

即将步入3月，市场的核心“矛盾”是什么，两会前后债市怎么看，债市需要担心风险吗？本文聚焦于此。

### ➤ 历年两会前后，债市如何演绎？

今年开年以来债市总体持续走强，2月而言利率也总体下行，由此对比来看，历史上具有相似走势的年份主要有2014、2015、2017、2018年。总结来看：

(1) 年初至两会召开之前，这几个相似时期的债市整体走强，主要原因在于经济基本面偏弱、货币宽松预期较强、资金面维持平稳均衡；(2) 但进一步聚焦两会召开前一周来看，债市通常会进行小幅回调；(3) 两会召开后，市场对于后续政策力度往往有一定修正，但具体走势如何，主要仍取决于当时的基本面和资金面情况，以及政策的边际变化，此外债市供需、市场情绪也是重要的影响因素。

例如，2014、2018年两会后，债市利率下行：2014年两会后，基本面不及预期、资金面平稳宽松，10Y国债利率整体震荡下行；2018年两会后，在宏观图景偏弱、资金面回归平稳宽松的状态下，债市利率下行总体较为顺畅。而2015、2017年两会后，债市利率阶段性抬升：2015年两会后，债市主要受地方债放量供给的影响，10Y国债利率大幅上行；2017年两会后，在基本面向好、通胀预期升温、海外加息预期增强等利空因素下，债市承压。

### ➤ 当前怎么看？

当前核心“矛盾”或有几点：(1) 市场对经济基本面弱修复以及政策端“呵护”稳步推进，有较强的一致预期，多头交易情绪较浓；(2) 供需失衡，机构明显欠配；(3) 货币政策“保驾护航”，虽然有“防空转”和外围因素的考虑，但“呵护”流动性平稳仍是基调，资金面整体宽松。此外，中期来看仍有降息预期。

由此展望：首先，当前至两会召开前的这一时间区间来看，经济基本面整体处于发布的“真空期”；临近月末，资金分层现象或阶段性有所加大，但资金面整体预计仍能维持平稳均衡；且在市场不缺资金、供需结构有所失衡的情况下，当前机构配置需求仍较强劲。综合来看，当前至两会召开前，债市交易仍将延续多头氛围，但临近两会召开前的1-3个交易日，债市或开始交易政策预期。

其次，两会召开后，债市需要关注哪些风险点？我们认为关键在于以下几点：

(1) 全国两会的相关定调，特别是关于经济目标增速、赤字率目标、广义财政、地产政策等方面，是否有超预期表述；(2) 关注经济基本面修复情况；(3) 信贷投放或将回升；(4) 地方债发行或迎放量；(5) 股市修复下的“跷跷板”效应。

综合来看，于资金面而言，当前宏观图景下，央行仍将维持流动性合理充裕，资金面整体仍有望维持合理均衡。但考虑到3月地方债将迎放量、信贷投放抬升以及跨季因素扰动，资金利率中枢或逐步有所抬升，且波动和分层或将加大。

于债市而言：从当前至两会召开前，短期内无明确利空因素，债市或仍延续当前的“极致”交易；但需警惕临近两会召开前的1-3个交易日，债市或逐步呈现小幅调整。

两会召开后，3月来看，虽然债市风险点在增多，但若整体变动无明显超预期，债市利率向上调整幅度或也有限，特别是宏观图景如果仍偏弱，宽货币预期或仍将延续，“资产荒”将继续演绎。故而中长期角度看，债市做多仍有支撑，往后看进一步关注下个降息窗口，而在此之前，“拿得住”或将成关键。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 郎赫男

执业证书：S0100122090052

邮箱：langhenan@mszq.com

### 相关研究

1. 批文审核周度跟踪 20240225：节后首周交易所、协会通过批文均减少-2024/02/25
2. 可转债周报 20240225：下转债数量再创新高，有哪些看点？-2024/02/25
3. 二永债周度跟踪 20240225：短端补涨后，再度关注长端空间-2024/02/25
4. 信用一二级市场跟踪周报 20240225：发行增加，收益率下行、信用利差普遍走阔-2024/02/25
5. 机构行为跟踪 20240225：农商行基金续力，股份城商行减持-2024/02/25

# 目录

<b>1 当前交易愈发“极致”</b> .....	<b>3</b>
<b>2 债市，核心“矛盾”如何演绎？</b> .....	<b>6</b>
2.1 历年两会前后，债市如何演绎？ .....	6
2.2 当前怎么看？ .....	13
<b>3 小结</b> .....	<b>20</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>23</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>23</b>

节后债市延续走强，而在机构预期高度一致叠加供需失衡的背景下，市场交易愈发“极致”，站在当前位置和时点，即将步入3月，市场的核心“矛盾”是什么，两会前后债市怎么看，债市需要担心风险吗？本文聚焦于此。

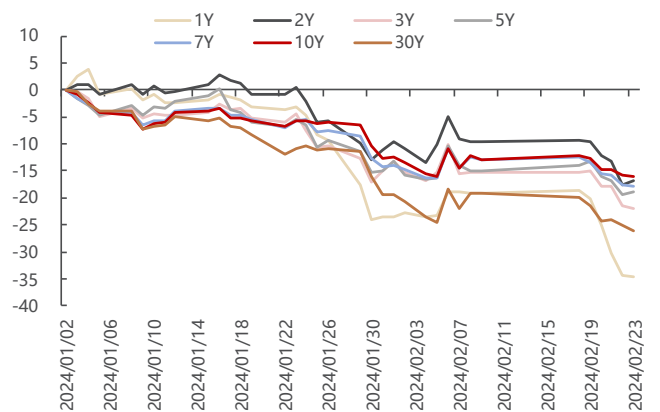
## 1 当前交易愈发“极致”

2024年以来，债市整体走强，长端资产，特别是超长债表现更为强劲，收益率和期限利差均压降至历史极低分位，收益率曲线整体平坦化。

一方面从长端来看，开年以来，在经济基本面修复仍偏弱、市场宽松预期反复发酵、资金面整体平稳均衡、叠加“股债跷跷板”效应影响之下，机构配置需求较强，长端利率突破下行，超长债也逐渐成为主力品种。

截至02/23数据，10Y、30Y国债收益率分别较年初下行16BP、26BP至2.40%、2.58%，二者期限利差压缩10BP至18BP，均已处于历史极低分位水平。

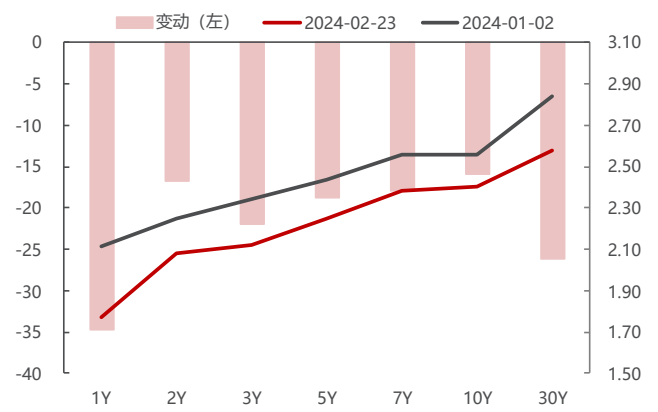
图1：各期限国债收益率走势变化 (BP)



资料来源：wind，民生证券研究院

注：图中数据显示各期限国债收益率相较于2024/1/2数据的变动

图2：1/2-2/23各期限国债收益率变动 (BP, %)

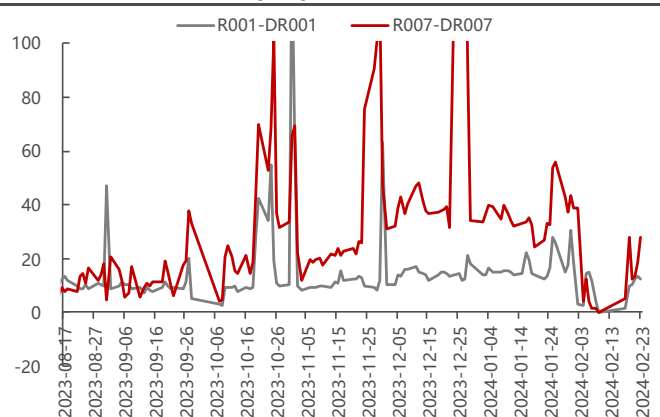


资料来源：wind，民生证券研究院

另一方面从短端来看，“防空转”要求之下，资金约束和流动性分层现象始终较为突出，1月中上旬短端利率下行幅度相对有限，直至01/24央行宣布降准后，资金约束有所缓解，短端利率也随之打开下行空间。

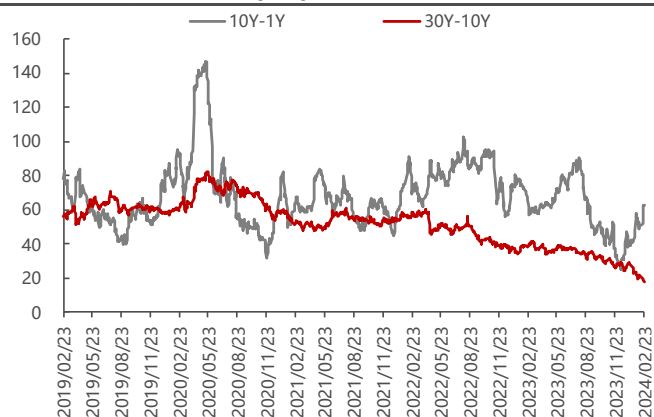
截至02/23数据，1Y国债收益率较年初下行35BP至1.77%，已处于历史较低分位，10Y、30Y与1Y的期限利差先收窄再走扩，收益率曲线整体呈平坦化下移，反映在基本面弱修复以及宏观预期偏弱的背景下，阶段性牛陡进一步为长端打开空间。

图3: 资金分层情况 (BP)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 国债期限利差 (BP)



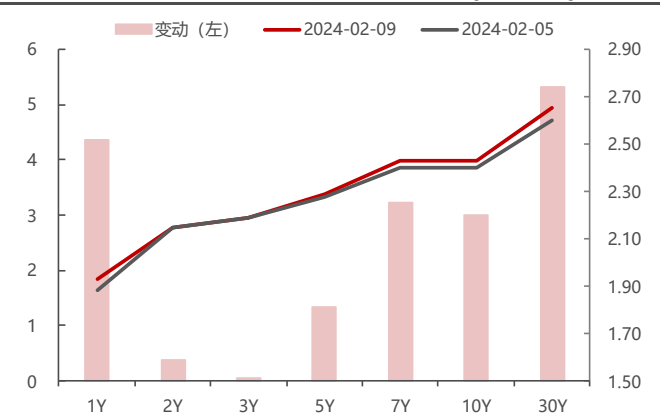
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 聚焦于近期债市表现来看:

节前一周 (2/5-2/9), 随着债市持续走强, 市场交易也愈发“极致”, 且假期临近交投趋于平淡, 止盈情绪有所升温, 再叠加股市回弹压制避险情绪, 债市发生调整。这一期间债市呈现回调, 收益率整体震荡上行, 1Y、10Y、30Y 国债收益率分别上行 5BP、3BP、4BP 至 1.93%、2.43%、2.65%。

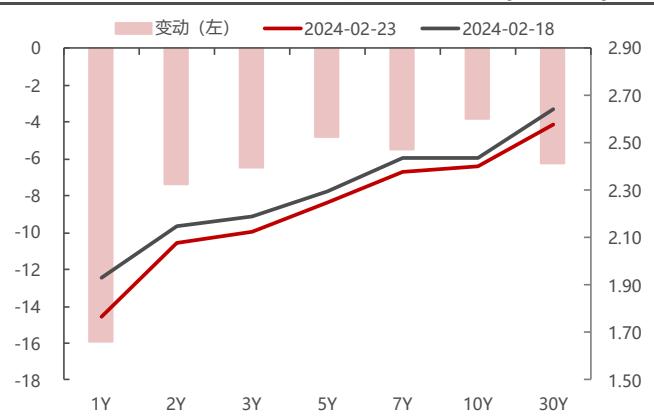
节后一周 (2/18-2/23), 资金面整体平稳宽松, 经济数据仍处于“真空期”, “资产荒”继续演绎, 债市暖意延续, “股债跷跷板”效应有所减弱, 这背后反映的仍是居民端资产配置的问题, 风险偏好尚未显著提升。其中, 18 日 MLF 平价超量续作, 总体符合市场预期, 故而影响不大; 但 20 日 5Y-LPR 非对称调降 25BP, 则一定程度超出市场预期, 当日 10Y、30Y 国债收益率下行均超 2BP。

图5: 2/5-2/9 各期限国债收益率变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2/18-2/23 各期限国债收益率变动 (BP, %)



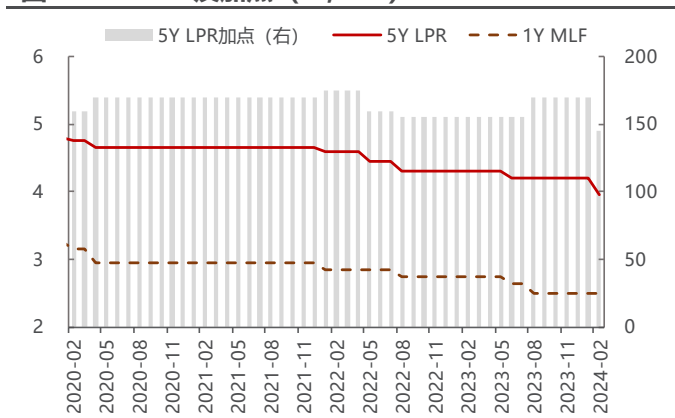
资料来源: wind, 民生证券研究院

此外, 本次 5Y-LPR 大幅调降 25BP, 于债市而言, 一定程度意味着利空出尽, 且相较于宽信用逻辑, 率先演绎的是比价逻辑, 毕竟 25BP 的降幅创历史首次, 房贷资产价格大幅下降的预期之下, 长债的性价比相对凸显, 特别是在长期引

导实体融资成本下行的逻辑框架里，尤为显著。

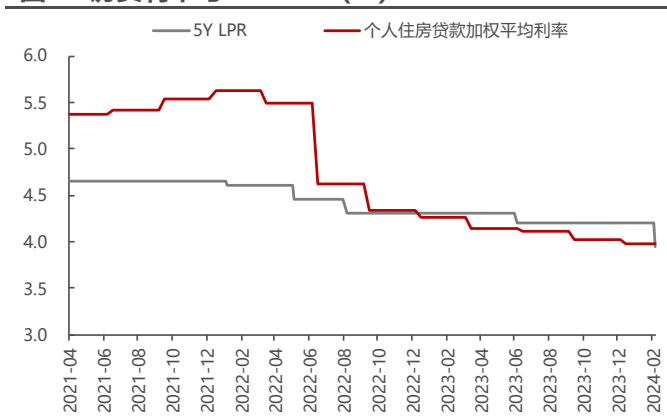
与此同时，5Y-LPR 大幅调降后，市场对于短端基准利率调降的预期也有一定升温，叠加资金面整体平稳均衡，这一期间中短端品种表现也较为强势。2/18-2/23，1Y、10Y、30Y 国债收益率分别下行 16BP、4BP、6BP 至 1.77%、2.40%、2.58%。

图7：5Y-LPR 及加点（%，BP）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：房贷利率与 5Y-LPR（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

总结来看，开年以来，多重因素驱动下债市整体持续走强，市场交易也愈发“极致”，10Y、30Y 国债利率屡创新低，这既是供需失衡之下“资产荒”持续演绎的结果，也一定程度反映了当前债市或正面临类似于“囚徒困境”的局面。

而追溯这背后的驱动逻辑，核心还是在于经济基本面及预期仍偏弱、宽货币预期仍强、以及资金平稳均衡之下机构欠配压力较大。

但“涨太多”的背景下，市场的博弈空间也在不断压缩，一旦触发风险因素，债市或将相应进行阶段性调整（尽管幅度不一定很大），尤其是在 MLF 降息预期落空的阶段里。例如春节前一周的行情便是如此。

站在当前位置和当前时点，即将进入 3 月，债市的核心“矛盾”在哪，后续如何演绎，有哪些风险点需要关注？

## 2 债市，核心“矛盾”如何演绎？

站在当前位置和时间点，市场较为关注两会召开前后，债市将如何演绎，有哪些潜在风险，核心“矛盾”是否发生变化？

对此，我们首先回顾历史同期，两会前后债市走势如何？

### 2.1 历年两会前后，债市如何演绎？

从一个月的区间来看，历次两会召开前，债市走向并无确定的规律和趋势性，10Y 国债利率有升有降，但从幅度上看变动均较小，整体处于横盘震荡状态。

但在临近两会召开前的 1-3 个交易日，债市利率通常会呈现小幅抬升，交易政策预期。

历次两会召开后，一周时间内来看，债市通常也难以走势明确方向，长端利率总体延续横盘震荡；直至一周之后，市场才逐渐走出趋势性方向，10Y 国债利率以下行趋势为主。

图9：2012 年以来，历次两会召开前后 30 个交易日，10Y 国债利率走势变动 (BP)

指标	操作前后第n个交易日	历史均值(去极值)	2012/3/5	2013/3/5	2014/3/5	2015/3/5	2016/3/5	2017/3/5	2018/3/5	2019/3/5	2020/5/22	2021/3/5	2022/3/5	2023/3/5
两会召开前	T-30	-4	-14	2	3	11	-15	-16	12	-8	-11	-9	-2	0
	T-20	-2	-8	4	-1	6	-5	6	9	-9	-4	-7	-11	-1
	T-15	-2	-5	2	-4	-4	-4	8	7	-14	-9	-3	-2	0
	T-10	-2	-5	2	4	-5	-7	-3	3	-9	0	1	-2	-1
	T-7	-2	-4	-1	-3	-10	-3	-7	3	-7	9	2	-2	1
	T-5	-2	-1	2	-7	-8	-4	-7	0	-3	6	3	-4	1
	T-3	-2	-3	2	-9	-5	-4	-7	-3	-4	11	0	-1	0
	T-1	0	0	0	-1	-5	0	-1	-1	-1	7	2	2	1
迷你图														
近30日内总体趋势			上行	震荡	震荡下行	下行	震荡上行	先上后下	下行	上行	上行	上行	上行	震荡上行
两会召开后	T+1	0	-1	0	-0	4	4	0	-2	-1	7	-1	0	-2
	T+2	0	-3	1	-0	6	4	1	-2	-6	12	0	2	-3
	T+3	1	-3	1	-1	9	-0	5	-2	-7	14	-1	3	-2
	T+7	0	-2	2	-3	9	-5	1	-0	-7	17	2	1	-4
	T+10	-1	-0	2	-1	10	-7	-4	-3	-8	23	-1	-2	-4
	T+20	-3	-4	-7	-3	11	-5	-7	-11	-5	26	-4	-4	-5
迷你图														
近30日内总体趋势			倒N型	近似倒V型	倒N型	上行	下行	倒V型	近似倒V型	V型	上行	震荡下行	倒V型	下行
T+30	-2	-1	-13	-24	13	1	5	-34	18	40	-9	1	-6	

资料来源：wind，民生证券研究院

注：图中的平均变动幅度，计算时剔除极值；图中均显示交易日数据

进一步聚焦来看，今年开年以来债市总体持续走强，2月而言利率也总体下行，由此对比来看，历史上具有相似走势的年份主要有 2014、2015、2017、2018 年。

具体来看：

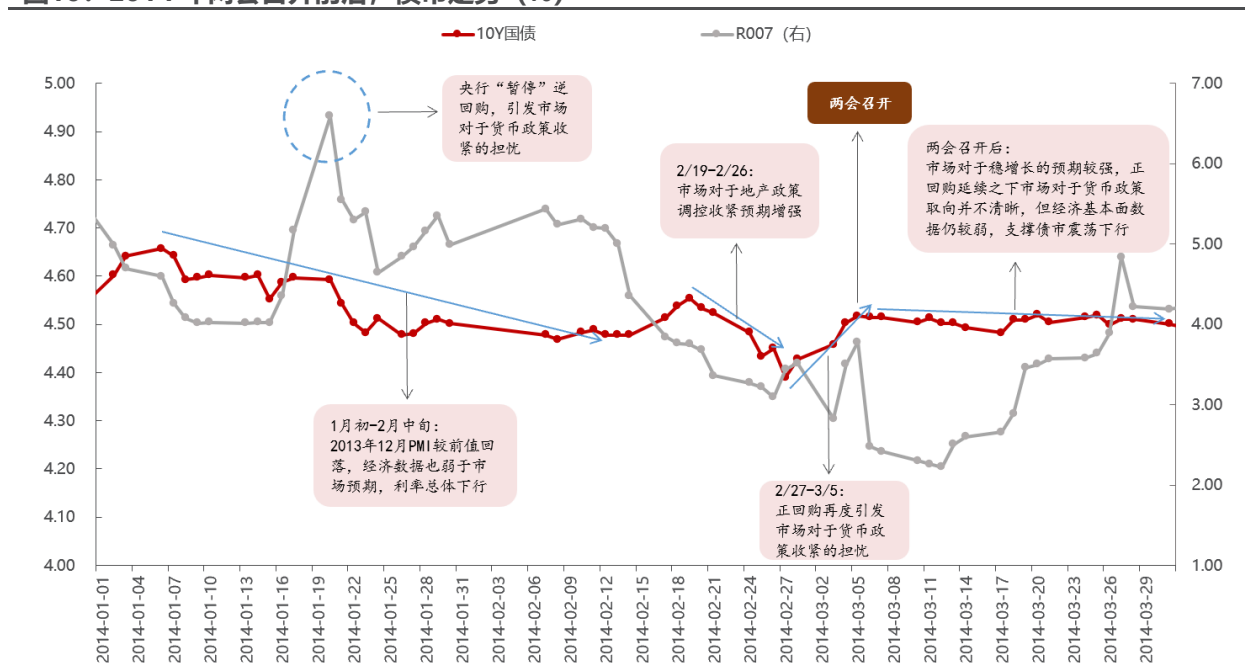
**(1) 2014 年：受基本面和资金面支撑，两会后债市利率延续下行**

2014 年一季度，经济基本面数据表现偏弱，资金面整体平稳宽松，支撑债市走强。但总体看，这一时期债市走势较为“纠结”，10Y 国债利率呈震荡下行。

这一阶段，市场交易重心落在对货币取向的博弈上，主因在于央行先是减少逆回购投放，随后在 2 月下旬又重启正回购，这一系列操作不断引发市场对于货币政策转向的担忧。

特别是两会召开前，央行又连续展开正回购操作，阶段性引发债市利率调整上行。2/27-3/5，10Y 国债利率上行 13BP 至 4.52%。

**图10：2014 年两会召开前后，债市走势 (%)**

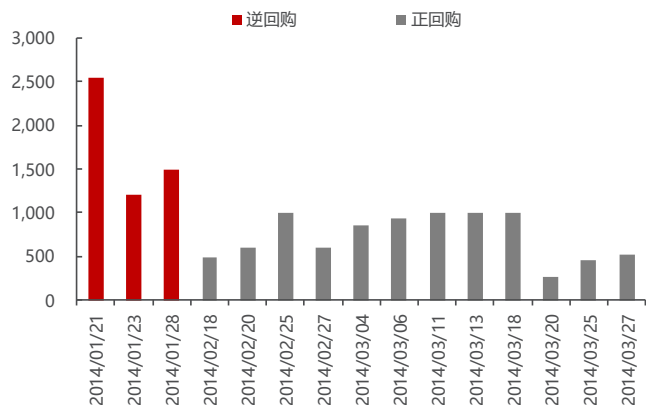


资料来源：wind，民生证券研究院

而两会召开后，债市利率再度回归震荡下行，主因在于市场对于稳增长预期虽较强，但基本面和资金面的实际情况仍对债市形成一定支撑：

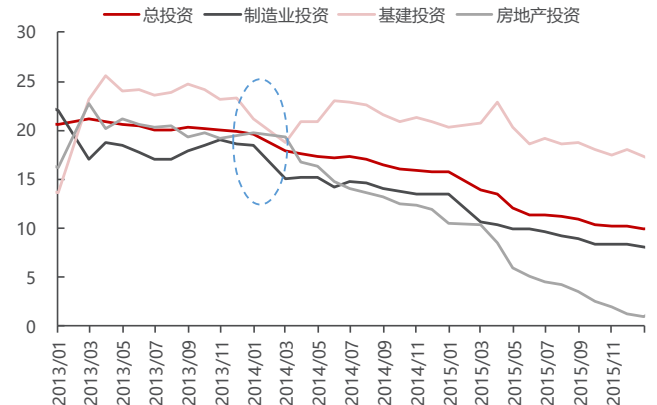
基本面上看，1-2 月工增、投资、通胀等各项经济指标均呈下行趋势，一定程度不及市场预期；资金面来看，货币政策取向也并未呈现实质性扭转，央行重启正回购，主要是为应对彼时外汇占款显著回升，以对冲部分流动性，资金面整体仍处于合理均衡状态。

图11: 2014年一季度央行正逆回购投放 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2014年一季度投资增速下滑明显 (%)



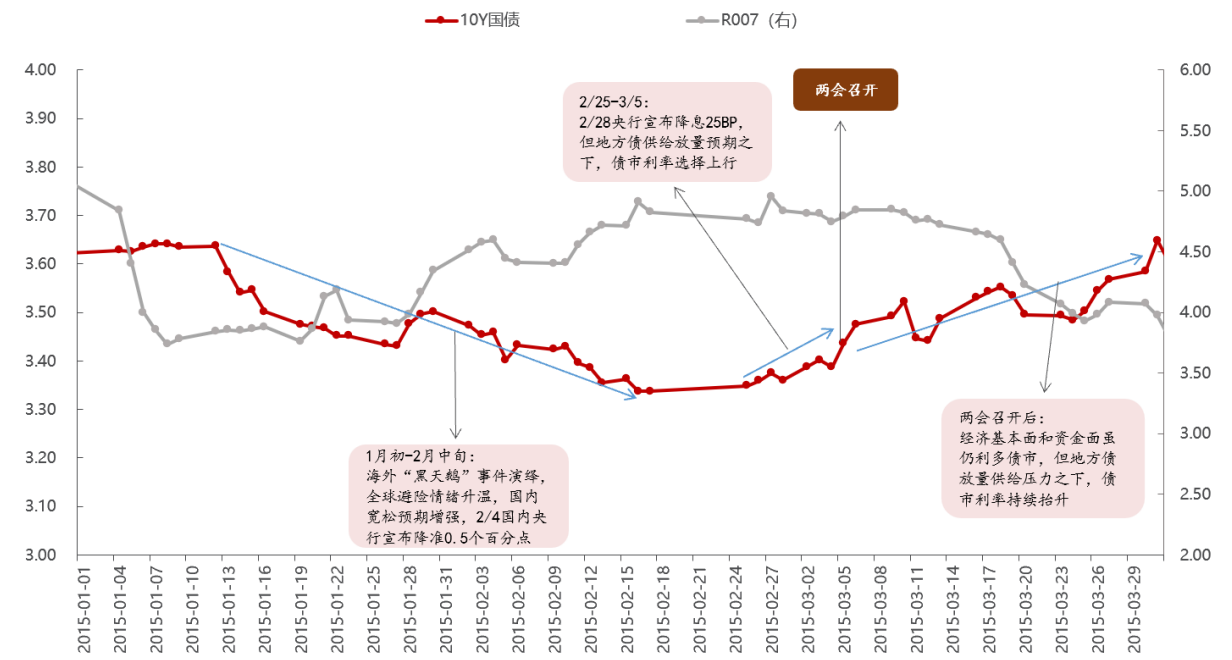
资料来源: wind, 民生证券研究院

## (2) 2015年: 地方债供给放量预期成主导, 两会前后债市均承压

首先从外围因素来看, 随着经济增速放缓、通胀走弱, 2015年初海外央行接连开启宽松模式, 特别是2015/1/15, 瑞士央行宣布取消欧元兑瑞郎1.20汇率下限, 引发全球金融市场动荡, 避险情绪快速升温。

在此背景下, 国内债市对于货币宽松预期也不断发酵, 降准降息预期升温不断推动债市利率下行。2/4央行宣布降准0.5个百分点, 进一步助推10Y国债利率向下突破。截至2/17, 10Y国债利率降至3.34%。

图13: 2015年两会召开前后, 债市走势 (%)

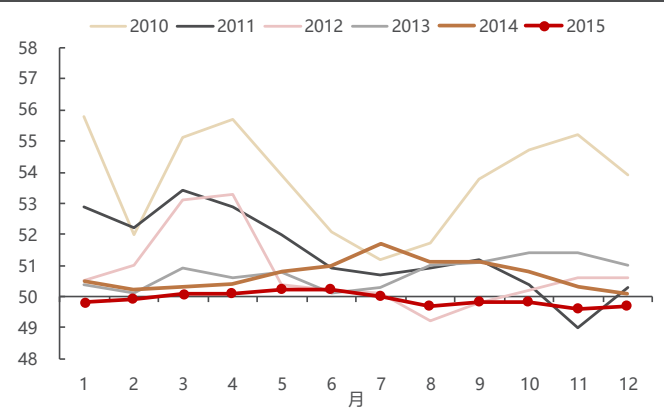


资料来源: wind, 民生证券研究院

而临近两会召开前一周时间，2/28 央行虽然宣布降息 25BP，但彼时市场对于地方债供给放量的预期明显增强，对债市形成一定压力，10Y 国债利率快速抬升。截至 3/5，10Y 国债利率上行至 3.44%。

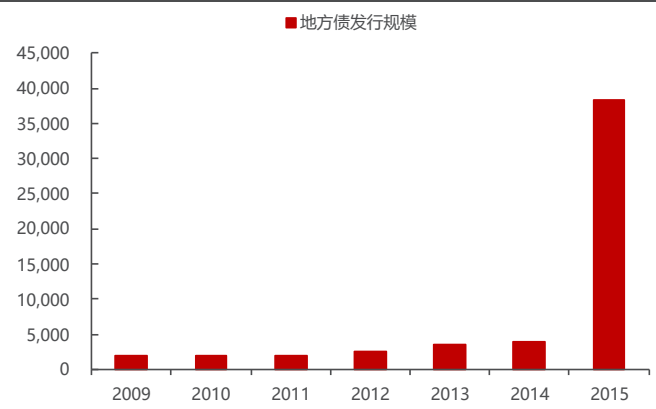
即便在两会召开后，地方债供给放量的预期，仍然主导债市，而市场对来自于经济基本面和资金面的利多因素则有所钝化。截至 3/31，10Y 国债利率进一步大幅上行 21BP 至 3.65%。

图14：2015 年 PMI 季节性比较 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2015 年地方债发行显著放量 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

### (3) 2017 年：货币和资金主导，两会前后债市利率持续上行

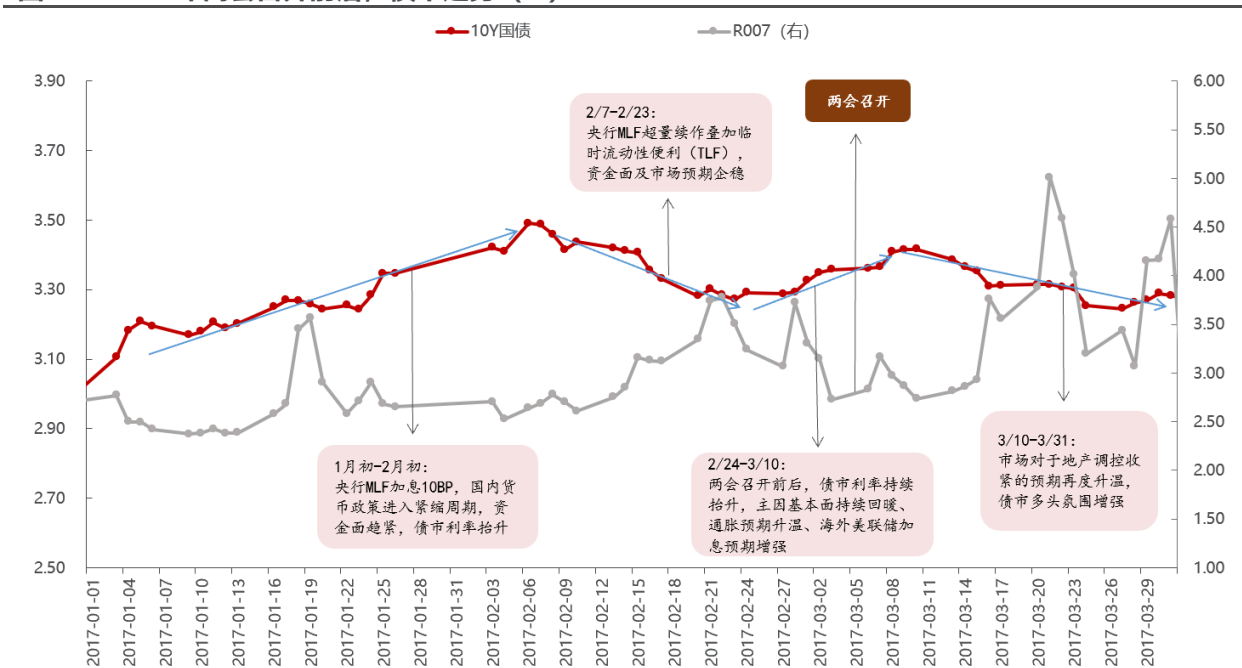
2017 年一季度，10Y 国债利率总体呈现“M 型”走势，但两会召开前后区间内，债市利率持续上行。

2017 年是金融监管大年，开年债市便总体延续 2016 年四季度的熊市基调，叠加货币政策紧缩担忧不断升温，资金面也相应呈现趋紧态势，债市利率持续抬升。

随后 1/24，央行宣布 MLF 利率加息 10BP，国内货币政策正式进入紧缩周期。截至 2/7，10Y 国债利率较年初大幅抬升 39BP 至 3.49%。

2/7-2/23 期间，央行先后进行 MLF 超额续作和临时流动性便利 (TLF)，资金面总体平稳均衡之下，市场预期和信心也有所平复，这一阶段，10Y 国债利率下行 22BP 至 3.27%。

图16: 2017年两会召开前后, 债市走势 (%)

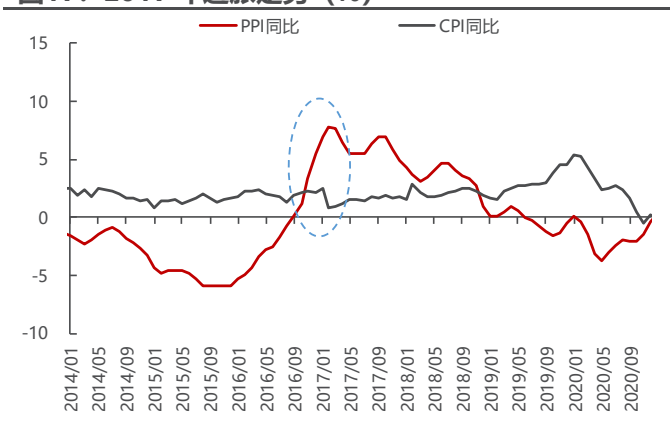


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2/24-3/10, 两会召开前后, 10Y 国债利率持续保持抬升趋势, 但抬升幅度相对偏小。**这一期间, 除了全国两会相关定调对债市形成一定压力之外, 2月 PMI 仍保持扩张、经济基本面继续向好、通胀预期升温、海外美联储加息预期增强等因素也形成利空, 10Y 国债利率抬升 14BP 至 3.42%。

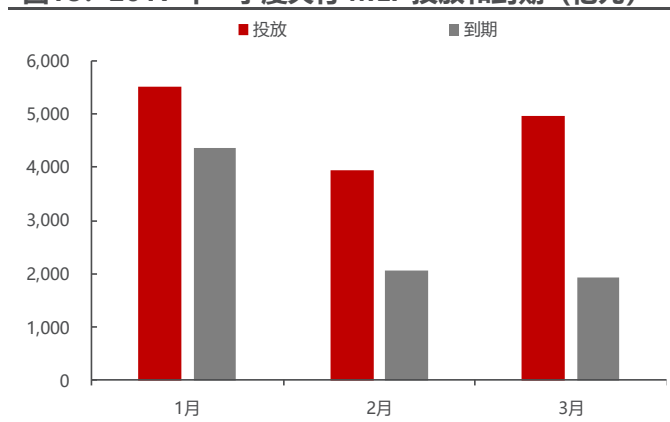
**两会召开结束至 3 月末来看, 债市又再度走牛, 主因在于彼时市场对于地产调控收紧的预期再度升温, 债市多头氛围增强, 截至 3/31, 10Y 国债利率回落 13BP 至 3.28%。**

图17: 2017年通胀走势 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2017年一季度央行MLF投放和到期 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

#### (4) 2018 年：一季度债市整体走强，两会前利率阶段性上行

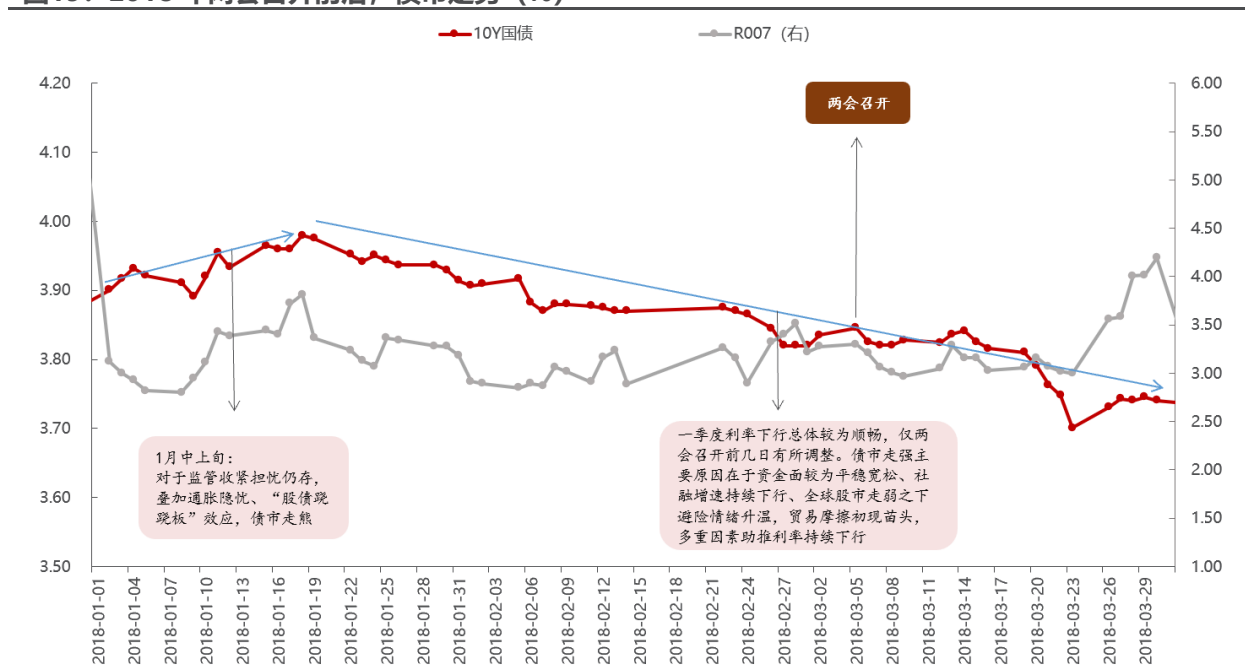
2018 年一季度，债市利率总体下行较为顺畅。

1 月中上旬，在 2017 年熊市的背景下，市场仍延续该惯性进行交易，叠加通胀升温预期仍较强、股市上涨等因素影响，这一期间债市利率仍在抬升的趋势当中。

而 1 月下旬以来，债市利率总体持续下行，主要原因在于资金面开始回归平稳宽松状态，而与此同时经济基本面表现不及预期，特别是社融增速连续回落，引发市场紧信用的预期。

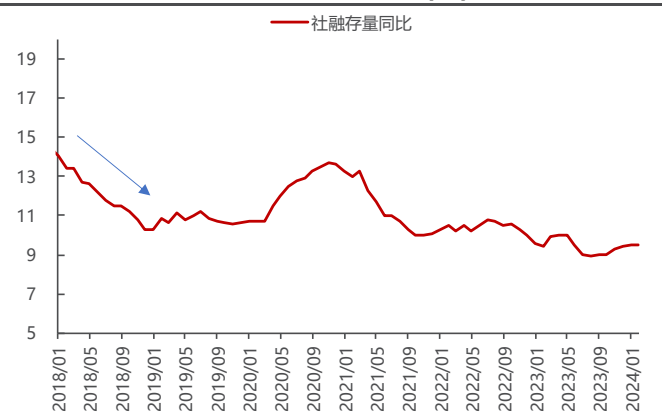
此外，叠加全球股市走弱，贸易摩擦初现苗头，避险情绪升温，“股债跷跷板”效应之下，一季度总体来看，债市持续走强。

图19：2018 年两会召开前后，债市走势 (%)

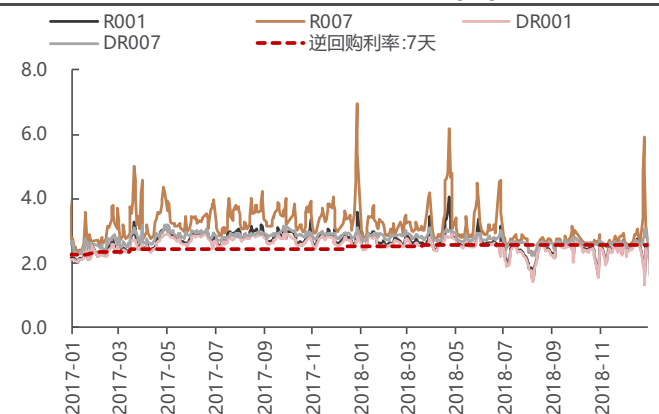


资料来源：wind，民生证券研究院

但聚焦于两会前后债市表现来看，两会前 1-2 个工作日，10Y 国债利率上行近 3BP。两会召开结束后，债市利率总体延续回落趋势。

**图20：2018年社融增速持续下滑（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图21：2018年资金面总体平稳宽松（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

从以上几个相似时期来看，可以总结出以下几点：

**(1) 年初至两会召开之前**，这几个相似时期的债市整体走强，主要原因在于经济基本面偏弱、货币宽松预期较强、资金面维持平稳均衡；

**(2) 但进一步聚焦两会召开前一周来看**，债市通常会进行小幅回调；

**(3) 两会召开后**，市场对于后续政策力度往往有一定修正，但具体走势如何，主要仍取决于当时的基本面和资金面情况，以及政策的边际变化，此外债市供需、市场情绪也是重要的影响因素。

**例如，2014、2018年两会后，债市利率下行**：2014年两会后，基本面不及预期、资金面平稳宽松，10Y 国债利率整体震荡下行；2018年两会后，在宏观图景偏弱、资金面回归平稳宽松的状态下，债市利率下行总体较为顺畅。

**而2015、2017年两会后，债市利率阶段性抬升**：2015年两会后，债市主要受地方债放量供给的影响，10Y 国债利率大幅上行；2017年两会后，在基本面向好、通胀预期升温、海外加息预期增强等利空因素下，债市承压。但随后在地产调控政策收紧的预期之下，债市又再度走牛。

**以史为鉴，今年3月两会前后，债市怎么看？**

## 2.2 当前怎么看？

总结而言，当前债市的核心“矛盾”或在以下几点：

第一，市场对经济基本面弱修复以及政策端“呵护”稳步推进，有较强的一致预期，多头交易情绪较浓；

第二，供需失衡，无论是利率债供给或是信用供给，3月之前均较少，机构明显欠缺；

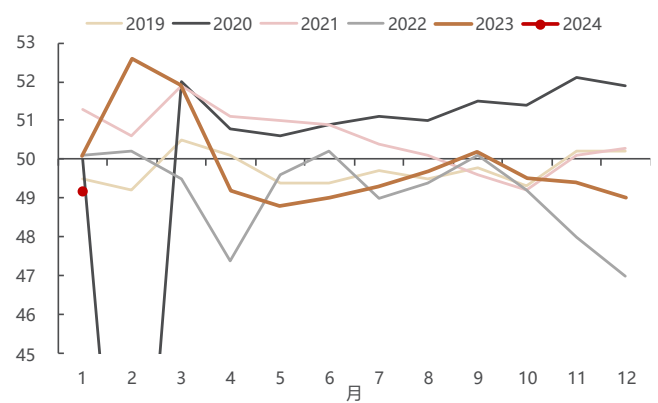
第三，货币政策“保驾护航”，虽然有“防空转”和外围因素的考虑，但“呵护”流动性平稳仍是基调，资金面整体宽松。此外，中期来看仍有降息预期，毕竟当下实际利率偏高。

进一步，围绕这几点往后展望：

首先，当前至两会召开前的这一时间区间来看，这一期间，经济基本面整体处于发布的“真空期”，可关注的的数据主要是2月末公布的PMI，但考虑到2月春节假期影响，2月PMI表现超预期的概率或并不高。

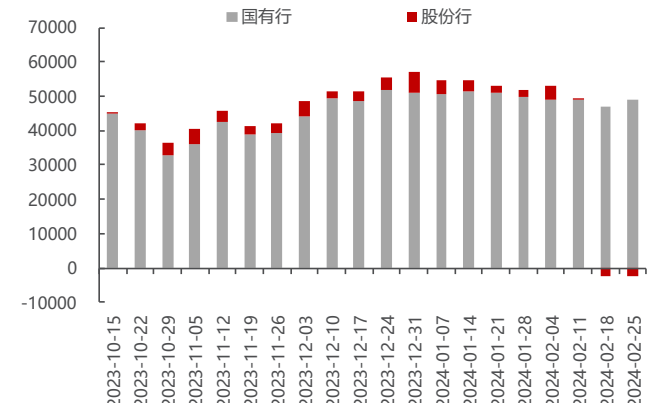
临近月末，资金分层现象或阶段性有所加大，但从2月情况总体来看，资金面整体预计仍能维持平稳均衡。2月而言，在降准资金补充流动性、地方债发行和信贷投放速度偏缓、缴税小月的情况下，资金面整体维持平稳宽松状态。

图22：制造业 PMI 季节性 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：大行资金融出 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

此外，在市场不缺资金、供需结构有所失衡的情况下，当前机构配置需求仍较强劲，农商行和基金仍在续力，理财和货基也在加大买入。

图24: 1/29-2/23 机构行为汇总 (亿元)

分类	时间区间	保险	城商行	大行	股份行	货基	基金	理财	农商行	证券	其他	其他产品
利率债	1/29-2/4	244	-878	330	-889	124	378	7	133	-191	553	263
	2/5-2/9	337	-170	59	-592	215	-43	92	178	-346	32	177
	2/18-2/23	89	-889	268	-1009	272	396	174	655	-30	-110	149
信用债	1/29-2/4	7	-230	-94	-360	258	425	66	-13	-227	24	90
	2/5-2/9	12	-223	-34	-190	113	302	60	2	-192	8	148
	2/18-2/23	-6	-269	-106	-647	250	466	180	-10	-70	12	199
同业存单	1/29-2/4	-15	124	351	-594	-42	-139	-61	802	-415	438	-146
	2/5-2/9	-47	-65	301	-19	-71	-160	12	293	-363	204	-97
	2/18-2/23	80	-697	281	-970	356	149	238	612	-646	398	178
二永债	1/29-2/4	39	7	-50	-21	0	104	-39	-1	-28	-1	-6
	2/5-2/9	83	-18	-43	-13	4	38	-32	-3	-48	0	3
	2/18-2/23	-12	-12	-22	-44	0	1	14	-1	15	1	57

资料来源: 外汇交易中心, 民生证券研究院

综合来看, 当前至两会召开前, 债市交易仍将延续多头氛围, 但结合历史同期表现来看, 临近两会召开前的 1-3 个交易日, 债市或将开始呈现一定回调, 以交易政策或有预期。

其次, 两会召开后, 债市需要关注哪些风险点?

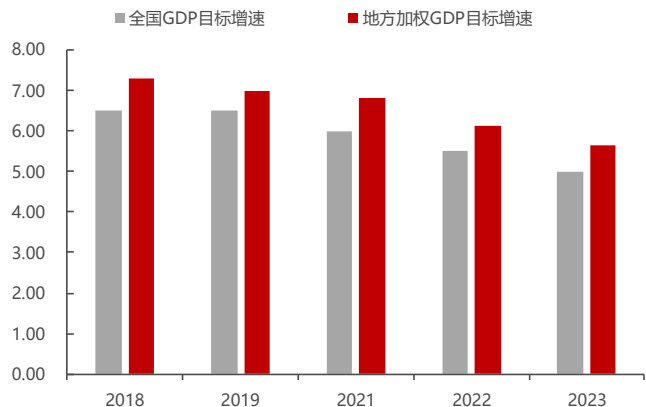
我们认为关键在于以下几点: (1) 全国两会的相关定调, 特别是关于经济目标增速、赤字率目标、广义财政、地产政策等方面, 是否会有超预期表述; (2) 关注经济基本面修复情况; (3) 信贷投放或将回升; (4) 地方债发行或迎放量。

具体而言:

(1) 第一, 关注两会政策定调, 是否会有超预期的表述, 当中预期差或主要来自于以下几方面:

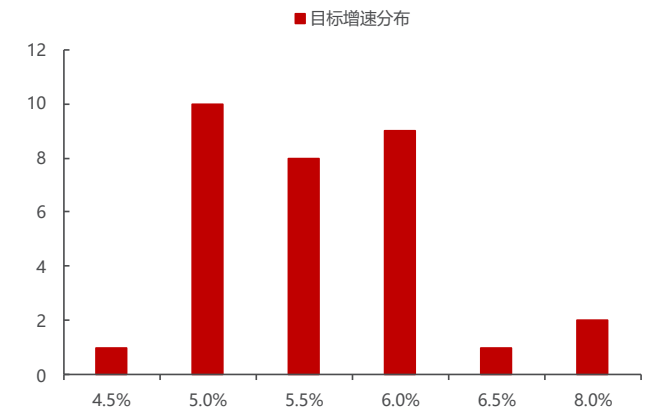
一方面是经济目标增速, 若为 5%, 则并未超出市场预期, 市场对政策刺激力度的预期或将相应作进一步调整。从地方两会来看, 各地 2024 年 GDP 目标加权增速为 5.4%, 根据历史情况来看, 对应全国 GDP 目标增速或在 5% 左右, 与 2023 年目标相比变动不大。

图25：2018-2023 年全国与地方加权目标增速 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院  
注：2020 年未公布全国预期目标增速

图26：2024 年各地 GDP 目标增速分布 (%)



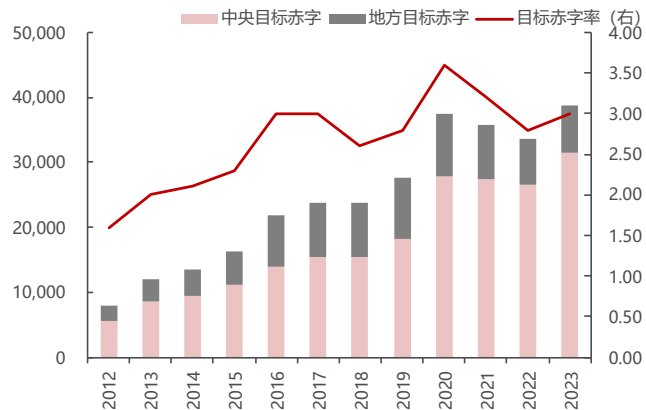
资料来源：wind，民生证券研究院

另一方面是财政力度，当中首要关注目标赤字率是否会突破 3%，其将一定程度反映今年财政加码力度。但在财政政策“适度加力”的背景下，总体或不会过度扩张，且政策重心将落在中央加杠杆。

而在地方政府加杠杆的空间和能力均受限之下，今年地方新增一般债和专项债额度进一步扩张的规模预计有限。

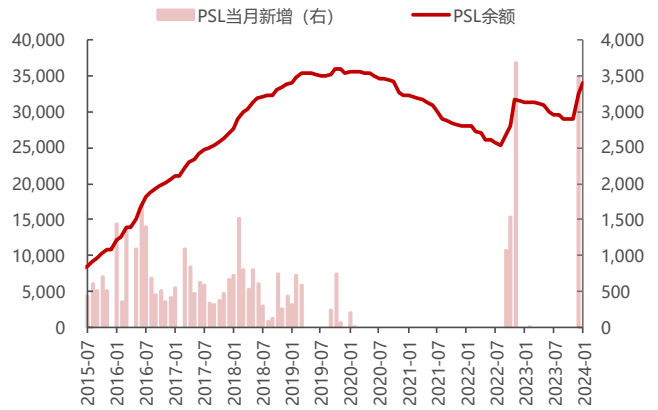
此外，还需关注特殊再融资债、特别国债等相关表述，以及政策性金融工具、PSL 等广义财政的使用情况。

图27：历年目标赤字 (亿元, %)



资料来源：wind，民生证券研究院

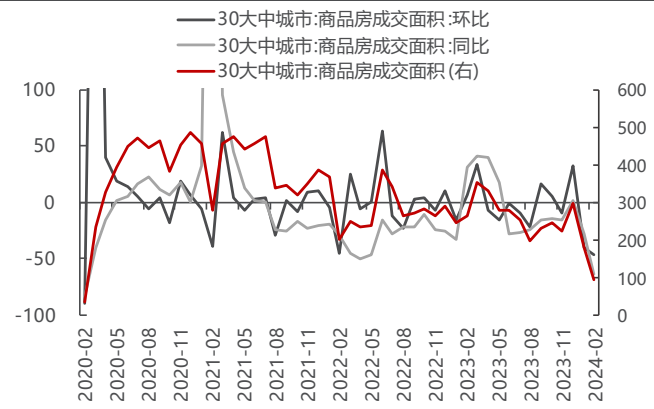
图28：PSL 余额及新增规模 (亿元)



资料来源：wind，民生证券研究院

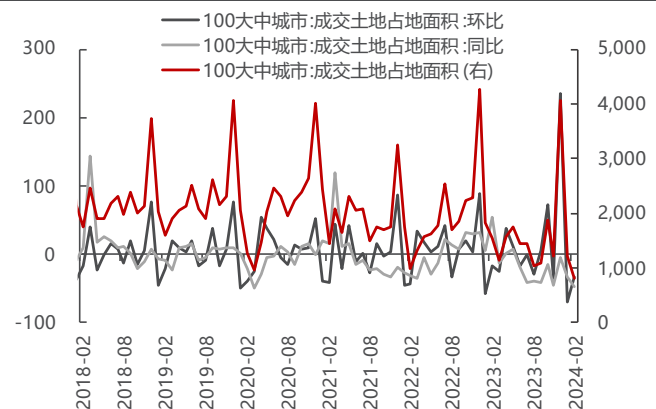
最后，关注地产政策是否有超预期表述。当前我国房地产市场仍处于调整周期当中，2024 年而言，各地房地产政策预计将继续优化，关注全国两会对于地产政策是否有超预期表述。

图29: 30大中城市商品房销售及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

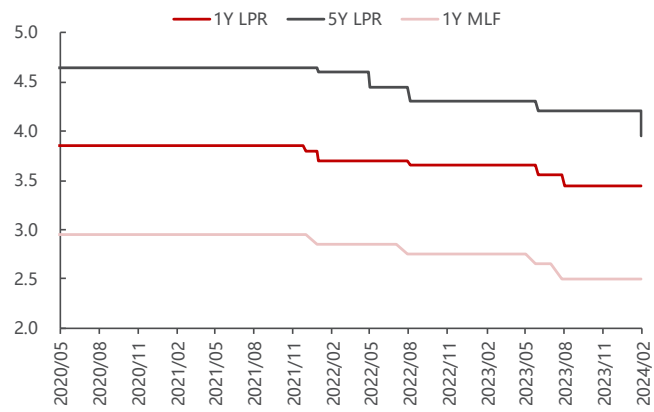
图30: 百大城市土地成交面积及同比 (万平方米, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

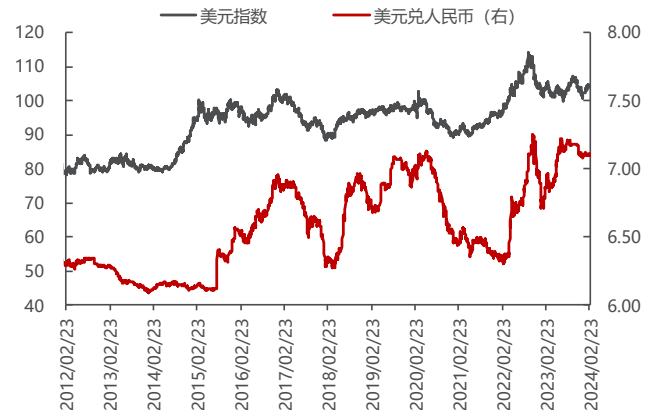
而关于货币政策, 稳增长、宽信用诉求下, 货币政策仍将致力于降成本, 故而降息降准仍有可能, 市场对于货币政策进一步宽松也始终抱有期待, 关键在于时间节点和节奏的把握, 且在此过程中, 还需考虑稳定银行负债成本、以及兼顾内外均衡问题。

图31: MLF 与 LPR (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图32: 人民币汇率 (USD/CNY)



资料来源: wind, 民生证券研究院

(2) 第二, 基本面来看, 当前经济修复仍处于偏弱状态, 且从 PMI 对应观察, 1-2 月经济表现超市场预期可能性或不大, 经济修复内生动能的提升, 仍需政策进一步支持引导。

图33: 经济基本面数据一览表 (%)

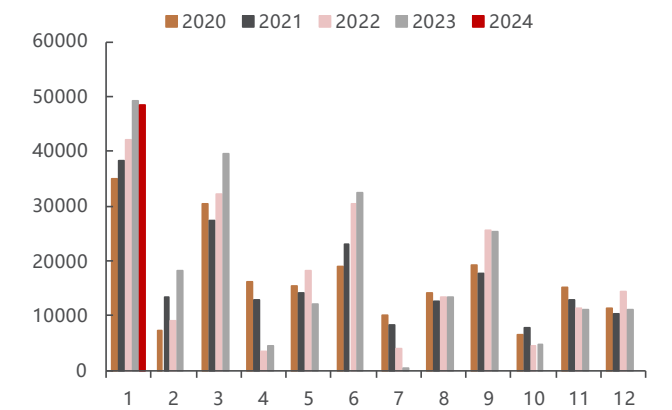
同比增速 (%)	较去年同期变动	走势	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12
实际GDP[当季]	2.3		5.2	—	—	4.9	—	—	6.3	—	—	4.5	—	2.9
工业增加值[当月]	5.5		6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9	18.8	1.3
固定资产投资[原计]	-2.1		3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1	5.5	5.1
制造业	-2.6		6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0	8.1	9.1
基建(不含电力)	-3.5		5.9	5.8	5.9	6.2	6.4	6.8	7.2	7.5	8.5	8.8	9.0	9.4
房地产	0.4		-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7	-10.0
固定资产投资[当月]	-22.2		-19.0	-14.8	-11.3	-11.6	-13.0	-11.6	-17.1	-21.2	-17.4	-0.7	5.5	3.2
制造业	0.8		8.2	7.1	6.2	7.9	7.1	4.3	6.0	5.1	5.3	6.2	8.1	7.4
基建(不含电力)	-7.5		6.8	5.0	3.7	5.0	3.9	4.6	6.4	4.9	7.9	8.7	9.0	14.3
房地产	-11.8		-24.0	-18.1	-16.7	-18.7	-19.1	-17.8	-20.6	-21.5	-16.2	-7.2	-5.7	-12.2
商品房销售面积[当月]	0.5		-23.0	-21.3	-20.3	-19.8	-24.0	-23.8	-28.1	-19.7	-11.8	-3.5	-3.6	-31.5
新开工面积[当月]	32.7		-11.6	4.7	-21.2	-15.2	-23.0	-26.5	-31.4	-28.5	-28.3	-29.0	-9.4	-44.3
施工面积[当月]	34.4		-13.8	6.1	-27.7	-9.7	-28.8	-21.7	-30.3	-36.3	-45.7	-34.2	-4.4	-48.2
竣工面积[当月]	19.9		13.4	10.3	13.4	23.9	10.1	32.7	15.2	24.5	37.2	32.0	8.0	-6.6
社零[当月]	9.2		7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6	3.5	-1.8
限额以上	7.9		6.6	10.0	8.7	5.2	3.1	0.3	2.3	12.5	19.0	10.1	2.1	-1.3
出口[当月]	14.9		2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9	-2.8	-12.6
进口[当月]	7.7		0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0	4.3	-7.5
城镇调查失业率[当月]	-0.4		5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.6	5.5
31城	-1.1		5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5	5.7	6.1

资料来源: wind, 民生证券研究院

(3) 第三, 信贷投放速度或将回升, 但幅度和持续性还需持续观察, 由此带来的流动性挤占情况, 便是关键。从1月金融数据来看, 信贷“开门红”成色并不弱, 对应观察票据利率, 1月总体处于季节性水平, 2月受春节假期影响有所回落, 一定程度或反映2月信贷投放有所放缓。

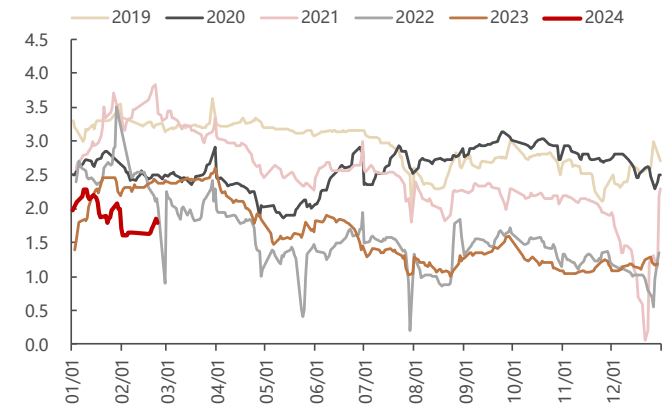
而展望3月, 一方面信贷投放通常季节性回升, 另一方面结合央行“预计今年一季度仍然会保持较快的信贷增长”等表述来看, 信贷投放节奏更趋均匀的同时, 3月信贷投放整体情况大概率将好于以往的季节性水平。

图34: 新增信贷季节性 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 票据利率 (%)

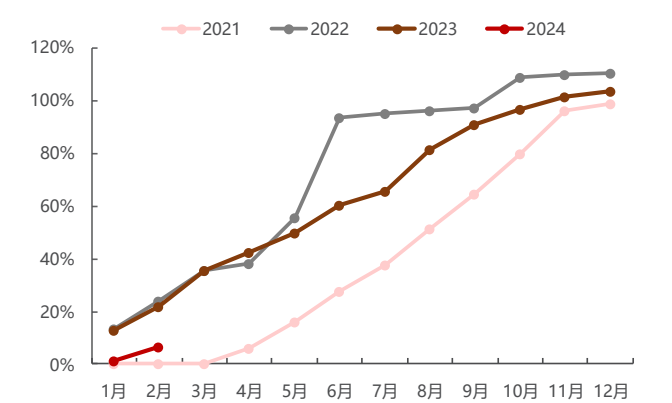


资料来源: wind, 民生证券研究院

**(4) 第四, 地方债或迎放量。从当前地方债发行计划披露情况看, 3月地方债发行将较1-2月放量, 或对债市形成一定供给压力。**

但与2015年对比, 当前市场对于地方债供给预期较为充分, 而并非2015年“天量”供给的状态, 且在央行“保障政府债券顺利发行”之下, 对债市总体扰动预计在可控范围内。

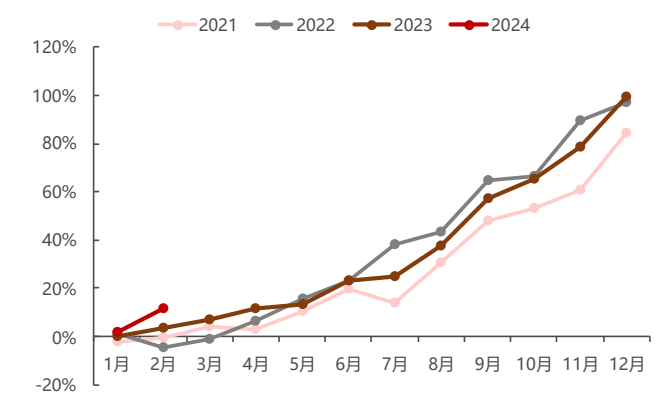
图36: 新增专项债发行进度 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2024年为预估进度

图37: 国债净发行进度 (%)



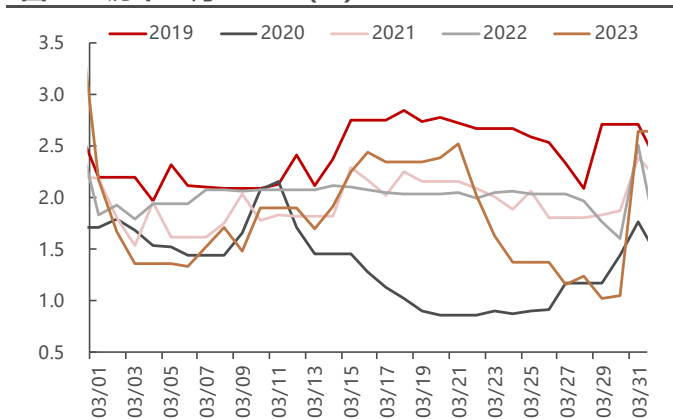
资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 2024年为预估进度

此外, 或有风险点还来自于股市修复之下的“股债跷跷板”效应, 以及一季末资本新规考核或也将带来一定扰动, 但其中关键仍是居民资产配置问题, 短期内固收类品种的需求或仍较强。

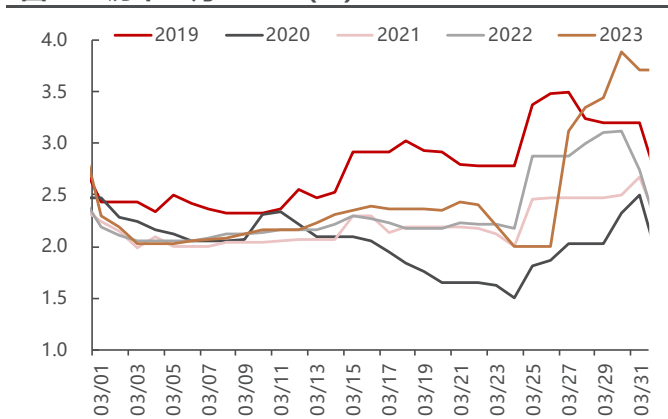
综合来看, 于资金面而言, 当前宏观图景下, 央行仍将维持流动性合理充裕, 资金面整体仍有望维持合理均衡。但考虑到3月地方债将迎放量、信贷投放抬升以及跨季因素扰动, 资金利率中枢或逐步有所抬升, 且波动和分层或将加大。

图38: 历年3月R001 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 历年3月R007 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 于债市而言:

从当前至两会召开前, 短期内无明确利空因素, 债市或仍延续当前的“极致”交易; 但需警惕临近两会召开前的 1-3 个交易日, 债市或逐步呈现小幅调整。

而两会召开后, 需进一步关注会议相关定调、经济基本面的实际修复效果、信贷投放及政府债供给带给债市的压力, 此外还需关注股市波动之下风险偏好的变化。

虽然 3 月债市风险点在增多, 但若整体变动无明显超预期, 债市利率向上调整幅度或也有限, 特别是宏观图景如果仍偏弱, 宽货币预期或仍将延续, “资产荒”将继续演绎。故中长期角度看, 债市做多仍有支撑, 往后看进一步关注下个降息窗口, 而在此之前, “拿得住”或将成关键。

### 3 小结

即将步入3月，市场的核心“矛盾”是什么，两会前后债市怎么看，债市需要担心风险吗？本文聚焦于此。

#### 1、历年两会前后，债市如何演绎？

今年开年以来债市总体持续走强，2月而言利率也总体下行，由此对比来看，历史上具有相似走势的年份主要有2014、2015、2017、2018年。总结来看：

(1) 年初至两会召开之前，这几个相似时期的债市整体走强，主要原因在于经济基本面偏弱、货币宽松预期较强、资金面维持平稳均衡；(2) 但进一步聚焦两会召开前一周来看，债市通常会进行小幅回调；(3) 两会召开后，市场对于后续政策力度往往有一定修正，但具体走势如何，主要仍取决于当时的基本面和资金面情况，以及政策的边际变化，此外债市供需、市场情绪也是重要的影响因素。

例如，2014、2018年两会后，债市利率下行：2014年两会后，基本面不及预期、资金面平稳宽松，10Y国债利率整体震荡下行；2018年两会后，在宏观图景偏弱、资金面回归平稳宽松的状态下，债市利率下行总体较为顺畅。而2015、2017年两会后，债市利率阶段性抬升：2015年两会后，债市主要受地方债放量供给的影响，10Y国债利率大幅上行；2017年两会后，在基本面向好、通胀预期升温、海外加息预期增强等利空因素下，债市承压。

#### 2、当前怎么看？

当前债市的核心“矛盾”或在以下几点：(1) 市场对经济基本面弱修复以及政策端“呵护”稳步推进，有较强的一致预期，多头交易情绪较浓；(2) 供需失衡，机构明显欠配；(3) 货币政策“保驾护航”，虽然有“防空转”和外围因素的考虑，但“呵护”流动性平稳仍是基调，资金面整体宽松。此外，中期来看仍有降息预期。

由此展望：首先，当前至两会召开前的这一时间区间来看，这一期间，经济基本面整体处于发布的“真空期”；临近月末，资金分层现象或阶段性有所加大，但资金面整体预计仍能维持平稳均衡；且在市场不缺资金、供需结构有所失衡的情况下，当前机构配置需求仍较强劲。综合来看，当前至两会召开前，债市交易仍将延续多头氛围，但临近两会召开前的1-3个交易日，债市或开始交易政策预期。

其次，两会召开后，债市需要关注哪些风险点？我们认为关键在于以下几点：

(1) 全国两会的相关定调，特别是关于经济目标增速、赤字率目标、广义财政、地产政策等方面，是否会有超预期表述；(2) 关注经济基本面修复情况；(3) 信贷投放或将回升；(4) 地方债发行或迎放量；(5) 股市修复下的“跷跷板”效应。

综合来看，于资金面而言，当前宏观图景下，央行仍将维持流动性合理充裕，资金面整体仍有望维持合理均衡。但考虑到3月地方债将迎放量、信贷投放抬升以及跨季因素扰动，资金利率中枢或逐步有所抬升，且波动和分层或将加大。

**于债市而言：从当前至两会召开前，短期内无明确利空因素，债市或仍延续当前的“极致”交易；但需警惕临近两会召开前的 1-3 个交易日，债市或逐步呈现小幅调整；两会召开后，3 月来看，虽然债市风险点在增多，但若整体变动无明显超预期，债市利率向上调整幅度或也有限，特别是宏观图景如果仍偏弱，宽货币预期或仍将延续，“资产荒”将继续演绎。故而中长期角度看，债市做多仍有支撑，往后看进一步关注下个降息窗口，而在此之前，“拿得住”或将成关键。**

## 4 风险提示

- 1) **政策不确定性**: 货币政策、财政政策超预期变化;
- 2) **基本面变化超预期**: 疫情发展、经济基本面情况超预期;
- 3) **海外地缘政治冲突**: 海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性, 或将加剧金融市场动荡。

## 插图目录

图 1: 各期限国债收益率走势变化 (BP)	3
图 2: 1/2-2/23 各期限国债收益率变动 (BP, %)	3
图 3: 资金分层情况 (BP)	4
图 4: 国债期限利差 (BP)	4
图 5: 2/5-2/9 各期限国债收益率变动 (BP, %)	4
图 6: 2/18-2/23 各期限国债收益率变动 (BP, %)	4
图 7: 5Y-LPR 及加点 (% , BP)	5
图 8: 房贷利率与 5Y-LPR (%)	5
图 9: 2012 年以来, 历次两会召开前后 30 个交易日, 10Y 国债利率走势变动 (BP)	6
图 10: 2014 年两会召开前后, 债市走势 (%)	7
图 11: 2014 年一季度央行正逆回购投放 (亿元)	8
图 12: 2014 年一季度投资增速下滑明显 (%)	8
图 13: 2015 年两会召开前后, 债市走势 (%)	8
图 14: 2015 年 PMI 季节性比较 (%)	9
图 15: 2015 年地方债发行显著放量 (亿元)	9
图 16: 2017 年两会召开前后, 债市走势 (%)	10
图 17: 2017 年通胀走势 (%)	10
图 18: 2017 年一季度央行 MLF 投放和到期 (亿元)	10
图 19: 2018 年两会召开前后, 债市走势 (%)	11
图 20: 2018 年社融增速持续下滑 (%)	12
图 21: 2018 年资金面总体平稳宽松 (%)	12
图 22: 制造业 PMI 季节性 (%)	13
图 23: 大行资金融出 (亿元)	13
图 24: 1/29-2/23 机构行为汇总 (亿元)	14
图 25: 2018-2023 年全国与地方加权目标增速 (%)	15
图 26: 2024 年各地 GDP 目标增速分布 (%)	15
图 27: 历年目标赤字 (亿元, %)	15
图 28: PSL 余额及新增规模 (亿元)	15
图 29: 30 大中城市商品房销售及同比 (万平方米, %)	16
图 30: 百大城市土地成交面积及同比 (万平方米, %)	16
图 31: MLF 与 LPR (%)	16
图 32: 人民币汇率 (USD/CNY)	16
图 33: 经济基本面数据一览表 (%)	17
图 34: 新增信贷季节性 (亿元)	18
图 35: 票据利率 (%)	18
图 36: 新增专项债发行进度 (%)	18
图 37: 国债净发行进度 (%)	18
图 38: 历年 3 月 R001 (%)	19
图 39: 历年 3 月 R007 (%)	19

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026