

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

# 宏观国债研究

——国债：短期利多兑现 收益率面临反弹风险

广金期货研究周报

2022年1月2日 星期日



## 期货研究周报

## 宏观国债研究

广州金控期货投资咨询研究部

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

《降准迅速落地，大宗商品保持谨慎、利率债增配》  
20211207

《全球疫情跟踪—Omicron影响几何》  
20211229

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

## 短期利多兑现 收益率面临反弹风险

### 【核心观点】

央行最新货币政策例会继续释放积极信号，市场对于宽松政策期待仍存，10年国债收益率跌破2.8%，今年累计下滑近40个基点，并创2020年6月以来新低。在央行的护航下，跨年资金价格虽一度高企，但主因还是结构性矛盾，流动性并未遇到实质考验，年末资金平稳过渡，债市中期品种强势也开始向短端传导，收益率持续下行，国债期货三大活跃TS2203、TF2203、T2203均创1年半以来新高。

基本面不振货币政策仍有想象空间，中长期债市仍可谨慎乐观。不过考虑到宽信用以及财政发力等因素制约，收益率下行的阻力也日渐加大。12月制造业PMI超预期改善，反映基本面韧性十足，尤其近期债市收益率已兑现不小的下行幅度，跨月后资金利率进一步下降的空间预计有限，缺乏利多因素刺激下，短期不排除收益率有所反弹。

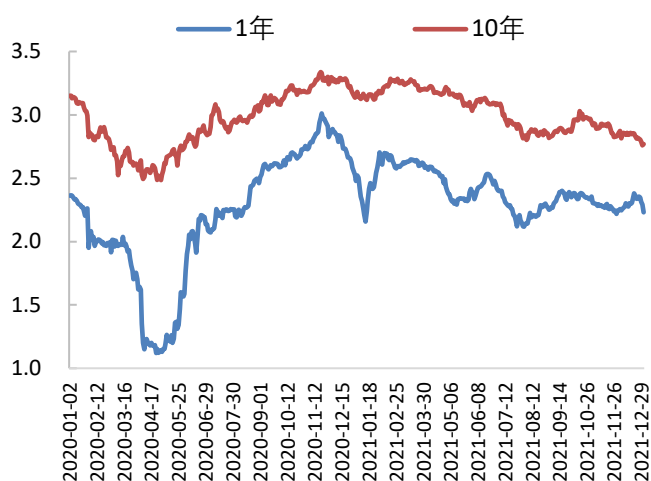
## 目 录

一、债市行情综述.....	4
二、货币市场流动性监测 .....	5
1. 银行间市场利率 .....	5
2. 票据市场利率 .....	5
3. 同业存单概述 .....	6
三、企业利润增速放缓，制造业 PMI 意外反弹 .....	7
1. 企业利润放缓，结构改善 .....	7
2. 制造业 PMI 意外超预期 .....	7
四、综合展望 .....	8
免责声明 .....	10

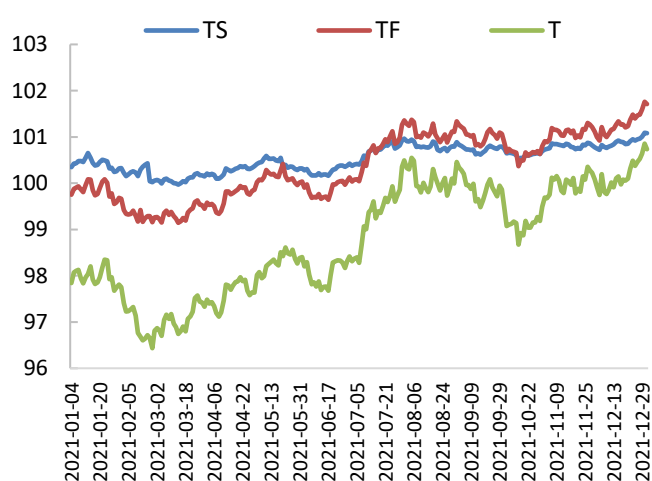
## 一、债市行情综述

四季度货币政策例会释放的积极信号，市场对政策见宽松预期进一步发酵，临近年末时点，央行逆回购投放随即放量，跨年资金无忧，10年国债收益率顺利向下突破2.80%并最低触及2.76%，创愈1年半以来新低，1年国债收益率周中跌破2.30%数字关口，债市多头情绪高涨。

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，广州金控期货投资咨询研究部

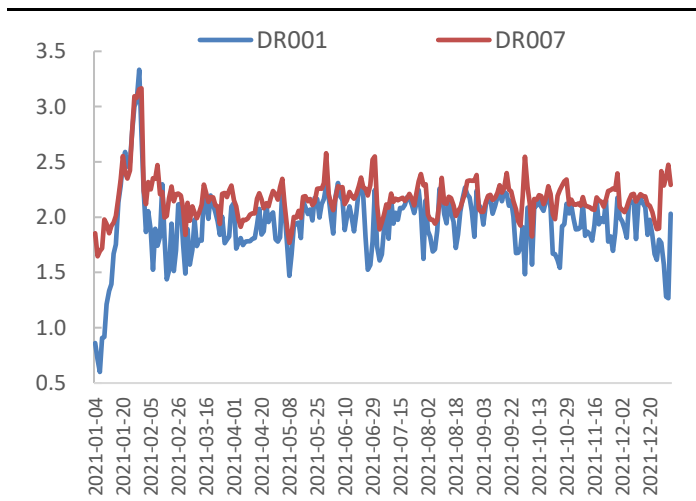
期货市场同样暖势不止，三大活跃合约均突破去年6月以来高位，全周TS2203、TF2203、T2203分别累计上涨0.160元、0.310元、0.360元。不过受年末时点影响，市场交投情绪有所保留，日均交投小幅萎缩，二年、五年、十年全合约日均成交18115手、23901手以及59667手，分别环比减少2965手、1544手、4726手。持仓量持续增加，尤其十年国债总持仓基本维持在18万手以上，达到历史峰值，后市有望进一步向19万手靠近。

## 二、货币市场流动性监测

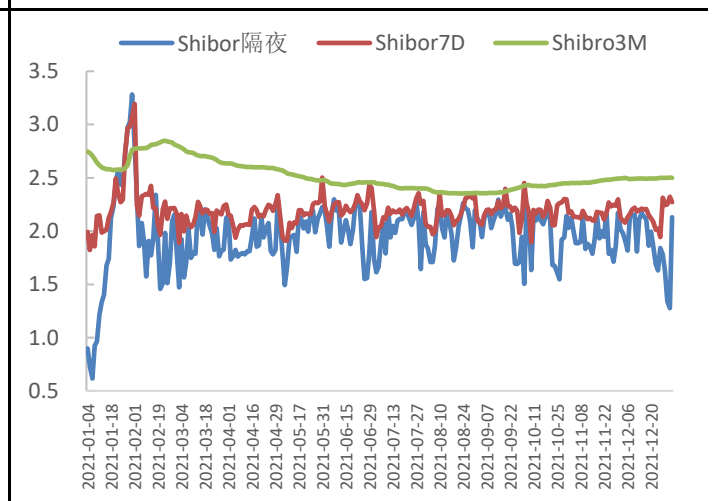
### 1. 银行间市场利率

进入2021年最后一周，中国央行在公开市场逆回购操作量先连增再减，全周净投放6000亿元，创两个月以来新高。在央行灵活操作及年末财政投放助力下，银行间市场跨年平稳无忧，隔夜回购一度连创11个月新低，最后一日也以仅逾2%的水平迎来跨年。DR001均值较上周下行19.4BP至1.5840%，收报2.0324%；DR007均值上行38.6BP至2.3666%，收报2.2916%。隔夜Shibor均值1.6284%，下行17.4BP，收报2.1290%；7天Shibor均值2.2798%，上行17.8BP，收报2.2710%；3个月Shibor均值2.5002%，上行0.5BP，收报2.5000%。

图表3：银存质押回购利率（%）



图表4：Shibor利率（%）



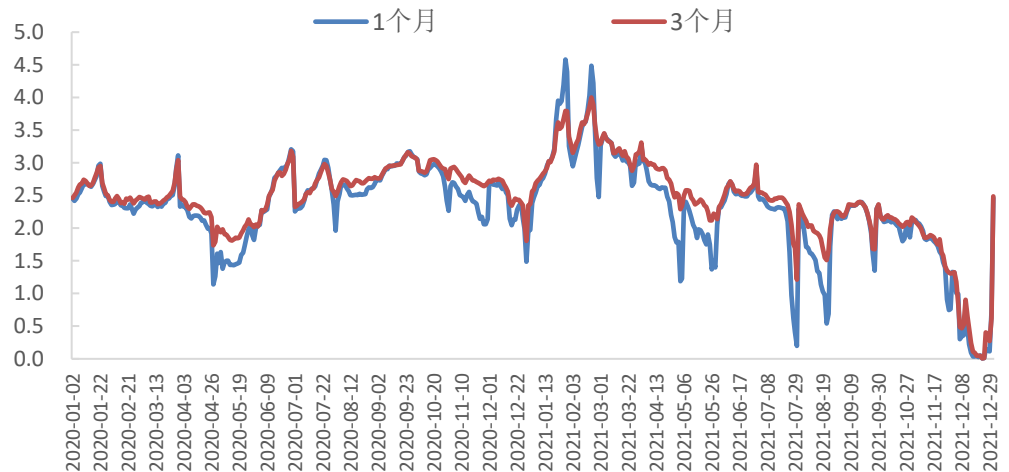
数据来源：Wind数据库，广州金控期货投资咨询研究部

### 2. 票据市场利率

受信贷规模调整因素影响，中国大型商业银行在年尾大举抛售票据，最后两天转贴利率暴涨，半年以内到期的国股

行票据，价格自此前“地板价”强力反弹至 2.5%附近，足年品种也回升至 2.6%左右。

图表 5：国股银票转贴利率（%）



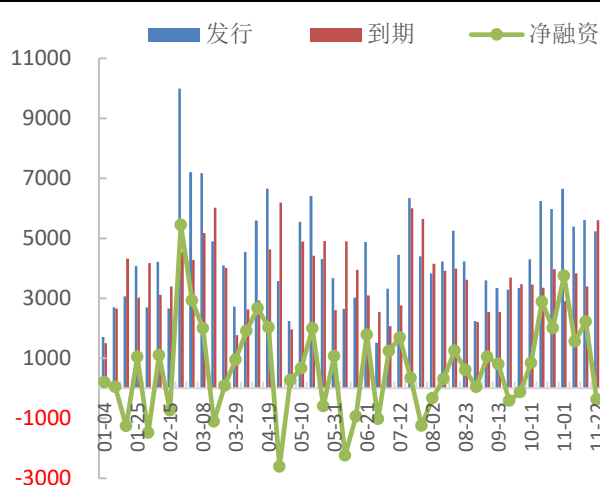
数据来源：Wind 数据库，广州金控期货投资咨询研究部

对于年后票据价格走势，届时还要看各银行信贷规模完成情况，不排除元月信贷投放“开门红”增加票据卖压，转贴价格继续上行的可能。

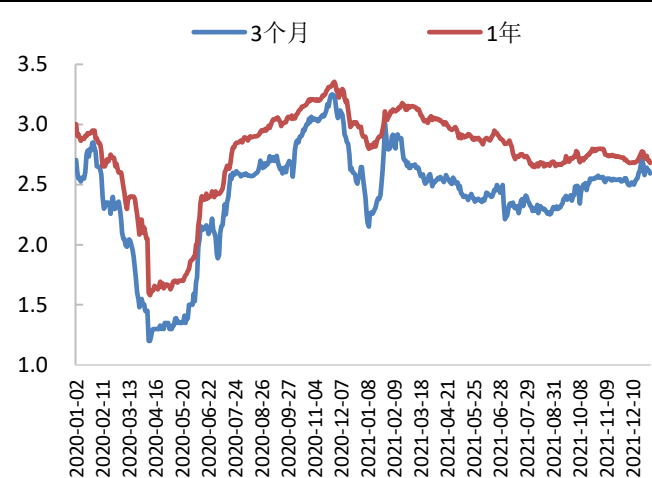
### 3. 同业存单概述

商业银行同业存单发行规模一般，全周共计发行规模 3282.1 亿，环比减少 2421.5 亿，相应到期量缩至 2591.8 亿，净融资规模仅 690.3 亿。分期限看，1 个月、3 个月、6 个月、9 个月、1 年期分别发行 205.7 亿、1268.7 亿、392.4 亿、430 亿和 985.3 亿，三个月期保持高发行量；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 142.1 亿、1580 亿、1136.4 亿、351.4 亿、72.2 亿。1 年期收益率保持平稳，近期高等级 NCD 均在 2.70%徘徊，仍较同期限 MLF 政策利率低 25BP。

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，广州金控期货投资咨询研究部

### 三、企业利润增速放缓，制造业 PMI 意外反弹

#### 1. 企业利润放缓，结构改善

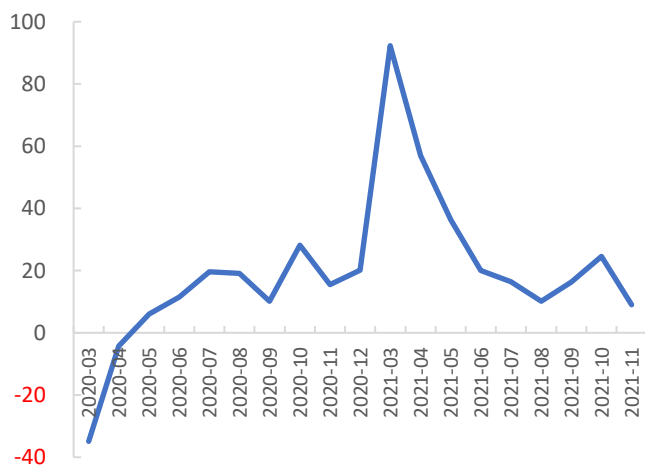
受去年同期基数抬升以及上游部分原材料价格快涨势头得到初步遏制等影响，11月工业企业利润同比增速放缓至一年半最低水平。不过伴随着下游行业成本压力逐渐缓解利润结构呈现改善特征，位于中下游的装备、消费品制造业对整体工业利润的贡献增加。只是部分中下游制造业投入成本压力依然存在，上下游利润分配格局仍处于“非常态”，中下游行业利润改善仍需进一步巩固。PPI 趋势性回落叠加今年高基数影响，明年工业利润同比增速亦将呈现逐步回落态势。

#### 2. 制造业 PMI 意外超预期

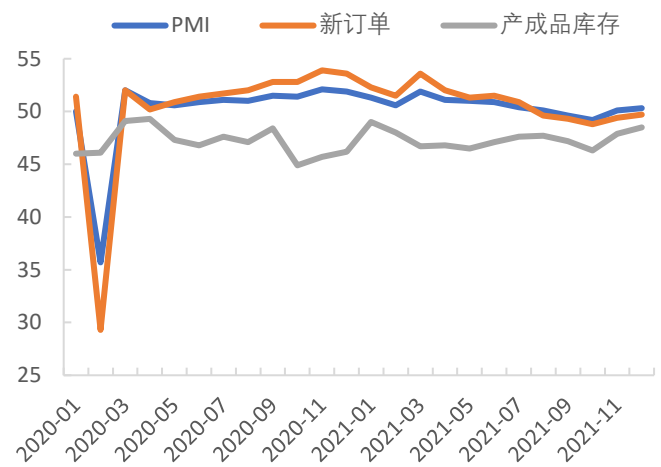
收官日公布的 12 月官方制造业和非制造业 PMI 双双超预期表现，反映出下行压力下的中国经济出现趋稳回升迹象，其中大宗商品价格渐下行、企业生产状况改善等是主要助推

因素。随着需求有所改善和电力供给的稳定，企业生产保持扩张。一方面，内需有所改善，12月新订单指数为49.7%，较上月回升0.3个百分点。另一方面，在“稳增长”政策的持续发力下，企业对未来预期改善，12月生产经营活动预期指数继续回升至54.3%，较上月提高0.5个百分点。“保价稳供”下通胀压力趋缓，企业加快采购力度。随着原材料成本下降与需求出现改善，企业加快采购补库存，12月采购量指数和原材料库存指数分别为48.1%、49.2%，较上月分别提高0.6和1.5个百分点，均位于近期以来的高位。

图表 8：工业企业利润增速(%)



图表 9：制造业 PMI 指数



数据来源：Wind 数据库，广州金控期货投资咨询研究部

#### 四、综合展望

央行最新货币政策例会继续释放积极信号，市场对于宽松政策期待仍存，10年国债收益率跌破2.8%，今年累计下滑近40个基点，并创2020年6月以来新低。在央行的护航下，跨年资金价格虽一度高企，但主因还是结构性矛盾，流动性



并未遇到实质考验，年末资金平稳过渡，债市中期品种强势也开始向短端传导，收益率持续下行。

基本面不振货币政策仍有想象空间，中长期债市仍可谨慎乐观。不过考虑到宽信用以及财政发力等因素制约，收益率下行的阻力也日渐加大。12月制造业PMI超预期改善，反映基本面韧性十足，尤其近期债市收益率已兑现不小的下行幅度，跨月后资金利率进一步下降的空间预计有限，缺乏利多因素刺激下，短期不排除收益率有所反弹。

## 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