



2024 二季度国债展望 | 2024 年 3 月

趋势不改，博弈边际

往期精彩研报：

《南华期货 2024 年国债年度展望：
流水不争先》

《南华期货 2023 年国债四季度展
望：预期难定，资金为锚》

核心观点：

进入 2024 年后，基本面和流动性环境构成的双重利好并未扭转，利率债的牛市也因而延续了下来，但复盘来看，推动利率快速下行的利多往往来自流动性。我们认为一季度的流动性宽松是非典型的，在于其并不像以往双降接连落地之后带来货币总量的大幅抬升，而是在降准之外通过其他政策的配合，引导负债端成本回落，最终向资产端利率传递，从而实现了实质上的宽松以及资产荒局面。

在 2024 年度展望中，我们从关键行业、政策以及周期的视角做出了一些判断，主要包括：1）地产问题逐渐转入需求端；2）政策兼顾稳增长与防风险，其中财政关注中央信用，货币不必悲观；3）关注经济循环以及企业盈利周期。站在一季度末，我们对年初的观点进行跟踪与修正。

整体来看，趋势指标表明目前债市还未到反转之时，但一些乐观的信号已经出现。考虑到当前国债期货价格处于历史高位，在看到新的上行动能之前，以震荡思路来操作或许更为稳妥。二季度主要关注以下边际变化：1）国内通胀；2）海外货币周期的预期差；3）供给扰动。

总结来说，随着宏观层面的积极信号逐渐显现，加上权益资产的回暖，市场风险偏好有所回升，并且对于二季度通胀的修复抱有预期，边际因素可能带动利率中枢上移至 2.4% 附近。反之，若预期落空或者相关指标超预期回落，例如通胀在低基数的情况下继续疲弱，亦或是制造业景气度转头下行，收益率或可借此机会向下冲击新的平台。利率中枢区间 2.2%—2.4%，长期趋势未转。

风险提示：货币政策力度不及预期，流动性超预期收紧
文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

高翔·分析师：
投资咨询证号：Z0016413
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 非典型宽松	2
1.1 年初多头环境延续	2
1.2 非典型宽松：资产荒视角	3
2. 观点跟踪：反转未至	7
2.1 地产：需求问题仍待改善	7
2.2 政策动向	10
2.2.1 财政偏积极	10
2.2.2 货币整体偏松	10
2.3 关注周期指标	11
3. 二季度：趋势不改，博弈边际	14
3.1 货币政策：通胀预期与供给压力	14
3.1.1 内部预期	14
3.1.2 外部预期差	14
3.1.3 关注供给扰动	16
3.2 二季度展望：博弈边际	17

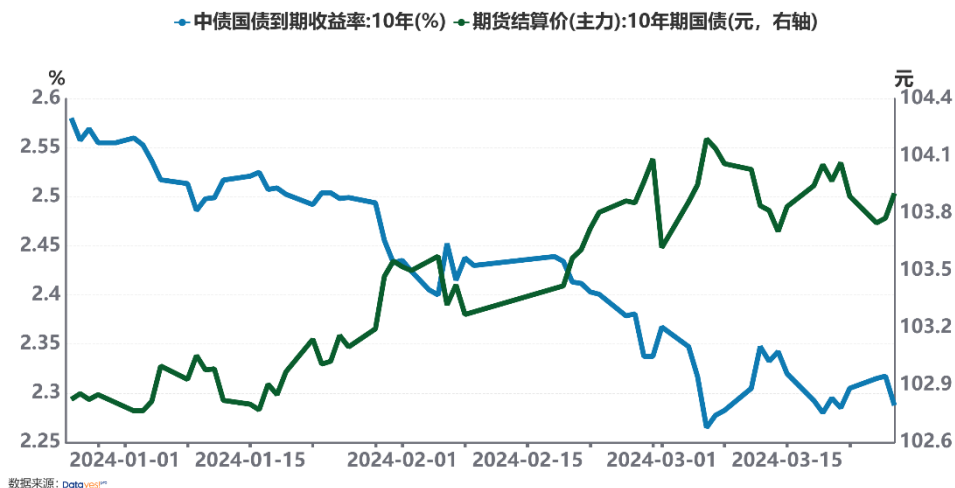
目录

图表

图 1.1 Q1 利率债顺畅走牛	1
图 1.2 2023 国债收益率整体回落	2
图 1.3 股债跷跷板效应明显	3
图 1.4 银行负债成本下行	4
图 1.5 城投利差压缩	5
图 1.6 贷款增速趋于回落	5
图 1.7 近年来债权投资上行	6
表 2.1 一季度主要城市地产政策：购房、贷款优惠	7
表 2.2 一季度主要城市地产政策：购房限制松绑	8
图 2.1 商品房销售	9
图 2.2 开工指标继续回落（累计同比：%）	10
图 2.3 工业回暖	11
图 2.4 M1 继续回落	12
图 2.5 M1 社零分项表现	12
图 2.6 M1 消费意愿指标依旧偏弱	13
图 3.1 南华工业品指数对通胀的指示意义	14
图 3.2 汇率影响政策态度	15
图 3.3 对一揽子货币币值稳定	16
图 3.4 对一揽子货币币值稳定	16

2024 一季度债市走出一波酣畅淋漓的小牛市，10 年期收益率从年初的 2.55%下行至月末的 2.28%附近，累计下行幅度接近 27bp，对比来看，2023 年利率债趋势回落，但 10 年期国债收益率全年一共也就下行了 30bp，与一季度基本相当。

图 1.1 Q1 利率债顺畅走牛



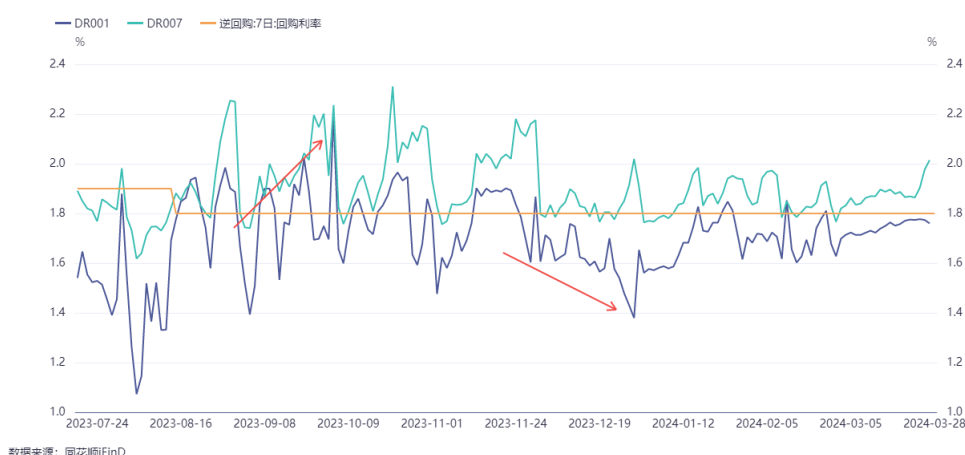
资料来源: iFind, 南华期货

1. 非典型宽松

1.1 年初多头环境延续

本轮国债期货上行潮始于 2023 年 11 月底，偏弱的稳增长预期与不断转松的流动性推动了这一轮行情。简单来看，11 月月底公布的官方制造业 PMI 数据进一步回落至 49.4%，市场很难将其解读为乐观信号。另一方面，自三季度以来持续收敛的流动性有了明显的改善，而这主要有两方面因素导致：特殊再融资债集中发行潮告一段落以及“防资金空转”的政策诉求边际减轻，二者分别从资金供求以及预期层面施加影响。

图 1.2 2023 国债收益率整体回落



资料来源：iFind，南华期货

进入 2024 年后，基本面和流动性环境构成的双重利好并未扭转，利率债的牛市也因而延续了下来，但复盘来看，推动利率快速下行的利多往往来自流动性。

回顾整个一月，债市行情可以大致分为两个阶段：1) 元旦假期结束后到月中，宽松预期炒作间歇式影响市场，同时基本面数据不断公布，但由于缺乏超预期的表现，对市场的直接影响也不大，债市整体表现温和。这一阶段十年期国债期货价格水平较月初没有明显涨幅，现券收益率则是小幅回落，1 月 16 日收盘十年期利率报 2.52% 较月初下降共 3bp。2) 第二阶段，行情从 17 号左右开始一直延续到 2 月初，国债期货快速拉涨，10Y 利率到月底下行超过 10bp。这一段时间是主要行情所在，多是风险偏好叠加流动性主导的暴力拉涨。

具体来看，一阶段，1 月经济数据陆续公布，但由于缺乏超预期的表现，数据公布情况对市场的直接影响比较有限。举例来说，12 月官方制造业 PMI49，预期 49.6，前值 49.4，弱于市场预期的同时较前值明显回落指向指向偏弱的景气度，但与 10 月底的行情不同的是，本次数据发布后市场表现相对平淡，意味着经过前期大幅上涨后国债期货以及利率对当前的基本面环境已经提前进行了充分的定价。

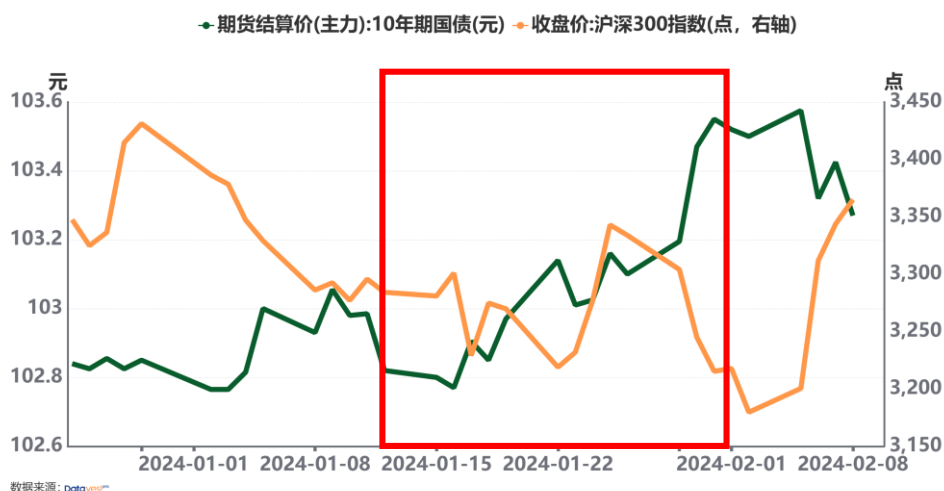
二阶段前期，股市连续的非理性下跌导致避险情绪快速升温，此时债市的避险属性得到了充分的体现。1 月 22 日晚间国常会指出“要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资

回顾整个一月，债市行情可以大致分为两个阶段：1) 元旦假期结束后到月中，宽松预期炒作间歇式影响市场，同时基本面数据不断公布，但由于缺乏超预期的表现，对市场的直接影响也不大，债市整体表现温和。2) 第二阶段，行情从17号左右开始一直延续到2月初，国债期货快速拉涨，10Y利率到月底下行超过10bp。这一段时间是主要行情所在，多是风险偏好叠加流动性主导的暴力拉涨

金入市力度，增强市场内在稳定性。”这是新一届政府成立后首次专门听取关于资本市场运行情况的汇报，同时也是国常会半年来第二次提及资本市场。紧接着 2 天之后降准以及定向降息落地，宽松预期接棒避险情绪进一步推升债市。

——1 月 24 日国新办发布会上，央行宣布降准：“我们将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元。明天开始下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点”。在这样的时间、场合宣布政策措施，主要的目的在于释放政策端会“有所作为”信号，提振市场情绪。从降准本身来看，50bp 的幅度本身足以体现央行的态度。自 2022 年以来存款准备金的最低调整幅度降低到了 25bp，操作时点多集中在月中附近，配合大额 MLF 到期后的缩量续作释放长期资金，市场对“降准”这一操作的认知愈发趋于“常规的流动性投放手段”，而本次 50bp、万亿规模的资金投放显然不属于常规投放。总结来说，超预期的或许不仅是降准，更在于 50bp 的调整幅度、在发布会这样的官宣场合所释放的政策信号。

图 1.3 股债跷跷板效应明显



资料来源：datayes，南华期货

1.2 非典型宽松：资产荒视角

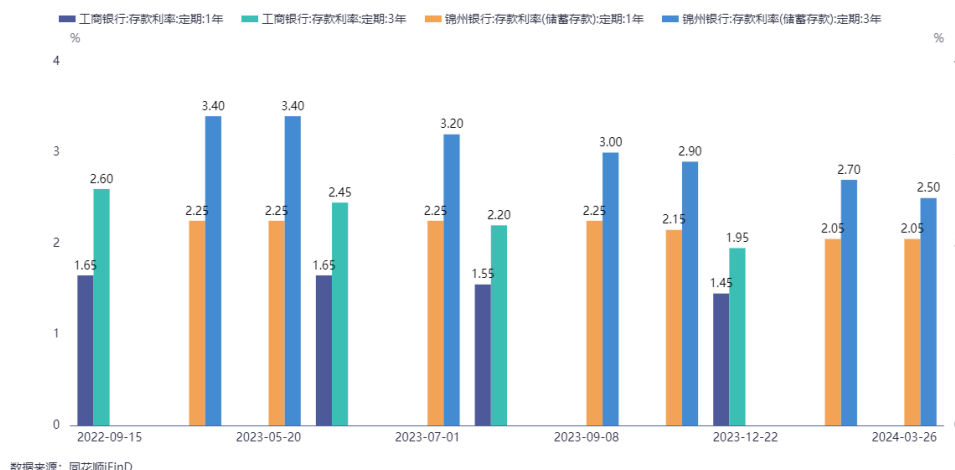
资产荒是另一个理解流动性的视角：对于所谓资产荒的概念，最根本的问题在于资产收益率水平与风险偏好不匹配，直接原因主要包括投资回报率要低于风险偏好的预期水平，或者是流动性充裕但缺乏足够的高息资产。

我们认为一季度的流动性宽松是非典型的，在于其并不像以往双降接连落地之后带来货币总量的大幅抬升，而是在降准之外通过其他政策的配合，引导负债端成本回落，最终向资产端利率传递，从而实现了实质上的宽松以及资产荒局面。如果单从资金市场的表现来看，一季度资金利率中枢小幅下行，银存间隔夜与 7 天期质押回购加权中枢回落到 1.6%—1.7% 附近，流动性可谓充裕，但不至于到“泛滥”的地步，这显然解释不了长端与超长端利率的暴走。结合资产荒的逻辑与流动性视角，我们从 3 个角度来理解一季度长端的大幅上涨：

1) 银行负债端的修复。出于呵护流动性与银行净息差的考量，一季度货币政策主

要针对长端利率，降准超预期部分我们已有讨论在此不做赘述，另外存款利率的调整或许才是带动广谱利率下行的关键。2023年12月下旬国有银行以及12家全国股份制银行陆续下调一年以上的定期存款利率，而进入2024年后，多家中小银行陆续跟进调整存款利率，存款降息潮一直延续至三月底。整体来看，存款利率、存款准备金率、贷款利率（5年期LPR下行25bp）以及国债收益率（无风险利率）整体下行，广谱利率下行正在进行中。

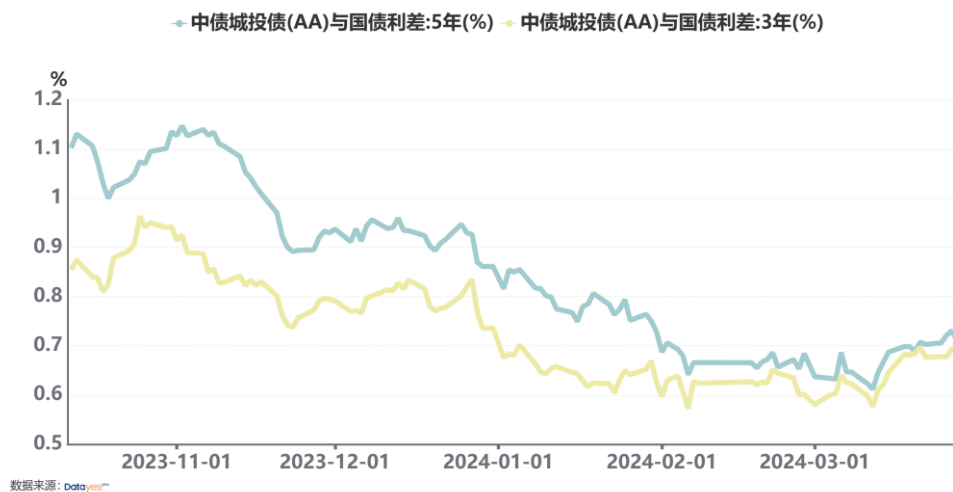
图 1.4 银行负债成本下行



资料来源: iFind, 南华期货

2) 供给恐慌。字面上来看，资产荒即可靠资产的缺少，这一现象在本轮牛市中尤为明显，同时也成为了行情的助力。城投债历来是固收策略的重要组成部分，相比国债与地方政府债来说其收益更有吸引力，同时对于城投的信仰也使其成为相对可靠的品种。但在地方化债以及地方融资平台转型的大背景下，未来城投债发行规模或许也要打上折扣。2023年12月底国务院“47号文”对于12个化债重点省份（天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏）的政府投资项目进行管理，指出原则上不得在交建、社会事业、市政等领域新建项目。可以预见的是未来有债务压力的省份在自主发债融资上会更加克制，将更多依赖中央对地方转移支付，而对于债券市场来说，地方债发行量的减少也意味着相对高息的资产会更加稀缺。

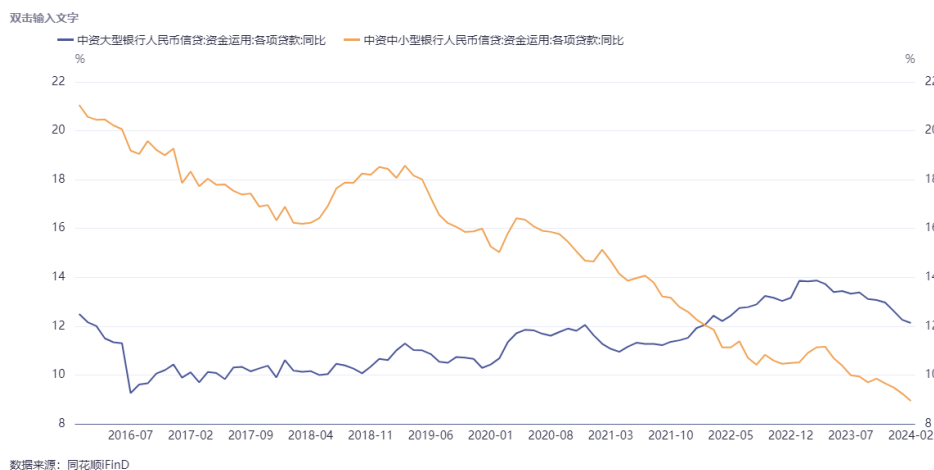
图 1.5 城投利差压缩



资料来源: datayes, 南华期货

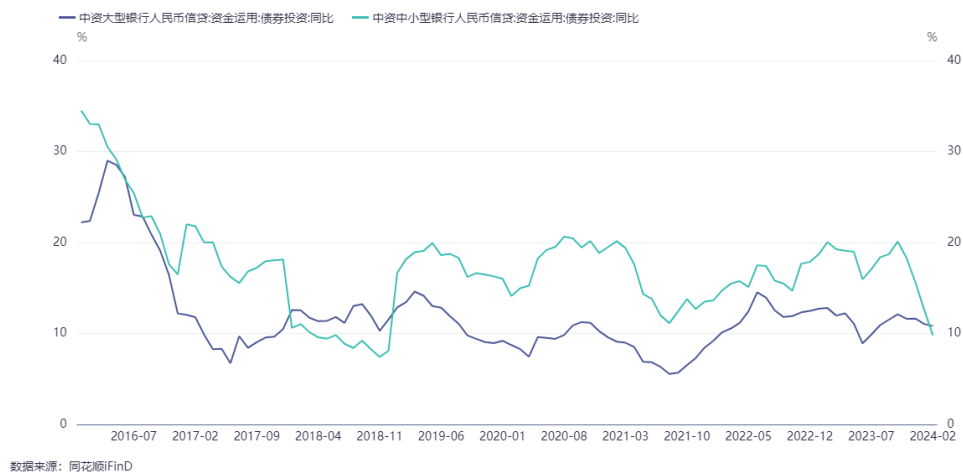
3) 机构行为视角。来自银行端的配置需求同样是利率下行的重要推手，通常来说贷款是银行部门资产端的绝对大头，也只最为重要的资产。而随着稳增长压力的凸显，来自居民和企业部门的贷款需求一直处在修复过程中，加之近两年存款意愿始终偏强，出于对稳健资产的配置需求，银行买债的意愿更加强烈。2023年初同样有一波由于配置力量驱动的行市，

图 1.6 贷款增速趋于回落



资料来源: iFind, 南华期货

图 1.7 近年来债权投资上行



资料来源：iFind，南华期货

2. 观点跟踪：反转未至

在2024年度展望中，我们从关键行业、政策以及周期的视角做出了一些判断，主要包括：1）地产问题逐渐转入需求端；2）政策兼顾稳增长与防风险，其中财政关注中央信用，货币不必悲观；3）关注经济循环以及企业盈利周期。站在一季度末，我们对年初的观点进行跟踪与修正。

2.1 地产：需求问题仍待改善

2024年“两会”上政府工作报告将今年的首要工作确定为发展新质生产力，而地产作为传统的核心增长引擎，“老质生产力”的代表产业，其行业景气度能否企稳也具有重要的观察意义。

我们从怎么做与结果两个层面来观察，怎么做指政策导向，结果则是数据验证。具体来看，开年后央行、金融监督管理总局与住建部先后发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》、《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，提供政策指引，并且得到了银行部门的迅速响应：截至3月中旬，全国31个省份312个城市建立了城市房地产融资协调机制，各地按照“一项目一方案”上报的“白名单”项目达到6000多个。

除此之外，需求端的刺激政策也在有序放开，尤其是此前市场最为关注的超一线、一线城市限购限售政策，举例来说，2月初深圳优化住房限购政策，深圳市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）限购2套住房，深圳市户籍成年单身人士（含离异）限购1套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；3月14日杭州市发布通知，优化二手住房限购政策，在该市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格；3月27日北京住建委官方网站显示，2021年8月出台的《北京市住房和城乡建设委员会关于进一步完善商品住房限购政策的公告》已失效，意味着北京取消了离婚限购政策。

表 2.1 一季度主要城市地产政策：购房、贷款优惠

城市	日期	具体内容
上海	1.3	1月3日起调整住房公积金个人住房贷款政策。缴存职工家庭名下在上海市已有一套住房，在全国未使用过住房公积金个人住房贷款或首次住房公积金个人住房贷款已经结清的，认定为第二套改善型住房；对于认定为第二套改善型住房的，最低首付款比例为50%；对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区全域的，最低首付款比例为40%。
重庆	1.24	推出优化房地产政策八项措施，并对房产税进行调整。重庆将个人住房房产税应税住房计税依据，由“房产交易价”调整为“房产交易价的70%”，并将试点以来新购独栋商品住宅、高档住房家庭免税面积，由100平方米调整为180平方米。

从目前已有的数据来看，政策的聚集效应仍有待激发，量的积累尚未引起相关增速明显回升：一月以来30大中城市的商品房销售始终处于往年同期的低位，尽管限制措施持续放开，但需求依旧低迷，当前阻碍销售增速回暖的，不只是购房资格的限制。另一方面，从月度数据来看，今年前两个月从土地购置到新开工再到施工面积的累计增速较去年12月的前值均出现回落。

表 2.1 一季度主要城市地产政策：购房、贷款优惠

天津	2.20	天津公积金贷款政策拟调整，首套住房公积金贷款首付款比例由 30% 下调至 20%，第二套住房公积金贷款最低首付比例由 40% 下调至 30%。取消现金购买自住住房须在购房两年内申请提取公积金的时间限制；购买二手房公积金贷款期限由“35 年减房龄”延长为“40 年减房龄”，最高贷款期限为 30 年。
郑州	2.20	郑州市住房保障和房地产管理局公布人才首次购房补贴发放实施细则，明确高层次人才首次购房补贴房价 50%，最高补贴 300 万元。
长春	2.27	自 3 月 1 日起，借款人及配偶申请住房公积金贷款时，贷款额度和双方公积金账户余额关联倍数由原来的 20 倍调整为 30 倍；多子女家庭首次公积金贷款单笔最高额度由原来的可上浮 30% 调整为可上浮 40%。。
哈尔滨	3.26	提高公积金个人贷款额度，单职工贷款最高额度由 60 万元提高至 80 万元，双职工贷款最高额度由 80 万元提高至 100 万元。

资料来源：南华期货整理

表 2.2 一季度主要城市地产政策：购房限制松绑

城市	日期	具体内容
广州	1.9	1.9 广州市实施房票，房票全市通用，可购买“房源超市”内新建商品房，主要依托和对接现有阳光家缘网可售的新建商品房房源，做到政府有效监控。
	1.27	广州市人民政府办公厅发布《关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》。其中提出， 优化调整限购政策 ，在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。
上海	1.13	继金山区后， 上海青浦和奉贤两区也跟进松绑“限购”政策 ，非户籍单身人士在满足一定条件下，可在上海限定区域内购买 1 套住房，且社保或个税缴纳年限由 5 年缩短至 3 年。截至目前，仅剩嘉定、松江的购房政策未做调整。
	1.30	上海优化住房限购政策 ，自 1 月 31 日起，在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房，以更好满足居民合理住房需求，促进区域职住平衡、产城融合。。
北京	2.6	2 月 6 日起，在京具备购房资格的四类家庭，可以在通州区购买一套商品住房。新政策变化最大的就是在通州区落户和就业的家庭，只要是符合北京整体限购政策即可， 取消了落户、社保或纳税需满 3 年的要求 。
	3.27	北京住建委官方网站显示，2021 年 8 月出台的《北京市住房和城乡建设委员会关于进一步完善商品住房限购政策的公告》已失效，意味着北京取消了离婚限购政策。

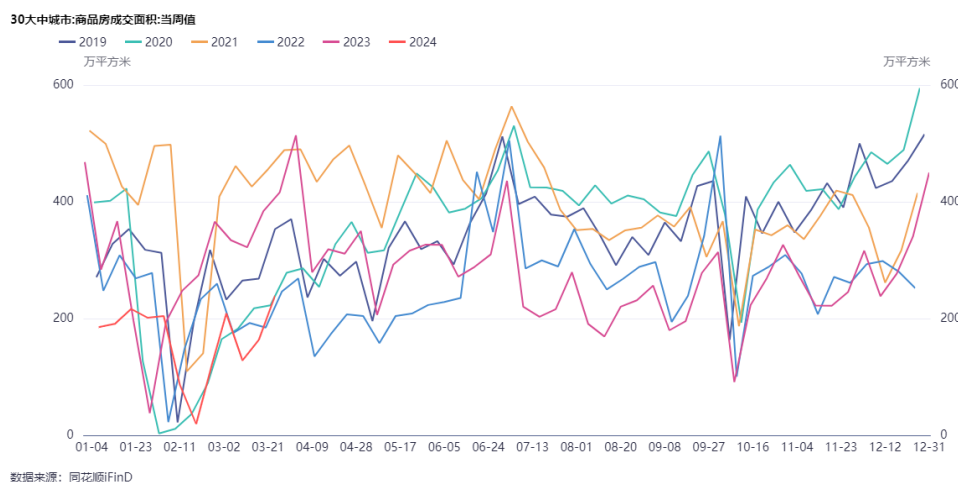
表 2.2 一季度主要城市地产政策：购房限制松绑

深圳	2.7	深圳优化住房限购政策 ，深圳市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）限购 2 套住房，深圳市户籍成年单身人士（含离异）限购 1 套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求；非深圳市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）能提供购房之日前 3 年在深圳市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购 1 套住房。
海口	1.10	海南省海口市优化房地产政策， 放松限购限售 。限购政策方面，由此前全市范围限购调整为区域限购，取消离异 3 年内购房算限购套数限制。调整限售年限，由购房合同备案满 5 年并取得不动产权证后可转让，调整为 2 年可转让。
苏州	1.30	苏州全面取消住房限购 。苏州市住建局工作人员表示，购买新房、二手房不做购房资格审核，新房限售政策仍为两年。
扬州	2.20	2.20 江苏扬州取消限售政策 ，鼓励市区商品住房“以旧换新”，并实施“以旧换新”契税补贴政策，契税补贴比例不超过 1.5%。
杭州	3.14	杭州市发布通知， 优化二手住房限购政策 ，在该市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格；同时明确优化增值税征免年限，该市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为 2 年。

资料来源：南华期货整理

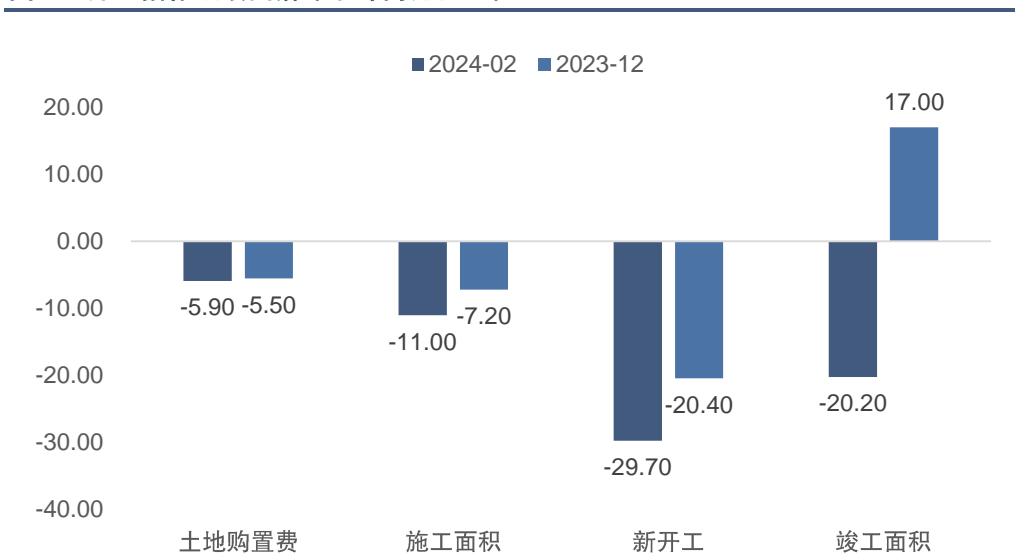
而从目前已有的数据来看，政策的聚集效应仍有待激发，量的积累尚未引起相关增速明显回升：一月以来 30 大中城市的商品房销售始终处于往年同期的低位，尽管限制措施持续放开，但需求依旧低迷，当前阻碍销售增速回暖的，不只是购房资格的限制。另一方面，从月度数据来看，今年前两个月从土地购置到新开工再到施工面积的累计增速较去年 12 月的前值均出现回落。

图 2.1 商品房销售



资料来源：iFind，南华期货

图 2.2 开工指标继续回落（累计同比：%）



资料来源：iFind，南华期货

2.2 政策动向

2.2.1 财政偏积极

两会召开前市场对于赤字率的预期一度达到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。而如果算上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。事实上，在综合参考前两本账的广义财政口径下，今年的财政力度相比去年更强，再加上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，整体来说财政力度要比表面上看起来的更加可观。

除了政策表态偏积极以外，我们在年初提到的中央信用下场的现象得到明显验证：在广义财政增长的同时，2024年地方财政赤字（一般债）为7200亿元与去年持平，地方政府专项债券3.9万亿多增1000亿，剩下的都将以中央财政加杠杆的形式落地，通过中央对地方转移支付等方式实现。根据2024财政预算报表，今年中央一般公共预算中对地方转移支付预计102037亿元，较去年同口径增长4.1%，而2023年的同比增速为2.7%。除此以外，2023年10月人大常委会宣布增发的万亿国债也将全部通过转移支付的方式安排给地方，按结转5000亿来算，加上今年中央政府性基金预算对地方转移支付较往年规模多增的约5000亿，通过中央加杠杆为地方输送的财政资金预计将超万亿。

2.2.2 货币整体偏松

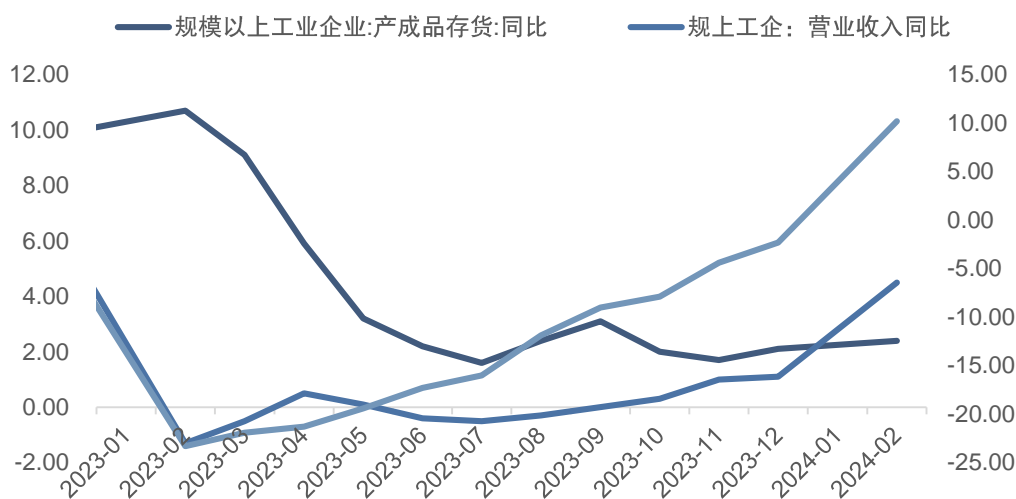
前文已经提到流动性环境是一季度债券走牛的重要原因，货币政策态度整体依旧偏积极，我们对于货币政策周期的判断与年初一致：宽松周期仍未结束。政府工作报告提到“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资

规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转...”。政策描述与去年末的中央经济工作会议基调基本一致。

2.3 关注周期指标

我们曾提示库存周期的情况以及M1可能会是今年的关键指标。具体来看，2月库存指标、企业营收以及利润指标全线改善，其中企业利润大幅转正，库存周期视角下宏观景气度或将回暖。特别是开年以来工业相关的例如工业增加值、制造业投资等指标表现都较为强势，包括3月制造业PMI明显回升转入扩张区间，一定程度上起到验证的作用。后续要关注库存回升的同时企业利润能否呈现可持续性的修复。

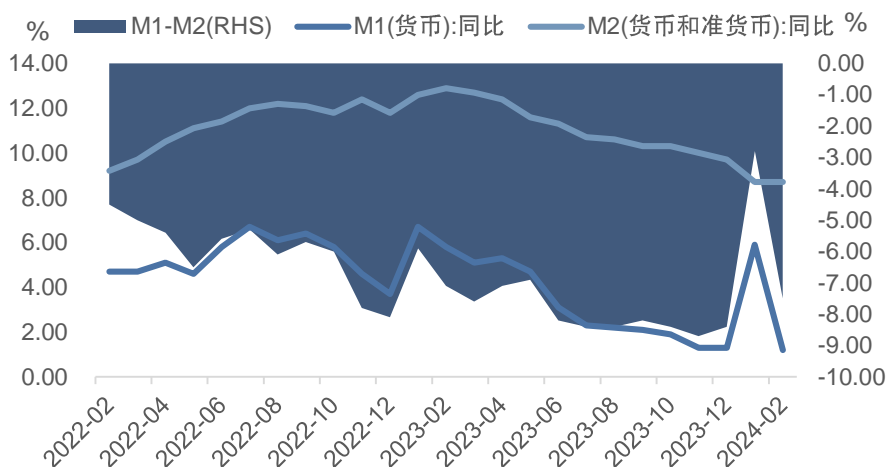
图 2.3 工业回暖



资料来源：iFind，南华期货

2月M1在摆脱春节错位的扰动后增速录得阶段性新低1.2%，货币流通视角下的企业活化资金指标仍待修复。

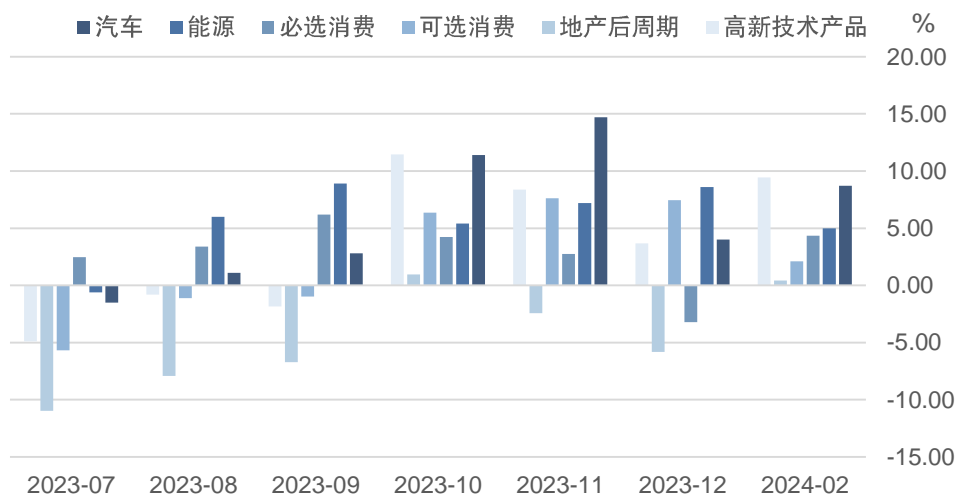
图 2.4 M1 继续回落



资料来源：iFind，南华期货

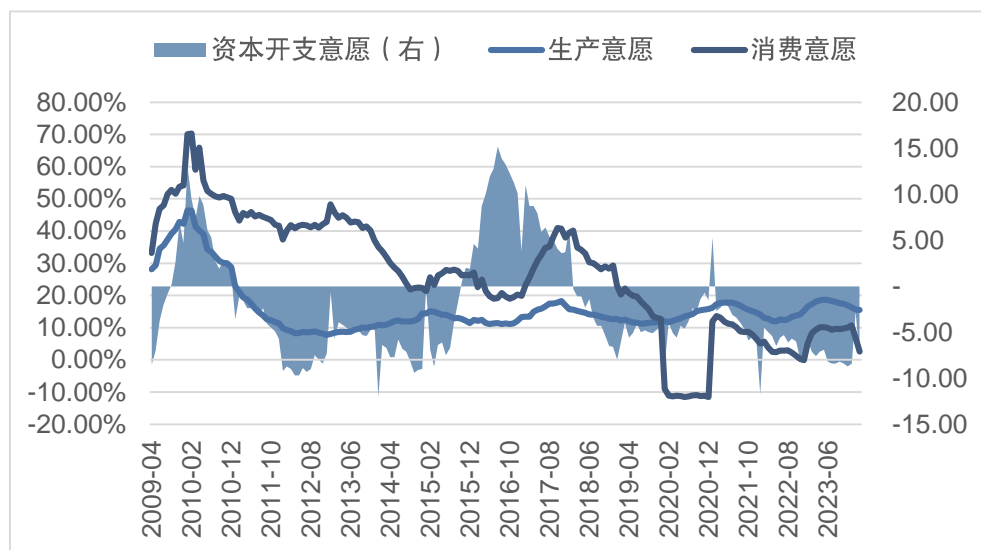
最后，从资本流通循环的角度来看，截至2月实体消费意愿较去年末进一步回落，同期社零累计增速5.5%，较前值回落1.9pct，二者互为印证，资本循环仍待畅通。具体数据上，我们将社零分项进行一定的处理，例如限额以上各分类的消费数据由于是1-2月的累计值，不能与去年12月进行比较，但如果我们将1-2月合计值平均一下，视作开年前两个月消费的中枢水平，变能够与去年12月进行类似“环比”的比较。从结果来看，各大类消费规模环比去年12月是偏弱的，其中必选消费1-2月平均约4390亿，前值（2023年12月）超4600亿；可选消费平均接近3900亿元，前值4000亿；地产后周期相关消费平均规模不到900亿，前值超1100亿元；高新技术产品平均约1250亿元，前值超1400亿。内需仍有待提振这一结论与消费成为过去一年我国经济增长的主要支撑并不冲突，也更体现出未来需求端政策加码的重要性。

图 2.5 M1 社零分项表现



资料来源：iFind，南华期货

图 2.6 M1 消费意愿指标依旧偏弱



资料来源：iFind，南华期货

3. 二季度：趋势不改，博弈边际

综上，趋势指标来看目前债市还未到反转之时，但一些乐观的信号已经出现。考虑到当前国债期货价格处于历史高位，在看到新的上行动能之前，以震荡思路来操作或许更为稳妥。除了上一章节中的周期观测指标外，二季度关注以下边际变化。

3.1 货币政策：通胀预期与供给压力

事实上，通胀预期与供给压力。包含了几个不同方面的市场逻辑，但他们的共同点在于最终都要通过流动性预期向市场传递，因此我们放在一起意义阐述。

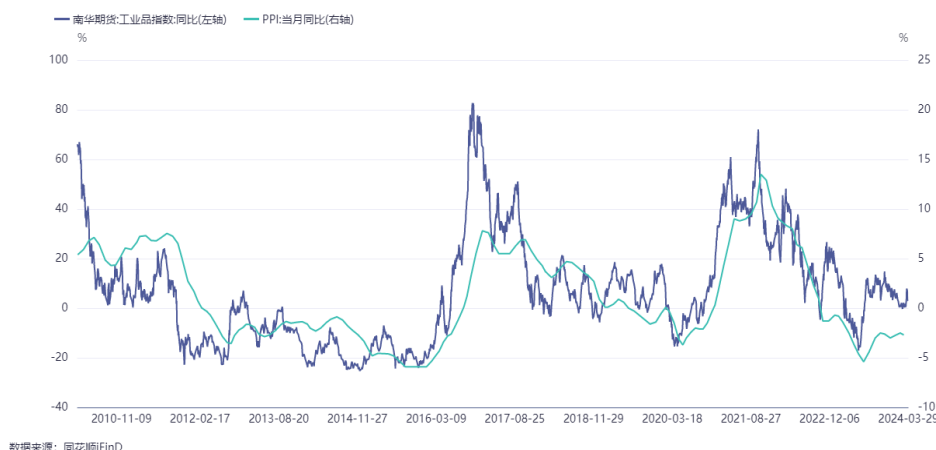
3.1.1 内部预期

在考虑未来政策节奏的时候，除了结合政策端对于稳增长和防风险的诉求，通胀水平也变得更加重要。

为什么通胀预期在二季度变得重要？在分析了最近几次领导层对于货币政策的表态之后，我们上调了通胀水平对于货币政策的影响系数，也就是说，在考虑未来政策节奏的时候，除了结合政策端对于稳增长和防风险的诉求，通胀水平也变得更加重要。最为核心理由在于我国货币政策的目标已经转变为“实现社会融资规模、广义货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，潘功胜行长在三月初的发布会上指出“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，统筹兼顾银行业资产负债表健康性，继续推动社会综合融资成本稳中有降”。

第二，此前我们曾经指出，实际利率偏高是调降政策利率的一大支撑。假设二季度通胀水平自发上行，短期内名义利率稳定的情况下，实际利率会相应回落。由于市场对于通胀的关注升温，加上当下市场对于通胀的判断存在分歧，行情或许不会等待通胀趋势得到验证之后才开始反应，而是更有可能向美债收益率一样走“数据——预期——行情”的数据依赖路径。

图 3.1 南华工业品指数对通胀的指示意义



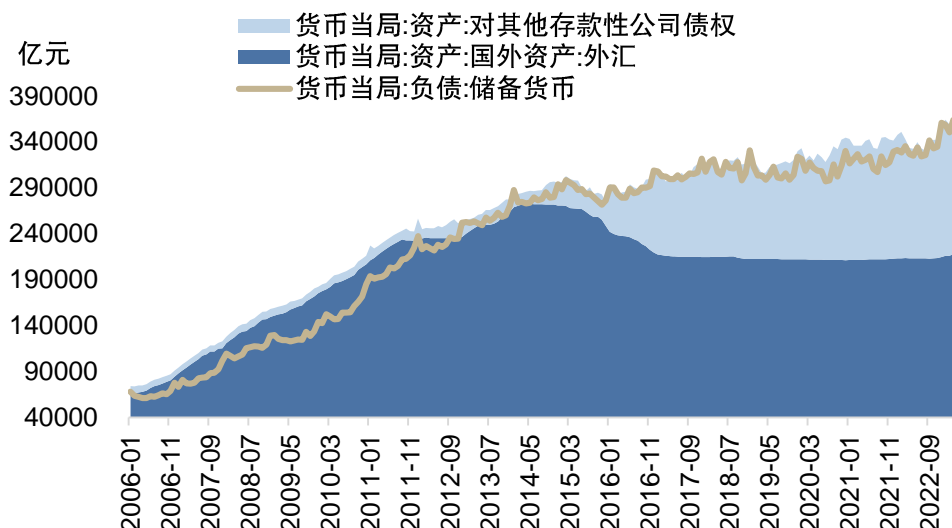
资料来源：iFInd，南华期货

3.1.2 外部预期差

目前美国降息预期相对稳定，但全球不同经济体降息节奏的错位可能会导致预期差，进而对国内市场形成扰动。

海外视角下，同样需要关注通胀预期。3月底汇率波动对于行情的扰动告诉我们，在全球货币政策周期走向共振之前，人民币币值始终是讨论货币政策时要面对的问题。目前美国降息预期相对稳定，但全球不同经济体降息节奏的错位可能会导致预期差，进而对国内市场形成扰动。

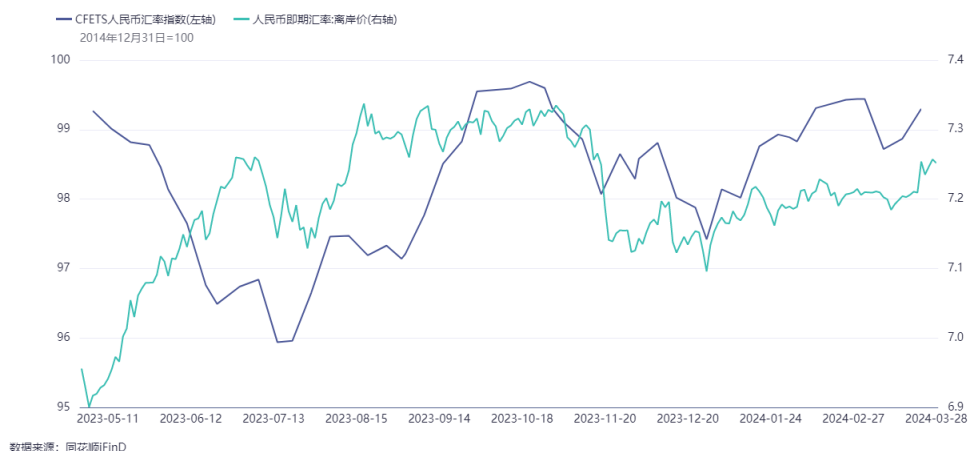
图 3.2 汇率影响政策态度



资料来源：iFind，南华期货

具体来看，3月FOMC会议点阵图显示，市场最关注的年内降息次数维持3次，指向联储委员对于降息的态度维持相对稳定。包括会后的新闻发布会上，鲍威尔也提到年内可能降息并且已经开始讨论减缓缩表：“虽然我们今天没有就此做出任何决定，但委员会的普遍感觉是，按照我们之前发布的计划，很快放慢（fairly soon）径流速度将是合适的。”而尽管会议表态偏鸽，在会后接下来的几天里人民币依旧遭遇到了贬值压力，主要原因与其他经济体有关。3月21日瑞士央行率先宣布降息，超出市场预期的同时打开了投资者对于欧元区开启降息的想象空间，因此尽管美联储表态偏鸽，美元指数却不跌反涨，进而对人民币造成压力，因此可以看到3月底人民币对美元贬值的同时，对一揽子货币的汇率整体相对稳定。

图 3.3 对一揽子货币币值稳定

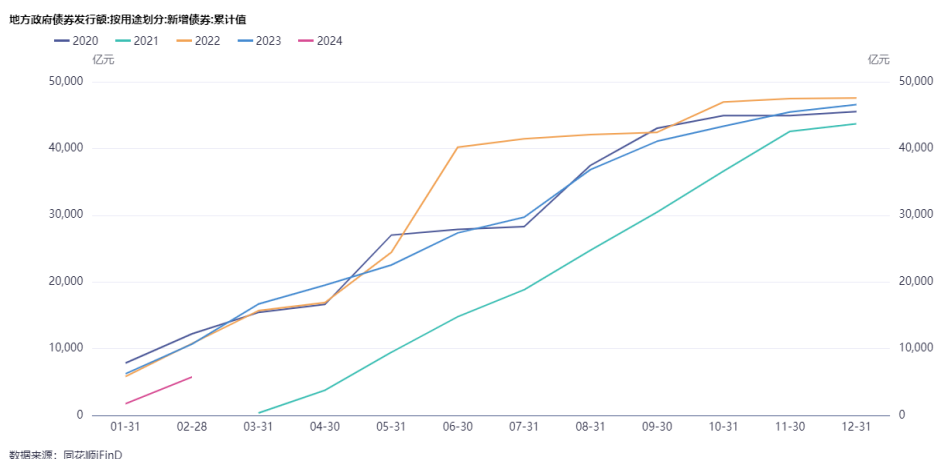


资料来源：iFInd，南华期货

3.1.3 关注供给扰动

二季度若利率债供给放量，前期资产荒的逻辑将会受到直接的影响。对于供给端的担忧主要来自两个原因：一是从总量来说，今年广义口径下的财政力度确实不算小，这使得供给端成为不能忽视的因素；其次年初以来的债券发行节奏相对偏慢，以专项债为例，前两月地方政府新增专项债 5759 亿元，除开财政后置的 2021 年，仅为近几年同期接近一半的水准，这意味着后续的发行量不小。更不用说今年还有一万亿的超长期特别国债等待落地，据媒体报道，有消息称年内政策性银行金融债（政金债）部分发行规模将提前至二季度发行，以给特别国债发行让路。

图 3.4 对一揽子货币币值稳定



资料来源：iFInd，南华期货

拉长周期来看，供给端从来都不是利率债趋势的决定性因素，但当整个市场被流动性以及资产荒逻辑推升到历史高位的时候，资金层面的波动对于市场的影响也会边际放大。

3.2 二季度展望：博弈边际

我们对于二季度行情的判断大多依赖于上述指标的表现，长期指标显示当前利率下行趋势仍在，但股债性价比、期限利差等盘面指标指向当市场存在过热迹象，交易盘也有止盈需求，因此进入3月以后十年期国债收益率以2.3%为轴上下震荡，每到2.25%附近抛压就十分明显。另一方面，随着宏观层面的积极信号逐渐显现，加上权益资产的回暖，市场风险偏好有所回升，并且对于二季度通胀的修复抱有预期，边际因素可能带动利率中枢上移至2.4%附近。反之，若预期落空或者相关指标超预期回落，例如通胀在低基数的情况下继续疲弱，亦或是制造业景气度转头下行，收益率或可借此机会向下冲击新的平台。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或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及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

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：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

