导致期债开始调整的原因；核心原因贯穿整个调整阶段，是彼时市场关注的焦点；重要原因可能在某日导致期债大跌，但影响的持续性较弱。

图表 14：归因分析

| 因素 | 2023-09 | 2022-09 | 2022-05 | 2022-01 | 2021-09 | 2019-09 | 2018-07 | 2015-05 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------------|--------------|
| 经济面： | | | | | | | | |
| 信贷(地产)放松政策 | 直接原因 | 核心原因 | | 重要原因 | | | 重要原因 | |
| 加快政府债发行 | 重要原因 | 重要原因 | 重要原因 | | 重要原因 | | 重要原因 | |
| 悲观预期修复 | | | 直接原因 | 核心原因 | 核心原因 | | | |
| 资金面： | | | | | | | | |
| 供给收紧(宽松落空、主动收紧) | | | | | 直接原因 | 直接原因 核心原因 | | 核心原因 |
| 需求挤兑(信贷、政府债) | 核心原因 | 重要原因 | | | | | 直接原因 核心原因 | 重要原因 |
| 情绪面： | | | | | | | | |
| 货币收紧预期 | | | 重要原因 | | | 重要原因 | | 直接原因 核心原因 |
| 经济刺激预期 | | 直接原因 | 核心原因 | | | | | |

数据来源：中信建投期货整理

从表中内容不难得出结论：

一是若流动性相关因素（资金面和情绪面的货币收紧预期）是直接原因，那么一旦后期被证实，则有较大概率转变为核心原因；

二是直接原因通常来源于两个方面：重要会议、政策或事件释放超预期信号；对来自数据或政策的利好钝化，利空敏感。总体而言，如果考虑经济面和资金面包含的情绪面成分，情绪面因素最容易成为债市调整的直接原因。

三、期债走势展望

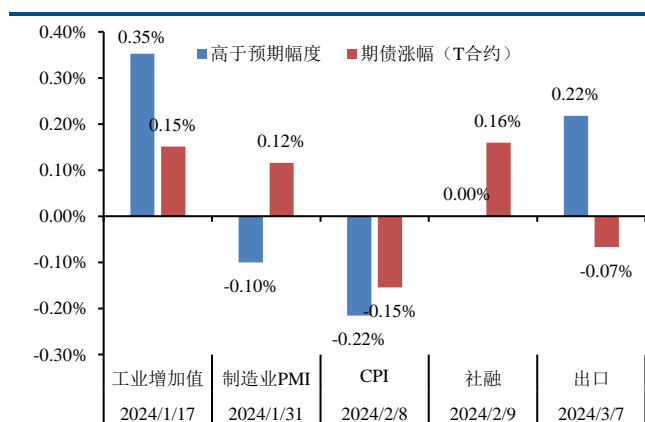
回顾 3 月以来期债的走势及背后的驱动因素，结合前文总结的历史经验规律，有助于回答“期债是否开启了调整”这一核心问题。

近期的两会释放了万亿特别国债供给的政策信号，由于一季度政府债发行量较低，二、三季度的债券供给量将显著攀升，考虑 5 月到期量较低，供给带来的流动性收缩效应可能在 5 月后开始显现，从债券供给这个层面来看，期债调整时点应当在 5 月后。

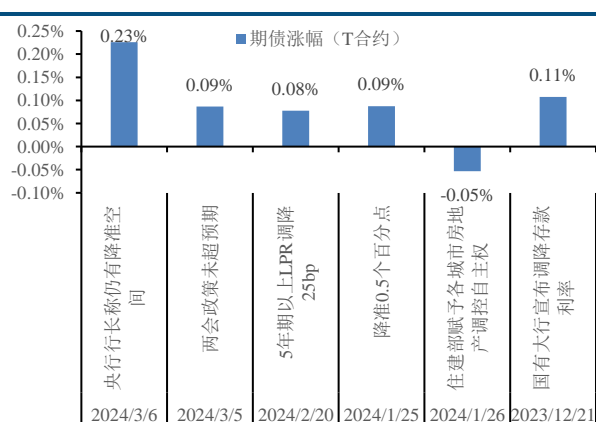
但正如前文所述，债券供给预期对于债市的影响是偏温和且短暂的，两会释放万亿特别国债的政策信号当天，TL 之外的其余品种并未下跌。事实上，长期合约今年的最大幅度下跌是出现在 3 月 1 日，当天公布的 2 月官方制造业 PMI 仍弱反而强化经济刺激政策的预期，属于情绪面因素引发的调整，但随后两会证伪该预期，期债又快速修复再创新高。此后公布的 1-2 月出口以及 2 月 CPI 显著超预期，前者使得期债各品种小幅调整，后者加剧 TL 合约的调整幅度。总体而言，当前期债的走势仍处于震荡格局中。

通过以上复盘，并结合近期期债日内对经济数据和政策的响应情况来看，我们倾向于认为，期债对利好的敏感度和利空的钝感度均在下降，临近债牛中的调整阶段，但由于缺乏更进一步利空的催化，TL 之外的品种还处于“涨不动，跌不下”的纠结过程。我们认为，如果期债在近期进入调整阶段，则大概率由经济而非流动性相关因素所致，故建议首要关注即将公布的 2 月社融和 1-2 月经济数据，其次关注 3 月政策利率调整情况，在此之前，仍以谨慎观望的态度对待期债市场。

图表 15：期债对经济数据的响应



图表 16：期债对政策的响应



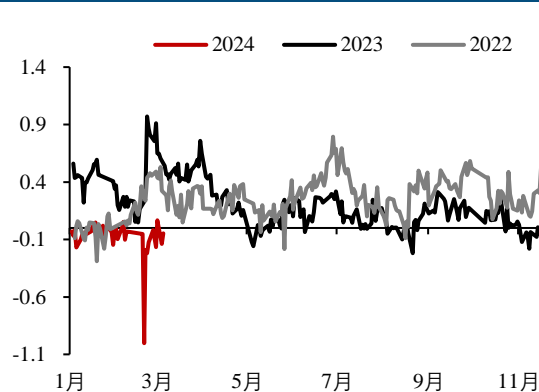
数据来源：Wind，中信建投期货整理

虽然无法肯定期债就此进入趋势调整的过程，但可以确定的是，目前已进入期债空头套保的较佳建仓时机，主要原因在于两方面：一是今年 2 月股债齐涨的格局下，债对股的性价比继续创 2013 年以来新低，那么，若经济复苏形势好于预期，则期债易面临纠偏式下跌；二是刚刚成为主力合约的 T2406，其净基差处于负值区间，这意味着做多基差或参与空套策略只输时间不输空间，所需的催化剂则可能来自于上段提及的关注点。

图表 17：债对股性价比处于历史新低水平



图表 18：T 合约净基差近三年同期对比



数据来源：Wind，中信建投期货整理

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com