

春节后，债市走出一轮修复行情。虽然基本面利空频出，但债市表现出较强韧性，长债走势强于短债，期货表现好于现券。目前国债期货已回升至年初水平，随着市场情绪释放，债市或将开启新一轮行情。

股债“跷跷板”行情再现

尽管市场对于经济预期依然乐观，但由于节前债市已经对基本面复苏进行定价，且节后基本面并无超预期信号发出，叠加股市高位调整，国债期货止跌企稳，10年期国债期货主力T2303修复1月初的跳空缺口100.415。

实际上，节后债市基本面并非没有利空信号发出。春节期间出行和线下消费表现亮眼，1月官方制造业和非制造业PMI均回升至临界点以上，分别录得50.1%和54.4%，环比回升3.1和12.8个百分点。分项指标中，生产、新订单、从业人员、供应商配送时间指数均有不同程度回升，生产经营活动预期指数走高也反映企业对经济前景预期乐观。节后第一周二手房价格和带看量出现回升，表明稳楼市政策正在起效。此外，在公开市场大量流动性到期情况下，银行间资金面偏紧，同业存单利率持续走升，1年期股份行同业存单相对春节前上行10BP至2.64%。

长债表现略好于短债

从结构上看，春节后国债期货表现强于现券，长债表现略好于短债，收益率曲线小幅走平。笔者认为，节后利空主要来自几方面：一是基本面弱现实对于节前强预期有所纠偏；二是年初大规模冲量后信贷投放持续性存疑；三是投资者对于流动性预期乐观，资金面偏紧的现实对债市冲击有限。但当前国债期货已经反弹至年初位置，在情绪修复后，债市多空双方或再度开启博弈，市场不确定性依然较强。

距离3月初全国两会召开还有三周左右时间，当前市场对于出台经济政策的预期较强。根据历史经验，全国两会召开前政策预期会推升市场风险偏好回升，并施压债市。1月28日国常会指出，要着力稳增长、稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的增值税减免等政策。1月29日央行印发通知，延续实施碳减排支持工具等三项结构性货币政策工具。1月30日财政部表示，2023年将保持必要的财政支出强度，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大专项债券资金投向领域和用作项目资本金范围，持续形成实物工作量和投资拉动力，确保政府投资力度不减，带动扩大社会投资，推动经济运行整体好转。在宽信用预期无法证伪前，风险回升将压制债市表现。

等待基本面信号指引

受政策推动影响，1月信贷高增已成为市场共识，目前市场普遍预期新增信贷规模在4万—5万亿元，高于去年同期。相对而言，市场更为关注经济修复节奏是否会放缓。在地产销售低迷、开工率低的情况下，后续信贷增长依然存在压力，投资者应密切跟踪房地产销售、价格和信贷数据，等待基本面信号指引。

资金面上，近期市场利率已经超过了央行7天回购利率中枢2.0%。2月8日起央行加大逆回购操作，实现净投放，流动性维稳意图明显。考虑当前处于宽货币向宽信用传导的初期，资金利率中枢大幅上行的风险不大。1月PMI刚刚回到50以上，实体自发性的融资需求难言旺盛，流动性尚无收紧的条件。相比长债，短债的确定性更强，预计收益率曲线陡峭变化。（作者单位：一德期货）

本文源自期货日报