

2.40%以下，卖方情绪继续拉升

——债市情绪面周报（2月第3周）

报告日期：2024-02-27

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：杨佩霖

执业证书号：S0010523070002

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 债市偏多观点卖方上升至 12 家

近期利率出现明显下行，10Y 国债收益率一度突破此前 2.40% 阻力位，当前债市不空，驱动反转的因素并未出现，下一个关键节点应为两会，在基本面数据暂处“真空期”间，债市方向暂不明确。但市场的脆弱性正在增加，从我们跟踪的机构行为来看，保险与大行发力，“不配不行”是利率中枢下行的主要动力，而 2 月以来基金与理财发力，“别人买了，我也买”是利率接力下行的动力，市场呈现出 Autoregression 的特点，买入即是买入的理由，而最新的机构行为数据显示上周农商行与基金同向操作增配债券，非银机构延续增配，但基金久期在大幅拉升后出现持平，其止盈情绪再次抬升。整体而言，我们认为短期内债市或将偏震荡运行，在当前 10Y 国债利率突破 2.40% 的惯性下，债市不空，但利多因素已摆在台面，且行情脆弱性出现边际增加的可能。

从我们跟踪的卖方情绪指数来看，本周跟踪加权指数录得 0.59，较上周增加 0.31，当前 12 家偏多，8 家中性，卖方情绪环比上涨。

- 12 家机构观点偏多，关键词：降息预期延续，资金面宽松，资产荒延续，债市配置力量加强；
- 8 家机构观点中性，关键词：进一步降息预期减弱，后续财政政策为关键，权益市场能否持续改善有待观察。

而本周 8 家观点转变，其中：

5 家观点转变为偏多，关键词：货币政策发力，节后资金面宽松，降息效果传导至债市存在一定时滞，资产荒延续，降息期待仍存。

3 家观点转变为中性，关键词：LPR 单独降息导致后期降息预期减弱，资金面恢复至季节性水平，两会政策观望期债市预计波动不大。

● 买方情绪有何变化？

2 月第 3 周市场交易活跃度上升，情绪指数上升，2 月 23 日买方市场情绪指数录得 0.84，较 2 月 8 日上升 0.16。从换手率来看，国债换手率下降。2 月 23 日换手率录得 6.38%，较前一周五上升 4.67pct，较周一上升 6.81pct，周平均换手率降至 5.30%；国开债换手率上升，2 月 23 日换手率录得 1.25%，较前一周五上升 0.84pct，较周一上升 0.61pct；利率债换手率上升，2 月 23 日录得

1.31%，较前一周五上升 0.92pct，较周一上升 0.54pct。

从资金面来看，近期杠杆率上升，截止 2 月 23 日，银行间债市杠杆率升至 108.70%。国债期货方面，本周 T2403 合约成交多空比上升，截止 2 月 23 日，T 主力成交多空比为 0.94。一级市场发行方面，2 月 19 日至 2 月 23 日，理财类共发行 668 只，到期 797 只。

● **风险提示：**

流动性风险。

正文目录

1 卖方市场	5
1.1 卖方市场情绪指数与利率债：情绪指数环比上升，机构整体持偏多观点	5
1.2 信用债：本周主要关注城投债与二永债配置	6
1.3 可转债：本周机构整体持中性偏多观点	6
2 买方市场	7
2.1 买方市场情绪指数上升	7
2.2 换手率	7
2.3 杠杆率：杠杆率上升	9
2.4 国债期货	9
2.5 一级市场发行	11
3 风险提示：	12

图表目录

图表 1 卖方市场情绪指数与利率走势 (%)	5
图表 2 市场关注点与信用利差走势 (BP)	6
图表 3 市场情绪变化与中证转债指数	7
图表 4 买方市场情绪指数与利率走势 (%)	7
图表 5 30Y 国债换手率 (单位: %)	8
图表 6 10Y 国开债换手率 (单位: %)	8
图表 7 2022 年 12 月以来利率债换手率 (单位: %)	9
图表 8 银行间债市杠杆率 (单位: %, 周)	9
图表 9 T 主力合约成交多空比	10
图表 10 TS 主力合约成交多空比	10
图表 11 TF 主力合约成交多空比	10
图表 12 国债平均认购倍数	11
图表 13 地方债平均认购倍数	11
图表 14 债券型基金发行规模 (单位: 亿元)	12
图表 15 理财类发行与到期数量 (单位: 只)	12

1 卖方市场

1.1 卖方市场情绪指数与利率债：情绪指数环比上升，机构整体持偏多观点

本周机构对利率债看法主要为偏多，卖方市场情绪跟踪加权指数录得 0.59，较上周增加 0.31；卖方市场情绪跟踪不加权指数录得 0.64，较上周增加 0.38；信用债主要关注城投拉久期、二永配置属性凸显；对转债态度偏多，卖方转债市场情绪跟踪指数录得 0.51，较上周增加 0.08。

市场观点：降息预期、机构配置行为和权益市场表现可能是影响债市的关键因素。

本周机构整体持偏多观点，12 家偏多，8 家中性。

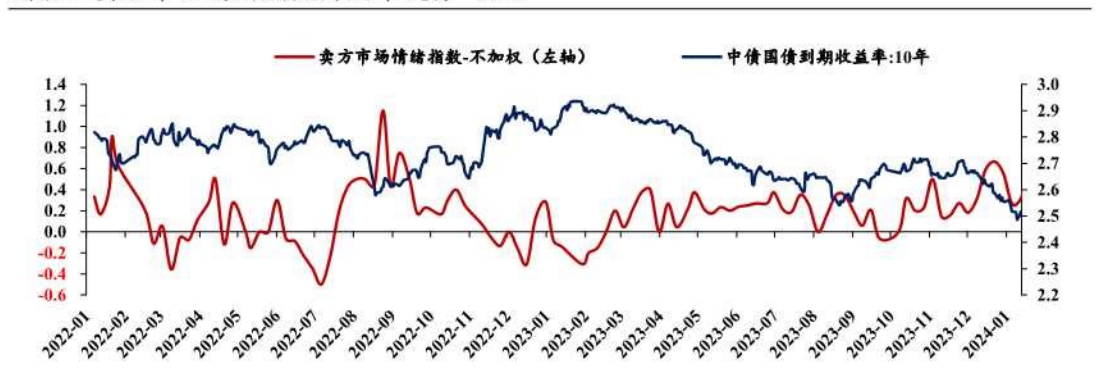
60%的机构持偏多态度，关键词：降息预期延续，资金面宽松，资产荒延续，债市配置力量加强；

40%的机构持中性态度，关键词：降进一步降息预期减弱，后续财政政策为关键，权益市场能否持续改善有待观察

华安观点：短期内债市或将偏震荡运行，在当前 10Y 国债利率突破 2.40%的惯性下，债市不空，但利多因素已摆在台面，且行情脆弱性出现边际增加的可能。

近期利率出现明显下行，10Y 国债收益率一度突破此前 2.40%阻力位，当前债市不空，驱动反转的因素并未出现，下一个关键节点应为两会，在基本面数据暂处“真空期”间，债市方向暂不明确。但市场的脆弱性正在增加，从我们跟踪的机构行为来看，保险与大行发力，“不配不行”是利率中枢下行的主要动力，而 2 月以来基金与理财发力，“别人买了，我也买”是利率接力下行的动力，市场呈现出 Autoregression 的特点，买入即是买入的理由，而最新的机构行为数据显示上周农商行与基金同向操作增配债券，非银机构延续增配，但基金久期在大幅拉升后出现持平，其止盈情绪再次抬升。整体而言，我们认为短期内债市或将偏震荡运行，在当前 10Y 国债利率突破 2.40%的惯性下，债市不空，但利多因素已摆在台面，且行情脆弱性出现边际增加的可能。

图表 1 卖方市场情绪指数与利率走势 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

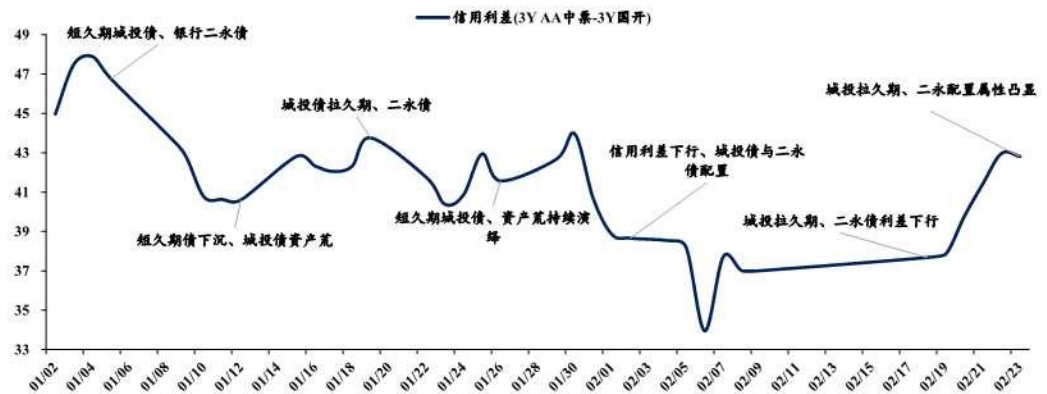
1.2 信用债：本周主要关注城投债与二永债配置

市场热词：城投拉久期、二永配置属性凸显

#城投拉久期：特殊再融资债启动，城投利差整体下行，重点省份风险无虞，化债进程持续推进；

#二永配置属性凸显：银行二永债的收益率和信用利差整体下行，且下行空间有望进一步打开。

图表 2 市场关注点与信用利差走势 (BP)



资料来源：Wind，中国货币网，华安证券研究所

注：2023 年 8 月 28 日起中短期票据曲线合并调整

1.3 可转债：本周机构整体持中性偏多观点

本周机构整体持中性偏多观点。8 家偏多，7 家中性。

53%机构均持偏多态度，关键词：权益市场有所恢复，转债估值处于低位，发行压力预计不高；

47%机构均持中性态度，关键词：转债存在股性制约，权益反弹风险仍存，关注两会政策。

图表 3 市场情绪变化与中证转债指数



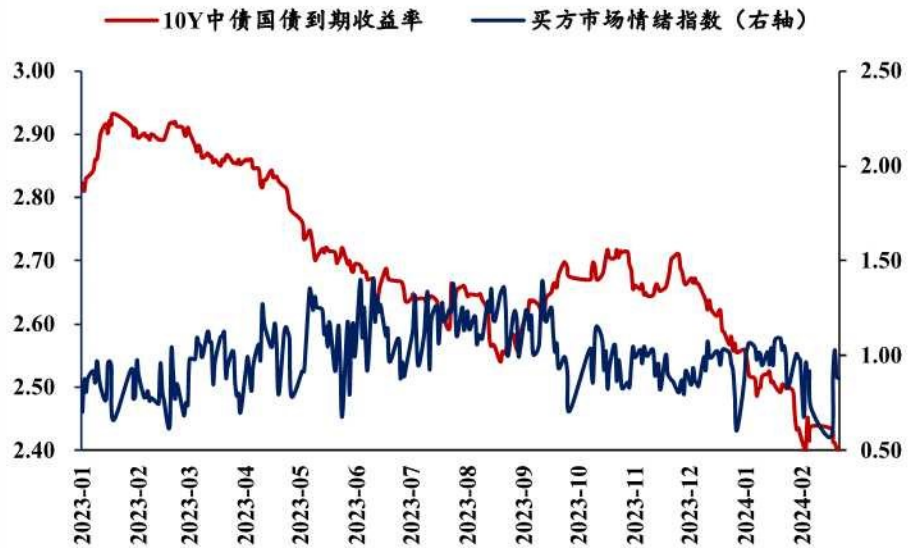
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 买方市场

2.1 买方市场情绪指数上升

截止 2 月 23 日，买方市场情绪指数录得 0.88，较 2 月 8 日上升 0.16。从换手率来看，国债换手率上升，国开债换手率上升。

图表 4 买方市场情绪指数与利率走势 (%)

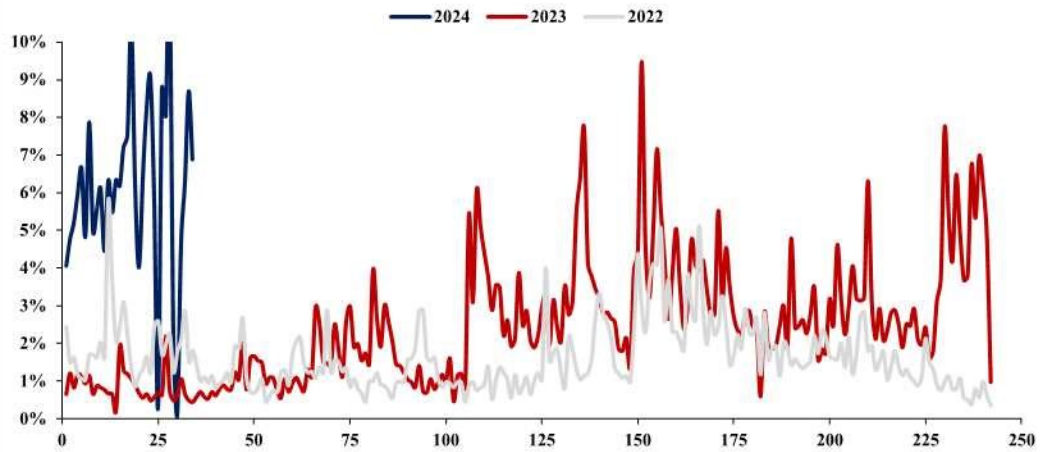


资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 换手率

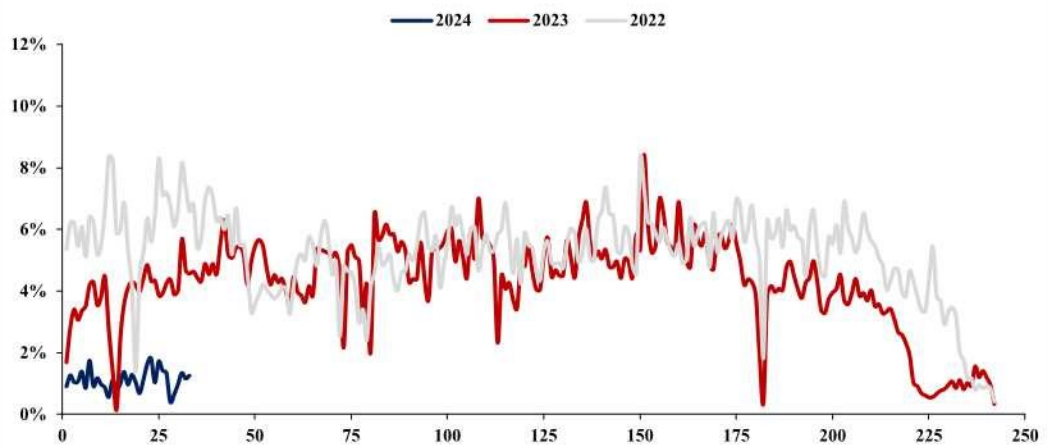
30Y 国债换手率上升，周五换手率录得 6.88%，较前一周五上升 4.67pct，较周一上升 6.81pct，周平均换手率降至 5.30%；10Y 国开债换手率较上周上升，2 月 23 日换手率录得 1.25%，较前一周五上升 0.84pct，较周一上升 0.61pct；利率债换手率录得 1.31%，较前一周五上升 0.92pct，较周一上升 0.54pct。

图表 5 30Y 国债换手率 (单位: %)



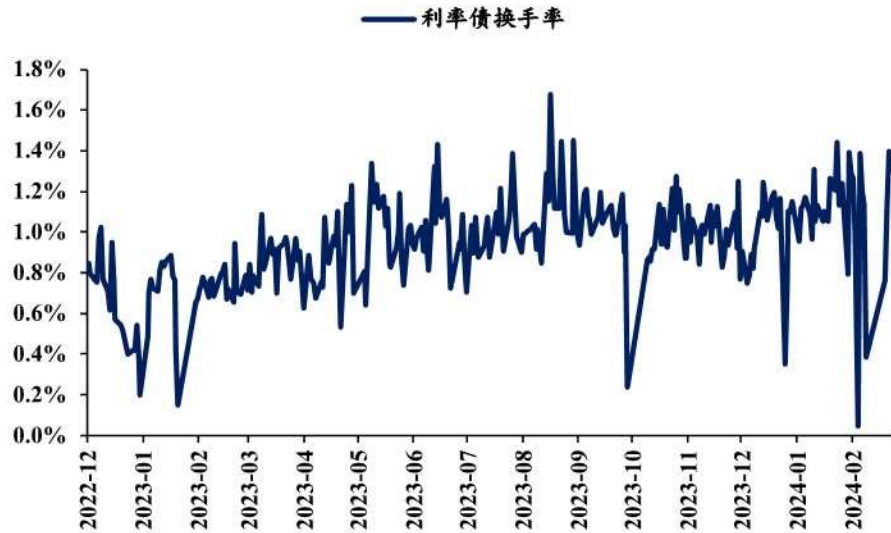
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 10Y 国开债换手率 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 2022 年 12 月以来利率债换手率 (单位: %)

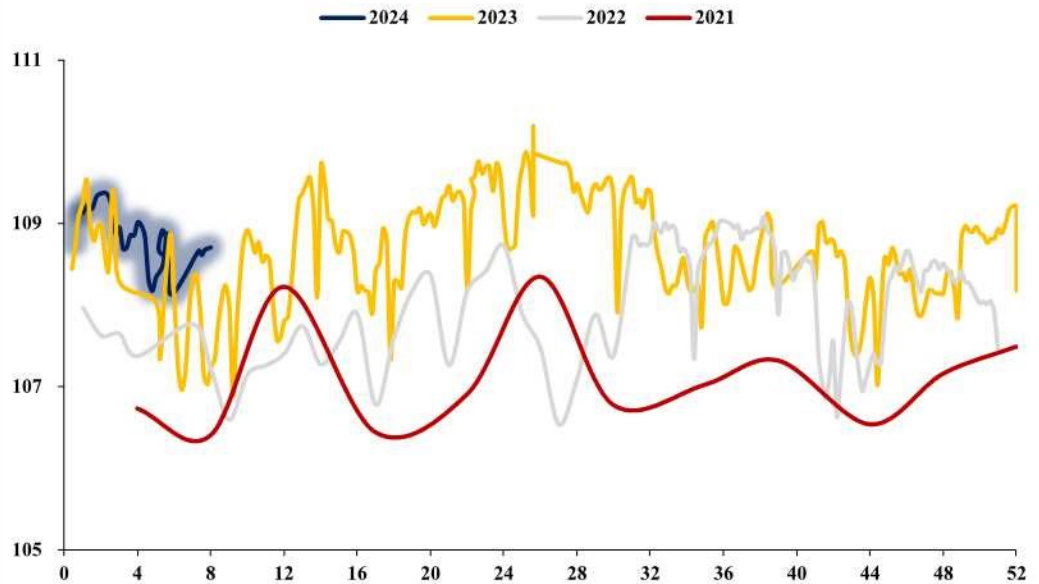


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.3 杠杆率: 杠杆率上升

从资金面来看, 近期杠杆率上升。截止 2 月 23 日, 银行间债市杠杆率升至 108.70%, 质押式回购成交量为 7.1 万亿元, 隔夜成交占比 85.18%。

图表 8 银行间债市杠杆率 (单位: %, 周)

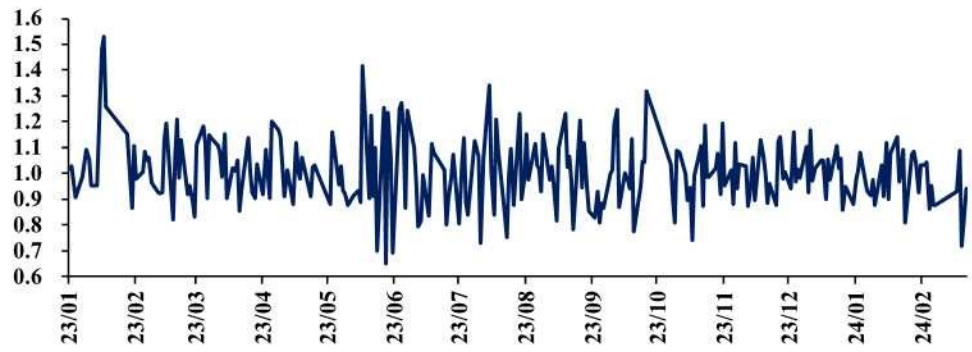


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.4 国债期货

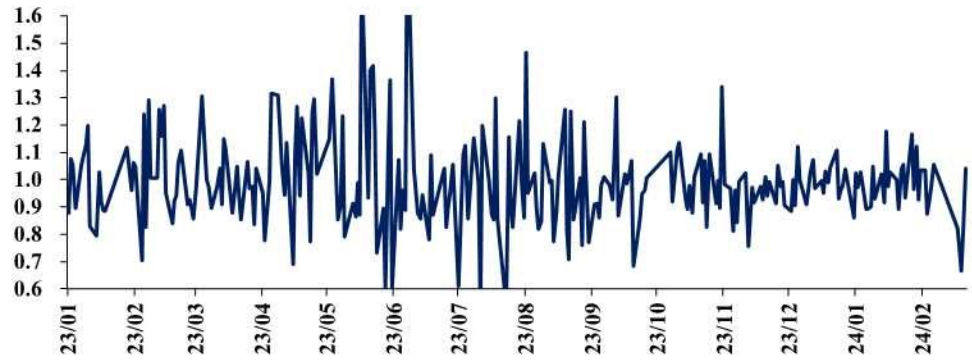
国债期货方面, 本周 T2403 合约成交多空比上升。截止 2 月 23 日, T 主力周五成交多空比为 0.94; TS2403 与 TF2403 合约多空比分别为 1.04 和 0.75。

图表 9 T 主力合约成交多空比



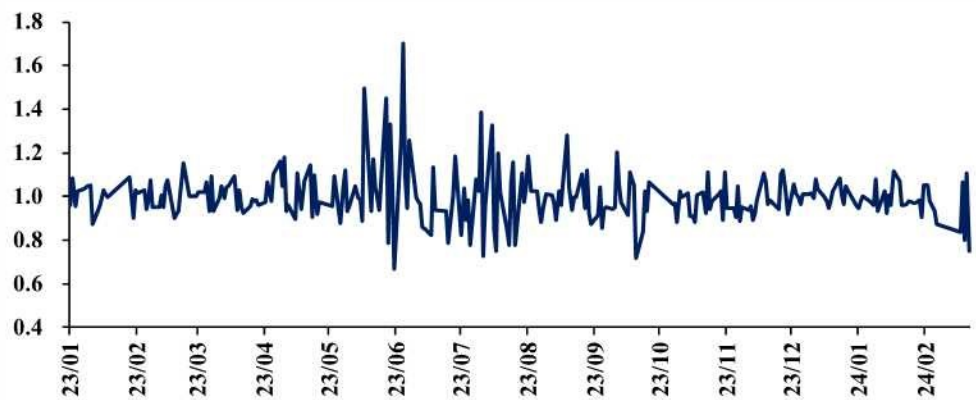
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 TS 主力合约成交多空比



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 TF 主力合约成交多空比

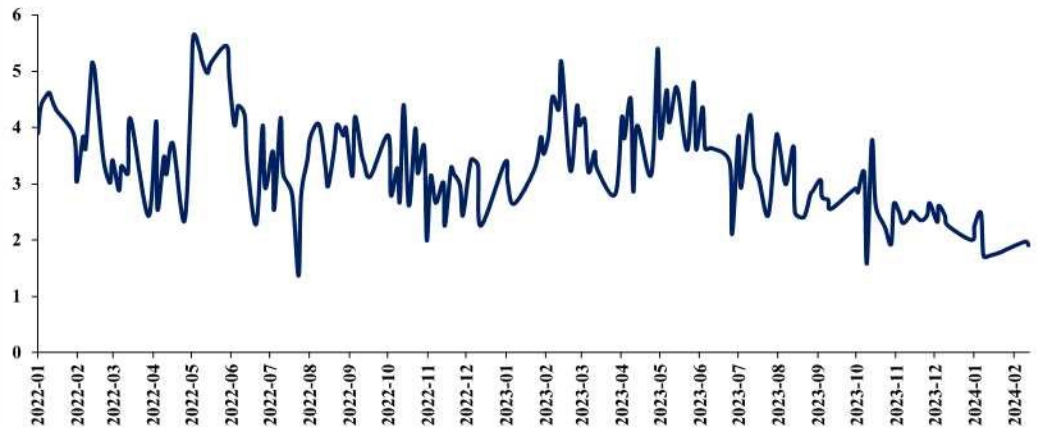


资料来源：Wind，华安证券研究所

2.5 一级市场发行

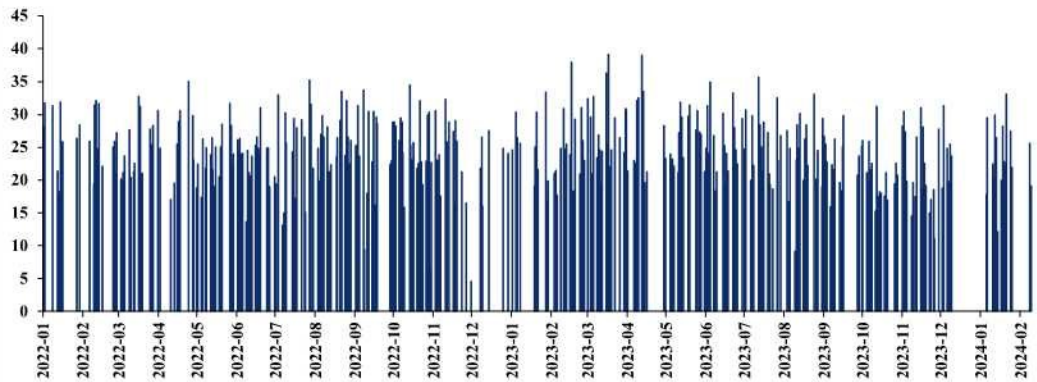
一级市场发行方面，2月23日国债平均认购倍数为1.90，处于3.50%分位点；地方债平均认购倍数19.11，处于13.1%分位点；据Wind统计，2月19日至2月23日，理财类共发行668只，到期797只。

图表 12 国债平均认购倍数



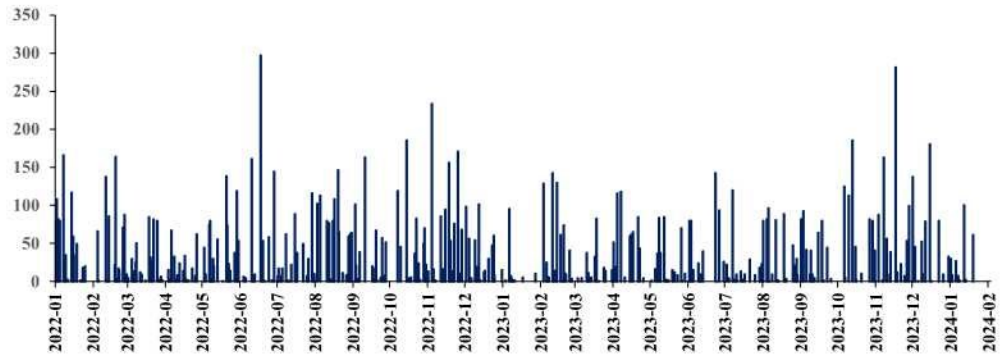
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 地方债平均认购倍数



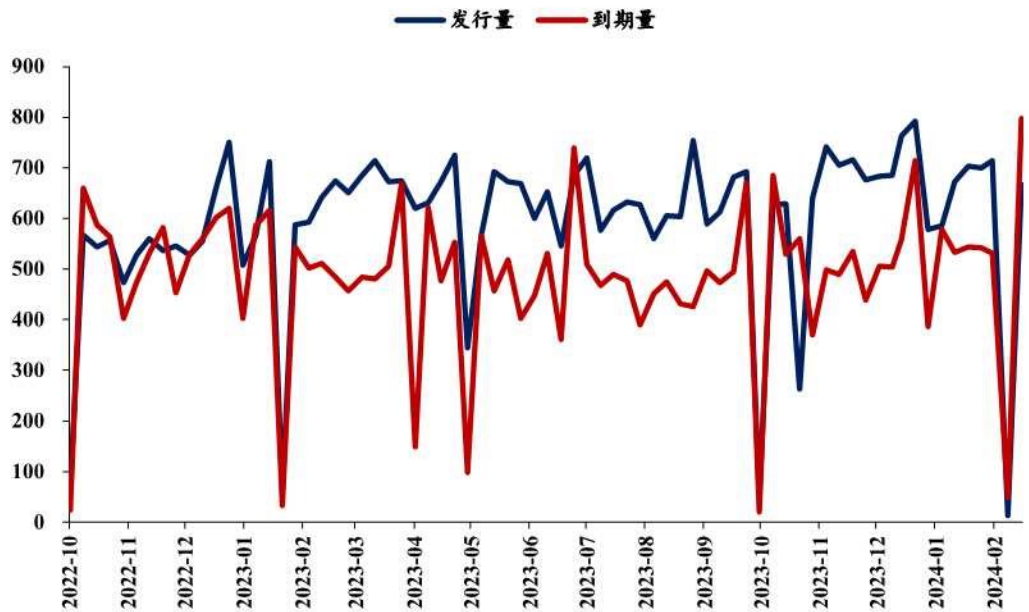
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 债券型基金发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 理财类发行与到期数量 (单位: 只)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3 风险提示:

流动性风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球（公募）榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

分析师：杨佩霖，华安固收分析师，英国布里斯托大学理学硕士，3年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

研究助理：林虎，华安固收研究助理，中央财经大学金融硕士，2年卖方固收研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。