

国债

一、行情回顾

上周期债市场整体窄幅震荡，最终几乎收平。周一周二震荡偏弱；周二晚上美国通胀再创新高，美债收益率快速上行，周三上午国内经济数据出炉，周三债市早盘快速下跌午后拉升，整体呈现出利空出尽的感觉；周四凌晨美联储确定加息75BP，美债收益率有所回落，国债期货也随之反弹；周五债市延续反弹。同时国债期货成交持仓呈现一定分化。在成交量方面，T合约以及TS合约成交量增加明显，周内T合约成交量波动较大，而TS合约成交量则稳定上升，成交持仓比显著上升。

上周期债2206合约的交割流程结束，从交割量以及交割比例上看，本轮交割规模整体有所收缩，2206合约的三个品种在交割方面均有所下降，其中TS合约的交割规模下降程度相对较低，T合约的交割规模下降最为明显，交割量仅有不到100手。

在交割券方面，和上一轮交割券较为分散不同，本轮交割券则比较集中。上次2203合约交割时共涉及7只可交割券，不同合约均对应多只交割券，而本轮交割则仅涉及3只，其中每个品种均只对应1只交割券，且各交割券均为相应品种的最便宜可交割券CTD券，且交割券均集中在抗疫国债上。

本轮隐含回购利率IRR水平整体偏低 将本轮2206合约的IRR与上一轮2203

合约的 IRR 水平对比后可以发现，分品种来看，T、TF 和 TS 的 2206 主力合约的平均 IRR 分别为 0.82%、1.70%、2.04%，与之对应的三个品种 2203 主力合约 IRR 分别为 2.12%、2.34%、2.47%，三个合约的 IRR 均有所下降，且 T 合约 IRR 下降程度最大。因此目前正套机会较少，这也影响空头进入交割的意愿。

二，基本面分析

经济短期复苏，但持续性待观察

5 月投资、消费和工业增加值均超预期回暖，较 4 月的底部出现一定回升，市场悲观预期有一定修复。但整体来看，市场对于经济走向复苏的信心并不高，目前较多的观点认为 5 月，6 月的经济会随着复工复产的推进有一定好转，但随后 7 月可能仍存下行压力。

这也是债市收益率之所以保持低位的根本原因，也是保证货币宽松的基本前提。而只要经济内生动力起不来，仅仅依赖政策托底稳增长，那么对债市来说可能并不构成利空。债市最关注的就是经济内生动能的边际改善，比如企业投资意愿和居民消费意愿。但从上周公布的社融数据来看，中长期贷款仍明显偏弱，同比仍为负增长，居民加杠杆动力弱，支出谨慎，地产高频数据显示地产销售起色有限，需求回暖仍需时间，这都说明了货币到信用的传导仍停留在初期，即目前大量资金积压在银行，而实体融资需求不足，中长期贷款起不来。这就可能导致“货币-信用-经济”这一链条会出现多次迭代。债市也将在迭代中持续震荡前行

稳经济政策延续，但不应期待货币超发

上周三晚间国常会召开，会议强调，抓住时间窗口，注重区间调控，既果断加

大力度、稳经济政策应尽全力实施，又不超发货币、不透支未来，着力保市场主体保就业稳物价，稳住宏观经济大盘。

从上面的论述可以看出，政策态度延续稳增长，不过强调了不超发货币、不透支未来。市场认为货币政策大幅宽松的可能性下降，对债市稍有利空。但由于债市目前对于货币宽松的期待并不算高，因此对实际市场的打击并不大。

资金面目前依旧宽裕

流动性持续充裕。上周公开市场共有 500 亿逆回购和 2000 亿 MLF 到期，央行等额等价续作。资金利率始终保持低位。

目前经济下行压力仍存，因此在稳经济诉求下必须要求低融资成本，保持银行流动性充裕，进一步引导银行向实体提供更多信贷支持的思路是不变的，这也是近期资金价格持续低位的根本原因。

但目前疫情影响接近尾声，央行利润上缴也基本结束，考虑到退税和年中时点财政支出加大等原因，流动性极度充裕格局可能延续至月底。但有消息称 7 月随着财政退税的结束以及可能发行的特别国债，资金面将面临扰动，因此需要警惕资金面转紧的风险。

美联储加息对债市中长期影响有限

北京时间本月 16 日凌晨，美联储宣布加息 75BP，并承诺“让通胀回落到 2%”，鲍威尔表态：“75 个基点的加息不会是常态，下次加息 50 或 75 基点都有可能，因为没有迹象显示经济出现广泛放缓”，并委婉透露今年还需加息 175BP。

近期国内债市与美债相关性增强，但更多是由于国内缺少增量信息，债市缺乏

主线。短期来看，美联储鹰派加息对国内债市的影响主要在情绪上和美债走势上。而中长期来看，高企的通胀和迅猛的加息，可能会通过汇率和热钱流向制约国内货币。不过由于国内货币政策目前依旧坚持“以我为主”，保经济稳就业是主要诉求，暂时不存在转向风险。在情绪影响消退后，债市将重回国内基本面。

三，后市展望

综合来看，债市将在接下来一段时间内陷入纠结行情。由于市场对基本面的复苏存在分歧，稳增长政策持续加码将助力经济企稳，从近期数据来看也确实如此。但经济短暂复苏更多是依赖复工复产推进，以及疫情期间挤压的订单交货等，尚未看见内生动能修复的迹象，因此经济复苏可持续性存疑。

债市目前已将近期基本面的利空因素消化完，而接下来的方向将取决于经济实际复苏进程，短期来看，债市利多支撑不足但也缺乏明显利空，预计仍将以震荡走势为主。但长期来看，若不出现黑天鹅事件，利率大概率已经见底。其原因一方面为当前债券收益率绝对点位很低，位于过去十年的 7%分位水平；另一方面，此前 4 月疫情的极度恐慌推动下也没有突破下方 2.7%关键点位，在技术上形成了双头底形态。

结合上述分析，近几个月债市震荡概率较大，预计将在 2.7%-2.9%之间保持区间震荡，短期缺乏趋势性机会。交易性需求可在此区间内进行波段交易。目前基差依旧有所回落，空头套保可关注基差回落后的建仓机会。此外曲线策略方面可关注曲线做平机会。

免责声明

本报告分析师/投资顾问在此声明，本人取得中国期货业协会授予期货从业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。

本报告仅提供给华融期货有限责任公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融期货有限责任公司所有。未获得华融期货有限责任公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述期货合约的买卖价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融期货有限责任公司研发部及其投资顾问认为本报告所载资料来源可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。