

国债

一、行情回顾

近期债市情绪整体仍然偏强，尤其是上周五，10Y 国债收益率大幅下行约 2.9BP，至 2.76%，国债期货 T 主力合约价格单日上涨 0.36%，价格突破 101 元，日内最高升至 101.11 元。

多空情绪转入平稳

虽然当前多头情绪仍偏强，但空头情绪也有所升温，多空情绪开始转入平衡。上周前半周确实出现了多头止盈离场以及空头加仓入场的现象。不过，由于 7 月 28 日政治局会议政策未有超预期内容，叠加基差再度拉宽，多头情绪顺势推动市场继续突破。在此过程中，国债期货的持仓量继续积累，暗示当前多空分歧相对较为明显，在多头情绪依然占据上风的情况下，尚未出现明显的空头止损现象。

IRR 震荡为主

截至 8 月 3 日，国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 整体上仍呈震荡表现，尤其是长端品种。可以发现，如果从 T 主力合约的 CTD 的 IRR 上看，在上周五之前基本上呈现了一种回落的状态，虽然多头情绪虽然仍占主导，但是多头止盈以及空头情绪可能也有一定升温。而上周五多头情绪则再次明显走强，并带动 IRR 反弹。短端品种方面相对平稳，不过波动趋势也大体一致。

基差仍有修复空间

本轮上涨背后的关键依然在于基差的修复情况。上周五 T、TF 和 TS 主力合约 CTD 基差为 0.3407 元、0.1714 元和 0.1343 元。可以看出，基差仍有一定的收敛空间，基差绝对水平仍处于历史同期相对较高水平，这可能仍会给市场基于基差收敛短期反弹的策略提供运行环境。

2009 合约移仓开始

2209 合约移仓逐步开启，截至 8 月 3 日，T、TF 和 TS 合约的当季持仓量分别为 18.66 万手、11.04 万手和 5.4 万手，次季持仓量分别为 3.49 万手、1.59 万手和 0.61 万手。从当前移仓情况来看，目前基差依然处于相对偏高的阶段，空头移仓压力偏高。同时，合约存续期 IRR 机会有限，空头进入交割的意愿不强，可能带来跨期价差先走阔。不过，由于当前跨期价差本身处于历史偏高水平，这可能会使得空头移仓面临纠结而选择稍作等待，因此，预计跨期价差持续走高的空间可能也有限。

收益率曲线变陡

上周曲线有所变陡，10Y 国债收益率下行 3.1BP，2Y 下行 6.3BP。近期资金面持续宽松仍然是多头情绪的重要支撑，上周隔夜回购加权利率一度下行突破 1% 关口，曲线继续维持陡峭化。

二、基本面信息

1. 近期债市主要以利多消息为主，具体体现为以下几个方面：

7 月 PMI 总体低于预期，经济复苏依旧面临阻碍

7月31日国家统计局发布7月中国采购经理指数运行情况。7月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降1.2%，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落。非制造业商务活动指数为53.8%，比上月下降0.9%，仍位于扩张区间，非制造业连续两个月恢复性增长。

从公布的数据可以看出制造业产需疲软，服务业修复有所放缓，除了外生政策刺激的几个主要方向外，地产和消费需求修复的内生动力不足，外需的不确定性增大，预计7月经济的复苏曲线不再像6月那么陡峭。从经济现状到政策预期，对债市均偏有利，短期内利率或将保持低位震荡。

7月政治局会议内容不及市场预期

首先，7月的政治局会议不论是对于货币还是财政增量政策的描述都相对克制，基本延续了此前的基调，另一方面关于地产的描述着重于将主要责任落实到地方，并没有提到中央直接救助的措施，这可能也是市场预期落空的部分。整体来看，宏观基调延续，地产着重在“保交楼”，刺激政策以前期政策落地为主。

但会议中还提到了：“宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足”这一新增说法，从提振需求的描述来看颇为积极，后续需要关注是否会有更具体的配套措施出台。

目前资金面仍旧宽松

今年4月中下旬以来资金面总体维持相对宽松的态势，而进入7月，资金利率较4月到6月期间的水准进一步下行，在7月最后一周隔夜利率一度下探至1%以下。其原因主要是今年上半年供给端降准、央行上缴利润等数量政策向市场投放大量流动性，而由于疫情下市场主体对经济修复预期不稳，有效融资需求恢复较慢，

使得流动性在金融体系中空转，进而维持了资金利率的长时间低位运行。

尽管出现罕见的隔夜破 1% 的大幅宽松资金面，但上周 10Y 国债利率下行幅度较为有限。主要原因是市场担忧隔夜利率触底后进入上行区间，叠加央行上周实施的 20 亿元缩量逆回购释放了小幅的收紧信号。可见当下债券市场对于未来资金利率变化幅度与方向更为敏感，资金面对于债市的影响具有一定先行性。

需要注意的是，本次政治局会议重提“流动性合理充裕”后，也需关注央行是否会引导资金利率向政策利率回归。

2. 风险因素

近期出口的指标分化比较严重，需关注下半年出口回落的风险

7 月 PMI 同样也提示了出口需求下滑的信号，7 月制造业 PMI 新出口订单同比下滑 2.1% 至 47.4%，从行业上看，出口规模比较大的纺织业和计算机通信电子设备行业 PMI 表现偏弱。但是从高频的外贸货物吞吐量上看，7 月同比增速较前期却略有上升，呈现出相反的信号。虽然 PMI 的出口订单指标对于实际情况的反映并不是那么敏感和准确，但在全球需求见顶回落的大背景下，仍然需要关注下半年出口增速回落的风险。

疫情仍然是影响下半年经济走势的主要不确定因素之一

6 月底各省多点散发疫情有所增加，截至 7 月底已经明显有所好转，但总体来看疫情的疫情防控形势比 6 月还是略显严峻。此外，近期全球疫情也依旧处于高位，日新增确诊病例多次突破 100 万例，且全球猴痘感染数量累计新增突破 18,000 人次。7.28 日的政治局会议指出：坚持“动态清零”的方针政策短期不会改变。因

此，下半年疫情是否能够得到改善将对经济基本面起到重要的影响。

下半年新增专项债限额的可能性较低，

7月底政治局会议关于财政政策的表述为“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。从表述上看更偏向于要用好已有的政策工具，新增专项债限额的可能性较低。但是专项债发行对基建的推动作用通常是立竿见影的，下半年基建对经济的拉动效果可能会产生影响。

三、后市展望

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，财政政策方面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。

交易性策略：短期继续做多债市的空间不足，建议交易性需求维持谨慎。

基差策略：虽然部分空头被动止损，但前期由于基差收敛，多头未改变止盈行为，多空情绪或仍在进一步向平衡转变。因此空头套保可关注基差回落后的建仓机会。

曲线策略：关注曲线做平机会。

移仓方面：预计跨期价差持续走阔空间有限，长端品种空头可采用均匀移仓策略。

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。