



光期研究

国债策略周报

2024年01月14日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

国债：货币宽松预期依旧，国债期货冲高回落

国债：货币宽松预期依旧，国债期货冲高回落

摘要

债市表现：1、元旦以来货币宽松预期依旧，十年期国债收益率一度下跌至2.48%，周五公布的去年12月份通胀数据略好于预期导致国债收益率小幅上行，当周国债收益率先下后上，二年期国债收益率上行0.59BP至2.24%，十年期国债收益率下行0.03BP至2.52%。国债期货整体偏弱震荡，截至1月12日收盘，TS2403、TF2403、T2403、TL2403周环比分别下跌0.02%、0.11%、0.17%、0.09%。2、美债方面，美国12月CPI同比小幅反弹，但核心CPI同比小幅走弱，且环比与11月一致，降息预期未有明显变化。美债收益率低位先上后下，截至1月12日收盘，10年期美债收益率周环比下行9BP至4.96%，2年期美债下行26BP至4.14%，10-2年利差-18BP。10年期中美利差-144BP，倒挂幅度周环比收窄9BP。

政策动态：1、1月8日央行货币政策司司长邹澜表示，央行将强化逆周期和跨周期调节，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。在总量方面，将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑。在结构方面，将发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能。在价格方面，将继续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。2、央行公开市场净回笼资金1890亿元，其中逆回购（7D）投放2270亿元、到期2410亿元，逆回购（14D）到期1750亿元。经过连续两周大额净回笼，逆回购余额降至2270亿元。下周有2270亿元逆回购、7790亿元MLF到期。3、本周资金利率保持平稳，DR007上行7bp至1.84%，3M同业存单收益率上行4bp至2.41%，1Y同业存单收益率下行2bp至2.45%。

债券供给：1、国债发行拉开序幕，本周国债发行3670亿元，到期量902亿元，净发行2768亿元。下周发行计划来看，地方债开始少量发行，国债及地方债预计发行2051亿元，到期量3985亿元，预计净发行-1934亿元。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，净融资量79亿元。2、27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14568亿元。其中新增专项债7612亿元，新增一般债1747亿元，再融资债5209亿元。

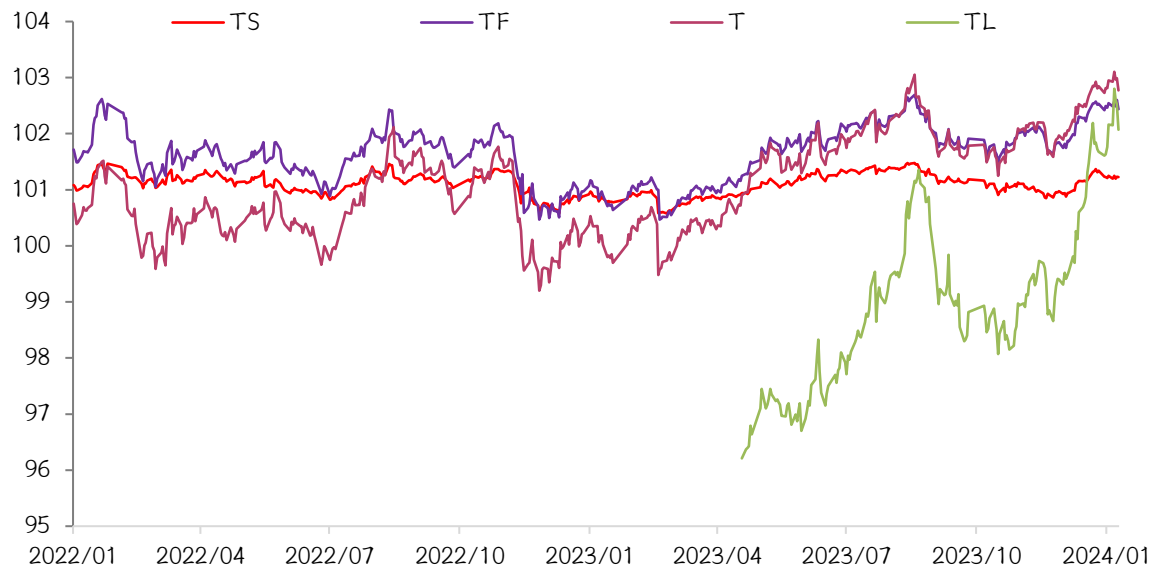
策略观点：跨年后资金面保持平稳叠加降息预期持续发酵，国债收益率快速下行。当前降息预期反应的较为充分，即使下周降息落地国债收益率再度下行空间较为有限，防范降息落地之后止盈情绪带来的调整压力。

目录

- 1、债市表现：国债收益率先下后上
- 2、政策动态：降息预期依旧，关注下周MLF续作
- 3、债券供给：一季度地方专项债披露7612亿元
- 4、策略观点：收益率曲线有望延续走陡趋势

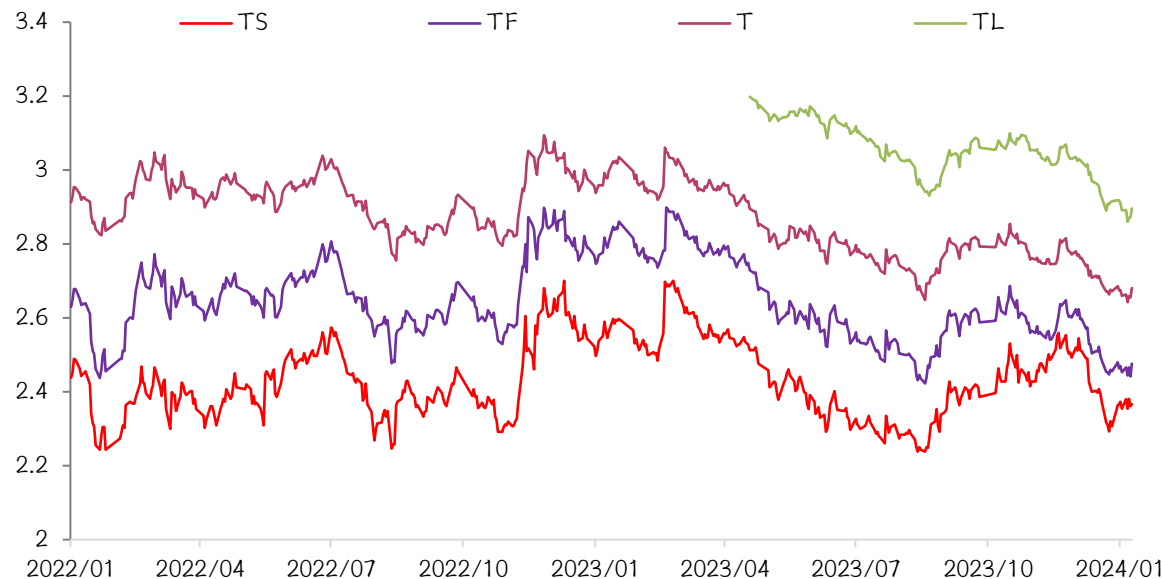
1.1 市场表现：货币宽松预期依旧，国债期货冲高回落

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：%）

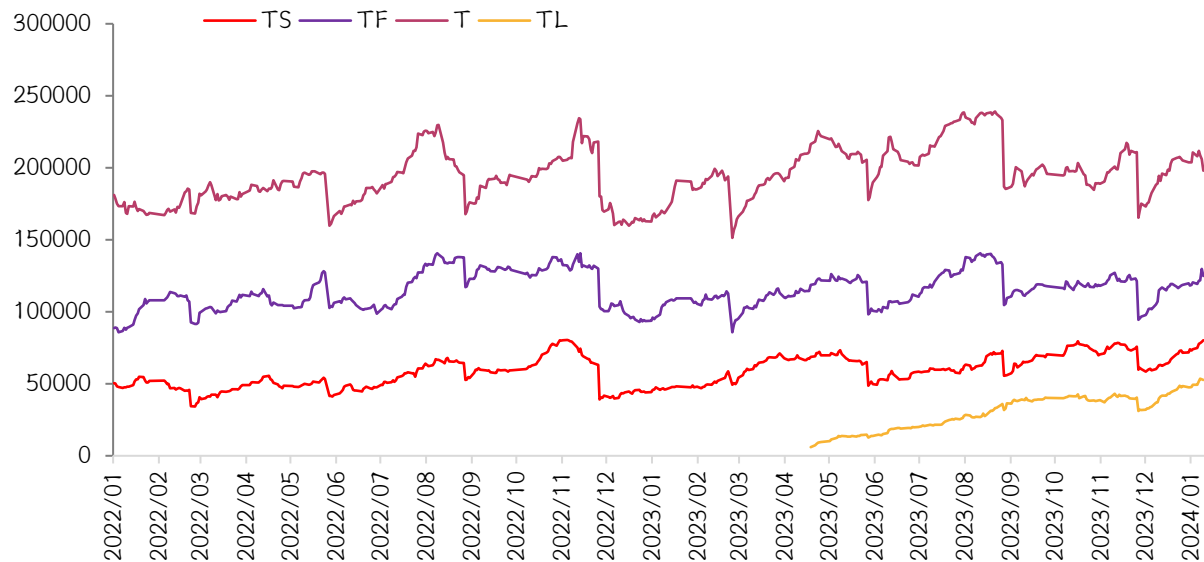


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

元旦以来货币宽松预期依旧，十年期国债收益率一度下跌至2.48%，周五公布的去年12月份通胀数据略好于预期导致国债收益率小幅上行，当周国债收益率先下后上，二年期国债收益率上行0.59BP至2.24%，十年期国债收益率下行0.03BP至2.52%。国债期货整体偏弱震荡，截至1月12日收盘，TS2403、TF2403、T2403、TL2403周环比分别下跌0.02%、0.11%、0.17%、0.09%。

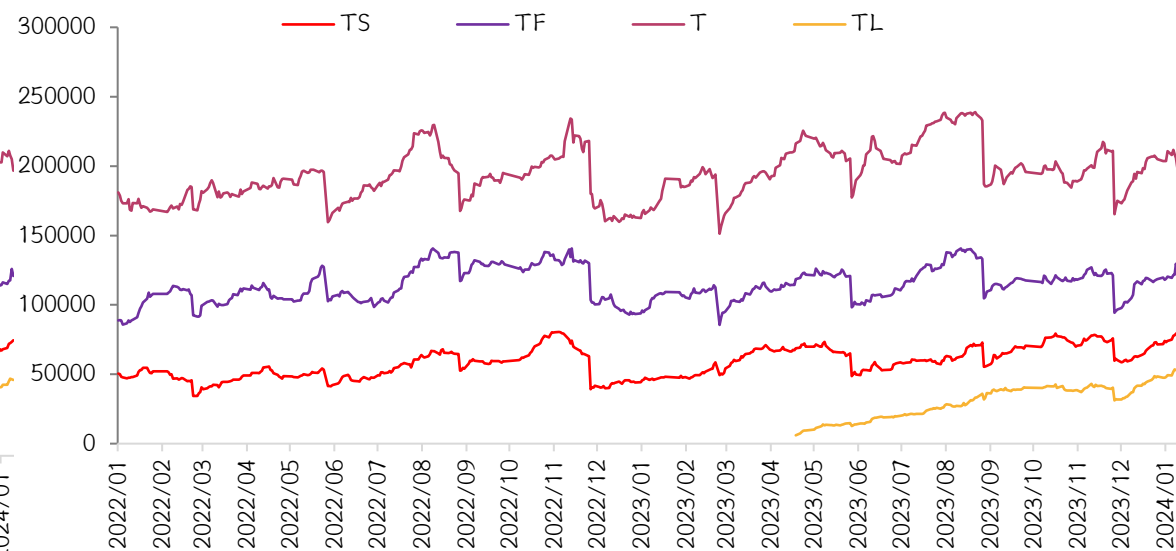
1.2 市场表现：国债期货成交、持仓情况

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）

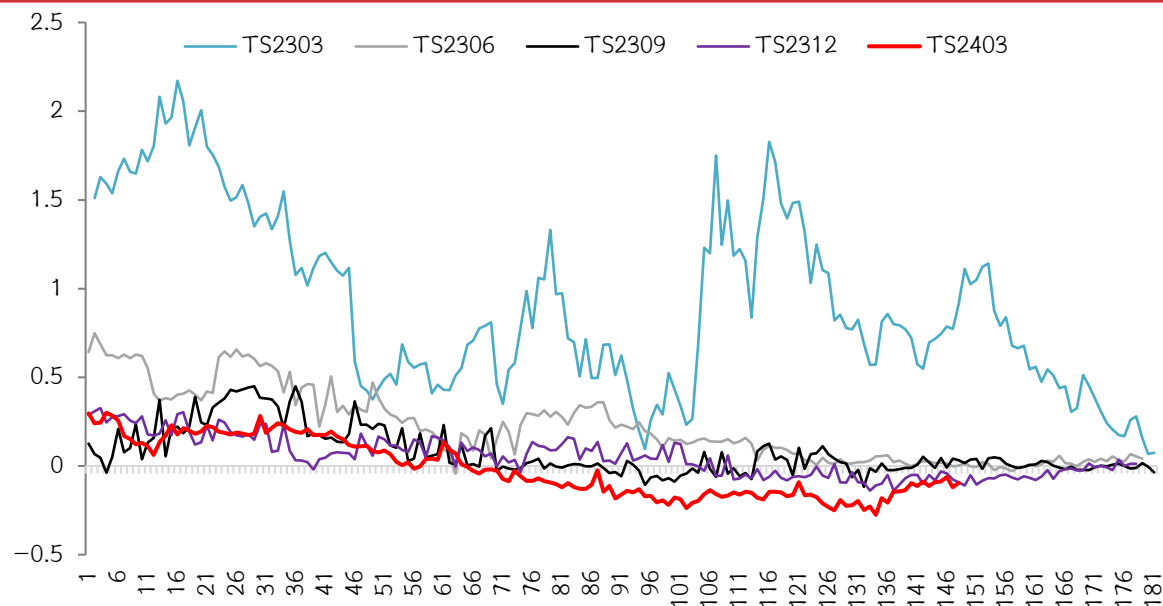


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

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
2024/1/12	40438	79353	90161	38104	80170	124799	197907	52566
2024/1/5	40662	55905	73284	28292	74007	120327	210704	49293
变化值	-224	23448	16877	9812	6163	4472	-12797	3273

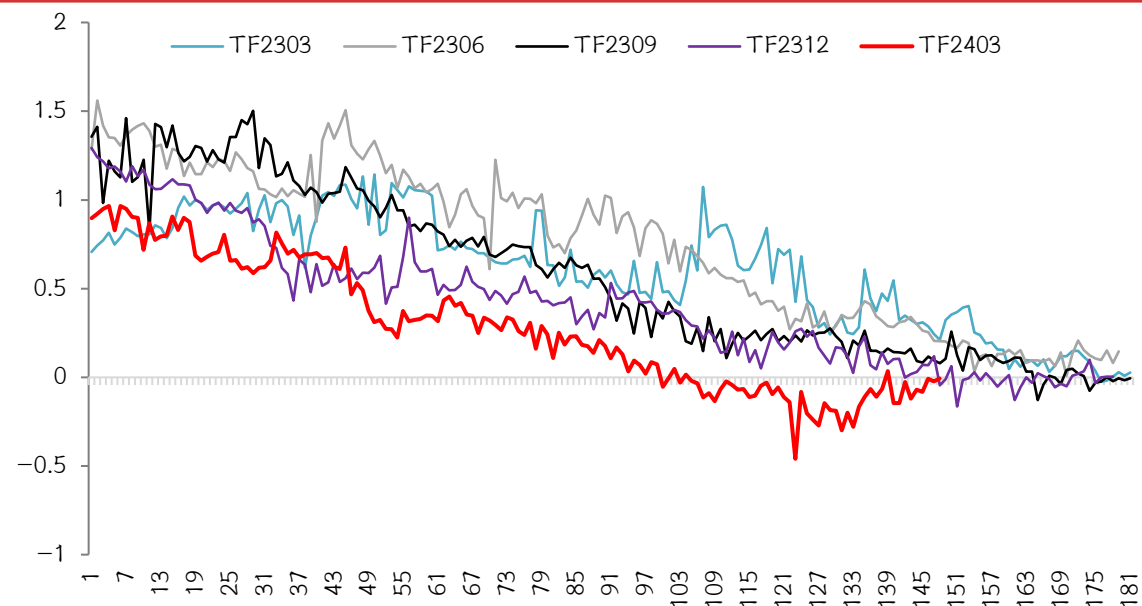
1.3 市场表现：国债期货基差低位小幅回升

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

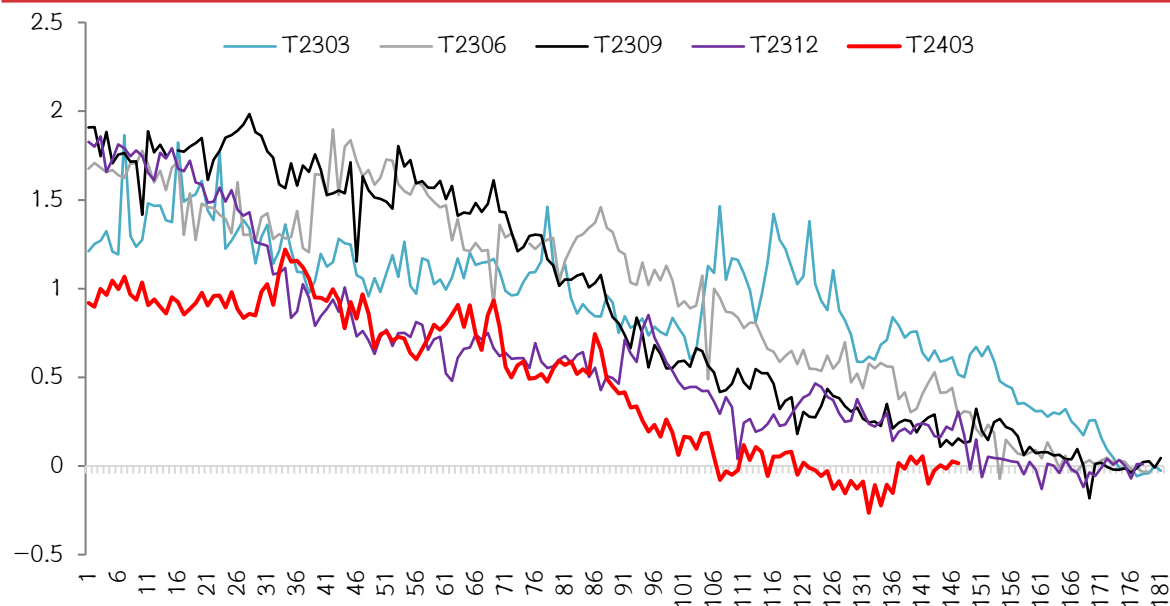
图表6：五债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

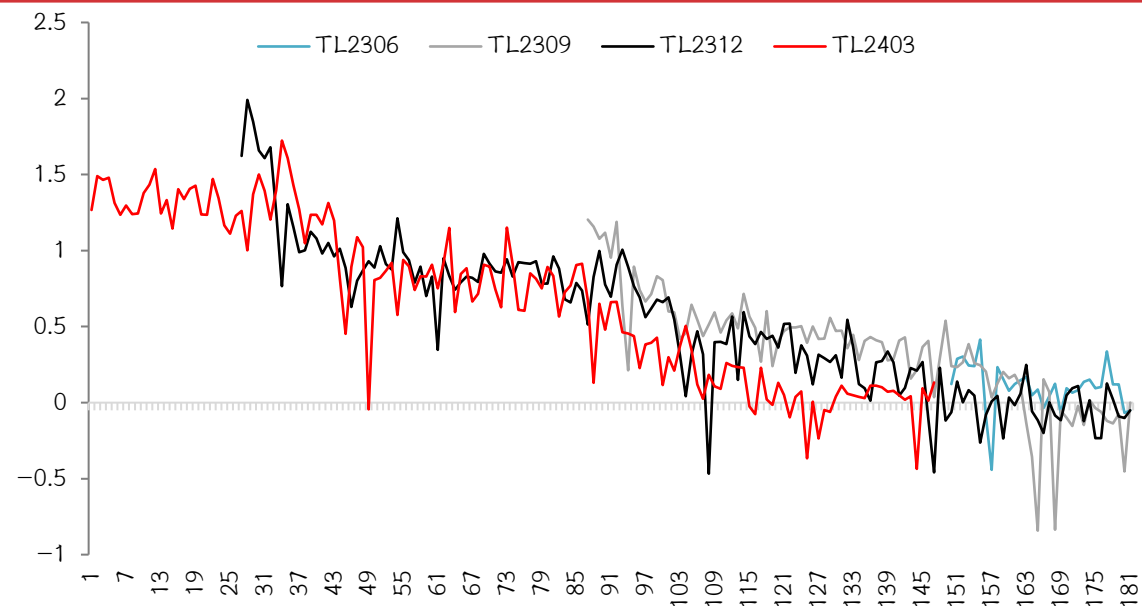
1.4 市场表现：国债期货基差低位小幅回升

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

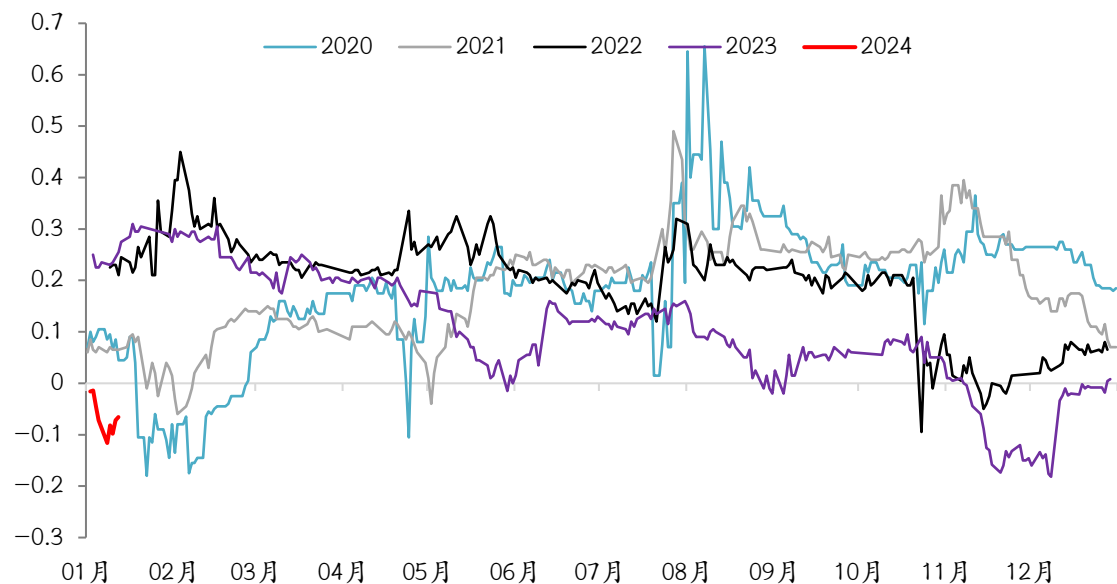
图表8：三十债期货主力合约CTD券基差（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

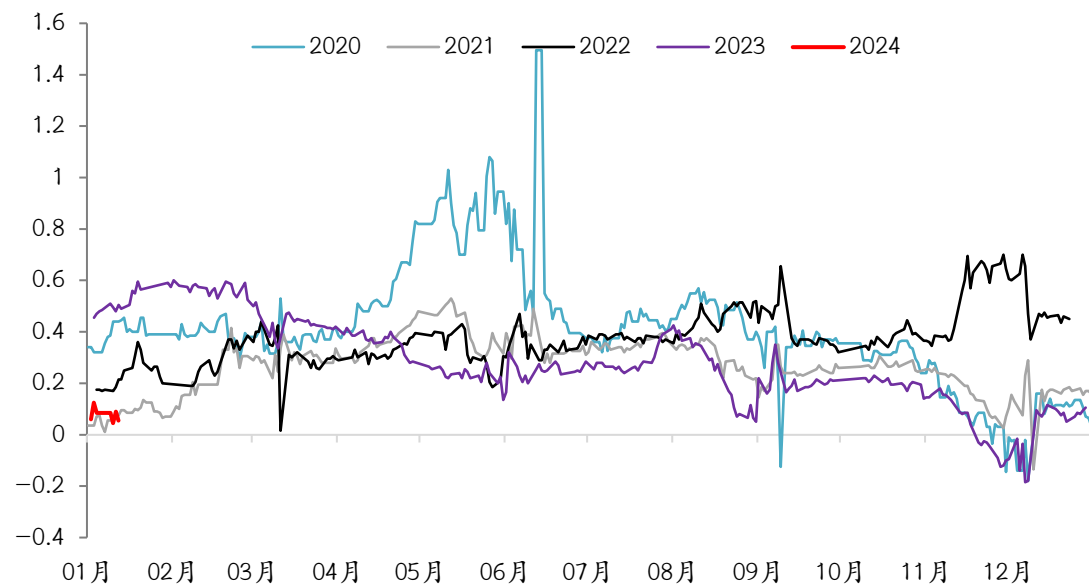
1.5 市场表现：跨期价差维持低位

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）

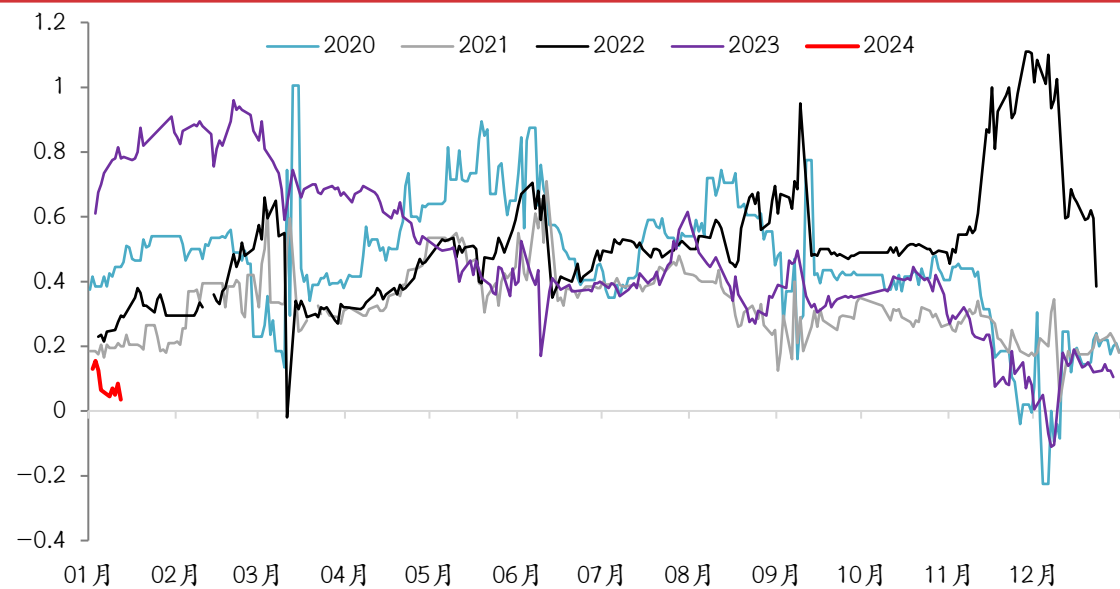


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

单位：元	2债	5债	10债	30债
2024/1/12	-0.066	0.055	0.035	0.110
2024/1/5	-0.072	0.085	0.065	0.080
变化	0.006	-0.030	-0.030	0.030

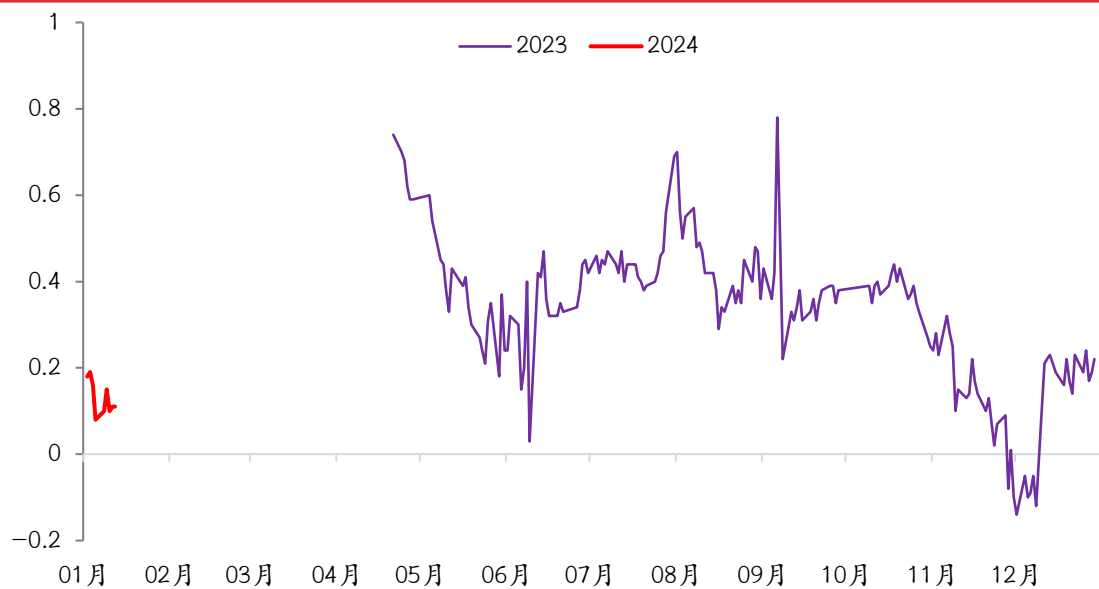
1.6 市场表现：十年期国债期货跨期价差快速回落

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

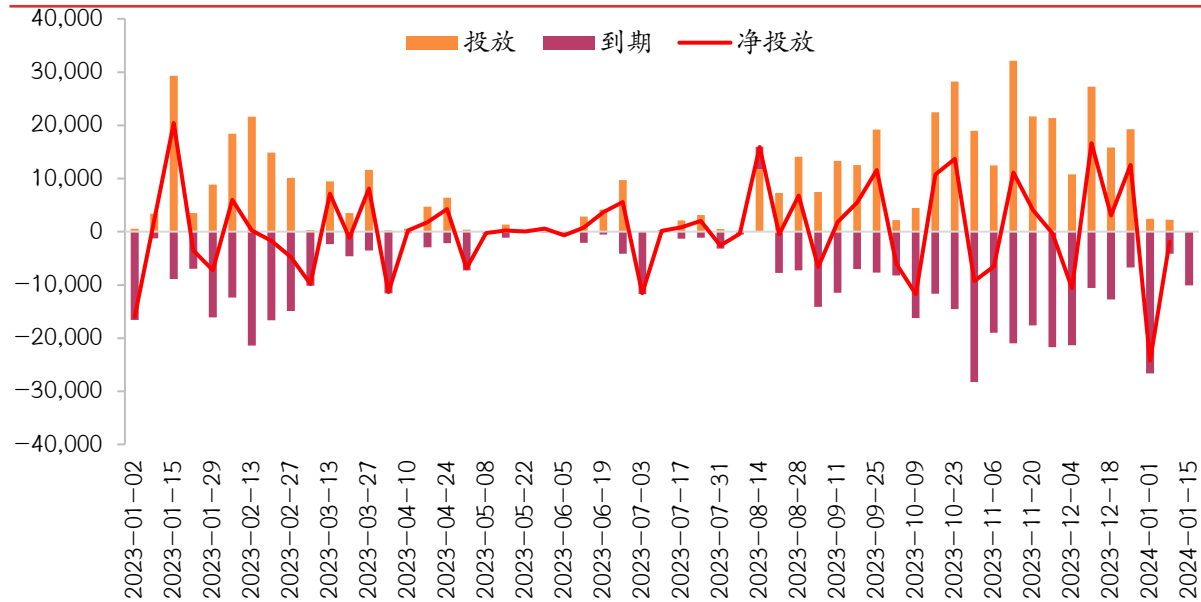
图表12：三十年期国债期货跨期价差（当季-下季）（单位：元）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

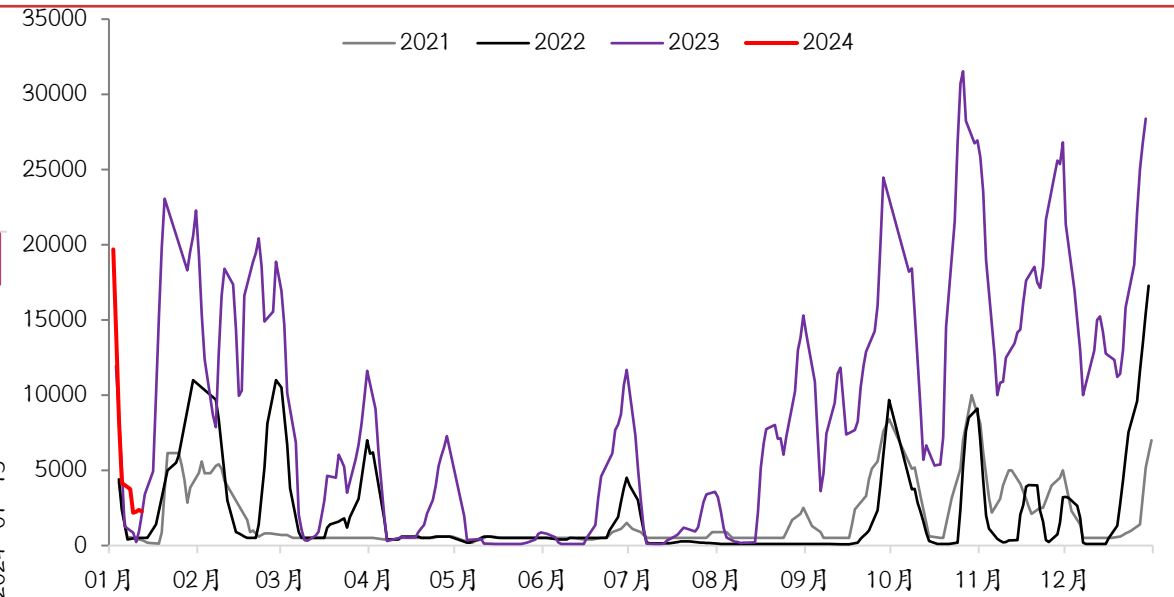
2.1 政策动态：逆回购连续两周大额净回笼

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）

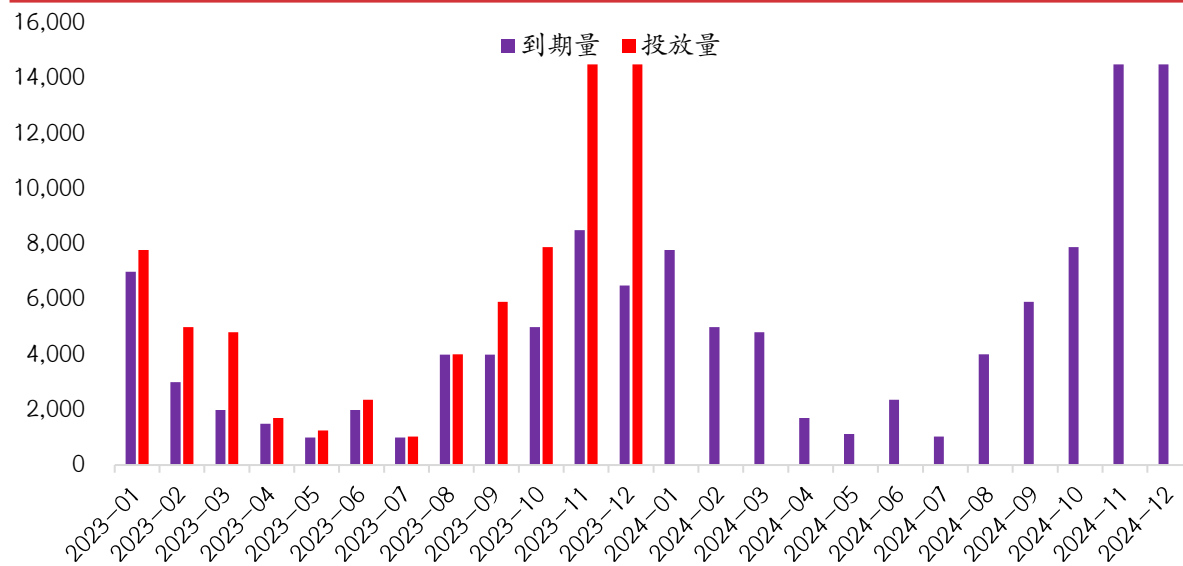


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

央行公开市场净回笼资金1890亿元，其中逆回购（7D）投放2270亿元、到期2410亿元，逆回购（14D）到期1750亿元。经过连续两周大额净回笼，逆回购余额降至2270亿元。下周有2270亿元逆回购、7790亿元MLF到期。

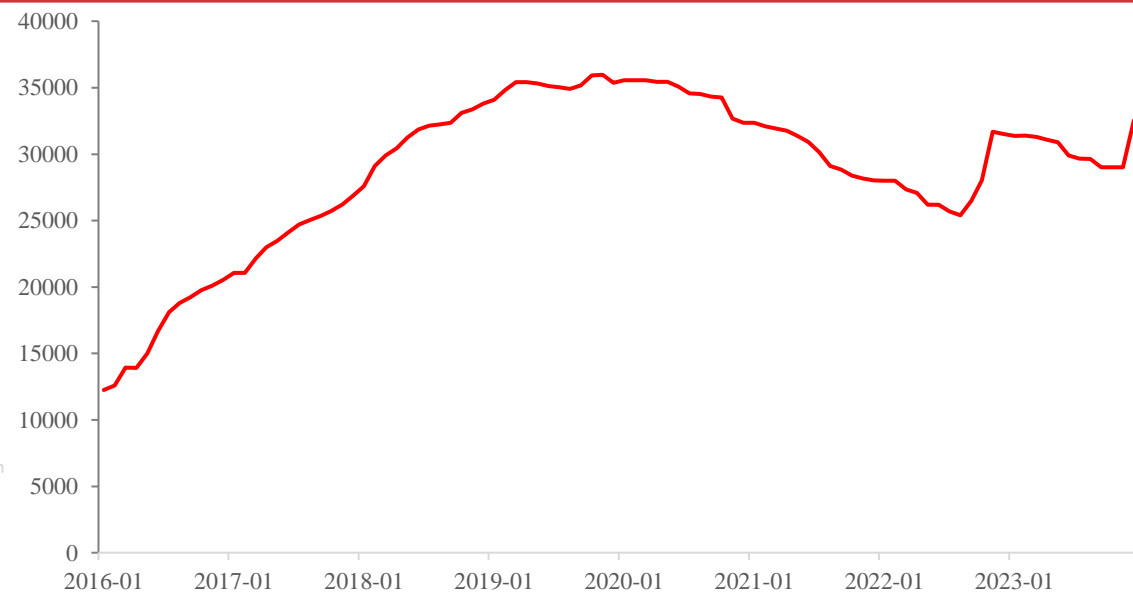
2.2 政策动态：预计MLF降价超额续作

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）



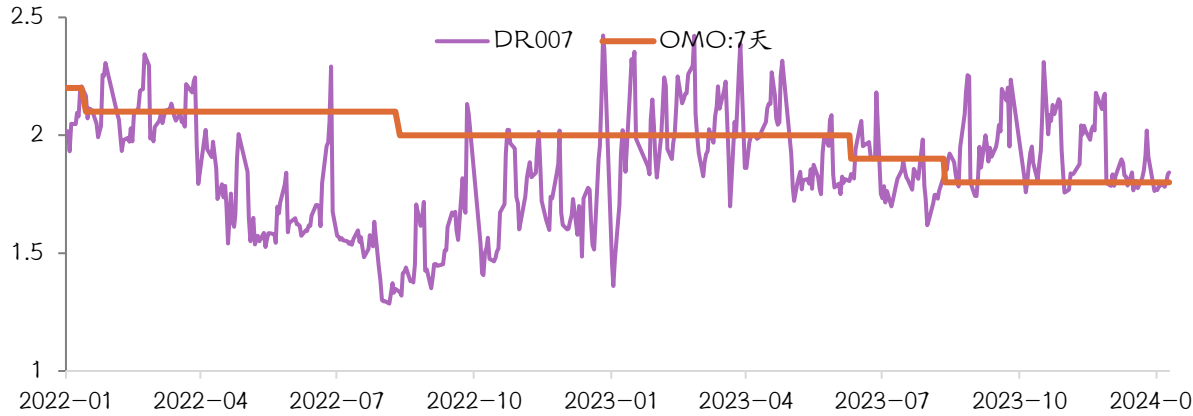
资料来源：iFinD, 光大期货研究所

12月下旬起降息预期持续发酵：1、2023年12月22日新一轮存款利率下调。2、1月4日央行2024年年度工作会议提出兼顾内外均衡，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。3、1月8日央行货币政策司司长邹澜表示央行将强化逆周期和跨周期调节，从总量、结构、价格三方面发力。

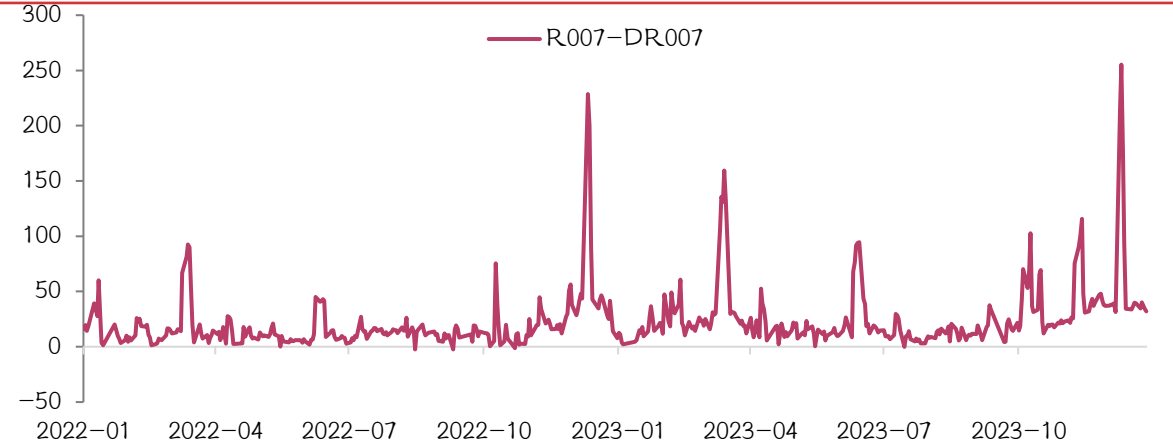
1月16日有7790亿元逆回购到期，预计央行降价超量续作。

2.3 流动性：资金利率保持平稳，DR007利率周环比上行4BP至1.81%

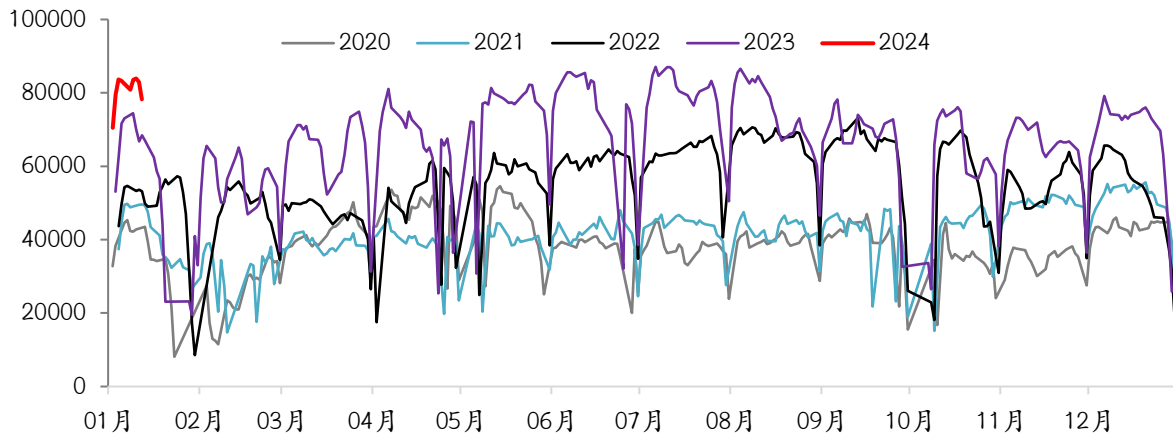
图表18：质押式回购利率&政策利率（单位：%）



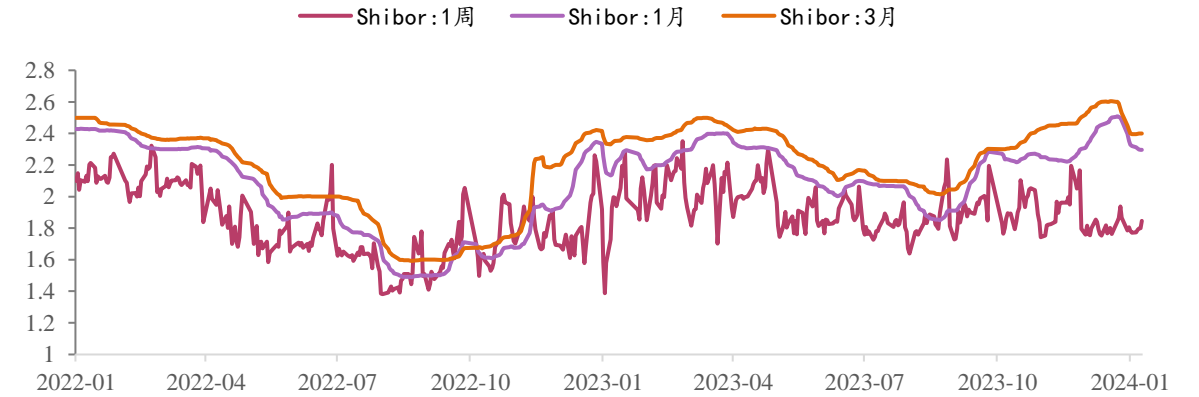
图表19：利差（R007-DR007）（单位：bps）



图表20：质押式回购成交量（单位：亿元）



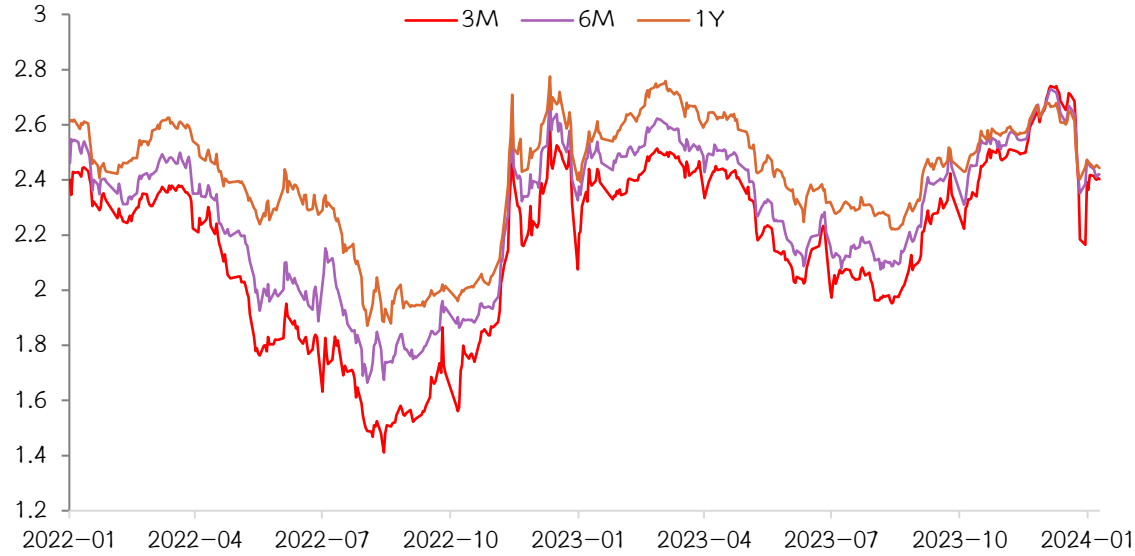
图表21：Shibor（单位：%）



资料来源：iFinD,光大期货研究所

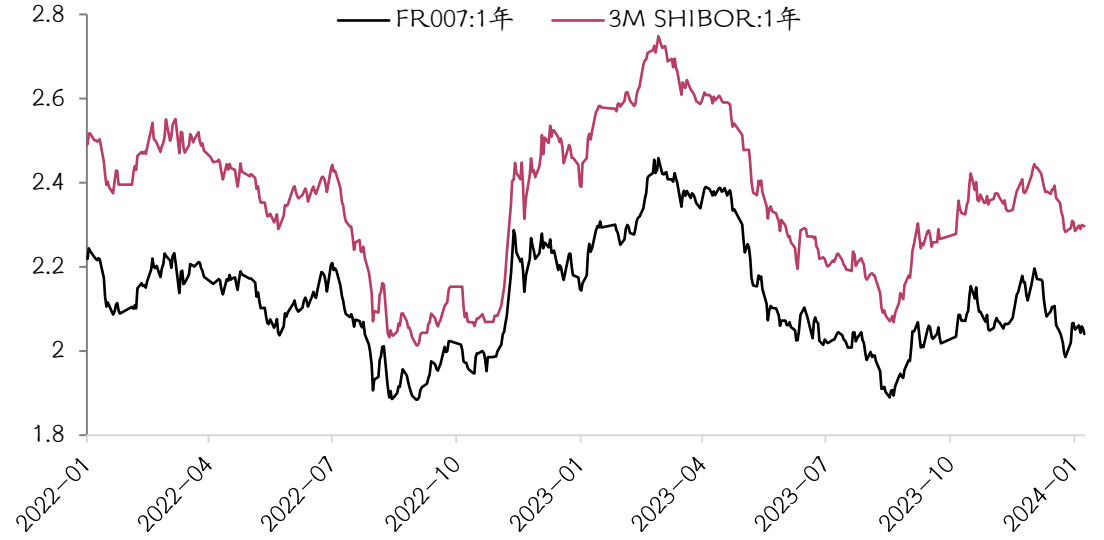
2.4 流动性：同业存单利率保持平稳

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

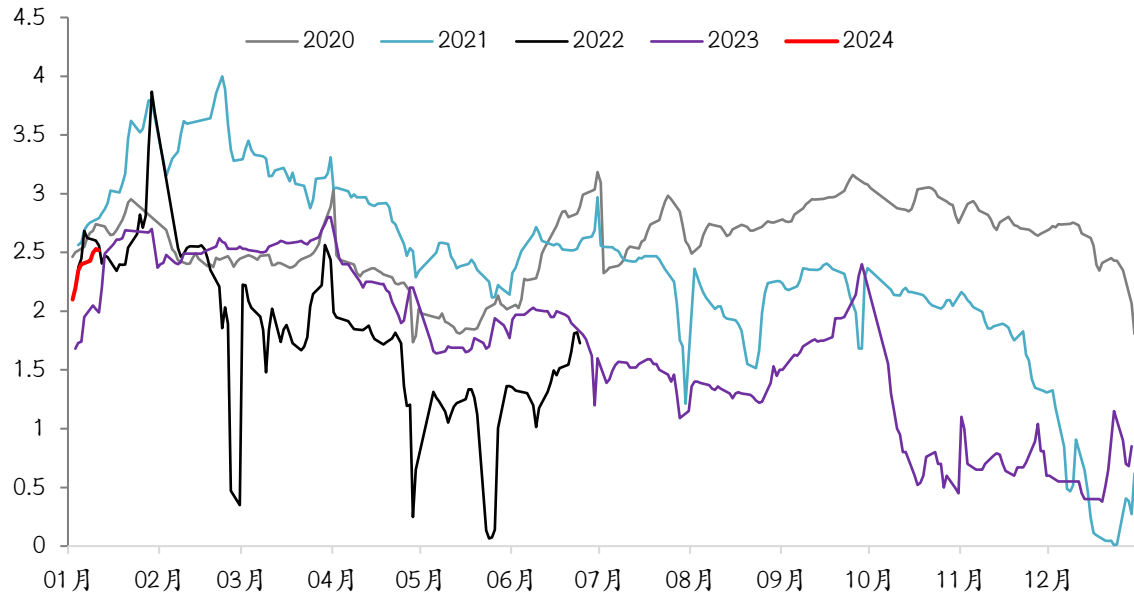
图表23：利率互换（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

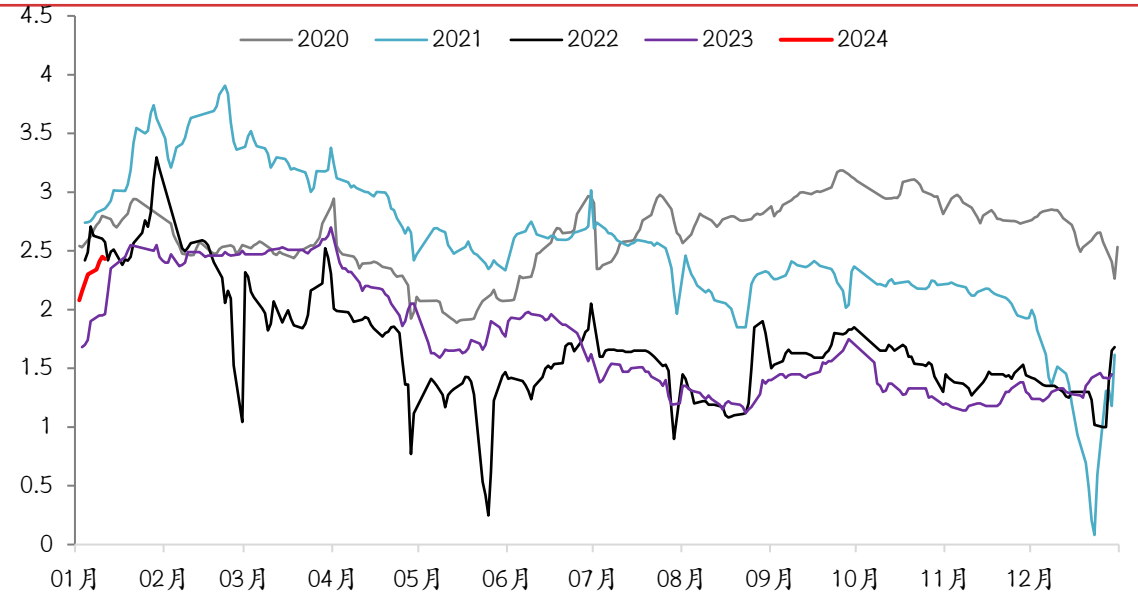
2.5 流动性：1月票据利率季节性回升

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

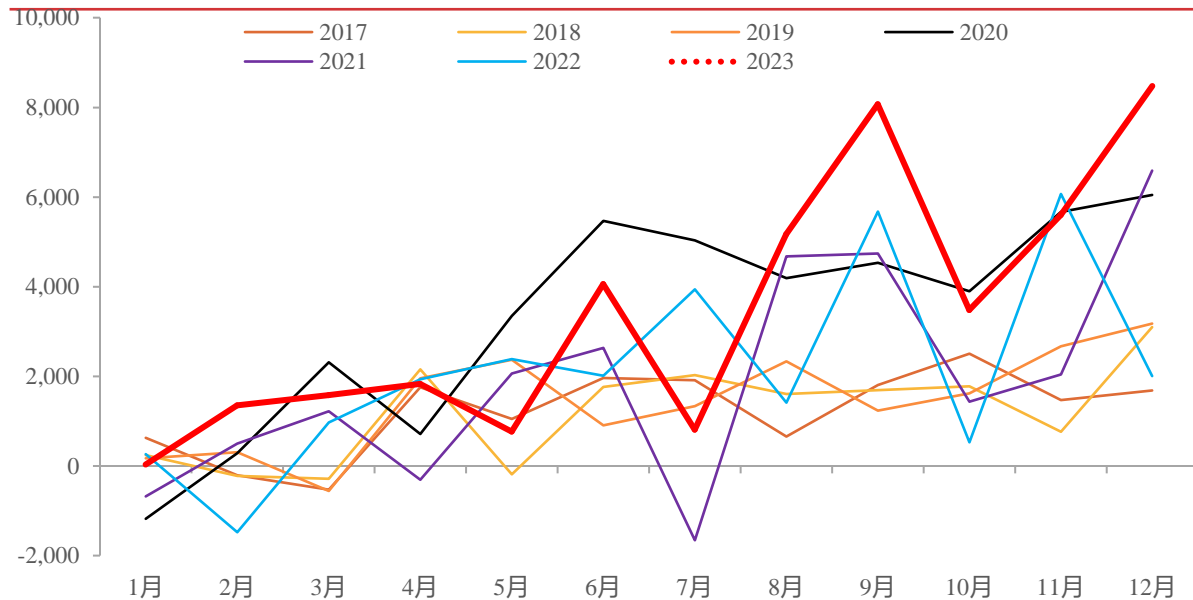
图表25：6个月国股银票贴现利率（单位：%）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

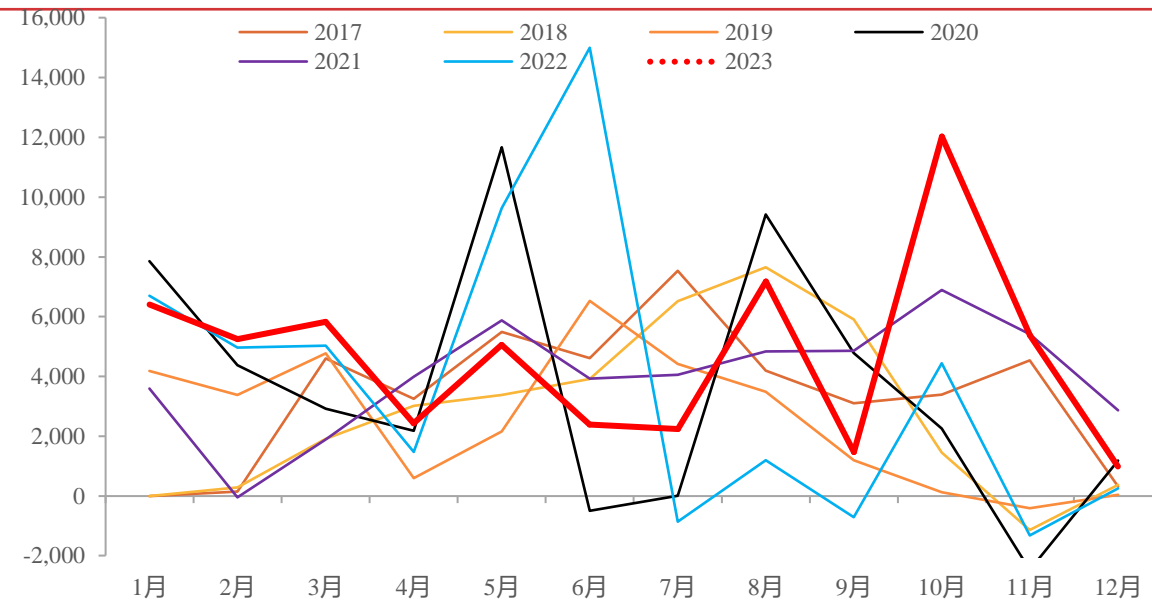
3.1 债券发行：本周政府债净发行预计2753亿元

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）

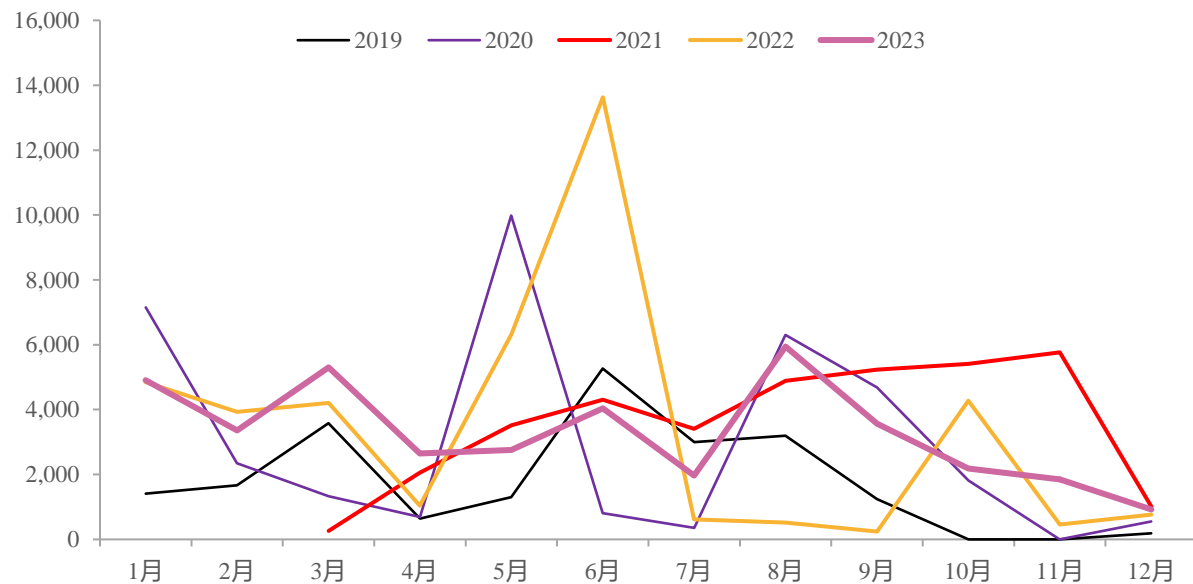


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

	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	3670	902	2768	2040	3930	-1890	3670	902	2768
地方债	0	15	-15	11	55	-44	0	15	-15
合计	3670	917	2753	2051	3985	-1934	3670	917	2753

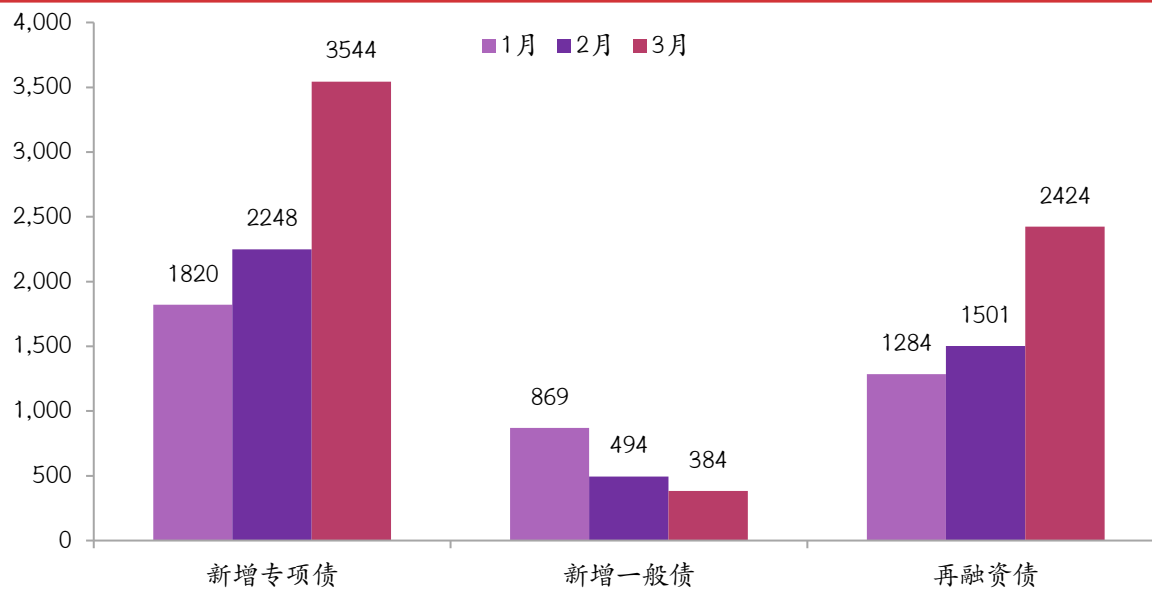
3.2 债券发行：一季度部分地区地方债发行计划14568亿元

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）

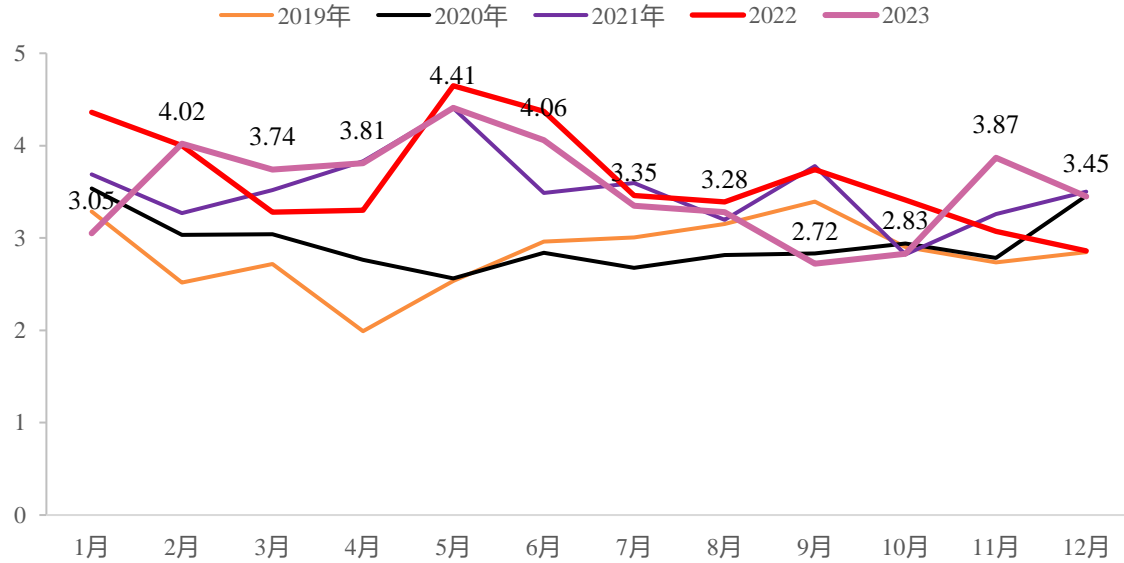


资料来源：iFinD, 光大期货研究所

目前，27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14568亿元。其中新增专项债7612亿元，新增一般债1747亿元，再融资债5209亿元。

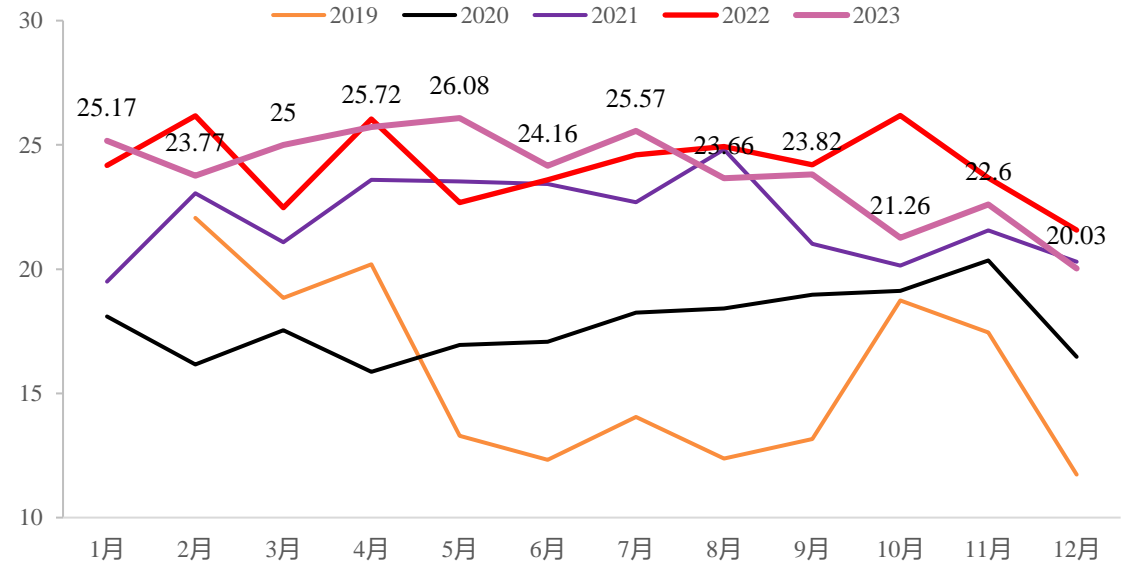
3.3 债券发行：12月政府债全场倍数小幅下降

图表30：国债发行倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

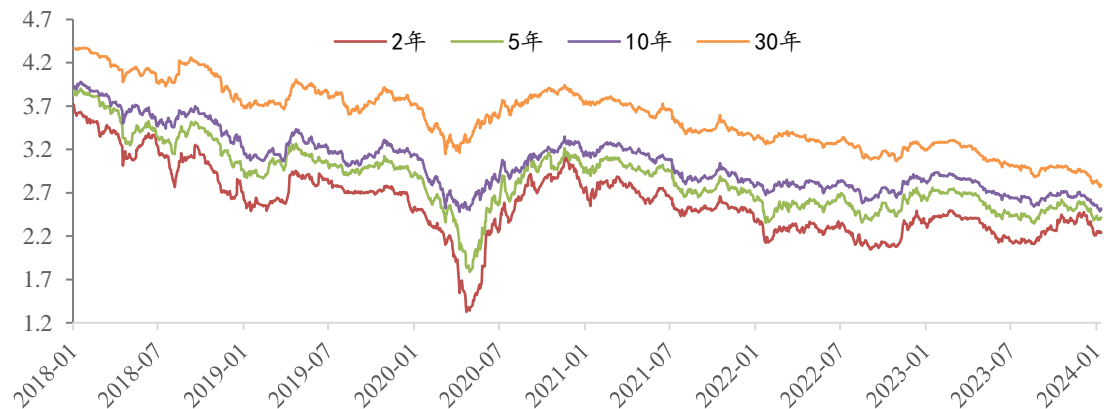
图表31：地方债发行倍数（单位：倍）



资料来源：iFinD, 光大期货研究所

3.4 现券市场：国债收益率低位震荡

图表32：关键期限国债收益率曲线（单位：%）



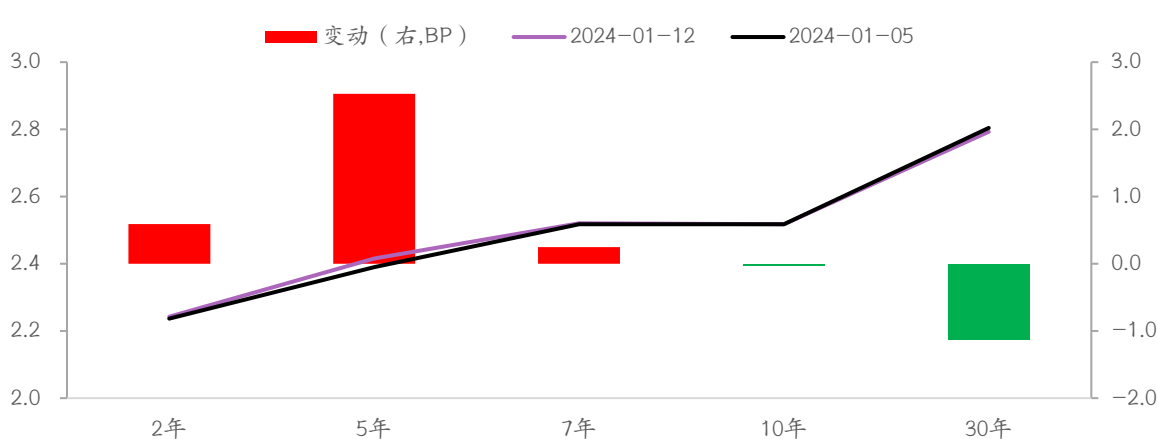
图表33：10-2年期限利差（单位：BP）



图表34：30-10年期限利差（单位：BP）



图表35：收益率变动（单位：%、BP）



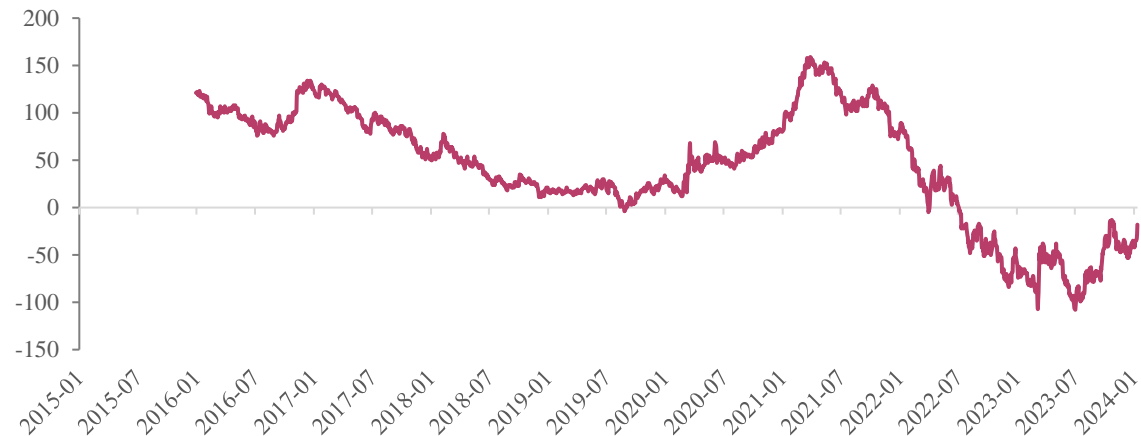
资料来源：iFinD, CME, 光大期货研究所

3.5 现券市场：美国CPI小幅超预期未改市场降息预期，美债收益率先上后下

图表36：美国10年期国债到期收益率（单位：%）



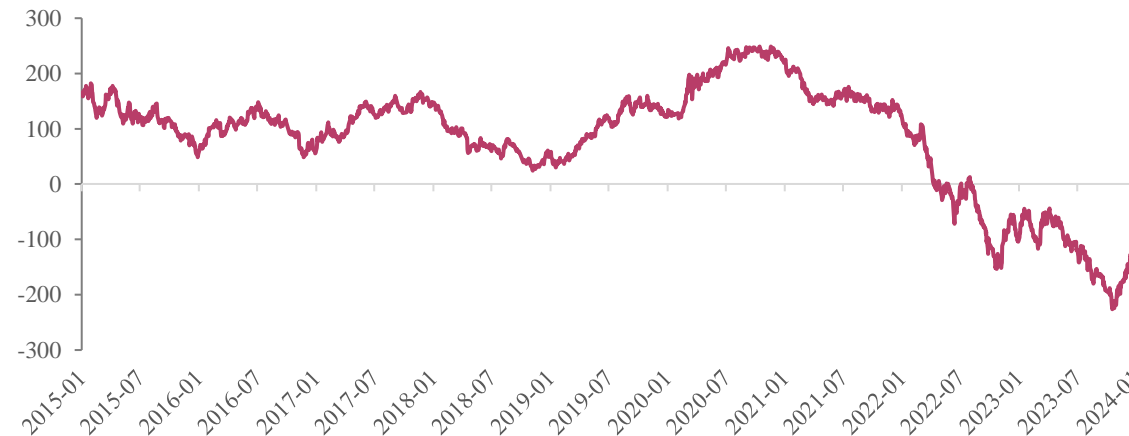
图表37：美债10-2利差（单位：BP）



图表38：美联储12月加息概率（单位：次）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	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%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	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：MLF续作及2023年12月经济数据

15 星期一	1、500亿元逆回购到期 2、德国2023年全年GDP增速
16 星期二	1、650亿元逆回购到期 2、7790亿元MLF到期 3、欧元区1月ZEW经济景气指数
17 星期三	1、200亿元逆回购到期 2、中国2023年四季度及全年GDP增速 3、12月经济数据
18 星期四	1、270亿元逆回购到期
19 星期五	1、650亿元逆回购到期 2、美国1月一年期通胀率预期 3、美国1月密歇根大学消费者信心指数初值

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。