

品种研究



葛妍

国债期货分析师

从业资格证：F3052060

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL：geyan@neweraqh.com.cn

英国萨塞克斯大学管理与金融专业
理学硕士，FRM 持证人，中级经济
师。

新纪元期货投资咨询部分析师

国债期货：利多出尽后 债市迎来获利回吐

一、基本面分析

(一) 宏观分析

1. 公开市场操作平稳

本周央行共开展 11640 亿元逆回购操作，同时有 5320 亿元逆回购到期，实现净投放 6320 亿元。此外，2 月 28 日有 50 亿元央票互换（CBS）到期，央行于当日开展 50 亿元 3 个月期 CBS 操作。资金面方面，转入 3 月初，银行间市场隔夜等回购利率未跌反而小涨，这可能是对 2 月末时点资金面过于宽松的一种表象修正。虽然央行公开市场转为净回笼，但银行间资金供给仍十分充裕。截至 03 月 01 日，隔夜 Shibor 较上周下行 6BP 至 1.69%，7 天 Shibor 较上周下行 1BP 至 1.81%，14 天 Shibor 较上周下行 13bp 至 1.99%。

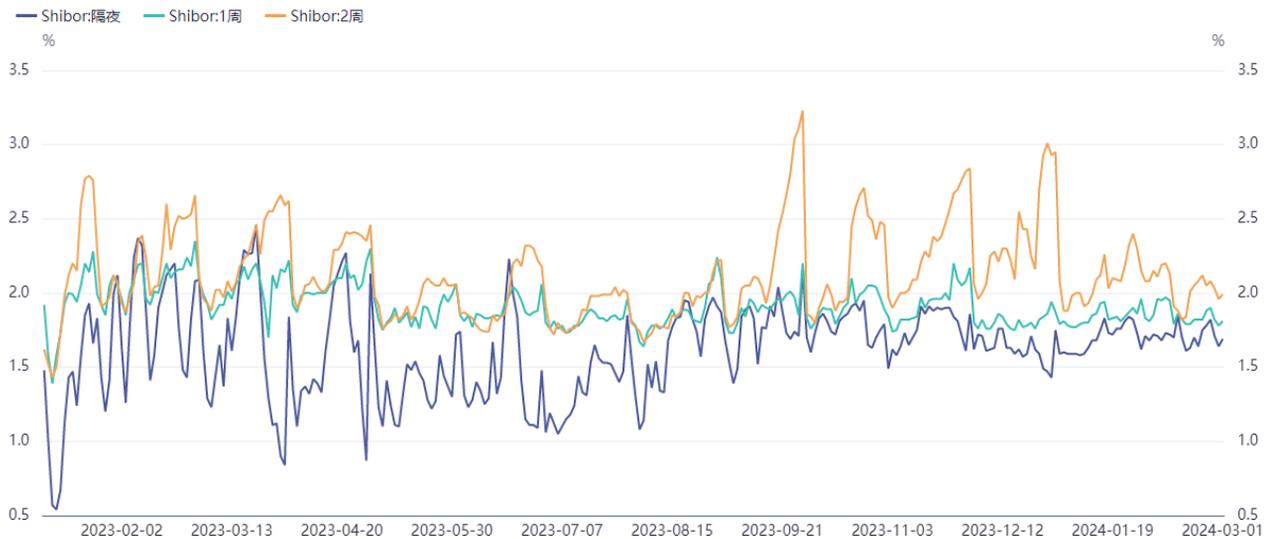
2. 制造业 PMI 超季节性小幅回升

1 月制造业 PMI 超季节性小幅回升，结束三连降，1 月制造业 PMI 为 49.2%（前值 49.0%）。非制造业商务活动指数为 50.7%（前值 50.4%），扩张加快。生产活动加快是支撑制造业景气度改善的主要因素，需求指数边际回升，但距离荣枯线仍有一定距离，总体仍延续“供给强于需求”的格局。

需求端，受政策驱动及节假日带动，新订单指数由降转升，消费品制造业需求明显改善。1 月新订单指数小幅回升至 49.0%（前值 48.7%），市场需求景气度有所改善。价格方面，购进价格指数与出厂价格指数双双回落，通缩压力下企业利润空间将持续受到挤压。1 月主要原材料购进价格指数为 50.4%（前值 51.5%），出厂价格指数 47.0%（前值 47.7%）。

仍需注意制造业 PMI 已经连续 4 个月处于荣枯线下方，表明现阶段需求收缩问题仍然是制约经济修复的突出问题，经济修复动能仍待提升。

图 1.SHIBOR 保持平稳



数据来源：同花顺FinD

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

二、一周市场综述

1. 国债期货方面

春节假期后，国债期货延续上涨走势，长债涨幅大于短债，TL、T主力合约双双续创上市以来新高，10年期国债收益率跌破2.4%，创2002年5月以来新低，但本周五国债期货多头获利了结，30年期大幅下行。周一国债期货收盘多数上涨，30年期主力合约涨0.56%，10年期主力合约涨0.07%，5年期主力合约涨0.03%，2年期主力合约微涨；周二国债期货早盘涨势强劲，多只主力合约午后由涨转跌，30年期主力合约收涨0.41%；10年期主力合约收跌0.01%，5年期主力合约跌0.06%，2年期主力合约跌0.04%；周三国债期货集体收涨，30年期主力合约涨0.29%，10年期主力合约涨0.17%，5年期主力合约涨0.11%，2年期主力合约涨0.03%；周四国债期货集体收涨，30年期及10年期主力合约均续创收盘新高，30年期主力合约收涨0.57%报107.34元，盘中一度涨至107.56元续创新高；10年期主力合约涨0.12%报104.09元，盘中创新高为104.12元；5年期主力合约涨0.04%，2年期主力合约涨0.01%；周五受PMI等数据好于预期影响，国债期货全线大跌。截至收盘，30年期国债期货主力合约收跌1.16%，创上市以来单日最大跌幅，10年期主力合约跌0.43%，5年期主力合约跌0.28%，2年期主力合约跌0.11%。

图 2. 国债期货 10 年期日 K 线图



图 3 两大期债持仓量变化



数据来源：同花顺FinD

2. 现券方面

一级市场方面，本周共发行 2 只国债，44 只地方债及 41 只金融债。2 月地方债发行规模总体较 1 月有所上升，净融资规模小幅上升，净融资较去年同期小幅下降，发行类型以新增专项债与再融资专项债为主，2024 年 3 月地方债发行计划已披露 7666 亿元。

3. 价差与基差

截至 03 月 01 日，跨期价差 T00-T01 报-0.015，TF00-TF01 报-0.01，跨品种价差 TF-T 报-2.51。2 年期活跃 CTD 券为 230027IB，5 年期活跃 CTD 券为 240001.IB，10 年期活跃 CTD 券为 230028.IB，资金成本为 DR007。

| 合约 | 现券代码 | 转换因子 | 基差 | 期现价差 | IRR | 净基差 |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| TS2406.CFE | 230027 | 0.9902 | -0.0146 | 0.7086 | 2.3504 | -0.1779 |
| TF2406.CFE | 240001 | 0.9733 | 0.4414 | 0.2645 | 0.8782 | 0.2657 |
| T2406.CFE | 230028 | 0.9731 | 0.1551 | 0.6014 | 1.9845 | -0.0681 |

数据来源：同花顺 新纪元期货研究

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：随着央行降准、5 年期 LPR 下调等货币宽松政策出炉，债市持续上涨。2 月 20 日，5 年期以上 LPR 大幅下调 25 个基点，为 3.95%，下调幅度是 2019 年 8 月以来的最大值，高于市场预期。LPR 非对称性下调后，5 年期 LPR 与 1 年期利差由 2020 年 2 月的 70BP 收缩至目前的 50BP，一定程度体现出中国人民银行对利率曲线的预期管理。在降息操作下，利率曲线进一步平坦化，暗示长端及超长端利率对宽货币预期的乐观。本轮期债持续走强受益于基本面长周期逻辑强化、流动性宽松预期发酵和机构配置二大驱动。1 月社融信贷数据不俗，总量及结构均超预期，但未能激起债市波动，一定程度说明债市对短周期经济修复交易的相对钝化，长周期发展理念进一步深化，利率中枢中长期下行的预期充分，带动超长端利率顺畅回落。2024 年以来“资产荒”凸显机构配置需求旺盛，也成为近期推动行情发酵的因素之一。后续来看，基本面未发生实质性变化的情况下，“债牛”行情不会发生大规模调整。

短期展望（周度周期）：2 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.1%，好于市场预期。此外，2 月财新 PMI 为 50.9，较上月微升 0.1 个百分点，2021 年下半年以来首次连续四个月位于扩张区间，表明制造业景气度持续提升。目前利率绝对值点位及期限利差均已至历史低位，短期流动性环境仍面临阶段性扰动，当政府债供给放量时，资金面压力往往容易上升，需要关注政府债券发行节奏等，短期债市警惕回调延续风险，仍需关注两会政策面指引。

2. 操作建议

期债关注获利回吐持续性。

免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室

成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610004

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200120

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室

徐州营业部

电话：0516-83831113

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼9层

南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210018

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653

邮编：100007

地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991

邮编：215028

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516

邮编：226001

地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：400010

地址：重庆市南岸区江南大道2号国汇中心写字楼5-8