

国债

一、行情回顾

1.成交持仓变化

上周国债期货市场情绪整体继续偏强，且表现也继续强于现券，这也进一步印证近期国债期货基于贴水修复快速升温。当前国债期货 2303 合约逐渐进入移仓换月高峰阶段，2303 上持仓量开始呈现明显下降，2306 上持仓量明显上升。

值得注意的是，各品种的总持仓量则再次呈现明显累积，T 合约总持仓量增加 6385 手，多空分歧又有所加剧。从多空双方来看，节后减仓的空头，近期又再次入场，而多头方面，情绪似乎也并不坚定，持仓波动较大，整体表现为偏短期博弈的特点。

2.隐含回购利率 IRR

上周，国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 整体呈现一定分化，长端 T 品种的 IRR 呈震荡走势，而短端 TF 和 TS 品种的 IRR 则有所上升，次主力合约同样呈现这一特点。IRR 走势的分化意味着，当前长端上多空博弈更为激烈，节后多头情绪升温导致 IRR 快速反弹。而短端随着央行的积极投放以及资金面有所转松，多头情绪仍较强。

3.基差

近期，国债期货 2303 合约临近交割月，基差收敛动能较强。节后高基差开局以

及基差收敛动能带动市场情绪明显升温。上周国债期货基差呈现大幅收敛。整体上看，本轮基差收敛速度相对较快，当前 2303 合约基差偏高程度已明显有所压缩，后续基差收敛策略可逐渐转移至远月合约。

4.跨期移仓

从不同品种来看，近期长端多空的移仓矛盾更突出，空头移仓压力更大，而短端尤其是 TS 合约上多空移仓矛盾或相对缓和。

5.收益率曲线

上周曲线整体有所变平，10Y 国债收益率上行 0.6BP，2Y 国债收益率上行 1.8BP。当前长端利率开始呈现比较震荡的走势，上周 10Y 国债收益率在 2.89%-2.9%之间窄幅震荡，多空分歧加剧。

二、基本面信息

近期债市基本面的关注点主要集中在本月中旬公布的 1 月金融数据，整体基调依旧显示前期推出的一系列稳增长政策仍有待发力。1 月 CPI 同比上行 2.1%，PPI 同比下降 0.8%，均低于预期。而更值得关注的是社融与信贷数据的变化。

1.1 月的信贷增速和社融增速明显背离，债市反应平平

1 月信贷高增，新增人民币贷款 4.9 万亿元，比去年同期高出 9200 亿元，比 12 月更是大幅上涨。

而 1 月社融则并未呈现同比高增。在信贷高增的情况下，1 月新增社融虽然相比于 12 月有所上涨，达到 5.98 万亿元，但相较于去年同期则偏低，下降 1959 亿元。

但债市对此似乎并无太大反应。金融数据公布后国债收益率甚至有所下行。这一表现背后，一方面或说明，市场对今年经济修复的预期较高，尤其是在近期票据利率上行的背景下，市场对年初信贷放量可能已经有了比较充分的预期。另外居民信贷需求也仍偏弱，信贷高增的对于稳增长改善效果仍需进一步观察。这可能也使得 1 月金融数据的公布并不能有效打破当前债市多空分歧较大，市场较为震荡的局面。

2.企业债和政府债券是信贷社融背离的主要原因

信贷与社融增速的背离主要受政府债券和企业债券项等影响。在分项上，政府债券项同比少增 1886 亿元，企业债券项同比少增 4352 亿元，是主要拖累项，尤其是企业债券项对社融拖累较为明显。主要原因是因为，在宽信用政策发力的背景下，贷款利率在未来一段时间或仍维持在低位，且银行信贷投放较为积极，这使得企业更倾向于通过信贷的方式，而不是发行债券的方式来融资。

3.商品房销售回升不及预期

而拖累社融的另一个因素主要表现为居民消费意愿依旧低迷，其更直接的表现是商品房的成交数据依旧偏低迷，1 月份，全国 70 个重点城市新建商品住宅成交面积为 1506 万平方米，环比减少 37%，同比减少 32%。虽然由于今年 1 月份是春节月份，所以成交规模本身不会太大，但与往年同期数据相比依旧大幅下滑。

三、总结

总的来看，近期经济依旧处于弱修复的过程中，债市处于震荡偏强格局。主要原因还是来自于对于后续消费修复甚至地产复苏的不确定性。三月两会召开前，预

期层面的博弈将是影响利率走势的关键因素。

不论是去年召开的 2023 年经济工作会议上，对于财政、货币政策基调的定调，还是央行公开市场对于流动性的呵护，都使得市场对货币政策保有信心。因此，短期内预期的反复并不会打击市场对于经济复苏的信心，市场反而会对货币宽松这样的刺激政策抱有更大期待。

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。