

广州金控期货有限公司  
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO., LTD.

# 宏观国债研究

——宽信用渐行渐近 债市顶部徘徊

广金期货研究月报

2022年2月27日 星期日



期货研究月报

宏观国债研究

广州金控期货研究中心

研究员：李彬联

期货从业资格：F03092822

投资咨询资格：Z0017125

邮箱：libinlian@gzjqh.com

座机：020-88523420

相关图表



相关报告

《俄乌局势再生波折，大宗商品怎么看？》20220221

《短期利多兑现 收益率面临反弹风险》20220102

《12月PMI数据点评：成本回落、需求改善，企业加快补库存》20211231

《全球疫情跟踪—Omicron影响几何》20211229

《降准迅速落地，大宗商品保持谨慎、利率债增配》20211207

宽信用渐行渐近 债市顶部徘徊

【本月观点】

2月债市先弱后走强，全月现券收益率波动加剧，整体呈现向上趋势，10年国债收益率在2.80%附近博弈。在金融数据超预期修复、一线城市房贷利率下调引发的宽信用担忧下，期现货齐步大跌。不过随着央行超量投放中长期流动性，逆回购加力扶助税期资金面，中央一号文件再提降准等因素支撑，以及月末俄乌战争爆发引全球避险，进入下旬阶段债市显著转强。

3月两会在即，宽信用忧虑难消，机构关注更多政策面消息。短期密切关注俄乌战争动向，特别是欧美与俄罗斯政治博弈带来的影响。随着宽信用进程的不断推进，债市将在高位徘徊。

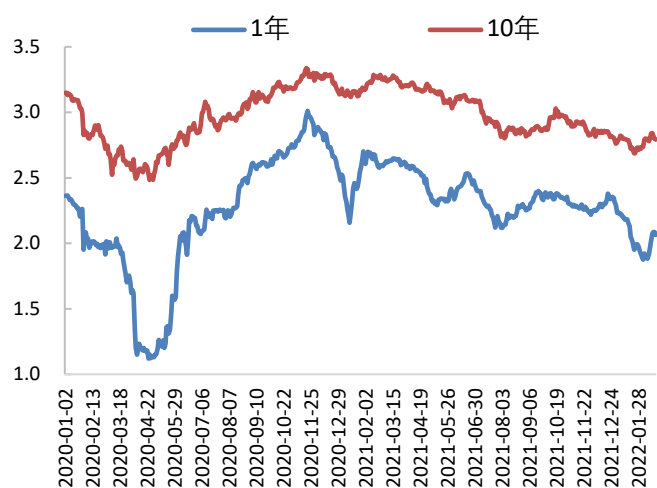
## 目 录

一、债市行情综述.....	4
二、货币市场流动性监测.....	5
1.MLF 超量平价续作，流动性无虑.....	5
2.票据利率重新下行.....	5
3.同业存单发行规模未现错位缩量，收益率中枢略降.....	6
三、宽信用预期启动，地缘政治风险来袭.....	7
1.社融、信贷大超预期，房地产边际调整.....	7
2.俄乌关系从紧绷到战事.....	8
四、综合展望.....	9
免责声明.....	10

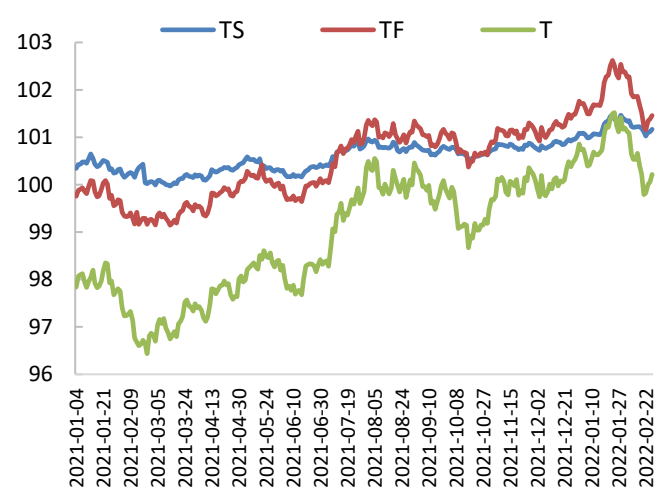
## 一、债市行情综述

2月债市行情基本围绕“宽信用”以及海外地缘政治风险两条主线展开，中上旬债市调整为主，尤其天量社融及信贷数据夯实、房地产政策边际调整，宽信用预期急速升温，10年国债收益率一度反弹至2.85%水平，较1月末涨超15BP；下旬受俄乌紧张格局，避险情绪驱动债市反弹，月末10年收益率小幅回落至2.80%附近，1年期收益收于2.06%，较上月上行近9个基点。

图表 1：国债收益率（%）



图表 2：国债期货活跃合约价格（元）



数据来源：Wind 数据库，广州金控期货研究中心

期货市场全线疲弱，月中三大活跃合约完成切换，TS2206、TF2206、T2206 分别累计下跌 0.280 元、0.880 元、0.905 元，中长端跌幅明显。全品种交投来看，一方面受春节假期工作日偏少影响，2月总体交易量显著下滑，不过在移仓换季阶段，日均交投亦周期性增加，TS、TF、T 合约分别日均交投 20817 手、50260 手、97089 手，分别环比大幅增加 6693 手、14690 手、30016 手。持仓方面，三大品种小幅分

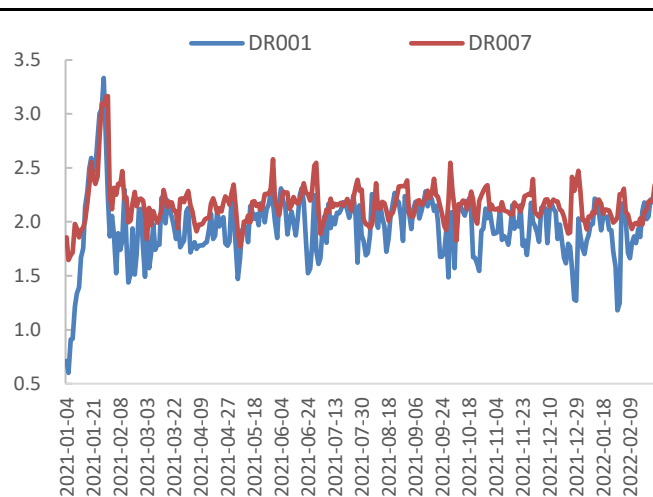
化，TS 全合约日均持仓 46620 手，小幅降 3736 手；TF 以及 T 全合约分别日均增仓 14012 手、1890 手。

## 二、货币市场流动性监测

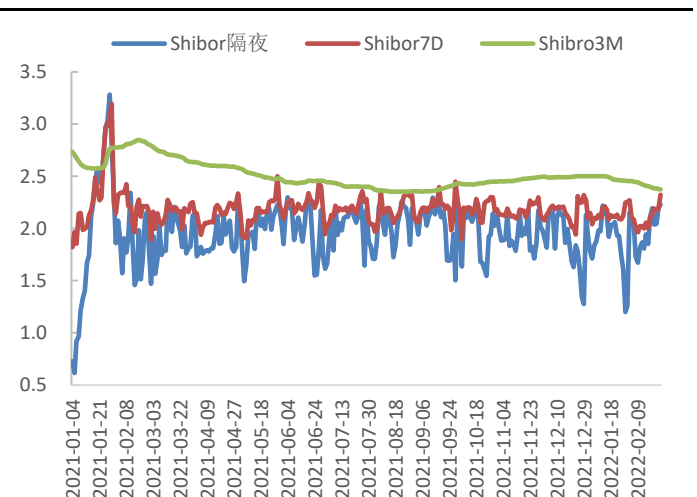
### 1. MLF 超量平价续作，流动性无虑

经历了 1 月逆回购利率以及 MLF 利率双双下调 10BP 后，2 月政策利率保持稳定，不过月中 MLF 操作 3000 亿，对冲到期的 2000 亿后，小幅超量 1000 亿，预示央行在流动性呵护依然不遗余力。尤其在月末阶段，为了避免税期扰动，央行共计投放 8000 亿短期流动性，利率中枢保持稳定。DR001 均值中枢 1.9665%，上移 9.5BP；DR007 均值中枢 2.0763%，下移 2.4BP。隔夜 Shibor 均值中枢 1.9769%，上移 9.5BP；7 天 Shibor 均值中枢 2.0921%，下移 4.9BP；3 个月 Shibor 均值中枢 2.4127%，下移 7BP。

图表 3：银存质押回购利率（%）



图表 4：Shibor 利率（%）



数据来源：Wind 数据库，广州金控期货研究中心

### 2. 票据利率重新下行

2月票据市场转贴利率快速，3月末到期的国股银票利率再现0.1%低价，足年票也走低超过40个基点至2%下方。2月整体信贷投放预期不佳，引发大行为主的强劲收票需求压低票价。

目前资金面对票据市场的影响几无影响，转贴价格后续走向全赖于信贷因素。在信贷投放预期恢复前，票据价格料难出现趋势性反弹。

图表5：国股银票转贴利率（%）



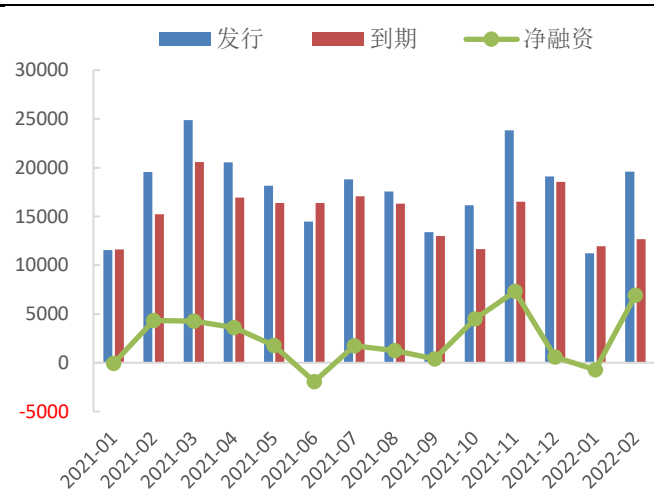
数据来源：Wind 数据库，广州金控期货研究中心

### 3. 同业存单发行规模未现错位缩量，收益率中枢略降

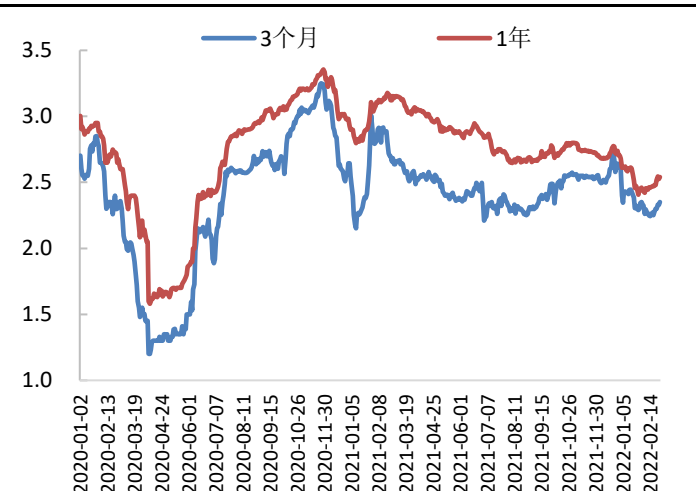
尽管农历春节假期出现错位，同业存单发行规模维持正常水平，全月发行规模19589.1亿，相应到期量12658.3亿，净融资规模6930.8亿。分期限来看，1个月、3个月、6个月、9个月、1年期分别发行1419.6亿、2647.7亿、2590.9亿、1518.4亿和10982.3亿，1年期发行规模巨大；按发行主体来看，国有银行、股份制银行、城商行、农商行以及其他中小银行分别发行3541.7亿、7771.8亿、5779.1亿、1530.7亿、

534 亿。收益率中枢小幅回落 6 个基点，不过中下旬开始快速反弹，高等级 1 年期收益率重回 2.50% 上方。

图表 6：同业存单发行与到期(亿元)



图表 7：同业存单收益率 (%)



数据来源：Wind 数据库，广州金控期货研究中心

### 三、宽信用预期启动，地缘政治风险来袭

#### 1. 社融、信贷大超预期，房地产边际调整

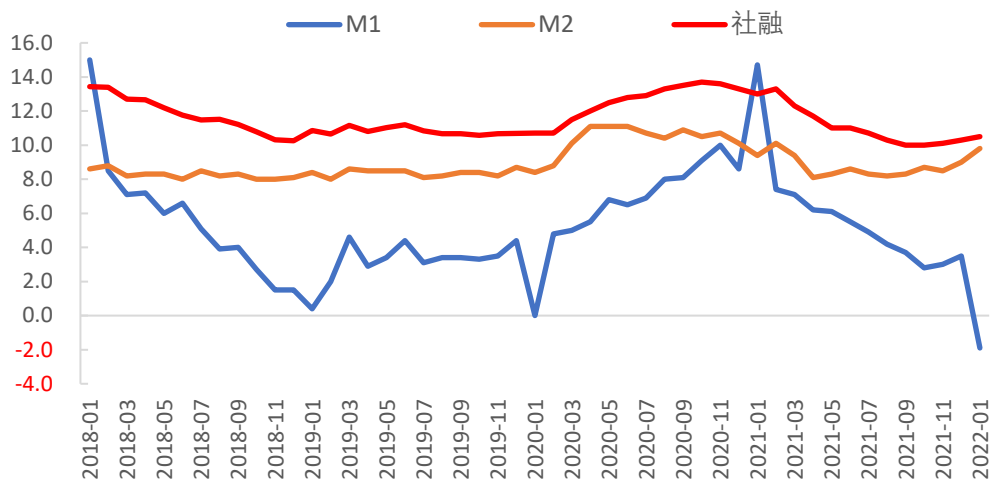
1 月金融数据明显超预期，新增社融 6.17 万亿元，新增信贷 3.98 万亿元，双双突破历史新高。社融增速亦继续回升。财政发力可能是带动信贷多增的重要因素，1 月政府债净发行 6026 亿元，大幅高于去年同期的 2437 亿元，其中专项债净融资 4843 亿元。不过短期贷款仍然是信贷的主要力量，其中企业的新增票据融资和短期贷款同比多增 7538 亿元。向前看，社融数据恢复的速度仍需观察，但政策发力的效果已经逐步显现、经济数据大概率将逐步回升。

房企的债务危机阴云挥之不去，房地产相关政策有所放松。继月内多个城市调整首套住房首期比例至 20% 后，一线城市广州市房贷利率亦迎来下调，多家媒体报道，四大国有



银行的广州分行已统一下调房贷利率 20BP。随着房地产政策的边际调整，宽信用预期急剧升温。

图表 8：1 月金融数据超预期



数据来源：Wind 数据库，广州金控期货研究中心

## 2. 俄乌关系从紧绷到战事

俄乌冲突在 2021 年以来再次恶化，俄罗斯与乌克兰在俄乌边境部署重兵对峙。2022 年 2 月 21 日俄罗斯承认乌东顿巴斯地区亲俄势力掌控的顿涅茨克和卢甘斯克为独立国家并派军队进入顿巴斯地区，此举引发美欧对俄罗斯实施新一轮制裁；2 月 24 日俄罗斯全面攻击乌克兰军事设施，以巩固俄罗斯对乌东顿巴斯地区的掌控。2 月 26 日美国、欧盟、英国和加拿大等西方大国突然发表联合声明，宣布禁止俄罗斯的几家主要银行使用 SWIFT 国际结算系统，恐引发新一轮的金融经济战。突发而来的黑天鹅事件已对全球金融市场构成极大的威胁，基本超出市场的认知及预期范围，而且当前双方敌对情绪未现任何缓和迹象，反而局势甚至愈发紧张，短期内避险情绪仍占据上风。



#### 四、综合展望

2月债市先弱后走强，全月现券收益率波动加剧，整体呈现向上趋势，10年国债收益率在2.80%附近博弈。在金融数据超预期修复、一线城市房贷利率下调引发的宽信用担忧下，期现货齐步大跌。不过随着央行超量投放中长期流动性，逆回购加力扶助税期资金面，以及中央一号文件再提降准等因素支撑，月末俄乌战争爆发引全球避险，进入下旬阶段债市转强。两会在即，宽信用忧虑难消，机构关注更多政策面消息。短期密切关注俄乌战争动向，特别是欧美与俄罗斯政治博弈带来的影响。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gzjqh.com](http://www.gzjqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

### • 广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

### • 佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

### • 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

### • 山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58766302

### • 大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

### • 杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-87251385

### • 梅州营业部

地址：广东省广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

### • 保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

### • 福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

### • 河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

### • 唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603