

2022年12月15日 星期四

国债

一、行情回顾

1.价格和持仓变化

上周国债期货不同品种间价格走势呈现一定分化，持仓变动也同样呈现一定分化。T 主力合约价格由上周五的 99.61 增至本周一 99.725，整体有所上涨，而 TF 主力合约和 TS 主力合约的价格则有所下行。

另外在持仓方面也有所分化，T 主力合约和 TS 主力合约持仓量有所下降，而 TF 主力合约持仓量则呈现明显上升。这一现象反映当前市场在 TF 主力合约上的博弈更显激烈。

虽然价格有所下行，但是 TF 合约多头入场动力也有所增强。而从 T 主力合约周内的价格变动以及持仓变动来看，价格整体先下后上，持仓整体先上后下，说明近期基本面强预期有所兑现后，空头平仓动力呈现一定增强，带动持仓量下行。

2.IRR 的变化

上周，国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 整体有所上行。上周五，T、TF 和 TS 主力合约 CTD 的 IRR 分别上升了 3.6BP、2.3BP 和 1.5BP。相比于前期空头情绪占绝对主导的局面，当前虽然空头情绪仍然偏强，但是整体上看，多空情绪相比于前期已经有所均衡。在上周中央政治局会议召开、防疫政策强转向背景下，随着强

预期的落地，空头情绪可能也有所减弱。

3.基差变化

从11月下旬开始，受政策预期影响，国债期货基差大幅走高。但上周强预期有所兑现后，基差整体也呈现一定收敛。值得注意的是，虽然上周强预期有所兑现，但是目前地产等不利因素的影响也仍未完全消退，弱现实与强预期的博弈仍将持续。后续来看，当基差收敛动力随着基本面情形的好转可能进一步增加。

4.跨期价差

从上周开始，2212合约开始进入集中交割。对于跨期移仓合约，整体上看本轮跨期价差呈现明显走阔，空头移仓压力较大在这一轮仍有所体现，另外部分除此之外，在政策面以及情绪面因素影响下，远月空头力量大幅走强，也推动跨期价差来到近年来的高位。

5.收益率曲线

上周曲线整体有所走平，短端上行幅度更大。目前来看，跨品种价差收窄至较低水平。

二、基本面信息

近期基本面综合来看，债市收益率或已充分考虑防疫优化和地产放松后经济修复，但短期市场情绪有所企稳，但当前经济基本面还未走出低谷，弱现实局面恐仍会持续较长时间，总体来看期债市场利多消息居多。

利多因素

11 月 PMI 低于预期

国家统计局数据显示，11 月份，受国内疫情点多面广频发，国际环境更趋复杂严峻等多重因素影响，中国采购经理指数回落，其中制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 48、46.7 和 47.1，均不及市场预期，其中制造业 PMI 为年内次低，显示我国经济景气水平总体有所回落。

11 月 CPI 继续走低

11 月 CPI 同比为 1.6%，低于前值 2.1%，这是继 9 月之后连续二个月回落。PPI 同比为-1.3%，与前月持平，也是年内低点。短期来说，通胀明显处于较低位置。CPI 环比从 0.1%回落至-0.2%，主要是受到食品拖累。其中猪肉的环比转负和蔬菜的环比降幅扩大是主要影响。伴随防疫优化政策推进，未来需求释放下通胀有抬头的可能。目前看消费和地产仍在低位尚不具备通胀快速上行的基础，短期通胀可能并非债市主要担忧的因素。

11 月出口、进口均连续二个月负增

11 月全国进出口总值、出口和进口总值的同比增速均较 10 月份大幅放缓。按美元计，11 月出口同比-8.7%，进口同比-10.6%，均低于预期。但随着疫情管控不断优化，有助于产业链更畅通，对出口与进口都有一定帮助。未来中国贸易数据较大概率阶段性回暖。

企业债减少拖累 11 月社融数据

近期债市收益率普遍上升、融资成本增加导致发行人发行意愿下降，尤其是流动性弱长久期企业债受到的冲击更大，11 月整体取消发行的企业债规模接近 800 亿，企业债融资出现了明显地下行。企业债 11 月仅新增 596 亿，而去年同期是

4006 亿。这也导致了今年 11 月社融仅为社融新增 1.99 万亿，比去年同期降低接近 30%。

M2 和 M1 剪刀差有所扩大

11 月 M2 增速高达 12.4%，但 M1 却不增反降下行到了 4.6%，M1 和 M2 的增速明显背离。主要原因可能是是疫情导致预防性储蓄上升，消费意愿下降。数据端显示，11 月居民存款新增 2.25 万亿，企业存款仅新增 1976 亿，差距非常大。

利空因素

新增特别国债发行

12 月 9 日，财政部发布通知称，为筹集财政资金，支持国民经济和社会事业发展，决定定向发行 2022 特别国债，面值为 7500 亿。这一举措可能会使得国债供给压力进一步扩大。

中央政治局会议释放明年 “稳增长+宽财政” 信号

12 月中央政治局会议提到“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”会议将稳增长摆在突出位置。对于明年的财政政策，中央政治局会议强调“积极的财政政策要加力提效”，从会议对财政政策的表述上可以看出，财政政策整体基调也偏积极，明年延续积极发力状态的可能性较大。

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。