

国债

一、行情回顾

近期债市价格整体窄幅震荡下行。上周国债期货成交量整体有所放大，而持仓量则有所回落。从成交量上看，虽然上周后半段成交量有所下降，但是整体水平较高，T、TF和TS主力合约上周平均成交量分别为7.68万手、3.66万手和2.73万手，而前一周分别为6.29万手、2.80万手和2.26万手，成交量明显放大。另一方面持仓量则有所回落，整体上看，上周市场波动较大，多空情绪均有所释放。从近期市场表现来看，空头对于中长期方向更加坚定，而多头则基于基差高位对空头形成一定制衡，市场呈现震荡走势，考虑上周伴随多空情绪的释放，持仓量有所回落，后续波动幅度可能也会有所收窄。

上周，国债期货各主力合约CTD的IRR在走势上呈现一定分化。T和TF主力合约CTD的IRR有所上升，而TS主力合约CTD的IRR则整体较为稳定。以T主力合约为例，在IRR偏低以及基差处于高位的情况下进行反向套利的动力或有所增强，这对于多头情绪也有一定支撑。此外，上周随着央行扩大逆回购规模，市场对资金面的担忧情绪并不大，但使得TS合约受资金面影响或更大。

基差方面。总体来看空头情绪依然占优使得基差难以明显收敛；但另一方面，基差绝对值仍处于历史高位，套保的投资者可能会受制于高基差难以持续入场。基差或更多处于高位震荡状态。

二、基本面信息

依旧维持利率大概率上行的判断，原因如下：

1，高频数据回暖，疫情后经济持续恢复，基本面对债市偏空

上月底公布的 30 大中城市商品房成交面积增速明显改善，周度同比增速转正，为 11.6%，这是近四个月来首次转正，而此前连续四个月增速均在-40%到-70%之间徘徊。

地产销售数据的明显回暖主要得益于 4-5 月上海北京疫情积压的需求开始释放，配合近几个月地产需求端放松、房贷利率下调等刺激政策开始显效。虽然这种趋势可持续性有待观察，但这个势头对于经济悲观预期改善有较大正面影响。随着销售数据的回暖，房企现金流将有一定修复，同时社融分项中的居民中长贷数据也有望改善。疫情后的政策刺激和需求释放下，6 月经济数据或大幅向好，使得近期基本面对债市影响偏空。

2，稳经济政策延续，但不要期待货币超发

习近平总书记参加金砖国家工商论坛开幕式讲话称中国将加大宏观政策调节力度，采取更加有效的举措，努力实现全年经济社会发展目标，最大程度减少疫情影响。可以看出，政策态度延续稳增长，努力实现经济目标的大方向没有变。

此外，人民银行副行长陈雨露在发布会上讲话，提到“不搞大水漫灌、不超发货币、不透支未来的宏观政策取向”，整体态度仍是此前会议表述的延续，并无太多增量信息。由于我国货币政策总量放松的空间已经不大，接下来的稳增长举措将主要以宽财政和结构性宽货币为主，对债市的利多相对有限。

3，资金面可能逐渐收紧

流动性持续充裕。上周公开市场共有 500 亿逆回购，央行共进行 1000 亿 7 天期逆回购操作，全周实现 500 亿资金净投放，逆回购加大投放量，主要是为跨季做准备。资金利率较此前的低位小幅抬升，截至上周五尾盘，DR001 收为 1.43%，DR007 收为 1.79%，交易所隔夜收为 1.85%。银行间流动性非常充裕的局面已经持续了两个多月。

以往，资金面极度充裕局面通常是为应对一些风险事件、防范发生系统性风险，比如 2020 年疫情等，待事件影响消退，资金面将回归历史中枢水平。目前资金利率与政策利率（公开市场逆回购 7 天利率 2.1%）偏离较大，随着疫情影响消退，流动性极度充裕格局可能将结束，未来资金利率中枢预计逐渐上移。

风险因素

市场对于当下经济修复的持续性存在一定疑问

疑问具体体现在两个方面，分别为宽信用修复节奏缓慢，以及市场对疫情反复信息的高敏感度。

首先，4 月信贷与社融数据触底后，尽管 5 月数据总量有所恢复，但结构上仍然偏弱。对企业而言，后续疫情一旦超预期复发，再次遭遇严格的封控防疫措施的可能性较高，因此企业对扩大融资的积极性有限；对个人而言，疫情复发后存在失业、收入下降引起房贷断供的风险，因此对加杠杆意愿不高。因此预计在后续增量货币政策落地之前，宽信用恢复节奏不会过快。

其次，6 月上海北京等地全面复工复产后，零星的局部疫情复发信息对债市情

绪有明显提振。总体而言，市场对于超一线城市疫情复发情况关注度提升，而对复工复产下的经济修复进度的敏感程度不及以前，因而6月中下旬以来债市情绪显得纠结。

6月PMI转好在意料之中，特别国债发行可能性降低

6月30日，国家统计局公布6月份制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升0.6个百分点，重回临界点以上。6月PMI指向经济正在稳步恢复。内外需求均显著改善。而生产恢复，产成品库存消化加快，也预示了企业未来的盈利情况会有所好转。

不过PMI数据的好转基本已被市场充分预期，在6月PMI数据公布后利率呈现明显回落，虽然PMI数据环比继续有所修复，但债市表现利空出尽，之后市场再度进入震荡局面。从近期出台的增量政策工具来看，比如政策性、开发性金融工具的使用，或也使得发行特别国债的可能性有所降低，市场对特别国债发行的预期可能有所减弱，不过近期增量政策工具偏财政端的特征也仍较为明显。整体上看，近期利率开始出现较快上行趋势，市场可能陷入阶段性震荡，但上行速度是否加快需要看到基本面数据的进一步好转。

三、后市展望

综上所述，近期潜在利空逐渐浮现，利率上行阻力更小，期货市场调整可能延续。预计在基本面数据好转与资金面收紧的压力下，10Y国债收益率将保持震荡上行的趋势，利率中枢将较上周有所上行，但在市场对基本面修复预期大体消化的背

景下预计难以突破 2.85%的阶段顶部。

操作方面，建议交易性需求继续维持中性，空头套保可关注基差回落后的建仓机会。当前长端可以适当关注空头情绪释放下的正套机会，短端仍可关注止盈机会。对于基差交易方面，在基差高位震荡的情形下，投资者可继续借助基差未明显收敛的情况下通过期货做多来博弈短期反弹的机会。

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。