



# 华鑫期货：多因素共振 长期国债将呈趋势下跌

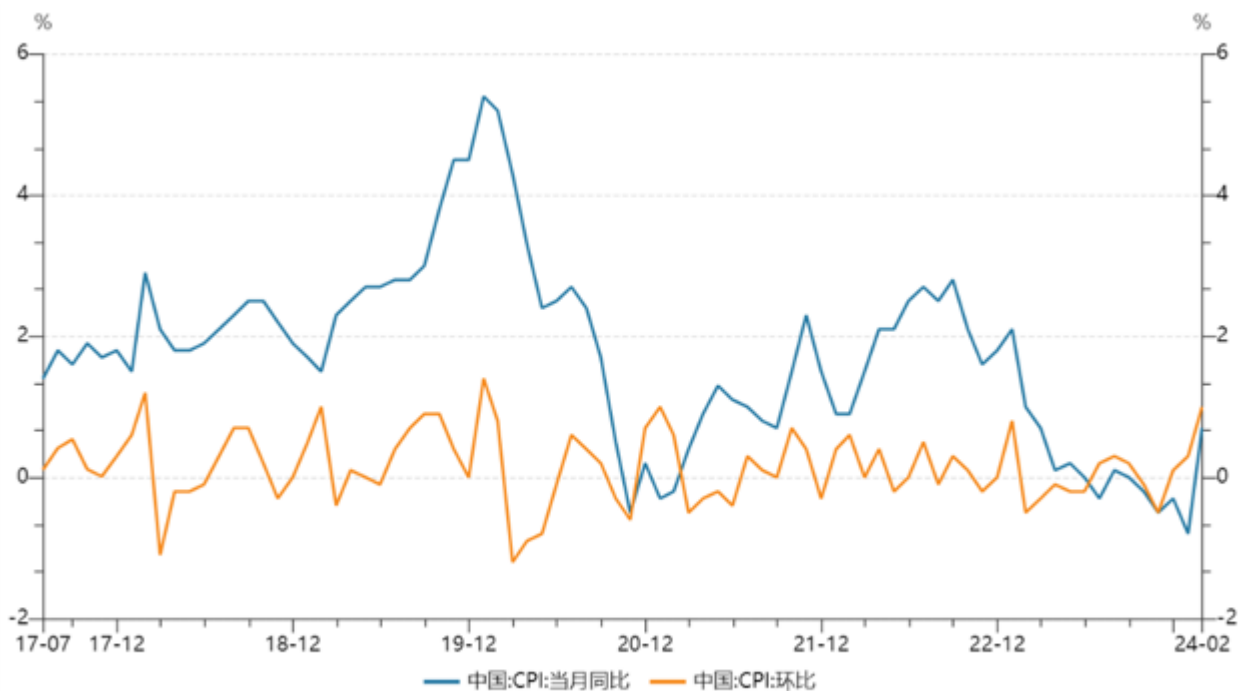
章孜海 2024年4月1日

去年四季度以来，国债期货持续上行，特别是超长期的30年期国债，一度成为“网红”债，年后主力6月期货合约，突破108整数关，但两会之后，国债特别是长期国债期货震荡下行，虽然3月中旬再度反弹，但前高显示较强阻力。我们判断，长债特别是超长期国债在多因素共振下，反弹空间有限，中长期或面临较大的趋势下跌行情，长短端利率差也有望修复。

## 一、通胀拐点或已现

今年2月份，我国居民消费价格CPI同比上涨0.7%。食品价格下降0.9%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格下降0.1%，服务价格上涨1.9%。我国居民消费价格CPI环比上涨1.0%。食品价格上涨3.3%，非食品价格上涨0.5%；消费品价格上涨1.1%，服务价格上涨1.0%。国内CPI环比和同比均回升，并双双转正。

同时基于目前国际原油价格上升趋势未变以及国内第六轮猪周期形成，未来猪肉价格趋涨对于食品和整体CPI的带动，我们判断国内通胀拐点或已经形成，CPI已处于从负转正并进入温和反弹阶段，这一局面一旦形成，对于债券市场并不友好，类似于2020年4月至2021年初，10年期国债收益率从2.61上涨至3.2左右，10年期国债期货主力合约从103以上跌至了96左右。



图一：国内CPI同比和环比 数据来源 WIND

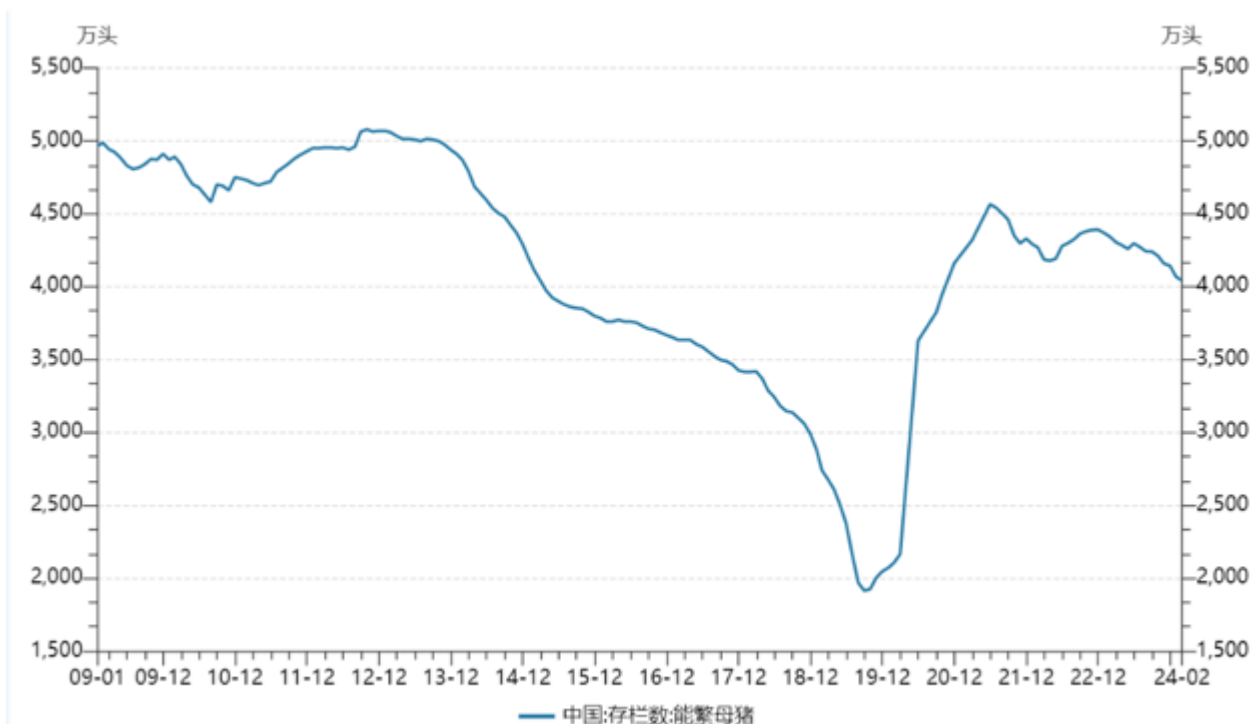


图 2：能繁母猪存量量 数据来源 WIND

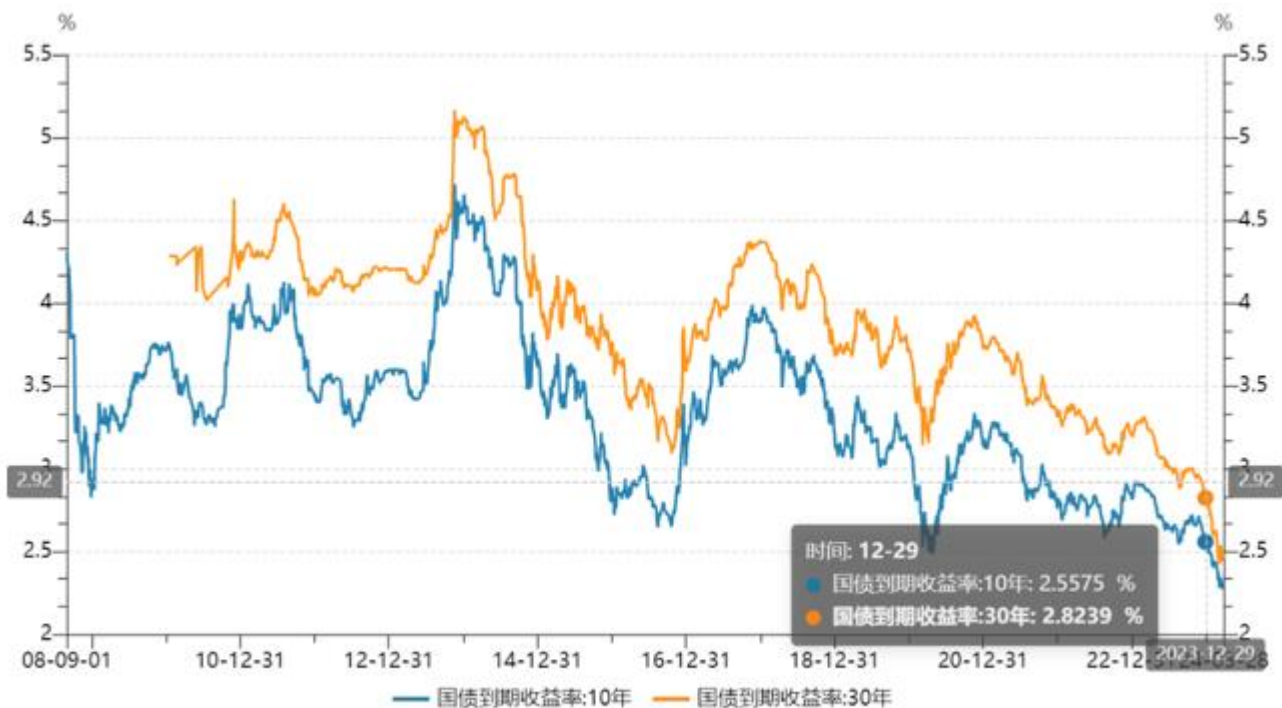


图 3: 10 年期国债收益率和 30 年期国债收益率 数据来源 WIND

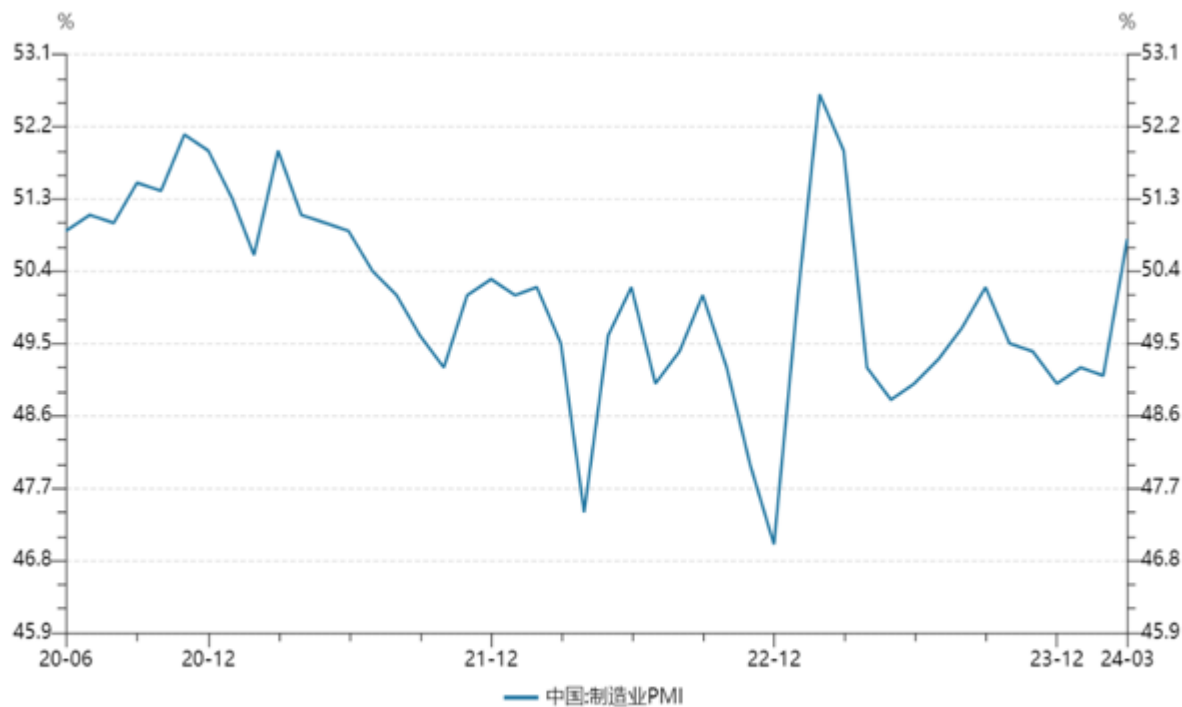


图 4: 国内制造业 PMI 数据来源 WIND



图 5: 制造业 PMI 新订单-生产 数据来源 WIND

## 二、名义GDP回升

今年3月初两会政府工作报告中提到今年发展是国内生产总值增长5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；如果两者都实现，即名义GDP目标是8%，而去年实际完成的经济GDP增速是5.2%，居民消费价格即CPI上涨0.2%，名义GDP实际是5.4%，若按今年预期目标与去年实际的名义GDP增长5.4%相比，货币需求曲线扩张约为48%。对应长债收益率也将大幅提升，去年年底基准长债收益率-10年期国债收益率是2.5575%，而超长期即30年期国债是收益率2.8239%，若按理论48%幅度增长，国债特别是长期国债（10年期）和超长期国债（30年期）收益率将有较大的反弹空间。

## 三、经济内生动力回升 近期降息降准的概率下降

本周末，国家统计局公布3月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8，较上月上升1.7个百分点，时隔5个月后重返50以上的景气区间，明显好于市场预期。3月份制造业PMI中的生产经营活动预期指数为55.6，比上月上升1.4个百分点，升至较高景气区间，表明企业对近期市场发展信心增强。新订单指数为53，新出口订单指数为51.3，3月份生产指数为52.2，新订单已经超过生产指数，逆转了之前需求持续低于生产的局面，从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为51.1、50.6和50.3，值得注意的是，小型企业PMI时隔11个月重回50以上，整体而言，国内经济的内生动能正在逐步显现，国内近期降息降准的概率下降，处于高位的债券价格缺乏宏观利好支持。



#### 四、市场风险偏好回升 债券中长期配置需求减弱

今年2月初，国内权益类市场经历风险出清后的大底，政策面上也持续加码相关行业政策，如强监管违规、保护投资者利益等，叠加权益类市场的估值处于历史低位区域，市场风险偏好回升，我们用沪深300指数市盈率与10年期国债收益率倒数做一个比较，两者差价处于极高区域，显示在投资性价比方面，目前权益类市场远远好于债券，在政策、估值以及经济面等共同作用下，市场风险偏好也在回升。市场已经存在资金“搬家“的现象，即部分债券资金进入股市，国债配置需求减弱，这对于中长期价格走势不利。



图 6: 沪深 300 指数与股债性价比 数据来源华鑫期货研究所

#### 五、长债特别是超长期国债供给增加

今年3月两会期间，政府工作报告提及从今年开始计划连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。供给增加利空债券，特别是超长期国债，当日工作报告公布后，国债出现明显回落，虽然近期有所反弹，但长债特别是30年期超长期国债的反弹力度明显小于短期国债。

#### 六、总结

综合以上分析，我们判断近期债券虽然有所反弹，但上方空间有限，未来长债特别是超长期国债面临较大的回调压力，操作策略是等待反弹沽空，或也可尝试买短债抛长债策略。



## 注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“知微见著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市黄浦区福州路666号21、22楼

邮编：200001

电话：400-186-8822

华鑫期货

华鑫期评

