

研究员：沈忱 CFA

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

“资产荒”暂未缓和，债牛或将延续

——国债期货 2024 年半年报

报告摘要

国债期货：国内经济基本面修复结构分化，内生需求不足，通胀读数偏低，市场降息预期始终存在，债市中长期趋势仍难言反转。而地产低迷导致私人部门信贷投放缺乏有力抓手的同时，也使得地方政府隐性信用扩张有所受限。实体部门风险偏好自上而下出现回落的情况下，我们认为债市“资产荒”现状实际上也是宏观基本面的一种映射。

展望下半年，我们认为地产需求端能否出现持续修复，销售回暖能否从二手房向新房传导，核心城市楼市企稳能否向周边延伸是影响市场走势的关键之一。如果地产需求恢复具有持续性，债市转熊概率随之上升。而若后续政策层面放宽对汇率波动范围的限制，输入性因素带动投资者通胀预期修正也有可能使得债市走势发生反转。但考虑到在此情形下，国内货币政策大概率率先转松，因此收益率曲线或将先牛陡再熊平。另外，短期内，我们建议投资者对央行提醒仍需保持谨慎，喊话效果边际递减后，央行可能会采取更为直接的方式引导市场预期，维护其政策权威性。

操作方面，站在当下，我们对下半年债市走势偏乐观，方向上逢低做多或仍是胜率较高的操作。但节奏上，资金面季节性、债券供给放量及央行潜在的政策干预等因素可能会给市场带来阶段性的扰动。套利方面，我们认为曲线交易同样存在机会，但操作难度稍大，斜率显著变化依赖于事件驱动。“资产荒”缓和前，投资者通过久期策略增厚收益带动曲线存在自然走平趋势。不过，一旦央行干预措施落地，长端面临的调整幅度也将更为显著。

风险因素：地产销售，汇率波动，债券供给，央行政策调整

1. 市场走势回顾

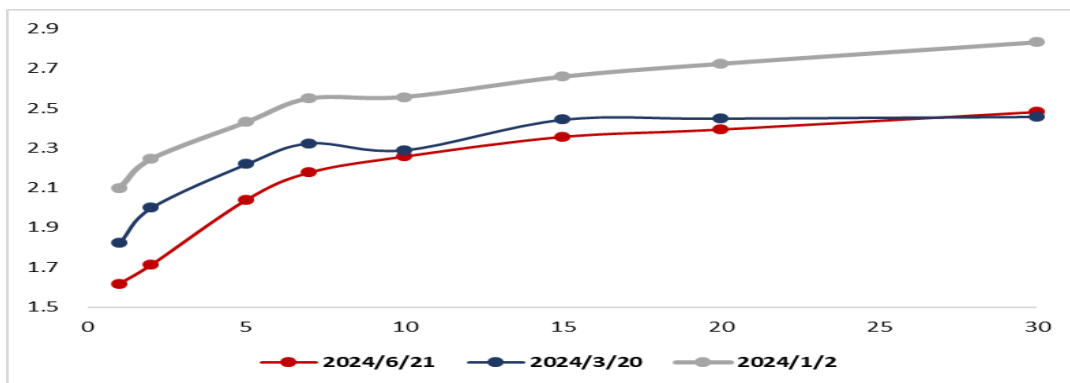
上半年债市整体延续牛势，截至 6 月 21 日，主要期限国债收益率较去年末累计下行 30-50bp 左右，幅度相对较大，收益率曲线呈现先牛平再牛陡态势。

两次相对较大的调整，一是发生在 3 月上旬，外需超预期回暖，与此同时，市场传言监管关注农村金融机构的债券投资行为，叠加随后“两会”明确超长期特别国债常态化发行使得投资者对债券供给因素的担忧有所上升，10Y 国债活跃券收益率反弹近 7bp，而曲线斜率也开始由平坦化向陡峭化切换。

二是发生在 4 月下旬，央行首次通过旗下金融时报明确提示长债收益率风险，债市情绪转弱，10Y 国债活跃券收益率反弹 15bp，30Y 国债活跃券收益率反弹逾 17bp，曲线斜率进一步陡峭化。

上半年期债盘面同样表现强势，随着现券收益率走低以及新、老券(CTD 券)利差收窄，各期限主力合约陆续创出上市以来新高。基差方面，除 TL 合约外，现券收益率绝对值偏低叠加降息预期始终存在，各期限期债合约基差持续低位运行。一季度收益率曲线趋平，市场资金价格相对偏高，压低现券 carry 更一度导致部分合约基差转负。而 TL 合约基差则受政策预期影响，3 月上旬逐步走高，5 月中下旬以后有所修复。

图1：国债收益率曲线变化



数据来源：Wind、银河期货

图2：TL主力合约K线图



图3：T主力合约K线图



数据来源：Wind、银河期货

图4：TF主力合约K线图



图5：TS主力合约K线图



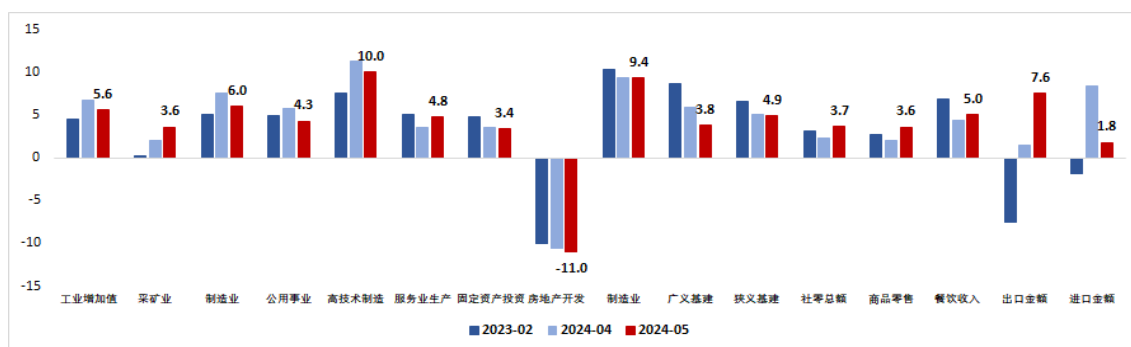
数据来源：Wind、银河期货

2. 基本面修复结构分化，通胀读数低位运行

2.1. 基本面修复结构分化

上半年国内经济基本面延续温和修复态势，总量上看，已公布的一季度实际 GDP 同比+5.3%，季调后环比+1.6%（折年率+6.6%），分别较去年四季度扩大0.1、0.4个百分点，表现优于预期。不过，工业生产偏强、外需回暖的同时，内需指标多数表现平平，且生产性投资尚可，但终端消费不足的结构性问题仍较为突出。

图6：月度宏观数据汇总



数据来源：Wind、银河期货

我们认为，上半年国内规模以上工业增加值累计同比+6.2%，保持较高增速，很大程度上是得益于外需的回暖。海关口径下，按美元计，1-5月我国货物出口金额累计同比+2.7%，重回上行通道。分出口目的地看，三大贸易伙伴中，对东盟、美国和欧盟出口金额累计同比分别+9.7%、+0.2%、-3.9%，分化较大。但对东盟出口的高增或可归因于地缘因素扰动下，欧美等海外传统需求国在货币紧缩环境中基本面仍具韧性的结果。

图7：货物出口金额季节性

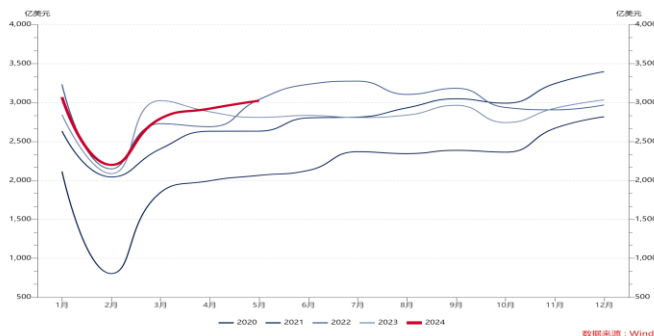
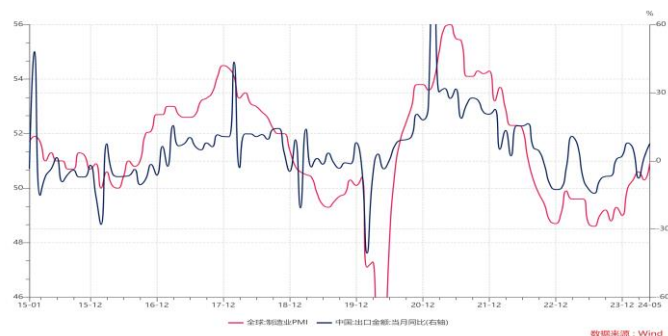


图8：全球制造业PMI与我国出口增速



数据来源：Wind、银河期货

图9：花旗经济意外指数



数据来源：Wind、银河期货

上半年内需最大亮点在于制造业投资始终保持较高增速，截至5月，累积同比+9.6%，体现出当前高质量发展和产业优化升级的政策导向。基建投资对内需也仍有托底，广义、狭义口径下，累计同比分别+6.7%、+5.7%，但边际上，基建投资单月同比增速呈现递减趋势。这可能与今日地方政府土地出让收入降幅明显，专项债项目审核严格、发行偏慢以及发行与支出间存在时滞有关。

图10：国有土地使用权出让收入增速

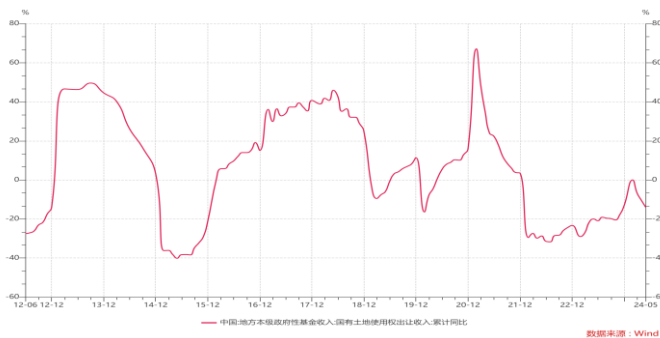
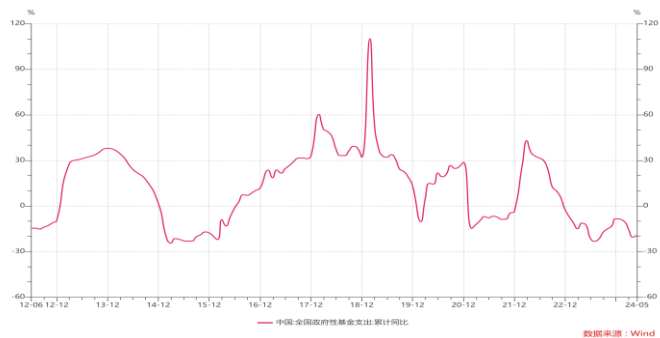


图11：全国政府性基金支出增速



数据来源：Wind、银河期货

房地产对内需的拖累仍在持续。1-5月，房地产开发投资累积同比-10.1%，其中5月单月同比-11.0%，降幅较上月扩大0.5个百分点。地产相关分项数据整体改善也极为有限，销售面积、新开工等累积同比降幅仍超两位数。

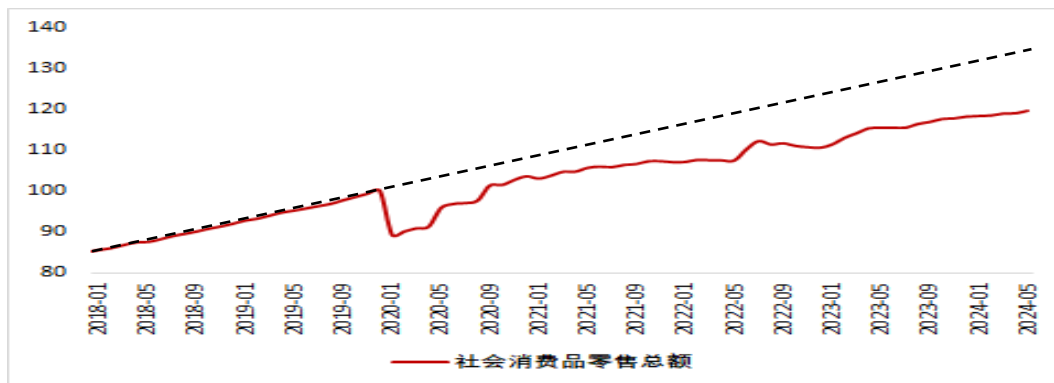
表1: 房地产行业相关分项数据

单月同比(估)	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
房屋新开工面积	-22.7	-14.0	-25.4	-29.7	-10.3	4.9
房屋施工面积(累计)	-11.6	-10.8	-11.1	-11.0	-7.2	-7.2
房屋竣工面积	-18.4	-19.1	-21.7	-20.2	15.3	12.2
商品房销售面积	-20.7	-22.8	-18.3	-20.5	-12.7	-10.3
房地产开发资金来源	-21.8	-21.3	-29.0	-24.1	-15.8	-8.7
国内贷款	16.9	-14.3	-6.3	-10.3	-10.9	7.3
自筹资金	-8.6	5.7	-13.6	-15.2	-3.0	-8.3
定金及预收款	-34.7	-36.3	-41.5	-34.8	-21.5	-16.6
个人按揭贷款	-42.1	-35.8	-46.7	-36.6	-20.6	-13.9

数据来源: Wind、银河期货

消费方面，1-5月国内社会消费品零售总额累积同比+4.1%，其中商品零售、餐饮收入同比分别+3.5%、+8.4%。就5月单月而言，社零同比+3.7%，较4月回升1.4个百分点，季调后环比+0.51%，也创7个月以来新高，指向5月消费端边际修复有所加快。但就绝对值而言，3月起随着基数抬升，社零同比增长仍处于低位。且从定基指数上看，社零总额也远低于疫情前的增长趋势水平。

图12: 社会消费品零售总额定基指数



数据来源: Wind、银河期货

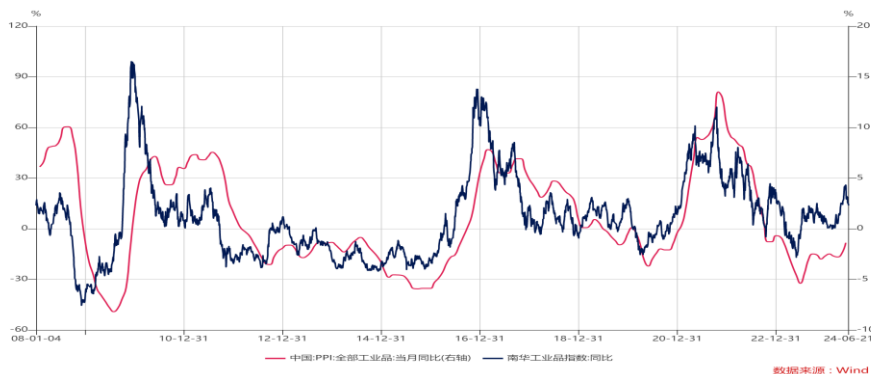
2.2. 通胀读数低位运行

“产强需弱”格局延续，国内通胀读数同样低位运行。5月国内CPI同比+0.3%，核心CPI同比+0.6%，再度不及预期。而CPI、核心CPI环比分别-0.1%、-0.2%，增速也重新转负，且核心CPI明显弱于近几年季节性均值。

5月PPI同比降幅缩窄1.1个百分点至-1.4%，优于市场预期，环比转正升至+0.2%，这

释放相对积极的信号。但结构上看，PPI 环比转正主要得益于上游价格的走强，5 月生产资料环比+0.4%，其中原材料工业环比+0.9%，连续第三个月环比上行。而偏下游的生活资料环比-0.1%，上行动力明显不足，指向工业品出厂价格上涨并非由终端需求推动。

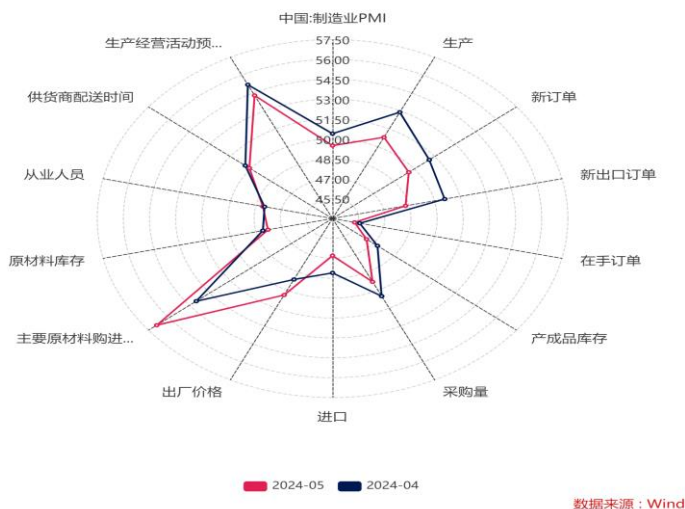
图13: PPI与工业商品指数



数据来源：Wind、银河期货

PPI 结构上的分化与 5 月制造业 PMI 数据释放出的信息一致。5 月官方制造业 PMI 显示价格指数虽有扩张，但“原材料-出厂”价格走扩，指向中下游企业营收利润率可能继续承压。与此同时，原材料和出厂价格的扩张并未带动企业补库意愿回暖，原料和产成品库存指数不升反降，这也和产、需两端双双回落相互呼应。

图14: 制造业PMI指数



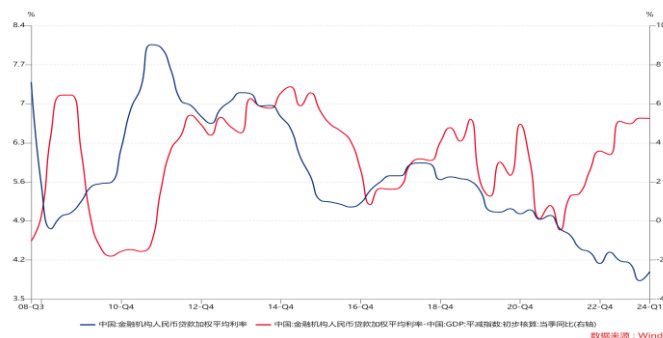
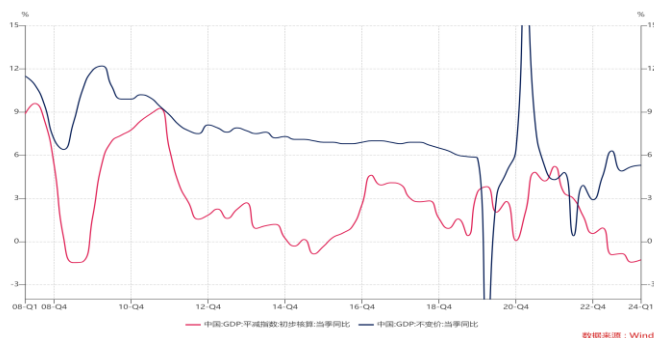
数据来源：Wind、银河期货

通胀低位运行叠加通胀预期偏弱，虽然国内名义利率处于下行通道，但实际利率却不断攀升，绝对值处于历史偏高水平。我们基于 GDP 平减指数和人民币贷款加权平均利率估算，截至一季度末，国内实际利率为 5.06%，较去年末上行 0.69 个百分点。从这个角度上看，在当前内生需求回升动能不强的情况下，后续通过压降名义利率带动实际利率回落，进而刺激

内需的必要性仍高，市场降息预期也始终存在。

图15：实际GDP与GDP平减指数

图16：名义利率与实际利率（估）



数据来源：Wind、银河期货

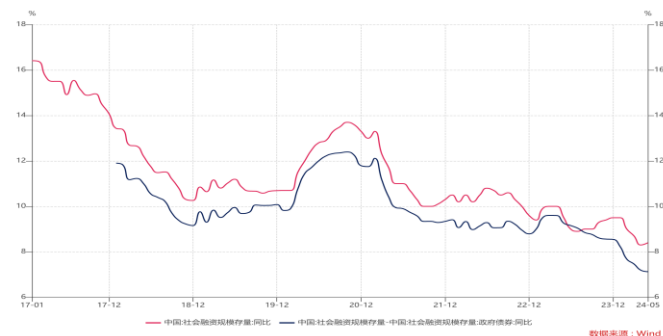
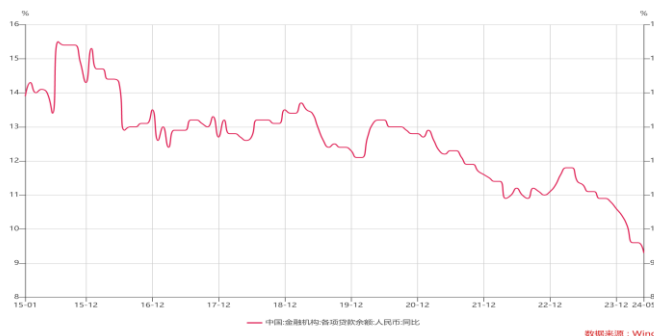
3. 经济发展结构转型，金融总量“挤水分”

截至今年5月，总量层面，金融数据与经济数据之间出现了一定分化。贷款方面，1-5月国内新增人民币贷款11.14万亿元，同比少增约1.5万亿元。截至5月末，各项贷款余额同比+9.3%，较上月回落0.3个百分点，创有记录以来新低。边际上，5月单月，居民部门新增贷款757亿元，同比少增约2915亿元。企事业单位表现稍强，新增贷款7400亿元，同比少增约1158亿元，但这也主要得益于“票据冲量”的贡献。而与投资关联度较高的中长期贷款新增5000亿元，同比少增2698亿元，幅度也相对较大。

社融方面，1-5月国内社会融资规模累计增量为14.8万亿元，同比减少约2.5万亿元，这主要还是受贷款等间接融资表现偏弱的拖累。相较而言，虽然实际发行节奏偏滞后，但总量上看，直接融资表现相对平稳。其中，5月政府债券融资12266亿元，有所放量，带动社融存量同比回升0.1个百分点，至8.4%。

图17：各项贷款余额同比

图18：社会融资存量同比



数据来源：Wind、银河期货

表2: 月度金融数据

	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12
新增人民币贷款	9500	7300	30900	14500	49200	11700
居民户: 中长期	514	-1666	4516	-1038	6272	1462
企(事)业单位: 中长期	5000	4100	16000	12900	33100	8612
企(事)业单位: 票据融资	3572	8381	-2500	-2767	-9733	1497
社会融资规模	20648	-658	48335	14959	64734	19326
非标融资	-1115	3768	-3287	6009	-1561	13
政府债券	12266	-937	4626	6011	2947	9324
企业债券融资	285	1707	4237	1423	4320	-2741
非金融企业境内股票融资	111	186	227	114	422	508
社会融资规模存量: 同比	8.4	8.3	8.7	9	9.5	9.5
M2: 同比	7	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7

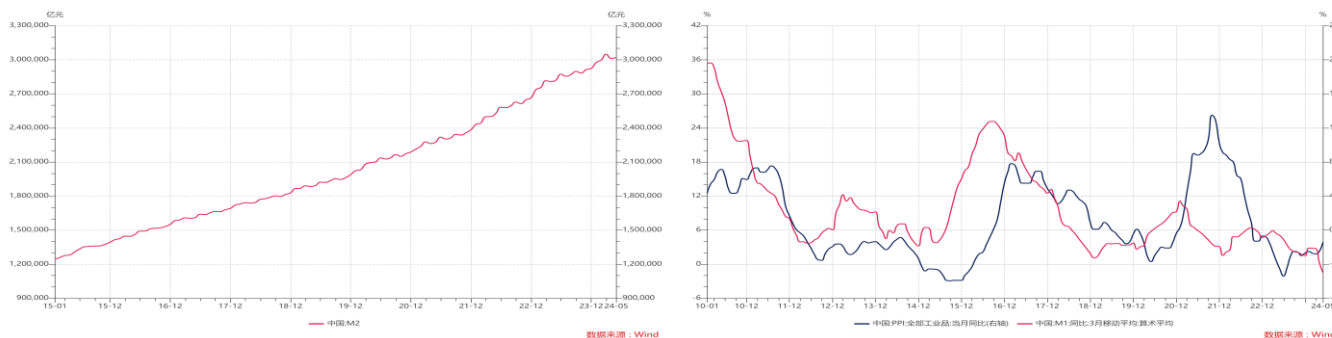
数据来源: Wind、银河期货

经济结构转型, 房地产行业持续低迷, 私人部门信贷投放缺乏有力抓手, 这是金融数据与经济数据有所分化的原因之一。与此同时, 数据分化也和4月起“手工补息”政策调整, 政策层面打击“低贷高存”与“资金空转”现象有着密切的关联, 且这一点在货币供给端更为明显。

贷款增速放缓影响存款派生, 进而影响商业银行货币创造。截至5月, 国内M2同比+7.0%, 较上月回落0.2个百分点。M1同比-4.2%, 更是较上月回落2.8个百分点。我国M1统计口径上主要包括流通中的现金(即M0)以及企业活期存款, 因此M1同比大幅负增可能更多还是受金融“挤水分”带来的阶段性扰动导致的。

图19: 广义货币供给 (M2)

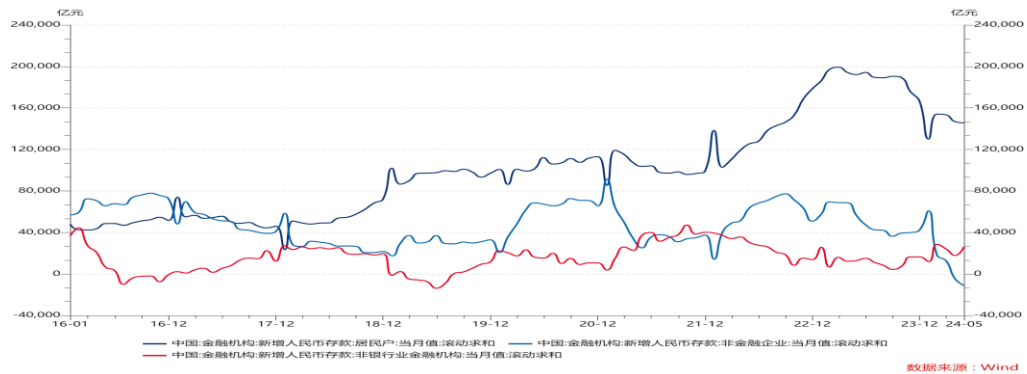
图20: M1与PPI增速



数据来源: Wind、银河期货

结构上看, 5月非金融企业部门存款继续超季节性减少8000亿元, 但同比多降约6607亿元较4月的17317亿元已明显收窄, 指向虽然“手工补息”政策调整带来的影响仍在持续, 但程度已有所减弱。相较而言, 居民部门“存款搬家”更趋收敛, 5月居民新增存款4200亿元, 同比仅少增约1164亿元。

图21：不同部门存款变化



数据来源：Wind、银河期货

在4-5月金融数据公布前后，从4月中旬的国新办新闻发布会到近期的陆家嘴论坛，央行透过多个渠道表示金融机构应摒弃“规模情结”，淡化市场对偏弱的金融总量数据的关注度。其原因我们认为主要是在国内基本面温和复苏的背景下，出于防控风险的需要。这其中既包括实体层面，过量供给可能导致部分低效率行业、企业无法正常出清，使得潜在信用风险持续累积；也涵盖金融层面，在当前“资产荒”背景下，“利率过低”、“内卷式竞争”和“资金空转”加剧给金融体系带来的潜在风险。

4. 稳内需政策边际加码，政策效果有待验证

进入二季度，随着内需数据的转弱，5月起，国内稳内需措施有所加码。财政政策方面，5月中旬，超长期特别国债发行细节公布，发行周期从5月一直持续到11月，其中20年、30年和50年期限的发行次数分别为7次、12次和3次。与此同时，地方债发行也明显提速，5月政府债券净融资额逾1.3万亿元，6月发行节奏有所放缓，但预计7月将再度迎来发行小高峰。

广义财政加快落地有助于拉动后续基建投资增速的回升，进而对内需继续起到一定托底作用。但近期发改委官员透露，去年四季度增发的万亿国债项目在2月上旬全部下达，截至5月末，开工率超过80%。从这个角度上看，由于政府债券发行到项目拨款再到实际开工之间存在一定时滞。因此，5月政府债券发行提速对实体的拉动效用最早可能也要在三季度中下旬才能有所显现。

相较于基本面，供给放量对债市的阶段性影响更为直接。不过，由于特别国债发行节奏较为平滑叠加当前市场欠配压力较大，增量供给暂未给市场带来太大影响。

图22：政府债券净融资进度

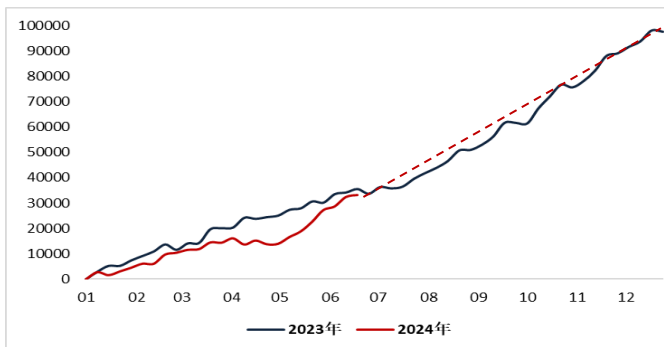
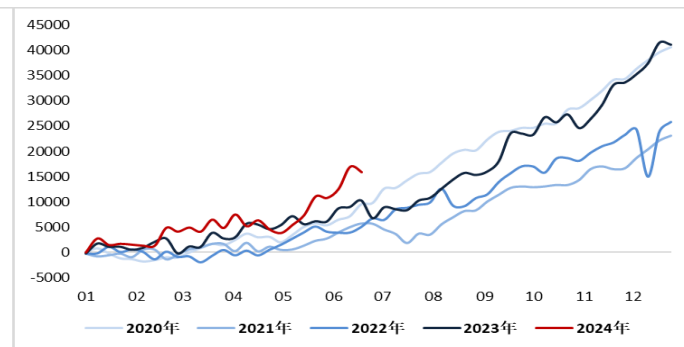


图23：国债净融资进度



数据来源：Wind、银河期货

地产政策方面，在4月末政治局会议定调“去库”后，进入5月，各项具体措施也加快落地。既包括需求端政策的继续优化，即降低首付比例下限、取消首套和二套房贷利率下限、降低公积金贷款利率等；也涵盖供给端设立3000亿元保障性住房再贷款支持各地收购房企已建成未出售的商品房，以及部分城市土地供给大幅缩量等。

需求端与供给端政策的共同发力有助于带动房价的逐步企稳，进而稳定居民部门财富水平，避免其资产负债表收缩的负反馈循环，并促进终端消费意愿的回暖。而对金融体系而言，价格企稳，在下调首付比例抬升购房杠杆后显得更为关键。

高频数据显示，近期一线和部分二线城市二手房销售出现超季节性上行，政策效果有所显现，但持续性以及能否带动新房销售转暖仍有待数据的进一步验证。

图24：30大中城市商品房成交面积（7MA）

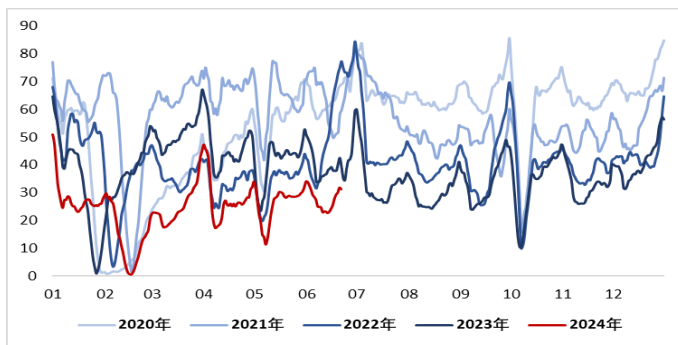
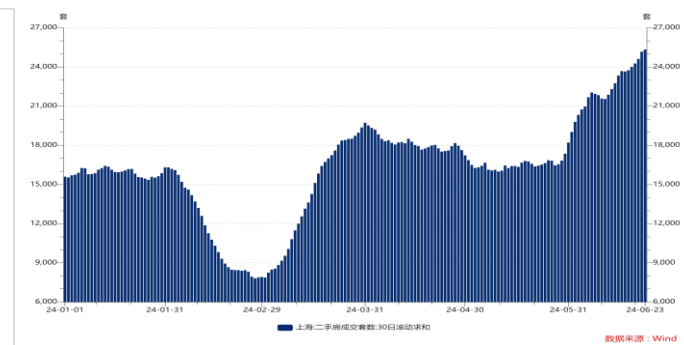
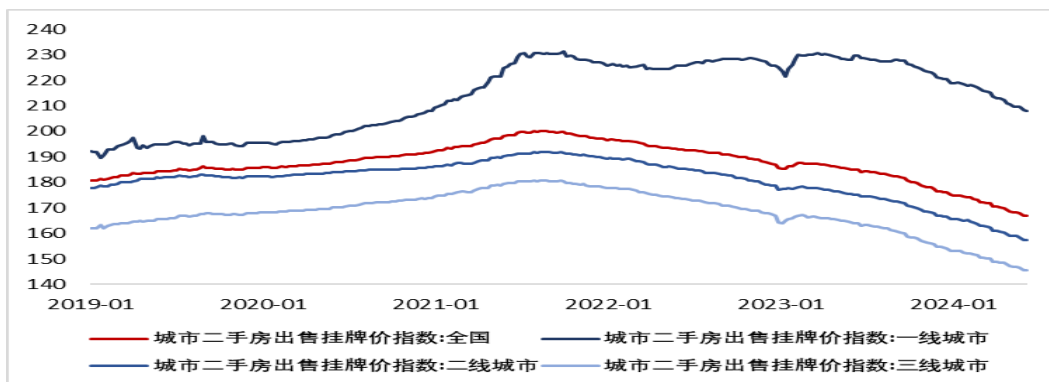


图25：上海二手房成交套数（30日滚动求和）



数据来源：Wind、银河期货

图26：二手房出售挂牌价指数



数据来源：Wind、银河期货

5. 货币政策较为克制，“资产荒”仍在延续

货币政策方面，我们认为上半年发力点主要还是在于配合财政政策落地与地产政策优化，保持市场流动性合理充裕，以及通过禁止“手工补息”等措施，引导商业银行等金融机构负债端成本逐步回落等方向上。而对于市场较为期待的降准、降息等总量货币政策，央行虽明确政策空间尚存，但实际使用上，态度偏谨慎。

其原因，我们认为，首先上半年市场流动性整体较为充裕，信贷投放缺乏有力抓手叠加政府债券发行节奏偏慢，“水多面少”的“资产荒”格局下，央行通过降准释放中长期流动性必要性并不高。从银行间市场资金价格角度来看，短端方面，除受季节性因素扰动外，DR007 基本位于 1.8% 的政策利率附近窄幅波动；“长钱”方面，上半年 1Y 国有和股份制银行同业存单利率震荡回落，4 月起多数时间位于 2.0%-2.1% 之间震荡，远低于 2.5% 的同期限 MLF 利率。

“手工补息”政策调整后，表内存款加速“搬家”至表外理财，这一方面使得银行理财、债券基金等非银机构资产端欠配压力上升。截至 6 月 9 日，银行理财产品存续规模已接近 30 万亿，较 3 月末增长约 3.8 万亿元。另一方面，金融脱媒现象也使得非银机构资金分层消声觅迹，非银与银行资金成本甚至偶有倒挂。

图27：银存间质押回购利率

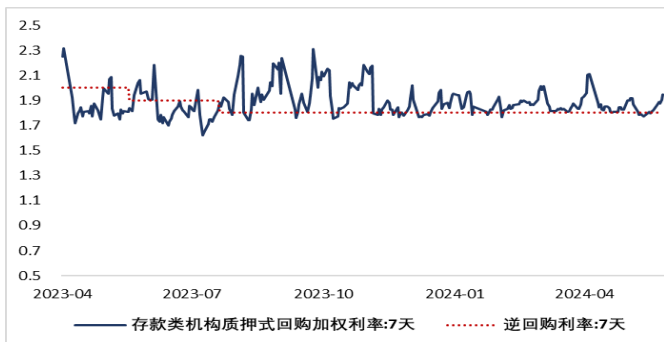


图28：同业存单发行利率



数据来源：Wind、银河期货

图29：银行理财规模

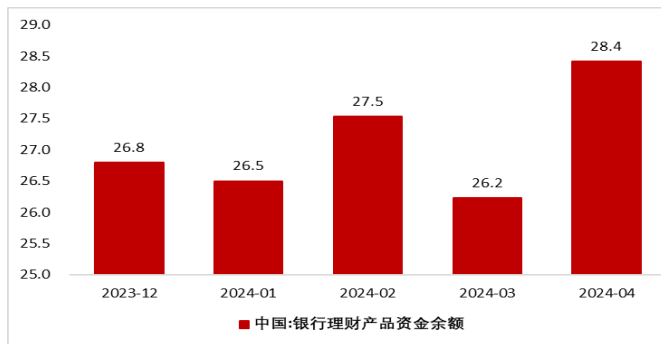
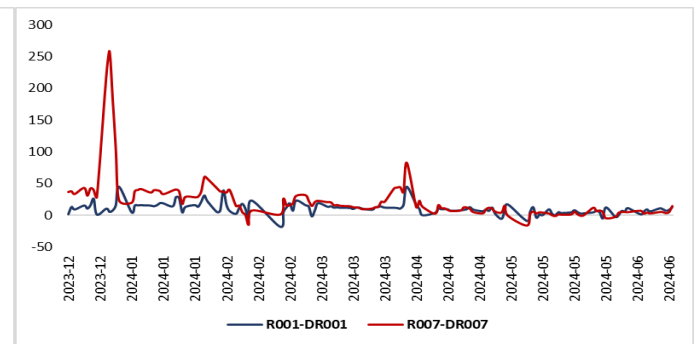


图30：非银机构资金利差

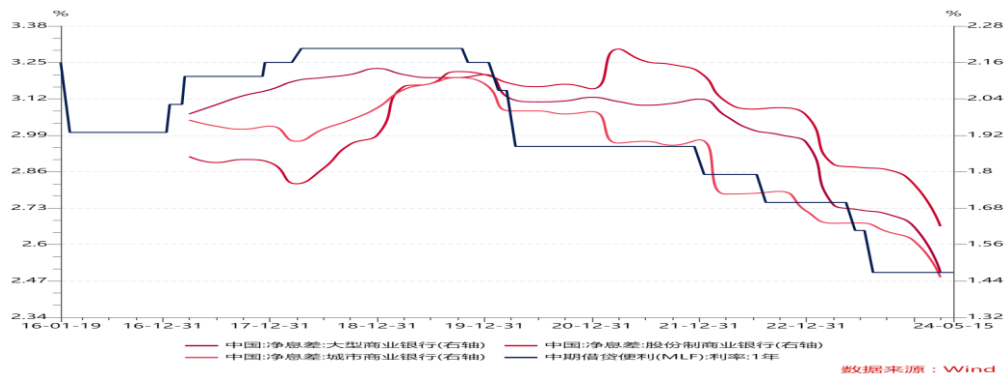


数据来源：Wind、银河期货

其次，政策利率调降仍受到内、外多重因素的约束。一者，历史数据显示，政策利率带动广谱利率回落过程中，商业银行净息差存在持续缩窄趋势，这给其稳健经营带来挑战。截止今年一季度末，国有大型、股份制商业银行净息差已分别降至 1.47%、1.62%，显著低于《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》中设定的 1.8% “警戒线”。

二者，当前中美名义利率深度倒挂，国内面临一定资本外流压力，这从 2022 年以来，出口金额与银行代客结汇数据差额持续走扩可见一斑。在此情况下，人民币兑美元汇率承压短期内对国内货币政策边际转松也形成了一定约束。

图31：商业银行净息差



数据来源：Wind、银河期货

图32：中美名义利差与人民币汇率

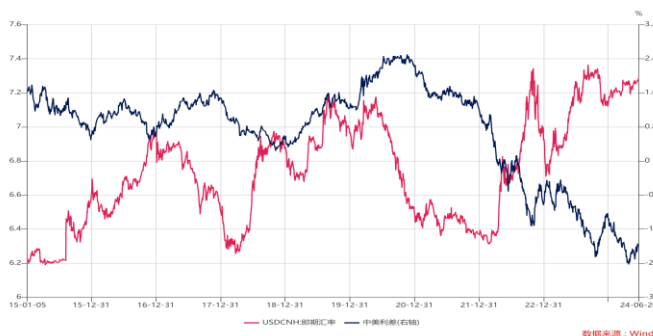
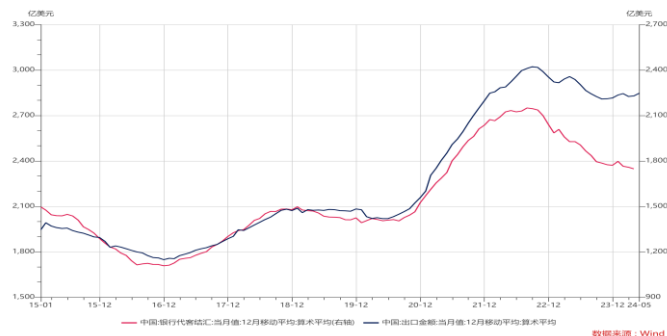


图33：出口金额与银行代客结汇额



数据来源：Wind、银河期货

6. 央行连续提示长债风险，市场反馈边际减弱

4月起，央行在透过多个渠道淡化金融总量数据重要性的同时，也更为明确地向市场提示债市风险，尤其是长债收益率过低的风险。

4月23日，央行主管媒体刊文指出，年初以来长债收益率的持续下滑更多是受“资产荒”的影响，随着超长期特别国债的发行，“资产荒”的缓解将带动长债收益率出现回升。5月10日，央行一季度货币政策执行报告表示在4月下旬调整后，未来债市供求有望进一步趋于均衡，长债收益将与经济向好态势更加匹配。5月30日，针对特别国债上市后的热销，央行提示投资者应保持理性，并表示必要时央行会卖出国债以平衡债市供需。6月14日，金融时报刊文将当前债市与2022年四季度“债灾”前类比，并表示“‘非银有钱’只是阶段性的，而不是趋势性的”。

近期，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上也再度提示“要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用”。

但就市场反馈来看，央行口头喊话给债市带来的冲击效应边际递减。以30Y国债活跃券为例，4月23日金融时报首度发文后，收益率短期内从2.41%附近最高反弹至2.61%，上行逾20bp。但随后市场对央行表态逐渐脱敏，进入6月，国债收益率在央行表态后隔日走势更是不升反降。

究其原因，我们认为主要还是在于当前国内基本面修复绝对强度不高且结构分化特征明显，并不支持债市走势出现反转。与此同时，风险资产没有形成较好的赚钱效应，对投资者的吸引力有限，大量资金仍涌向固收市场，部分机构面临的“资产荒”局面也并未出现明显缓和。

7. 后市展望

国内经济基本面修复结构分化，内生需求不足，通胀读数偏低，市场降息预期始终存在，债市中长期趋势仍难言反转。而地产低迷导致私人部门信贷投放缺乏有力抓手的同时，也使得地方政府隐性信用扩张有所受限。实体部门风险偏好自上而下出现回落的情况下，我们认为债市“资产荒”现状实际上也是宏观基本面的一种映射。

从这个角度上来说，若不能有效带动内生需求持续回升，进而拉动实体部门风险偏好上行，政府债券发行放量对债市的扰动只能是阶段性的，无法改变中长期走势。

展望下半年，我们认为地产需求端能否出现持续修复，销售回暖能否从二手房向新房传导，核心城市楼市企稳能否向周边延伸是影响债市走势的关键之一。**如果地产需求恢复具有持续性，债市转熊概率随之上升。**

而若后续政策层面放宽对汇率波动范围的限制，输入性因素带动投资者通胀预期修正也有可能使得债市走势发生反转。但考虑到在此情形下，国内货币政策大概率率先转松，因此收益率曲线将先牛陡再熊平。

另外，中短期内，我们建议投资者对央行提醒仍需保持谨慎，喊话效果边际递减后，央行可能会采取更为直接的方式引导市场预期，维护其政策权威性。

操作方面，**站在当下，我们对下半年债市走势偏乐观**，方向上逢低做多或仍是胜率较高的操作。但节奏上，资金面季节性、债券供给放量及央行潜在的政策干预等因素可能会给市场带来阶段性的扰动。套利方面，我们认为曲线交易同样存在机会，但操作难度稍大，**斜率显著变化依赖于事件驱动**。“资产荒”缓和前，投资者通过久期策略增厚收益带动曲线存在自然走平趋势。不过，一旦央行干预措施落地，长端面临的调整幅度也将更为显著。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本

报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799