

2022年11月23日 星期三

## 国债

### 一、行情回顾

#### 1. 价格与持仓

上周债市继续有所调整，收益率方面，10Y 国债收益率进一步上行约 9BP 至 2.83%，来到本年内高位，其中上周一单日上行几乎达到 10BP。此外，国债期货价格波动也较大，T2303 价格最低至 99.16 元，最后收于 99.56 元，相比于前一周下降 0.95 元。

从成交持仓上看，成交也呈现明显放量，持仓量则整体先升后降。上周 T、TF 和 TS 的日均成交量分别为 22.01 万手、13.10 万手和 7.29 万手，明显较高，成交量较高的原因一方面与当前正处于移仓换月高峰阶段有关，另一方面则是由于近期市场波动较大所带动。而近期市场的较大波动，前期或更多受政策面因素影响，但近几日则更多受情绪面风险偏好降低的冲击，大跌之后市场担忧情绪仍未消解。不过结合持仓变动来看，当前已有部分空头有止盈表现。

#### 2. 隐含回购利率 IRR

截至上周五，T、TF 和 TS 当季合约 CTD 的 IRR 分别为-2.62%、-1.33%和 0.70%，次季合约 CTD 的 IRR 分别为-0.91%、0.03%和 1.07%，次季合约的 IRR 明显偏高。但国债期货当季和次季合约 CTD 的 IRR 整体下行，尤其是 T 和 TF 品种的

IRR 下行较多。在政策面以及情绪面等因素的共同影响下，上周空头情绪进一步升温，国债期货表现也比现券更偏弱，有可能推动 IRR 继续下行。

### 3. 基差

上周五，T、TF 和 TS 当季合约 CTD 基差分别为 0.3471 元、0.2591 元和 0.0710 元，整体来看依旧处于高位。进入 11 月之后，在国债期货冲高回落以及股市情绪好转等因素影响下，债市情绪走弱，基差收敛比较缓慢，尤其是近期在政策面因素影响下，基差又有所反弹，远月合约基差大幅上升。

### 4. 跨期移仓

截至上周五，T、TF 和 TS 跨期价差分别为 0.925 元、0.63 元和 0.31 元。移仓速度明显加快，至本周一 T、TF 和 TS 移仓进度分别为 61%、62.5%和 49.2%。目前来看，本轮跨期价差呈现明显走阔，一方面空头移仓压力较大这一特点在这一轮移仓中仍有所体现，另外前期的部分席位集中移仓的问题也较为突出，并推动了跨期价差的大幅走阔。而除此之外，在政策面调整超预期以及情绪面因素等影响下，远月空头力量大幅走强，也推动了近一段时间跨期来到高峰期。

### 5. 收益率曲线

上周曲线继续呈现一定走平，10Y 国债收益率上行约 9BP，2Y 国债收益率上行约 14.8BP。近期在资金面收敛的背景下，收益率整体上行，且短端利率上行更加明显。上周前半段资金面继续有收敛表现，市场利率也上行至政策利率附近，而值得注意的是央行对冲操作也呈现一定加码，上周后半段资金面整体有所转松。当前跨品种价差已明显压缩。

## 二、基本面信息

上周债市的波动受政策面以及情绪面因素影响较大，综合来看以利空消息为主。具体表现为如下几个方面。

### 1. 楼市刺激政策大幅出台和防疫政策有所放松

近日，央行和银保监会共同发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，内容涉及开发贷款、信托贷款、保交楼、房企纾困、个人房贷和征信等方面共 16 条措施。

此外，交易商协会对于房企融资端的支持也正在快速有序落地。央行近期拟发布保交楼贷款支持计划，至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。

全国各地疫情防控政策开始出现边际性放松，这些内容均向市场释放了积极信号，较大地改善了市场的风险偏好。期债市场利空预期增加。

### 2. 货币政策操作偏谨慎

本月月中有 1 万亿元 MLF 到期，央行开展 8500 亿元 1 年期 MLF 和 1720 亿元 7 天期逆回购操作，操作当日另有 20 亿元逆回购到期。MLF 操作比预期有所缩量，令此前市场预期的降准置换落空。

11 月 16 日央行发布《2022 年第三季度中国货币政策执行报告》，与二季度报告相比，三季度报告表述整体偏紧。政策组合上，“宽货币”格局接下来可能面临一定修正，“宽信用”则可能将继续加码，叠加近期疫情防控和地产产业政策出现较大边际变化，市场资金可能将逐步从债市更多地流入风险资产市场。

### 3. 债市迎来“赎回潮”

近期权益市场回暖的情况下，债券市场上周迎来大规模“赎回潮”，尤其在 11 月 16 日，10 年国债收益率上行至 2.86%，国债期货 10 年期主力合约下跌 0.27%。截至 11 月 18 日债市连续五天下跌。

赎回潮背后的主要原因包括风险偏好的转变；资金面边际收敛以及机构行为的推动。其中资金面的边际收紧则是上面提到的货币政策操作偏谨慎的结果，而在理财产品净值化以后，债券市场的快速下跌会在短时间内反映到产品净值上，此时一些风险偏好较低的投资者会选择先赎回产品，产品赎回导致利率进一步上行，从而强化了投资者的止损心态，形成负反馈。

#### 4. 10 月经济数据整体偏弱

10 月经济数据上周已经基本公布，其中包括：

10 月 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅创 5 个月新低；规模以上工业增加值同比上升 5%；10 月制造业 PMI 与服务业 PMI 均回落至收缩区间，且低于市场预期；10 月社会消费品零售总额同比下降 0.5%；1-10 月固定资产投资同比上升 5.8%；1-10 月房地产开发投资下降 8.8%。

整体上数据均有不同程度低于预期，其中地产投资同比下降较上月扩大、社会零售消费当月同比转为负增长，从以上的高频数据来看截至目前 11 月地产销售没有明显好转，部分城市疫情确诊病例仍在上升期仍会影响消费，利好地产和消费的优化疫情防控和宽松地产政策，落地生效需要时间。10 月经济数据整体对债市形成一定支撑。

## 免责声明

本报告分析师/投资顾问在此声明，本人取得中国期货业协会授予期货从业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

本报告仅提供给国新国证期货有限责任公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归国新国证期货有限责任公司所有。未获得国新国证期货有限责任公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述期货合约的买卖价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

国新国证期货有限责任公司研发部及其投资顾问认为本报告所载资料来源可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。