

2023 年 2 月 19 日

广金期货研究中心

国债研究员

李彬联

020-88523420

期货从业资格证号：

F03092822

投资咨询资格证号：

Z0017125

MLF 续做量增价稳，资金面偏紧施压债市

核心观点

受月度税期扰动，资金利率波动加大，债市延续震荡格局，10 年期国债收益率仅在 2.89%-2.90% 区间窄幅波动。期市方面，基差收敛动能带动国债期货表现相对强势。临近交割月，当季合约基差已基本回到正常水平，本轮基差收敛行情进入尾声阶段，下一阶段基差收敛策略将转移至次季合约。主力合约切换后，跨品种价差策略亦缺乏明显机会，需耐心等待。短时间内经济复苏预期重新升温，当前“长钱”价格坚挺，叠加临近两会，市场对政策发力仍抱有较大期待，强预期背景下利率下行空间相对有限，短期债市缺乏交易主线，政策落地前建议谨慎操作。

目录

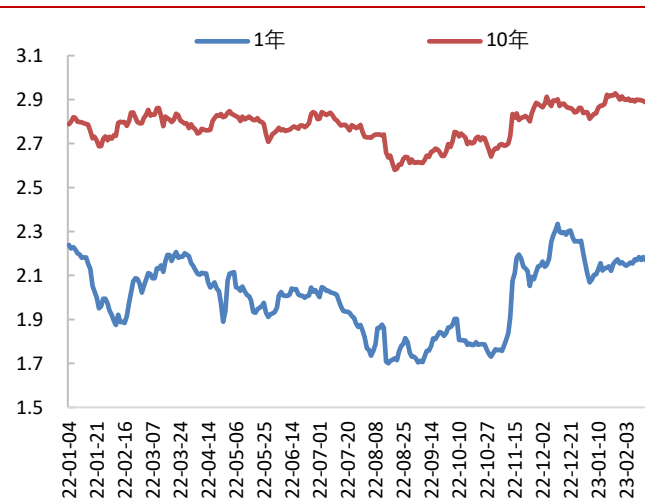
核心观点	1
一、市场回顾	3
1. 现券收益率窄幅震荡	3
2. 国债期货表现分化	3
二、流动性监测：资金面偏紧格局延续	4
1. 短期利率超预期走高	4
2. MLF 超量续作助力有限，中长期利率坚挺	5
三、一级市场利率债发行	6
四、量仓分析：主力合约移仓加速	6
五、价差分析：反套策略择机离场，跨品种策略缺乏想象空间	7
1. 主力合约 CTD 券 IRR 明显上行，反套策略择机离场	7
2. 收益率曲线小幅平坦化，跨品种策略缺乏想象空间	7
六、后市展望	8
分析师声明	9
免责声明	10
广州金控期货有限公司分支机构	11

一、市场回顾

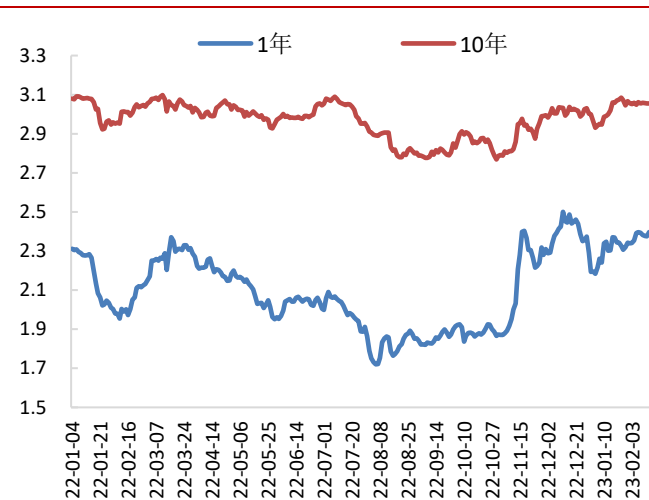
1. 现券收益率窄幅震荡

基本面数据空窗期，债券市场缺乏交易主线，利率债连续两周窄幅震荡，尽管资金面超预期收紧，现券收益率围绕 2.9% 附近窄幅波动，长端波动幅度甚至不足 0.5BP。全周 10 年期国债活跃券 220025 收益率累计下行 0.2BP，同期限国开活跃券 220220 收益率几近收平。

图表 1：国债收益率 (%)



图表 2：国开债收益率 (%)



数据来源：Wind，广金期货研究中心

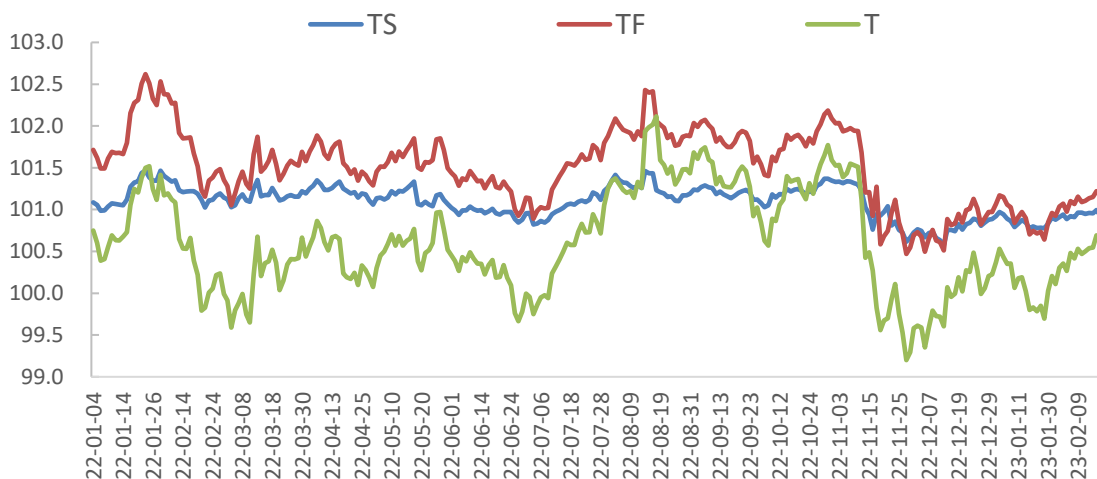
受资金波动加大影响，短端品种收益率小幅上行，长端收益率窄幅波动，收益率曲线呈现混合平，国债、国开债期限利差收窄。从期限利差的绝对水平来看，国债“10-1”利差分别收窄至 70BP、66BP 以内。

2. 国债期货表现分化

期货端继续表现优于现券，不过品种间表现分化，主力合约 T2303、TF2303 分别涨 0.17%、涨 0.08%，TS2303 跌 0.03%。临近 2303 合约

交割，基差向零收敛，期债继续修复贴水，是期货表现强于现券的主要原因。

图表 3：国债期货主力合约价格（元）



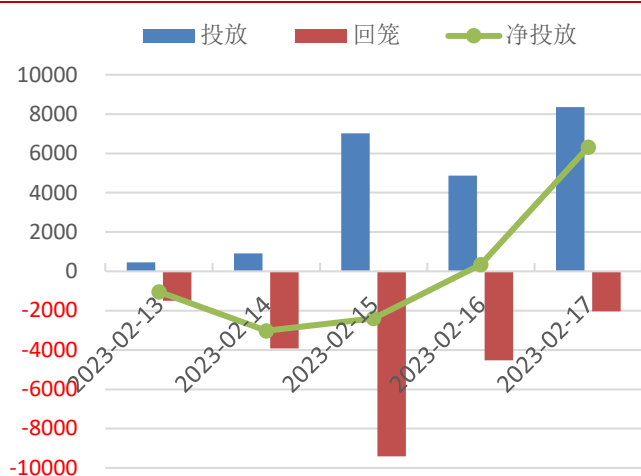
数据来源：Wind，广金期货研究中心

二、流动性监测：资金面偏紧格局延续

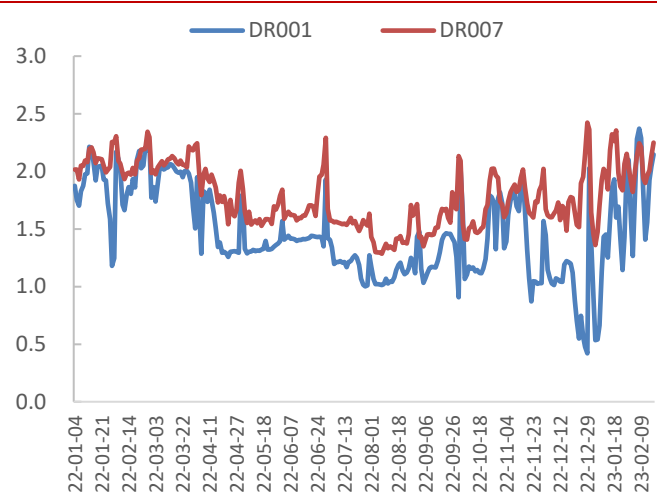
1. 短期利率超预期走高

受月度缴税走款影响，资金面先松后紧，波动幅度加大，资金利率上行幅度超预期，DR001、DR007 周内高点突破 2.2% 和 3%，GC001 高点突破 4%。央行全周净投放 210 亿元，其中逆回购净回笼 1780 亿元，中期流动性方面，MLF 超量续作 4990 亿元，中标利率与前值持平，实现净投放 1990 亿元。

图表 4：公开市场操作（亿元）



图表 5：短端利率水平（%）

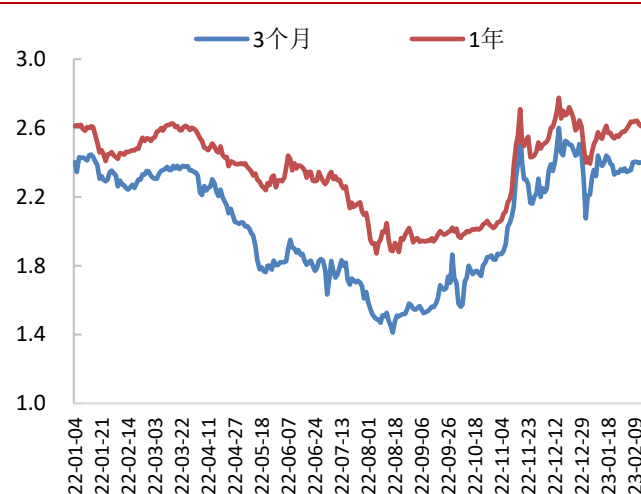


数据来源：Wind，广金期货研究中心

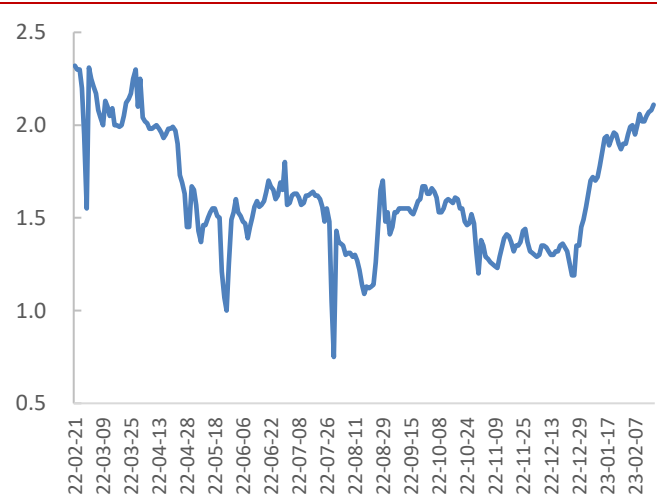
2.MLF 超量续作助力有限，中长期利率坚挺

尽管央行 2 月 MLF 续作量增价稳，有意增加长期资金供给，不过未能逆转中长期资金利率上涨势头。同业存单收益率保持高位运行，3 个月、1 年期存单利率分别上行 2BP、1BP，同时银票利率继续上行，反映信贷需求偏强势头延续至 2 月份，预示实体融资需求着实持续改善。

图表 6：同业存单收益率（%）



图表 7：足年国股票据转贴利率（%）



数据来源：Wind，广金期货研究中心

三、一级市场利率债^①发行

一级市场方面，新发利率债 3693 亿元，净供给 1339.7 亿元。其中，国债、政金债分别发行 2000 亿元、1693 亿元，均与上周相差不大，不过相应到期量明显增加，导致利率债净供给规模减少 681 亿元。

配置盘的参与热情明显增强。2 月 14 日招标的 3 年、7 年附息国债需求较好，其中 3 年期边际倍数超过 200 倍。政金债大部分期限全场倍数出现提升，3 年期是需求最为集中的部位，国开、农发、口行债全场倍数分别达到 4.05、4.12、5.65，反映当前机构偏好于中短期配置价值。

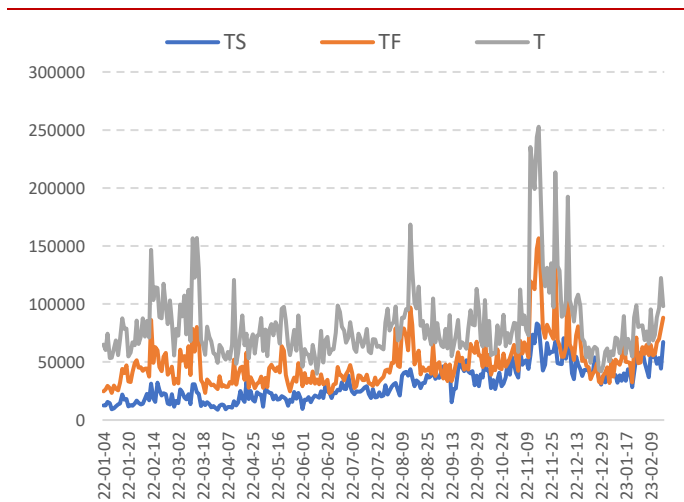
四、量仓分析：主力合约移仓加速

成交持仓方面，国债期货移仓换月进入高峰阶段，当季合约持仓量呈现加速减少，同时次季合约持仓量快速上升，其中 TS2303、TF2303、T2303 持仓量分别下降 12803 手、26525 手、36186 手，TS2306、TF2306、T2306 持仓量分别增加 14889 手、26719 手、37942 手。全品种持仓小幅上升，不过周内呈现出先升后降的趋势，前半周多空分歧，持仓上行，后半周伴随国债期货上涨，空头离场、多头止盈，持仓明显回落。

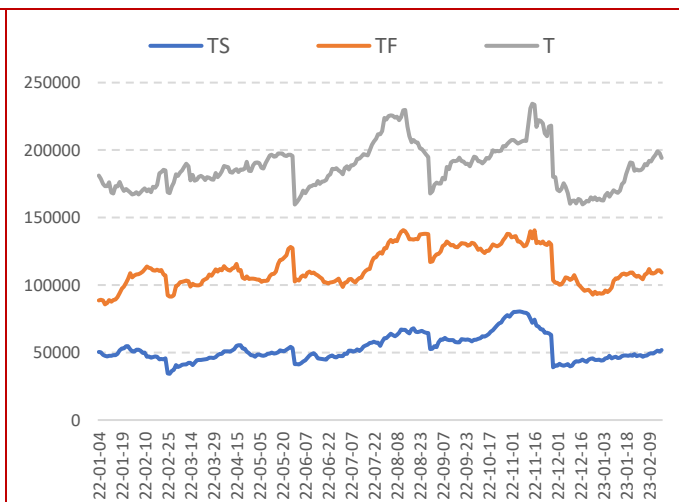
三大品种成交量全线提升，反映市场活跃度回升，其中周四 T 合约交投达到近三个月的峰值，超过 12 万手。

^① 本报告利率债主要指国债以及政策性银行债。

图表 8：各品种交投情况（手）



图表 9：各品种持仓情况（手）



数据来源：Wind，广金期货研究中心

五、价差分析：反套策略择机离场，跨品种策略缺乏想象空间

1. 主力合约 CTD 券 IRR 明显上行，反套策略择机离场

期债当季合约 CTD 券对应 IRR 整体上行，周内 TS2303 合约 IRR 最高至 2.4386%，不过同时资金利率维持偏高水平，基本抹去正套交易空间。随着 IRR 反弹，反套策略建议择机止盈离场。

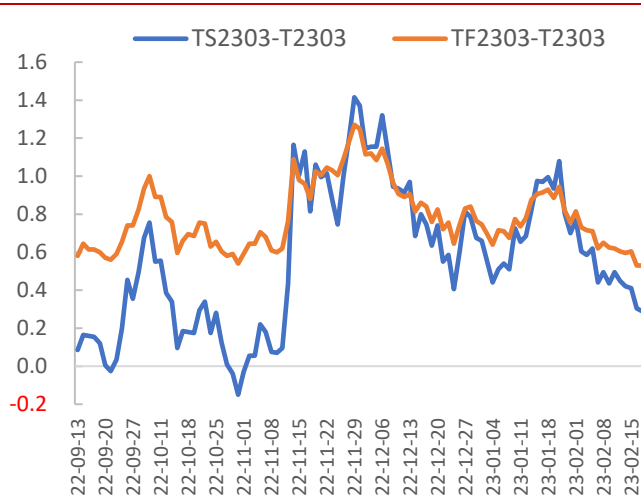
临近交割月，基差收敛动能带动期债表现相对强势。理财赎回风潮期间基差大幅走强后，自去年 12 月以来，期债持续走出基差修复行情，当前 2303 合约基差已基本回到正常水平，本轮基差收敛行情进入尾声阶段，下一阶段基差收敛策略将转移至次季合约。

2. 收益率曲线小幅平坦化，跨品种策略缺乏想象空间

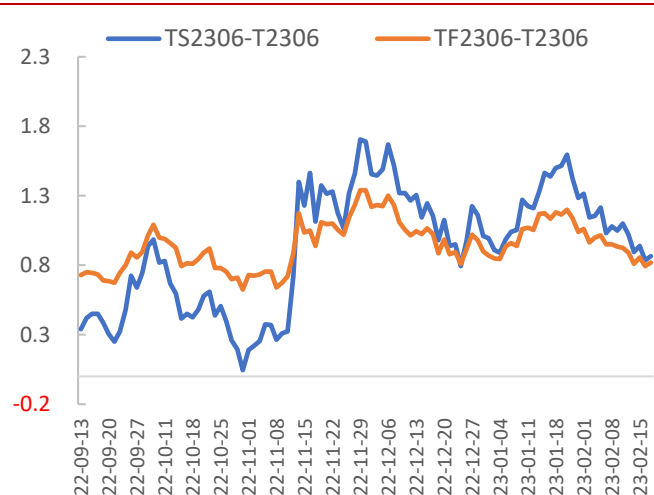
近期资金面呈现比较明显波动，曲线整体小幅混合平坦化，长端国债收益率略有下行，短端有所上行。期债 2303 合约品种间价差继续收敛，处于历史偏低水平，尽管做扩价差性价比较高，但当前 2303 合

约临近交割月，合约价格以及价差波动风险加大。次季合约 2306 品种价差处于历史均值水平附近，跨品种策略缺乏想象空间。

图表 10：2303 合约价差（元）



图表 11：2306 合约价差（元）



数据来源：Wind，广金期货研究中心

六、后市展望

1 月信贷投放创天量后, 2 月以来票据利率维持高位也指向信贷投放积极, 疫情后实体经济需求改善获数据证实。一线城市二手房成交回暖、城市拥堵指数攀升等表观数据同样指向经济修复, 短时间内经济复苏预期重新升温。当前“长钱”价格坚挺, 叠加临近两会, 市场对政策发力仍抱有较大期待, 强预期背景下利率下行空间相对有限, 短期债市缺乏交易主线, 政策落地前建议谨慎操作。衍生品策略方面, 期债主力合约切换后, 基差以及跨品种策略亦缺乏明显机会, 需耐心等待。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。



更多期货咨询请关注广金公众号

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。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

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

广州金控期货有限公司分支机构

·广州营业部 地址：广州市天河区临江大道 1 号之一 904 室 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 17 层 20 号至 17 层 22 号 电话：0757-85501856/85501815
·大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号 大连国际金融中心 A 座 -大连期货大厦 2311 室 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 电话：0531-55554330
·福州营业部 地址：福州市晋安区福飞北路 175 号 6 层 6D 单元 电话：0591-87800021	·杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路 5 号 508 室 电话：0571-87791385
·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 室 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 1607、1608 号 电话：0315-5266603
·淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路 6 号 金冠紫园 6 幢 105 号 电话：0561-3318880	·太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道 长兴路 1 号 4 幢 11 层 1123、1124 号 电话：0351-7876105
·嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路 147-149 号 2 楼 电话：0573-87216718	