

## 国债

### 一、行情简介

#### 1.成交与持仓

上周国债期货成交持仓均有所回落，市场活跃度偏低，T 主力合约价格先降后升整体较为震荡。

成交量方面，上周 T 主力合约日均成交量降至 5 万手以下，平均约 4.69 万手，其中上周四最低仅有 3.75 万手，持仓量方面，上周 T 主力合约持仓量下降较明显，市场整体活跃度不高，而这可能也和疫情冲击有一定关系。

从多空来看，多头呈现一定分化，此前一周期积极入场的多头在上周的离场动力有所增强，持仓下行明显，而偏短期博弈的多头上周前半周呈现积极入场，这也带动了国债期货市场情绪在上周前半段的整体有所恢复。空头方面，持仓变动相较于多头整体偏小。

#### 2.隐含回购利率 IRR

上周，国债期货各主力合约 CTD 券的 IRR 整体有所下行，其中 T 主力合约和 TF 主力合约 CTD 的 IRR 下行明显。近期债市整体呈现出从对强预期到对弱现实的反应，在此过程中 IRR 波动有所增加。而上周或受第一波疫情阳性形势好转以及防疫政策进一步调整的影响，这一过程也受到一定扰动。不过短期来看，弱现实的改善可能仍有待观察，另外弱现实下央行操作也仍偏积极。

### 3.基差变化

12月受政策预期影响，国债期货基差明显反弹，并来到高位，随后整体呈现高位震荡状态。近期伴随强预期有所兑现，市场开始对弱现实有更多反应，基差整体有所收窄。而上周在防疫政策进一步有所调整的情况下，这一过程也有所停顿，基差暂未进一步收敛。目前来看，基差仍处于高位，且短期弱现实能否改善仍需检验。在这一情况下，当前基差收敛速度很大程度取决于基本面状况的变化。

### 4.收益率曲线变化

上周曲线整体有所变陡，10Y 国债收益率上行约 1BP，2Y 国债收益率则基本未有变动。目前长端利率调整压力或仍然更大。短端在央行连续大额投放的作用下，情绪相对积极，上周央行通过公开市场操作净投放 9750 亿元。在资金面预计维持宽松背景下，相比于长端，短端确定性或更强。

## 二、基本面消息

从近期的数据来看，弱现实的经济环境依旧在延续，对债市来说近期利多消息居多。

### 利多因素

#### 大额净回笼下资金面仍保持宽松

央行在年前连续多日进行大额逆回购投放，累计净投放 16790 亿元，远高于往年同期水平。同时临近春节，央行净回笼量大、1月中旬的缴税高峰和居民取现需求增加都可能会对资金面造成扰动。对此，央行近期很可能会加大公开市场操作力

度，采用多种货币政策工具维持银行间市场流动性合理充裕，因此对于忧资金面收紧无需过度担忧。

### **有效融资需求不足，信贷恢复较慢**

从近期票据利率走势来看，实体经济有效融资需求依然不足，去年 12 月信贷投放总量表现一般。今年 1 月信贷增长在疫情干扰叠加低温天气、基本面修复受阻的影响下，可能会弱于去年同期，但考虑到政策持续发力、基本面加快改善，一季度信贷的整体表现有望超预期。对于期债市场而言，短期央行对银行间流动性的呵护以及信贷修复节奏较缓使得近现券和期债均有所回温。

### **12 月 PMI 指数继续低于临界点**

12 月份，受疫情冲击等因素影响，中国采购经理指数比上月有所下降，其中制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 47.0%、41.6%和 42.6%，我国经济景气水平总体有所回落。制造业生产经营景气水平较上月有所回落。主要原因是受疫情冲击等因素影响对国内经济再次造成冲击。

## **利空因素**

### **央行四季度例会明确表示加大稳健货币政策实施力度**

央行四季度例会表示要用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。预计 2023 年融资环境将维持稳健略偏宽松，实体经济将面临更加稳定适宜的货币金融环境。

### **欧元区 12 月 PMI 小幅回升**

欧元区 2022 年 12 月制造业 PMI 终值为 47.8，较 11 月的 47.1 有所回升。

尽管仍低于荣枯线 50，但这一数据表明，随着供应链开始复苏、通胀压力逐渐缓解，欧元区制造业活动低迷可能已经过了低谷。此外，工业产出指数同样较 11 月有所回升，尽管连续第七个月低于荣枯线，但为去年 6 月以来最高。市场对欧元区经济的回暖保持一定信心，这一变化也有利于我国出口状况的改善。

## 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。