

资金面充裕依旧，企业信贷结构改善

一、行情回顾

7月份，截至7月29日，10年期国债期货上涨了1.08%至101.065，5年期国债期货上涨了0.64%至101.79，2年期国债期货上涨了0.27%至101.22。

截至7月27日，(中证)10年期国债收益率为2.754%，较上月下行5.69bp；(中证)10年期国开债收益率为2.9369%，较上月下行10.76bp。

进入7月，期债整体成交量没有明显变化，唯临近政治局会议前数日T合约成交量快速攀升，体现出投资者在关键事件或节点前提前入场博弈的现象。进入7月后各合约持仓量不断攀升，月底T合约持仓量已超过5月底的19.6万手，达到22.4万手的高点，在此阶段多空分歧仍剧烈，且多头加仓动力增强有关，基差明显收敛后可能也有套保盘入场。

从席位净持仓来看，T与TS合约7月中下旬净持仓曲线触底回升，市场情绪有所扭转，多头力量有所增强，对应在此阶段多单逐步入场博弈反弹，但基差收敛速度并不快，市场情绪回暖速度相对偏慢，直至7月中下旬才见到明显触底回升。相对而言TF合约前5席位净持仓回升更早。

二、7月基本面信息回顾

6 月 CPI 有所回升，核心通胀仍在低位

6 月份 CPI 同比上涨 2.5%，较 5 月上升 0.4 个百分点，PPI 同比上涨 6.1%，较 5 月下降 0.3 个百分点。核心 CPI 同比 1%，走高 0.1 个百分点，指向需求回暖拉动价格回升。除基数效应外，CPI 走高主要受到油价拉动，疫情缓解下需求回升也拉动服务价格水平上行，猪肉价格同比降幅收窄共同拉动 CPI 上涨。PPI 方面主要受到钢材等生产资料价格转跌，但绝对水平相对仍高。从三季度方向上看，猪肉价格基数影响下或仍带动 CPI 上行，PPI 在有色金属、原油调整及原材料保供稳价、钢材等需求偏低的影响下或延续下行趋势。需求修复仍有不足，核心通胀处在低位，短期 CPI 上行或引发警惕，但对货币政策实质性约束有限。

受疫情和大宗商品价格回落影响，7 月制造业 PMI 产需放缓

国家统计局公布 7 月 PMI，制造业采购经理指数为 49.0%，较上月下降 1.2 个百分点，再次降至荣枯线以下；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 53.8%、和 52.5%，继续位于扩张区间，比上月下降 0.9 和 1.6 个百分点。分项看，生产、新订单、原材料库存、从业人员分别为 49.8%、48.5%、47.9%、48.6%，环比均有下降，且降至荣枯线以下。回落最为显著的是原材料价格和出厂价格两个价格指数指标，在大宗商品价格回落的背景下生产可能有所下降，7 月上游开工率普遍下滑已有一定先兆。而 7 月局部散发疫情导致需求端修复不及预期，地产销售再度回落也拖累制造业需求景气度，共同促使 7 月经济景气度出现反复。非制造业景气度相对较好，继续位于扩张区间，最大的亮点在建筑业 PMI 继续回升，且高于去年同期值，政治局会议着重提及促进下半年基建投资，预期建筑业景气度有望维持高水平。

企业信贷结构改善，6月社融数据回暖

整体而言，社融总量受到信贷和政府债拉动呈现大幅回暖，但不考虑增量政策前提下，下半年政府债拉动作用将明显减弱，社融进一步回升动能或受限，将更加依赖实体融资需求实质性回暖。信贷结构来看居民信贷仍弱，预期下半年边际回升但幅度受限，企业贷款总量和结构受5年期LPR下调和基建相关贷款拉动明显改善，同时票据冲量现象缓解，这是实体融资需求回升的积极信号，后续重点关注企业贷款结构改善的持续性。专项债资金加快拨付，财政支出对货币供给增速起到支撑作用。

7月地产销售数据依旧暗淡，政治局会议压实保交楼工作方向

7月在疫情影响和地产行业事件影响下，消费者信心下降导致地产需求再度走弱，也一度降低市场对宽信用信心。针对行业事件，7月底政治局会议也指明了下半年政策处置方向，将保交楼任务压实到地方政府，同时再度点名支持刚需和改善型住房需求，定调相对积极。下半年降低房贷、放松限售限购等需求端措施有进一步放松空间。同时为了保交楼等重要任务存在一定可能建立房地产纾困基金等新增途径。

资金面目前依旧充裕

本月尽管央行公开市场缩量，流动性仍非常宽裕，银行间加杠杆行为加剧，月末资金利率也并未明显上行，截至7月27日，R001加权平均利率为1.4373%，较月初下行6.73个基点；R007加权平均利率为1.7035%，较月初下行5.98个基点；R014加权平均利率为1.6707%，较月初下行5.71个基点。

三、后市展望

8 月期债有望维持上行趋势。展望下半年基本面，三季度环比修复的确定性较强，四季度在外需压力下修复斜率或相对趋缓。

政策面和资金面上，货币政策面临外部约束，地产政策发力受房住不炒长期导向制约，财政政策发力，基建仍为主要着力点，增量财政政策或相机出台。伴随经济修复资金利率中枢或逐步抬高向政策利率靠拢。

期债走势，下半年尤其三季度承压运行调整压力增大，波动中枢较二季度下移，但调整幅度预期低于 2020 年，四季度视国内需求修复斜率经济增速存在不确定性，如果外需超预期下滑叠加国内需求修复不足，期债可能重新出现上行机会。

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。