

国债

一、行情回顾

上周债市宽幅震荡，债市多空分歧加大。周一，受猪价快速上涨和央行逆回购缩量至 30 亿影响，国债期货明显回调；周二 10-2Y 美债年内第三次倒挂，原油暴跌至 100 元下方，海外交易衰退预期开始显现，衰退担忧下国内 A 股走弱，债市反弹；周四周五消息面较为平静，债市窄幅震荡。

上周国债期货持仓量重新有所累积，而成交量则有所下滑。T 主力合约持仓量上周增加 3263 手，总持仓量也增加 6602 手，来到近期高点。持仓量重新累积背后对应的原因是当前多空依旧处于博弈较为激烈的状态，整体上看，空头在中长期方向上更加坚定，而多头方面，基于基差高位的短期反弹逻辑，入场动力也较强，市场由此也呈现震荡走势。值得注意的是本周一公布的 6 月社融数据超预期好转，导致接下来短期震荡的走势或有打破的可能。

近期国债期货各主力合约最便宜可交割券（CTD 券）的隐含回购利率 IRR 在走势上较为相似，均呈现先降后升再降的震荡形态。上周一开始，央行将逆回购规模缩减至 30 亿元，这在周初也对市场情绪造成了较大的扰动，市场对资金面以及货币政策转向的担忧加重，使得 IRR 也进一步下行。不过近几日在资金面整体仍较为宽松的背景下，市场对央行缩量逆回购的反应也逐渐钝化，担忧情绪逐渐减弱。

近期基差开始逐渐收敛。一方面，基差绝对值仍处于历史高位，对于策略选择

来看，套保的投资者可能会受制于高基差难以持续入场。另一方面，在上一个临近交割月的 5 月，基差也存在着一定程度的跟随惯性收敛。

二、基本面信息

短期债市大概率偏空，资金面宽松格局或将改变，利率将上行。但长期趋势不确定性较大，需等待接下来各项经济数据确认，原因如下：

1. 货币政策将逐渐回归正常化

上周央行逆回购明显缩量至 30 亿，且连续持续五天，上周中国人民银行共进行 150 亿元逆回购操作，因上周原本有 4000 亿元逆回购到期，共实现净回笼 3850 亿元。本次逆回购的缩量虽然与此前的 100 亿规模相比，对市场的流动性影响不大，但信号意义较强，或意味着央行货币政策逐渐回归正常化，未来降准降息概率进一步下降。央行本次操作也算是对市场加杠杆行为的否定，以及在经过一系列风险事件后将引导市场利率回归政策利率附近。

2. 经济形势座谈会弱化宽货币主张

上周四，国务院总理李克强在福建主持召开东南沿海经济形势座谈会。会上表示，当前经济在恢复，但基础不稳固，稳经济还需艰苦努力。同时，近期的疫情防控举措进一步放松，国家卫健委表示，坚决克服防控松懈和“层层加码”两种倾向，切实维护人民群众利益。

疫情防控政策的放松对于未来经济修复有明显帮助，目前经济悲观预期已经明显好转，未来稳经济举措仍将从稳主体和防控政策放松两方面发力，宽货币不再是

主流。

3.6 月 CPI 涨幅扩大叠加猪价快速上升推升通胀担忧，恐进一步制约货币宽松格局

6 月份全国居民消费价格（CPI）同比上涨 2.5%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。其中近期生猪价格快速走升，上周一生猪期货甚至接近涨停，猪肉概念股掀起涨停潮，发改委多次召开稳定猪价座谈会，提醒相关企业保持正常出栏节奏、避免盲目压栏，提出不得囤积居奇、哄抬价格的要求。在发改委的呼吁下，生猪期货出现两天回落，周四周五再度走升。

近期的猪价快速上涨引发市场对通胀预期的担忧，下半年若猪周期开启，通胀或成为制定货币政策的一大考量。

扰动因素

1. 长短端美债收益率再次出现倒挂，加剧经济衰退预期

上周二美债长短端收益率再度出现倒挂，市场衰退担忧升温，十年美债收益率快速下行至 2.82%，全球避险情绪升温，国内股债也随之表现出股弱债强局面，这可能会导致市场认为美联储后续加息步伐将会放缓。

但回顾上周五公布的 6 月美联储公开市场委员会（FOMC）的会议纪要中提到，尽管经济增长存在下行风险。若不能展现市场对美联储稳定物价决心，那么通胀很难被真正控制。也会有损美联储信誉。会议纪要还显示，几乎所有与会者都支持 6 月份加息 75 个基点。纪要公布后，美债收益率有明显上行。

目前海外面临通胀和衰退的两方面担忧，接下来美联储持续激进加息的概率虽然暂不明确，但加息周期或比预期更短，这对于国内债市的影响更多在短期情绪冲击上。但长期来看，国内债市应该更加关注国内央行的态度。

2. 明年新增专项债限额可能会提前下达

今年专项债新增额度较高，发行进度也明显较快，对基建以及稳增长的托底作用明显。从规模上看，今年专项债新增限额 3.65 万亿元，处于较高水平。另外今年的发行进度也明显较快，上半年发行进度已超过 90%。从新增专项债的投向上看，基建投资占据较大比例，今年 5 月，近 7 成专项债投向了基建领域。在专项债发力的背景下，上半年基建增速也明显反弹，1-5 月基建增速达到 8.16%，专项债对基建以及稳增长起到了重要支撑作用。

不过近期国内疫情反复，对经济的复苏产生了一定的阻碍作用。本年度剩余专项债在接下来的三、四季度能否延续发力或引发市场一定担忧，并使得对提前下达使用明年额度的预期有所升温。如果专项债额度提前下达，可能激活四季度各项基建活动的力度，对经济起到强有力拉动作用，对债市难言利好。

3. 政府债依然是社融主要拉动项，但后续发行压力减轻支撑作用恐减弱

6 月社融增量为 5.17 万亿元，同比多增 1.47 万亿元；社融同比增速 10.8%，较 5 月继续抬升，“宽信用”进程快速推进。其中，政府债券净融资 1.62 万亿元，同比多增 8676 亿元：在财政部“确保新增专项债券在 6 月底前基本发行完毕”的要求下，地方政府债 6 月份发行量创历史新高，后续发行压力明显减轻，预计对社融的支撑也将减弱，可能会一定程度拉升国债期货多头情绪。

三、后市展望

综合来看，近期债市多空分歧加剧，短期经济数据偏强概率较大，但持续性存疑，需要等7月-8月数据来观测，这使得长期债市何时转熊主要看信用层面何时出现实质修复，也就是看经济复苏能否持续。因此，基本面对债市的影响更多是短期利空，但长期偏空格局是否持续有待观察。经济弱势复苏、叠加货币边际收敛，债市调整概率增加。

操作方面，建议交易性需求维持中性，空头套保可关注基差回落后的建仓机会。当前长端可继续适当关注空头情绪释放下的正套机会，而短端方面，对于前期介入正套策略的仍可关注止盈机会。在基差交易方面，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。此外，目前目前2212各期限合约流动性偏低，暂时不支持跨期套利的机会。

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。