

## 多头思维仍强，关注可能的预期差

### 报告要点

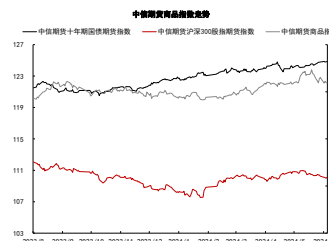
下半年来看，债市利率进一步下行空间或仍有限，整体需维持谨慎。虽然当前多头思维仍强，但需关注可能的预期差。央行政策目标向防风险有所倾斜。上半年财政发力偏缓，下半年空间充足。政策持续发力，基本面边际修复。预计 10Y 国债收益率波动区间在 2.2%-2.45% 附近。

### 摘要：

- **下半年市场博弈重心或再度回归政策面以及基本面。**对基本面预期偏弱以及随之产生的宽货币预期升温，叠加对财政发力预期不高，导致当前多头思维仍强。不过就下半年来看，或需提防上述预期呈现一定预期差的可能：
- **宽货币可能的预期差。**市场宽货币预期持续较强，但需要注意的是，货币政策兼顾多元目标，且当前向防风险有所倾斜。另外，当前引导综合融资成本下行或更多对应的是贷款利率下行，与降息（MLF）以及债市利率下行之间并不能简单划等号。下半年来看，组合工具的使用或带动 LPR 以及贷款利率下行，而政策利率下调则受制约因素较多，且央行喊话仍需关注。
- **财政发力与政策效果可能的预期差。**上半年财政发力偏慢或使市场对财政发力预期有所减弱。下半年财政发力空间相对充足。6-12 月政府债净融资规模约 6.3 万亿元，有利改善债市供需错配格局，节奏上看，6-7 月专项债发行或整体仍偏慢，8 月或将加速。政策持续发力，基本面边际修复。当前国内库存周期见底回升，名义库存与实际库存先后于去年 7 月和 12 月触底。另外专项债等也将对投资以及融资需求产生一定拉动。
- **展望下半年，债市利率进一步下行空间或仍有限，相反向上弹性或更大，需关注预期差出现的可能。**上半年债市利率下行幅度相对较大，且央行频繁喊话提示长端利率风险，债市利率突破性下行难度较大，预计 10Y 国债收益率波动区间或在 2.2%-2.45% 附近。节奏上，近几年债市利率在下半年呈现 7-8 月下行，9-11 月上行，12 月下行的季节性，今年这一节奏特点仍可能上演，即债市前期偏强，中期偏弱，后期再度有所走强。

**策略建议：**关注空头套保以及 TL 基差交易机会；曲线或维持陡峭化，关注 30Y-10Y 利差做阔机会。

**利率下行风险：**货币宽松超预期；**利率上行风险：**经济好转以及通胀超预期；特殊再融资债发行超预期



### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaqing@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

## 目 录

摘要：	1
一、2024H1：供需主导行情，多头略占上风	5
（一）上半年债市延续强势表现	5
（二）上半年国债期货走势回顾	6
（三）小结：上半年关注供需，下半年提防预期差	9
二、宽货币可能的预期差	10
（一）当前市场宽货币预期持续较强	10
（二）货币政策需要兼顾多元目标，且当前向防风险有所倾斜	12
（三）政策利率下调概率不高，央行喊话位置或构成利率底	14
三、财政发力与政策效果可能的预期差	17
（一）财政政策：发力后置，空间充足	17
（二）政策持续发力，基本面边际修复	25
四、下半年债市走势呈现一定季节性	28
（一）下半年债市走势的季节性	28
（二）季节性走势的背后	30
五、债市策略	33
（一）趋势判断：关注可能的预期差，债市利率下行空间或有限	33
（二）策略推荐：关注空头套保以及曲线做陡机会	34
免责声明	38

## 图目录

图表 1： 一季度债市利率快速下行，二季度转入震荡（%）	5
图表 2： 2024 年上半年国债期货市场走势（元）	6
图表 3： 一季度存款准备金率下调 50BP，5Y LPR 下调 25BP。	7
图表 4： 自去年 12 月以来，政府债供给放缓（周度，亿元）	7
图表 5： 一季度地方债发行仍偏慢（亿元）	8
图表 6： 国债净融资额整体下降（亿元）	8
图表 7： 4 月央行多次提及关注长端利率风险（元）	9
图表 8： 基本面有待进一步好转，PMI 再度回落（%）	10
图表 9： 融资需求仍偏弱（%）	10
图表 10： 地产对经济拖累仍较为明显（%）	11
图表 11： 通胀处于低位（%）	11
图表 12： 实际利率偏高受到较多关注（%）	11
图表 13： IRS FR007 1Y 快速下行（%）	12
图表 14： LPR1Y IRS 反映市场有一定的降息预期（%）	12
图表 1： 债市杠杆率或不高（亿元）	13
图表 2： 拉久期现象或较为突出，长端利率下行较多，并或较政策利率有所偏离（%）	14
图表 3： 发改委等部门关于降成本工作通知	15

图表 4: 去年实际贷款利率同样有所上行 (%)	16
图表 5: 今年实际贷款有所下行 (%)	16
图表 6: 央行频繁喊话或构成利率底 (%)	17
图表 7: 一般公共预算实际支出累计完成进度	18
图表 8: 政府性基金预算实际支出累计完成进度	18
图表 9: 一般公共预算支出中部分项目累计同比增速 (%)	18
图表 10: 一般公共预算支出中基建类支出累计同比增速 (%)	18
图表 11: 100 大中城市成交土地面积 (万平方米)	19
图表 12: 专项债发行偏慢	19
图表 13: 前 4 月增发国债水利项目进展	20
图表 14: 截至 5 月底天津增发万亿国债项目进展	20
图表 15: 6-12 月新增专项债待发额度接近 2.7 万亿元	20
图表 16: 超长期特别国债可能边发行、边使用	20
图表 17: 广义财政支出单季支出进度	21
图表 18: 超长期特别国债发行频次 (次)	21
图表 19: 关键期限普通国债单只发行规模 (亿元)	21
图表 20: 2024 年 6-12 月国债净融资规模预测表 (亿元)	22
图表 21: 6 月初前完成预算调整的省份数量	22
图表 22: 3.9 万亿新增专项债额度分批下达	22
图表 23: 6 月初, 新增专项债发行再次放缓	23
图表 24: 6-12 月地方债净融资规模预测 (亿元)	24
图表 25: 2024 年 6-12 月政府债净融资规模预测表 (亿元)	24
图表 26: 2024 年 6-12 月政府债净融资规模预测图 (亿元)	24
图表 27: 主动补库阶段或已开启 (%)	25
图表 28: 名义库存与实际库存先后见底回升 (%)	25
图表 29: 库存周期与债市利率 (%)	26
图表 30: 居民储蓄快速增长	26
图表 31: 居民收入、就业信心缓慢修复	26
图表 32: 居民对房价悲观程度或触底	27
图表 33: 30 大中城市商品房成交面积跌幅收窄 (%)	27
图表 34: 财政发力效果或有所显现 (%)	27
图表 35: 失业率震荡回落至 2019 年水平 (%)	28
图表 36: 可支配收入增速边际修复 (%)	28
图表 37: 2019 年以来 10 年期国债收益率呈现一定的季节性规律	29
图表 38: 2019 年以来 10Y 国债收益率下半年表现	29
图表 39: 7 月、8 月和 11 月债市波动率较大	30
图表 40: 2019 年以来三季度多发生降准、降息等宽货币行为	30
图表 41: 9 月-11 月, 债市受政策端博弈, 利率大多呈现上行趋势	31
图表 42: 2019 年-2023 年 12 月利率债和同业存单合计托管量增加较多	32
图表 43: 2020 年下半年 10 年期国债收益率表现	32
图表 44: 债市利率进一步下行空间或仍有限 (%)	34
图表 45: T 主力合约基差与净基差	35

---

图表 46: TL 基差波动较大 .....	35
图表 47: 上半年曲线呈现一定陡峭化 (%) .....	36
图表 48: 适当关注 30Y-10Y 利差做阔机会 (%) .....	36
图表 49: 超长债供给增加有望带动 30Y-10Y 利差走阔 (亿元) .....	37



## 一、2024H1：供需主导行情，多头略占上风

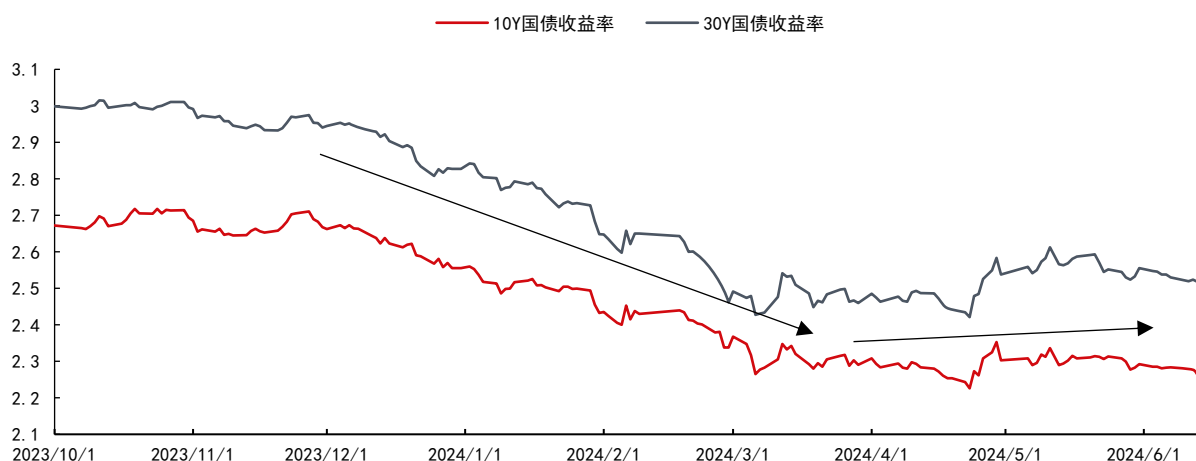
### （一）上半年债市延续强势表现

2024 年上半年债市整体表现仍较为强势。截至 6 月 14 日，10Y 国债收益率录得 2.26%，自年初以来下行约 30BP，不仅突破 2020/4/8 的低点（2.48%），4 月 23 日，10Y 国债收益率录得 2.23%，刷新前期低点。另外，截至 6 月 14 日，30Y 国债收益率录得 2.50%，自年初以来下行约 33BP，下行幅度略高于 10Y 国债收益率。与之相对应的，国债期货在上半年也整体延续强势表现，T 和 TL 主力合约价格均呈现明显上行，且期间均创历史新高。对比过去几年来看，上半年债市表现偏强，且债市利率下行幅度不小。2023 年，10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率分别下行约 28BP 和 37BP。2021-2023 年 10Y 国债收益率平均每年下行约 20BP，30Y 国债收益率平均每年下行约 30BP。今年上半年债市利率下行幅度基本与过去几年全年水平相当。

虽然上半年债市表现偏强，不过从节奏上看，一季度债市利率快速下行，国债期货大幅上涨，二季度则整体偏震荡。仍以 10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率为例，截至一季度末，10Y 国债收益率录得 2.29%，30Y 国债收益率录得 2.46%，两者相较于去年底分别下行约 27BP 和 37BP，也即上半年债市利率下行，国债期货大幅上涨，主要受一季度贡献。实际上自二季度以来，债市利率整体变动不大。

从影响因素上看，上半年债市表现受供需面因素影响较大，基本面波动对债市影响相对有限，供需占主导，并贯穿始终，其中一季度供需矛盾突出带动债市利率快速下行，二季度供给担忧情绪升温，叠加央行喊话，债市利率盘整。

图表1：一季度债市利率快速下行，二季度转入震荡（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所



## （二）上半年国债期货走势回顾

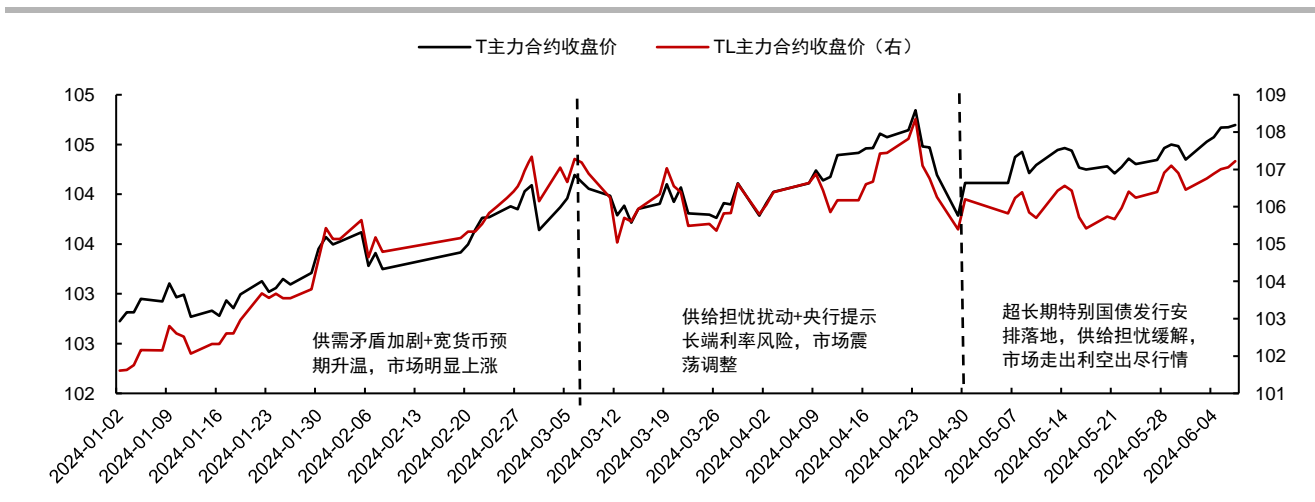
具体从国债期货表现上看，回顾 2024 年上半年走势，大致可分为三个阶段。

**第一阶段为 2024 年 1 月至 2024 年 3 月初，博弈重点在供需矛盾和宽货币预期，多头情绪明显占优。**

第二阶段为 2024 年 3 月初至 2024 年 4 月底，影响因素主要为供给担忧升温 and 央行提示长端利率风险，市场整体震荡调整；

第三阶段为 2024 年 5 月至 2024 年 6 月，伴随超长期特别国债发行安排落地，市场对于供给担忧情绪有所缓解，国债期货市场再次震荡上行。

图表2：2024 年上半年国债期货市场走势（元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 1、2024 年 1 月-2024 年 3 月初

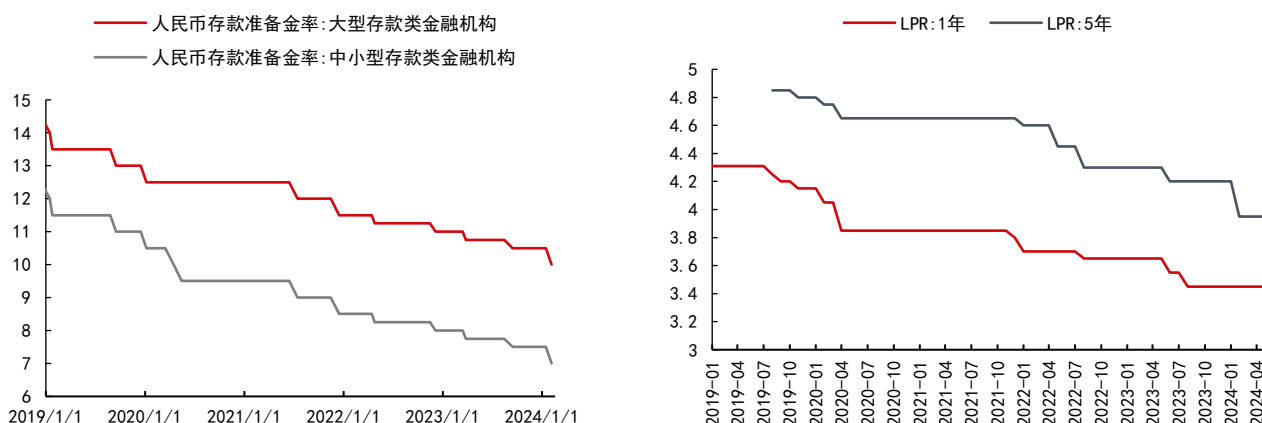
2024 年第一季度，国债期货市场表现较为强势，其中，T 主力合约价格创当时新高，3 月 7 日 T 主力合约收盘价一度达到 104.125 元。此外，超长端品种表现更为强势，TL 主力合约价格同样出现大幅上涨，3 月 7 日收盘价来到 107.19 元，且盘中一度突破 108 元。**长端和超长端品种持续走强的背后，主要受“供需矛盾加剧+宽货币预期升温”的影响。**从 23 年 11 月至 24 年 2 月，制造业 PMI 持续位于临界值以下，基本面有待进一步好转，而这也带动市场对货币政策发力的预期升温。另外，实际利率偏高也受到市场较多关注，这也带动降准降息等宽货币预期的升温。

在政策取向上，央行对于货币政策的表态也较为宽松。1 月 24 日，央行宣布将于 2 月 5 日降准 50BP，带动释放长期资金 1 万亿元。虽然春节前在汇金增持 ETF 的背景下，股债跷跷板效应使得国债期货市场出现小幅调整，但随着 2 月 20 日 5Y LPR 调降 25BP，宽货币预期进一步升温，且调降 LPR 为宽信用政策做支撑这一逻辑并未对债市做多情绪形成压制。2 月 22 日，多家银行先后下调存款利率，



使得市场对利率下行具有较强预期，国债期货市场也出现明显走强，尤其是 T 和 TL 合约上涨较多。

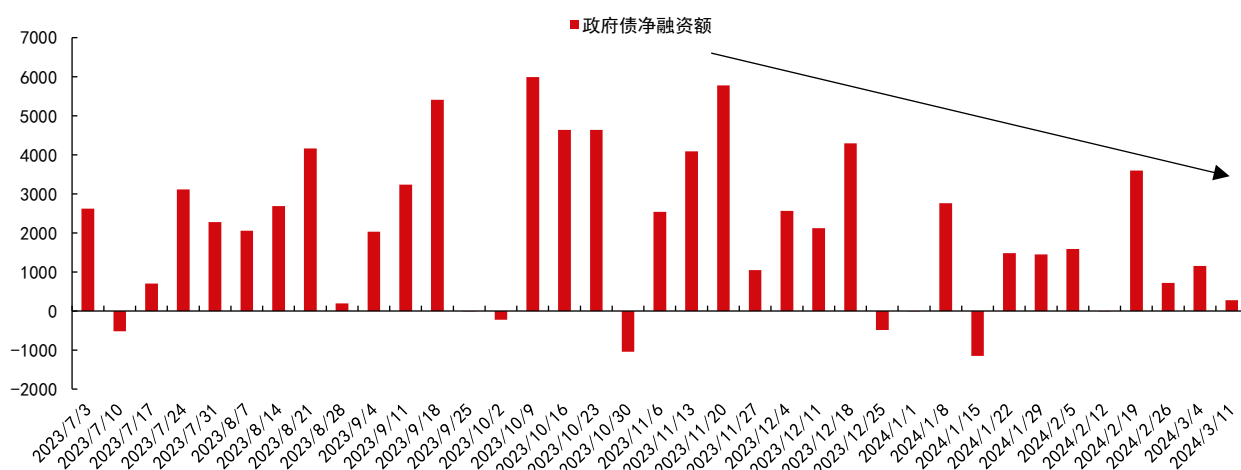
图表3：一季度存款准备金率下调 50BP，5Y LPR 下调 25BP。



资料来源：Wind 中信期货研究所

另一方面供给偏缓，供需矛盾较为突出推动国债期货上涨。与宽货币预期升温相反，市场对财政发力预期则有所减弱，其中一季度政府债供给明显放缓。具体从政府债供给情况来看，自去年 12 月以来，净供给规模整体下行，且今年年初供给量也偏低，相较于去年 10-11 月供给高峰的 6000 亿元，今年自年初以来，彼时单周政府债净融资规模平均约 1100 亿元，单周最高约 3600 亿元，发行呈现明显放缓。政府债供给放缓也加剧了供需矛盾，今年一季度供给偏弱使得 T 和 TL 主力合约价格出现一波快速上行。

图表4：自去年 12 月以来，政府债供给放缓（周度，亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

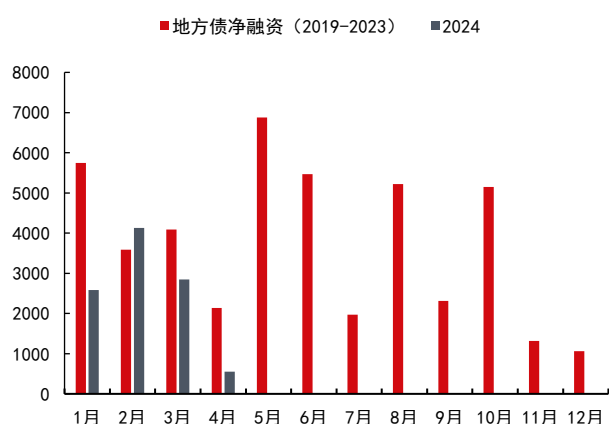
整体来看，在宽货币预期升温的条件下，债市的配置需求也有所上升，叠加政府债供给偏弱加剧了供需矛盾，这也推动国债期货价格在一季度走出一波快速

上涨行情。

## 2、2024 年 3 月初-2024 年 4 月底

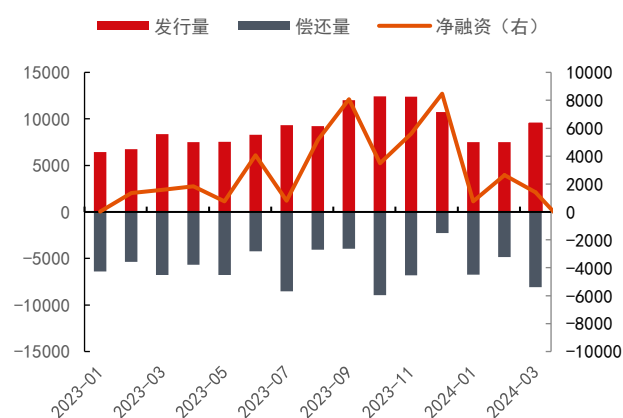
在进入一季度末后，地方债和专项债发行规模和前几年同期相比整体偏弱，另外超长期地方债供给规模也不高，国债净融资规模也整体回落。在今年年初供给明显偏缓的情况下，市场对于后续供给加速的担忧情绪有所升温，叠加两会提及今年将发行万亿超长期特别国债，且连续几年发行，或受这些方面因素影响，T 和 TL 合约在 3 月中上旬也呈现一定调整压力，尤其是 TL 合约价格出现明显下跌，3 月 7 日至 3 月 12 日累计跌幅超过 2%。

图表5：一季度地方债发行仍偏慢（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：国债净融资额整体下降（亿元）

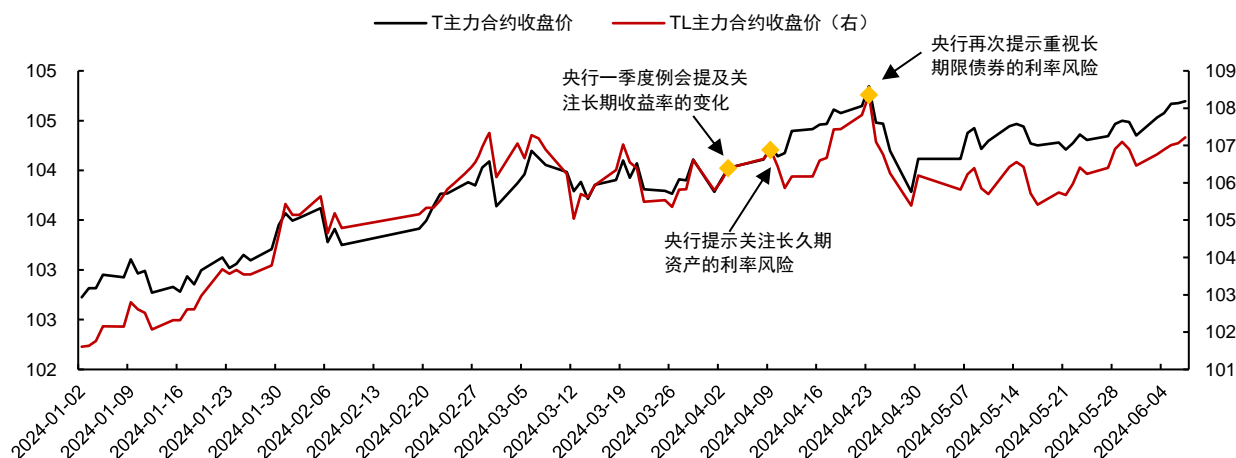


资料来源：Wind 中信期货研究所

另外，在进入 4 月后，央行也开始频繁提示关注长端利率风险。4 月 3 日，央行在货币政策例会中提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”；4 月 9 日，央行与政策性银行座谈提及长久期资产的利率风险问题，再度释放关注长端利率风险的信号；4 月 23 日，央行有关部门负责人表示长期国债收益率要与长期经济增长预期相匹配，并提醒长期限债券投资者重视利率风险。在央行的频繁喊话下，市场情绪转为谨慎，长端品种出现较为明显的调整，至 4 月 29 日，T 和 TL 主力合约收盘价相较于 4 月 23 日分别下跌 1.06 元和 2.96 元。



图表7：4月央行多次提及关注长端利率风险（元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 3、2024 年 5 月-2024 年 6 月

国债期货市场在经历了前期的迅速下跌后缓慢修复。进入 5 月后，超长期特别国债发行安排于 5 月 13 日落地，且发行时间较为分散，整体节奏偏缓，使得供给担忧情绪有所减弱，叠加前期博弈的地产宽松政策落地，市场整体走出利空出尽行情，受此影响长端和超长端品种也出现一定程度的走强。在首支超长期国债于 5 月 17 日发行后，至 5 月 29 日收盘，T 主力合约累计上涨 0.20 元，TL 主力合约累计上涨 1.36 元。

#### （三）小结：上半年关注供需，下半年提防预期差

整体上看，上半年债市表现受供需因素主导，尤其是二季度债市围绕供给因素展开博弈。而至二季度后期，在超长期特别国债发行安排落地后，债市博弈焦点或再度有所转移。市场对基本面政策落地效果以及政策面情况的关注度再度上升，且可能成为下半年关注重点。从前期供给扰动有所消退后的市场表现来看，整体或仍处于多头思维。对基本面预期偏弱以及随之产生的宽货币预期升温继续为多头情绪提供支撑。另外，对财政发力以及政策效果预期偏弱。

而就下半年来看，虽然当前多头思维仍强，但或需要提防预期差出现的可能。一方面，央行频繁喊话提示长端利率风险或反映央行对防风险的关注度上升，LPR 或进一步下行，但政策利率或未必下调，宽信用信号更浓。另一方面今年财政基调比较积极，而上半年财政发力偏缓，下半年财政加码发力可能性较大。当前基本面呈现边际修复，但市场处于弱预期状态，可能需要基本面持续修复来扭转，下半年可能呈现一些变化。从债市走势上看，一季度债市利率快速下行，二季度转入震荡，下半年或延续这一表现，债市利率下行空间仍较为有限，反而向上弹性或大于向下弹性。

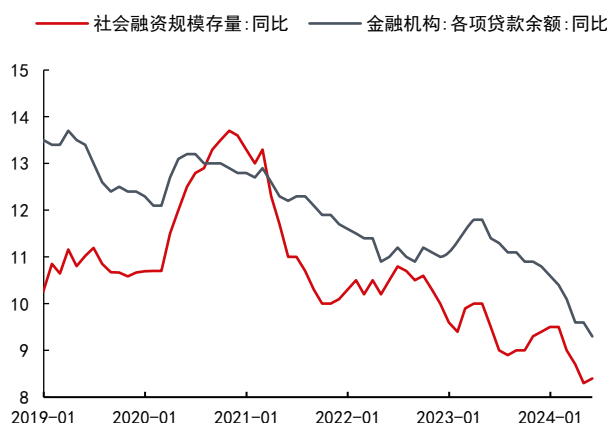
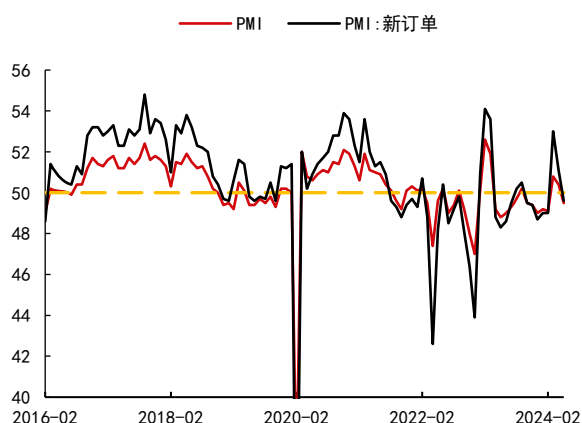
## 二、宽货币可能的预期差

### （一）当前市场宽货币预期持续较强

基本面有待进一步好转，融资需求仍相对偏弱，市场对货币政策进一步发力预期较强。当前基本面有待进一步好转，3月和4月制造业 PMI 分别录得 50.8% 和 50.4%，5月回落至 49.5%，再度降至临界值以下。其中制造业 PMI 新订单项 3月和4月分别录得 53%和 51.1%，5月回落至 49.6%。与基本面有待进一步好转相对应的是，当前融资需求或仍偏弱，社融增速仍处于下行过程中，4月社融存量同比增速降至 8.3%，5月略有反弹至 8.4%，仍处于低位。信贷增速同样仍呈现下行表现，4月贷款余额同比增速降至 9.6%，5月进一步走低至 9.3%。从信贷结构上看，企业部门和居民部门新增贷款较去年同期均呈现少增。基本面和信贷等数据表现偏弱，带动降准降息等宽货币预期走强。

图表8： 基本面有待进一步好转，PMI 再度回落（%）

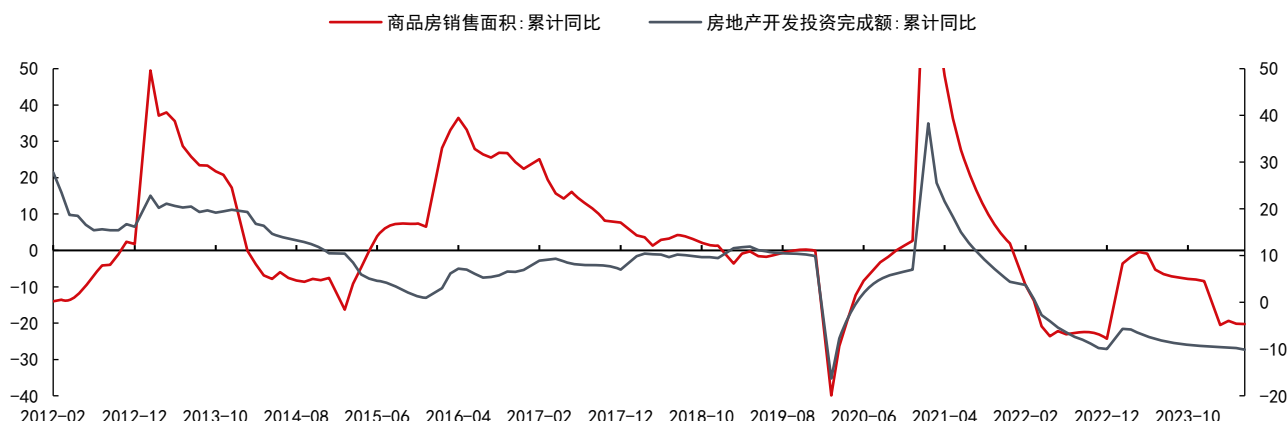
图表9： 融资需求仍偏弱（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

地产下行压力仍然较大，对基本面构成拖累，并助推宽货币预期。今年 1-5 月商品房销售面积累计同比下降 20.3%，2022 年和 2023 年全年同比分别下降 24.3% 和 8.5%。在投资端，今年 1-5 月房地产开发投资完成额累计同比下降 10.1%，2022 年和 2023 年全年同比分别下降 10%和 9.6%。地产端表现仍偏弱，而目前来看，在稳地产的背景下，市场对如进一步降低利率水平进而提振房地产市场的宽货币预期可能也较强。

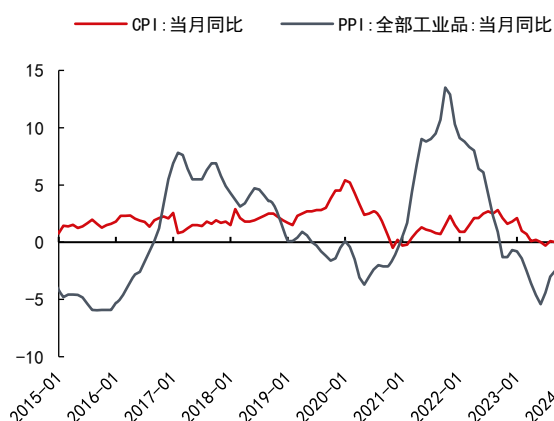
图表10：地产对经济拖累仍较为明显（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

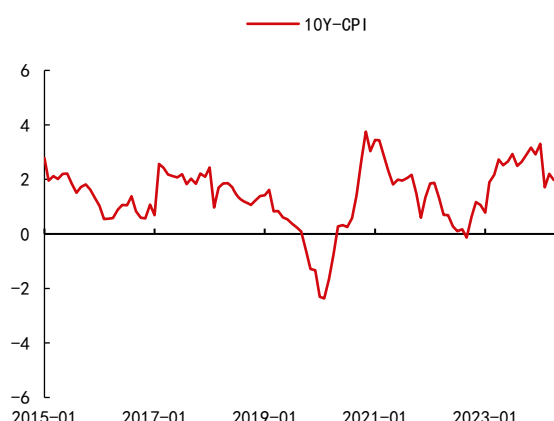
通胀处于低位，期望降低名义利率进而压低实际利率的热度仍然较高。今年1-5月，CPI 当月同比分别录得-0.8%、0.7%、0.1%、0.3%、0.3%，PPI 同比分别录得-2.5%、-2.7%、-2.8%、-2.5%、-1.4%，整体仍处于低位。通胀处于低位，实际利率偏高的问题受到市场较多关注。以10Y 国债收益率为例，2023 年10Y 国债收益率呈现明显下行，而10Y-CPI 则呈现明显上升，名义利率与实际利率走势呈现明显分化，这使得市场对进一步降低名义利率进而压低实际利率的预期有所升温。实际上，从今年以来10Y-CPI 走势上看，已经呈现一定回落，名义利率与实际利率走势背离的现象呈现一定变化。不过在实际利率或仍处于相对偏高位置的情况下，以及在引导融资成本下行的背景下，市场对名义利率进一步下调的预期仍较为强烈。

图表11：通胀处于低位（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：实际利率偏高受到较多关注（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

受上述等因素影响，市场的宽货币预期整体较强，并在 IRS 上有所体现。除了上述几个方面因素外，包括存款利率下调可能也带动市场对降息的预期升温。

另外存款利率下调带动使得存款“搬家”现象加剧，这可能使得银行负债端承压，进而带动降准预期增强。市场的宽货币预期较强，在 IRS 上有所体现。自去年 12 月中旬以来 FR007 1Y IRS 呈现快速下行。截至 6/7 日，下行至 1.83%，当前位置也已低于去年 8 月时低点水平（1.89%）。FR007 1Y IRS 快速下行反映市场对资金面预期偏宽松以及宽货币预期较强。值得注意的是，对比 LPR1Y IRS 6M、9M、1Y 三种不同期限的表现情况，9M 和 1Y 明显低于 6M，这反映市场对 LPR 下调也有较强预期。另外，自去年强调防止资金空转以来，DR007 整体运行在 7D OMO 利率上方，不过，近期 DR007 利率呈现突破性下行至 7D OMO 利率下方，即 1.8% 以下。这也进一步强化了市场对宽货币预期。

图表13： IRS FR007 1Y 快速下行（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14： LPR1Y IRS 反映市场有一定的降息预期（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）货币政策需要兼顾多元目标，且当前向防风险有所倾斜

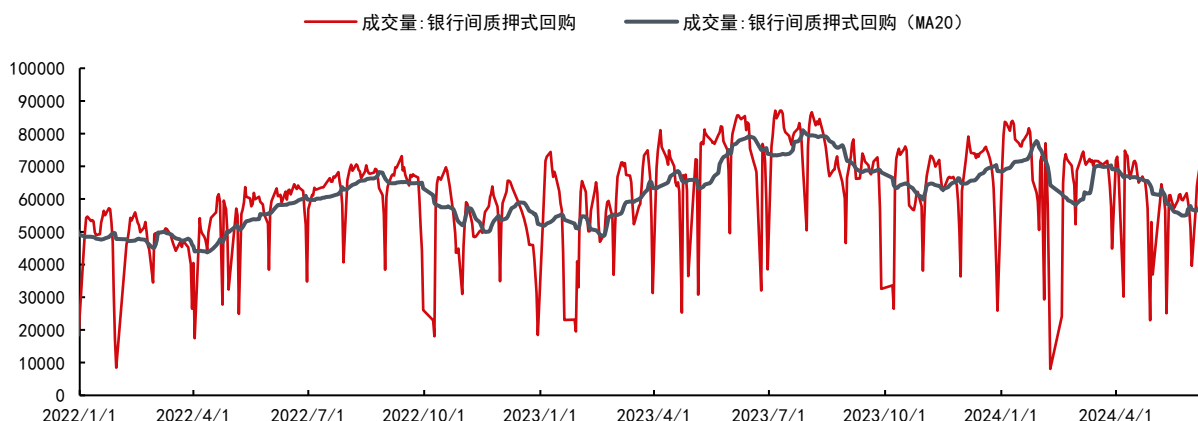
需要注意的是，央行货币政策操作需要兼顾多个目标，除了稳增长之外，防风险和维护金融体系稳定同样是央行的重要目标，且容易被忽视。市场的宽货币预期往往集中于央行的稳增长目标，对防风险的关注度不高。前央行行长易纲在《建设现代中央银行制度》中曾提到，“建设现代中央银行制度的目标是建立有助于实现币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡四大任务的中央银行体制机制”。2008 年国际金融危机之后，各国央行开始加强宏观审慎管理，以及对金融风险的防范，我国央行也不例外。且根据央行 2023Q4 货币政策执行报告，其中在总结 2023 年重点工作时提到五个方面：一是加大货币信贷支持经济力度，二是降低融资成本激发有效需求，三是优化资金供给推动结构转型，四是稳定汇率兼顾内外均衡，五是处置重点领域风险保障金融稳定，其中一个方面即为金融稳定工作。因此类似于财政政策，货币政策或同样需要兼顾稳增长与防风险问题，这可能制约货币政策发力方式和空间。

为何近期央行频繁提示长端利率风险？这背后也体现央行对金融体系风险的关注度上升，政策或向防风险上有所倾斜。自 4 月以来，央行频繁提示债市长

端利率风险，尤其是 4 月 23 日《金融时报》发文，中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，谈及长期国债收益率走势问题，并提醒长期债券投资者重视利率风险。央行对金融体系风险的关注度上升，尤其是伴随银行净息差持续压缩至较低水平，央行对银行业资产负债表健康性的关注度上升。央行行长潘功胜在 3 月初表示，“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”。统筹兼顾银行业资产负债表健康性首次被提及。

就债券市场来看，一季度债市利率快速下行，尤其是长端利率下行幅度较大，这或引起央行对长端利率风险以及金融体系稳定问题的重视。实际上，从债市杠杆率的角度，整体或不大。2023 年前期银行间质押式回购成交量整体上升，而自 2023 年 8 月以来，银行间质押式回购成交规模整体有所回落。在央行强调防止资金空转以及资金利率相对偏高的情况下，债市加杠杆的现象或不重。不过在债市利率持续下行的情况下，机构或增加对长久期债券的配置，拉久期的现象或较为突出，且不同机构轮番买入也可能形成一种循环，推动长端利率进一步下行。而在这种情况下，债市一旦调整，风险也较大。这可能使得央行对利率风险问题的关注度上升。另外值得注意的是，长端利率快速下行，也使得债市利率目前或较政策利率有所偏离，这或也影响货币政策的传导和政策利率引导作用的发挥。

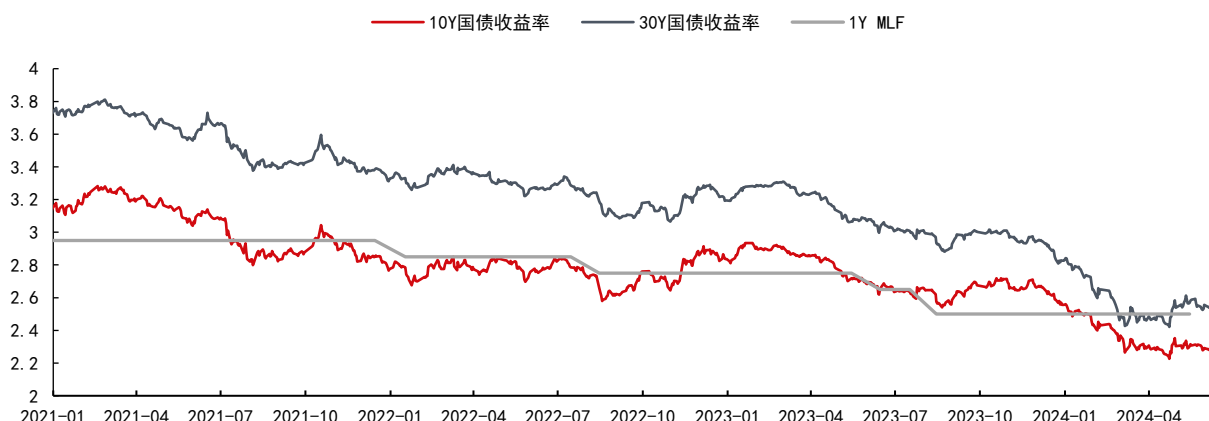
图表1： 债市杠杆率或不高（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所



图表2：拉久期现象或较为突出，长端利率下行较多，并或较政策利率有所偏离（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）政策利率下调概率不高，央行喊话位置或构成利率底

目前来看，政策利率下调受制约因素较多。如前文所述，央行货币政策需要兼顾多元目标，且当前向防风险和维护金融体系稳定上有所倾斜，在债市利率已经呈现快速下行以及央行提示长端利率风险的情况下，央行或倾向维持长端政策利率稳定。且防止资金空转可能也制约短端政策利率下调。另外，从央行维护币值稳定的角度，当前人民币汇率仍处于承压状态，中美利差倒挂，在美联储未开启降息的情况下，央行降息操作可能也受制约。不过目前来看，引导融资成本下行同样是央行强调的对象，这可能也是宽货币预期的重要来源，但需要注意的是，引导融资成本下行与降息以及债市利率下行之间并不能简单划等号。

当前引导综合融资成本下行或更多对应的是贷款利率下行。2023 年 12 月中央经济工作会议强调，“促进社会综合融资成本稳中有降”。央行一季度货币政策执行报告提到，“发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳中有降”。从一季度情况来看，债市利率呈现快速下行，10Y 国债收益率下行约 27BP，其中一季度均值较去年四季度下降约 25BP，但贷款利率方面，一季度贷款加权平均利率为 3.99%，较去年四季度（3.83%）小幅上升，一般贷款加权平均利率为 4.27%，较去年四季度（4.35%）小幅下降。当前引导综合融资成本下行或更多对应的是贷款利率的下行。

另外从发改委等关于降成本工作通知来看，促进社会综合融资成本稳中有降或也更多对应的是贷款利率。对比 2023 年和 2024 年的降成本工作通知，其中提升金融服务实体经济质效部分均强调推动贷款利率稳中有降。2023 年表述为“推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降”。2024 年相比于 2023 年在提及推动贷款利率稳中有降时，强调了“在保持商业银行净息差基本稳





定的基础上，促进社会综合融资成本稳中有降”。另外在营造良好的货币金融环境方面，今年降成本工作提到“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”，防止资金空转可能仍是央行关注重点。

图表3： 发改委等部门关于降成本工作通知

2023 年	2024 年
提升金融对实体经济服务质效	提升金融服务实体经济质效
<p>（四）<b>营造良好的货币金融环境</b>。实施好稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>（五）<b>推动贷款利率稳中有降</b>。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，<b>推动经营主体融资成本稳中有降</b>。</p> <p>（六）<b>引导金融资源精准滴灌</b>。用好用足普惠小微贷款支持工具，继续增加小微企业的首贷、续贷、信用贷。加快敢贷愿贷能贷会贷长效机制建设，继续开展小微、民营企业信贷政策导向效果评估，引导金融机构加大制造业中长期贷款投放力度，加强对创新型、科技型、专精特新中小企业信贷支持。</p> <p>（七）持续优化金融服务。</p> <p>（八）支持中小微企业降低汇率避险成本。</p>	<p>（三）营造良好的货币金融环境。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，综合运用多种货币政策工具，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。<b>畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转</b>。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>（四）<b>推动贷款利率稳中有降</b>。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，<b>在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，促进社会综合融资成本稳中有降</b>。</p> <p>（五）引导金融资源精准滴灌。保持再贷款、再贴现政策稳定性，实施好普惠小微贷款支持工具，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。<b>发挥存款准备金政策的正向激励作用，继续对农村金融机构执行差别化存款准备金率政策</b>。深入开展中小微企业金融服务能力提升工程，继续开展小微、民营企业信贷政策导向效果评估。优化商业银行小微企业金融服务监管评价制度，完善小微授信尽职免责制度，加大普惠型小微企业贷款投放。引导金融机构持续加大对乡村振兴、科技创新、制造业、绿色发展等重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持力度。</p> <p>（六）持续优化金融服务。</p> <p>（七）降低中小微企业汇率避险成本。</p>

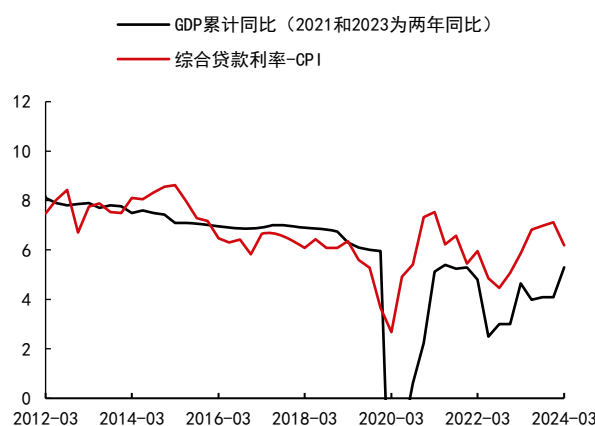
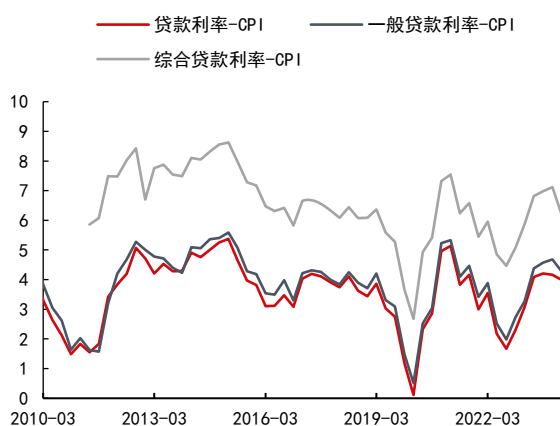
资料来源：发改委官网 中信期货研究所

**压低实际利率可能也更多对应的是贷款利率**。从贷款利率上看，去年名义贷款利率与实际贷款利率走势同样有所背离，即名义贷款利率不断下行，处于历史低位，而实际贷款利率则有所上升，且处于高位。以综合贷款利率-CPI 为例，去年四季度升至 7.12%，2019 年平均为 5.22%，可以发现在 2020 年之前这一实际贷款利率基本围绕在经济增速附近上下波动，而近几年则整体高于经济增速。实际利率偏高可能对经济修复产生一定制约。不过可以发现，一季度伴随贷款利率下行以及物价回升，实际贷款利率已经有所下降，且与经济增速的差距缩小，一季度两者值分别为 6.18%和 5.3%。后续来看，实际贷款利率或进一步回落，且更多通过结构性工具以及物价回升的带动。

对于实际利率问题，央行在 4 月中旬新闻发布会上表示，“对于目前有一些需要从紧配置金融资源的领域，实际利率稍微高一些的，一定程度上也有利于推动企业控产能、去库存”；“从物价的阶段性看，一方面，我国经济持续向好，总需求在扩大，物价回升是有基础、有条件的。另一方面，部分农产品价格也到了调整的拐点，旅游出行更加活跃，这些因素也会助推价格回暖。物价总体上有望在低位温和回升，实际利率也会随之变化。当然，回升的幅度、速度和波动性也是需要观察的”；“既要根据物价变化与走势，将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转，物价进一步降低，陷入负向循环。”

图表4： 去年实际贷款利率同样有所上行（%）

图表5： 今年实际贷款有所下行（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

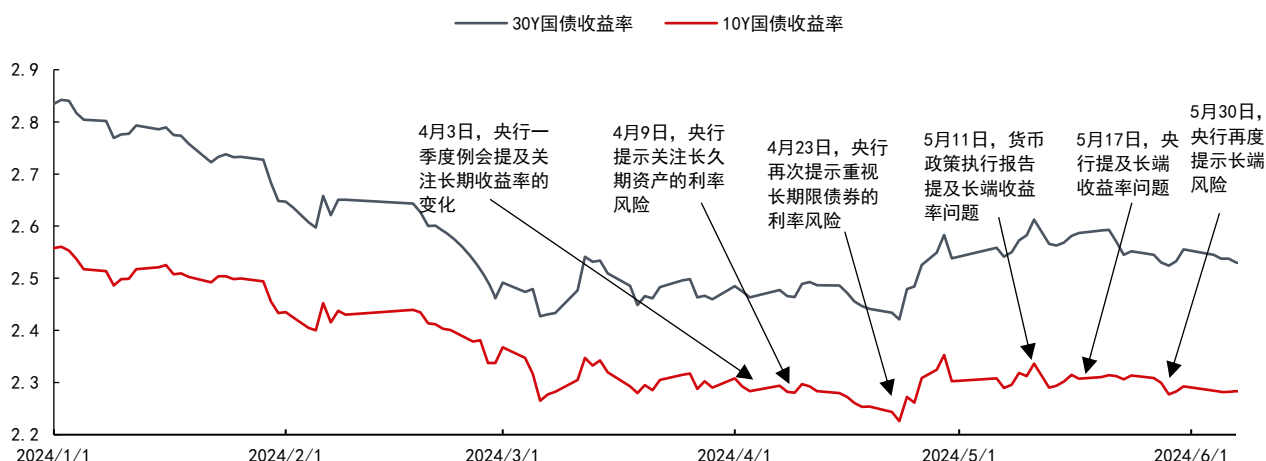
**降准落地可能性较大,且配合结构性工具使用或带动LPR 以及贷款利率下行。**下半年来看，降准落地可能性仍然较大，但降息落地可能性较小。4 月政治局会议强调，“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。”发改委关于今年降成本工作也提到，“发挥存款准备金政策的正向激励作用，继续对农村金融机构执行差别化存款准备金率政策。”在银行负债端面临一定压力的情况下，降准落地可能性较大。不过利率方面，或更多通过结构性工具的使用带动 LPR 以及贷款利率下行，如各类再贷款工具，存款手工补息的禁止，近期房贷利率下限的调整等，政策利率下调的优先度不高。

**政策利率下调概率不高，叠加央行前期频繁提示长端利率风险，央行喊话位置或将构成利率底，债市利率进一步下行空间或受限。**当前 10Y 国债收益率较 1Y MLF 利率低约 20BP 左右，其中上半年最低低约 30BP，属于较大的偏离幅度，4 月 23 日 10Y 国债收益率和 30Y 国债收益率分别下行至 2.226% 和 2.421%，这可能也触发央行对长端利率风险的提示。值得注意的是，央行频繁喊话提示长端利率风险，也有预期管理的成分，4 月底政治局会议强调，“要做好宏观政策取向一致性评估，加强预期管理”，央行喊话位置可能构成央行合意区间下限。

整体上看，当前市场对宽货币预期较强，而下半年来看，政策利率下调的优

先度不高。引导融资成本下行或更多对应的是贷款利率，而存款利率下调、降准以及更多结构性工具的使用将有助于带动 LPR 以及贷款利率下行，宽信用信号强于宽货币。对于当前多头思维来说或存在一定预期差。

图表6：央行频繁喊话或构成利率底（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、财政发力与政策效果可能的预期差

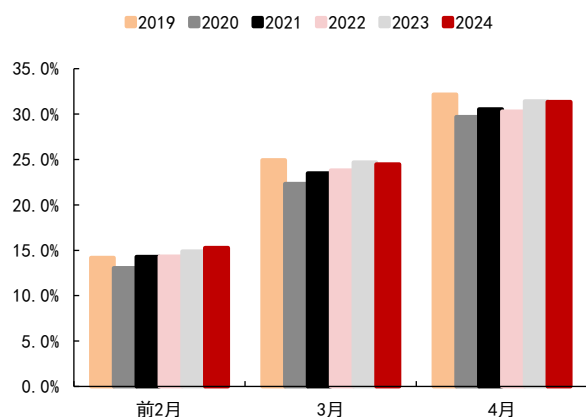
上半年来看，市场对化债背景下财政发力强度的预期不高及对政策发力效果的信心仍相对偏弱。下半年，上述两个因素可能发生边际变化。一方面，前 4 月财政发力偏慢为下半年财政发力留足空间。财政在下半年加码发力既能稳经济，同时，政府债净供给的增加也能改善债市供需错配的格局。另一方面，上半年宽信用政策落地效果在下半年或有所显现，导致基本面修复也有超预期的可能。

#### （一）财政政策：发力后置，空间充足

##### 1、前 4 月财政发力偏慢，主要受政府性基金支出拖累

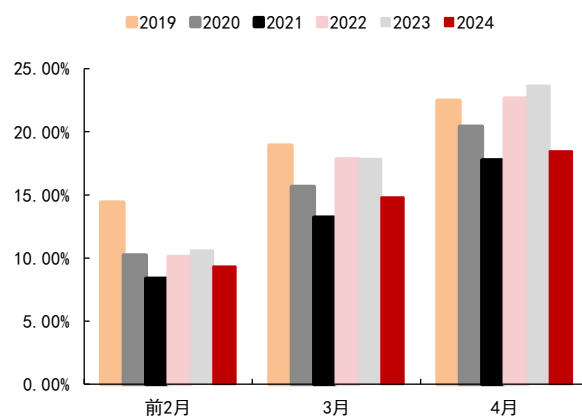
**前 4 月财政发力偏慢，全年财政发力后置。**前 4 月广义财政收入累计同比下跌 3.4%，支出累计同比下跌 2.3%，广义财政收支同比双跌。其中，一般公共预算收入同比下跌 2.7%，支出同比增长 3.5%，狭义财政积极发力，一般公共预算实际支出进度优于往年同期。政府性基金收入同比下跌 7.7%，支出同比下跌 20.5%，前 4 月政府性基金支出进度仅为 18.5%，较往年同期明显滞后，但也为下半年财政发力留足空间。

图表7：一般公共预算实际支出累计完成进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

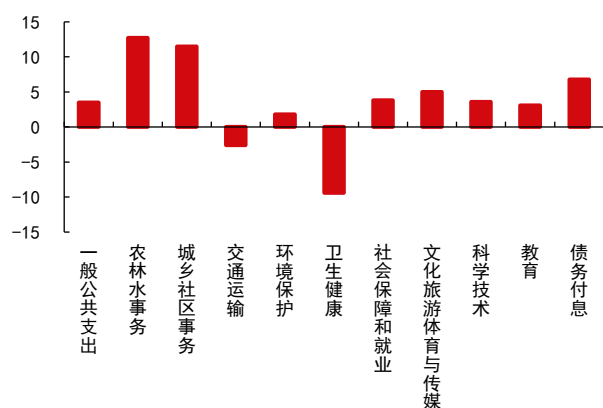
图表8：政府性基金预算实际支出累计完成进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

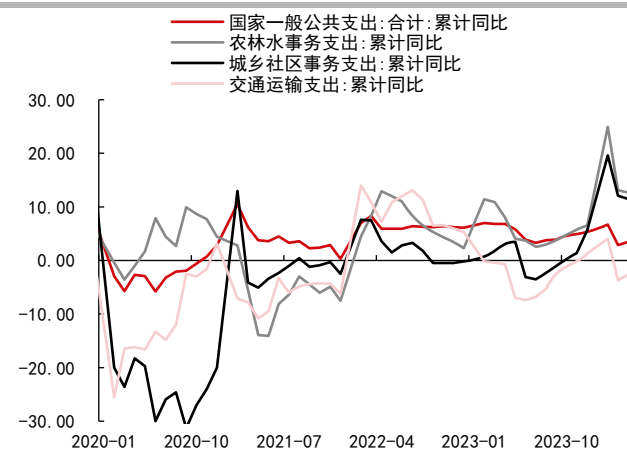
**前4月新增万亿国债相关项目陆续开工建设，使得一般公共预算支出中基建类支出增速较高。**去年增发的万亿国债资金在2月底前下达完毕，主要投向灾后恢复重建、防洪工程等项目，而其中，水利项目资金占比超50%。年初以来，新增万亿国债相关项目建设陆续推进。据央视网5月18日报道：目前，在已落地的1.5万个项目中，1.1万个已经开工建设，开工率达到72%，剩余项目将力争在6月底前全部开工。而从一般公共预算支出中的基建类支出占比变动情况来看，可以发现，农林水务支出、城乡事务支出累计同比增速均超过10%，主要受新增万亿国债相关资金使用影响。

图表9：一般公共预算支出中部分项目累计同比增速（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：一般公共预算支出中基建类支出累计同比增速（%）



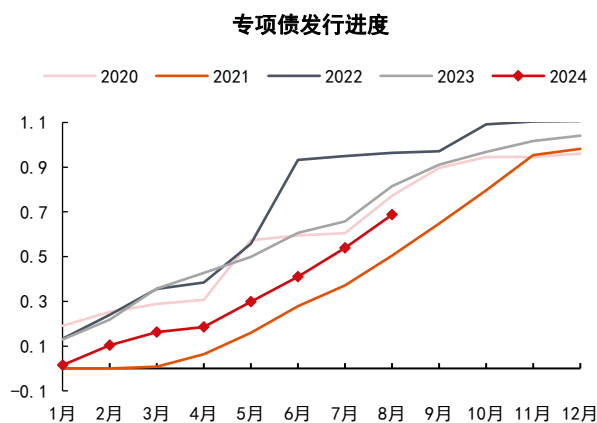
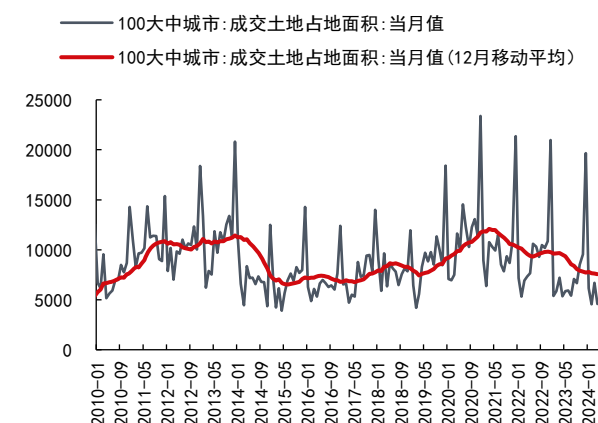
资料来源：Wind 中信期货研究所

**土地使用权出让金收入持续下行及新增专项债发行偏慢拖累政府性基金支出进度。**政府性基金收入中土地使用权出让金收入占比超过80%，而据财政部，前4月，国有土地使用权出让收入为10536亿元，同比下降10.4%。国有土地使用权出让收入的下行与土地成交市场依旧疲软有关。**新增专项债发行偏慢亦是重要拖累项。**前4月新增专项债累计发行规模约为7200亿元，发行进度仅约19%，

而去年前 4 月新增专项债发行规模约 1.6 万亿，累计发行进度达 43%，今年前 4 月新增专项债规模较去年同期减少近 9000 亿元，发行进度滞后约 24%。

图表11：100 大中城市成交土地面积（万平方米）

图表12：专项债发行进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

**前 4 月财政发力偏慢，市场对化债背景下全年财政发力稳增长的期待减弱。**此前，市场普遍预期在今年经济下行压力较大背景下，财政将靠前发力。而目前来看，财政支出的节奏偏慢，专项债及超长期特别国债发行时间慢于预期，使得市场对化债背景下全年财政发力稳增长的期待减弱，而对全年财政发力的偏弱预期或也进一步强化了对政策发力效果以及基本面修复的信心偏弱。

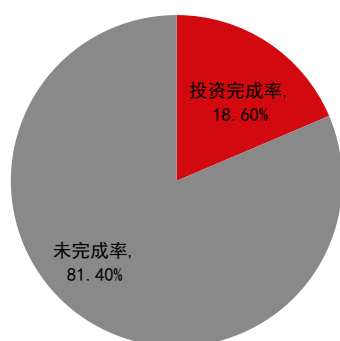
## 2、下半年广义财政支出有望加快

前 4 月财政发力偏慢为下半年财政政策留足空间，下半年狭义财政及政府性基金支出均有望积极发力。

**新增万亿国债资金继续助力狭义财政发力。**一方面，新增万亿国债项目将力争在 6 月底前全部开工，由此，今年下半年项目依旧有较强的建设施工需求，支撑一般公共支出。另一方面，下半年仍有部分额度的新增万亿国债资金可以投入使用。前 4 月增发国债资金占比超过一半的水利项目投资完成比例仅为 18.6%。且据天津市发改委：“全力推动 125 个增发国债项目 5 月底前全部开工，超前一个月达到国家要求，下达的 200.61 亿元国债资金中已使用 45.67 亿元，资金支付率达到 22.77%，高于全国平均水平……下一步，我市将……确保 6 月底前资金支付率达到 30%以上，为投资‘半年红’提供强力支撑”，故参考天津市，我们预计去年新增万亿国债的资金在 6 月底的使用进度约为 30%左右，仍有足额资金留待下半年使用，支撑下半年一般公共预算支出。

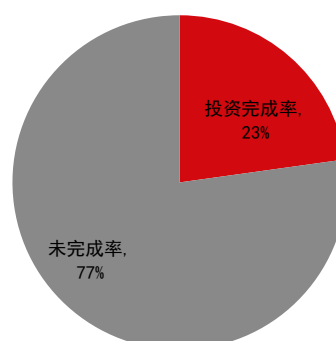


图表13：前4月增发国债水利项目进展



资料来源：水利部 中信期货研究所

图表14：截至5月底天津增发万亿国债项目进展

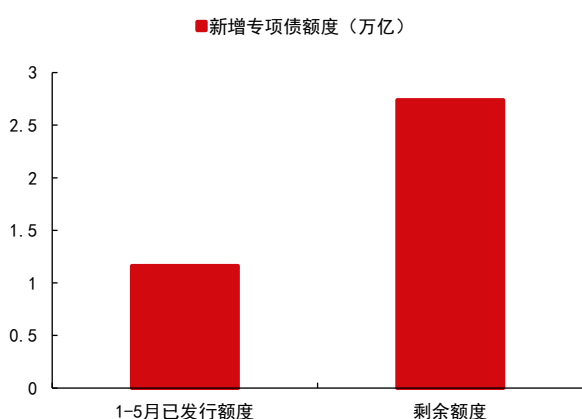


资料来源：天津市发改委 中信期货研究所

### 2.7 万亿新增专项债叠加 1 万亿超长期特别国债资金主要在下半年投入使用。

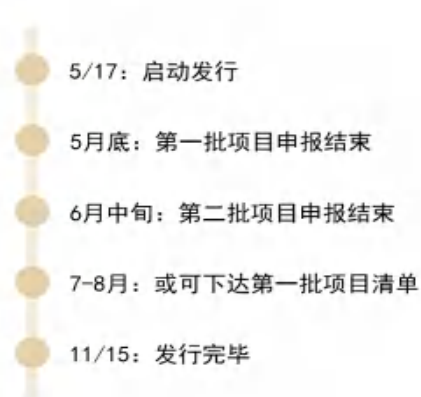
从政府性基金预算来看，新增专项债在 1-5 月累计发行规模约 1.2 万亿左右，目前仍有约 2.7 万亿额度尚未发行，占全年新增专项债总额接近 70%。1 万亿超长期特别国债 5 月 17 日首次启动发行，11 月份才发行完毕。据 21 世纪经济报道，超长期特别国债第二批项目申报将于 6 月中旬截止，如果考虑 1-2 个月的项目审核周期，则 7-8 月发改委或能审核通过并下达相关项目清单，预计下半年超长期特别国债可能采取“边发债边使用”的模式，以保证相当资金能够在下半年投入使用。整体而言，由于今年财政发力后置，下半年财政发力的空间较为充足。

图表15：6-12 月新增专项债待发额度接近 2.7 万亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：超长期特别国债可能边发行、边使用



资料来源：21 世纪经济报道 中信期货研究所

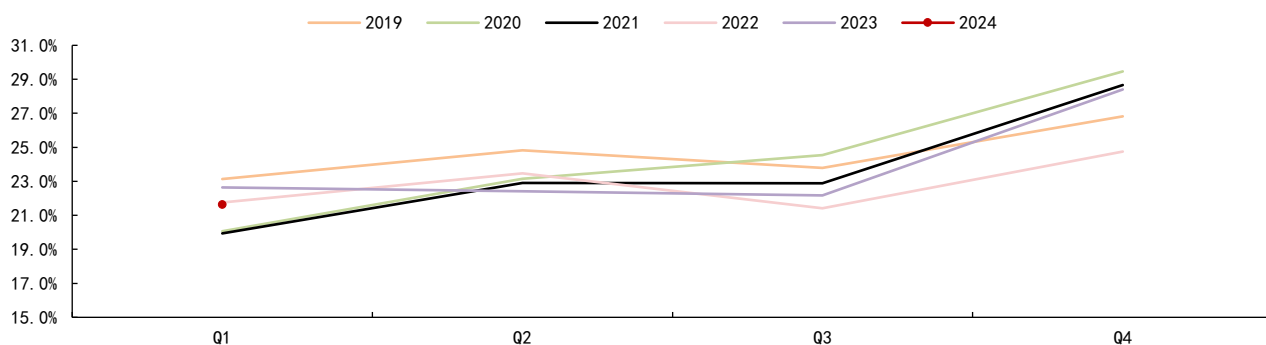
### 总体来看，下半年广义财政支出将有所加快，三季度进度有望优于往年同期。

一方面，新增万亿国债或仍有相当额度尚未使用，将继续支撑一般公共支出，可能使得一般公共支出在三季度的进度优于往年同期；另一方面，1-4 月新增专项债发行偏慢、超长期特别国债启动较晚且平缓发行，导致今年政府性基金支出发力后置，下半年新增专项债发行加速及超长期特别国债的发行使得政府性基金支



出有望加速。而从节奏看，Q3 广义财政支出进度有望优于往年同期，Q4 是支出高峰。

图表17：广义财政支出单季支出进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

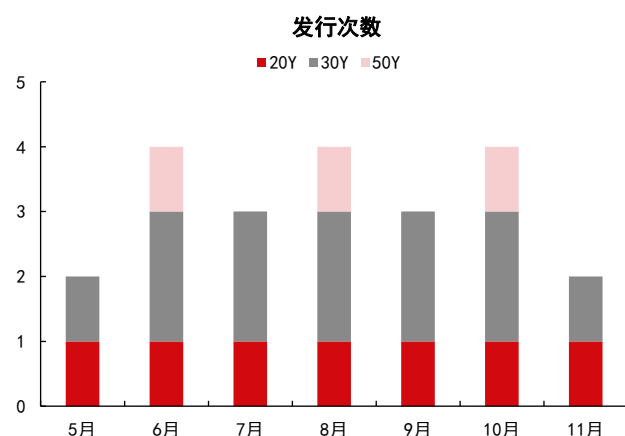
## 2、政府债供给：6-12 月政府债净融资规模约 6.3 万亿元，有利改善债市供需错配格局

（1）国债：6-12 月国债净融资规模约 3.13 万亿

超长期特别国债已在 5 月发行 1 次 30Y 和 1 次 20Y，规模均为 400 亿元，6-12 月，超长期特别国债还有 9200 亿元待发行。

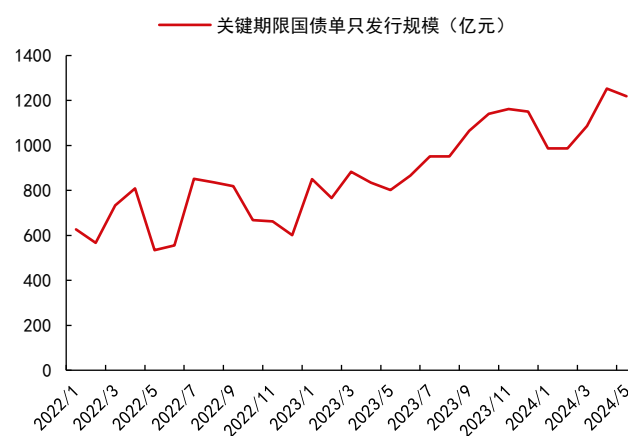
目前关键期限普通国债单只发行规模约为 1218 亿元，假设 6-12 月单只发行规模延续为 1200 亿元；假设 1 年期以内贴现国债单次发行规模也延续近期水平，且发行频次参考 2023 年；再考虑 9200 亿元超长期特别国债，则可得国债在 6-12 月的净融资规模为 3.13 万亿元。

图表18：超长期特别国债发行频次（次）



资料来源：财政部 中信期货研究所

图表19：关键期限普通国债单只发行规模（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：2024 年 6-12 月国债净融资规模预测表（亿元）

政府债	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
发行量	11000	10750	11500	11150	11100	11200	10310
到期量	8040	5615	5951	9470	8102	2591	5975
净融资	2960	5135	5549	1680	2999	8609	4335

资料来源：Wind 中信期货研究所

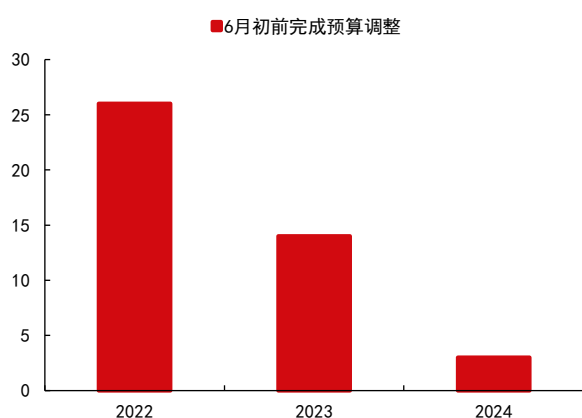
注：到期量中考虑了未来 1 年以内贴现国债到期的规模

**（2）地方债：6-12 月剩余新增债 3.17 万亿元，6-7 月发行可能仍偏慢，8 月后发行或将有所加速，不过具体节奏也要视基本面情况**

1-5 月累计发行新增专项债 1.16 万亿元，新增一般债 2919 亿元，则 6-12 月剩余新增债额度约 3.17 万亿元。

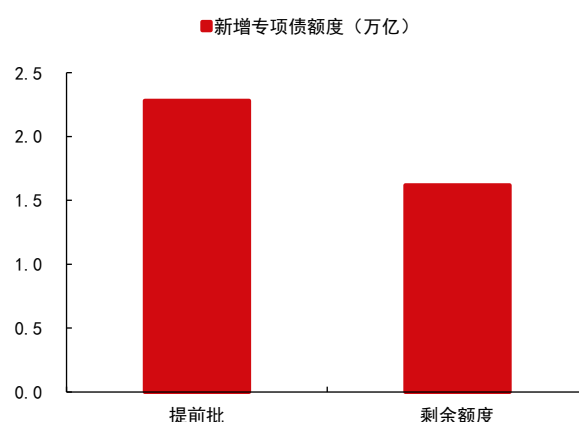
**6-7 月发行的新增专项债或主要来自提前批额度，目前剩余 1.1 万亿。**截至 5 月底，仅 3 个省市（分别是浙江省、四川省和天津市）完成年中预算调整，而这也意味着大部分省市的年中预算调整可能要推迟至 7 月，与过去两年相比，整体节奏偏慢。年中预算调整的推迟使得 6-7 月发行的新增专项债仍主要为提前批未使用的部分，目前剩余约 1.1 万亿。

图表21：6 月初前完成预算调整的省份数量



资料来源：Wind 中信期货研究所

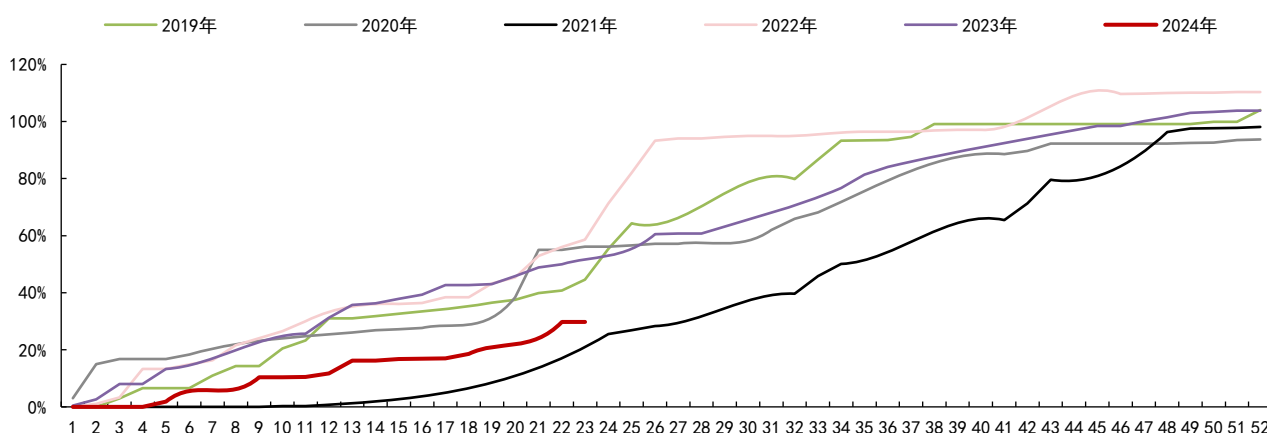
图表22：3.9 万亿新增专项债额度分批下达



资料来源：Wind 中信期货研究所

**6-7 月新增专项债可能偏匀速发行。**一方面，地方年中预算调整明显偏慢，反映政府并不急于使用两会后下达的新增额度，也降低了 6 月底发完提前批的可能性。另一方面，6 月初以来，新增专项债发行再次放缓或也印证了 6-7 月发行节奏可能不会明显提速。此外，从 6 月计划发行规模来看，各省在中债登上披露的 6 月新增专项债计划发行规模约 4700 亿元，与 5 月实际发行规模 4383 亿元较为接近，故 6-7 月新增专项债偏匀速发行的可能性较大，假设 6 月、7 月新增专项债发行规模均为 5000 亿元。

图表23：6月初，新增专项债发行再次放缓



资料来源：Wind、中债登 中信期货研究所

而8月起，地方年中预算调整基本结束，新增专项债发行有望再度加快，不过具体节奏或也要视基本面情况，我们假设两种情境：

情境 1：若基本面修复偏慢，政府可能在 7 月政治局会议上对新增专项债发行节奏作进一步要求，如：“力争在 9 月底前基本发完”等。若该情境出现，则新增专项债在 8-9 月发行可能有明显提速，剩余少量额度在四季度发行完毕，依照往年经验，可能主要集中在 10 月发行。假设 8 月、9 月、10 月发行比例分别为 50%、40%、10%，则 8 月、9 月、10 月新增专项债发行规模分别为 8700 亿元、7000 亿元、1740 亿元。

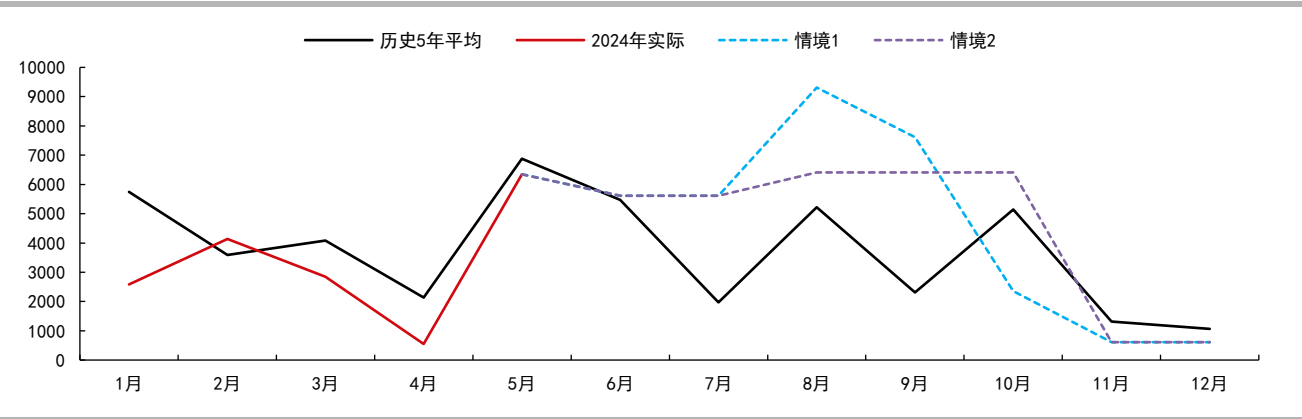
情境 2：若基本面表现尚可，政府未对专项债发行节奏作进一步要求，则下半年新增专项债的剩余额度可能呈现偏匀速发行，8 月预计也将有所提速，但相对不明显。假定新增专项债在 8-10 月匀速发行，则 8 月、9 月、10 月新增专项债规模约为 5800 亿元。

新增一般债：1-5 月已累计发行新增一般债 2919 亿元，剩余规模 4281 亿元。由于新增一般债整体规模并不大，假设其在 6-12 月均等发行，即每个月发行约 610 亿元。

由于特殊再融资债前 5 月的发行规模较小约 1100 亿元，故此处暂不考虑特殊再融资债券。而如果特殊再融资发行放量，可能也会成为下半年超预期的点。



图表24：6-12月地方债净融资规模预测（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

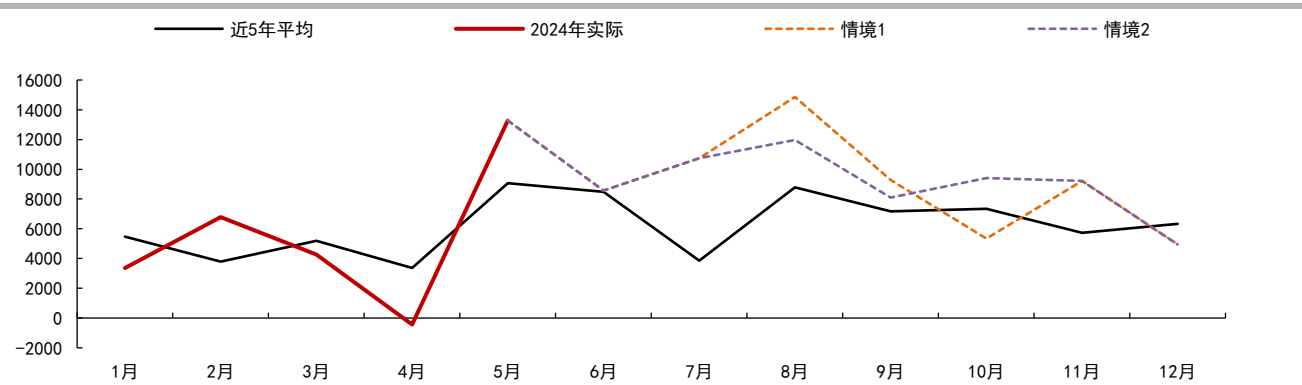
整体来看，6-12月国债净融资规模约为3.13万亿元、地方新增债剩余额度约为3.17万亿元，故政府债净融资规模约为6.30万亿元，节奏上存在两种情境。整体而言，三季度政府债净供给偏高，需要警惕政府债加速可能导致潜在的流动性压力。

图表25：2024年6-12月政府债净融资规模预测表（亿元）

政府债		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
国债	发行量	11000	10750	11500	11150	11100	11200	10310
	到期量	8040	5615	5951	9470	8102	2591	5975
	净融资	2960	5135	5549	1680	2999	8609	4335
地方债	情境一	5610	5610	9310	7610	2350	610	610
	情境二	5610	5610	6410	6410	6410	610	610
政府债	情境一	8570	10745	14859	9290	5349	9219	4945
	情境二	8570	10745	11959	8090	9409	9219	4945

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：2024年6-12月政府债净融资规模预测图（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

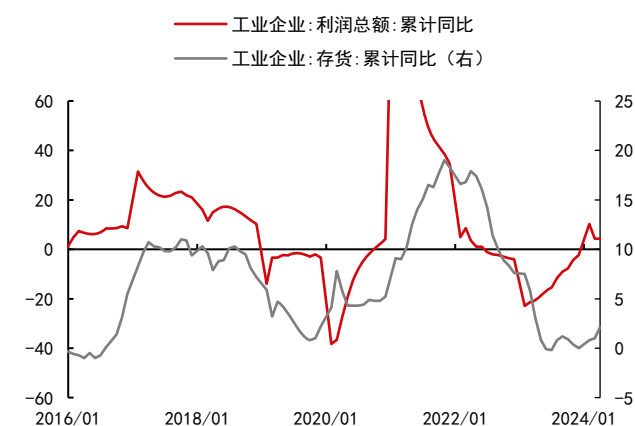
下半年财政政策加快发力可能超预期，下半年财政积极发力将从两个层面影响市场：一是，财政发力加码稳增长有望改善基本面修复斜率；二是，政府债净供给增加在一定程度上改善当前债市供需失衡的格局。

## （二）政策持续发力，基本面边际修复

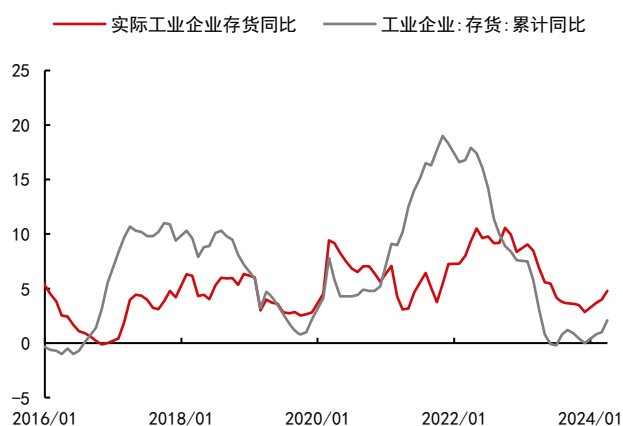
**国内库存周期见底回升，名义库存与实际库存同比增速均开始抬升。**2022年，伴随工业企业利润与工业企业存货同比增速同步下行，库存周期进入主动去库存阶段，在长达一年的主动去库存后，2023年上半年，工业企业利润同比增速开始有所上行，库存周期进入被动去库存阶段。而当前主动补库阶段或已开启。从名义库存的角度来看，去年7月开始呈现一定拐点迹象，工业企业存货累计同比在去年7月降至-0.2%，随后在低位震荡回升，今年4月反弹至2.1%。值得注意的是，当时名义库存的抬升或受物价因素影响较大，PPI同比增速在去年下半年呈现一波快速反弹。而从扣除物价因素的工业企业库存实际值情况来看，在去年12月实际库存同比增速也开始呈现见底回升，这反映企业主动补库动力有所提升。库存周期或已见底回升，这也有望带动经济的回升。

**从库存周期与债市利率之间关系上看，主动补库开启可能对下半年债市利率形成一定上行压力。**库存周期启动可能会带动融资需求有所回升，从过去来看，工业企业存货同比增速领先10Y国债收益率约6个月左右。且值得注意的是，在2020年之前，名义工业企业存货同比增速与10Y国债收益率相关性更高，而在2020年之后，实际工业企业存货同比增速对10Y国债收益率的指示作用或更强，这背后或在于物价因素在近几年波动较大。从实际工业企业存货同比增速变动情况上看，2023年12月触底反弹，因此这可能也倾向于带动债市利率在下半年有所上行。

图表27：主动补库阶段或已开启（%）

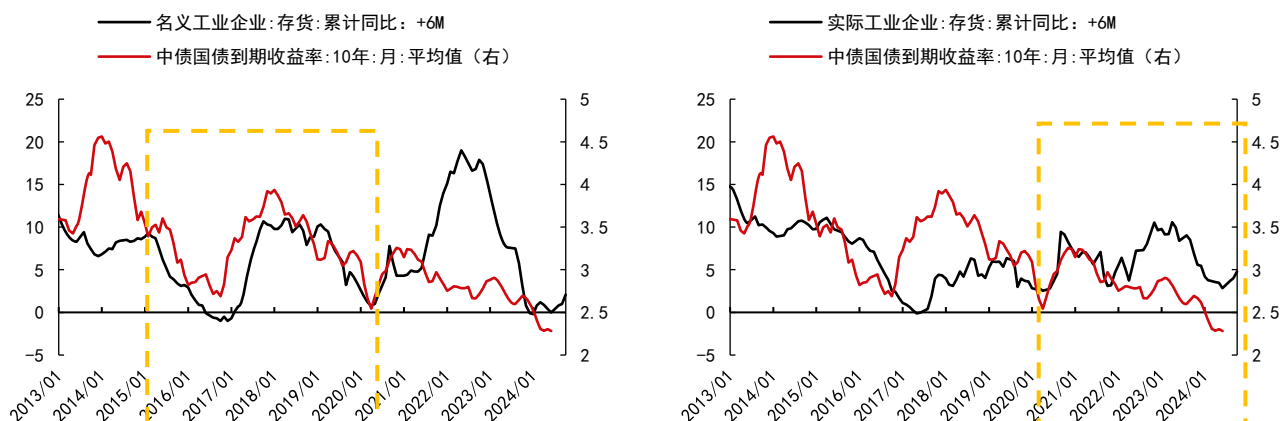


图表28：名义库存与实际库存先后见底回升（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

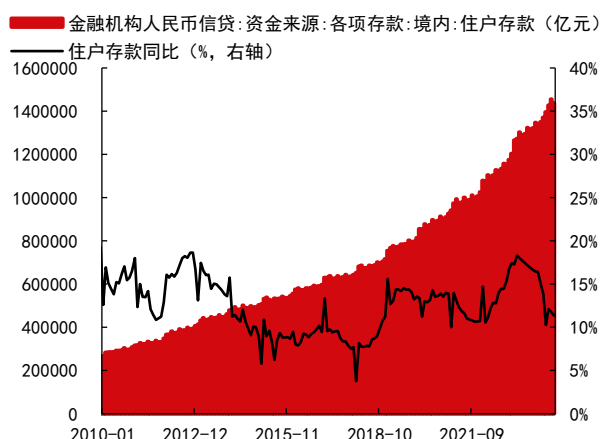
图表29：库存周期与债市利率（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

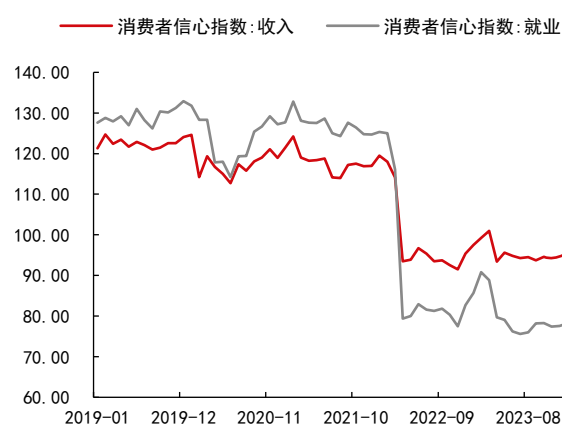
**稳地产政策加码，地产下行压力或有所减弱。**上半年已出台大量的楼市刺激政策，目前仅有北京、上海、深圳、广州等个别城市仍执行限购，5月17日，央行等部门进一步推出取消首套及二套住房商业房贷利率下限、最低首付比例下调至15%、保障性住房再贷款3000亿元等政策，整体来看，地产刺激政策力度较大。而从居民端来看，储蓄持续上升表明居民购房能力并不弱，但对收入及就业信心偏低、且对未来房价悲观是导致购房意愿不足的重要原因。目前来看，伴随着经济的修复，居民端收入及就业信心指数缓慢修复；居民“预期房价‘上升’的比例”及“未来3个月准备增加‘购房’支出的比例”已回落至上一轮地产去库存时期的低位，在地产政策刺激下，后续可能处于止跌震荡。此外，从近期楼市表现来看，二手房成交面积跌幅自今年年初以来已出现收敛迹象，后续，在地产相关政策刺激下，地产成交面积同比跌幅有望持续收窄。

图表30：居民储蓄快速增长



资料来源：Wind 中信期货研究所

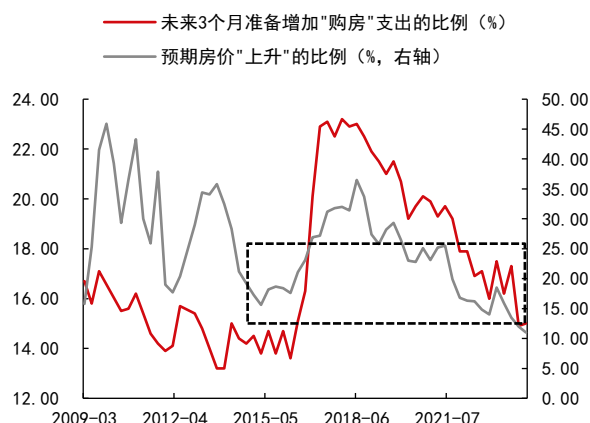
图表31：居民收入、就业信心缓慢修复



资料来源：Wind 中信期货研究所

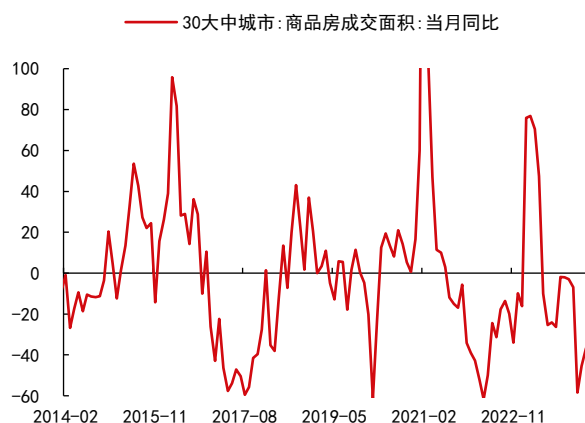


图表32：居民对房价悲观程度或触底



资料来源：Wind 中信期货研究所

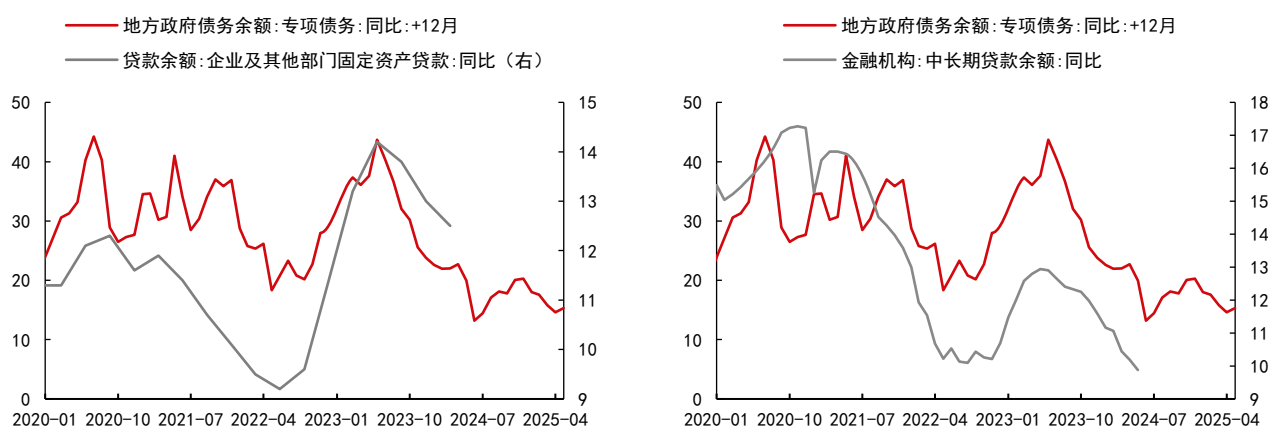
图表33：30大中城市商品房成交面积跌幅收窄（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

**财政发力效果或有所显现。**2022 年新增专项债限额 3.65 万亿元，2023 年新增专项债限额 3.8 万亿元，今年新增专项债限额 3.9 万亿元，并且 2023 年下半年调整预算，增发万亿国债，今年推出万亿超长期特别国债，财政呈现积极发力。在市场融资需求偏弱的情况下，政府部门加杠杆，有助于拉动投资和托底经济。从过去地方政府专项债务余额与企业固定资产贷款以及金融机构中长期贷款之间的关系上看，近几年来，两者传导的时滞有所拉长，当前地方政府专项债务余额增速或大致领先固定资产贷款和中长期贷款约 12 个月左右时间。因此从这一角度看，下半年投资以及融资需求可能受财政发力以及效果显现的正向带动。

图表34：财政发力效果或有所显现（%）

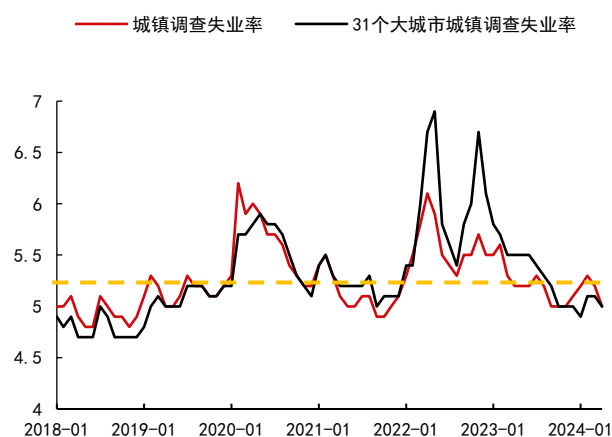


资料来源：Wind 中信期货研究所

**失业率震荡回落降至 2019 年水平、居民可支配收入实际增速回升至 2019 年水平，基本面有所修复，关注后续趋势变化。**今年 4 月，城镇调查失业率和 31 大城市城镇调查失业率均录得 5%，失业率呈现震荡回落，4 月值震荡回落至 2019

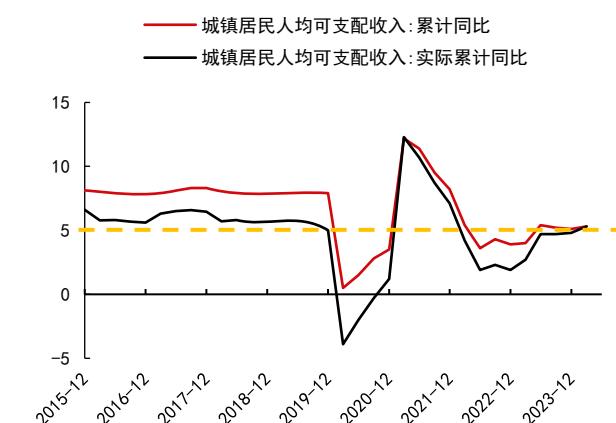
年水平。2019 年 12 月，两者为 5.2%，2019 年两者平均分别为 5.15%和 5.08%。另外城镇居民人均可支配收入有所修复，4 月城镇居民人均可支配收入累计同比增速和实际累计同比增速均有所抬升至 5.3%，而 2019 年 12 月，两者值分别为 7.9%和 5%。城镇居民人均可支配收入名义增速较 2019 年仍有一定差距，而可支配收入实际增速则恢复至 2019 年水平。后续可重点关注两者趋势变化，整体上看基本面呈现边际修复。

图表35：失业率震荡回落至 2019 年水平（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表36：可支配收入增速边际修复（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

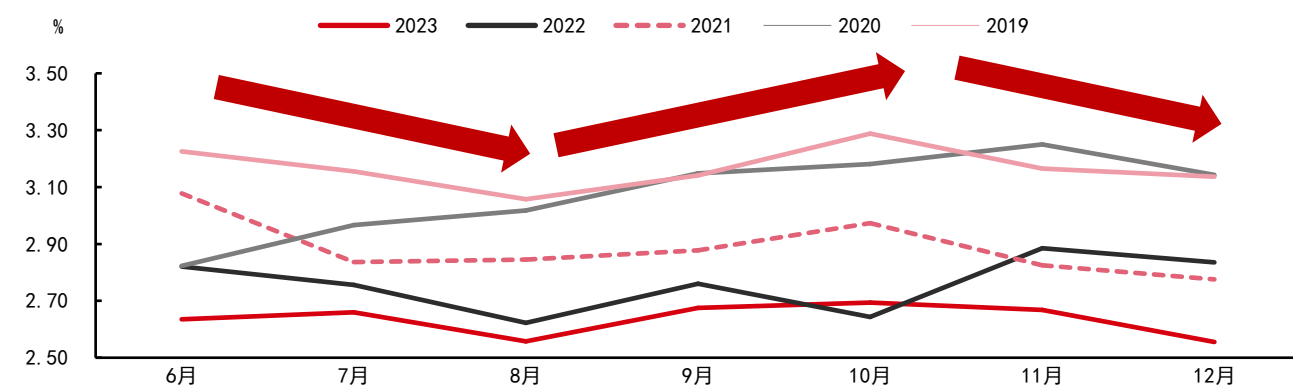
综上所述，下半年财政发力或将较为积极。新增万亿国债资金仍将支撑狭义财政积极发力，同时约有 2.7 万亿新增专项债及 1 万亿超长期特别国债相关资金也将投入使用，使得广义财政发力有望加快，整体的强度有超预期的可能。另外，市场对政策发力效果以及基本面修复的预期或仍偏弱，而目前来看基本面修复的积极因素在增多，如国内库存周期见底回升，地产政策大幅加码，失业率震荡回落至 2019 年水平等，政策持续发力以及效果显现或带动预期有所好转。

## 四、下半年债市走势呈现一定季节性

### （一）下半年债市走势的季节性

2019 年-2023 年，下半年债市利率走势呈现一定季节性。以 10Y 国债收益率为例，2019-2023 年，7-8 月债市利率往往下行，9-11 月上行，12 月下行，2020 年例外，债市利率在 7-11 月持续上行，12 月回落。样本期来看，7-8 月债市利率倾向于下行，下行概率为 80%，平均变动幅度约为-9.6BP；9-11 月，债市利率倾向于上行，概率为 80%，平均变动幅度约为+13.9BP；12 月，2019 年以来债市利率均下行，平均变动幅度约为-7BP。这一季节性的背后逻辑可能在于市场前期博弈宽货币，宽货币落地后开始止盈加博弈宽财政，到了 12 月受机构行为影响，部分配置盘提前入场，债市利率下行。

图表37：2019 年以来 10 年期国债收益率呈现一定的季节性规律



资料来源：Wind 中信期货研究所

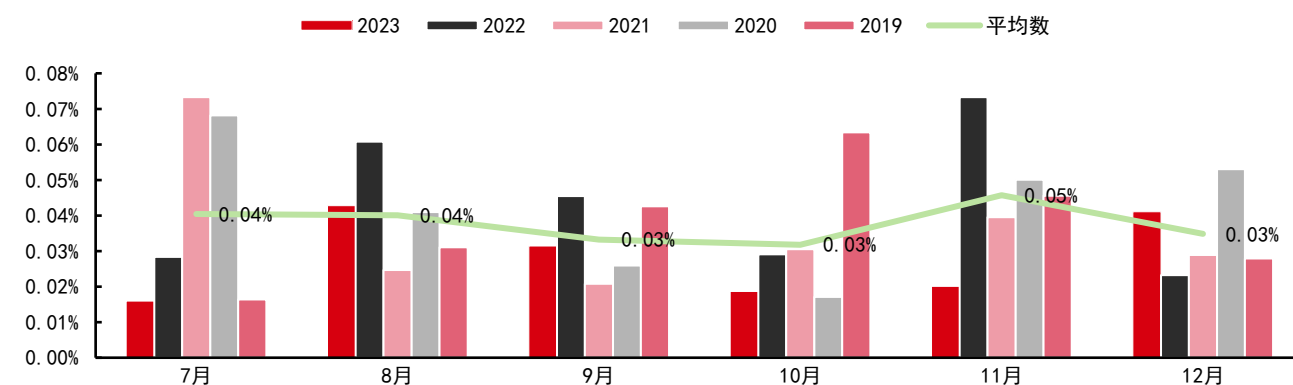
图表38：2019 年以来 10Y 国债收益率下半年表现

10Y国债利率 变动幅度（BP）	2023	2022	2021	2020	2019	上行概率	下行概率	平均上行 幅度	平均下行 幅度
7月	2.46	(6.45)	(24.15)	14.34	(7.02)	40%	60%	8.40	-12.54
8月	(10.22)	(13.35)	0.87	5.13	(9.79)	40%	60%	3.00	-11.12
9月	11.76	13.76	3.26	13.05	8.38	100%	0%	10.04	
10月	1.87	(11.68)	9.56	3.28	14.69	80%	20%	7.35	-11.68
11月	(2.58)	24.17	(14.82)	6.90	(12.30)	40%	60%	15.54	-9.90
12月	(11.27)	(4.97)	(4.96)	(10.71)	(2.85)	0%	100%		-6.95
7-8月	(7.76)	(19.80)	(23.28)	19.47	(16.81)	20%	80%	19.47	-16.91
9-11月	11.05	26.25	(2.00)	23.23	10.77	80%	20%	17.83	-2.00
12月	(11.27)	(4.97)	(4.96)	(10.71)	(2.85)	0%	100%		-6.95

资料来源：Wind 中信期货研究所

从波动率的角度来看，整体上7月、8月和11月的波动率较大。如果以每日10Y国债收益率的标准差作为当月债市利率波动的衡量标准，2019年-2023年，7月、8月和11月10Y国债收益率波动率较高，均值分别为0.04%、0.04%和0.05%。7月政治局会议召开，通常会分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，7月和8月债市对政策面的博弈也会增加，所以会导致债市利率波动较大。而11月主要是受到2022年理财赎回潮的影响，拉升了平均波动率。

图表39：7月、8月和11月债市波动率较大

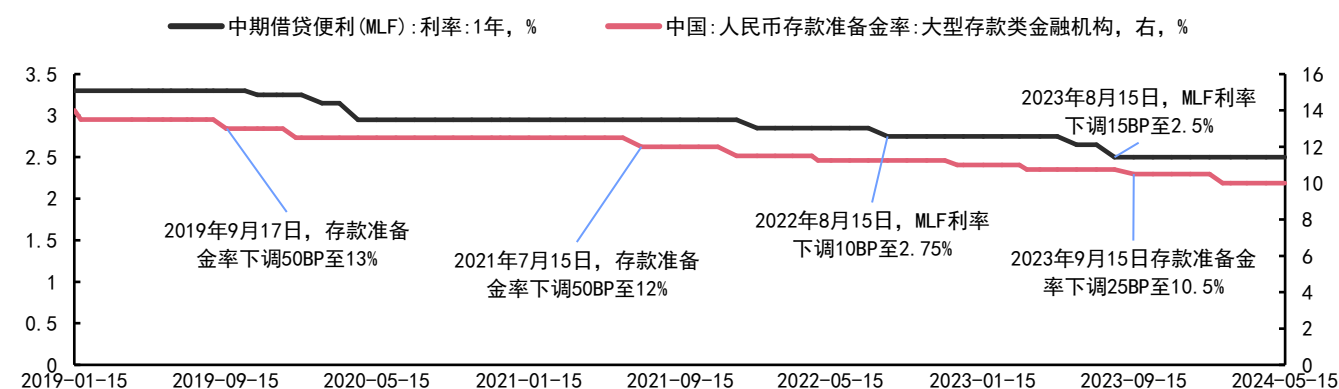


资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）季节性走势的背后

从过去几年看，7-8月债市往往博弈宽货币预期，长债利率通常表现为下行。2019年以来7月和8月10Y国债收益率下行的概率均为60%。2019年以来三季度后期（主要集中在8月和9月）通常会发生降准、降息等宽货币行为，在三季度前期（7月和8月）市场多会博弈宽货币预期，因此，10Y国债利率倾向于下行。具体来看，2019年9月17日，存款准备金率下调50BP至13%；2021年7月15日，存款准备金率下调50BP至12%；2022年8月15日，MLF利率下调10BP至2.75%；2023年8月15日和9月15日，MLF利率和存款准备金率分别下调15BP和25BP。

图表40：2019年以来三季度多发生降准、降息等宽货币行为

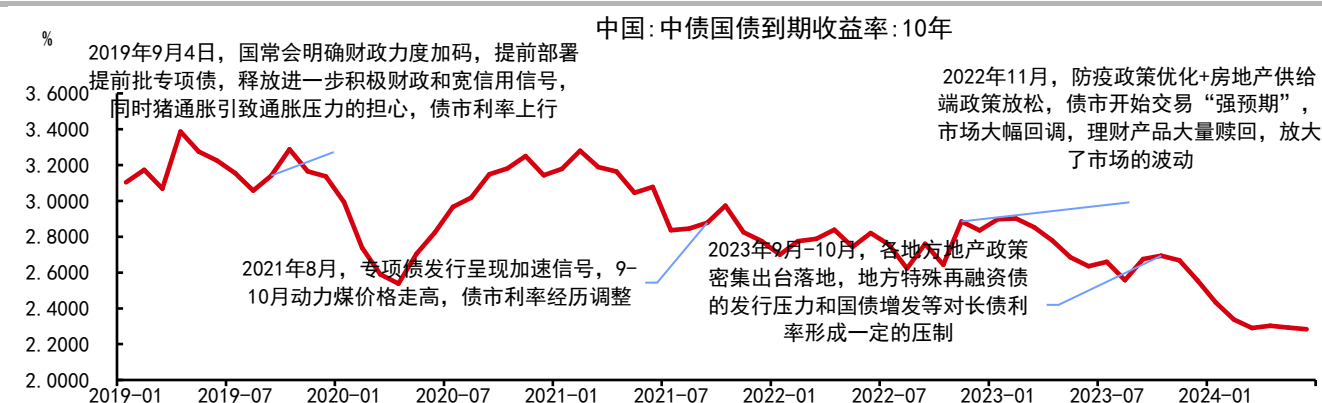


资料来源：Wind 中信期货研究所

9月-11月，宽财政宽信用博弈增加，债市利率大多呈现上行趋势。2019年以来，9-11月10Y国债上行的概率为80%。9月和10月债市利率上行的概率较大，分别为100%和80%，11月下行的概率为60%，但是整体赔率不高，低于1，性价比略低。这主要是由于：一是前期7-8月博弈宽货币政策的部分资金在政策落地

后开始止盈；二是债市在 9-11 月对于政策端的博弈开始加强，宽财政宽信用预期带动债市利率上行。具体来看，2019 年 9 月 4 日，李克强总理召开国常会，明确财政力度加码，提前部署提前批专项债，释放进一步积极财政和宽信用信号，市场担心后续供给压力加大，同时猪通胀引致通胀压力的担心，债市利率在 9-10 月经历调整。2021 年 8 月，银保监隐债新规出台补丁政策，房企双集中供地政策也出现了一定松动，专项债发行呈现加速信号，同时叠加 9-10 月动力煤价格走高，债市利率上行。2022 年 11 月，防疫政策优化+房地产供给端政策放松，虽然基本面仍然偏弱，但债市开始交易“强预期”，市场大幅回调，理财产品大量赎回，进一步放大了市场的波动。2023 年 9 月各地方地产政策密集出台落地，10 月地方特殊再融资债的发行压力和国债增发等均对长债利率形成一定的压制。

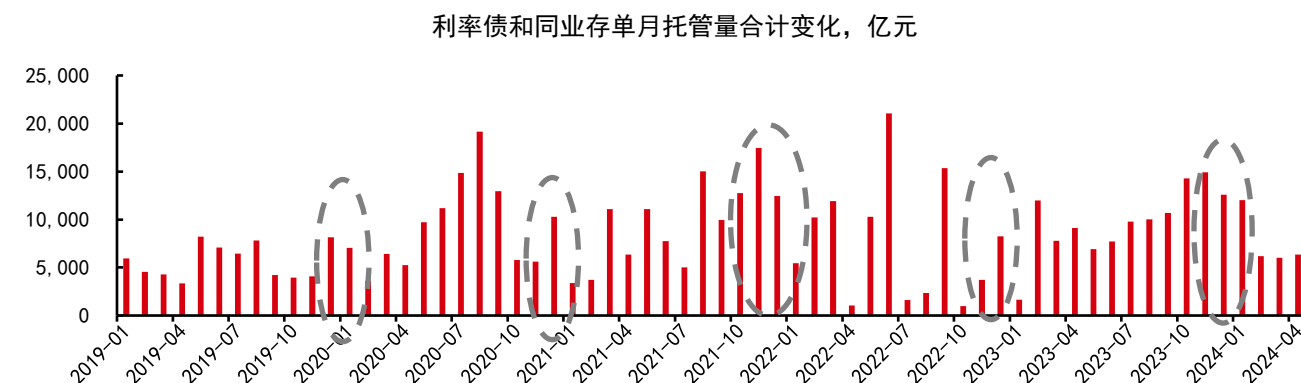
图表41：9 月-11 月，债市受政策端博弈，利率大多呈现上行趋势



资料来源：Wind 中信期货研究所

**12 月，债市受机构抢配行为影响，利率下行的概率较大。**2019 年-2023 年，12 月债市利率下行的概率为 100%。这其中虽有一定的偶然因素，但是机构抢配行为对利率的影响是不可忽视的。一般而言，12 月至第二年年年初是债券配置型机构（主要是商业银行和保险机构）调整一整年的资产配置结构的时间，因此我们可以发现通常在这段时间利率债和同业存单合计托管净增加规模处于 1 年来较高的位置，部分机构也会在 12 月抢配，提前购买债券类资产，因此通常在 12 月国债利率下行的概率较高。

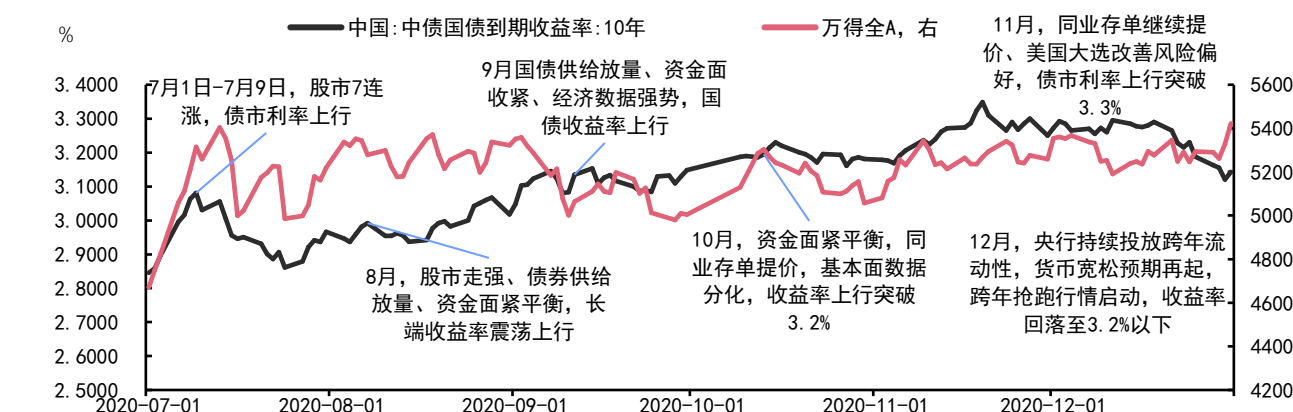
图表42：2019 年-2023 年 12 月利率债和同业存单合计托管量增加较多



资料来源：Wind 中信期货研究所  
注：利率债包括国债、地方债和政金债

和其他年份不同，2020 年下半年债市并未呈现上述季节性表现，2020 年下半年受基本面改善、供给放量和股债跷跷板效应等驱动，表现为 7-11 月债市利率整体持续上行，12 月下行。2020 年 7 月 1 日到 7 月 9 日，股市表现强劲，实现 7 连涨，债市利率上行，7 月后期有所回落；8 月在股市走强和债市供给放量的影响下，长端收益率震荡上行；9 月，国债供给放量、资金面收紧和经济数据强势，推动国债收益率上行；10 月-11 月，同业存单提价，10Y 国债利率跟随上行，一度突破 3.3%；12 月，央行持续投放跨年流动性，货币宽松预期再起，跨年抢跑行情启动，收益率回落至 3.2%以下。

图表43：2020 年下半年 10 年期国债收益率表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

就今年下半年来看，债市节奏的这一规律性再度上演的可能性仍然较大，即前期债市偏强，中期偏弱，后期再度有所走强，不过也需关注基本面或者政策面超预期对节奏的影响。目前来看，政策发力效果有待显现，6 月经济数据或仍将延续 5 月特征，二季度经济修复整体或仍呈现偏缓的特点，这可能带动多头情绪走强，尤其是宽货币预期升温可能带动多头情绪释放。而在宽货币预期兑现或落





空后，财政发力预期升温的可能性较大，政府债供给或将有所加速，叠加前期政策发力效果持续显现，债市或呈现一定调整。年底，在配置力量带动下，债市或再度走强。而下半年也需注意的是，如果 7 月公布的经济数据明显超预期，抑或是政策层面有明显超预期表现，那么这一季节性规律或将打破。

## 五、债市策略

### （一）趋势判断：关注可能的预期差，债市利率下行空间或有限

**下半年市场博弈重心或再度回归政策面以及基本面。**二季度后期市场对供给的担忧情绪呈现明显减弱，博弈焦点有所转移，对政策面发力情况以及基本面政策落地效果的关注度再度上升。且从前期供给扰动有所消退后的市场表现来看，整体或仍处于多头思维。对基本面预期偏弱以及随之产生的宽货币预期升温继续为多头情绪提供支撑。另外，对财政发力以及政策效果预期偏弱。而就下半年来看，虽然当前多头思维仍强，但或需要提防上述预期呈现一定预期差的可能。

**宽货币可能的预期差。**在基本面有待进一步好转，融资需求偏弱，地产下行压力较大的情况下，市场对宽货币预期较强。另外通胀处于低位，期望降低名义利率进而压低实际利率的热度仍然较高。但需要注意的是，货币政策需要兼顾多元目标，且当前向防风险有所倾斜。近期央行频繁提示长端利率风险，这背后也体现央行对金融体系风险的关注度上升。货币政策同样需要兼顾稳增长与防风险。另外，当前引导综合融资成本下行或更多对应的是贷款利率下行，压低实际利率可能也更多对应的是贷款利率。引导融资成本下行与降息以及债市利率下行之间并不能简单划等号。下半年来看，降准落地可能性较大，且配合结构性工具使用或带动 LPR 以及贷款利率下行。而政策利率下调则受制约因素较多，下调的优先度不高，宽信用意味强于宽货币。

**财政发力与政策效果可能的预期差。**上半年财政发力偏慢或使得市场对财政发力预期有所减弱。而下半年来看，上半年发力后置，下半年发力空间相对充足，广义财政支出有望加快，三季度进度有望优于往年同期。政府债供给方面，6-12 月政府债净融资规模约 6.3 万亿元，有利改善债市供需错配格局，节奏上看，6-7 月专项债发行或仍偏慢，8 月或将加速。政策持续发力，基本面边际修复。当前国内库存周期见底回升，工业企业名义库存与实际库存先后于去年 7 月和 12 月触底，且从近几年来看，实际库存同比变动领先债市利率约 6 个月左右时间，可能对下半年债市利率形成一定上行压力。稳地产政策加码，地产下行压力或有所减弱。另外财政发力效果有所显现，专项债将对投资以及融资需求产生一定带动。失业率震荡回落降至 2019 年水平、居民可支配收入实际增速回升至 2019 年水平，基本面有所修复，关注后续趋势变化。

在节奏方面，从 2019-2023 年来看，下半年债市节奏呈现一定季节性，以 10Y

国债收益率为例，7-8 月债市利率往往下行，9-11 月上行，12 月下行，2020 年例外。这一季节性的背后逻辑可能在于市场前期博弈宽货币，宽货币落地后开始止盈加博弈宽财政，到了 12 月受机构行为影响，部分配置盘提前入场，债市利率下行。2020 年则受基本面持续好转影响，未呈现这一走势。今年来看，在政策发力效果有待显现，6 月经济数据或延续 5 月特征的情况下，下半年债市节奏延续 2019-2023 年这一规律的可能性较大，而如果基本面修复超预期或者有超预期的政策出台，债市节奏可能会打破这一规律。

**展望下半年，债市利率进一步下行空间或仍有限，相反向上弹性或更大，尤其是长端，需关注预期差出现的可能。**一季度债市利率快速下行，二季度偏震荡，上半年债市利率整体下行幅度与过去几年全年水平相当，且央行对防风险和金融体系稳定的关注度上升，频繁喊话提示长端利率风险。在政策利率未有下调的情况下，债市利率突破性下行难度较大，且即使政策利率下调，也需关注其他政策发力以及基本面修复预期好转的可能。预计下半年 10Y 国债收益率波动区间或在 2.2%-2.45% 附近。曲线方面，考虑长端受制约或更大，曲线或维持陡峭化形态。

图表44：债市利率进一步下行空间或仍有限（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）策略推荐：关注空头套保以及曲线做陡机会

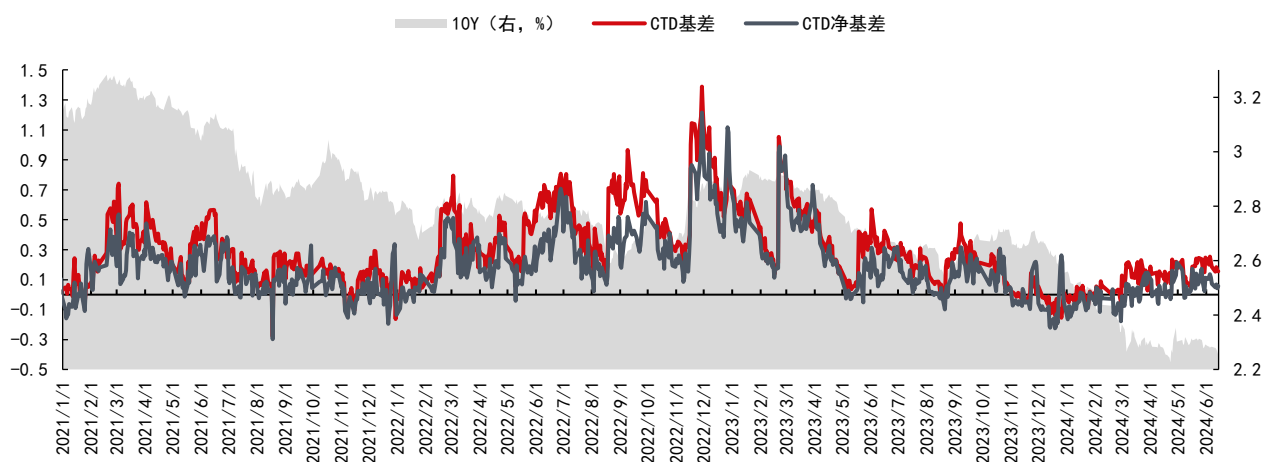
### 1、关注空头套保，以及 TL 基差交易机会

**下半年债市整体仍需维持谨慎，适当关注空头套保机会。**以 T 主力合约为例，当前基差水平相较于去年底以及今年初有所抬升，不过整体仍处于过去偏低水平。去年底至今年初时，基差较早完成收敛使得国债期货出现较明显的正套机会。当前正套机会不明显，不过基差仍处于低位，以及后续如果多头情绪进一步释放，则可能带动基差继续有所下行以及正套机会再度出现。另外空头套保可适当关注基差低位介入机会，下半年市场对基本面和政策面的关注度或再度上升，可适当借助国债期货空头套保，降低组合波动。



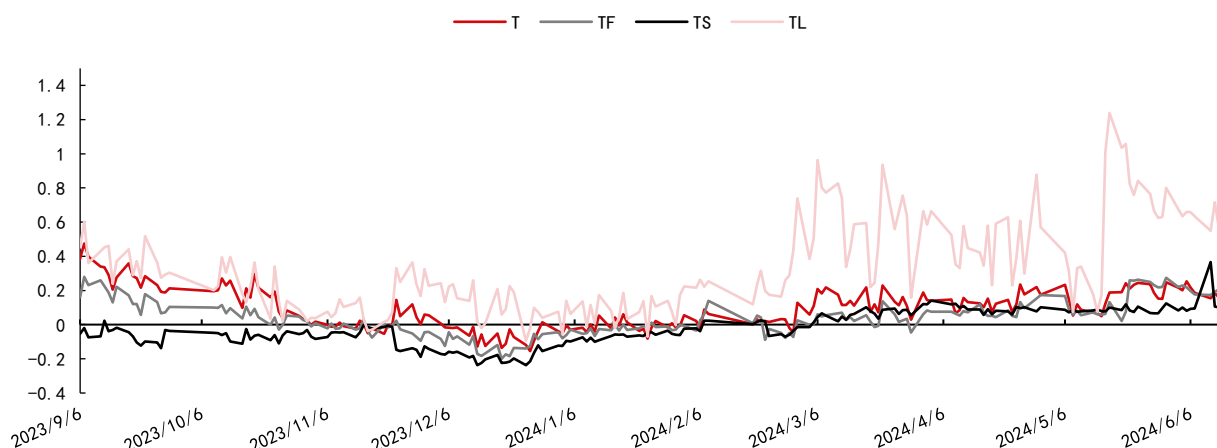
另外，相比于其他品种，当前 TL 基差波动较大，可适当关注 TL 基差交易机会。从上半年来看，TL 不仅价格波动幅度较大，且其基差波动也较为剧烈。从各品种基差走势上看，TL 基差波动明显高于其他品种。一方面可能因 TL 属于新上市品种，投资者仍处于不断介入的状态，另一方面，当前债市超长端情绪波动相对剧烈，受到供给以及央行喊话等因素影响较大。TL 基差的较大波动产生一些基差交易机会。值得注意的是，上半年 TL 正反套机会同时存在。

图表45：T 主力合约基差与净基差



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表46：TL 基差波动较大



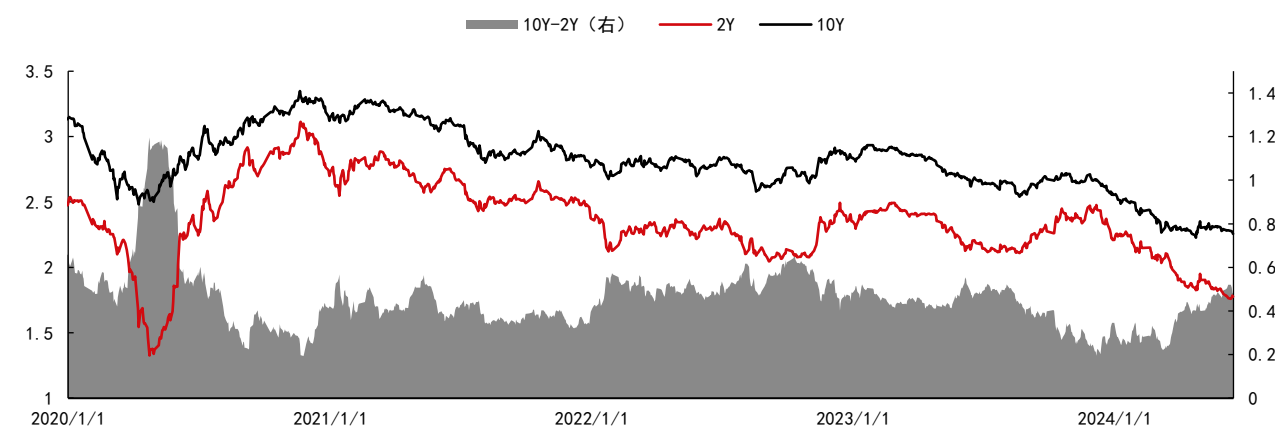
资料来源：Wind 中信期货研究所

## 2、曲线或维持陡峭化形态，关注 30Y-10Y 利差做阔机会

从整个上半年来看，债市整体呈现一定陡峭化，尤其是二季度曲线相较于前期过于平坦化的状态呈现一定修复，陡峭化特征明显。截至 6 月 14 日，10Y-2Y、10Y-5Y、30Y-10Y 利差分别为 48BP、19.7BP、24.3BP，分别位于 2020 年以来的约 61.7%、61.9%、6.7%分位，而在一季度末时，三者利差分别为 38.8BP、9.3BP、

19.6BP，其中一季度低点时，10Y-2Y、10Y-5Y、30Y-10Y 利差分别低至 22.1BP、7.2BP、12.4BP。二季度来看，资金面由紧转松带动短端情绪走强，而长端受供给担忧情绪以及央行喊话影响整体偏震荡，这也带动曲线呈现陡峭化。而下半年来看，债市或继续维持陡峭化状态。

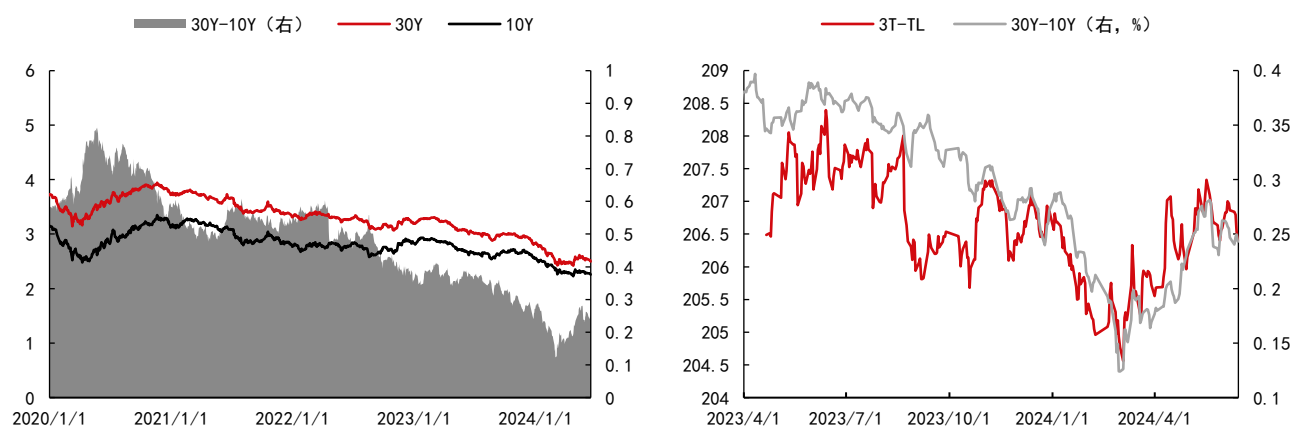
图表47：上半年曲线呈现一定陡峭化（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

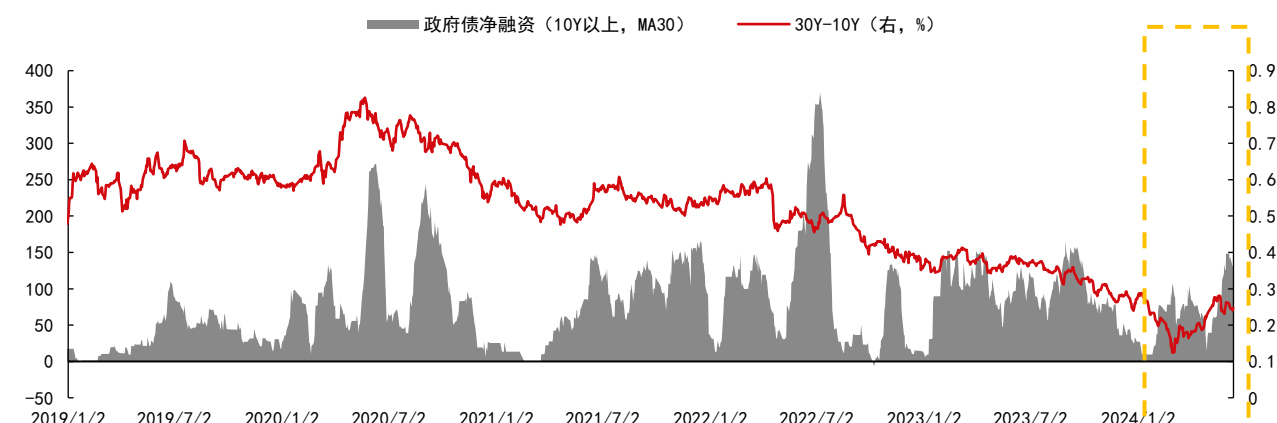
且从不同曲线段来看，当前 30Y-10Y 部分仍相对较为平坦。我们在半年报中曾提示关注 30Y-10Y 利差做阔与国债期货跨品种交易机会，其背后思路主要基于供给角度。从过去来看，超长期政府债供给放量往往带动 30Y-10Y 利差有所走阔。二季度以来，虽然供给有所加速，超长期债券发行规模也有所上升，但是节奏仍偏缓。以超长期特别国债为例，截至 5 月底仅发行 800 亿元，仍剩余 9200 亿元待发行。下半年来看，一方面曲线或将维持陡峭化特征，另外财政发力以及超长期特别国债不断发行可能也将带动 30Y-10Y 利差从前期较为平坦化的状态继续有所反弹。

图表48：适当关注 30Y-10Y 利差做阔机会（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表49：超长债供给增加有望带动 30Y-10Y 利差走阔（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）风险因子

- 1、**货币宽松超预期**。央行降准降息等幅度超预期可能带动债市呈现大幅走强。
- 2、**经济好转以及通胀超预期**。基本面修复超预期将带动风险偏好提升，通胀如果呈现较明显上行也将带动债市多头情绪降温。
- 3、**特殊再融资债发行超预期**。上半年特殊再融资债发行规模较小，如果下半年发行放量，尤其是类似于去年下半年集中发行的话，可能对债市形成一定扰动。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>