

2022年12月5日 星期一

## 国债

### 一、行情回顾

#### 1. 价格与持仓

受到11月末降准影响，近期国债期货呈现一定反弹，但周内波动较大。结合持仓量来看，上周持仓整体有所回落，尤其是此前积极入场博弈的空头出现大幅减仓，而多头入场仍显犹豫。不过上周五，这部分空头减仓有所放缓，且出于偏短期博弈的考虑空头积极入场，这又带动持仓有所回升。市场波动更多受空头情绪变化影响，多头稍显谨慎。

#### 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，上周虽然多头情绪有所回暖，但空头情绪进一步升温，使得国债期货表现依旧比现券更偏弱，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，近期受政策预期影响，债市情绪偏弱，国债期货基差也明显反弹，并处于相对高位。而目前来看弱现实与强预期的博弈仍在延续。纵观整个 11 月，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

上周五，T、TF 和 TS 跨期价差分别为 0.98 元、0.655 元和 0.375 元。当前 2212 合约移仓已接近尾声，至上周五 T、TF 和 TS 移仓进度分别为 71.5%、71.2% 和 59.8%。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

上周曲线呈现一定陡峭化，10Y 国债收益率变动不到 1BP，2Y 国债收益率下行约 6.2BP。近期稳增长政策频出，长端受稳增长政策及预期的压制明显，而短端在资面重新有所转松后呈现一定下行。DR001 和 DR007 近期整体回落，上周二 DR001 一度降至 0.87% 低位，另外央行宣布将于 12 月初降准，这也将增加流动性。短期可适当关注曲线做陡机会。

## 二、基本面信息

近期市场的关注重点都与流动性有关：11 月下旬前半段资金面情绪修复，在公开市场净回笼的前提下，银行间隔夜加权一度回落至 1% 以下，在此期间国债期货明

显反弹，这也侧面证明了恐慌情绪是此前债市大跌的原因之一。而后半段的走势则更为波折，11月23日晚间国常会释放降准信号后，利率先下后上，周五大幅下跌。而在11月25日盘后央行正式宣布全面降准25bp，未来市场走势的不确定性进一步增加。具体基本面因素因素主要围绕降准所带来的影响，整体来看短期对多头情绪有所提振。具体表现如下：

### 1. 降准政策开启

11月25日盘后央行发布公告宣布降准25bp，共释放长期资金5000亿元，降准后金融机构加权平均准备金率约为7.8%。

降准原因依旧是为了对冲资金面的压力，在12月有7500亿即将到期的特别国债以及对冲11月月中所释放的5000亿MLF。而今年由于春节时间较早，与元旦时点比较接近，在这些重要时点上的流动性冲击不应忽视。

### 2. 银行资金成本降低加速楼市政策落地

结合近期的地产政策，央行射出了促进民营企业融资的“第二支箭”，具体针对房企。在“地产16条”之后，国有大行已经与多家房企达成了总计12750亿元的意向性授信额度，并且后续将把帮扶对象的范围从全国性房企拓宽到地方房企，资金提供方也将从国有大行扩展到股份制银行。对银行来说，降准能够有效降低资金成本，加速政策落地。

### 2. 货币政策或会更偏向宽信用

整个11月央行开展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“赎回潮”有所缓解

上月下旬在权益市场回暖的情况下，债券市场上周迎来大规模“赎回潮”，债市连续五天大幅度下跌。在“赎回潮”之下债市的信心受到明显冲击，降准所导致的资金面的放松能够有效缓解恐慌情绪的作用。

## 三、后续关注信息

降准信息放出后，债券市场高开低走，涨幅并不算太多，这说明市场虽然短期利多情绪有所回暖，但长期来看对于降准的判断更偏向利多出尽，因此止盈情绪较重。而在降准正式落地后，十年期国债活跃券收益率进一步上行，尽管后续利率有所回落，但整体看来降准落地上现券利率基本持平，以上信息均表明当前市场参与者对于利多消息的敏感度有所钝化，用以偏空思维考虑问题的倾向增加。

### 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。