

供给放量难改趋势，债牛歇脚蓄力再发

——2024 年国债期货二季报

刘晓艺

期货从业资格号：

F3012593

投资咨询从业证书号：

Z0012930

报告制作时间：

2024 年 4 月 3 日

审核人：周猛

一德期货投资咨询业
务资格：证监许可
【2012】38 号

■ 内容摘要

2024 年一季度地方债发行偏缓，叠加权益市场超预期调整推升避险情绪，加大了资产荒矛盾，债市开年表现亮眼。欠配压力下，机构拉长久期增厚收益引发曲线牛平。二季度，债市能否延续一季度的辉煌？收益率曲线在极度平坦化后将如何演绎？本文将从宏观面、政策面和机构行为等层面展开分析，并提出操作建议。

■ 核心观点

- 二季度在地方债发行加快的背景下，到位资金将带动基建投资增速回升。但受限于房地产链条不景气、土地财政承压、地方债务管控，基建回升空间依然有限。在利润回升背景下，制造业企业继续补库，并有望和外需回暖形成共振，拉动投资维持高增速。由于居民收入和地产周期改善缓慢，经济大概率呈现温和修复。
- 二季度通胀指数延续温和回升态势，有助于实际利率的回落。另外，考虑汇率对于货币宽松仍有一定约束，内需无明显走弱情况下 MLF 降息必要性不强。不过，从商业银行净息差角度看，贷款利率下行至历史低位后，不排除存款利率再度下调以降低银行负债压力的操作。
- 假设万亿特别国债集中二季度发行，二季度利率债净融资规模 3.41 万亿元，略高于去年同期 2.9 万亿。降准配合特别国债发行可能性较大，流动性无需过忧，但需警惕特别国债发行对超长债和长债供给冲击。
- 考虑经济修复温和、短期降息可能落空、下半年广谱利率仍有调降可能，二季度债券牛可能暂时歇脚。配置盘等待调整后的上车机会，交易盘或倾向于高位减仓，等待新的驱动出现。预估十年期国债收益率维持在 2.2%-2.45% 区间波动，T 主连合约波动区间 103-105.5。

目 录

| | |
|-----------------------------|-----------|
| 1. 多重利好共同推动，债市开年表现惊艳 | 2 |
| 1.1 资金避险催化行情，长久期债券受青睐 | 2 |
| 1.2 一季度资产荒加剧，超长债引导曲线牛平 | 3 |
| 2. 内需延续温和修复，外需韧性不宜低估 | 4 |
| 2.1 地产下行趋势难改，基建投资增速加快 | 4 |
| 2.2 内外库存周期共振，制造业强势或延续 | 5 |
| 3. 降准配合必要性强，降息时点可能延后 | 7 |
| 3.1 通胀读数温和回升，助推实际利率下行 | 7 |
| 3.2 防空转兼顾稳息差，流动性调控更精准 | 8 |
| 4. 供增需减矛盾缓和，配置力量蓄势待发 | 10 |
| 4.1 逐渐迎来供给旺季，关注特别国债发行 | 10 |
| 4.2 欠配压力有所减弱，市场交投热情降温 | 12 |
| 5. 牛市歇脚静待时机，逢低配置思路不改 | 14 |
| 免责声明 | 16 |

1. 多重利好共同推动，债市开年表现惊艳

1.1 资金避险催化行情，长久期债券受青睐

2024 年开年以来，国债期货加速上涨，特别是三十年期国债期货和十年期国债期货表现亮眼，主力合约先后创下历史新高，对应 30 年国债和 10 年国债现券收益率创历史新低。2 月底，30 年国债收益率与 MLF 利率形成倒挂，引发市场高度关注。

回顾一季度债市行情，避险情绪是债市上涨的重要催化剂。1 月上旬大型商业银行和股份行先后下调定期存款利率后，市场降准降息预期升温，10 年国债收益率突破 2.5% 重要关口。1 月中旬，权益市场开始大幅调整，上证指数跌破 2800 点后，市场风险偏好明显回落，与国内基本面相关度较高的黑色金属和建材类商品明显受到情绪压制，部分偏股基金和宏观避险资金涌入债市，加速债市上涨。1 月下旬，国常会发声稳定资本市场，叠加超预期幅度的降准消息落地，权益市场短暂企稳，期债涨势暂缓。但月底权益市场再度下跌，市场信心受挫，2 月初受雪球产品大规模敲入和量化 DMA 策略大幅回撤影响，投机资金借道券商进入债市，助推期货上涨。相比春节前股债走势负相关特征，节后股债市场联动性不强。春节后，2 月 MLF 利率维持不变，LPR 非对称降息释放强烈稳增长信号，股市走强的背景下国债期货并未出现调整，反映出市场对于中长期基本面预期发生改变。3 月初两会公布的经济增长目标和政策力度符合预期，但超长期特别国债带来潜在供给担忧，部分机构选择止盈离场。而基本面预期未见改善，流动性预期依旧乐观，使得债市回调幅度相对有限。

图 1.1: 十年国债收益率 (%) 与沪深 300 指数 (点)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 1.2: 十年国债收益率 (%) 与南华工业品指数 (点)



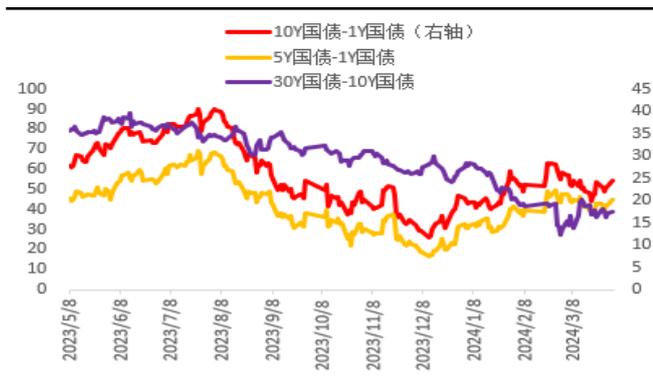
资料来源: Wind, 一德期权部

1.2 一季度资产荒加剧, 超长债引导曲线牛平

从市场表现来看, 一季度长债和超长债表现最强, 带动收益率曲线牛平变化。继 1 月初 30 年国债收益率创出新低后, 1 月末 10 年期国债收益率创历史新低, 2 月和 3 月二者再度突破前低。超长债和长债持续领涨大类资产反映出本轮债市做多的逻辑不仅仅是避险情绪的驱动。从期限利差看, 30 年-10 年国债期限利差自 2023 年 11 月开启压缩, 表明机构率先配置的是超长期限债券。在地产投资趋势下行和地方化债的大背景下, 高息资产越发稀少, 资产荒矛盾逐渐凸显。负债端稳定的保险和商业银行在缺资产的情况下, 抢配超长债和长债, 拉长久期以增厚组合收益, 是国债收益率牛平变化的根本原因。另外, 一季度地方债发行速度较慢, 以及权益资产超预期调整情况下资金利用国债避险, 都加剧债市资产荒的矛盾。而从资金端看, 无论是春节前降准, 还是节后 MLF 利率的按兵不动, 或是 3 月公开市场净回笼, 银行间资金利率始终维持十分稳定状态, 这导致短债表现缺乏弹性。

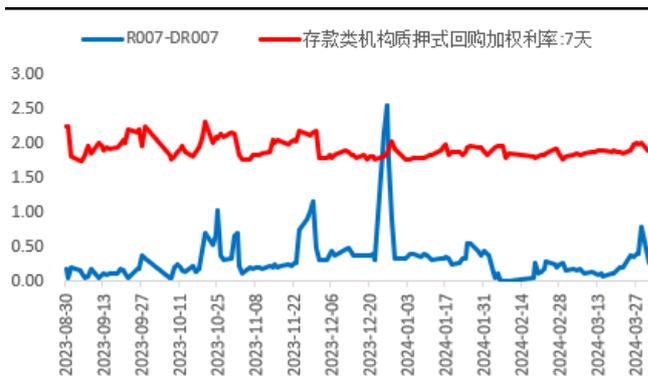
总的来看, 长端利率主导了 2024 年一季度收益率曲线变化, 短债走势相对长债和超长债表现缺乏弹性。二季度债券市场又将如何演绎, 收益率曲线形态会如何变化? 本文将从宏观基本面、政策面和微观交易面进行分析, 并提出操作建议。

图 1.3: 国债期限利差 (BP)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 1.4: DR007 和 R007-DR007 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

2. 内需延续温和修复, 外需韧性不宜低估

2.1 地产下行趋势难改, 基建投资增速加快

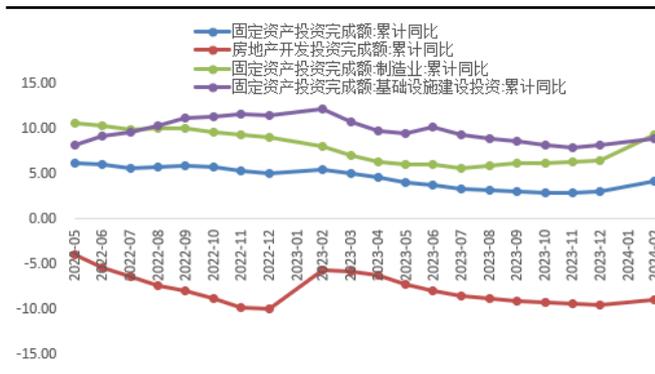
2024 年一季度房地产投资下行以及基建投资修复偏缓成为经济增长的重要拖累。不过, 二者走弱的原因有所不同。

基建方面, 2024 年 1 月央行延续 PSL 投放, 连续两个月 PSL 工投放 5000 亿元, 其月均投放规模不低 (2015 年 3 个月 PSL 增加 1.08 万亿, 2016 年 12 个月 1.03 万亿)。但 2 月开始 PSL 暂停投放, 或与 1 月国务院出台的 47 号文 (《重点省份分类加强政府投资项目管理办法 (试行)》) 叫停 12 省份基建项目有关。此前, 2024 年 1 月国务院先后于 2023 年 9 月出台 35 号文《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》, 要求自 2024 年 1 月 1 日起, 12 个重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前, 需控制新建投资项目。由此可见, 控制地方债务风险仍然当前的重中之重。考虑二季度专项债发行加快, 部分基建项目缺资金问题得以解决, 投资增速有望回升。但受限于土地财政承压, 以及多地强调加强债务管控, 基建回升空间依然有限。

房地产方面, 继 2023 年下半年房地产销售政策放松后, 2023 年一季度房地产政策再加码。从年初多地限购政策放松到千亿元住房租赁团体购房贷款批复, 从房企项目白名单再到 2 月 LPR 非对称调降, 政策加码房地产供需两端, 释放出强烈稳地产信

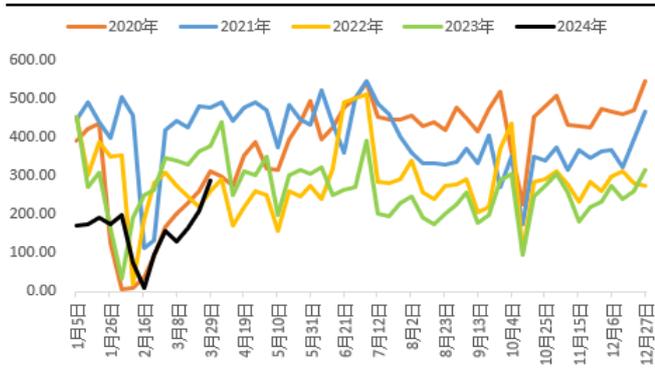
号。但受限于房价预期的改变和疫后居民收入放缓预期，商品房整体销售回暖并不明显，二手房表现好新房，表明改善型需求释放，房地产投资增速仍在下滑。二季度需要关注二手房成交热度能否向新房成交传导。另外，目前民营房企风险尚未出清，拿地、施工、开工表现依旧低迷，从土地成交领先地产投资 6-12 个月时间推算，地产投资依然下行趋势不改，但政策托底背景下降幅或有收窄。

图 2.1：固定资产投资增速 (%)



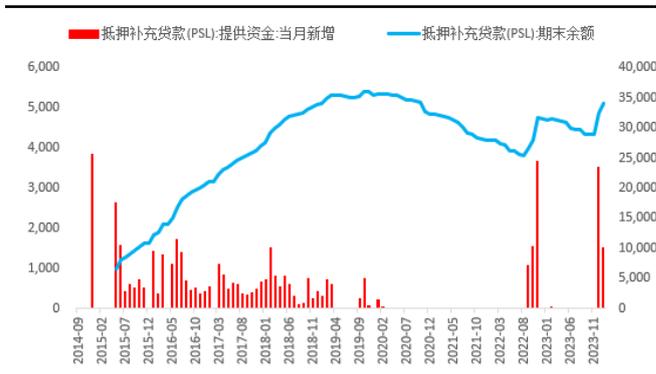
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.3：30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



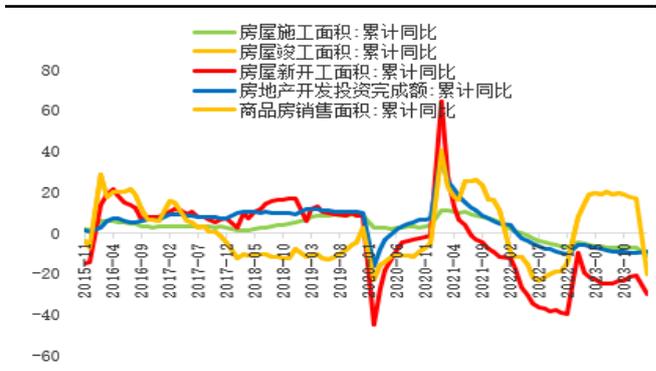
资料来源：Wind，一德期权部

图 2.2：PSL 投放和期末余额 (亿元)



资料来源：Wind，一德期权部

图 2.4：房地产投资、施工、竣工、新开工增速 (%)



资料来源：Wind，一德期权部

2.2 内外库存周期共振，制造业强势或延续

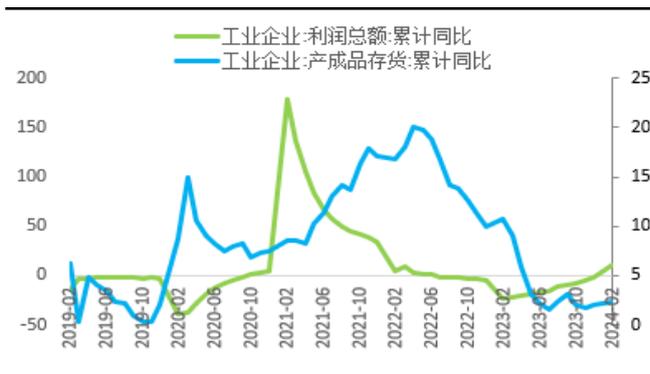
一季度制造业投资表现亮眼。数据改善的背后既有内需回暖的贡献，又有外需拉动的作用。2023 年下半年工业企业利润开始触底回升后，叠加产成品库存处于历史低位，部分企业开启主动补库周期，拉动制造业投资回升。2024 年一季度上游原材料普遍下跌，中下游企业利润的进一步修复，带动企业生产和投资速度加快，1-2 月规模以

请参阅最后一页的免责声明

上工业增加值和制造业投资同比增速分别录得 7% 和 9.4%。外需方面，受益于外需回暖和低基数效应，年初出口增速回升较为明显。更为重要的是，市场可能低估外部经济增长的韧性对出口的拉动。3 月美、欧、日制造业 PMI 数据来看，仅欧元区指标走弱，美国和日本指标环比均上涨，特别是美国制造业 PMI 在连续 16 个月后重返扩张区间，反映外需整体向好。实际上，美国库存总额已连续 3 个月回升，基本确认了美国自去年底进入主动补库周期。二季度中美制造业库存周期共振，制造业投资仍将维持强劲增长。此外，注意到 3 月国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，后续大规模设备更新及消费品以旧换新，有助于释放耐用品消费和更新需求，亦有利于拉动制造业相关投资和消费。但受限于居民的就业和收入预期，投资和消费反弹空间和力度可能有限。

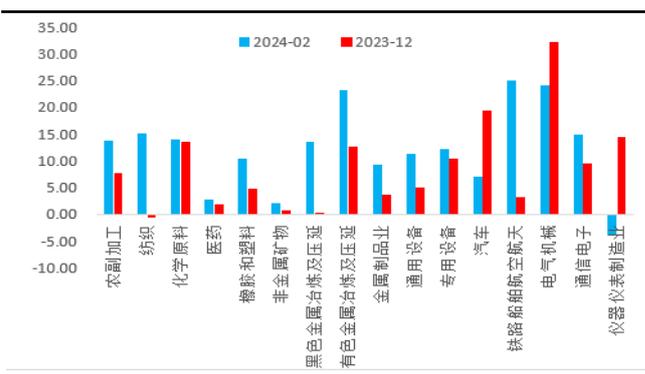
总的来看，二季度在地方债发行加快的背景下，资金到位将带动基建投资增速回升。但受限于房地产链条不景气、土地财政承压、地方债务管控，基建回升空间依然有限。在利润回升背景下，制造业企业继续补库，并有望和外需回暖形成共振，拉动投资维持高增速。由于居民收入和地产周期改善缓慢，二季度经济大概率呈现温和修复。

图 2.5: 工业企业利润和产成品存货累计同比 (%)



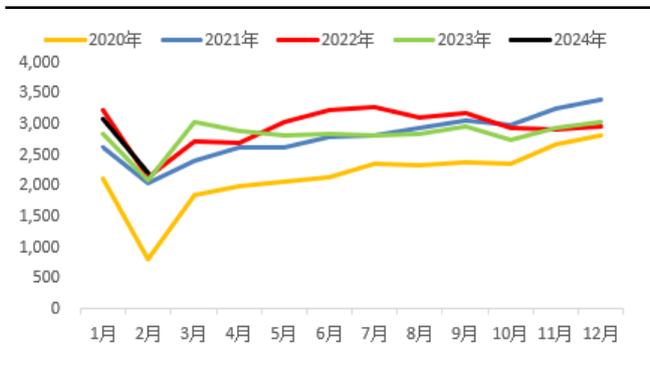
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.6: 制造业投资增速 (%)



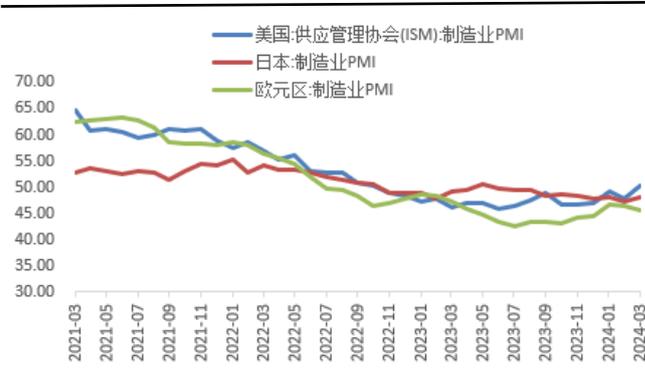
资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.7: 出口金额 (亿美元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 2.8: 美日欧制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3. 降准配合必要性强, 降息时点可能延后

3.1 通胀读数温和回升, 助推实际利率下行

2024 年一季度 PPI 同比维持低位震荡, 主要拖累来自于内需走弱带动黑色金属等原材料价格下跌。受房地产销售和投资持续疲弱影响, 与之相关的工业品价格持续走低, 与海外定价的原油和有色金属价格形成明显分化。考虑房地产协调机制落地见效, 二季度房地产下行压力将有所缓和, 地方债发行加快也有利于下游需求修复, PPI 同比跌幅有望收窄, 但仍难以转正。

一季度 CPI 同比增速由负转正, 主要受到多重因素的影响。受春节前期多地雨雪天气影响, 食品价格表现偏强。受节日假期出行和文娱消费需求增加, 服务业价格

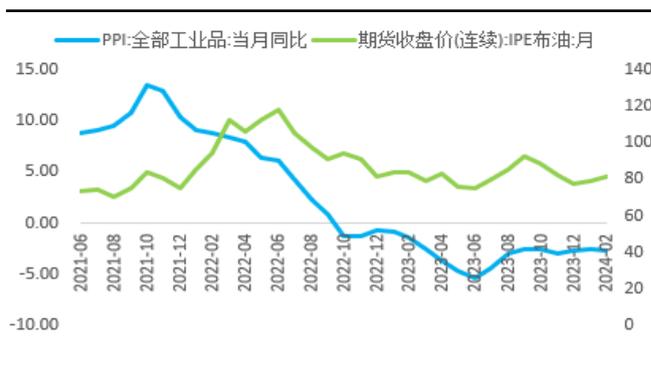
有所上涨，叠加春节错位效应，2月CPI同比上涨至0.7%。二季度，在天气转暖和春节影响消退后，鲜菜水果类食品价格有望回落。但值得注意的是，生猪存栏自2023年下半年见顶回落，二季度猪肉价格或止跌企稳，或拉动食品价格小幅回升。在内需延续修复而劳动力供给充足情况下，预计服务品价格温和上涨。考虑去年同期低基数影响，预计二季度CPI同比将回升至1%附近。总的来看，二季度通胀指数延续温和回升态势，有助于实际利率的回落，整体对于货币政策影响有限。

图 3.1: 美元指数与人民币兑美元即期 (元/美元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.2: PPI 同比 (%) 和油价 (美元/桶)



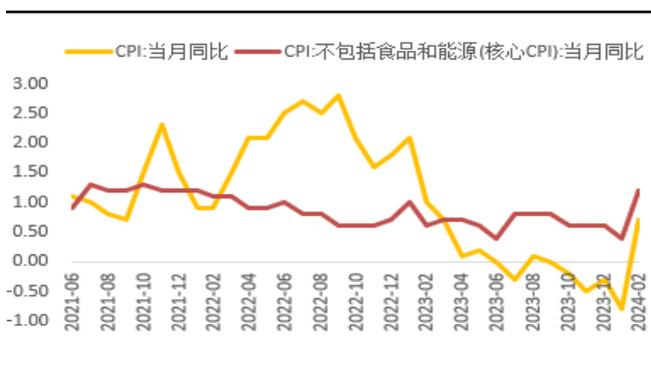
资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.3: 能繁母猪存栏 (万头)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.4: CPI 同比与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

3.2 防空转兼顾稳息差，流动性调控更精准

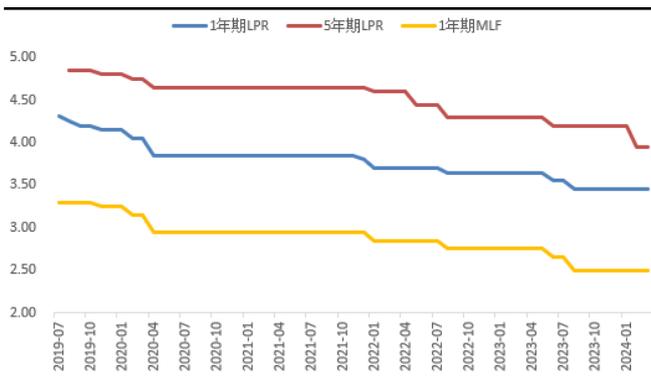
2023年12月大型商业银行下调存款利率后，市场降准降息预期升温。2024年1月4日-5日中国人民银行工作会议召开，央行要求，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。随后，中国人民银行货币政策司司长邹澜表示，“中国人民银行将强化逆周期

请参阅最后一页的免责声明

和跨周期调节，从总量、结构、价格三方面发力，为经济高质量发展营造良好的货币金融环境”，点燃市场做多情绪。1月24日收盘后央行宣布自2月5号下调存款准备金率0.5个百分点，1月25日下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。一季度降准配合定向降息的操作体现出央行有意呵护流动性、防止资金空转、维稳汇率和维护银行净息差的意图。配合降准和春节前一系列房地产刺激政策，2月央行下调5年期LPR利率25BP，释放较强稳增长信号。但国债期货不跌反涨反映市场对于经济基本面预期相对悲观，降准降息预期仍在，债券和贷款比价优势下银行倾向配债增加收益。3月MLF利率依然没有下调，同时公开市场操作间出现明显缩量操作直至月末放量，使得市场情绪趋向谨慎。结合3月21日国常会央行表态，我们认为当前货币政策宽松的基调并没有改变，年内降准降息依然可期，但政策层对于关于资金空转问题重视度提升，或意味着短端利率下行更加依赖降息打开空间。

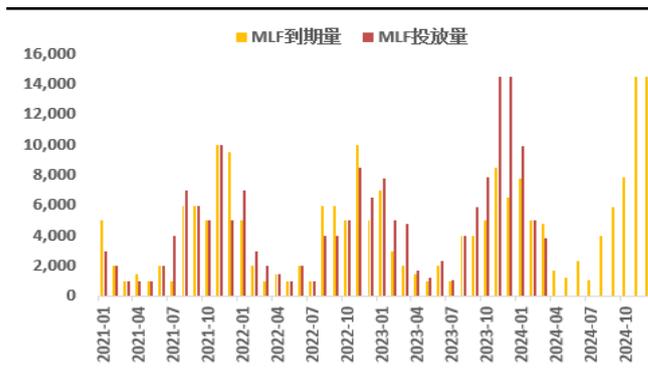
展望二季度，政府债发行进入旺季，同时超长期特别国债发行在即，流动性支持必要性增强。考虑债券到期量，预计5月政府债净融资压力较大（见图4）。届时，若特别国债发行，流动性缺口有望增大。参考1998年和2023年特别国债发行前的降准操作，降准在5月落地的可能性较大。降息方面，考虑二季度基本面没有明显转弱的预期，且基数效应下通胀读数回升或有助于降低实际利率，降息的必要性不强。另外，考虑美联储降息开启时点，二季度汇率对于货币宽松仍有一定约束，MLF降息大概率推迟到下半年。不过，从商业银行净息差角度看，当前贷款利率下行至历史低位的情况下，不排除存款利率再度下调以降低银行负债压力的操作。

图 3.5: MLF 和 LPR 利率 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.6: MLF 到期量和投放量 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.7: 定期存款利率-CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 3.8: 十年期中国国债和美国国债 (%)



资料来源: Wind, 一德期权部

4. 供增需减矛盾缓和, 配置力量蓄势待发

4.1 逐渐迎来供给旺季, 关注特别国债发行

2024 年两会将财政赤字率为 3%，低于 2023 年的 3.8%，但赤字规模 4.06 万亿高于 2023 年赤字规模 3.88 万亿（不包括特别国债）。参照 2023 年中央和地方财政赤字占比估计，2024 年国债和一般地方债新增额度分别为 3.34 万亿元和 0.72 万亿元。地方专项债方面，新增专项债额度环比略增至 3.9 万亿元。政策性银行债方面，近 5 年政策性银行债平均每年净融资规模 2 万亿元。考虑 PSL 重启，政策性银行债净融资或较 2 万亿元略有增加。保守估计，2024 年利率债净供给 10 万亿元，较 2023 年减少 1.7 万亿元。2024 年政府债券净融资规模并未超过 2023 年，意味着今年利率债全年供给压力不大。

值得注意的是，二季度超长期特别国债可能发行，同时进入利率债发行旺季，特别国债发行方式和节奏的不确定性值得关注。由于近5年超长期债全年发行规模为3000-6000亿元，今年万亿特别国债发行冲击不容小觑。从历史经验看，特别国债发行期间往往有货币政策配合或政府债发行节奏调整配合，如1998年特别国债定向发行期间降准配合，2020年6月到7月抗疫特别国债市场化发行期间普通国债和地方债发行量减少给予协调。因此，无论是采用定向发行还是市场化发行，特别国债对于银行间流动性的冲击有限。根据我们测算，二季度利率债的净融资规模压力并不大，预计二季度地方债发行规模2.51万亿元，净融资规模为1.51万亿元；一般国债发行规模2.38万亿元，净融资规模0.16万亿元；政金债发行规模1.62万亿元，净融资规模0.74万亿元。假设1万亿特别国债集中二季度发行，二季度利率债净融资规模3.41万亿元，略高于去年同期2.9万亿。

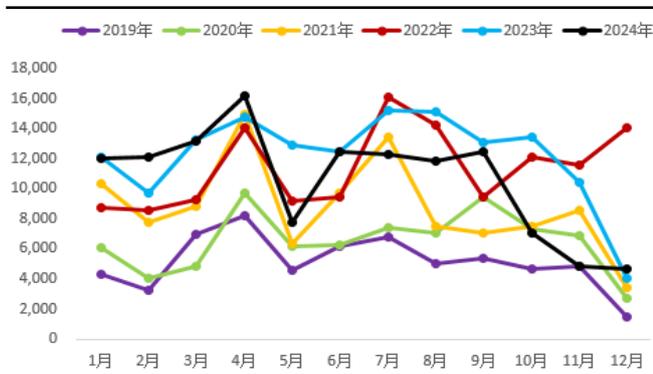
但考虑超长期国债的配置主体是大行和保险机构，故其发行对于长期和超长期供给冲击的压力有不确定的影响。考虑配置主体和市场承接力度，万亿超长期国债采取一半定向一半市场化发行的概率较大，届时需要关注长端利率反弹力度。此外，由于二季度进入发行旺季，政府债发行带动贷款配套融资，进而推动社融增速回升，从基本面角度制约收益率下行空间。

图 4.1：名义 GDP 总额（亿元）和财政赤字率（%）



资料来源：Wind，一德期权部

图 4.3：利率债月度到期量（亿元）



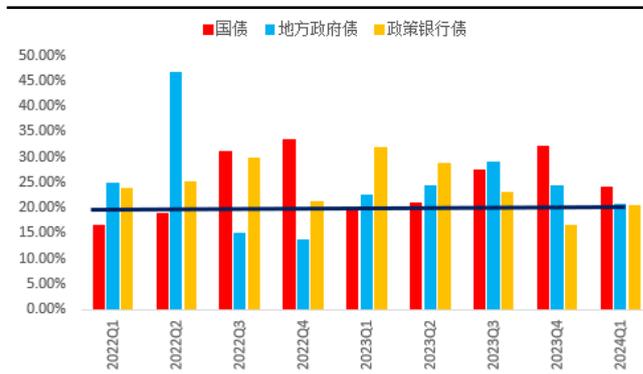
资料来源：Wind，一德期权部

图 4.2：全年利率债发行量预估（亿元）

| | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 财政赤字率 | 2.8% | 3.6% | 3.2% | 2.8% | 3.88% | 3.0% |
| 财政赤字规模 | 27600 | 37600 | 35700 | 33700 | 48800 | 40600 |
| 中央财政赤字 | 18300 | 27800 | 23800 | 26500 | 31600 | 33400 |
| 地方财政赤字 | 9300 | 9800 | 11900 | 7200 | 7200 | 7200 |
| 地方专项债额度 | 21500 | 37500 | 36500 | 36500 | 38000 | 39000 |
| 特别国债额度 | 0 | 10000 | 0 | 7500 | 10000 | 10000 |
| 国债到期量 | 24094 | 30820 | 39102 | 71475 | 69762 | 58629 |
| 地方债到期量 | 13151 | 20747 | 26680 | 27758 | 36647 | 29758 |
| 政策性银行债到期量 | 24574 | 26547 | 32909 | 37726 | 40192 | 38633 |
| 国债发行量 | 41332 | 71173 | 62902 | 97222 | 111362 | 102029 |
| 地方债发行量 | 43624 | 64438 | 75080 | 73556 | 92000 | 75958 |
| 政策性银行债发行量 | 38237 | 52031 | 55945 | 58405 | 60288 | 58633 |
| 利率债净融资 | 61374 | 109528 | 95236 | 92224 | 117049 | 109600 |

资料来源：Wind，一德期权部

图 4.4：地方债发行节奏（%）



资料来源：Wind，一德期权部

4.2 欠配压力有所减弱，市场交投热情降温

2024 年一季度，债市交易拥挤度大幅攀升，特别是超长期国债的交易成为市场最拥挤的交易。主要原因来自于两方面：一是一季度政府债发行节奏偏慢，春节后下游企业复工偏缓，实体融资需求恢复不明显，资金面宽松背景下资产荒逻辑得以延续，机构拉长久期增加收益；二是权益市场在春节前遭遇局部“去杠杆”，市场避险情绪升温，偏股型基金和宏观投机资金涌入债券市场进行对冲操作，2 月中债登托管数据显示广义基金和商业银行分别增持利率债（国债+地方债+政金债）1436 亿和 1931 亿，可见本轮上涨行情中基金的买入力量之强。考虑二季度权益市场难现年初般剧烈调整，且政府债发行放量资产荒有所缓解，二季度无论配置力量还是避险属性的投机力量都难以超过年初。

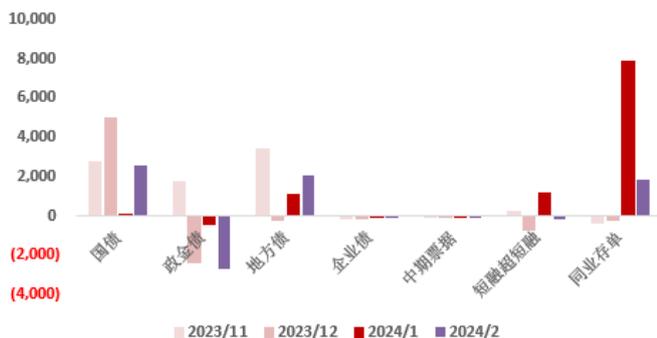
另外，注意到超长债的主要买家之一保险机构一季度净卖出国债、净买入地方债，

请参阅最后一页的免责声明

表明险资配置利率债时关注利差的相对优势。去年下半年以来，在银保渠道佣金费率大幅下降、险资不得大幅提前收取保费等监管要求下，利率新低对于保费增速影响逐步凸显，特别是寿险。尽管相对多数商业银行，险资负债压力不大，但资产投向更加谨慎。后续超长期特别国债和地方债发行加速的背景下，险资或耐心等待利率调整到位再进行配置。而同属配置机构的商业银行，在净息差不断压缩的情况下，需要看到存款利率进一步下调才有再度入场配置的动力。

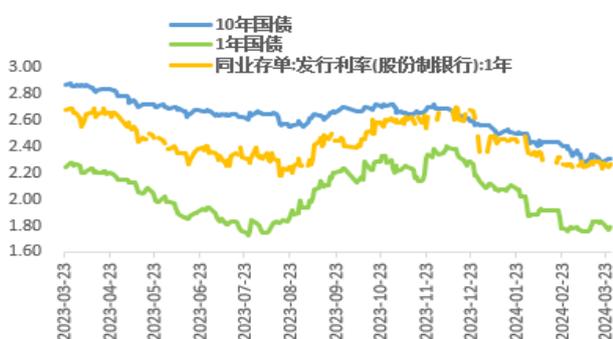
综上所述，考虑二季度 MLF 降息落空、全年经济缓慢修复、下半年广谱利率仍有调降可能，银行、保险等配置机构依然不会轻易下车，静候调整后的上车机会，而基金等交易型或倾向于高位减仓，等待新的驱动出现。从估值角度看，10 年国债收益率与 1 年期同业存单利率压缩到历史低位，历史极值水平为二者倒挂 10BP，二季度降息落空或资金利率不出现大幅下行情况下，十年国债收益率下行空间有限。预估十年期国债收益率维持在 2.2%-2.45% 区间波动，T 主连合约波动区间 103-105.5。品种强弱方面，当前各期限利率压缩至低位，短债的吸引力有所增强，但受限于资金利率约束，目前走强动力不足，后续关注基本面和供给压力释放后长端利率上行能否催生曲线陡峭的交易机会。

图 4.5: 商业银行托管量环比变化 (亿元)



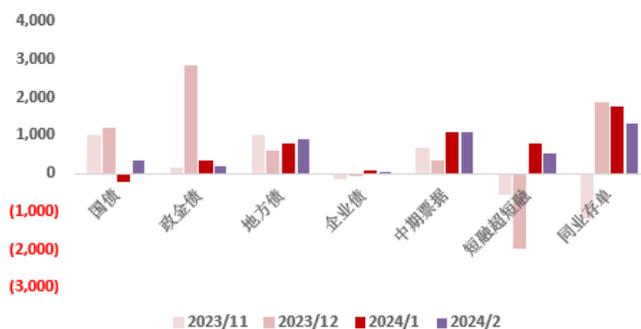
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.7: 同业存单利率与国债收益率 (%)



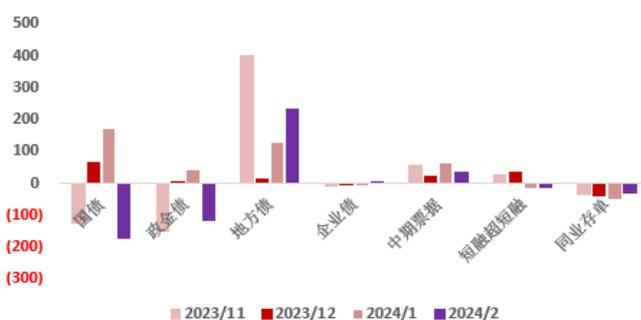
资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.6: 广义基金托管量环比变化 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

图 4.8: 保险机构托管量环比变化 (亿元)



资料来源: Wind, 一德期权部

5. 牛市歇脚静待时机，逢低配置思路不改

二季度在地方债发行加快的背景下，资金到位将带动基建投资增速回升。但受限于房地产链条不景气、土地财政承压、地方债务管控，基建回升空间依然有限。在利润回升背景下，制造业企业继续补库，并有望和外需回暖形成共振，拉动投资维持高速增长。由于居民收入和地产周期改善缓慢，二季度经济大概率呈现温和修复。

在地方债发行加快的背景下，二季度到位资金将带动基建投资增速回升。但受限于房地产链条不景气、土地财政承压、地方债务管控，基建回升空间依然有限。在利润回升背景下，制造业企业继续补库，并有望和外需回暖形成共振，拉动投资维持高速增长。由于居民收入和地产周期改善缓慢，经济大概率呈现温和修复。

二季度通胀指数延续温和回升态势，有助于实际利率的回落。考虑汇率对于货币

宽松仍有一定约束，内需无明显走弱情况下降息必要性不强。不过，从商业银行净息差角度看，贷款利率下行至历史低位后，不排除存款利率再度下调以降低银行负债压力的操作。

进入利率债供给旺季，同时特别国债发行在即，加大市场流动性和供给担忧。假设1万亿特别国债集中二季度发行，二季度利率债净融资规模3.41万亿元，略高于去年同期2.9万亿。降准配合特别国债发行可能性较大，流动性无需过忧，但需警惕特别国债发行对超长债和长债的供给冲击。

考虑经济缓慢修复、短期降息可能落空、下半年广谱利率仍有调降可能，二季度债券牛可能暂时歇脚。配置盘等待调整后的上车机会，交易盘或倾向于高位减仓，等待新的驱动出现。预估十年期国债收益率维持在2.2%-2.45%区间波动，T主连合约波动区间103-105.5。曲线方面，各期限利率压缩至低位后，短债的吸引力有所增强，但受限于资金利率约束，当前走强动力不足，后续关注基本面和供给压力释放后长端利率上行能否催生曲线陡峭的交易机会。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德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引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn