



光期研究

国债策略周报

2024年01月07日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

国债：收益率曲线走陡，国债期货强势上涨

国债：收益率曲线走陡，国债期货强势上涨

摘要

债市表现：1、开年首周，央行公开市场大额净回笼逆回购，同业存单利率再度上行。假期公布的12月PMI不及预期，长端利率持续下行。国债收益率曲线走平，其中5年期以下国债品种收益率小幅上行，5年及以上国债收益率小幅下行。十年期国债收益率下行至2.52%，再创新低。全周来看，二年期国债收益率上行2.7BP至2.24%，十年期国债收益率下行3.8BP至2.52%。国债期货整体偏强震荡，截至1月5日收盘，TS2403周环比下跌0.09%，TF2403、T2403、TL2403周环比分别上涨0.01%、0.1%、0.47%。2、美债方面，本周公布的美国ISM制造业PMI超预期回落，美国新增非农就业人数超预期火热，美联储降息预期有所降温，美债收益率低位先下后上，截至1月05日收盘，10年期美债收益率周环比上行17BP至4.05%，2年期美债上行17BP至4.4%，10-2年利差-35BP。10年期中美利差-153BP，倒挂幅度周环比扩大21BP。

政策动态：1、2024年中国人民银行工作会议支出2024年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化逆周期和跨周期调节，不断巩固稳中向好的基础。稳健的货币政策灵活适度、精准有效。聚焦“五篇大文章”支持重点领域和薄弱环节。2、央行重启PSL净投放。央行数据显示央行在2023年12月通过PSL净投放资金3500亿元，是2023年3月以来央行首次净投放PSL，且单月投放规模达到历史第二高。PSL兼具宽货币与宽信用的功能，可以促进信用扩张同时防止资金空转的目的。3、本周中国央行共开展2410亿元逆回购操作，因本周共有26640亿元逆回购到期，实现净回笼24230亿元，为单周最高，逆回购余额降至4160亿元。1月来看，有28390亿元逆回购、7790亿元MLF到期。4、跨年后资金利率边际下降，DR007利率周环比下行13BP至1.77%。但同业存单利率再度上行，1月期AAA同业存单收益率上行22BP至2.3%，1年期AAA同业存单收益率5.7BP至2.46%。

债券供给：1、开年首周末有政府债发行。从下周发行计划来看，将有990亿元国债发行，到期量902亿元，叠加9亿元地方债到期，净融资金79亿元。2、目前尚未公布地方债提前批额度，但18个省、计划单列市披露了2024年一季度地方政府债券发行计划，合计9550亿元。其中新增专项债4858亿元，新增一般债1192亿元，再融资债3500亿元。

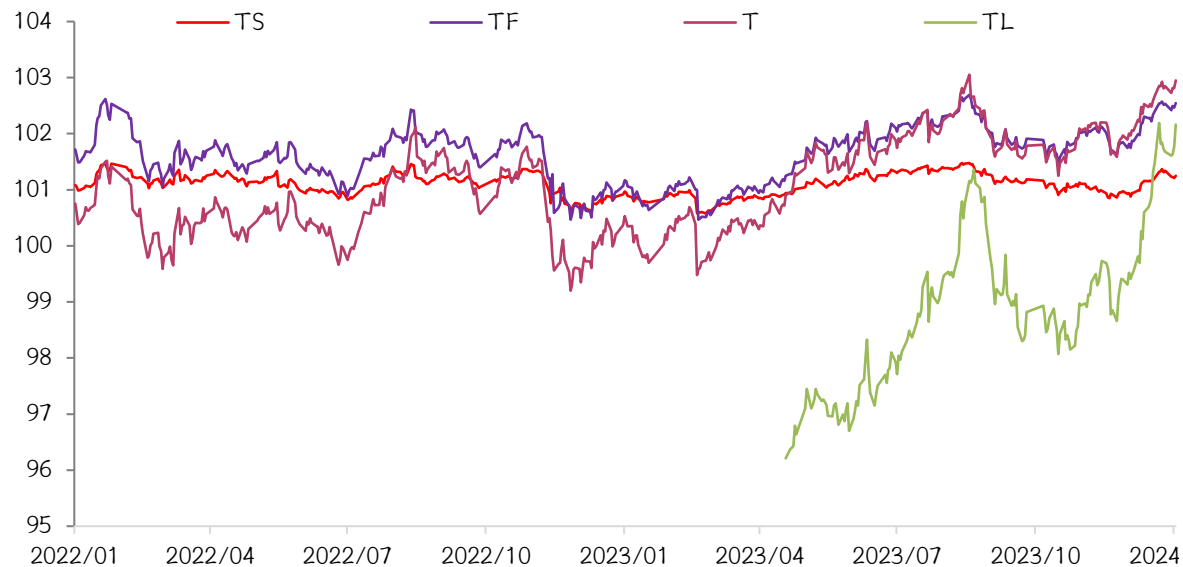
策略观点：经过连续2周的持续强势，10年期国债收益率已经下行至2.52%的低位，降息预期反应的较为充分，短期在无新增利好消息的情况下，国债收益率再度下行空间较为有限。

目录

- 1、债市表现：十年期国债收益率再创新低
- 2、政策动态：央行重启PSL
- 3、债券供给：一季度地方专项债披露4858亿元
- 4、策略观点：收益率曲线有望延续走陡趋势

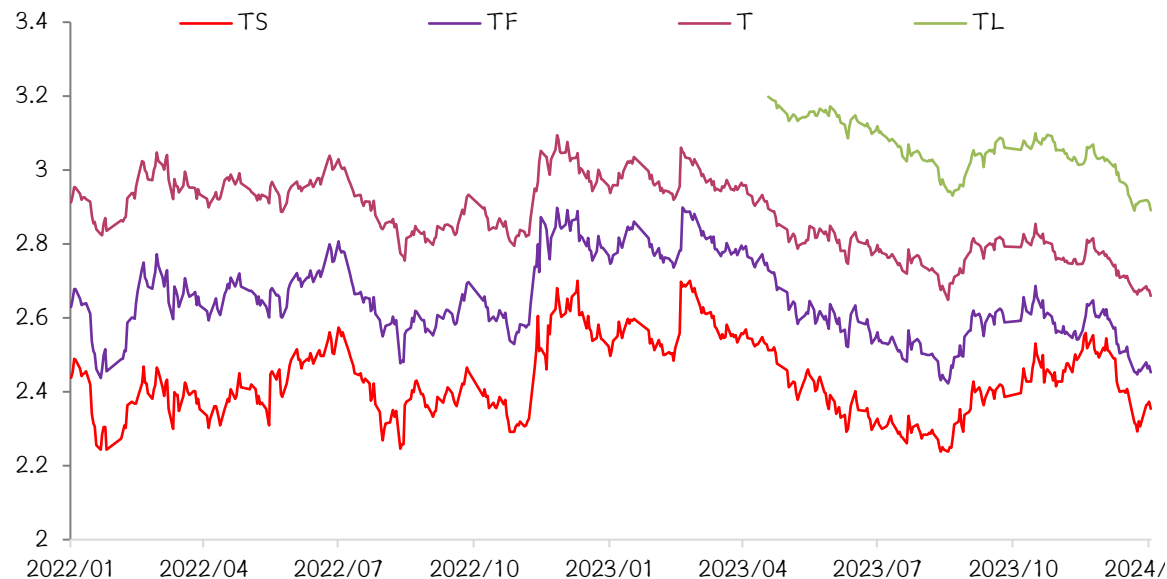
1.1 市场表现：十年期国债收益率创新低，国债期货延续强势

图表1：国债期货主力合约收盘价（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表2：国债期货隐含收益率（单位：%）

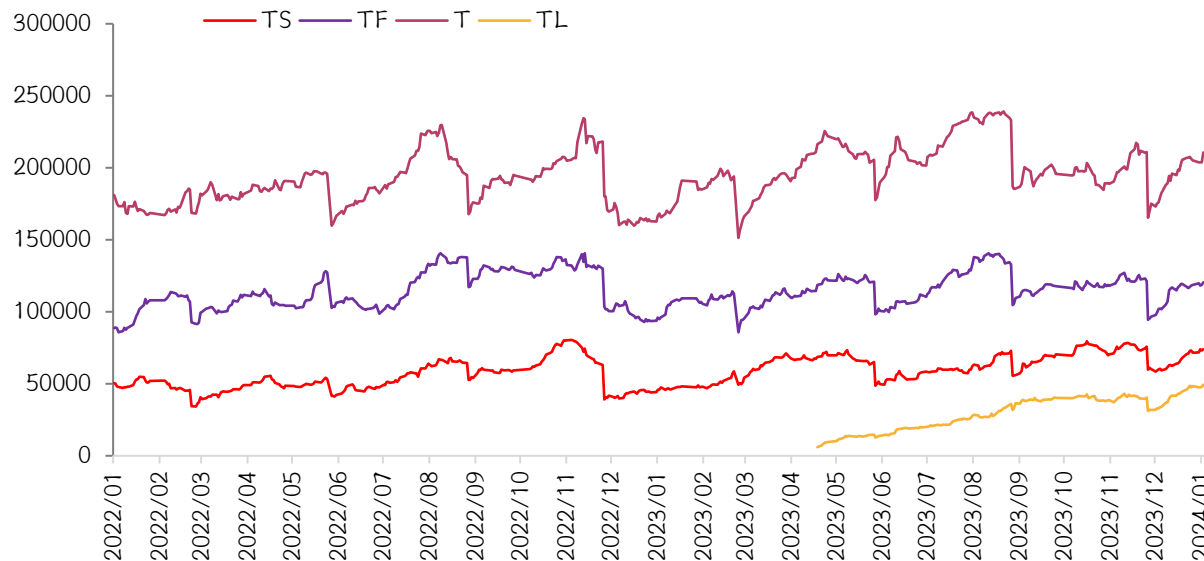


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

开年首周，央行公开市场大额净回笼逆回购，同业存单利率再度上行。假期公布的12月PMI不及预期，长端利率持续下行。国债收益率曲线走平，其中5年期以下国债品种收益率小幅上行，5年及以上国债收益率小幅下行。十年期国债收益率下行至2.52%，再创新低。全周来看，二年期国债收益率上行2.7BP至2.24%，十年期国债收益率下行3.8BP至2.52%。国债期货整体偏强震荡，截至1月5日收盘，TS2403周环比下跌0.09%，TF2403、T2403、TL2403周环比分别上涨0.01%、0.1%、0.47%。

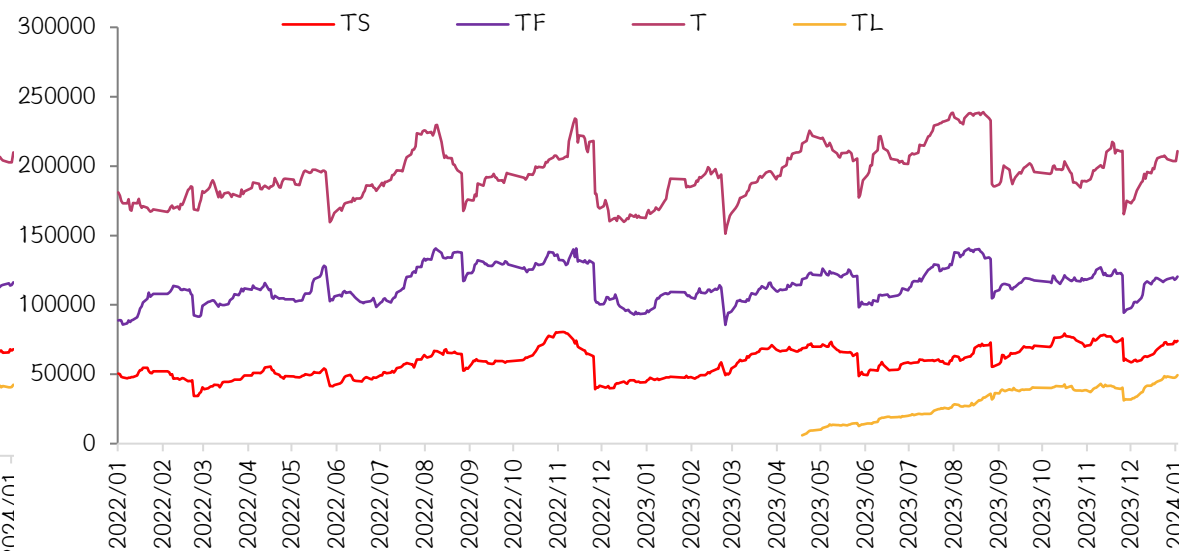
1.2 市场表现：国债期货成交、持仓小幅增加

图表3：国债期货合约总持仓量（单位：手）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表4：国债期货合约总成交量（单位：手）

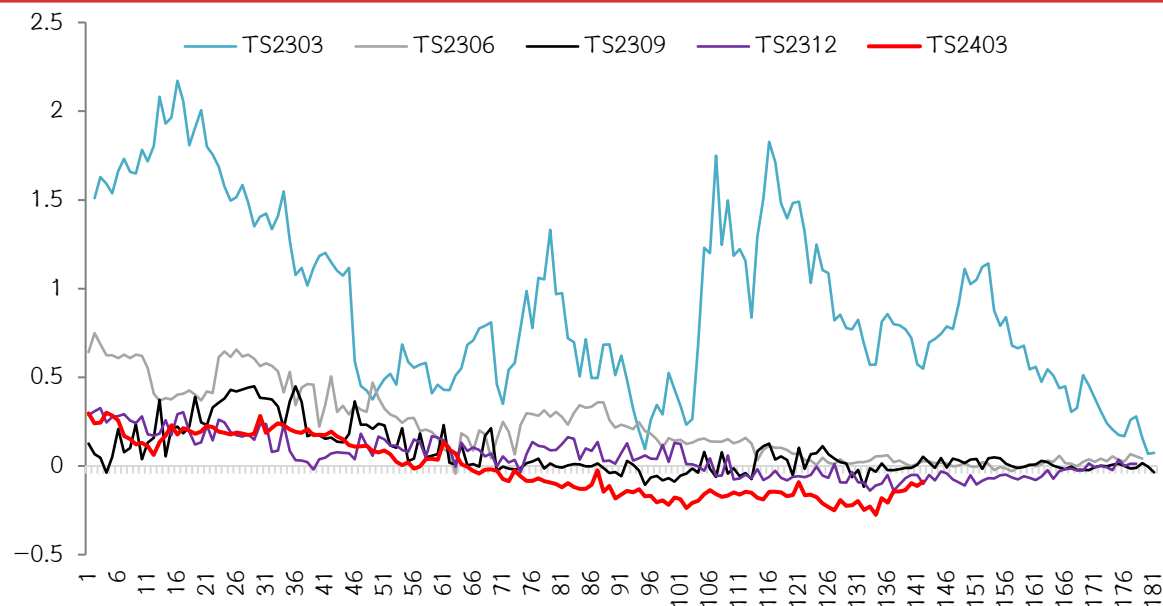


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

单位：元	成交量				持仓量			
	2债	5债	10债	30债	2债	5债	10债	30债
2024/1/5	40662	55905	73284	28292	74007	120327	210704	49293
2023/12/29	30669	42633	56527	23245	71532	118543	205045	48512
变化值	9993	13272	16757	5047	2475	1784	5659	781

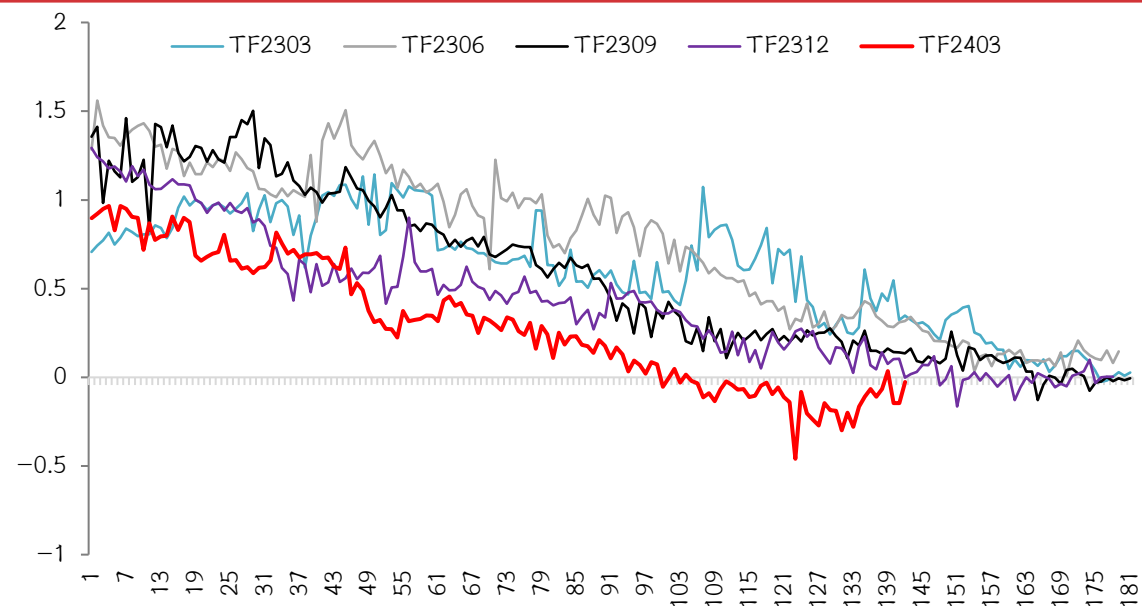
1.3 市场表现：国债期货基差低位小幅回升

图表5：二债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

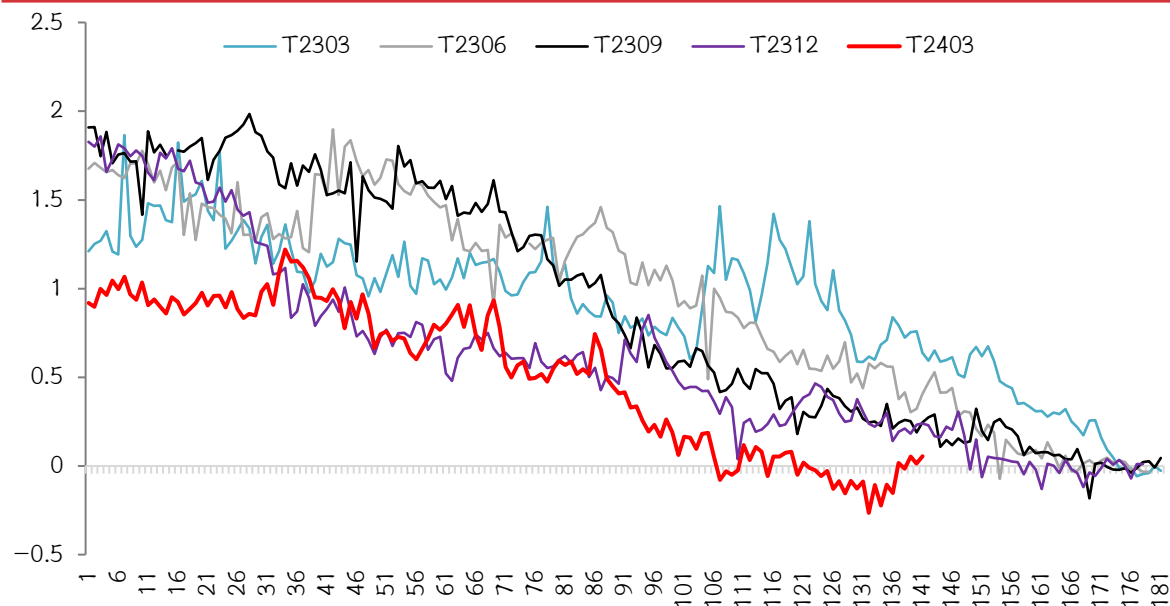
图表6：五债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

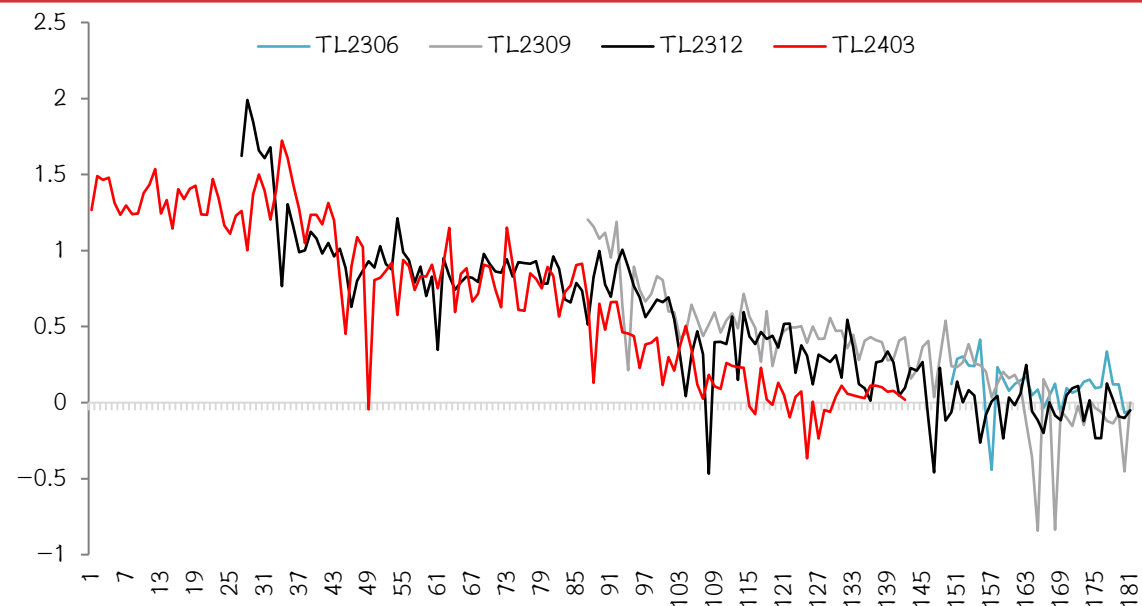
1.4 市场表现：国债期货基差低位小幅回升

图表7：十债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

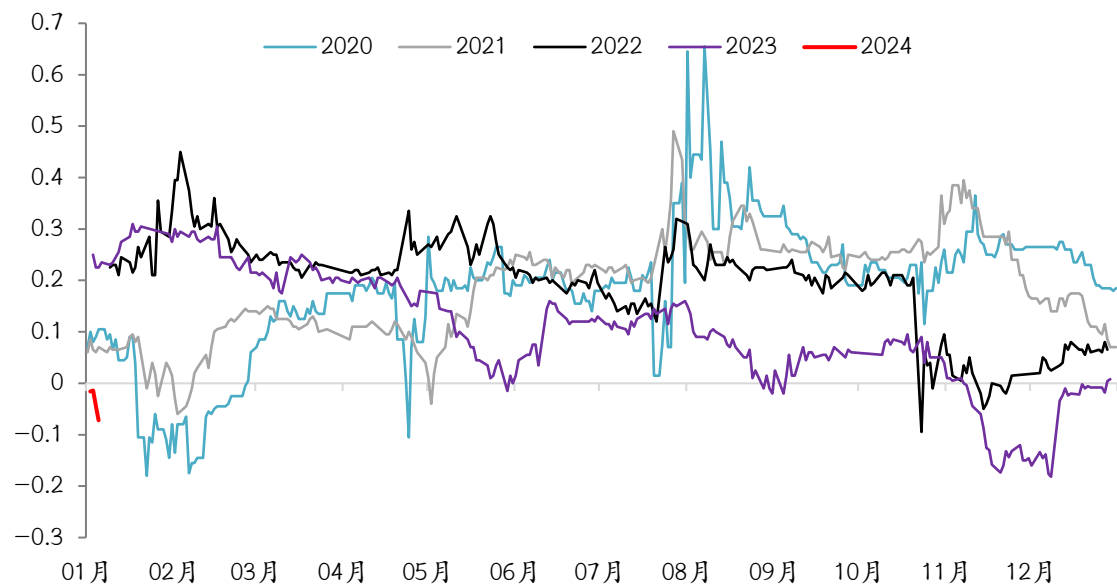
图表8：三十债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

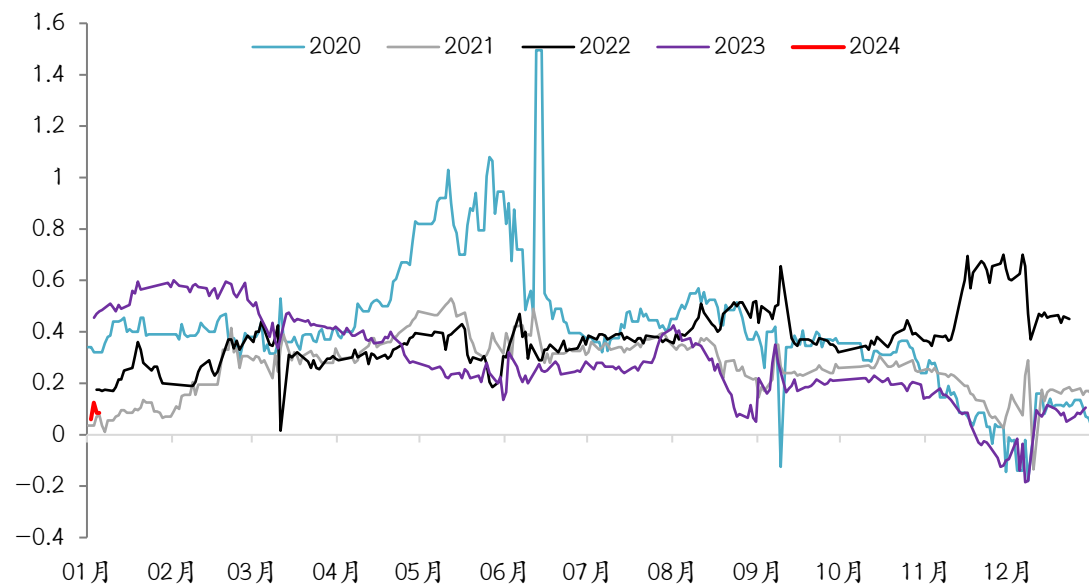
1.5 市场表现：跨期价差维持低位

图表9：二年期国债期货跨期价差（当季-下季）（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表10：五年期国债期货跨期价差（当季-下季）（单位：元）

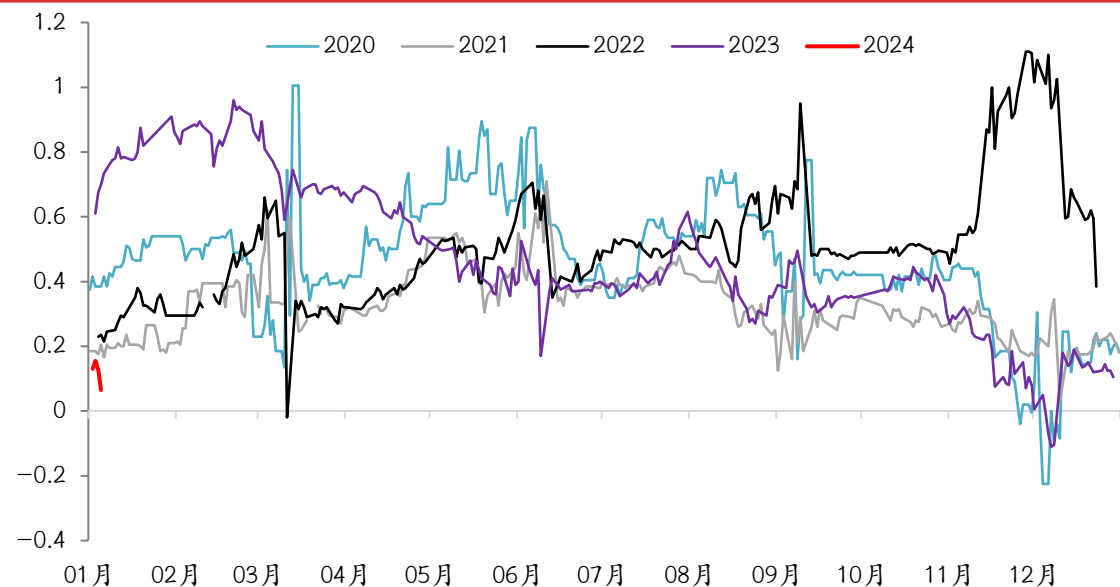


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

单位：元	2TF-T	2TS-TF	4TS-T
2024/1/5	102.140	99.951	302.042
2023/12/29	102.225	100.145	302.515
变化	(0.085)	(0.194)	(0.473)

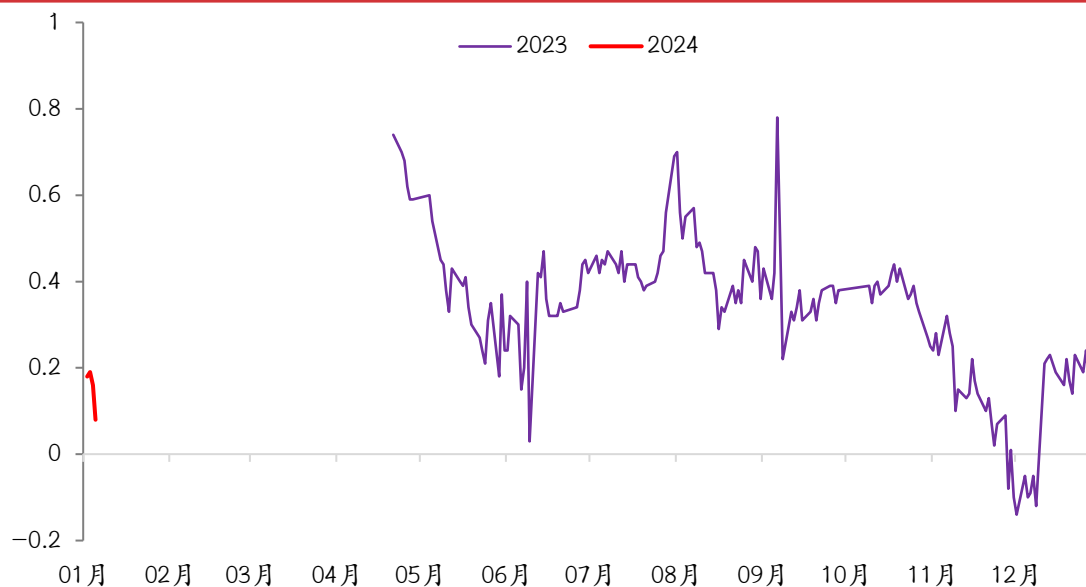
1.6 市场表现：十年期国债期货跨期价差快速回落

图表11：十年期国债期货跨期价差（当季-下季）（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

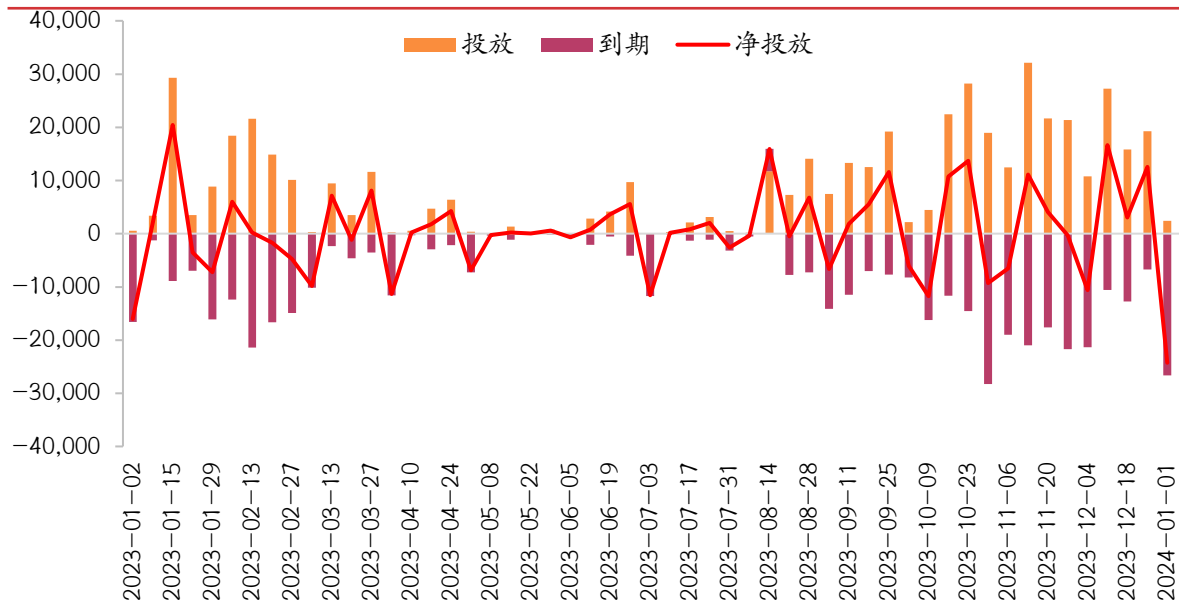
图表12：三十年期国债期货跨期价差（当季-下季）（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

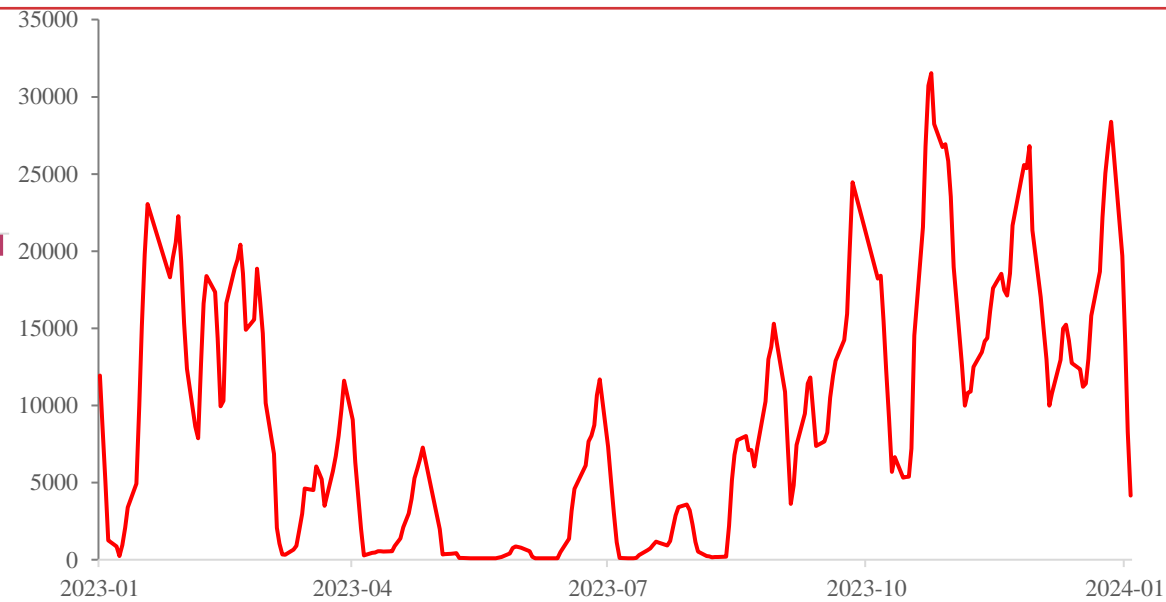
2.1 政策动态：逆回购大幅净回笼

图表13：公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表14：逆回购余额（单位：亿元）

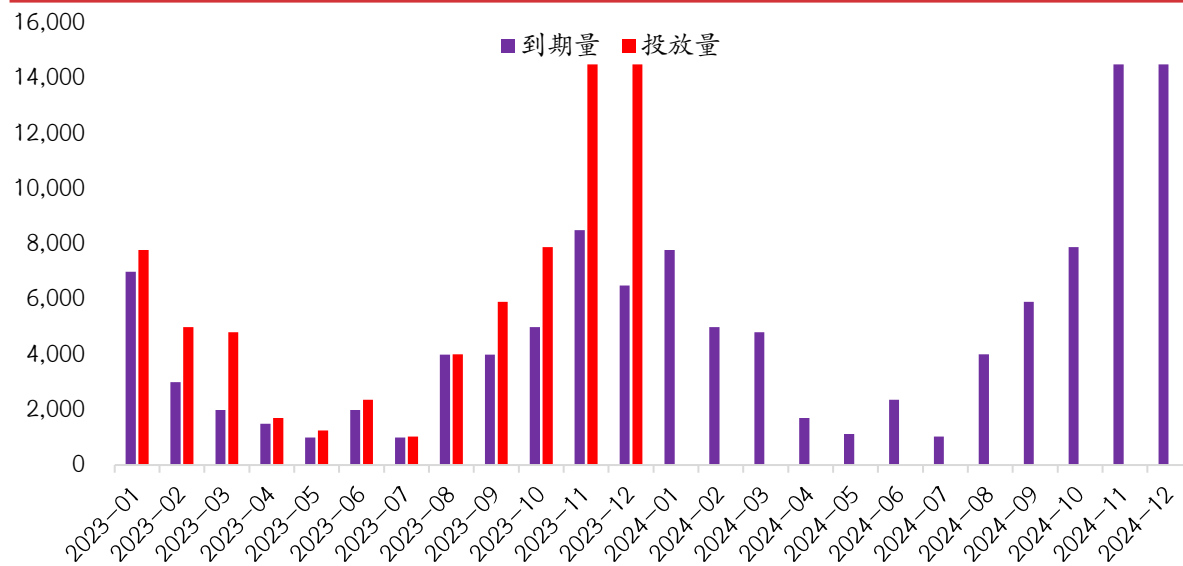


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

本周中国央行共开展2410亿元逆回购操作，因本周共有26640亿元逆回购到期，实现净回笼24230亿元，为单周最高，逆回购余额降至4160亿元。

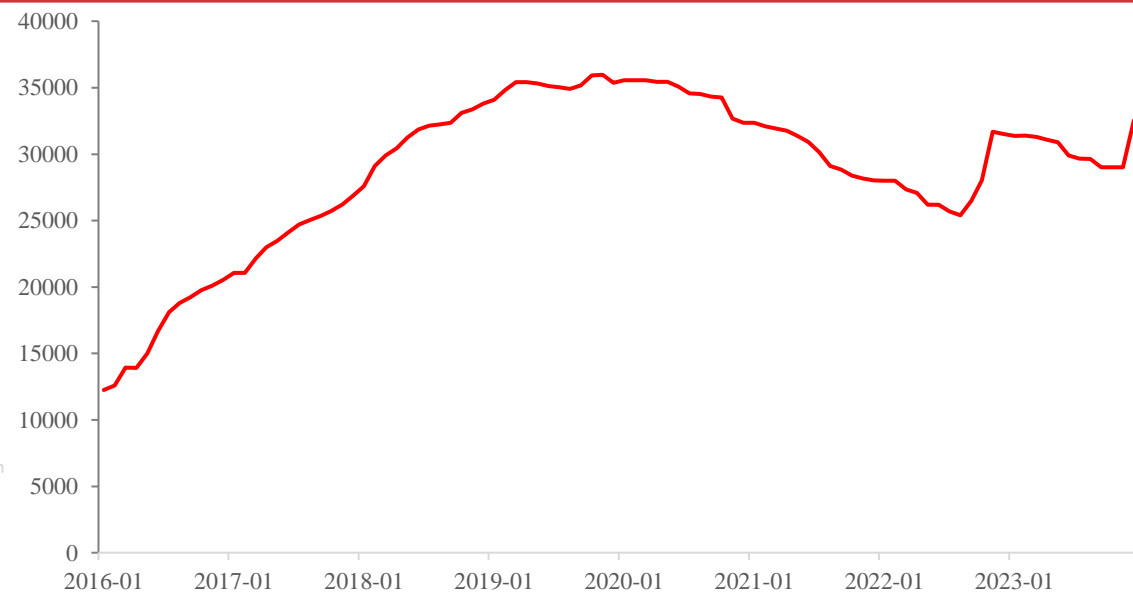
2.2 政策动态：央行重启PSL

图表14：MLF到期量（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表15：PSL余额（单位：亿元）



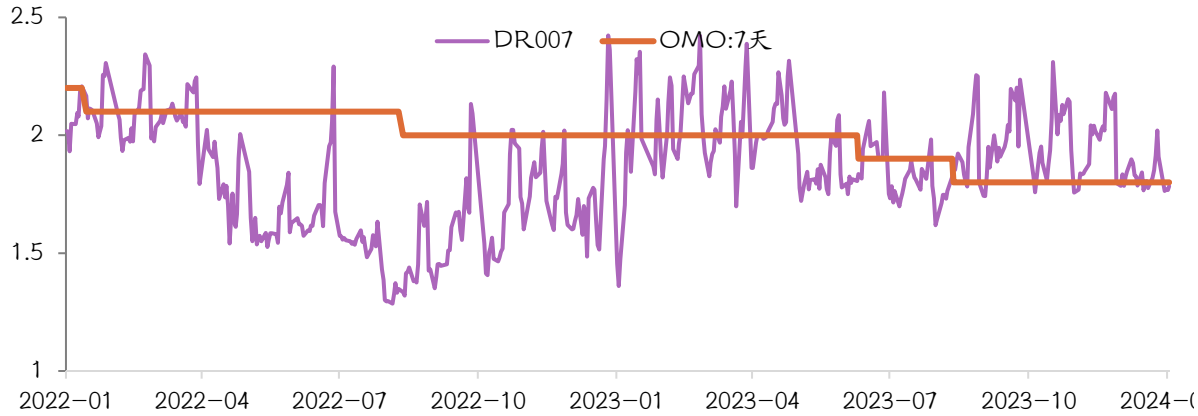
资料来源：iFinD, 光大期货研究所

12月MLF到期量为6500亿，当月操作规模达到14500亿元，续作加量8000亿。大规模加量续作MLF则有助于缓解银行体系中长期流动性压力。

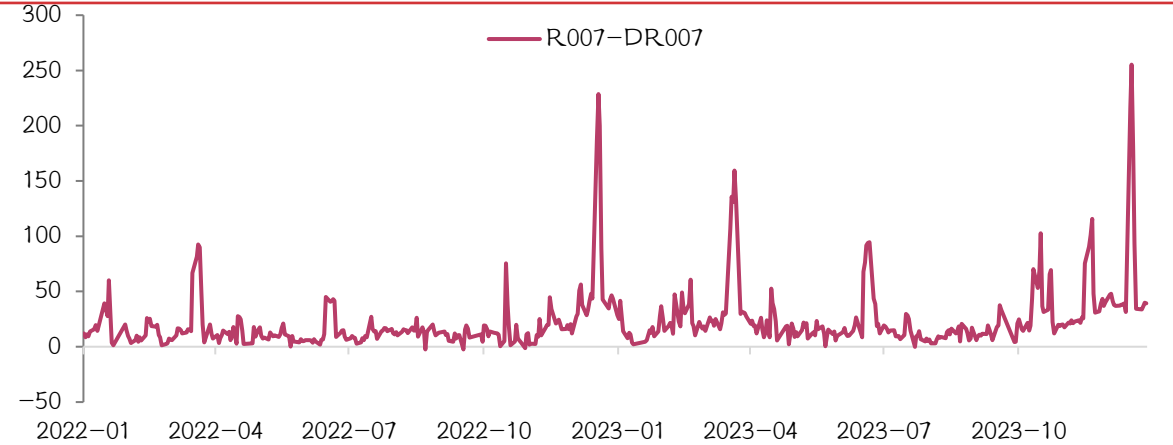
央行重启PSL净投放。央行数据显示央行在2023年12月通过PSL净投放资金3500亿元，是2023年3月以来央行首次净投放PSL，且单月投放规模达到历史第二高。PSL兼具宽货币与宽信用的功能，可以促进信用扩张同时防止资金空转的目的。

2.3 流动性：资金利率保持平稳，DR007利率周环比下行13BP至1.77%

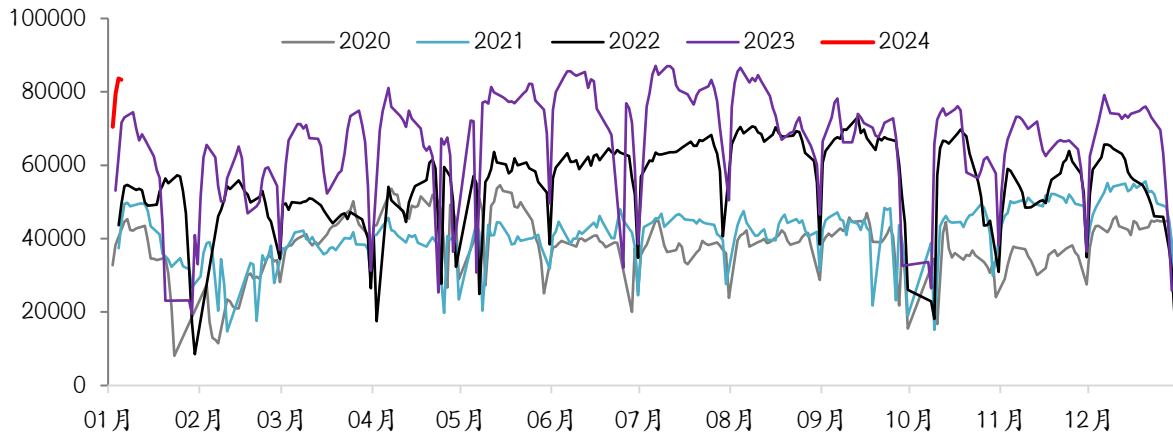
图表18：质押式回购利率&政策利率（单位：%）



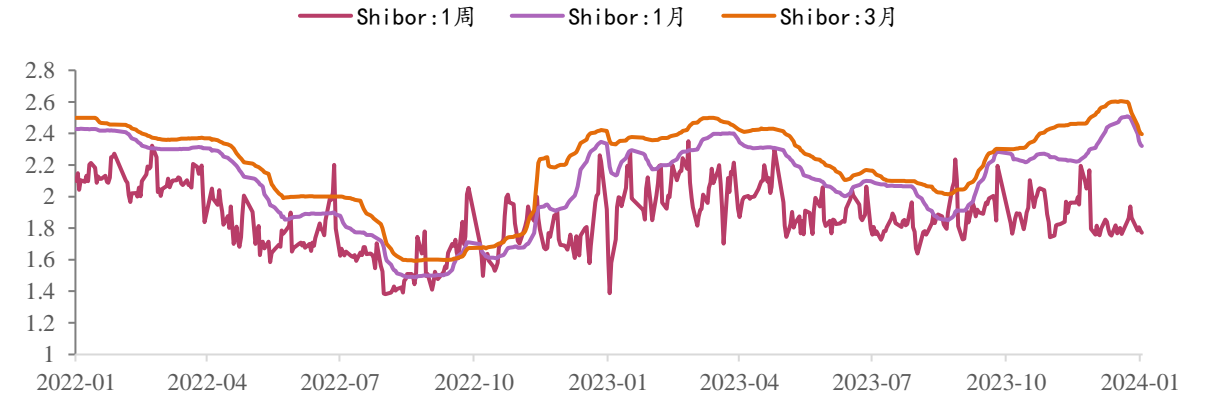
图表19：利差（R007-DR007）（单位：bps）



图表20：质押式回购成交量（单位：亿元）



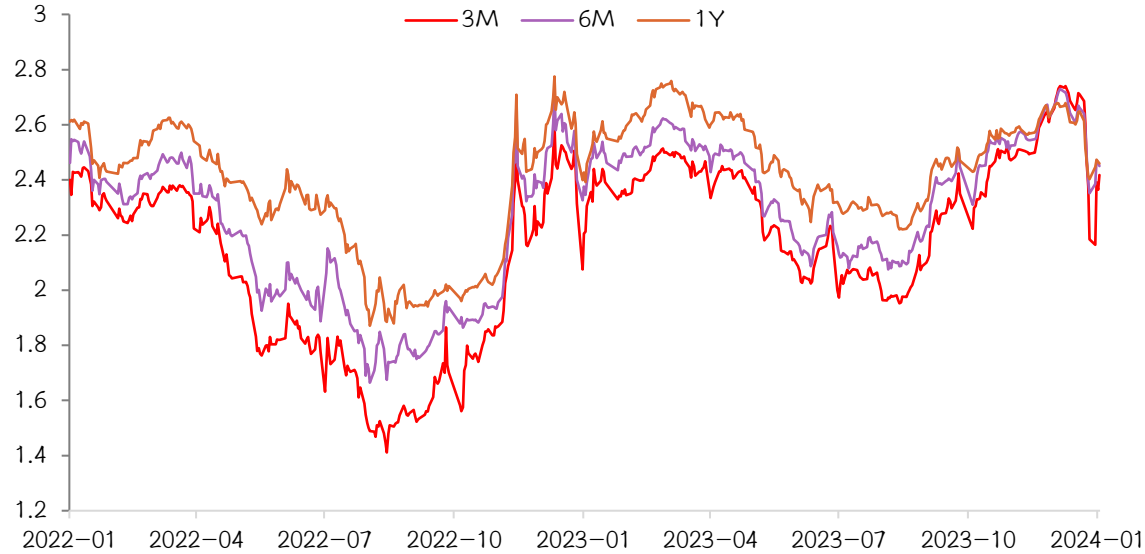
图表21：Shibor（单位：%）



资料来源：iFinD,光大期货研究所

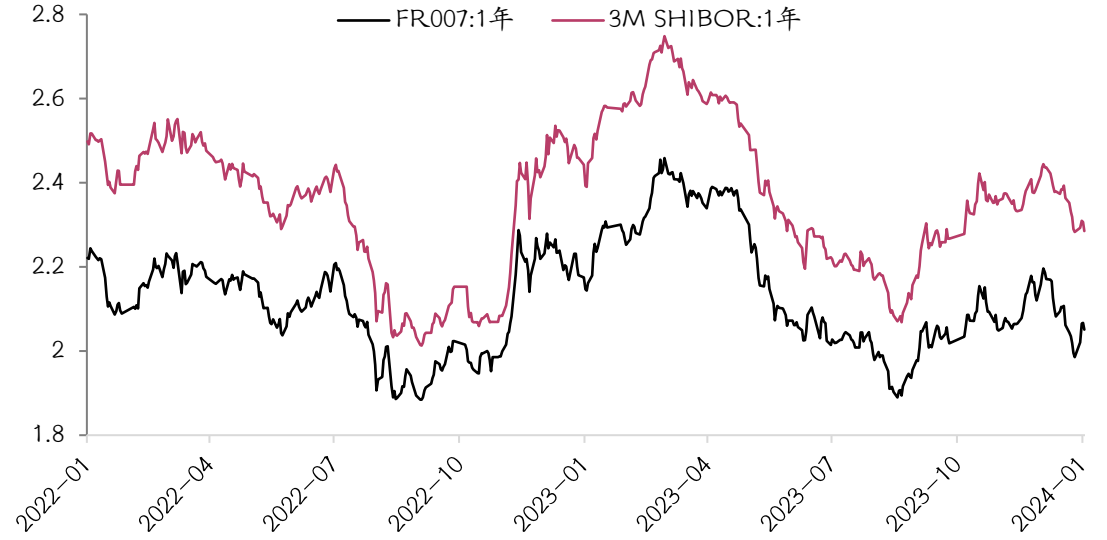
2.4 流动性：同业存单利率低位回升

图表22：同业存单发行利率（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

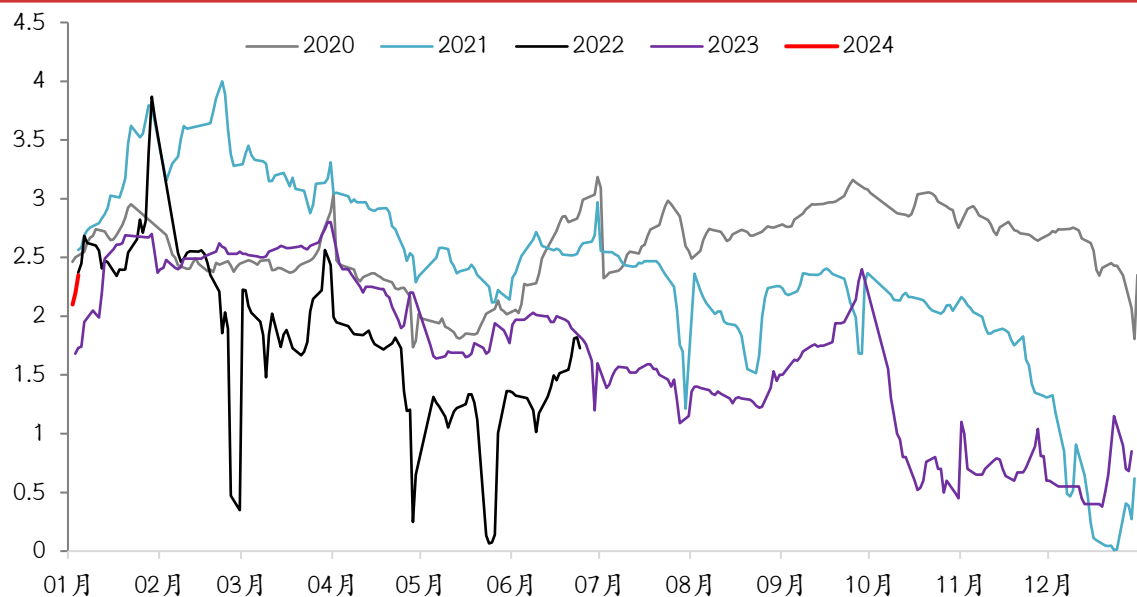
图表23：利率互换（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

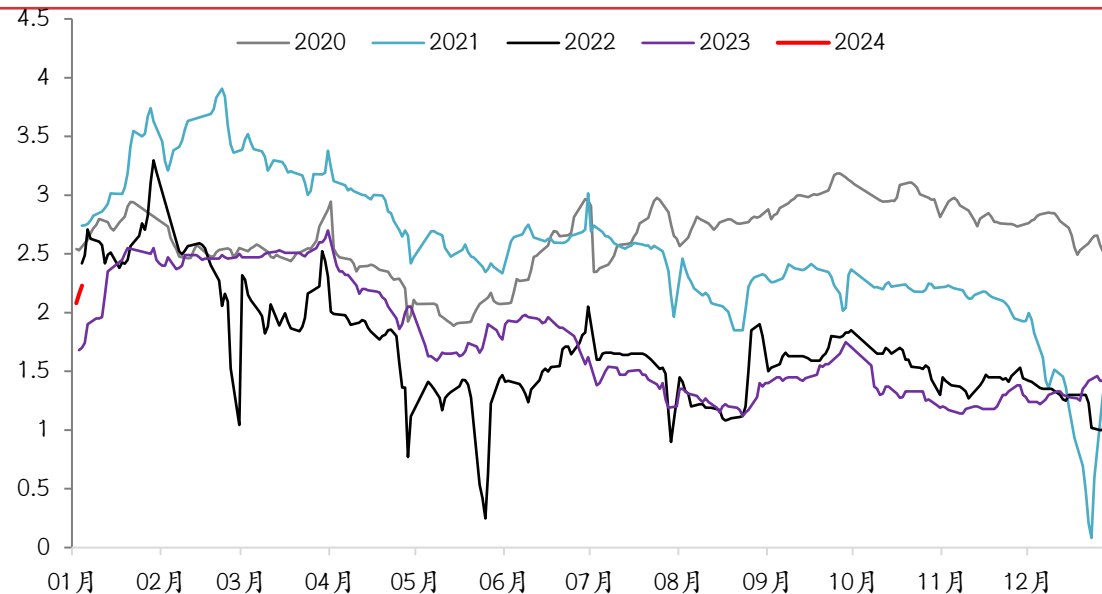
2.5 流动性：12月票据利率维持低位

图表24：3个月国股银票贴现利率（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

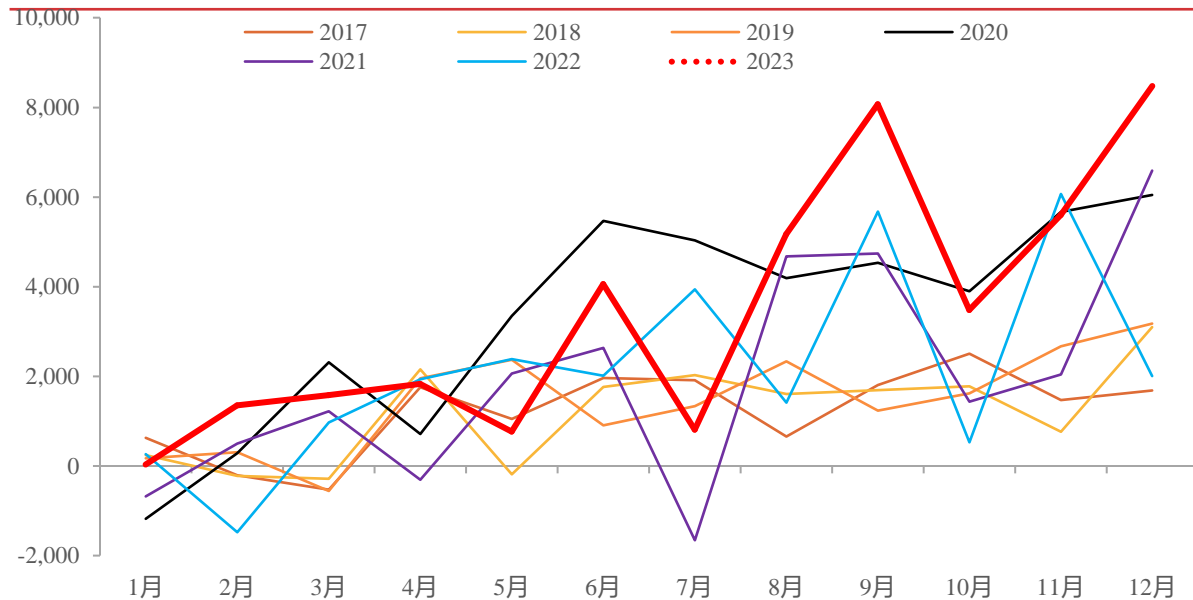
图表25：6个月国股银票贴现利率（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

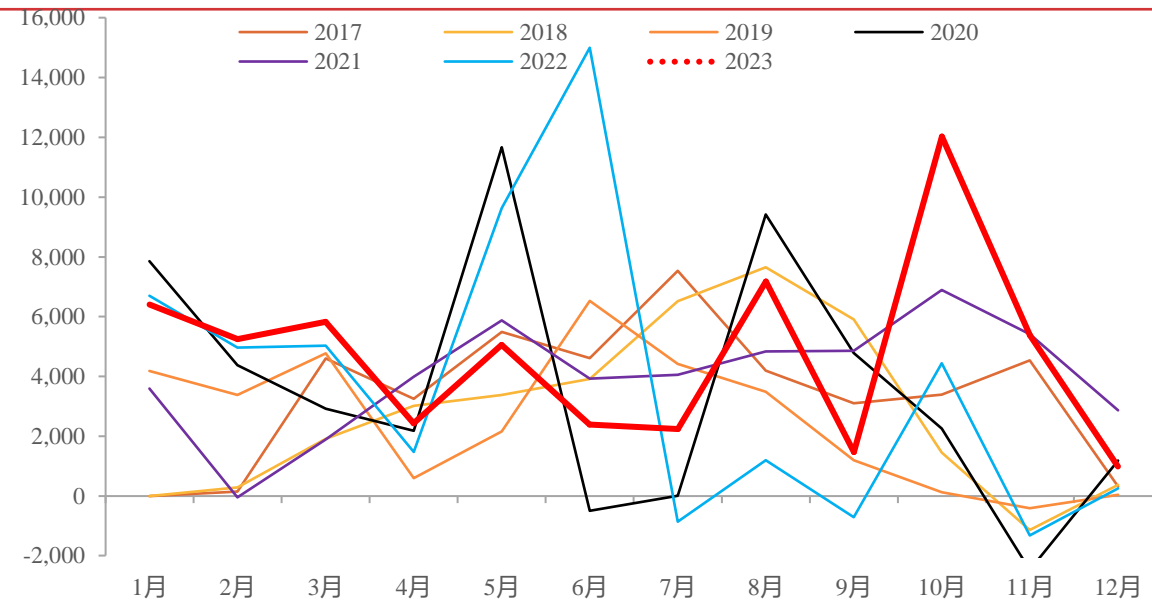
3.1 债券发行：下周政府债净发行预计79亿元

图表26：国债净发行规模（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表27：地方债净发行规模（单位：亿元）

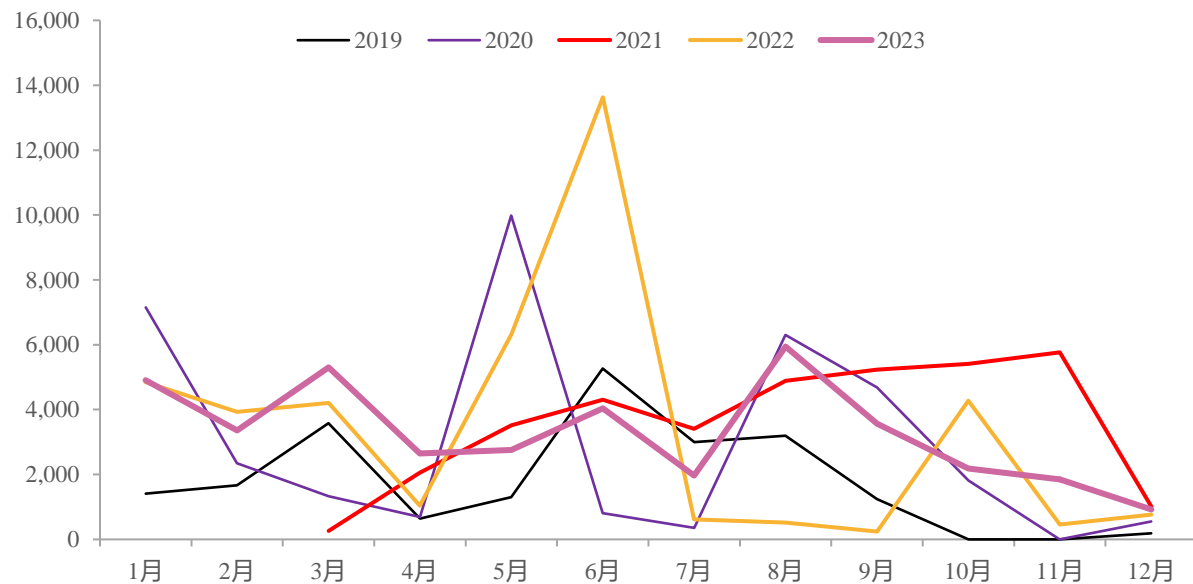


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

	本周发行			下周发行计划			全年累计发行		
	发行量	到期量	净发行	发行量	到期量	净发行	发行量	到期量	净发行
国债	0	0	0	990	902	88	0	0	0
地方债	0	12	-12	0	9	-9	0	12	-12
合计	0	12	-12	990	911	79	0	12	-12

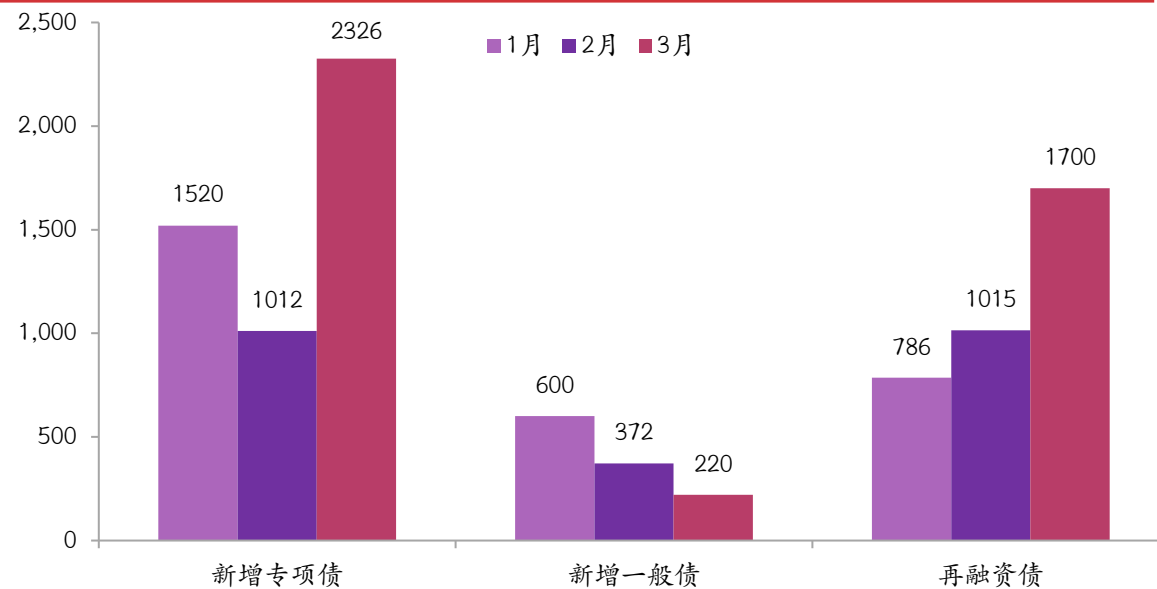
3.2 债券发行：一季度部分地区地方债发行计划9550亿元

图表28：专项债发行统计及预估（单位：亿元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

图表29：一季度地方债部分地区发行计划（单位：亿元）

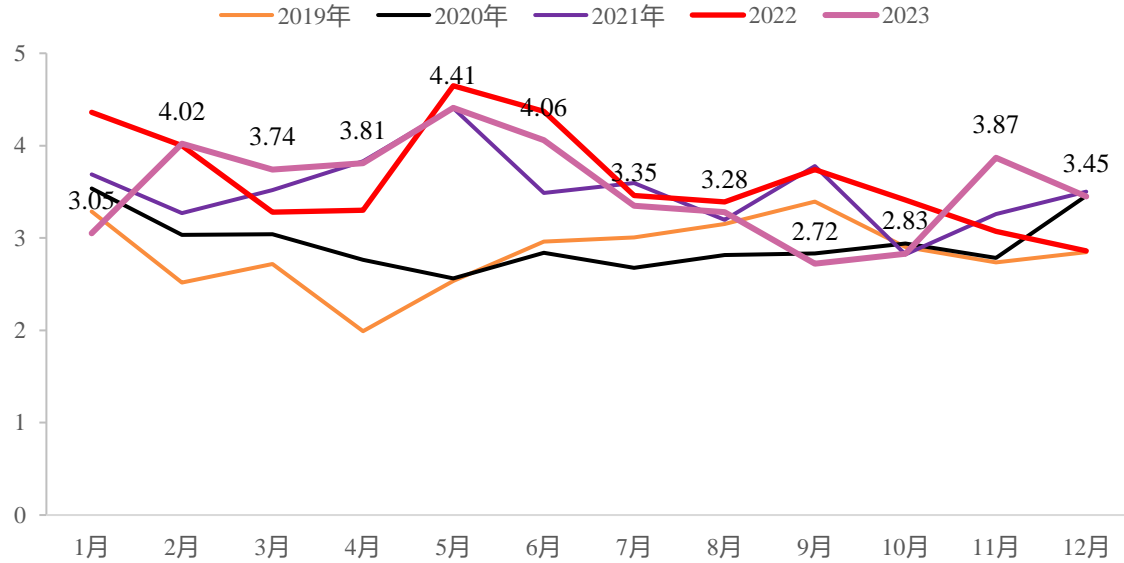


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

目前，18个省、计划单列市披露了2024年一季度地方政府债券发行计划，合计9550亿元。其中新增专项债4858亿元，新增一般债1192亿元，再融资债3500亿元。

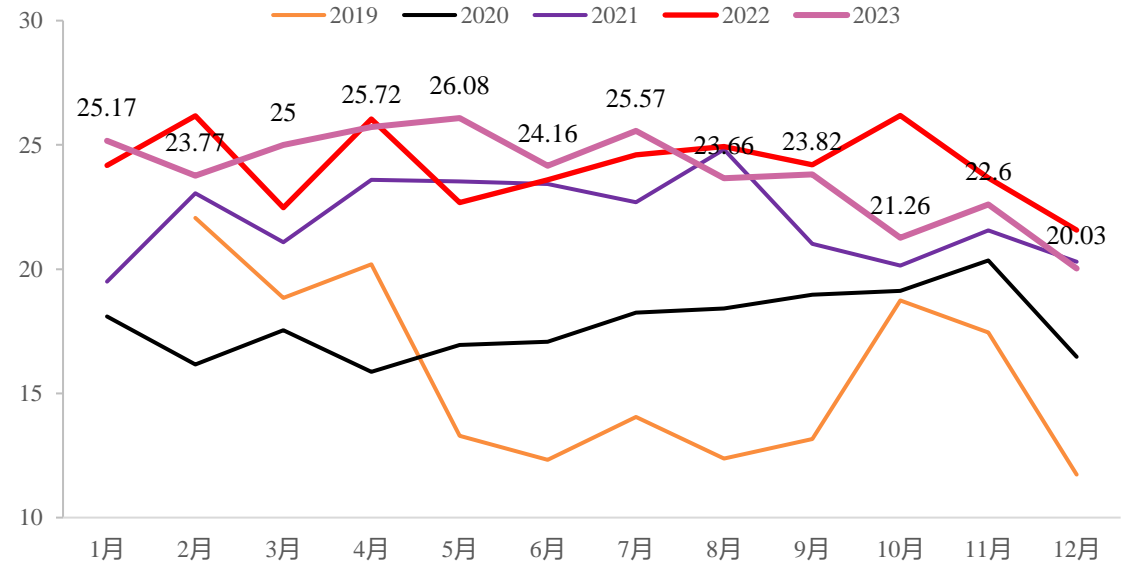
3.3 债券发行：12月政府债全场倍数小幅下降

图表30：国债发行倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

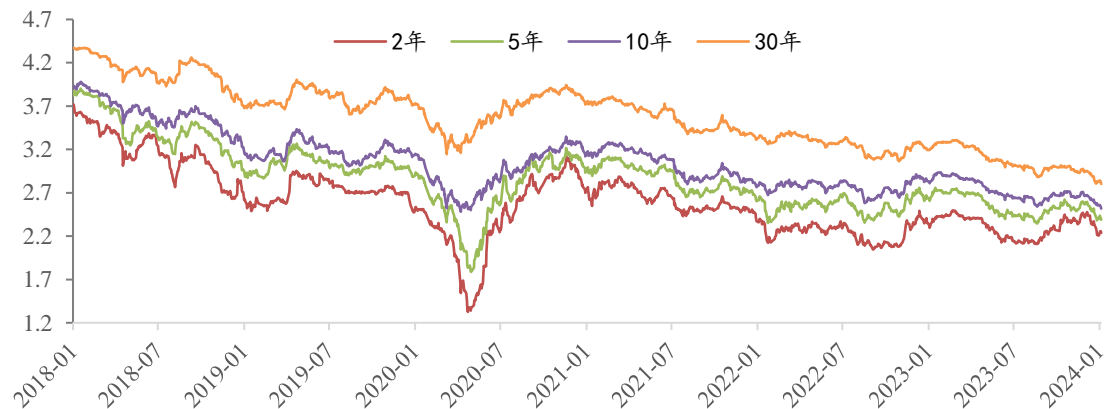
图表31：地方债发行倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

3.4 现券市场：现券收益率曲线整体下行，十年期国债期货再创新低

图表32：关键期限国债收益率曲线（单位：%）



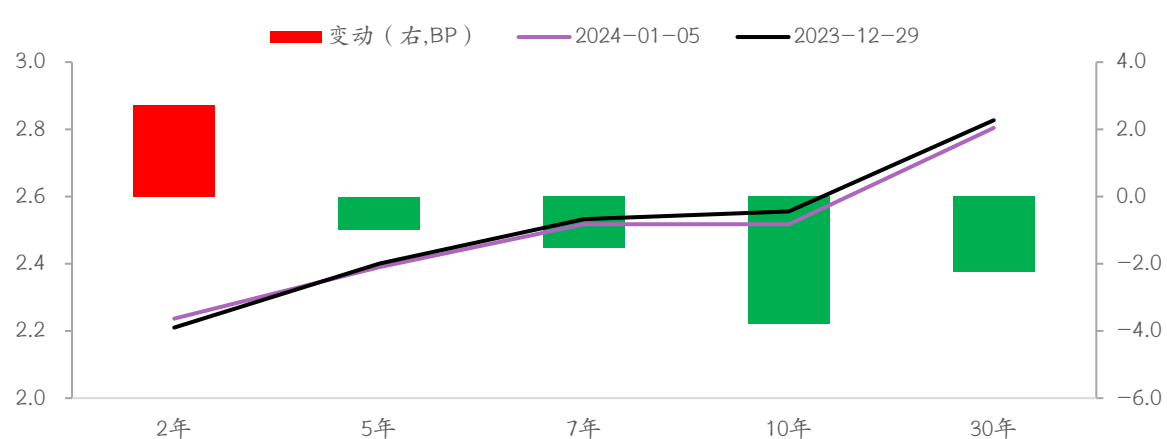
图表33：10-2年期限利差（单位：BP）



图表34：30-10年期限利差（单位：BP）



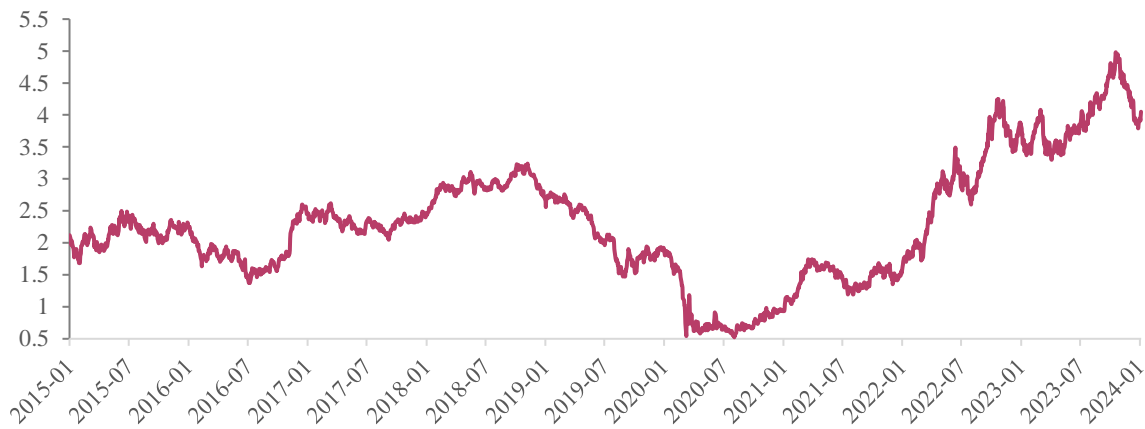
图表35：收益率变动（单位：%、BP）



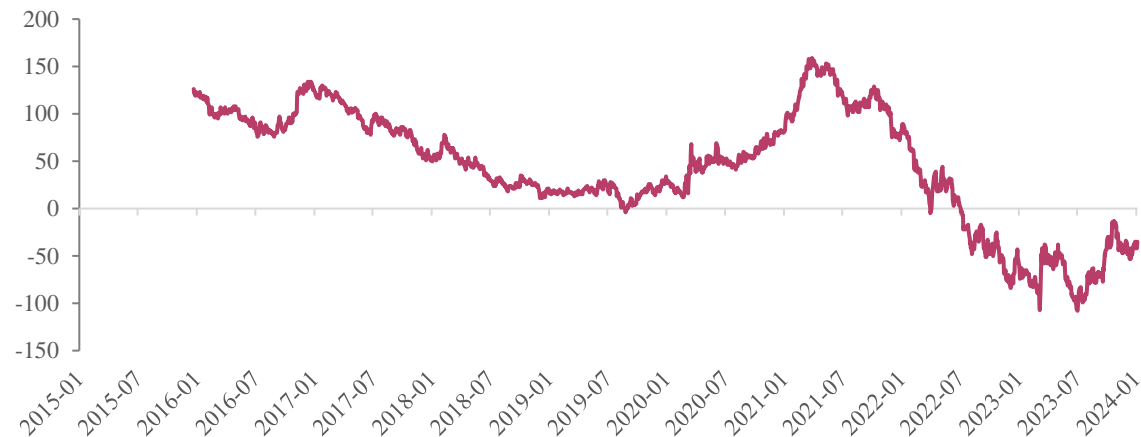
资料来源：iFinD, CME, 光大期货研究所

3.5 现券市场：12月美联储会议纪要偏鹰打击降息预期，美债收益率小幅上行

图表36：美国10年期国债到期收益率（单位：%）



图表37：美债10-2利差（单位：BP）



图表38：美联储12月加息概率（单位：次）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

图表39：中美利差（单位：BP）



资料来源：iFinD, CME, 光大期货研究所

3.6 现券市场：企业债信用利差窄幅震荡

图表40：5年期AAA企业债信用利差（单位：BP）



图表41：AA-AAA级5年期信用债（单位：BP）



图表42：5年期AA级城投债信用利差（单位：BP）



图表43：7年期AA级城投债信用利差（单位：BP）



资料来源：iFinD,光大期货研究所

4、重点关注：12月金融数据

08 星期一	1、900亿元逆回购到期 2、欧元区12月经济景气指数
09 星期二	1、2220亿元逆回购到期 2、中国12月金融数据（时间待定）
10 星期三	1、140亿元逆回购到期
11 星期四	1、150亿元逆回购到期 2、美国12月CPI同比（前值3.1%，预期3.3%）；核心CPI同比（前值4%，预期3.8%）
12 星期五	1、750亿元逆回购到期 2、中国12月CPI同比（前值-0.5%，预期-0.3%） 3、中国12月PPI同比（前值-3%，预期-2.7%） 4、中国12月进出口数据 5、美国12月PPI（前值0.9%，预期1.4%）

研究员简介

- 朱金涛，吉林大学经济学硕士，现任光大期货国债分析师。中级黄金分析师，曾荣获上期所优秀能化分析师，期货日报优秀宏观金融分析师。

期货从业资格号：F3060829；期货交易咨询资格号：Z0015271。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。