

从“交易为王”到“配置为王”

——债市“新时代”系列思考之一

核心观点

地产“新模式”下债市迎来“新时代”，对应“交易为王”逻辑弱化，“配置为王”逻辑加强。展望下一阶段，股债资产定价逻辑重构，股债双牛行情有望阶段性并存。

□ 现象：地产“新模式”，债市“新时代”

2021年以前，基于传统的债市分析框架，债券市场总体跟随经济周期呈现“牛熊切换，大幅波动”的特征，地产周期在其中扮演着重要角色，2021年以来，地产发展“新模式”下，债牛延续，波动收窄。地产发展“新模式”下债市迎来“新时代”，其中新旧框架交替背景下债市长牛或仍为主线逻辑，风险主要来自于收益率下行斜率和幅度。

□ 思考：周期转换，“配置为王”

地产驱动经济增长时代，债市易出现大级别行情，波段交易策略确定性更强，“交易为王”策略对投资组合收益增厚明显。当前处于经济结构转型升级期，利率窄区间波动下行逻辑背景下波段操作空间日益逼仄，映射到投资策略思考中，交易核心目的是获取资本利得，其中盈利多寡取决于市场方向、变动幅度以及仓位大小，背后映射的是行情预判、策略跟随以及资金管理的能力。在当前经济周期、机构行为和利率窄幅波动背景下，波段交易操作确定性明显下降（筹码未充分交换且赔率偏低）。相较于交易，配置原则是天然的多头思维，在债市长牛逻辑下，“债持不炒”策略可同时获得骑乘和票息收益，确定性更强，性价比更高。

□ 鉴往：“交易为王”难度系数提升

债券市场主流投资收益可分为交易收益与配置收益两大类。旧时代，配置策略和交易策略两者并存，其中交易策略虽操作难度大但收益更高，更易获得机构青睐，但从2023年以来的债市复盘，配置策略收益性价比优于交易策略。股票市场亦是同理，复盘近几年，市场板块轮动加速，投资者通过交易型策略获取收益的难度在加大，而红利资产在此背景下表现相对占优。

□ 开来：逻辑重构，股债双牛

历史上股债双牛的驱动成因主要有三种类型，一是货币驱动型，二是超跌反弹，三是拐点错位型，其中股债市场长时间双牛联动的外生驱动因素基本来自于货币和流动性的宽松。而本轮股债市场演绎逻辑各有侧重，其中债牛逻辑来自于经济高质量发展和地产周期缺位下的长期做多惯性，而股牛驱动逻辑来自于三点因素的叠加，一是超跌反弹，二是战略资金持续买入，三是哑铃策略下的扩散行情。我们判断股债双牛行情或将阶段性并存。

□ 风险提示

经济数据出现显著边际改善趋势；稳增长发力大幅超出市场预期；货币政策边际收紧。

分析师：覃汉

执业证书号：S1230523080005
qinhan@stocke.com.cn

分析师：汪梦涵

执业证书号：S1230523080003
wangmenghan@stocke.com.cn

分析师：崔正阳

执业证书号：S1230524020004
cuizhengyang@stocke.com.cn

研究助理：沈聂萍

shenniepings@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《关注存单供需的边际变化》
2024.02.24
- 2 《对中短债交易行情的思考》
2024.02.24
- 3 《小盘风格的微观结构启示》
2024.02.22

正文目录

1 债市周度思考	4
1.1 现象：地产“新模式”，债市“新时代”	4
1.2 思考：周期转换，“配置为王”	5
1.3 鉴往：“交易为王”难度系数提升	6
1.4 开来：逻辑重构，股债双牛	8
2 债市周度复盘	10
2.1 现券期货市场：LPR 大幅调降，配置需求推动现券收益率震荡下行	10
2.2 未来一周（2月26日-3月1日）提示关注	12
3 风险提示	14

图表目录

图 1: 2021 年以前债市跟随地产周期波动呈现“牛、熊、平”切换的特征	4
图 2: 2021 年以来房地产对于 GDP 累计同比贡献率下行	5
图 3: 房地产进入发展“新模式”下债市迎来“新时代”	5
图 4: 地产周期阶段具有明显的牛熊切换规律, 且孕育着大级别行情	5
图 5: 2023 年二季度后, 30 年国债利率波动显著减弱	7
图 6: 从普通股票型基金净值中位数看, 2023 年 AI 行情交易节奏较难把握	8
图 7: 股债双牛驱动类型复盘	9
图 8: 大盘和中小盘重点 ETF 战略资金买入规模测算	10
图 9: 沪深 300、中证 2000 和红利 100 指数走势	10
图 10: 2024 年 2 月 18 日-2024 年 2 月 23 日 10Y 国债活跃券 (230026.IB) 走势复盘	12
图 11: 收益率曲线略微走陡	12
图 12: 过去一周 T2406 行情表现	12
表 1: 过往历史周期中 1 年期 MLF 和 10 年国债价差值	6
表 2: 以红利策略为代表的配置策略推动下, 高股息率行业二级市场表现相对较好 (单位: %)	8
表 3: 未来一周 (2024 年 2 月 26 日-2024 年 3 月 1 日) 经济日历	13

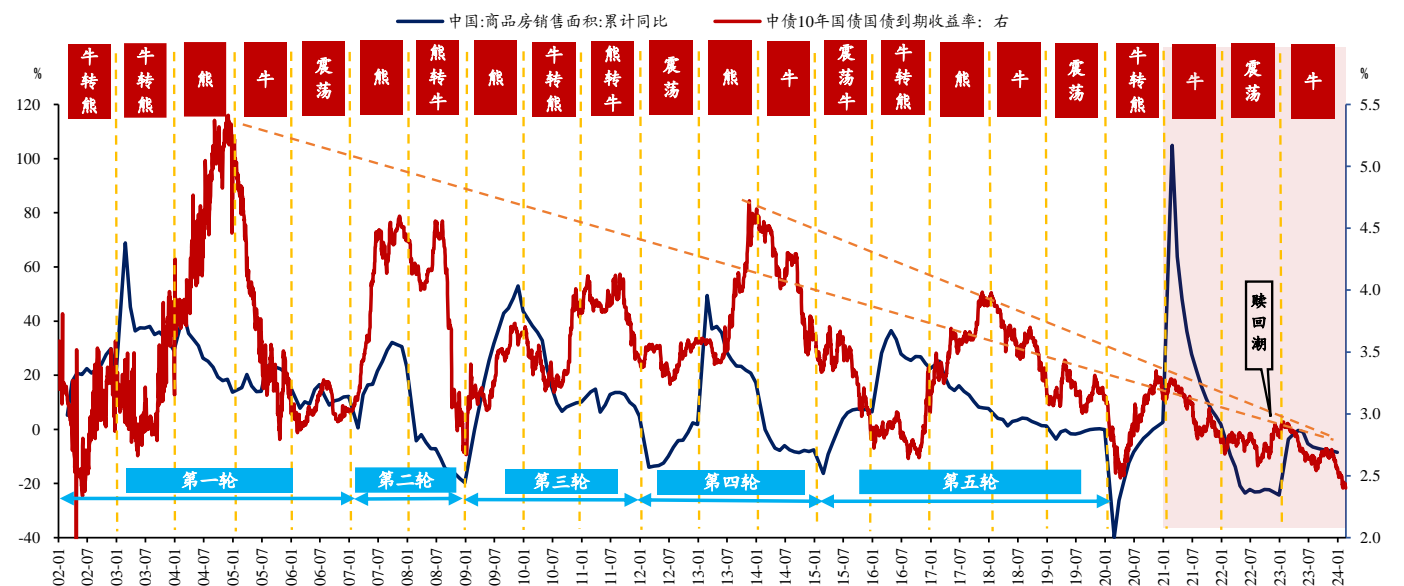
1 债市周度思考

1.1 现象：地产“新模式”，债市“新时代”

2021 年以前，基于传统的债市分析框架，债券市场总体跟随经济周期呈现“牛熊切换，大幅波动”的特征，其中地产周期至关重要。以商品房销售额同比上行作为每一轮地产周期起点，2002 年至 2020 年地产共经历 5 轮周期，除第 2 轮地产周期与债市“熊-牛”切换较为同步外，第 1 轮、第 3 轮、第 4 轮及第 5 轮地产周期见顶后分别约 2 年、不足 2 年、1 年、不足 2 年，10 年期国债收益率亦达到阶段性高点。

2021 年以来，地产发展“新模式”下，债牛延续，波动收窄。2020 年受公共卫生事件扰动商品房销售同比增速大幅转负，虽然 2020 年下半年经济修复预期较强带动债市走熊，但 2021 年以来，商品房销售同比长期处于负增长，房地产业对于 GDP 累计同比贡献大幅下行。2021 年 12 月，中央经济工作会议首次定调探索“房地产新发展模式”，10 年期国债收益率总体处于下行区间，债牛行情延续，波动收窄，仅在 2022 年末理财赎回潮引起较大幅度回调，传统债市分析框架或失灵。

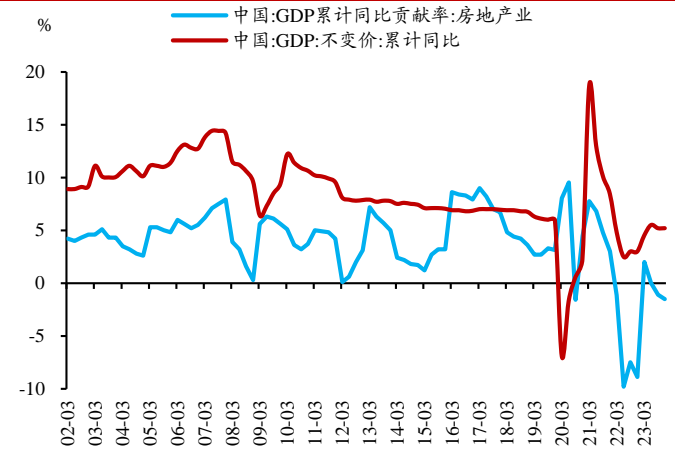
图1：2021 年以前债市跟随地产周期波动呈现“牛、熊、平”切换的特征



资料来源：Wind，浙商证券研究所

地产发展“新模式”下债市迎来“新时代”，新旧框架交替背景下债市长牛或仍为主线逻辑，风险主要来自于收益率下行斜率和幅度。债市“新时代”下主要矛盾或为，地产发展模式更替对于 10 年期国债收益率大幅上行形成压制。综合考虑交易层面，防守时间较长或面临票息及资本利得双重损失，基于胜率思维本轮债牛或将延续，风险主要来自于收益率下行斜率和幅度。

图2：2021年以来房地产对于GDP累计同比贡献率下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：房地产进入发展“新模式”下债市迎来“新时代”



资料来源：中国政府网，住建部，浙商证券研究所

1.2 思考：周期转换，“配置为王”

地产驱动经济增长时代，债市易出现大级别行情，波段交易策略确定性更强，“交易为王”策略对投资组合收益增厚明显。

首先，鉴于地产具有“经济占比大、动能波动强、同其他行业联系密切，顺周期性明显，作为信用载体密切同货币政策紧密相关，土地金融背景下同财政休戚与共”等特点，是早年自上而下的宏观分析框架中的核心，也是判断债券等资产定价的重要参考。

其次，利率波段的底层逻辑来自于，由顺周期预期主导开始，然后逆周期预期不断冲击，直到后者被证实并且被取代，趋势拐点成立从而结束。因此大级别波段行情背后涉及三点核心要素：一是市场框架清晰，顺周期交易行为流畅；二是经济和政策的周期性明显，逆周期因素对拐点指示意义明确；三是交易期间机构仓位和资产定价有明显改变。

综上，在地产驱动经济增长时代，受益于经济和政策具有明显的周期性，市场分析框架具有一致性，债市具有明显的牛熊切换规律，往往孕育着大级别行情，因此波段操作确定性较强，“交易为王”逻辑对组合收益增厚明显。

图4：地产周期阶段具有明显的牛熊切换规律，且孕育着大级别行情



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前处于经济结构转升级期，利率窄区间波动下行逻辑背景下波段操作空间日益逼仄，配置策略确定性更强，“配置为王”策略对投资组合收益的性价比更高。

将目光转到当下，周期转换背景下债券具有“赔率偏低、资产定价锚逐步失效，做空择时难度和成本抬升”等特征，利率整体窄区间波动下行：

一是经济处于转型升级期，市场分析框架也处于“拓荒期”，地产周期缺位下经济脉冲式弱修复以及合理充裕流动性的组合带动债市做多的惯性比以往更强，投资者或普遍抱有“回调即买入想法”，因此难以出现大级别调整行情，带动赔率或长期处于低位；

二是伴随着经济结构和政策配合思路发生变化，过去债券资产定价锚和期限利差的经验规律正在逐步失效，估值体系迎来重构，以 MLF 是否是 10 年期国债收益率锚为例，早期成立的底层逻辑来自于两者分别对应银行投融资成本，1 年期 MLF（负债端）作为 10 年期国债（资产端）下限存在，从数据来看，除去 2016 年 1 年期 MLF 初期启动，2017 至 2018 年相关经验规律明显成立，但是进入 2019 年之后，相关经验规律效果明显下降，背后对应的是央行流动性投放工具种类（结构性货币政策工具成本明显低于 1 年期 MLF）以及国债需求主体参与多元化（有别于银行主体，新增的参与主体打开利率下行想象空间）；

表1：过往历史周期中 1 年期 MLF 和 10 年期国债价差值

1YMLF-10Y 国债 (BP)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
MIN	-37.39	-78.51	-72.97	-13.43	-39.87	-33.31	-16.52	-21.77	-6.01
25%分位数	7.90	-46.14	-47.71	5.32	-19.54	-21.30	2.06	-15.53	-0.92
中位数	15.96	-40.21	-31.41	12.43	4.89	-10.00	6.22	-10.84	0.60
75%分位数	26.00	-26.61	-21.12	18.27	32.80	7.22	9.74	-0.97	6.70
MAX	47.59	-4.51	7.35	29.59	66.76	18.46	17.49	13.22	9.98

资料来源：Wind，浙商证券研究所，2024 年数据截至 2024 年 2 月 25 日，负值标红，代表 1 年期 MLF 作为 10 年期国债的下限存在

三是基于利率上限逐步下行，利率下限对应锚尚未清晰等现实，当前利率整体呈现窄区间波动下行特征，大级别的波段行情或较难出现，更常见的是多个小级别波段行情交错串联，而在该种行情下，债券做空择时难度以及成本相对偏高，机构筹码难以充分交换。

映射到投资策略思考中，交易核心目的是获取资本利得，其中盈利多寡取决于市场方向、变动幅度以及仓位大小，背后映射的是行情预判、策略跟随以及资金管理的能力。根据我们前述的分析，在当前经济周期、机构行为和利率窄幅波动背景下，波段交易操作确定性明显下降（筹码未充分交换且赔率偏低）。相较于交易，配置原则是天然的多头思维，在债市长牛逻辑下，“债持不炒”策略可同时获得骑乘和票息收益，确定性更强，性价比更高。

1.3 鉴往：“交易为王”难度系数提升

本质来看，金融资产价格变动的核心诱因可归结为两大类：

其一，在保持现有估值框架体系不变的基础上，金融资产基本面发生变化所导致的价格变动。典型如权益市场常说的“戴维斯双击”，即通过追逐个股每股收益及市盈率的同频共振，在市盈率估值框架体系下谋求更高的价格增长。

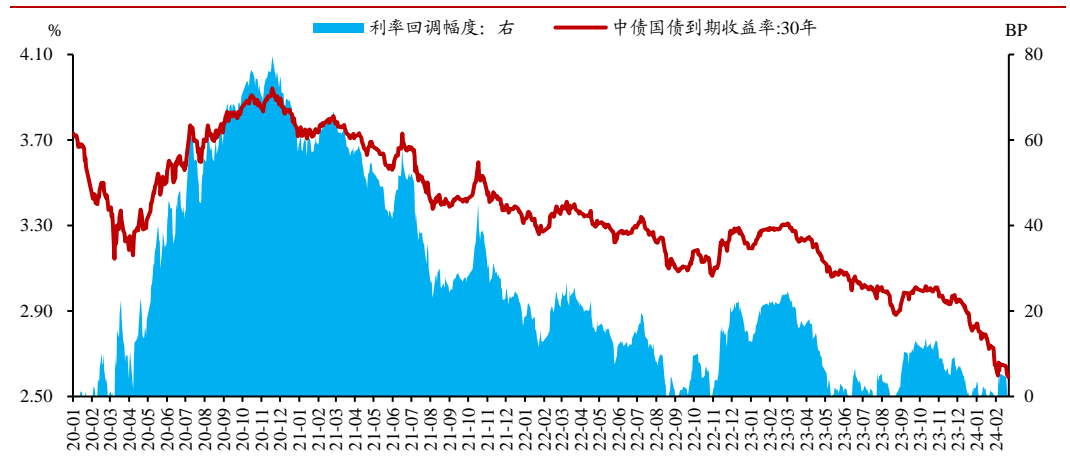
其二，金融资产估值体系出现重构，旧框架体系逐步失效，新框架体系日趋完善，在旧框架体系对接过渡过程中，金融资产便会面临定价锚点的新老切换，从而导致资产价格出现相对较大幅度的波动。

比较而言，第一类诱因更多呈现个体性、小幅度的特征，驱动金融资产价格变化的核心因素在内部，除非出现较大程度的基本面变化，否则估值参数的小幅调整往往仅会导致金融资产价格出现小幅波动。第二类诱因则更多体现普遍性、大幅度的特征，估值框架体系的调整往往针对大类资产而非单一标的，伴随估值公式及模型完全推倒重建，金融资产合意价格或将较当前价格出现较大幅度偏离，形成孕育大级别行情的内在动机。

债券市场，以 30Y 国债为例，配置策略明显优于交易策略。

债券市场主流投资收益可分为交易收益与配置收益两大类。旧时代，配置策略和交易策略两者并存，其中交易策略虽操作难度大但收益更高，更易获得机构青睐。但从 2023 年以来的债市复盘，配置策略收益性价比优于交易策略。以 2023 年 4 月 3 日至 2024 年 2 月 22 日为样本区间，假定长期持有 30 年期国债，配置角度来看，期间利差收益 64.97BP，交易角度来看，长债利率最大回调发生于 2023 年 8 月 24 日至 10 月 11 日期间，回调总幅度 13.41BP，也即精准波段交易所带来的最大超额收益，其他回调区间持续时间短且回调幅度低，实施波段交易的性价比较低。

图5：2023 年二季度后，30 年国债利率波动显著减弱

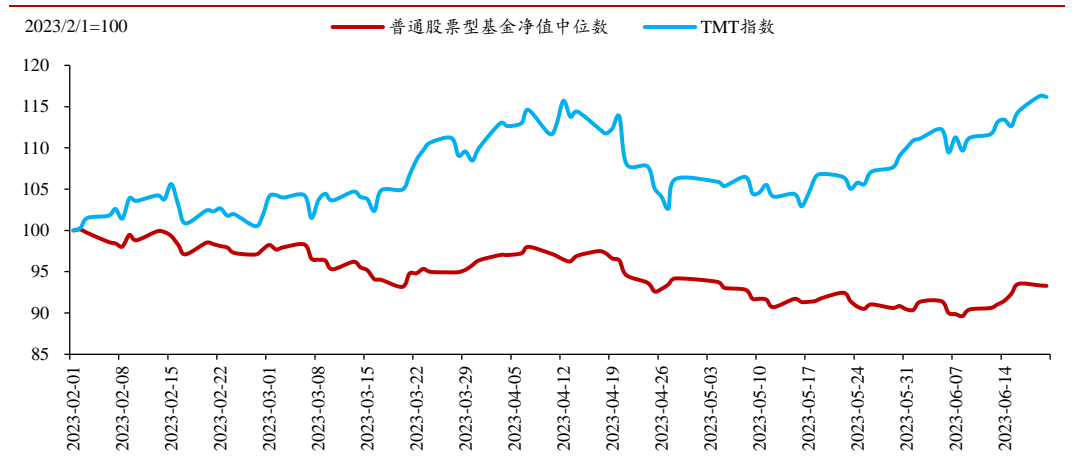


资料来源：Wind，浙商证券研究所

权益市场，以红利策略为代表的配置型思路重要性在不断上升。

此前，景气度投资方法论较为流行，典型的如 2021 年新能源行情，但进入到 2023 年，地产投资驱动模式淡化、新旧动能切换等逐渐成为共识背景下，我们看到过往的景气度投资难度正在加大，具体表现为市场板块轮动加速，投资者通过交易型策略获取收益的难度在加大，而红利资产在此背景下表现相对占优。典型如煤炭行业，得益于稳经营和高分红，其自 2020 年以来连续 4 年保持正增长，并在 2021 及 2022 年领涨市场。开年以来至 2024 年 1 月末，煤炭行业指数累积涨幅 6.67%，与涨幅 6.17% 的银行业并举，成为唯二在 1 月份录得正增长的行业。

图6: 从普通股票型基金净值中位数看, 2023年AI行情交易节奏较难把握



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 以红利策略为代表的配置策略推动下, 高股息率行业二级市场表现相对较好(单位: %)

申万一级行业	2020年		2021年		2022年		2023年	
	涨跌幅	股息率	涨跌幅	股息率	涨跌幅	股息率	涨跌幅	股息率
煤炭	7.05	4.15	39.60	4.49	10.95	6.60	4.12	7.95
银行	-3.25	4.57	-4.58	4.73	-10.47	5.67	-7.89	5.97
石油石化	6.72	3.08	20.25	3.51	-13.93	5.64	4.32	4.77
家用电器	31.08	1.84	-19.54	2.36	-20.95	3.15	3.77	3.25
交通运输	0.24	1.61	2.57	1.35	-3.41	3.03	-15.63	2.74
建筑材料	23.74	1.97	4.46	1.74	-26.13	3.37	-22.64	2.73
纺织服饰	-7.08	1.78	3.39	2.00	-14.66	2.88	0.34	2.66
建筑装饰	-7.92	2.20	16.39	1.84	-10.96	2.22	-5.37	2.53
食品饮料	84.97	0.88	-6.01	1.03	-15.12	1.84	-14.94	2.37
房地产	-10.85	3.68	-11.89	3.66	-11.17	2.61	-26.39	2.25
钢铁	4.90	2.53	34.06	3.70	-23.78	4.77	-8.18	2.20
公用事业	0.98	2.13	31.38	1.93	-16.36	1.82	-1.16	2.18
非银金融	6.11	1.44	-17.55	1.99	-21.34	2.52	-2.67	2.11
有色金属	34.77	0.55	40.47	0.60	-20.31	1.07	-8.70	1.89
通信	-8.33	0.60	3.05	0.56	-15.60	2.57	25.75	1.79
基础化工	34.98	1.51	37.19	0.83	-19.08	1.75	-14.69	1.73
轻工制造	15.76	1.06	11.65	1.10	-20.04	1.48	-7.25	1.65
传媒	7.86	0.93	-0.47	1.06	-26.07	1.67	16.80	1.62
环保	-1.48	1.17	20.64	1.08	-22.84	1.50	-7.04	1.59
电力设备	94.71	0.43	47.86	0.34	-25.43	0.57	-26.19	1.42
商贸零售	-0.22	1.43	-4.60	0.96	-7.08	1.26	-31.30	1.34
美容护理	57.94	0.24	0.13	0.62	-6.74	0.57	-32.03	1.28
医药生物	51.10	0.59	-5.73	0.74	-20.34	1.03	-7.05	1.24
机械设备	31.06	0.79	14.83	0.97	-20.74	1.33	3.31	1.20
汽车	45.85	1.20	17.20	1.24	-20.13	1.28	3.29	1.19
农林牧渔	18.29	0.95	-4.93	1.03	-11.43	0.46	-13.13	1.06
电子	36.05	0.56	16.04	0.54	-36.54	1.14	7.25	0.72
计算机	9.75	0.39	1.37	0.58	-25.47	0.79	8.97	0.60
国防军工	57.98	0.23	11.17	0.27	-25.30	0.47	-6.79	0.50
社会服务	99.38	0.38	-10.27	0.36	-2.23	0.37	-22.01	0.48
综合	13.05	0.52	13.81	0.39	10.57	0.15	-12.23	0.38

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 开来: 逻辑重构, 股债双牛

复盘历史来看, 股债双牛多是来自于股债两个市场逻辑的统一, 货币政策宽松预期下的联动牛市。

历史上股债双牛的驱动成因主要有几种类型: ①货币驱动型: 货币和流动性充裕驱动的资金向金融市场流动; ②超跌反弹型: 股市或者债市单一市场牛市的同时, 伴随另一市

场超跌反弹；③**拐点错位型**：基本面或其他周期出现轮动切换时，两个市场的投资者定价出现阶段性背离。

股债市场长时间双牛联动的外生驱动因素基本来自于货币和流动性的宽松。典型的阶段是我们前期报告《从股债跷跷板到股债双牛的市场启示》中提到的2014年Q3至2015年Q2的股债双牛行情。2014年8月公布的7月金融数据、9月公布的8月经济增长数据大幅低于市场预期，为应对经济下行压力，货币宽松政策密集出台，市场流动性充裕，股债资产价格“水涨船高”。

政策发力下股市超跌反弹也可能存在较长时间的股债双牛。典型的阶段是2015年下半年。2015年6月至8月上证指数从最高点5178.19点下降2300多点到2850.71点，直到8月26日双降落地后股市开始中期反弹行情；而债市方面，受到经济修复动能偏弱、通胀数据疲弱、美联储加息预期放缓、货币宽松加码等因素驱动，长端利率自7月开始就处于下行通道，股市超跌反弹并没有带动债市回调。

债牛尾声、股市牛熊切换也可能存在股债双牛（股牛尾声、债市牛熊切换同理）。典型的阶段是2016年下半年。2016年下半年供给侧结构性改革初见成效，黑色金属系驱动通胀升温，但同时经济修复动能偏弱、前期酝酿的债市资产荒余温还在、以及人民币加入SDR驱动海外投资力量攀升，债牛对通胀数据的敏感性较低，股债双牛暂时出现。

图7：股债双牛驱动类型复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们判断，本轮股债市场演绎逻辑各有侧重，往后看，预计股债双牛行情或将阶段性并存。

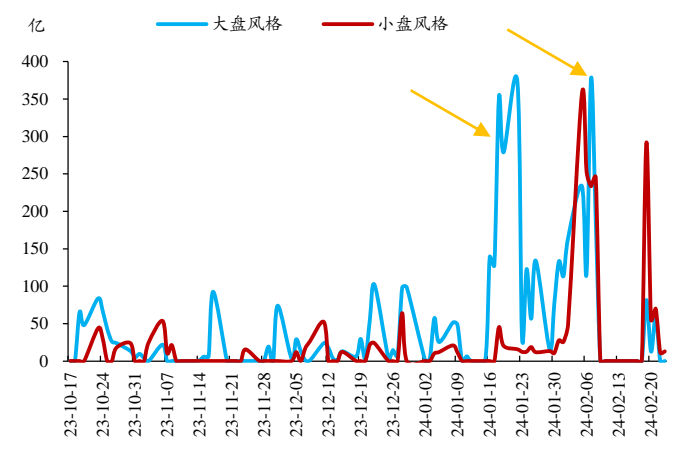
根据我们上文分析，债牛逻辑来自于经济高质量发展和地产周期缺位下的长期做多惯性，而股牛驱动逻辑来自于三点因素的叠加，一是超跌反弹，二是战略资金持续买入，三哑铃策略下的扩散行情：

第一，超跌反弹逻辑。2023年四季度以来，受到投资者风险偏好影响以及雪球、两融等杠杆资金亏损出清等原因的驱动下，2月5日上证指数收于2635.09点，前期杠杆资金亏损出清后，股市超跌反弹逻辑成立。

第二，战略资金对大盘和中小盘持续买入。根据我们测算，1月中下旬战略资金主要增持大盘风格重点ETF，而2月以来战略资金核心增持中小盘风格重点ETF。此外，2月6日中央汇金公司发布公告称，充分认可当前A股市场配置价值，已于近日扩大ETF增持范围，并将持续加大增持力度、扩大增持规模，从情绪面和资金面对A股走势都形成支撑。

第三，哑铃型策略（低波红利+小盘成长）扩散，行情具有普涨性。2023 年以来，市场出于对确定性的捕捉，一端持有低波红利风格，一端持有科技成长风格，兼具对高确定性和高成长性的追逐。我们判断，随着策略的进一步运用，已挖掘资产交易的拥挤化，后续哑铃型策略可能会伴随风格扩散的过程，带动更多风格板块普涨。

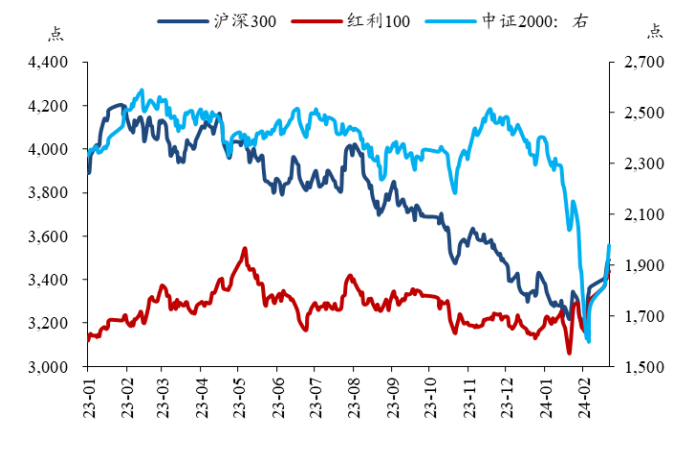
图8：大盘和中小盘重点 ETF 战略资金买入规模测算



资料来源：Wind，浙商证券研究所

估算方式：1、选取 7 只（大盘）/12 只（中小微盘）重点 ETF 场内基金；2、剔除偏高值成交额（标准为当日成交额高于前 5 个交易日均值的 1.2 倍或者是高于 2023 年 10 月以来中位数的 1.4 倍）；3、估算买入额=当日成交额-前 5 个交易日成交额均值（如果遇偏高值则进行剔除，如果前 5 个交易日均为偏高值，则滚动前推至有数据为止）；4、剔除买入额小于 10 亿的数据得最终数据。

图9：沪深 300、中证 2000 和红利 100 指数走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 债市周度复盘

2.1 现券期货市场：LPR 大幅调降，配置需求推动现券收益率震荡下行

周日（2 月 18 日），社融数据超预期但 LPR 降息预期仍存，现券收益率拉高后回落。央行 7 天期逆回购投放 1050 亿，7 天期和 14 天期逆回购共到期 1910 亿，逆回购净回笼 860 亿。全市场资金面情绪指数全天不超过 47。上午，资金面偏宽松，2 月 9 日披露的 1 月社融数据超预期，迎来信贷“开门红”，央行平价小幅超额续作 MLF，但银行类机构配置力量占优叠加 2 月 LPR 降息预期仍存，230026 收益率开盘上行后转为震荡下行。午后，债市交投情绪较平淡，230026 收益率小幅上行后维持平稳走势，收于 2.4400%。全天长债及超长债交易偏平淡，10Y 国债活跃券 230026 成交 619 笔，超长债活跃券 230023 成交 150 笔。按收盘价变化计算，10 年期国债活跃券 230026 收益率上行 0.26BP。

周一（2 月 19 日），LPR 降息预期催化做多情绪，现券收益率震荡下行后小幅回调。央行 7 天期逆回购投放 320 亿，14 天期逆回购到期 1000 亿，逆回购净回笼 680 亿。全市场资金面情绪指数早盘为 50，随后下降，尾盘降至 41。上午，资金面早盘偏中性随后转松，春节后首个交易日权益市场迎来“开门红”或对债市形成一定扰动，230026 收益率偏震荡，收益率中枢小幅下行。午后，资金面偏宽松，2 月 LPR 降息预期仍存，230026 收益率小幅下探后尾盘略微回调，收于 2.4350%。国债期货全线收涨，30Y 国债期货主力合约 TL2403 涨幅最高，收于 105.16 元。全天长债及超长债交易活跃，10Y 国债活跃券 230026 成交 2126 笔，超长债活跃券 230009 成交 769 笔。按收盘价变化计算，T2403 收涨约 1 毛 7 分，10 年期国债活跃券 230026 收益率下行 0.5BP。

周二（2 月 20 日），5 年期以上 LPR 大幅调降 25BP，现券收益率迅速走低。央行 7 天期逆回购投放 410 亿，14 天期逆回购到期 3390 亿，逆回购净回笼 2980 亿。全市场资金面情绪指数早盘为 49，午后降至 45，尾盘上升至 51。上午，2 月 LPR 报价出炉，1 年期 LPR

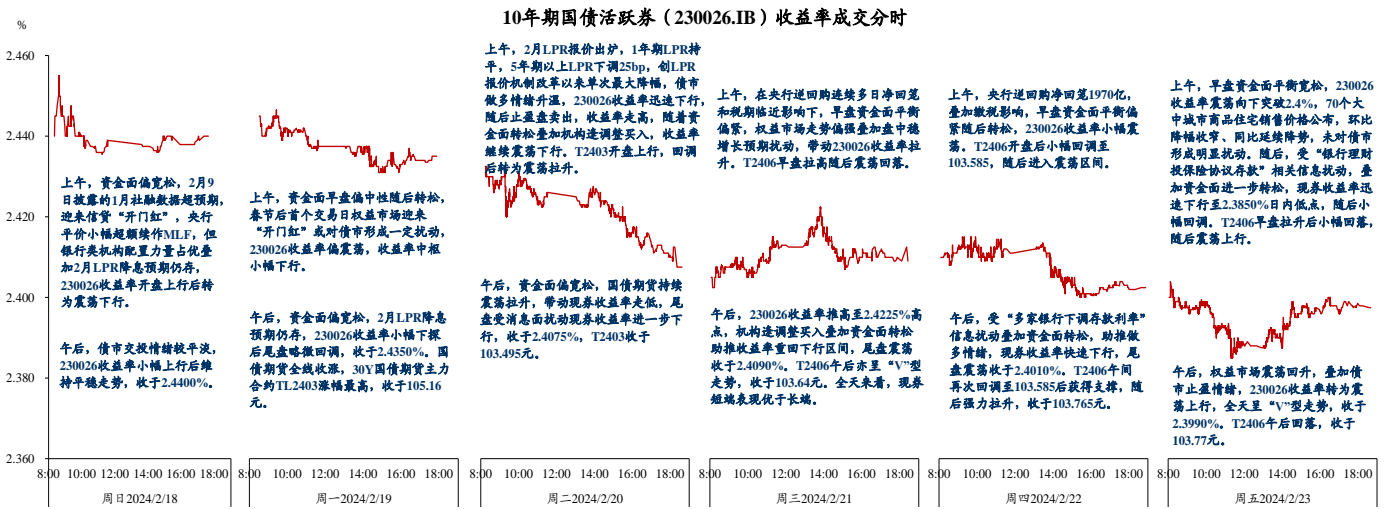
持平，5年期以上LPR下调25bp，创LPR报价机制改革以来单次最大降幅，债市做多情绪升温，230026收益率迅速下行，随后止盈盘卖出，收益率走高，随着资金面转松叠加机构逢调整买入，收益率继续震荡下行。T2403开盘上行，回调后转为震荡拉升。午后，资金面偏宽松，国债期货持续震荡拉升，带动现券收益率走低，尾盘受消息面扰动现券收益率进一步下行，收于2.4075%，T2403收于103.495元。全天长债及超长债交易活跃，10Y国债活跃券230026成交3427笔，超长债活跃券230009成交1390笔。按收盘价变化计算，T2403收涨约8分，10年期国债活跃券230026收益率下行2.75BP。

周三（2月21日），稳增长预期扰动叠加股债跷跷板效应，现券收益率呈现倒“V”型走势。央行7天期逆回购投放490亿，14天期逆回购到期3960亿，逆回购净回笼3470亿。全市场资金面情绪指数早盘为52，午后下降，尾盘降至45。上午，在央行逆回购连续多日净回笼和税期临近影响下，早盘资金面平衡偏紧，权益市场走势偏强叠加盘中稳增长预期扰动，带动230026收益率拉升。T2406早盘拉高随后震荡回落。午后，230026收益率推高至2.4225%高点，机构逢调整买入叠加资金面转松助推收益率重回下行区间，尾盘震荡收于2.4090%。T2406午后亦呈“V”型走势，收于103.64元。全天来看，现券短端表现优于长端。全天长债及超长债交易活跃，10Y国债活跃券230026成交3560笔，超长债活跃券230009成交1134笔。按收盘价变化计算，T2406收涨约6分，10年期国债活跃券230026收益率上行0.15BP。

周四（2月22日），多家银行下调存款利率，现券收益率震荡后转为下行。央行7天期逆回购投放580亿，14天期逆回购到期2550亿，逆回购净回笼1970亿。全市场资金面情绪指数早盘为52，随后下降，尾盘降至47。上午，央行逆回购净回笼1970亿，叠加缴税影响，早盘资金面平衡偏紧随后转松，230026收益率小幅震荡。T2406开盘后小幅回调至103.585，随后进入震荡区间。午后，受“多家银行下调存款利率”信息扰动叠加资金面转松，助推做多情绪，现券收益率快速下行，尾盘震荡收于2.4010%。T2406午间再次回调至103.585后获得支撑，随后强力拉升，收于103.765元。全天长债及超长债交易活跃，10Y国债活跃券230026成交2748笔，超长债活跃券230009成交875笔。按收盘价变化计算，T2406收涨约1毛3分，10年期国债活跃券230026收益率下行0.8BP。

周五（2月23日），银行理财投保协议存款信息扰动，现券收益率演绎“V”型走势。央行7天期逆回购投放2470亿，14天期逆回购到期920亿，逆回购净投放1550亿。全市场资金面情绪指数早盘为48，随后下降，尾盘降至45。上午，早盘资金面平衡宽松，230026收益率震荡向下突破2.4%，70个大中城市商品住宅销售价格公布，环比降幅收窄，同比延续降势，未对债市形成明显扰动。随后，受“银行理财投保协议存款”相关信息扰动，叠加资金面进一步转松，现券收益率迅速下行至2.3850%日内低点，随后小幅回调。T2406早盘拉升后小幅回落，随后震荡上行。午后，权益市场震荡回升，叠加债市止盈情绪，230026收益率转为震荡上行，全天呈“V”型走势，收于2.3990%。T2406午后回落，收于103.77元。全天长债及超长债交易活跃，10Y国债活跃券230026成交3093笔，超长债活跃券230009成交1028笔。按收盘价变化计算，T2406收涨约1分，10年期国债活跃券230026收益率下行0.2BP。

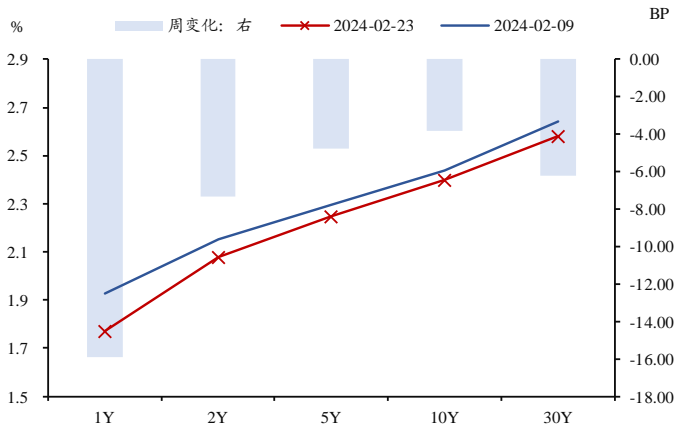
图10: 2024年2月18日-2024年2月23日10Y国债活跃券(230026.IB)走势复盘



资料来源: Wind, choice, 浙商证券研究所

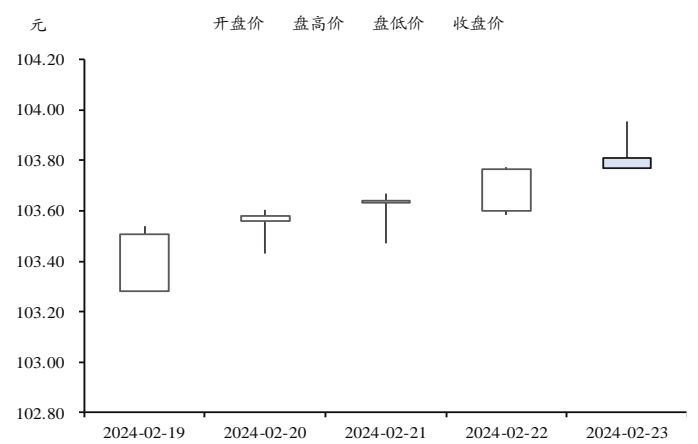
现券收益率全线下行, 国债期货主力合约价格收涨。参考中债估值, 过去一周1年、2年、5年、10年、30年国债收益率分别下行15.66BP、7.09BP、3.90BP、2.93BP、6.96BP, 1年、2年、5年、10年、20年国债收益率分别下行17.00BP、9.42BP、8.93BP、5.00BP、3.00BP。TS、TF、T、TL主力合约收盘价分别上涨0.28%、0.42%、0.50%、0.99%。

图11: 收益率曲线略微走陡



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 过去一周 T2406 行情表现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 未来一周(2月26日-3月1日)提示关注

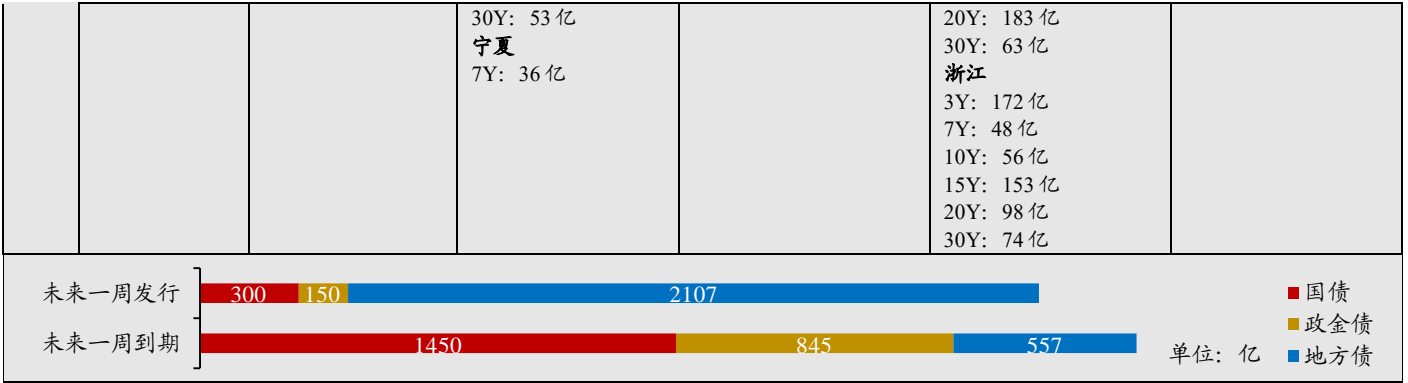
国内: (1) 中国2月官方制造业PMI(前值49.2); (2) 中国2月财新制造业PMI(前值50.8)。

海外: (1) 美国1月核心PCE物价指数年率(前值2.90%); (2) 美国2月Markit制造业PMI终值(前值51.5); (3) 美国2月ISM制造业PMI(前值49.1); (4) 美国2月一年期通胀率预期(前值3.00%); (5) 欧元区2月制造业PMI终值(前值46.1); (6) 欧元区2月CPI月率(前值-0.40%)。

未来一周共有5320亿逆回购到期; 政府债券净缴款2439亿; 利率债发行2557亿, 其中国债300亿元、政金债150亿、地方债2107亿。

表3: 未来一周(2024年2月26日-2024年3月1日)经济日历

类别		2024年2月26日 周一	2024年2月27日 周二	2024年2月28日 周三	2024年2月29日 周四	2024年3月1日 周五
经济数据	国内			1、中国香港第四季度GDP季率(前值0.50%); 2、中国香港第四季度GDP年率(前值4.30%)。	1、中国台湾第四季度GDP年率初值(前值5.12%)。	1、中国2月官方制造业PMI(前值49.2); 2、中国2月财新制造业PMI(前值50.8)。
	海外		1、日本1月核心CPI年率(前值2.30%); 2、美国12月S&P/CS20座大城市房价指数年率(前值5.40%); 3、美国2月谘商会消费者信心指数(前值114.8)。	1、欧元区2月工业景气指数(前值-9.3); 2、欧元区2月消费者信心指数终值(前值-15.5)。	1、美国1月核心PCE物价指数年率(前值2.90%); 2、美国1月个人支出月率(前值0.70%)。	1、美国2月Markit制造业PMI终值(前值51.5); 2、美国2月ISM制造业PMI(前值49.1); 3、美国2月一年期通胀率预期(前值3.00%); 4、欧元区2月制造业PMI终值(前值46.1); 5、欧元区2月CPI月率(前值-0.40%); 6、美国2月密歇根大学消费者信心指数终值(前值79.6)。
事件		1、欧洲央行管委Vujcic发表讲话; 2、欧洲央行管委斯图纳拉斯发表讲话; 3、世界贸易组织(WTO)举行部长级会议(待定)。	1、欧洲央行行长拉加德出席关于欧洲央行2022年年度报告的辩论会; 2、2025年FOMC票委、堪萨斯联储主席施密德就经济前景和货币政策发表讲话。		1、2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克参加炉边谈话; 2、FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加长岛协会组织的经济简报会。	1、2024年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特就金融稳定和监管发表讲话; 2、FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话; 3、美联储理事沃勒就美国货币政策发表讲话。
公开市场到期		1370亿7天期逆回购到期。	410亿7天逆回购到期。	490亿7天逆回购到期。	580亿7天逆回购到期。	2470亿7天逆回购到期。
未来一周共有 5320 亿逆回购到期						
政府债券净缴款		818 亿	-26 亿	812 亿	104 亿	731 亿
未来一周共有 2439 亿政府债净缴款						
利率债发行	国债					贴现国债 182D: 300 亿
	政金债	农发(增) 3Y: 70 亿 5Y: 80 亿				
	地方债(按性质)	一般债 7Y: 123 亿	一般债 7Y: 36 亿 10Y: 71 亿 专项债 5Y: 9 亿 7Y: 7 亿 10Y: 163 亿 15Y: 185 亿 20Y: 287 亿 30Y: 53 亿	一般债 7Y: 29 亿 专项债 10Y: 20 亿 15Y: 14 亿 20Y: 9 亿 30Y: 32 亿	一般债 7Y: 25 亿 专项债 2Y: 3 亿 3Y: 239 亿 5Y: 41 亿 7Y: 70 亿 10Y: 89 亿 15Y: 181 亿 20Y: 281 亿 30Y: 137 亿	
	地方债(按省份)	内蒙古 7Y: 123 亿	福建 7Y: 7 亿 10Y: 18 亿 15Y: 74 亿 20Y: 200 亿 河北 5Y: 9 亿 10Y: 216 亿 15Y: 111 亿 20Y: 86 亿	海南 10Y: 20 亿 15Y: 14 亿 20Y: 9 亿 30Y: 32 亿 陕西 7Y: 29 亿	北京 2Y: 3 亿 3Y: 67 亿 5Y: 41 亿 7Y: 47 亿 10Y: 2 亿 四川 7Y: 0.3 亿 10Y: 31 亿 15Y: 28 亿	



资料来源: Wind, 金十数据, 浙商证券研究所

3 风险提示

官方和市场确认基本面出现积极信号, 经济数据边际显著改善, 导致债券市场调整;
稳增长发力政策大幅超出市场预期, 如地产政策出现明显转向, 导致债券收益率上行;
货币政策出现边际收敛, 例如降准降息预期落空, 资金面边际收敛导致债券收益率上行。

债券投资评级说明

利率债：以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

1. 增持：利率风险下降，净价存在上涨空间；
2. 中性：利率风险平稳，净价存在小幅波动；
3. 减持：利率风险上升，净价存在下跌空间。

信用债：以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

1. 增持：信用风险下降，净价存在上涨空间；
2. 中性：信用风险平稳，净价存在小幅波动；
3. 减持：信用风险上升，净价存在下跌空间。

可转债：以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债指数涨跌幅为评级标准，定义如下：

1. 增持：转债表现强于中证转债指数；
2. 中性：转债表现与中证转债指数持平；
3. 减持：转债表现弱于中证转债指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。建议：投资者买入或卖出相关债券取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>