

# 国债期货周报

债市情绪初步有所修复，短期或为区间震荡走势等待资金面和基本面指引



广发期货APP



微信公众号

作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

投资咨询资格：Z0019608

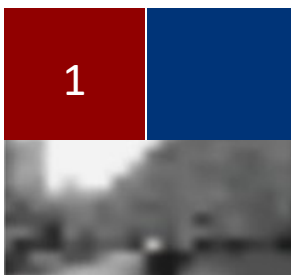
|    | 主要观点  | 本周策略   | 上周策略  |
|----|---|--|---|
| 利多 | <ul style="list-style-type: none"><li>政府工作报告中财政力度未超预期</li><li>债市配置力量强</li><li>货币政策定调宽松</li></ul>                        | <ul style="list-style-type: none"><li>上周央行维持净投放释放出呵护信号，税期影响消退后资金利率略有下行，叠加后半周股市走弱，期债呈现先下跌后反弹的修复态势。不过短期在跨季压力下，资金利率仍偏贵，债市做多合力的形成需要等待资金面放松确认，现阶段10年和30年国债利率及至1.8%和2.0%关键位置或面临下行阻力，需要后续资金面信号给出进一步指引。后续关注3月底-4月初资金面情况，如果跨季因素消除后7天期资金利率下行至1.8%以下，债市可能呈现慢涨修复，10年期国债利率短期下行至1.75%或面临阻力。如果届时资金利率仍维持在1.8%一线，10债利率或在1.8%-1.9%区间波动。整体债市暂处于区间震荡阶段。短期单边策略上建议跟随资金面边际走势，区间操作为宜，趋势行情仍待经济数据和资金面指引。基差策略上，建议关注国债期货各合约基差做阔与正套策略。套保策略上，可关注基差低位空头套保建仓机会。曲线策略上，或可适当关注做陡。</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>上周利率回升的高点即10年期国债活跃券1.87%附近，已经基本回到12月初水平，相较前低已经上行了近27BP，债市回调的主要驱动为资金面持续不松，市场降息预期回撤，前期抢跑行情进行修复。目前债券市场较为脆弱，如果继续下跌，机构行为的角度可能触发更多止损盘，引发负反馈，这种情形下债市容易出现非理性超跌，不过另一方面如果要确认债市企稳还需要看到基本面数据回落或资金出现边际转宽的明确信号，有待增量信息确认。</li><li>整体而言目前到达短期平衡位置，接下来首先关注1-2月经济数据，如果数据弱于预期债市反弹可能会加速，如果经济数据没有大的波动，后续债市主要要看资金利率能否下行，如果资金逐渐放宽，债市可能震荡中慢慢修复。上述情形下10债利率或主要在1.75%-1.85%区间波动。如果资金边际收紧，长债还会面临进一步调整压力，债市容易出现超跌，但反过来这种情形下也容易出现更好的配置点位。短期单边策略上仍建议观望。基差策略上，建议关注国债期货各品种合约基差做阔与正套策略。套保策略上，可关注基差低位空头套保建仓机会。</li></ul> |
| 利空 | <ul style="list-style-type: none"><li>资金面偏紧，降息预期回撤</li><li>监管对长债利率快速下行关注提高</li><li>期债估值偏高，10年国债利率已经充分计入一次降息预期</li></ul> |  |   |





# 目录

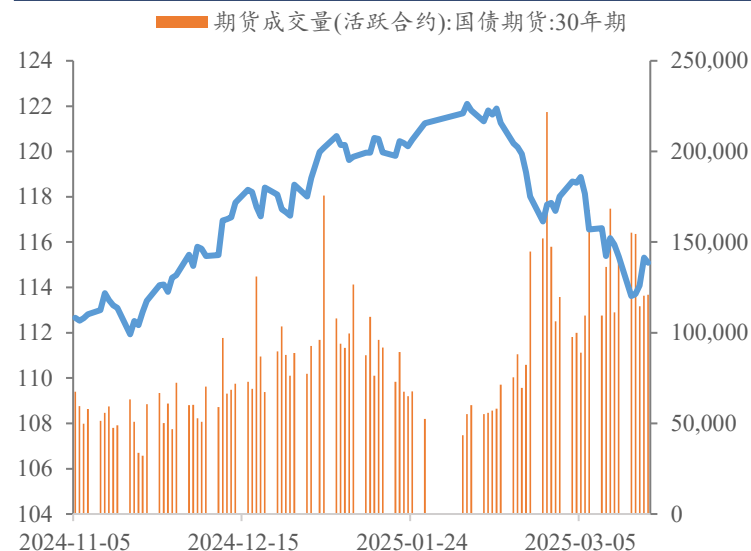
- 01 国债期货行情
- 02 宏观基本面跟踪
- 03 资金面跟踪
- 04 观点与策略



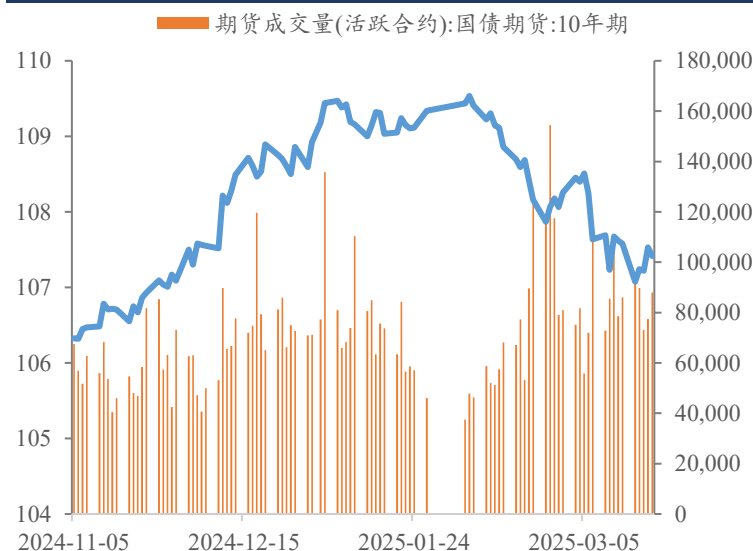
## 国债期货行情

# 国债期货主力合约走势

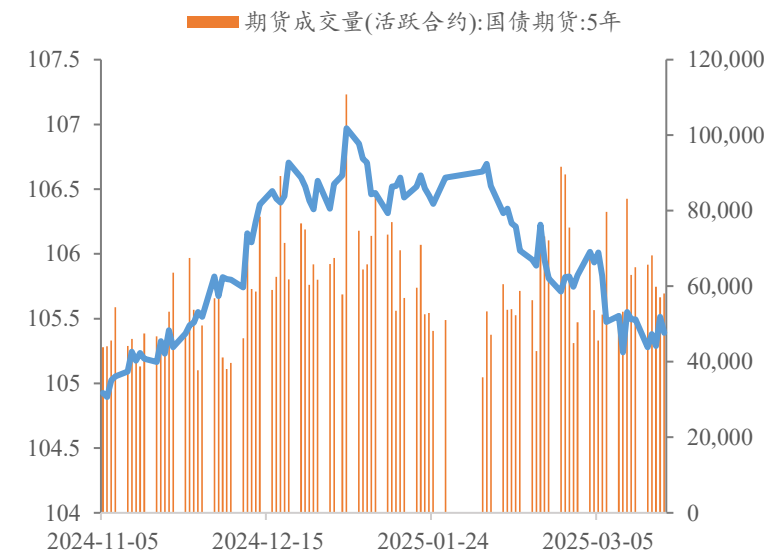
## TL主力合约成交量价



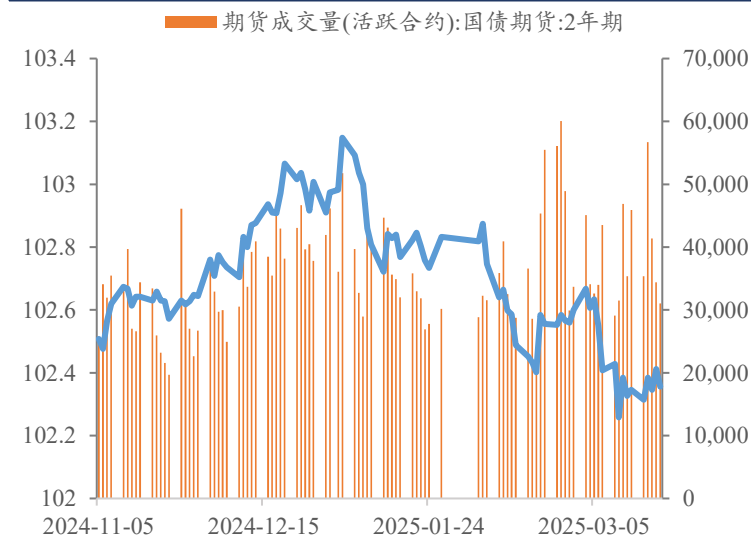
## T主力合约成交量价



## TF主力合约成交量价

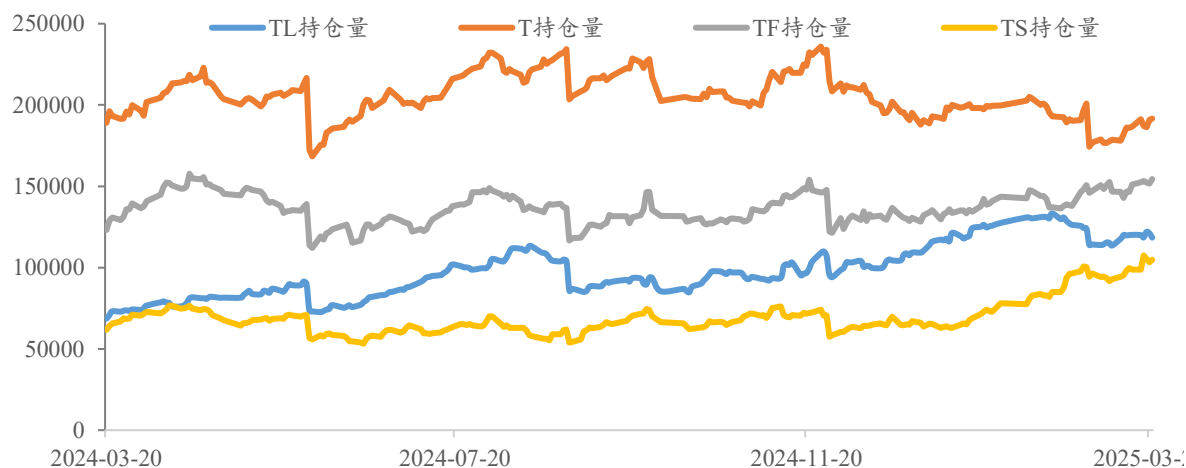


## TS主力合约成交量价

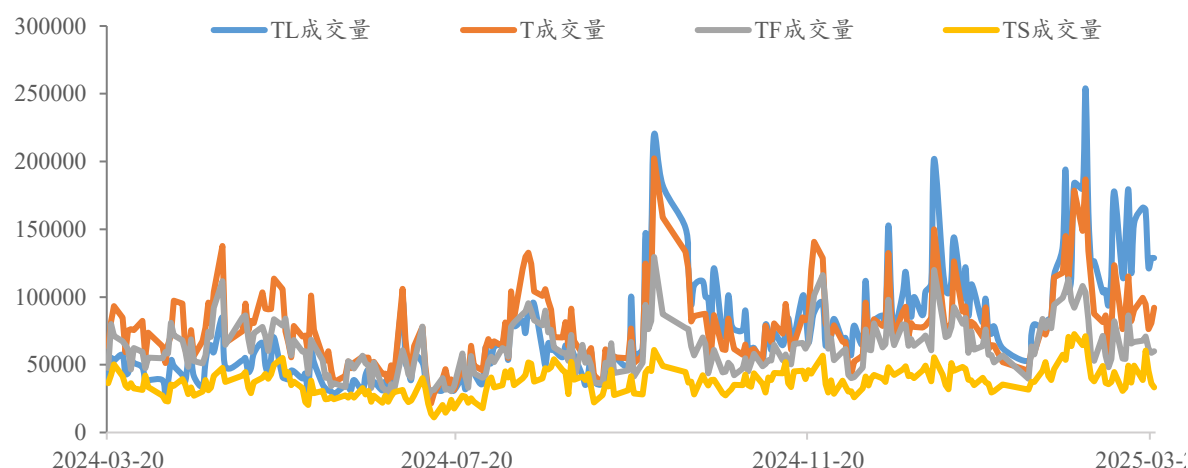


- 上周，30年期国债期货主力合约2506下跌0.23%至115.09，10年期国债期货主力合约2506下跌0.15%至107.42，5年期国债期货2506下跌0.1%至105.39，2年期国债期货2506价格上涨0.01%至102.36。

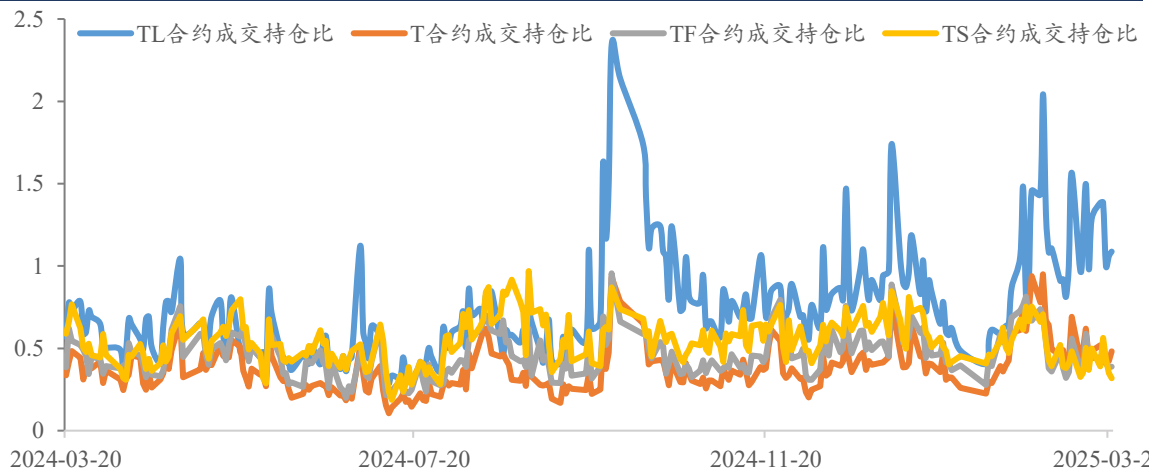
## 国债期货各品种持仓量



## 国债期货各品种成交量



## 国债期货各品种成交持仓比

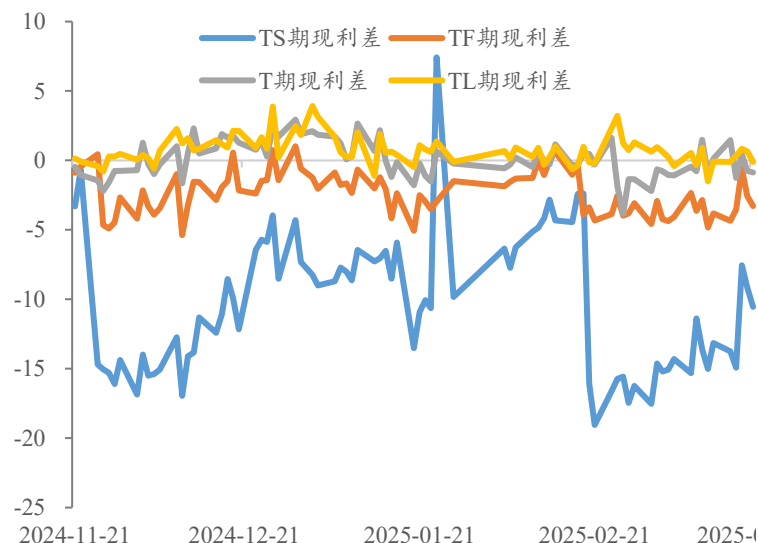


成交量方面，上周30年期国债期货日均成交141,820手，较上周下降97手，10年期国债期货日均成交88,664手，较上周下降2086手，5年期国债期货日均成交手63,835手，较上周下降1722手，2年期国债期货日均成交42,814手，较上周回升2930手。周内成交量和成交持仓比略回落。

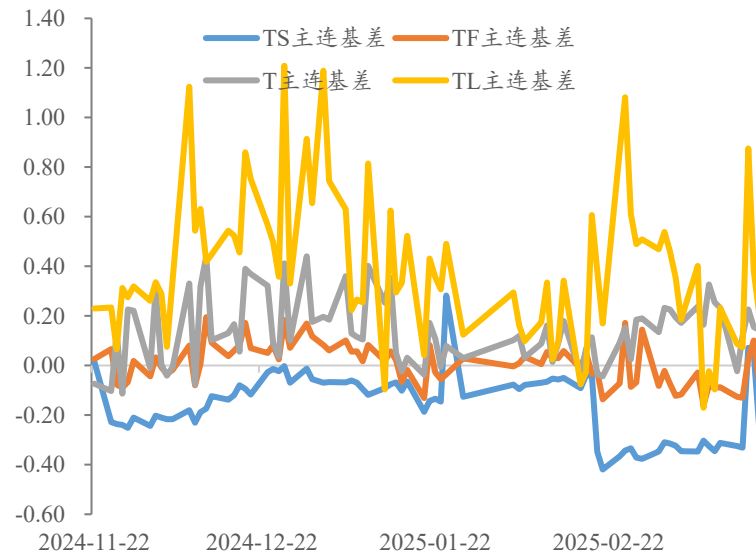
持仓量方面，3月21日，30年国债期货持仓量118,406手持仓，较上周回升4918手。5年期国债期货共有154,351手持仓，较上周回升3248手。2年期国债期货共有持104,855手，较上周回升6063手。除TL外其他品种持仓回升。

# 国债期货期现指标

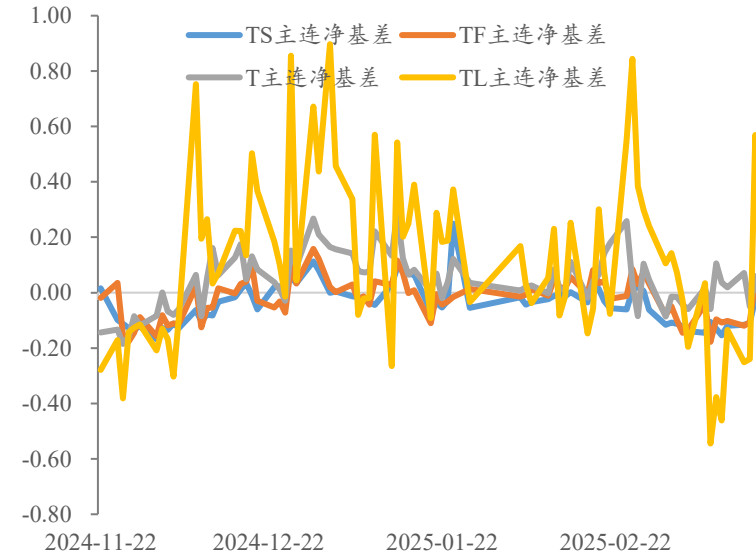
## 国债期货各品种期现利差



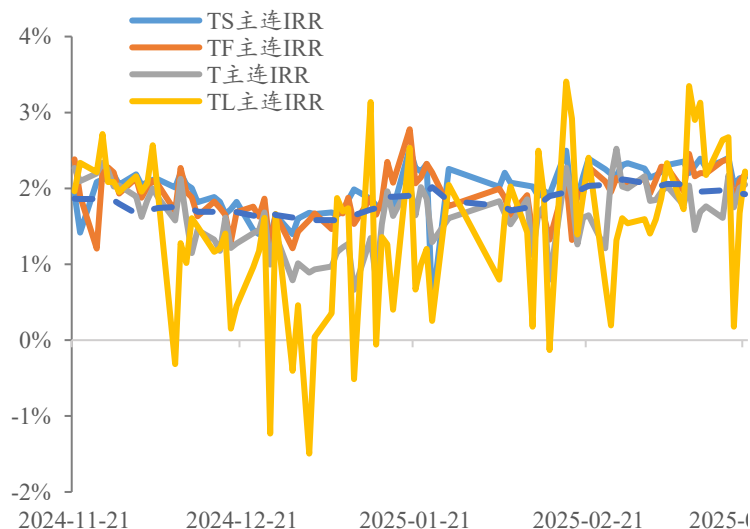
## 国债期货各品种主连基差



## 国债期货各品种主连净基差



## 国债期货各品种主连IRR

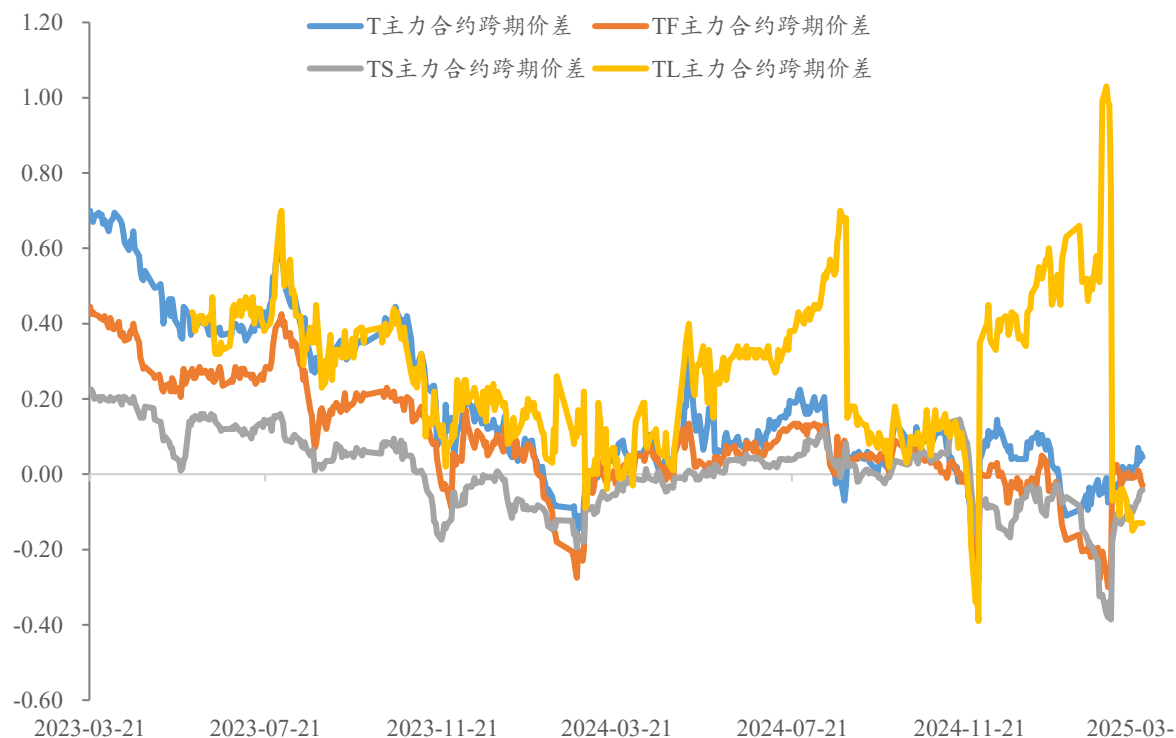


- 最新值，TL2506、T2506、TF2506、TS2506基差分别为0.2、0.14、-0.08、-0.26；IRR分别为2.22%、2.05%、2.18%、2.14%；隐含利差分别为-0.1、-0.86、-3.28、-10.54。
- 期现策略上可关注国债期货各品种的正套策略和基差做阔策略。套保策略上，仍可关注TL\TF\TS合约基差低位时期的做空套保建仓机会。



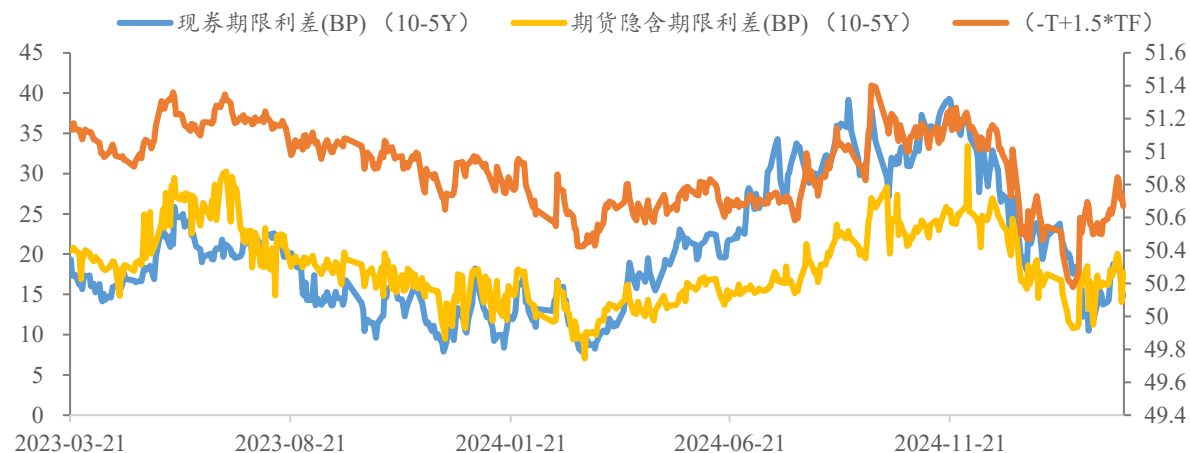
- 最新值，TL2506-TL2509、 T2506 -T2509、 TF2506-TF2509、 TS2506 -TS2509跨期价差分别为-0.13、0.05、-0.03、-0.04。目前各品种跨期价差均处于历史低位。
- 回顾上一轮2503-2506合约跨期价差走势，TL合约跨期价差走势与其他品种明显分化，TL合约跨期价差明显上行，其他品种跨期价差整体呈现下行。究其原因，首先TL合约正套机会较少，空头移仓压力较大，其他品种相反，多头相对主导移仓。其次也一定程度受到市场情绪影响，长端品种上基差较阔，反映套保力量和谨慎情绪占上风，而短端品种基差偏窄，反映在曲线极度平坦的情形下市场对未来短端行情相对乐观，或也一定程度上体现了做陡力量的定价。最后不同品种近远月合约CTD券走势差异和定价也对跨期价差造成了影响。

国债期货各品种跨期价差

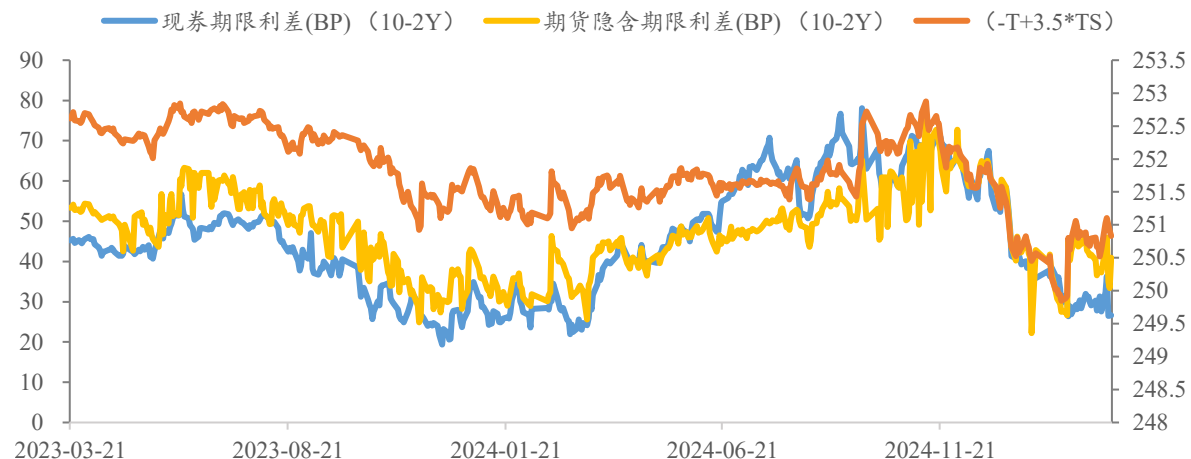




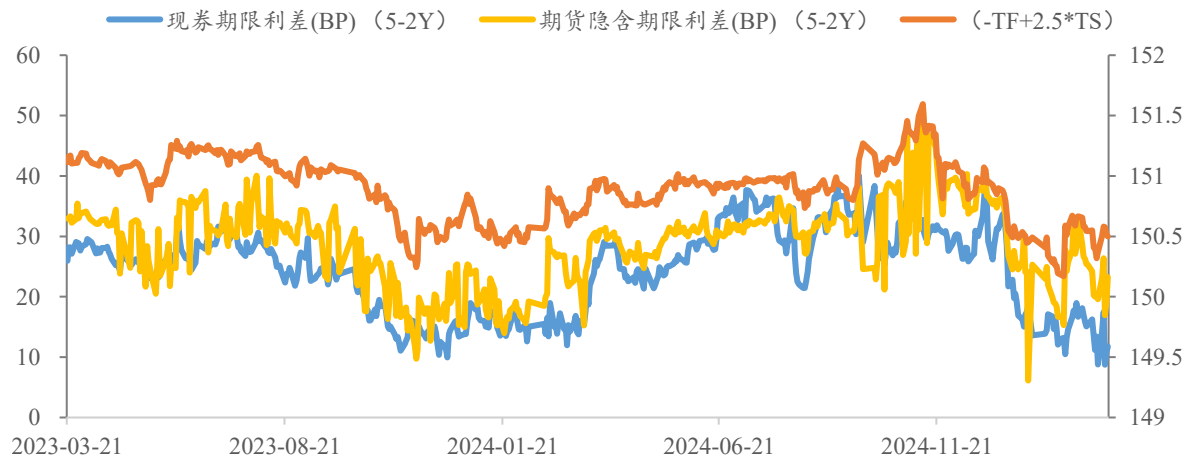
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

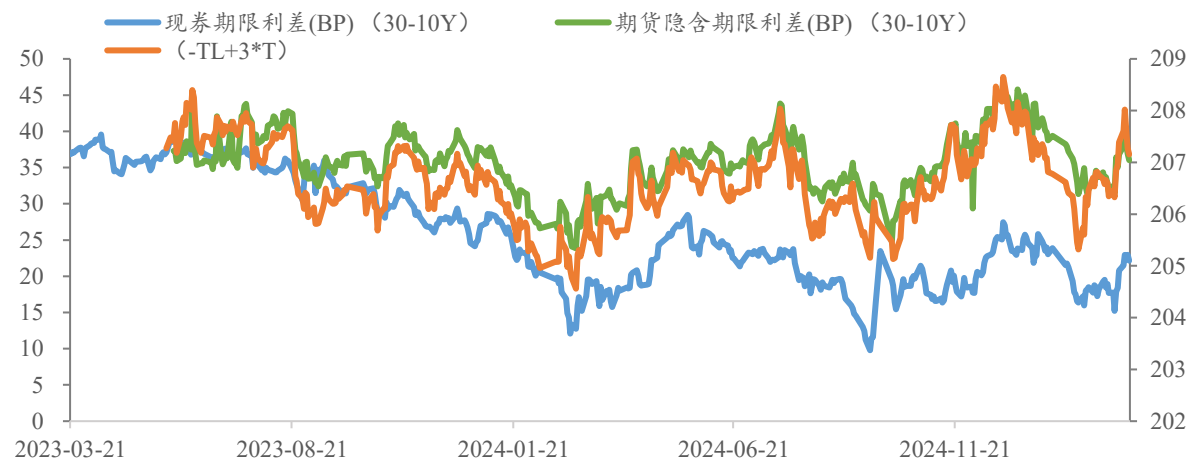


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

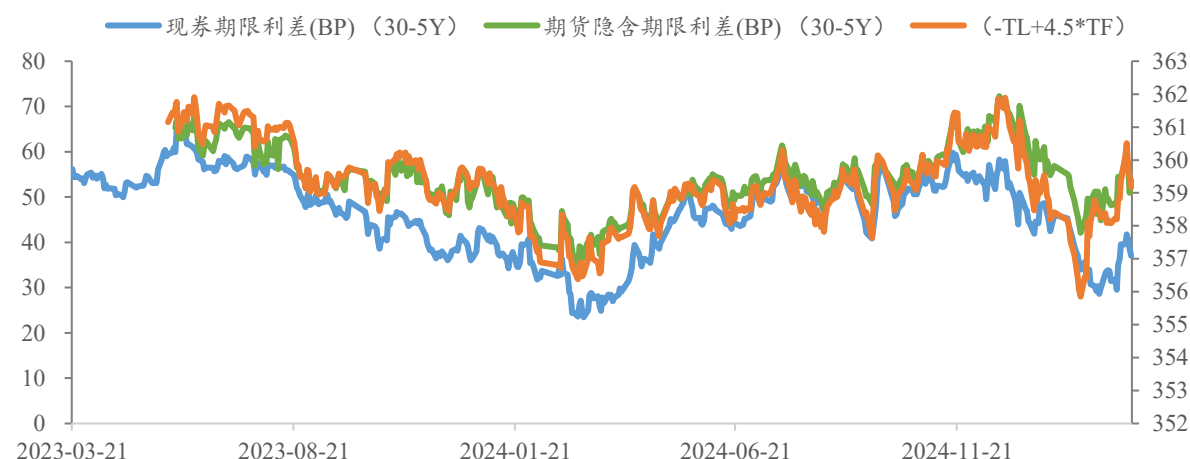


- 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到40.93BP，较上周回升，10-5Y利差达到17.67BP，较上周持平，5-2Y利差达到20.36BP，较上周回升。曲线有所走陡。

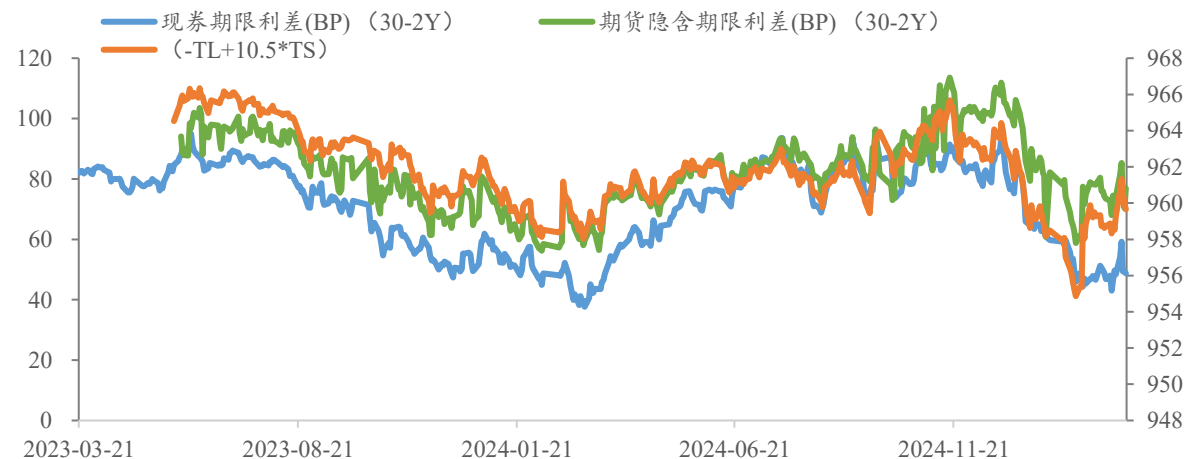
## 期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



## 期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



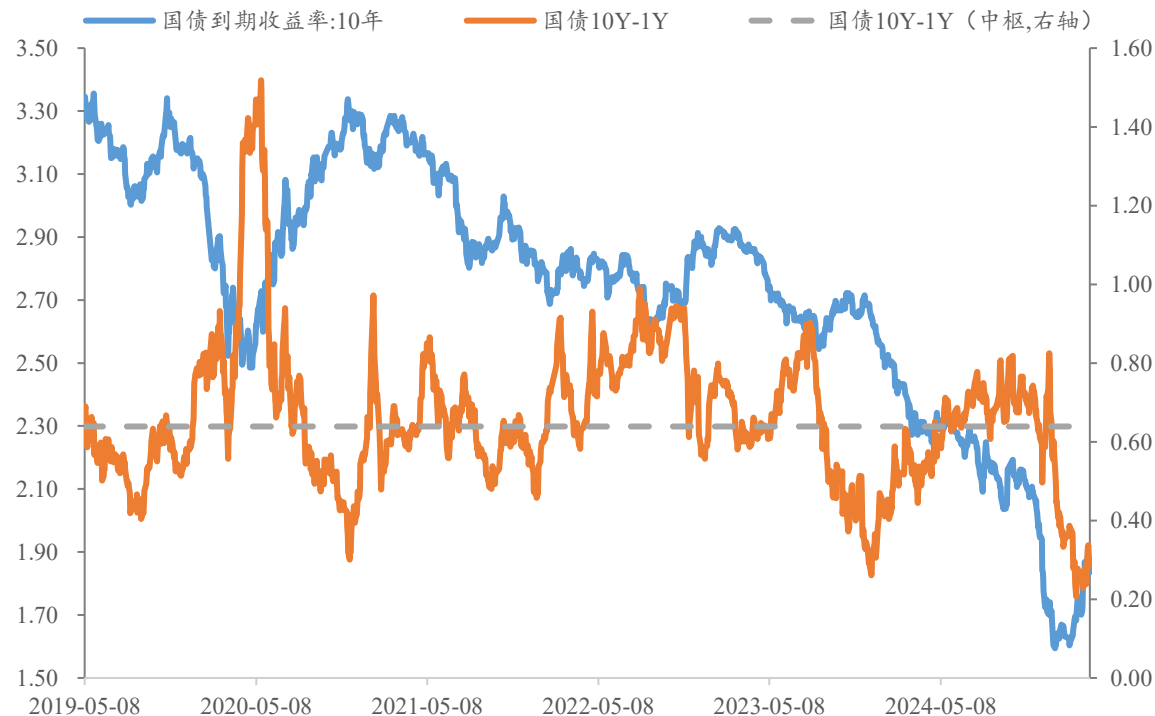
## 期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



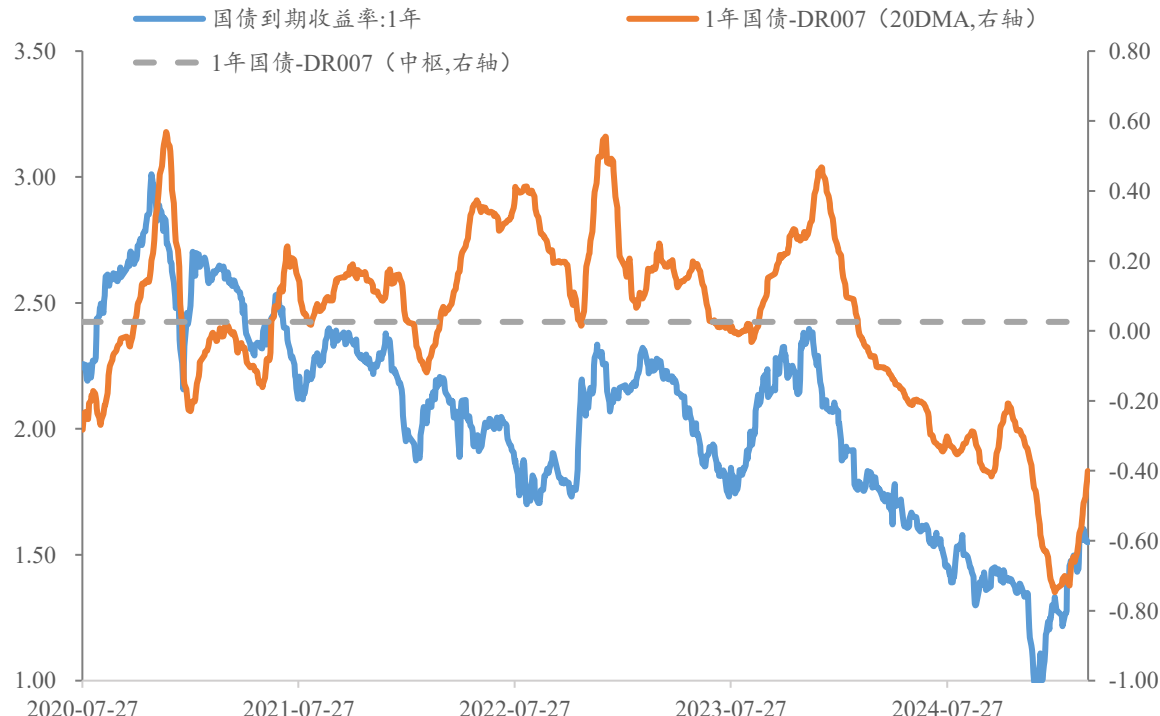
□ 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到36.01BP，较上周回落0.79BP，30-5Y利差达到53.68BP，较上周回落0.8BP，30-2Y利差达到76.94BP，较上周回升2.88BP。整体曲线略有走陡。

- 1年期国债与短端资金利率利差持续为倒挂状态，在资金面中期预期适度宽松的假设下，短端倒挂的现象持续存在。但是近期资金面持续紧张，负carry的现象给短端利率带来了较大的调整压力，近期1年期国债利率单边主要呈现回升态势，倒挂情况已经有大幅缓解。
- 从10Y-1Y利差来看，上周曲线有所走陡，短端利率下行幅度大于长端，行情主要由央行转净投放改善市场内情绪主导，短端受到的直接影响更强。利差仍然处于历史极低位置，在短端利率维持当前水平的假设下，该曲线段偏平坦，长端利率估值相对偏低，如果资金持续紧张或者短端利率继续上行，长端会面临较大的上行压力。

10Y-1Y国债利差



1Y国债利率-DR007利差



2

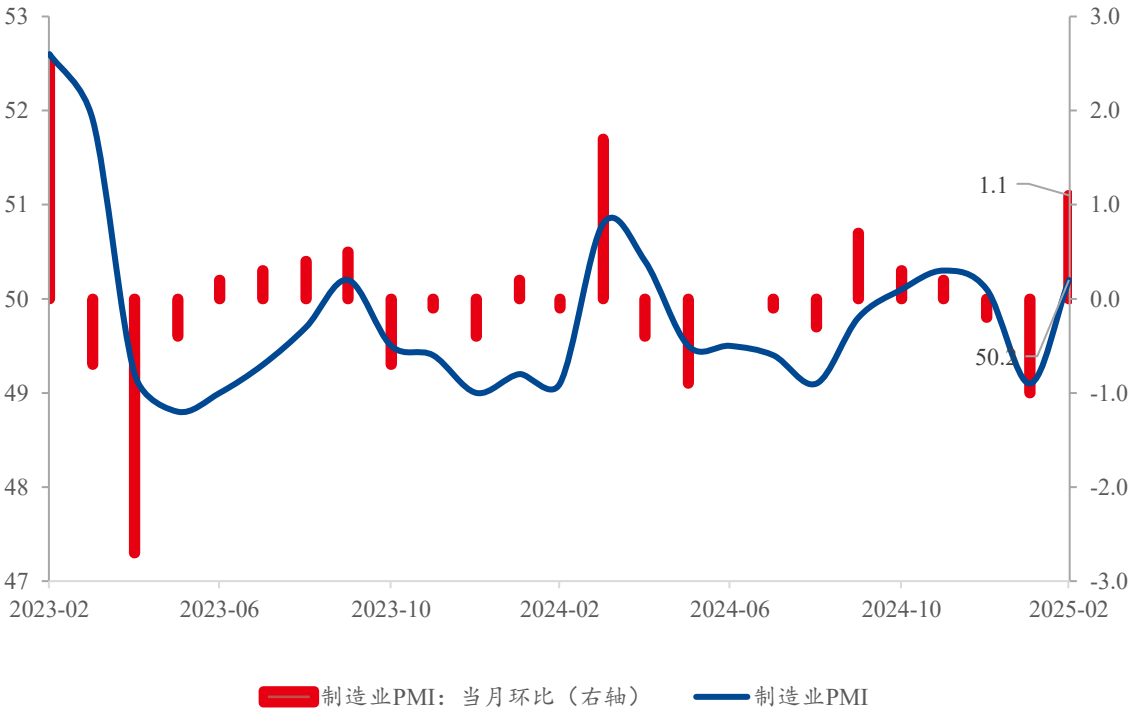


## 宏观基本面跟踪

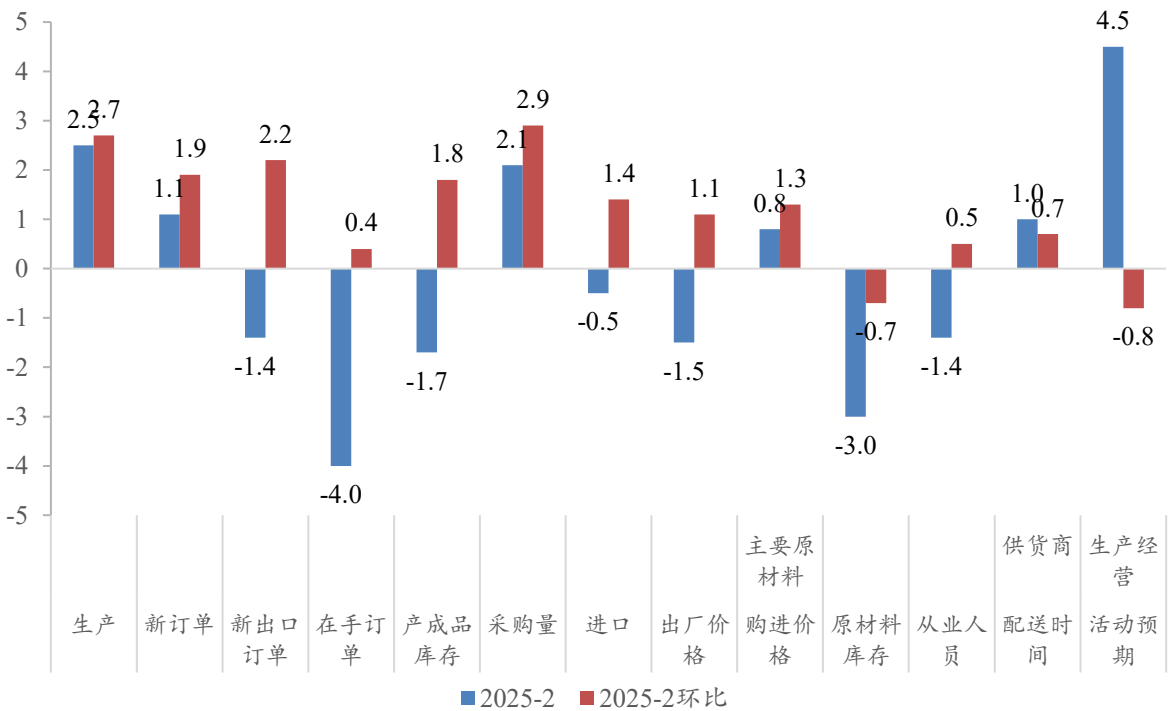


2月PMI方面，制造业PMI为50.2，前值为49.1。2月非制造业PMI为50.4，前值50.2。总体而言呈现制造业PMI呈现供需边际回升，并回到荣枯线以上。从分项来看，制造业生产指数环比回升2.7%至52.5，新订单指数环比回升1.9%至51.1，新出口订单同样环比回升2.2%，不过处于荣枯线下，目前贸易摩擦对出口影响不能证伪有待后续验证。产成品库存指数环比上升处于荣枯线下，原材料库存环比下滑至荣枯线下，出厂价格环比回升但仍在荣枯线下，购进价格回升幅度更高并处荣枯线上，显示整体物价修复幅度和向下游传导有限，贸易商补库需求不是很旺盛。

制造业PMI及当月环比变化(%)

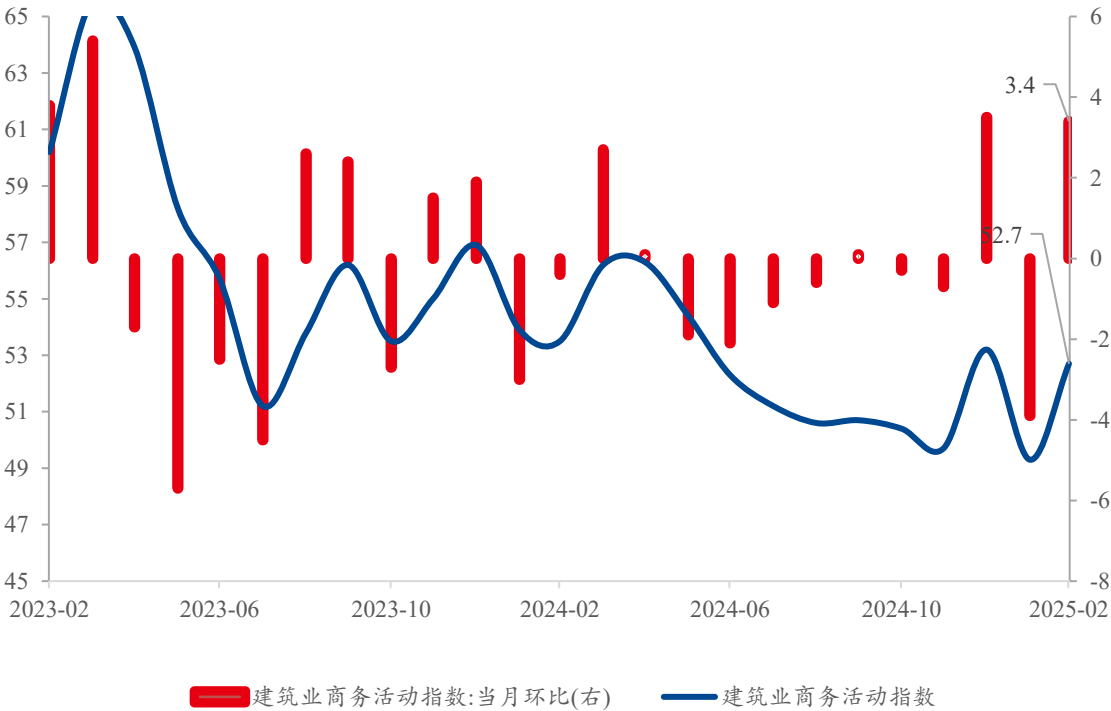


制造业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

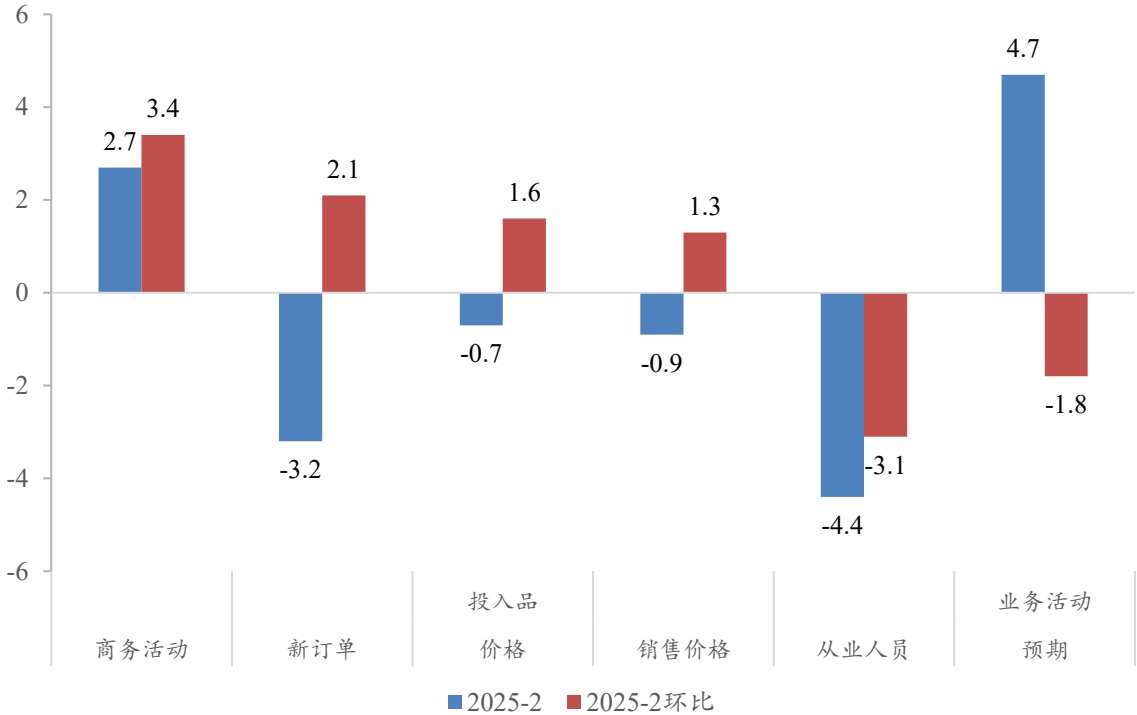


非制造业商务指数为50.4%，较上个月回升0.2%，建筑业方面PMI指数回升3.4%至52.7%，分项中新订单环比回升2.1至46.8%，整体需求仍不够强，业务活动预期回升较快，带动商务活动指数上行，对应春节后建筑业复工复产，因此相较1月有明显改善。

建筑业PMI及当月环比变化(%)

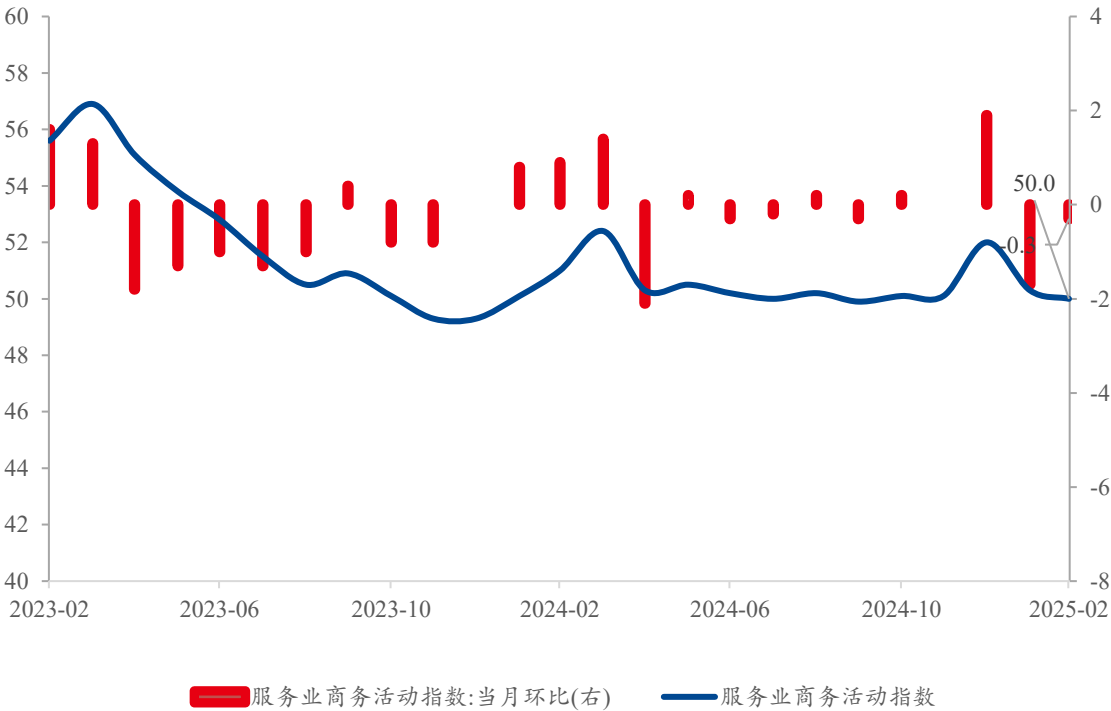


建筑业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

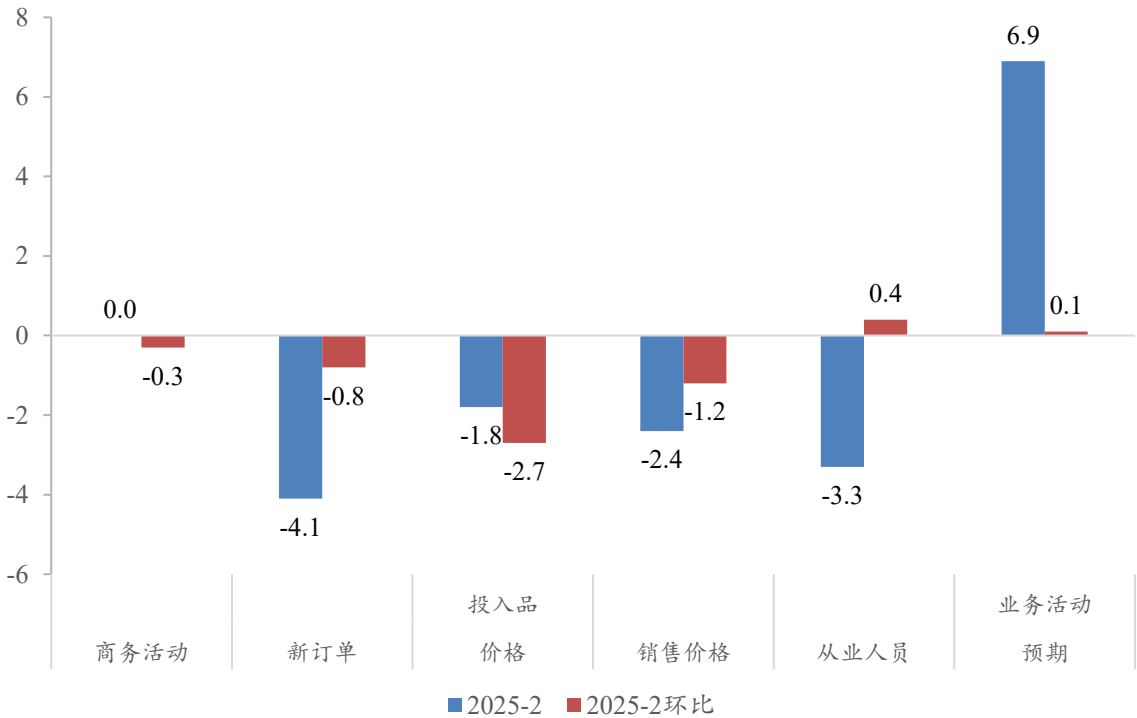


- 服务业方面，整体PMI指数环比回落0.3%至50%。新订单环比下滑0.8%至45.9%，销售价格下滑1.2个百分点至47.6%。服务业供需均放缓。受春节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数明显回落。
- 总体来看，制造业PMI产需回升，节后开工有序推进，工业品价格有初步好转，建筑业边际好转但需求仍显不足，服务业产需下滑，后续趋势有待观察。2月制造业回升可能短期对债市情绪带来边际利空，但是经济持续回升线索尚不明显，还需关注持续性。总体而言基本面对债市定价影响尚不会太大。

服务业PMI及当月环比变化(%)

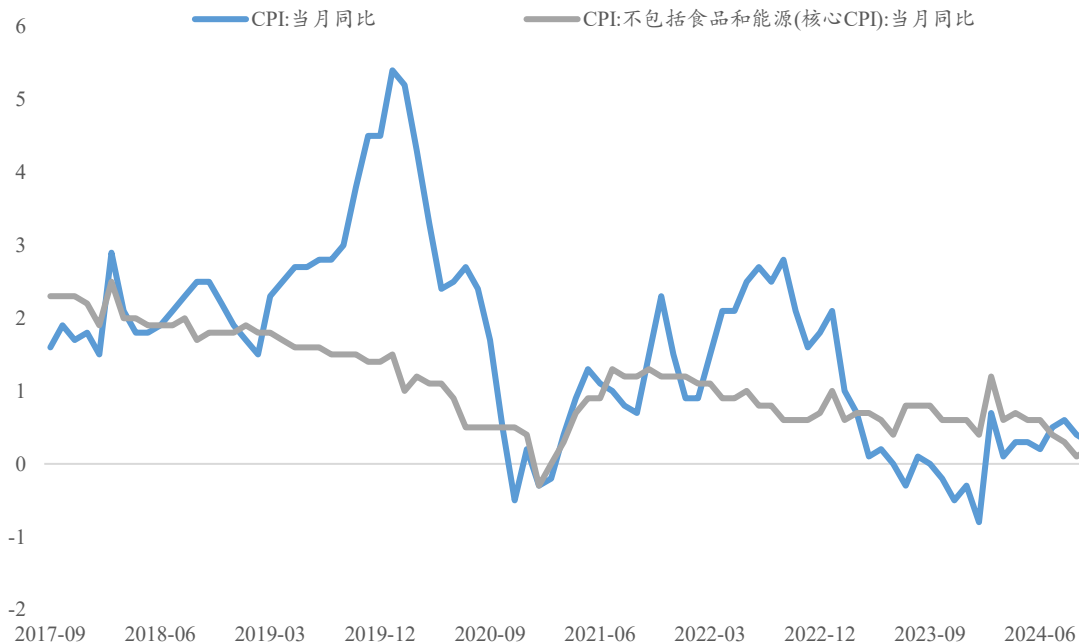


服务业PMI各分类指数当月值(-50%) 与当月环比 (%)

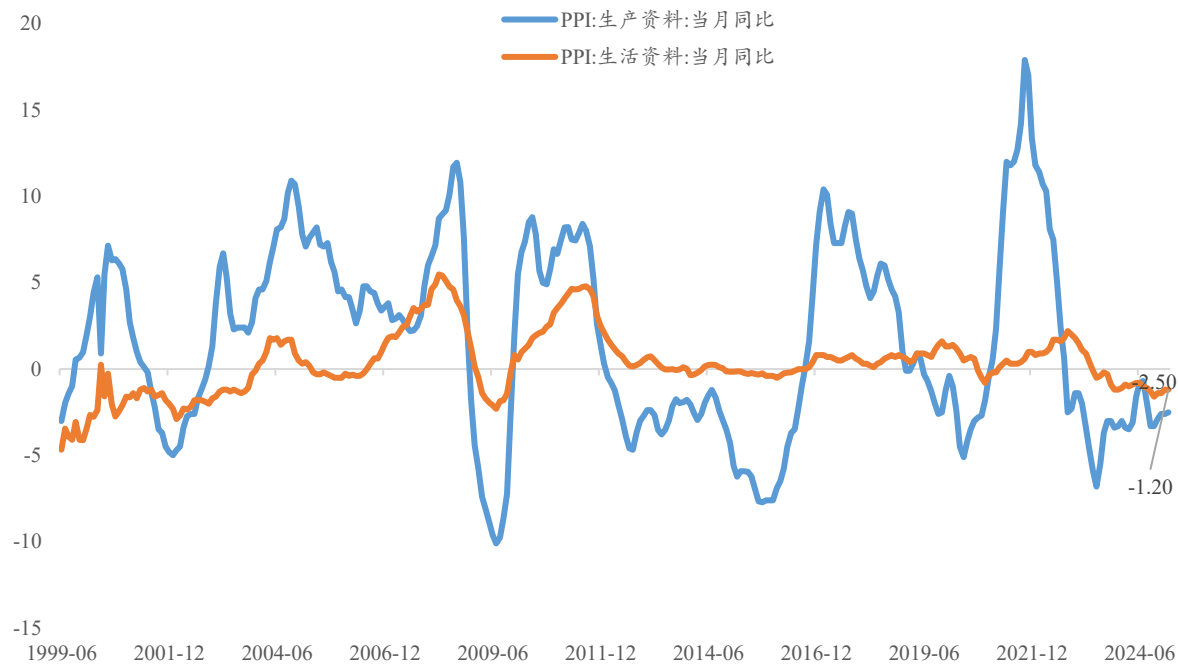


2025年2月CPI同比-0.7%，PPI同比-2.2%，均超季节性走弱。CPI分项来看，食品价格和非食品价格均转弱，蔬菜、汽车、服务降价是主要拖累项。PPI分项来看，生产资料和生活资料环比持平前值，煤炭、黑色、建材和原油化工是PPI回落的主要拖累项，有色金属价格有所回升。总体来看通胀水平中枢仍低，回复尚需时日，后续内需扩张政策为重点，其中消费刺激为核心，需要关注投资和消费端的相关刺激政策。

CPI分项同比变化



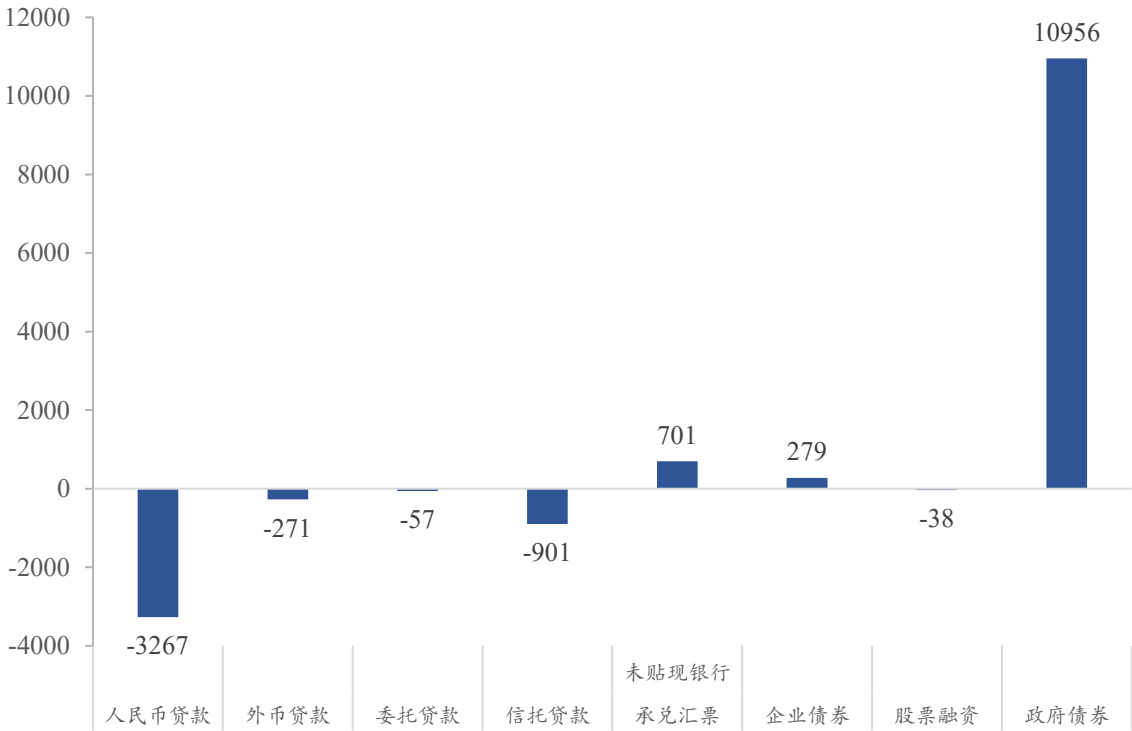
PPI分项同比变化



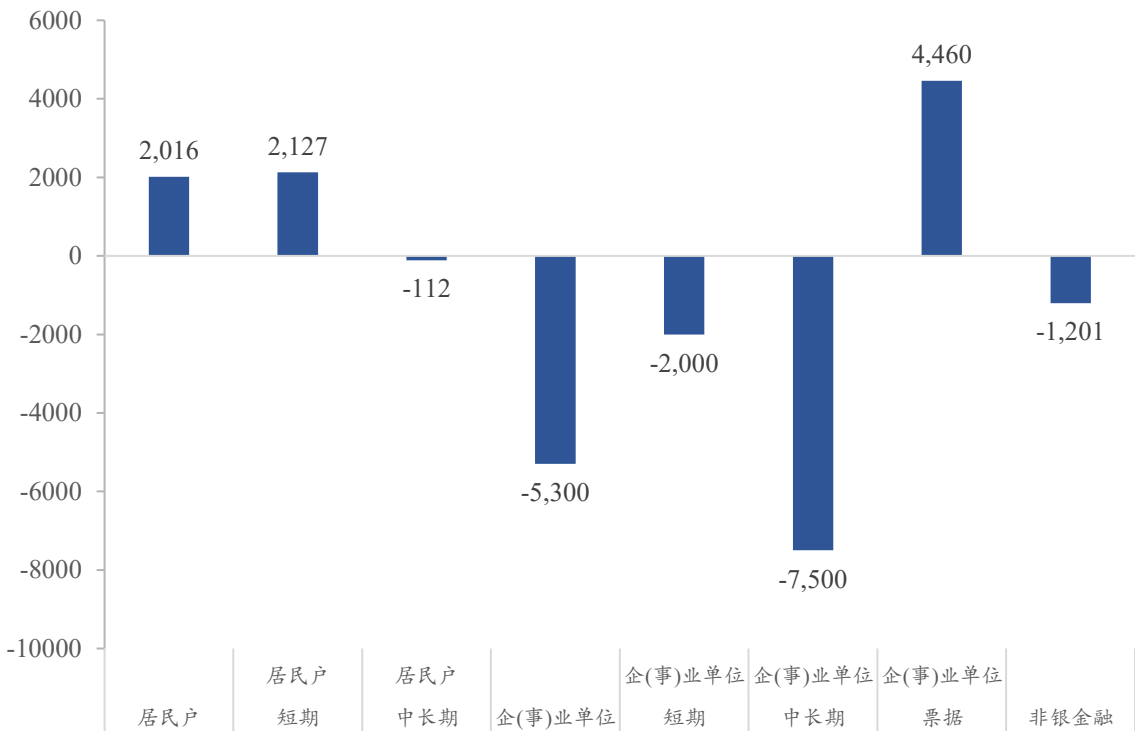


2025年2月金融数据公布，社融总量同比多增，信贷同比少增。社融结构来看，2月社融总量同比多增的主要拉动项是政府债供给错位，2月国债和地方置换债发行较快。信贷分项来看，居民信贷同比少减，商品房成交量增传导可能存在滞后性，企业短期和中长期贷款均同比少增，可能与1月信贷投放较快透支部分需求有关，正增长项主要是企业票据融资，整体结构偏弱。从当前社融结构和信贷结构来看，政策驱动的成分较高，而市场化需求目前表现偏弱，内需还需加力。

新增社融分项同比变化值（亿元）

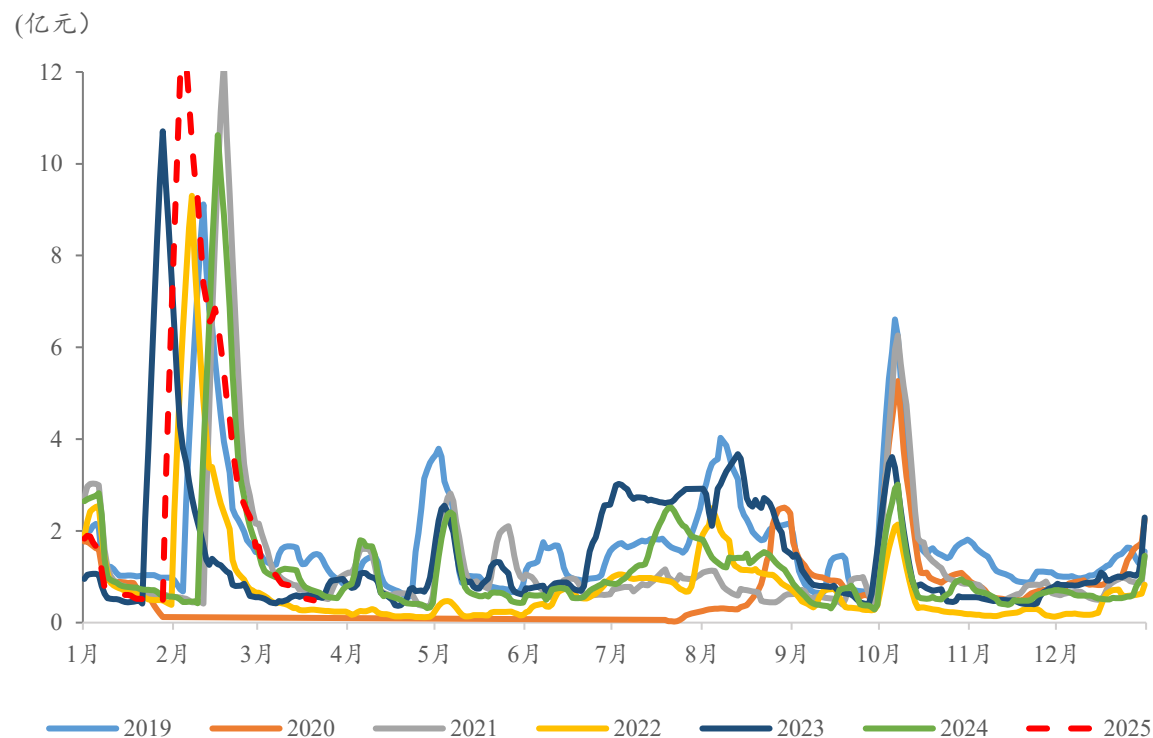


新增人民币贷款分项同比变化值（亿元）

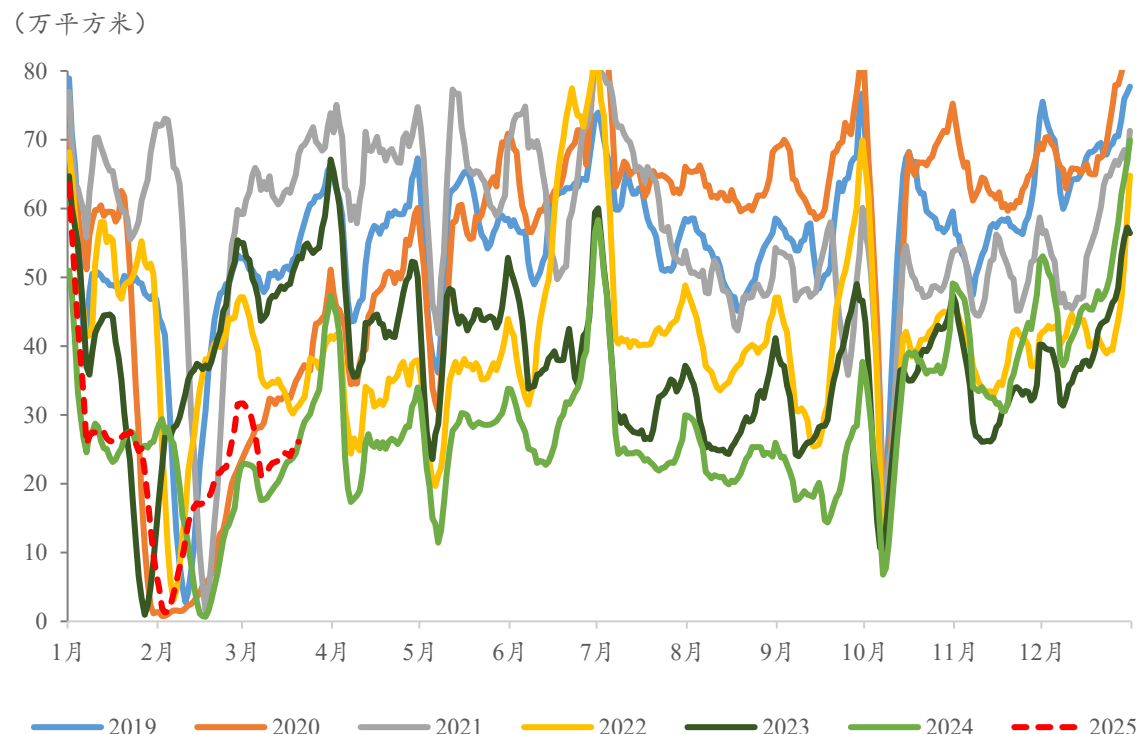


- 年初电影票房目前仍处于近五年偏高位置。30大中城市商品房3月日均成交23.64万平方米，较2月均值提高，同比去年同期正增长。

全国电影票房

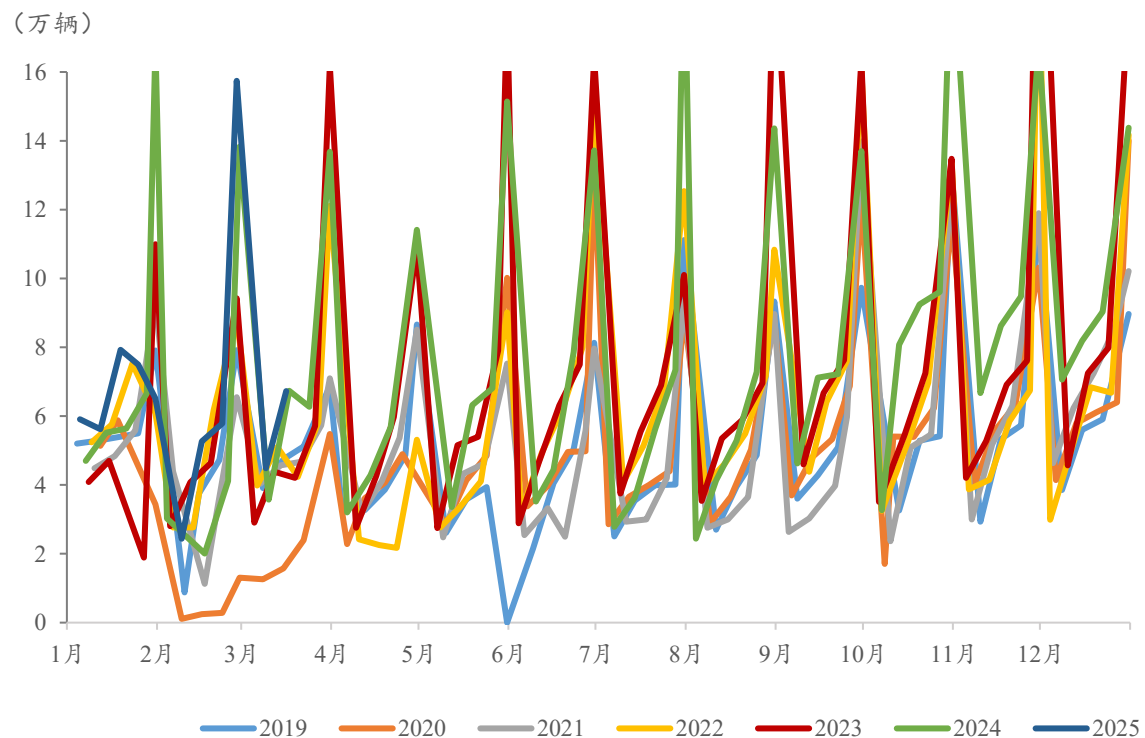


30城大中商品房成交面积（7日移动平均）

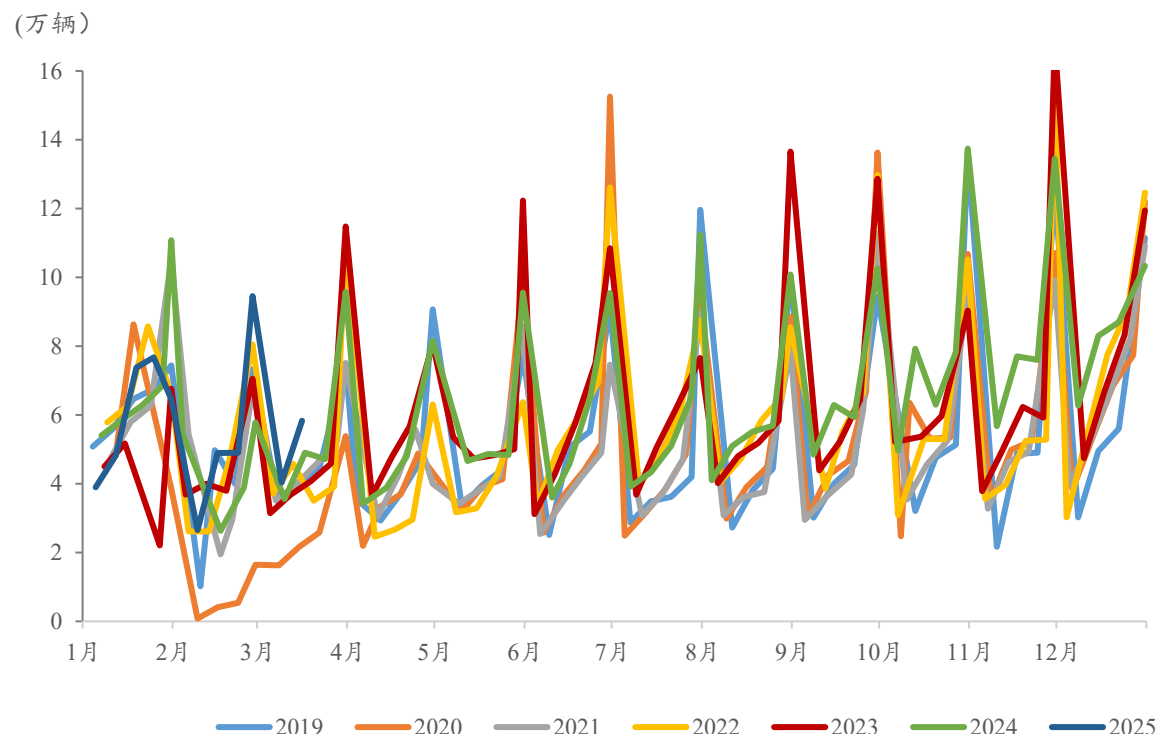


▣ 3月日均零售4.94万台，较2月日均零售5.47万台下降。3月日均批发5.6万台，较2月日均批发7.31万台下滑。

乘用车销量：厂家批发

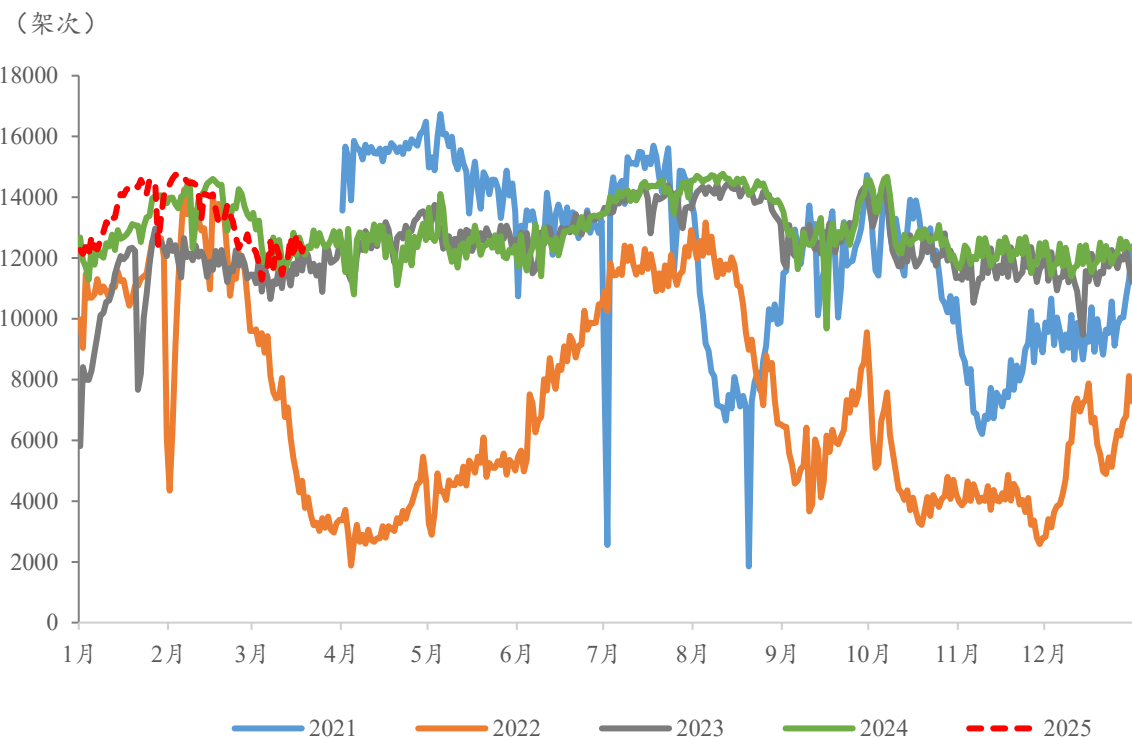


乘用车销量：厂家零售

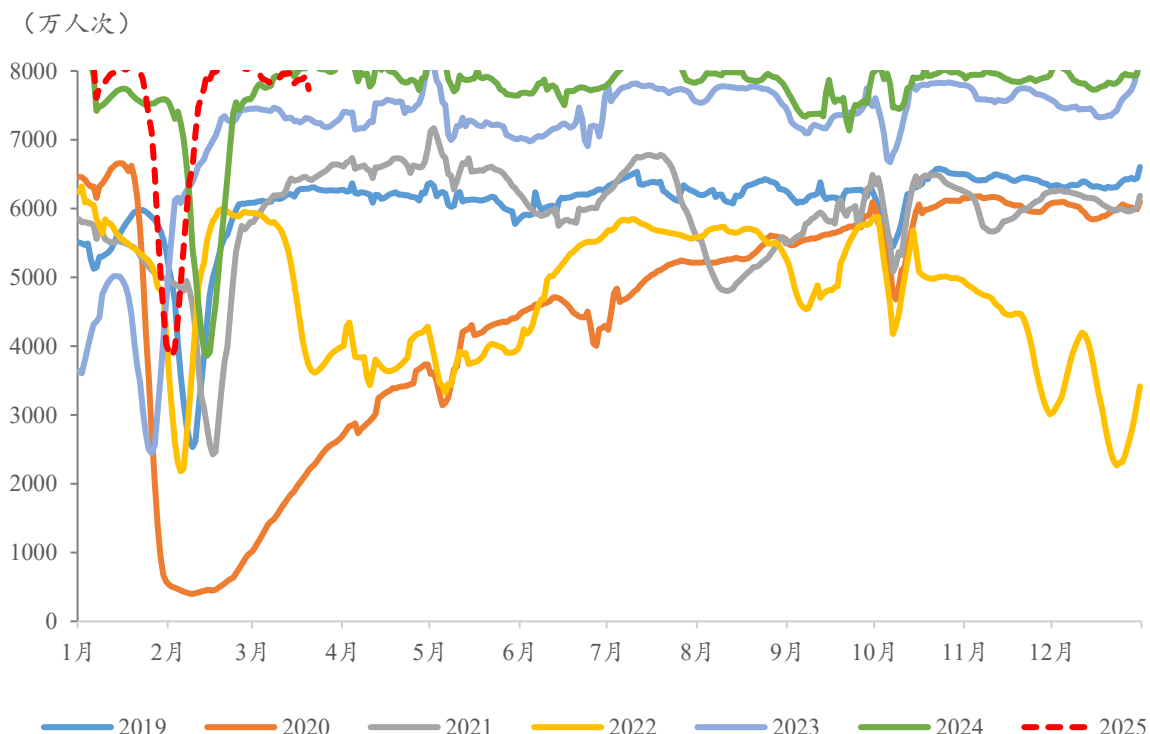


- 主要城市日均地铁客运量3月7783.17万人次，较2月7303.75万人次回升，地铁客运任然高于2019-2023年同期日均客运人次，与2024年同期接近。国内执行航班数量，迄今为止3月日均架次12115.15，较2月日均架次13781.93回落。

国内执行航班数



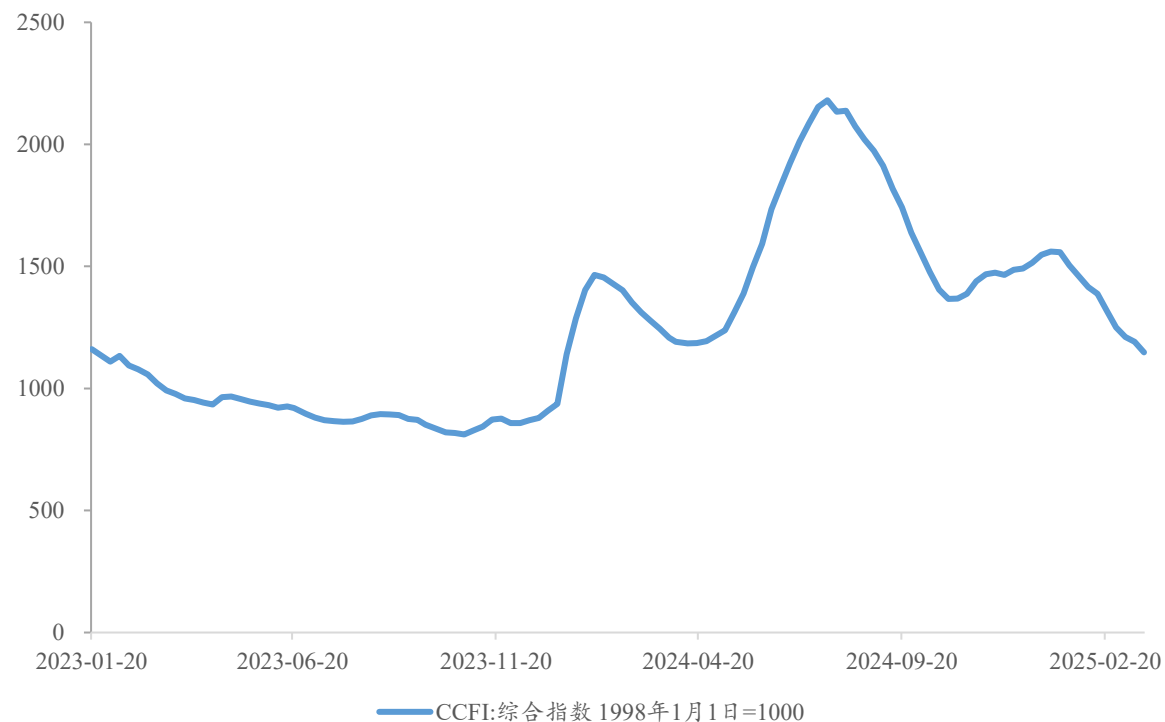
主要城市地铁客运量 (7日移动平均)



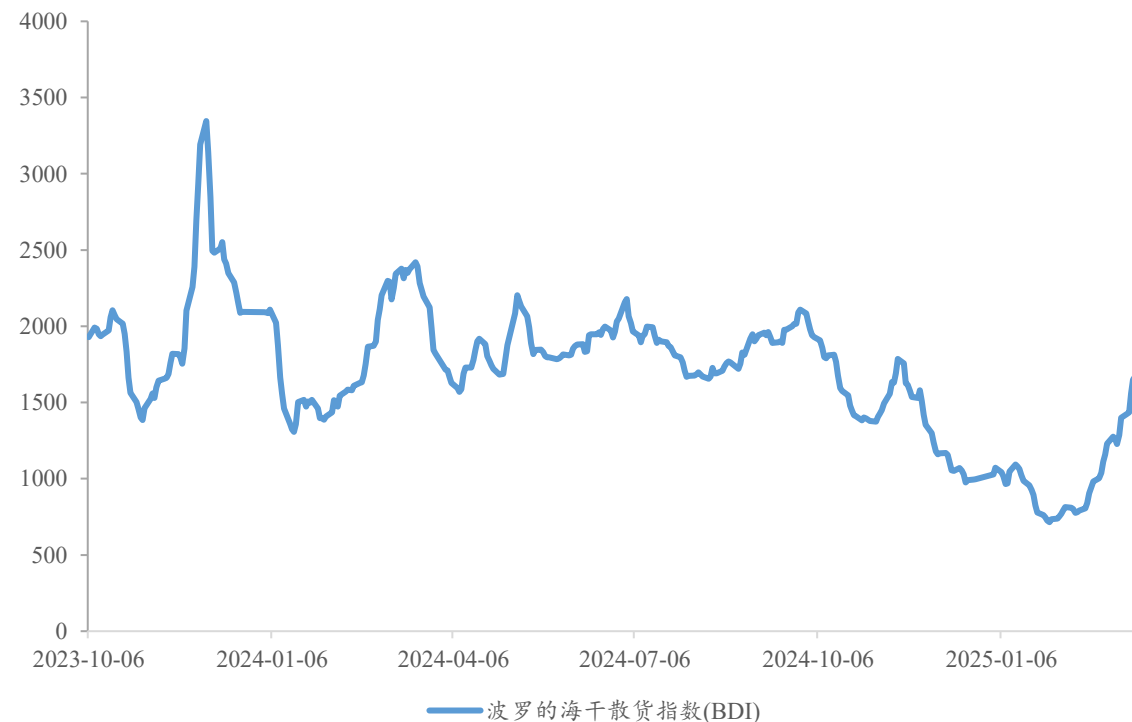


中国出口集装箱运价指数回升，3月21该指数为1147.76，相较1月底继续回落。

中国出口集装箱运价指数

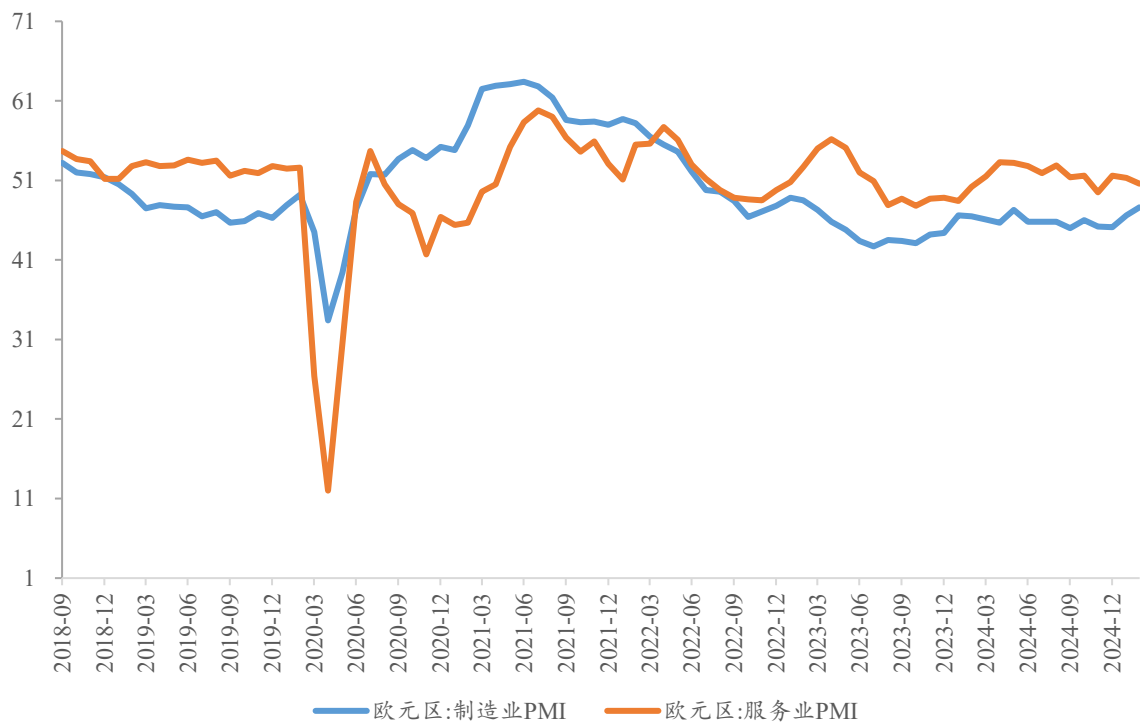


波罗的海干散货指数

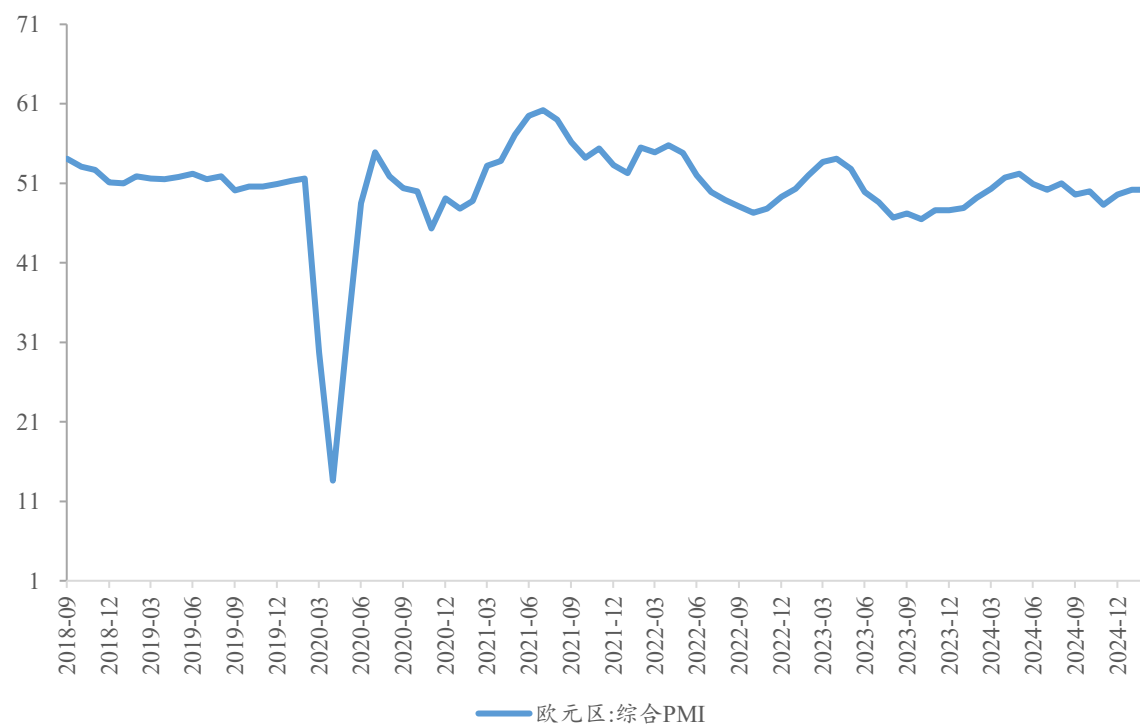


■ 欧元区2月制造业PMI录得47.30，较上月回升；服务业PMI录得50.70，较上月回落，综合PMI初值录得50.2，较上月持平。

欧元区制造业&服务业PMI



欧元区综合PMI



表：2023&2024年政府工作报告目标

|                  | 2025/3/5                         | 2024/3/5               |
|------------------|----------------------------------|------------------------|
| GDP实际增速          | 5%左右                             | 5%左右                   |
| 城镇新增就业           | 1200万人以上                         | 1200万人以上               |
| 城镇调查失业率          | 5.5%左右                           | 5.5%左右                 |
| CPI涨幅            | 2%左右                             | 3%左右                   |
| 进出口              | -                                | -                      |
| 国际收支             | 基本平衡                             | -                      |
| 居民收入             | 与经济增长基本同步                        | -                      |
| 单位GDP能耗降低        | 降低3%左右                           | 降低2.5%左右               |
| 主要污染物排放量降低       | -                                | -                      |
| 粮食产量             | 1.4万亿斤左右                         | 1.3万亿斤以上               |
| 赤字率              | 4%                               | 3%                     |
| 特别国债             | 拟发行超长期特别国债1.3万亿元，拟发行特别国债5000亿元   | -                      |
| 地方政府债券           | 44000亿元                          | 39000亿元                |
| 广义货币供应量与社会融资规模增速 | 社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配 | 同经济增长和物价水平预期目标相匹配      |
| 首要工作目标           | 高质量发展                            | 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间 |
| 地产               | 持续用力推动房地产市场止跌回稳                  | -                      |

| 政府工作报告<br>分项                     | 指标                    | 2025        | 2024    | 2023     | 2022       | 2021     |
|----------------------------------|-----------------------|-------------|---------|----------|------------|----------|
| 财政赤字                             | 赤字率                   | 4% (5.66万亿) | 3%左右    | 3%       | 3%         | 3%       |
|                                  | 一般公共预算支出规模            | 29.7万亿元     | 28.5万亿元 | 27.51万亿元 | 26.1万亿元    | 24.63万亿元 |
|                                  | 超长期特别国债               | 1.3万亿       | 1万亿     | 2万亿      | 7500亿 (续发) | 4万亿      |
|                                  | 特别国债 (支持国有大型商业银行补充资本) | 5000亿元      | /       | /        | /          | /        |
|                                  | 专项债                   | 4.4万亿       | 3.9万亿   | 3.8万亿    | 3.65万亿     | 3.65万亿   |
| 今年合计新增政府债务总规模11.8万亿元、比上年增加2.9万亿元 |                       |             |         |          |            |          |

- “实施更加积极的财政政策”：
- 1、赤字率规模突破，体现财政决心；
- 2、一般公共预算规模提升，同比增速达到4.2%，增速回升向GDP增速靠拢，扭转23年以来的下行态势，再社会保障民生支出方面或有发力；
- 3、地方专项债新增规模增长，有助于地方收储和其他定向投资。
- 4、特别国债增加对“两新”项目支出，以旧换新增加1500亿元，将直接作用于消费领域，有助于打动GDP.
- 总体而言，今年合计政府债比上年增加2.9万亿，创除5000亿元支持银行补充资本金的额度，共计2.2万亿的额度会直接或间接作用于经济刺激。

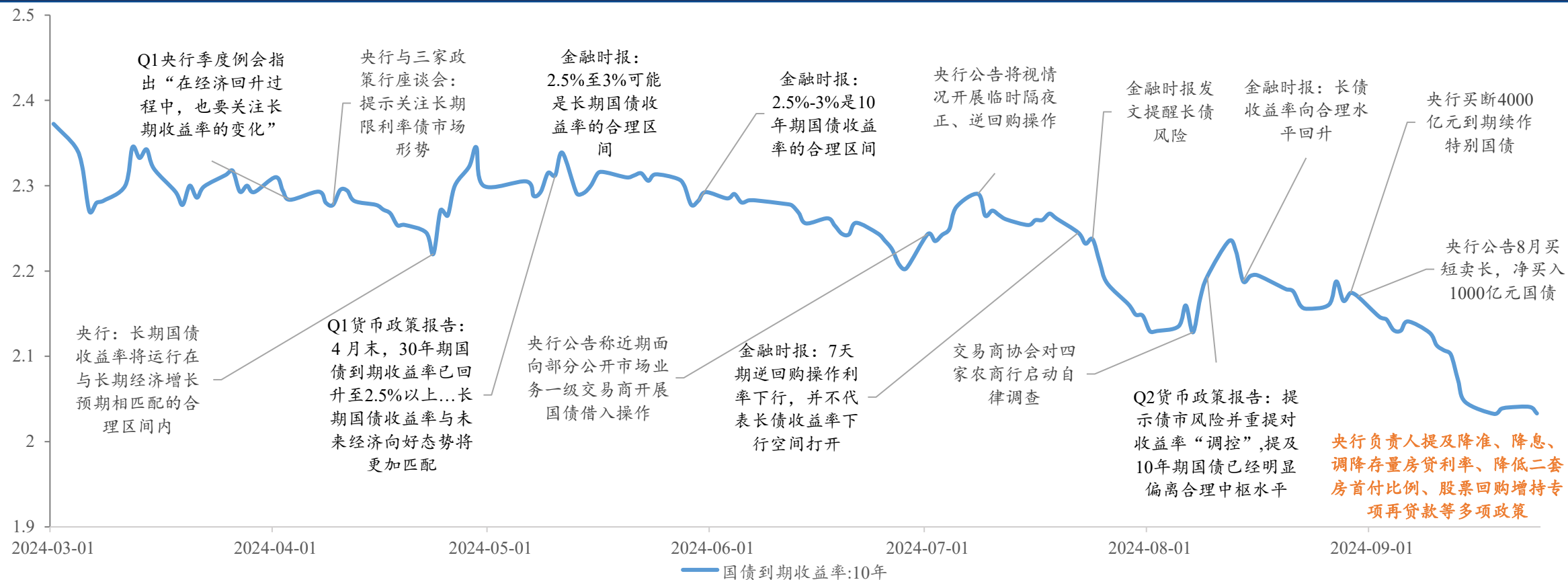


- 政府工作报告中提及，“实施适度宽松的货币政策”，3月6日在经济主题记者会上做了更详细的阐述：
- **1、总量：**“一是在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述……中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”，指向支持性立场没有变，现状仍是比较宽松的；
- **2、工具：**“今年，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”。**降准：**“目前金融机构存款准备金率平均为6.6%，还有下行空间”。**降息：**“中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间。同时，综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、政策利率等货币政策工具”。或指向降准空间较为充足，降息方面强调结构性工具降息，而不是政策利率等更为广谱性工具降息，短期降准优先级或高于降息。
- **3、传导框架：**“在政策传导上，进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，对于一些不合理的、容易削减货币政策传导的市场行为加强规范”。或直指手工补息、资金空转等市场行为，为监管关注的情况。
- **4、金融风险：**“针对前期长期限国债收益率短期内快速下行问题，人民银行从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，及时向市场参与机构提示风险，强化监管协同，有效弱化和阻断风险的累积”。指向维护金融市场稳定是货币政策目标之一，其中也包括债市风险，同时央行对前期调控效果给予肯定。

| 召开时间<br>主要内容 | 2025年2月13日<br>2024Q4  | 2024年11月8日<br>2024Q3  |
|--------------|---|---|
| 国内形势         | 当前外部环境复杂多变，全球经济复苏充满挑战和变数，对我国经济产生外溢影响，同时，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。  | 我国经济运行总体平稳，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。  |
| 国际形势         | 2025 年，地缘政治局势仍有较大不确定性，多国面临财政与债务风险，全球贸易和投资增长存在制约   | 当前外部环境变化带来的不确定性增多，世界经济增长动能不强，通胀压力有所缓解，主要经济体经济表现有所分化，货币政策进入降息周期。   |
| 货币政策基调       | 实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， <b>择机调整优化政策力度和节奏</b> ，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。 | 要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济持续回升向好。 <b>要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性</b> 。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，促进物价保持在合理水平。      |
| 结构性货币政策工具    | 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，优化工具体系，持续做好金融“五篇大文章”，进一步加大对 <b>科技创新、促进消费</b> 的金融支持力度。   | 有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，推动证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款等新设立工具落地生效，维护资本市场稳定； <b>推进科技创新和技术改造再贷款使用进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持</b> 。  |
| 利率机制改革       | 畅通货币政策传导机制，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制， <b>发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行，提升银行自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本下降</b> 。                 | 完善市场化利率形成和传导机制，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制作用和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。 <b>充实货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率</b> 。  |
| 汇率           | 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏， <b>坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。   | 强化预期引导，增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。   |
| 金融支持实体       | <b>加快建立完善养老金融体系，构建养老金融长效机制</b> ，服务银发经济高质量发展。落实好《推动数字金融高质量发展行动方案》，推进金融机构和金融产品服务数字化转型。加大消费品以旧换新支持力度，做好重点消费领域金融服务，持续激发消费活力                             | 要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力，更有针对性地满足合理的消费融资需求。 |
| 房地产金融政策      | 着力推动已出台金融政策措施落地见效， <b>加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳</b> ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。  | <b>充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，支持盘活存量闲置土地，降低存量房贷利率，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式</b> 。  |

|          | 2024. 9. 26政治局会议   | 2024. 12. 9政治局会议   |
|----------|--|--|
| 研判经济形势   | 当前经济运行 <b>出现一些新的情况和问题</b> 。要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。   | 经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力， <b>全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。</b>   |
| 下阶段经济目标  | 要抓住重点、主动作为， <b>有效落实存量政策，加力推出增量政策</b> ，进一步提高政策措施的针对性、有效性， <b>努力完成全年经济社会发展目标任务。</b>  | 坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全， <b>实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击</b> ，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定。 |
| 政策工具及发力点 | 要 <b>加大财政货币政策逆周期调节力度</b> ，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。 <b>要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债</b> ，更好发挥政府投资带动作用。 <b>要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量</b> ，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切， <b>调整住房限购政策，降低存量房贷利率</b> ，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。 <b>要努力提振资本市场</b> ，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。 | 明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合， <b>实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。</b>  |
| 消费、投资端   | 要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收， <b>提升消费结构。要培育新型消费业态</b> 。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。要加大引资稳资力度，抓紧推进和 <b>实施制造业领域外资准入等改革措施</b> ，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。   | <b>要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。</b>   |
| 社会民生     | 要守住兜牢民生底线， <b>重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作</b> ，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶。要抓好食品和 <b>水电气热等重要物资的保供稳价</b> 。要切实抓好粮食和农业生产，关心农民增收，抓好秋冬生产，确保国家粮食安全。   | 要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要 <b>加大区域战略实施力度，增强区域发展活力</b> 。要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。   |
| 防范化解风险   | 要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。   | <b>稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定。</b>  |

## 4月以来监管政策与预期管理举措



- 9月24日在新闻发布会上，央行负责人提及了多项重要政策举措，包括降准降息在内的多项政策：①降准50bp，根据市场流动性状况，未来仍有调降25bp、50bp的可能；②政策利率调降20bp，并引导LPR，存款利率同步调降，保持净息差稳定；③降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；④首套房与二套房首付比例统一，对应二套房首付比例下调10%。当下为15%；⑤3000亿保障住房再贷款，支持比例从60%提升至100%。货币政策保持支持性和宽松基调。

- 从近期汇率、基本面条件、对银行净息差影响来看，目前确实符合推出宽松性货币政策的条件。

- 今年以来央行与市场沟通密切，预期管理频率明显变高，多次提示利率风险，也成为影响市场节奏的重要指向性因素。



## 政策解读

- 9月24日在新闻发布会上，央行负责人提及了多项重要政策举措，包括降准降息在内的多项政策：
- 一、降准：降准50bp，根据市场流动性状况，未来仍有调降25bp~50bp的可能；
- 降准符合市场预期，MLF到期量大叠加8-9月政府债发行量增加，资金面压力增大，降准释放中长期资金支持资金面。同时也是支持信用扩张的举措，后续四季度还有进一步降准的可能。
- 二、降息：政策利率调降20bp，并引导LPR，存款利率同步调降，对银行净息差影响偏中性；
- 当前不论从稳定经济通胀需求增强、汇率压力较小的角度，还是从银行净基差稳定的角度（配合了房贷利率调降），降息都具有必要性。且7天期逆回购利率一次性调降20bp，LPR和存款利率也会降低20-25bp，政策出台的集中度超出市场预期，幅度也是近几年较高的水平，但是债市在9月是提前计入了降息20bp的预期的。后续来看，降息的汇率约束已经明显减轻，后续货币政策想象空间更大。
- 三、房地产政策：降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；首套房与二套房首付比例统一，对应二套房首付比例下调10%。当下为15%；3000亿保障住房再贷款，支持比例从60%提升至100%。
- 出台了多项地产支持政策，在下调LPR的基础商调降存量房贷利率加点，本次央行预计会降低50bp的幅度，每年减少家庭利息支出1500亿元，政策目标是减少提前还贷、刺激消费。此外统一首套和二套房首付比例也是需求端刺激政策，降低购房门槛，不过鉴于目前还在房价下行周期，居民逆周期加杠杆难度比较高，上述政策有助于缓解地产压力但是生效是个渐进的过程。
- 此外，货币政策还强调要加强与财政政策的配合，后续财政是否会出台增发政府债等举措值得期待。

3

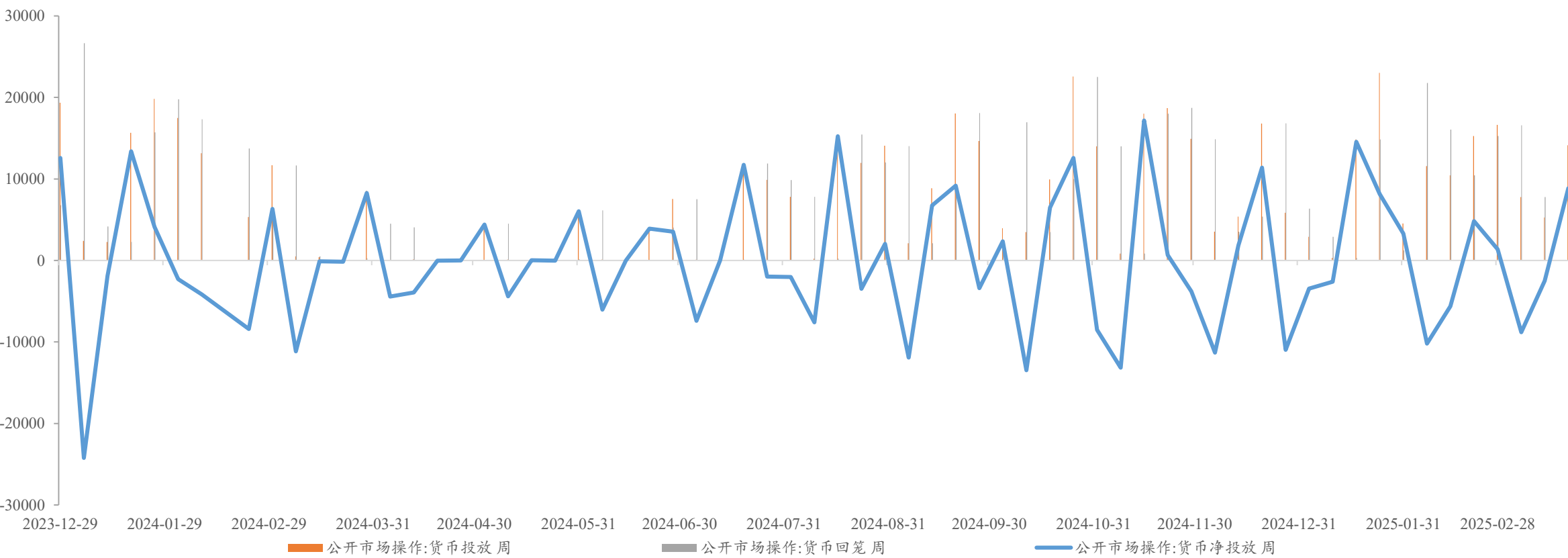


## 资金面跟踪



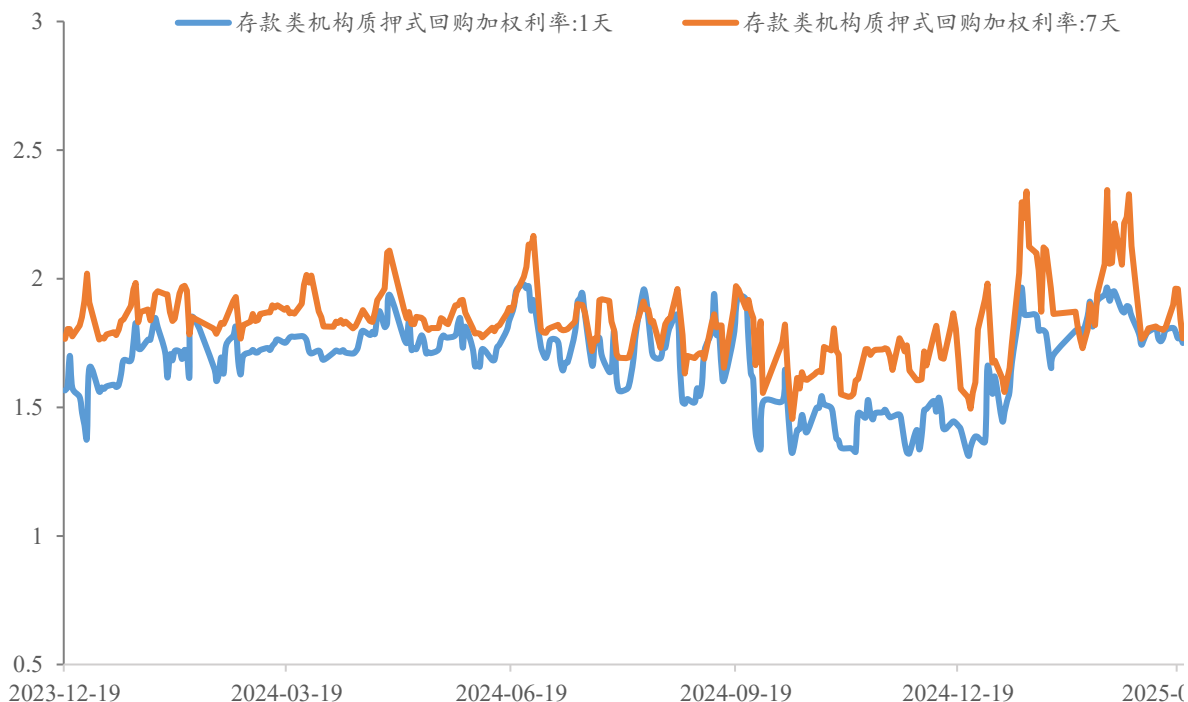
- 本周央行公开市场有5262亿元逆回购和3870亿元MLF到期，本周共进行了14117亿元逆回购投放，净投放3785亿元。
- 下周将有14117亿元逆回购到期。

公开市场操作（亿元）

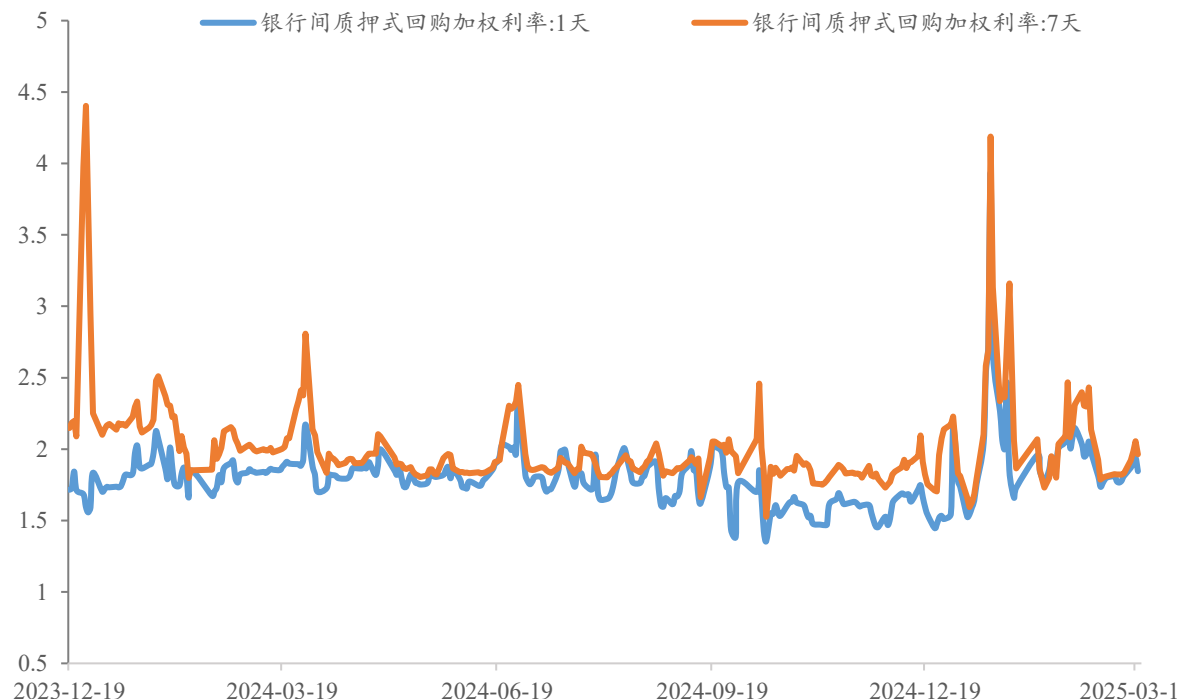


□ 3月21日，银行间市场质押式回购利率1天期为1.7499%，较上周下行5.02BP，银行间市场质押式回购利率7天期为1.7688%，较上周下行4.33BP。上周央行转为净投放呵护资金面，税期影响消退后资金利率转下行，7天期资金利率略低于1.8%，后续观察跨季前后资金面稳定性。

## 银行间市场存款类机构质押式回购利率 (%)

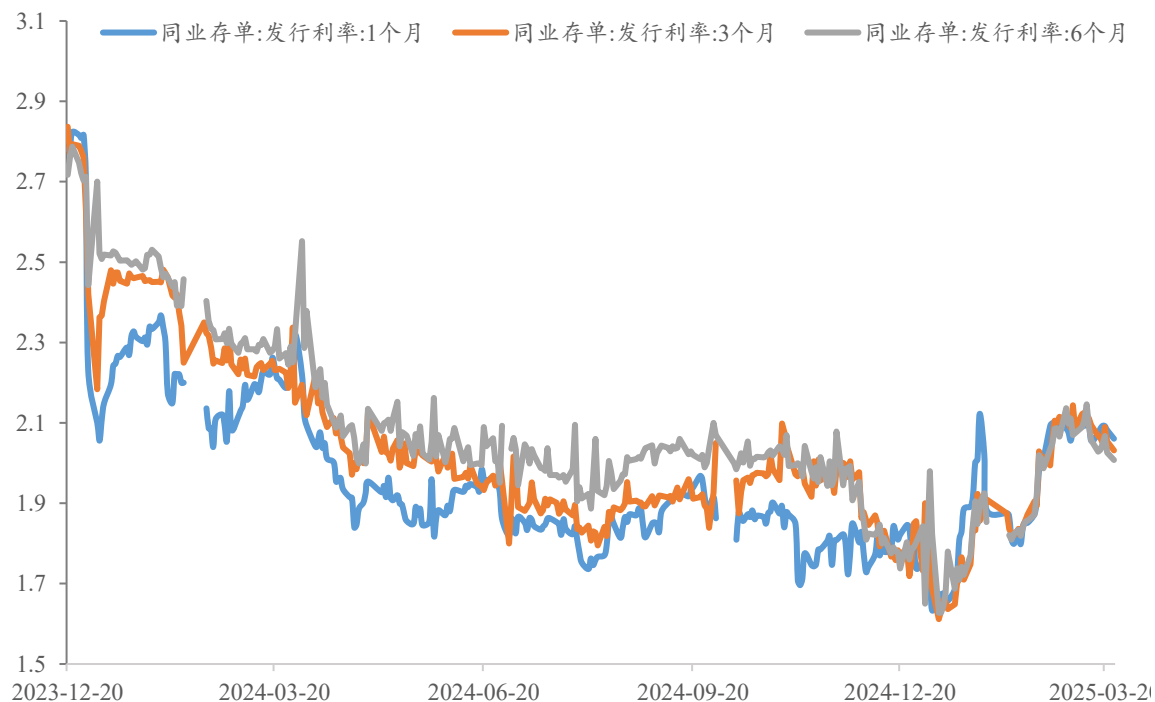


## 银行间市场质押式回购利率 (%)

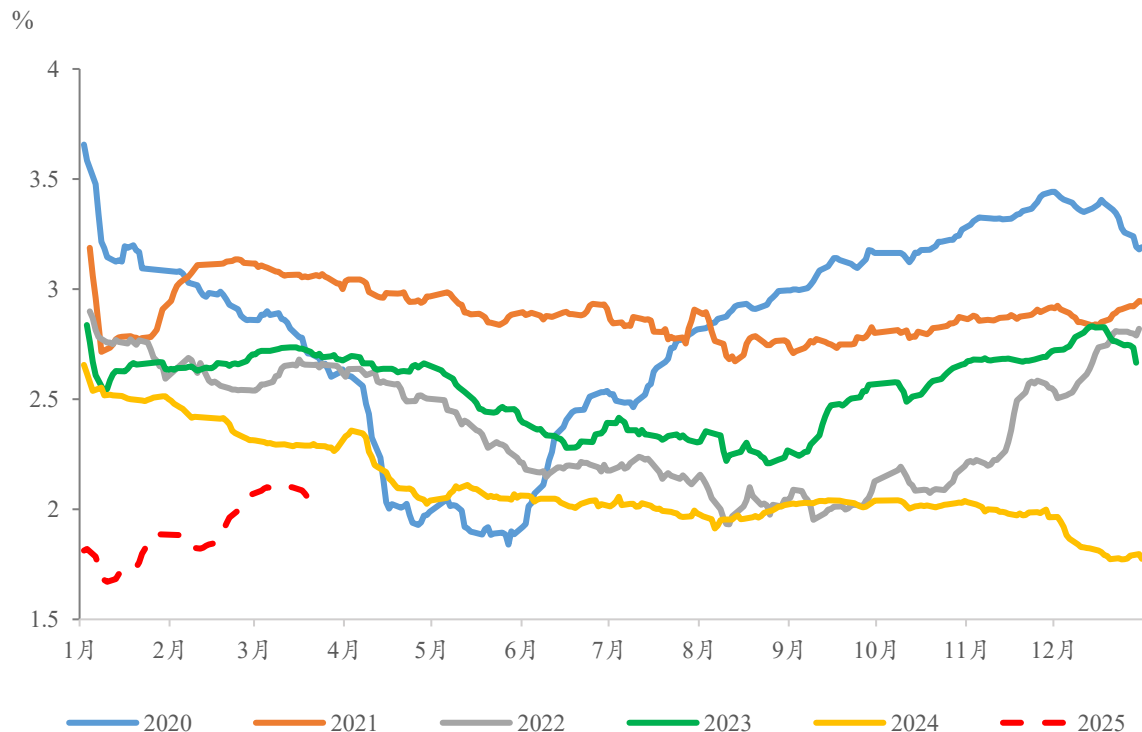


- 上周同业存单利率边际略下行，3M同业存单发行利率及至2.05%，较上周下行4.03BP，6M同业存单发行利率及至2.03%，较上周下行5.57BP，指向银行负债压力可能边际减轻。

## 同业存单利率 (%)

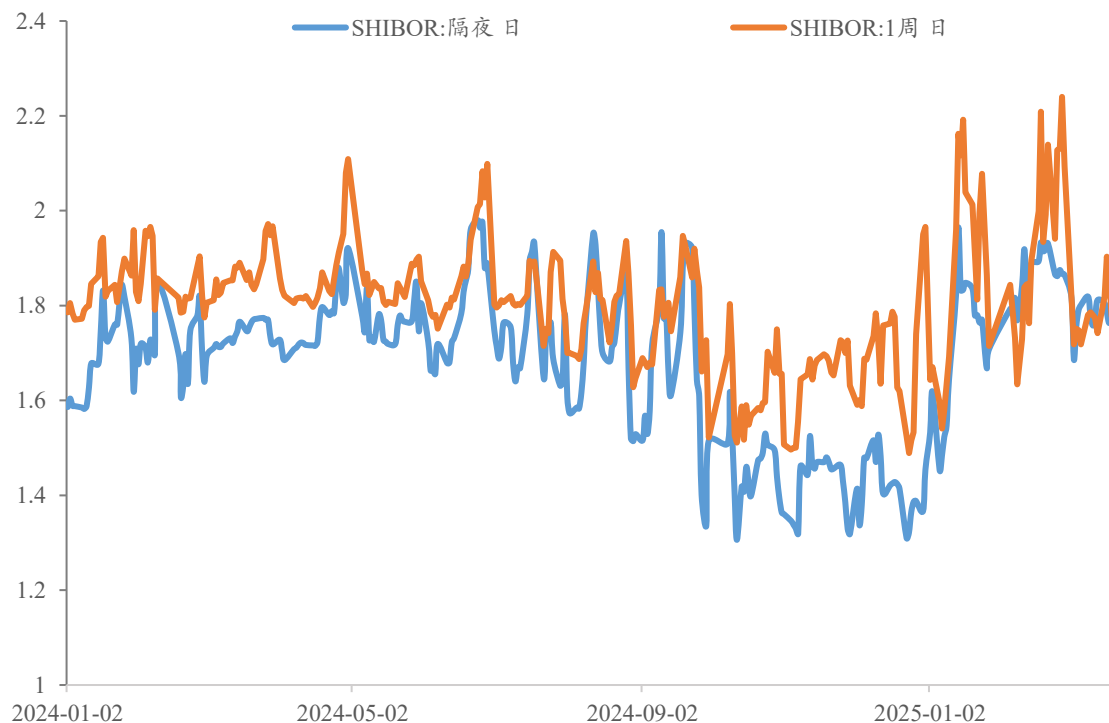


## 6M同业存单季节性 (5DMA)

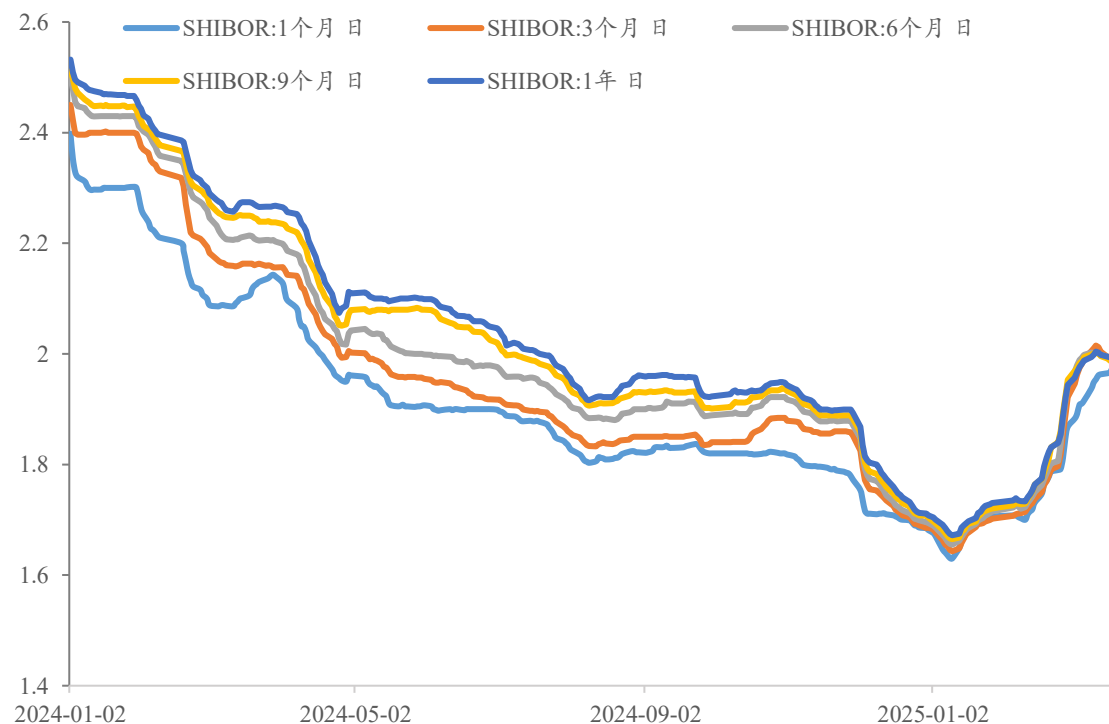


□ 上周shibor利率多数边际下行，3M利率及至1.968%，较上周下行3.6BP，6M利率及至1.9680%，较上周下行3.1BP。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)



Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)



4



## 观点与策略

| 品种 | 主要观点   | 本周策略   | 上周策略  |
|----|--|--|---|
| 国债 | <ul style="list-style-type: none"><li>一季度货币政策委员会例会上提及“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”指向金融风险为央行的主要目标之一，其中包含债券市场风险，央行对债券利率大幅波动保持持续关注。</li><li>上周央行维持净投放释放出呵护信号，税期影响消退后资金利率略有下行，叠加后半周股市走弱，期债呈现先下跌后反弹的修复态势。不过短期在跨季压力下，资金利率仍偏贵，债市做多合力的形成需要等待资金面放松确认，现阶段10年和30年国债利率及至1.8%和2.0%关键位置或面临下行阻力，需要后续资金面信号给出进一步指引。后续关注3月底-4月初资金面情况，如果跨季因素消除后7天期资金利率下行至1.8%以下，债市可能呈现慢涨修复，10年期国债利率短期下行至1.75%或面临阻力。如果届时资金利率仍维持在1.8%一线，10债利率或在1.8%-1.9%区间波动。整体债市暂处于区间震荡阶段。短期单边策略上建议跟随资金面边际走势，区间操作为宜，趋势行情仍待经济数据和资金面指引。基差策略上，建议关注国债期货各合约基差做阔与正套策略。套保策略上，可关注基差低位空头套保建仓机会。曲线策略上，或可适当关注做陡。</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>上周央行维持净投放释放出呵护信号，税期影响消退后资金利率略有下行，叠加后半周股市走弱，期债呈现先下跌后反弹的修复态势。不过短期在跨季压力下，资金利率仍偏贵，债市做多合力的形成需要等待资金面放松确认，现阶段10年和30年国债利率及至1.8%和2.0%关键位置或面临下行阻力，需要后续资金面信号给出进一步指引。后续关注3月底-4月初资金面情况，如果跨季因素消除后7天期资金利率下行至1.8%以下，债市可能呈现慢涨修复，10年期国债利率短期下行至1.75%或面临阻力。如果届时资金利率仍维持在1.8%一线，10债利率或在1.8%-1.9%区间波动。整体债市暂处于区间震荡阶段。短期单边策略上建议跟随资金面边际走势，区间操作为宜，趋势行情仍待经济数据和资金面指引。基差策略上，建议关注国债期货各合约基差做阔与正套策略。套保策略上，可关注基差低位空头套保建仓机会。曲线策略上，或可适当关注做陡。</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>整体而言目前到达短期平衡位置，接下来首先关注1-2月经济数据，如果数据弱于预期期债反弹可能会加速，如果经济数据没有大的波动，后续债市主要要看资金利率能否下行，如果资金逐渐放宽，债市可能震荡中慢慢修复。上述情形下10债利率或主要在1.75%-1.85%区间波动。如果资金进一步收紧，长债还会面临进一步调整压力，债市容易出现超跌，但反过来这种情形下也容易出现更好的配置点位。短期单边策略上仍建议观望。基差策略上，建议关注国债期货各品种合约基差做阔与正套策略。套保策略上，可关注基差低位空头套保建仓机会。</li></ul> |



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、广发期货研究所

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**



# 感谢倾听 Thanks