

国债利率创新低，后续怎么看？



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2024 年 12 月 15 日

★宽货币预期上升驱动机构抢跑，债市大幅走强

12 月初至今，10Y 国债利率下行幅度接近 25BP，年末抢跑行情超出了市场预期。一方面，年末机构配置意愿较强，且长期利率下行预期一致，机构存在抢跑动力；另一方面，非银活期存款利率下调、货币政策“适度宽松”等利多消息不断推出，市场的做多情绪被不断点燃。

★以史为鉴：宽货币预期驱动的行市如何演绎？

2020 年上半年和 2021 年 7-10 月，宽货币预期是主导债市走势的核心因素。通过复盘可以发现：1) 宽货币预期上升点燃市场做多情绪时，短期利率的下行幅度往往可以突破基本面和各类估值体系的束缚。2) 宽货币预期能否持续发酵是债市能否持续走强的关键。若预期能够继续上升，比如 2020 年 2 月末-4 月末，那么债市能够继续走强；若预期缺乏进一步上升的空间，比如 2021 年 8 月-9 月初，那么债市将转入高位震荡；若预期被证伪，比如 2020 年 4 月末以及 2021 年 9 月中上旬，债市就会走弱。3) 宽货币预期不能被证伪时，即使利多落地或是其他的利空逻辑出现，债市的调整也是短暂的。

★债牛尚未结束，但利率下行节奏放缓

一方面机构做多情绪尚未退潮，年内降息预期不易被证伪，市场还有延续走强的基础；另一方面考虑到市场已经基本完成了 20BP 的降息定价，且降息预期进一步上升的难度较高，利率继续大幅下行的动力不足。整体上看市场将进入震荡略偏强的行情中。年内 10Y 利率的低点应出现在 1.7%-1.75% 之间。

策略方面：1) 交易盘追高性价比降低，可关注调整买入机会；配置盘可继续持仓观望。2) 12 月下旬建议关注做陡曲线中短端的相关策略。3) 若非常担忧调整风险，可关注空头套保策略。

★风险提示：

1) 央行通过收紧流动性或是大量卖券干预市场；2) 超预期稳增长政策公布，风险偏好快速回升。

张荣东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

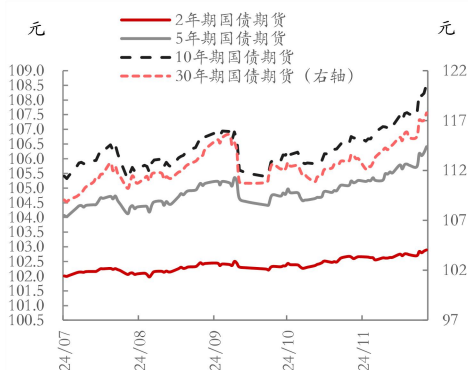
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



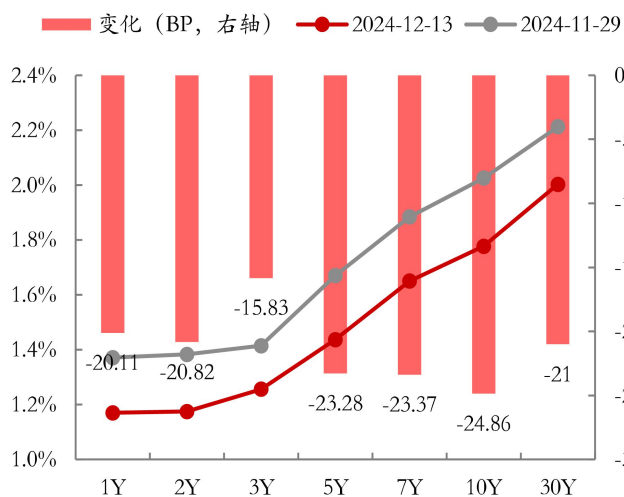
1、宽货币预期上升驱动机构抢跑，债市大幅走强

12月至今，国债市场大幅走强。截止13日，2年、5年、10年和30年期国债利率分别为1.17%、1.44%、1.78%和2.00%，分别较11月最后一个交易日下行了20.82BP、23.28BP、24.86BP和21.00BP。各期限收益率均达到了历史最低值。

年末机构本就存在着购买债券的动力，而宽货币预期上升点燃了市场的做多热情，机构快速抢跑。历史上12月国债利率下行的概率极高，这是因为机构投资者要为次年“开门红”做准备，存在着抢先配置的意愿。今年，利率长期下行已经成为市场一致预期，机构在年末抢跑的意愿本就较强，而非银活期存款利率压降、货币政策“适度宽松”、“适时降准降息”等不断公布的利多消息成为了驱动市场走强的导火索，机构迅速抢跑，市场大幅定价未来的货币政策宽松预期。

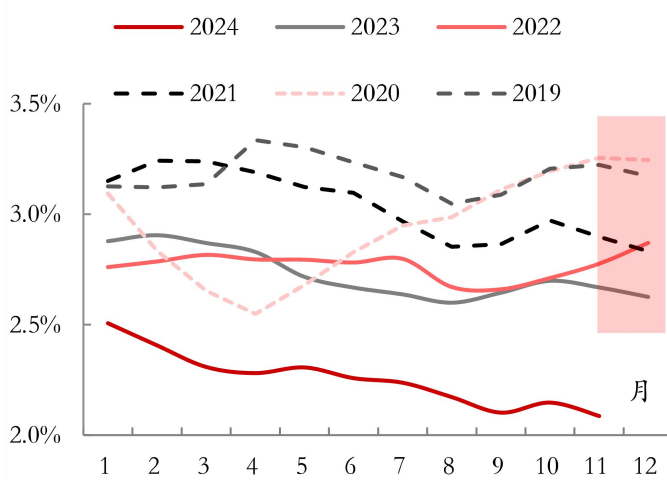
和历史上的走强行情相比，本轮走强存在两个特征，反应出了银行类机构购债意愿的强劲。一是国债期货IRR小幅下行。由于国债期货流动性较好，债市走强时国债期货的IRR往往上升，基差被压缩，但12月9日-13日当周国债期货IRR小幅下降，现券表现强于期货。银行类机构是现券市场的主要参与者，但参与国债期货的头寸规模不大。二是30Y利率表现弱于10Y。30Y品种久期长、波动大，市场走强时其利率下行幅度往往要超过10Y。今年末证券等非银机构抢跑购入了大量超长债，但随着利率不断下行，其买入节奏开始放缓、止盈力量上升，而配置需求较强的银行类机构大量买入10Y等品种，导致10Y表现强于30Y。

图表1：今年12月债市大幅走强



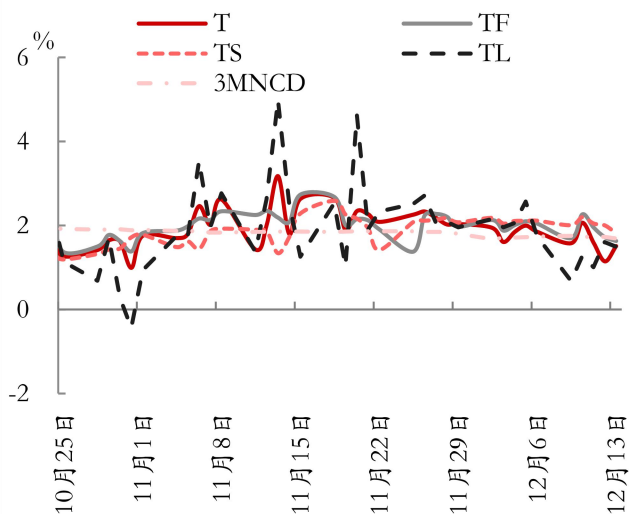
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：历年12月10Y国债利率下行概率极高



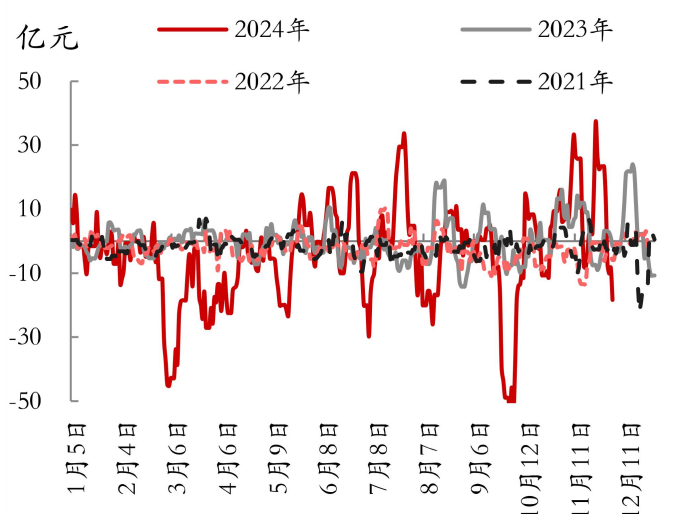
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：国债期货正套空间逐渐降低



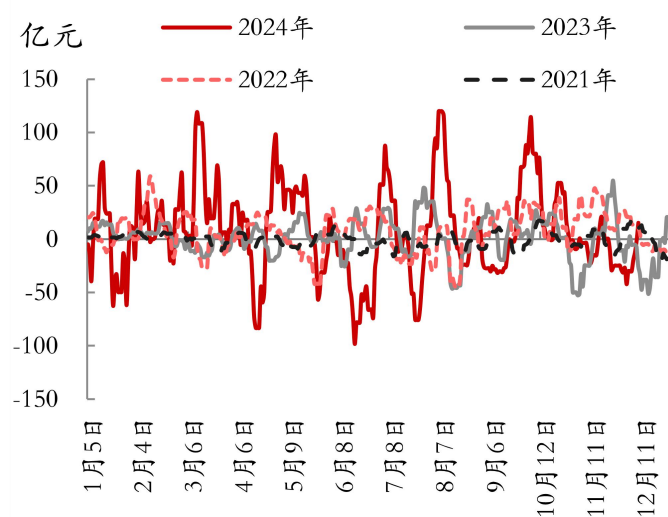
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：近期证券公司买入超长债规模下降

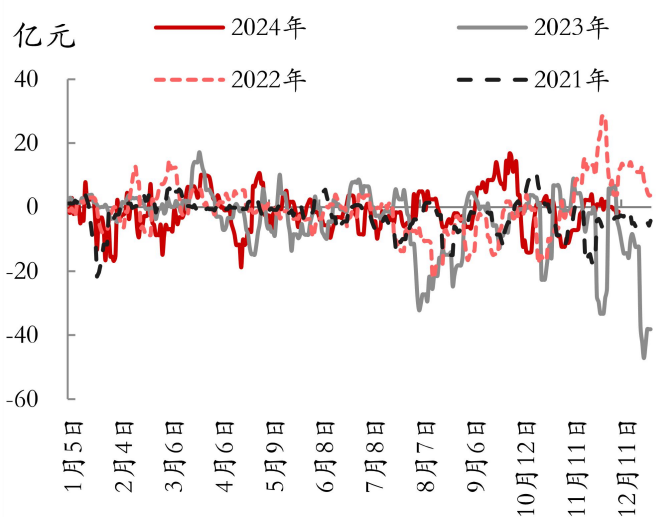


资料来源：iData，东证衍生品研究院

图表5：农商行在二级市场上超季节性买入7-10Y国债 图表6：城商行在二级市场买入7-10Y国债的规模略超季节性



资料来源：iData，东证衍生品研究院



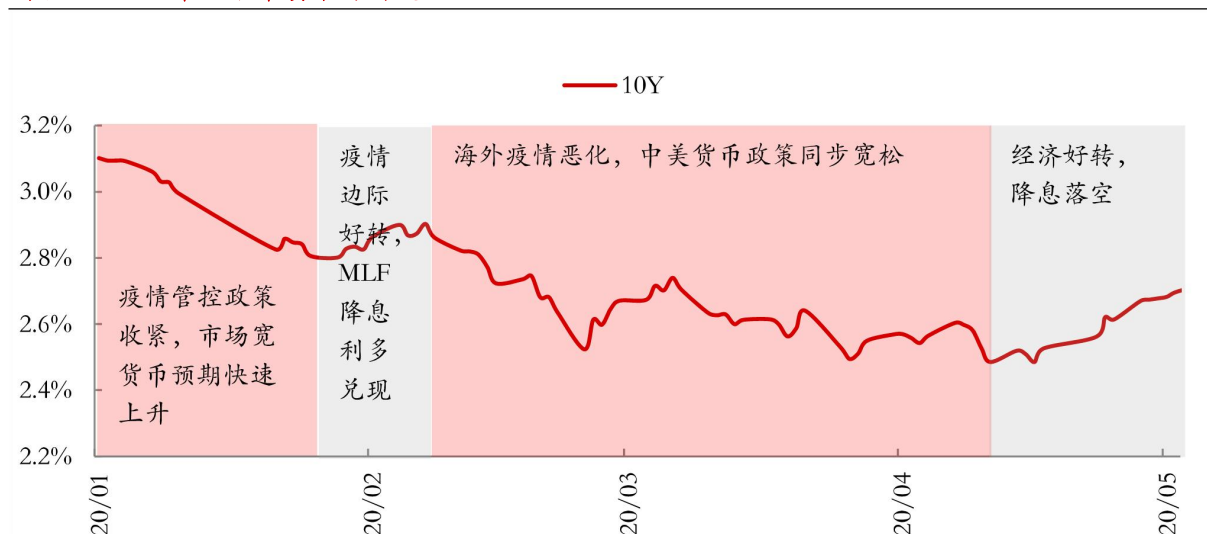
资料来源：iData，东证衍生品研究院

2、以史为鉴：宽货币预期驱动的行市如何演绎？

历史上宽货币预期驱动债券走强的行情屡见不鲜，2020年上半年和2021年7-10月是比较典型的例子。围绕着宽货币预期，2020年上半年的行情主要可以分为3个阶段。第一阶段为1月20日-2月10日，10Y利率由3.06%下行至2.80%。疫情风险显性化后，我国及时采取了强有力的管控措施，2月3日央行将7天期逆回购利率下调10BP，宽货币预期不断上升。第二阶段为2月10日-2月20日，10Y利率反弹至2.90%附近。疫情出

现边际缓解迹象，市场宽货币预期略有降温。2月17日1年期MLF利率下调10BP，市场将其视为利多兑现。第三阶段为2月21日-4月末，10Y利率再度下行至2.49%附近。彼时海外疫情不断发酵，美联储于3月4日降息50BP，央行也于2月27日表态将实施普惠定向降准，宽货币预期继续发酵。虽然3月中旬海外流动性危机传导至国内，债市短暂下跌，但随后中美央行同步宽松，10Y利率快速下行。债牛直至4月末经济预期好转、降息预期落空才结束。

图表7：2020年上半年债市行情复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

降准及降准预期主导了2021年7-10月国债走势，行情分为三阶段展开。第一阶段为7月9日至8月5日，10Y利率由3.0%下行至2.8%附近。7月初央行超预期宣布降准，随后市场预期央行将在9-10月再次降准，货币政策宽松预期不断发酵，债市大幅走强。第二阶段为8月初-9月初，10Y利率在2.8%-2.9%之间震荡。降准预期仍然存在，但迟迟未能兑现，债市转入震荡。第三阶段为9月中旬-10月中下旬，10Y利率回升至3.0%附近。通胀水平不断上升，降准预期落空，债市下跌。

通过复盘可以发现：1) 宽货币预期上升点燃市场做多情绪时，短期利率的下行幅度往往可以突破基本面和各类估值体系的束缚。2) 宽货币预期能否持续发酵是债市能否持续走强的关键。若预期能够继续上升，比如2020年2月末-4月末，那么债市能够继续走强；若预期缺乏进一步上升的空间，比如2021年8月-9月初，那么债市将转入高位震荡；若预期被证伪，比如2020年4月末以及2021年9月中上旬，债市就会走弱。3) 宽货币预期不能被证伪时，即使利多落地或是其他的利空逻辑出现，债市的调整也是短暂的。

图表 8：2021 年 7-10 月债市行情复盘



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

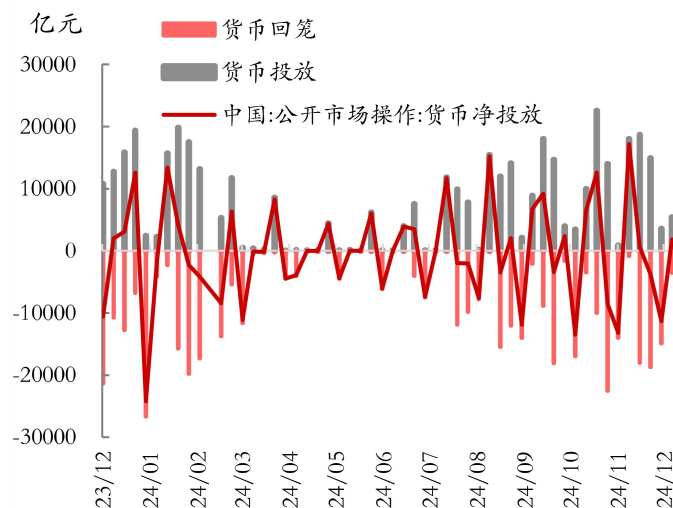
3、债牛尚未结束，但利率下行节奏放缓

债市上涨节奏快、利率水平低的确需要谨慎，但通过复盘可以发现，宽货币预期的变化才是后续市场走势的核心影响因素。年内降息预期不易被证伪。一方面，美联储大概率降息，虽然此事件已经被市场充分预期，但海外压力的下降在客观上的确有助于降息预期的维持。另一方面，年末配置力量尚未衰减，市场对于利多的消息也是更为敏感的。但降息预期进一步上升的概率也比较低。受“适度宽松的货币政策”、“适时降准降息”、“流动性充裕”等表述的影响，市场普遍认为明年的降息空间在 30BP 之上，Q1 是重要的降息观察窗口期，且市场已经基本完成了 20BP 降息的定价。债市若要进一步走强，市场或要上修明年降息幅度的预期，目前来看，年内缺乏相关的驱动。后续市场宽货币预期的演绎程度应略强于 21 年 8 月-9 月，但弱于 2020 年 2 月末，预计年内债市仍将走强，但利率的下行节奏会明显放缓，10Y 利率的低点将出现在 1.7%-1.75% 之间。

降准落地不足以扭转债牛格局。历史经验显示，降准等利多兑现后，债市往往会出现小幅调整，但只要宽货币预期能够延续，调整反而是买入机会。年内降准是确定性事件，预计降准后市场止盈情绪或将发酵，但 10Y 利率或难以持续突破 1.8%。降准落地后，资金面紧平衡的状态有望缓解，且部分机构也会抓住调整的时机配置，债市将再度走强。

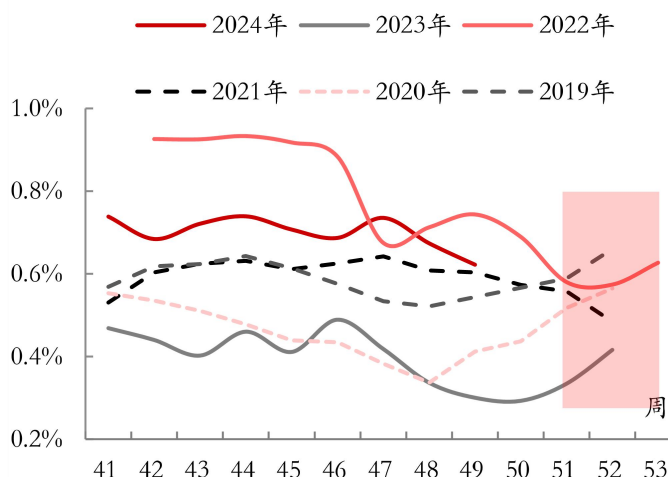
相较于年内的降准，下一次降息应能够更有效地驱动债市调整。一方面，本轮宽货币预期的核心是降息而非降准，降息的利多落地属性更强。另一方面，下一次降息大概率出现在明年 Q1，届时海外环境恶化对国内的负面影响路径会更为清晰，市场也会期待降息后出台的积极的财政政策。

图表9：央行净投放力度下降是资金面收敛主因



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：12月下旬10Y-1Y利差走阔概率较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

曲线方面，预计后续收益率曲线短端会震荡走陡。12月至今，配置机构集中购买10Y长债，叠加资金面处于紧平衡状态，曲线趋平。预计后续资金面有望边际转松。虽然税期将近，且12月有14500亿元的MLF到期，但一者11月财政存款超季节性上升，年末的支出节奏有望加快；二者年内降准是确定性事件，且在“流动性充裕”的要求下，年末央行也将通过买断式逆回购等方式增加流动性投放的规模。实际上，自央行货币政策框架转型以来，月末资金面季节性收敛的规模已经变为均衡偏松。年末汇率贬值压力虽存，但预计不会干扰央行的流动性投放。考虑到年末企业有集中结汇的需求，叠加12月美联储大概率降息，当前汇率的贬值压力相对可控，央行更多会“以我为主”。后续资金利率将小幅下行并带动收益率曲线走陡。另外，历史经验也显示，12月下旬收益率曲线走陡的概率相对较高。

针对当前形势，建议关注以下策略：

- 1) 单边策略：年末利率下行最快的时间已经过去，交易盘追高性价比降低，可关注调整买入的机会；配置盘可继续持仓观望。
- 2) 曲线策略：12月下旬曲线有望走陡，建议关注做陡曲线中短端的相关策略。
- 3) 期现策略：当前正套机会有所收窄，但预计后续正套机会会再度出现。
- 4) 套保策略：若非常担忧调整风险，可关注空头套保策略。

4、风险提示

当前利率水平偏低、负Carry问题不断加剧、机构久期较长，一旦超预期风险事件出现，机构止盈意愿或将迅速上升并带动债市急跌。可能出现的风险因素包括：1) 利率

下行节奏过快，央行通过收紧流动性或是大量卖券进行干预。2) 有超预期的稳增长政策公布，市场风险偏好快速回升并带动债市调整。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com