

国债

一、行情回顾

1.持仓成交均扩大，价格上行

近期国债期货成交持仓均有所上升，价格保持突破性上行。截止7月19日，成交量整体呈现出一定放大的趋势，而持仓量则也在继续上升，T主力合约持仓量相比于前一周继续增加0.6万手，合约总持仓也达到19.7万手。

从多空博弈情况来看，近一周内多头入场动力持续较强，并推动持仓和价格持续上行。短期博弈空头明显离场，而短期博弈多头则呈现积极入场。原因主要是上周社融数据基本符合预期，在没有明显超预期的情况下，或很难对空头情绪和价格的突破性下行构成支撑，另外疫情扰动的加剧以及地产风险的担忧等因素则或对空头情绪构成制约。

2.IRR 整体上升

上周，国债期货各主力合约CTD的IRR整体均有所上升。在疫情扰动又有所加剧以及对地产风险的担忧下，空头情绪明显受到压制，多头情绪则呈现明显升温。在这一情形下，长端T主力合约CTD的IRR呈现出快速上升，而短端TS或受资金面宽松现实以及后续资金利率可能向政策利率靠拢的担忧的双重影响，整体较为平稳。

3.基差明显收敛

上周基差也如期出现明显收敛。考虑到当前基差仍处于同期较高水平，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，因此基差收敛现象有望延续。

4.收益率曲线整体变陡

上周曲线整体变陡。央行逆回购规模缩量对市场的心理预期影响淡化，实际的流动性宽松以及对疫情与地产风险的担忧下，利率又重新有所下行，短端下行幅度更大，导致收益率曲线整体变陡。

二、基本面信息

近期期债市场出现的小牛市行情本质上是阶段性利空出尽下的利多，但在接下来一段时间增量的利多信息不明确的背景下，行情的可持续性存疑。近期的主要影响因素如下：

利多因素

6月金融数据未超预期，期债市场呈现利空出尽

上周一公布6月金融数据显示：6月新增社融51700亿元，社融存量同比升至10.8%；其中新增人民币贷款30591亿元，新增政府债券融资16184亿元。从数据可以看出社融总量好转但结构上仍然以政府债拉动为主，居民信贷需求仍然偏弱。但由于6月金融数据的好转已经被市场空头完全预期，而实际数据落地后并未超预期，因此债市呈现利空出尽下的走强趋势。当天10Y国债活跃收益率下行

2.03bps，国债期货 T 主力合约大幅上行 0.31%。

数据落地即利空出尽的倾向反映了修复期实际数据很难达到市场预期。归根结底，在有实打实的证据证明经济修复是“可持续的”之前，市场对经济修复不稳的预期将持续，而数据公布引起 10Y 国债利率的调整也将边际收敛。

楼市烂尾事件叠加疫情反复推升经济悲观预期，避险情绪升温利多债市

由于地产对经济的拖累非常严重，市场普遍认可地产见底会领先于经济见底，因此对于商品房成交数据关注度也随之提高。近期的烂尾事件多发，居民购房意愿大幅回落，房企债务问题再度回归大家视线，加上后续商品房成交数据再度转冷，市场对经济能否顺利走向复苏开始存疑。同时，7 月以来疫情在多省市冒头，由于 4-5 月疫情的失控，投资者对于疫情未来的演绎存在很高的警惕，疫情扰动影响延续，权益市场表现偏弱，10 年期国债活跃收益率延续下行。因此悲观预期下市场已经不太认可 6 月份经济复苏的持续性，避险情绪也快速升温。

流动性需求改善有限叠加供给依然充裕，资金面宽松格局或将延续

央行逆回购保持上周依旧保持每日 30 亿，上周共进行 150 亿元逆回购和 1000 亿 MLF 操作，实现完全对冲。跨月之后虽然央行持续回收流动性，但资金面依旧维持着极度充裕状态。

资金面持续宽松的根本原因仍然是流动性供给充裕的背景下需求恢复有限，即使在 6 月专项债集中发行的阶段，债券供给压力激增下资金利率依旧没有趋势性回升。进入 7 月，专项债发行高峰已过，而专项债使用与再贷款投放逐步实现，因此央行缩量逆回购投放并没有引起资金面向政策利率收敛。今后，短期资金面压力主要来自于 7 月的税期缴款，预计资金面可能存在一定波动；长期上则是宽信用修复

后流动性需求的上升，届时资金利率将回归政策利率。此外，疫情反复预期下市场对于基本面好转持续性存疑，宽信用难以一蹴而就，因此资金面宽松延续时间或将超市场预期，债市安全边际将长期存在。

但需要警惕的是，极度充裕的流动性未必能长期持续下去，目前央行态度已经出现边际转变，更加注重结构性政策而非增量型政策。若后续 MLF 缩量续作或发行特别国债，资金利率预计会逐渐抬升。

利空因素

1-6 月消费，投资数据略超预期，稳增长政策效果显现

1-6 月投资累计同比增加 6.1%，测算后的当月同比为 5.8%，略低于去年同期，但较 5 月继续修复。分项来看，基建当月同比迅速拉升至 12.0%；制造业当月同比 9.9%；地产投资当月同比-9.4%。从数据来看，上半年消费投资数据整体稍有改善，基建是主要增长动力，制造业也有一定改善。说明前期的诸多稳增长政策确实对经济的修复起到了一定的促进作用，对债市形成利空。但地产在 5 月短暂修复后又再度回落，继续拖累经济复苏脚步。目前来看，地产行业现金流问题尚未结束，烂尾盘和业主矛盾凸显，后续监管层如何解决是重点。

风险因素

最新 1 年期和 5 年期 LPR 均维持不变，宽信用修复进程不确定性增加

7 月 20 日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布 7 月贷款市场报价利率(LPR)为：1 年期 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.45%，均与上月持平。按

常理来说，LPR 报价调降则将助力宽信用修复进程，进一步修复经济基本面。对债市而言利空大于利多。但本次 LPR 依旧维持原状，使得市场对于经济修复动能的乐观预期有所减弱，可能会阶段性提振债市多头情绪。

三、后市展望

从短期来看，近期利多因素不断凸显，债市出现阶段性回暖；但从长期上看，疫情消退而基本面修复的预期并不稳固，而在内外兼顾等目标下货币政策实施显得极为谨慎。除非防疫政策出现重大调整或者疫情发展大超预期，局部疫情反复对经济上修预期的干扰将长期存在，同时不稳的预期下宽信用的实现将会较为坎坷，预计接下来的一段时间内难以出现趋势性的单边行情。待利多因素出尽后，债市将重回调整状态，较难出现单方面完全主导的持续行情。

操作方面

交易性策略方面：近期债市利多消息偏多，多头交易或许可以更乐观一些。

套保策略方面：空头套保可关注基差回落后的建仓机会。此外，伴随多头情绪的走强以及 IRR 的抬升，长端或可适当关注反套的止盈机会；

基差策略方面：目前并无推动基差持续上行的因素存在，而做空基差机会也不大，且要承担借贷成本，整体性价比不高。因此目前基差策略缺乏机会；

曲线策略方面：由于资金面目前虽然维持充裕的局面，但并非能够一直持续下去，若资金利率抬升，短期利率抬升更快，因此建议保持作平曲线策略。

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。