

国债

一、行情回顾

持仓表现分化

上周国债期货成交和持仓总量均现一定上升。以 T 合约为例，上周总持仓达到 22.97 万手，相比于前一周增加 5644 手，日均成交量 8.74 万手，相比于前一周增加 5321 手。

而分合约来看，伴随移仓换月的进行，2209 合约持仓量呈现明显下降，2212 合约持仓量则快速上升，其中 TF 合约的 12 合约持仓量已经超过 09 合约持仓量。当前市场的交易对象以及流动性逐渐向 12 合约转移，国债期货的短期扰动因素增多，移仓现象或也使得市场波动有所加剧，上周国债期货整体表现也较为震荡。

IRR 整体震荡

上周，国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 整体继续呈现震荡状态，短端 TS 主力合约的 CTD 的 IRR 呈现一定上升。近期国债期货走势偏震荡，多空分歧和博弈加剧，情绪波动也较大，T 主力合约的 IRR 波动尤为剧烈。而短端方面，或受移仓影响，TS 主力合约表现相对于现券偏强。

基差仍处高位

基差绝对值目前仍处于历史高位，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，当前处于临近交割月的前月，基差也存在跟

随惯性收敛的可能。

跨期价差有所走阔

近期跨期价差整体有所走阔，反映空头移仓动力相对更强，尤其是短端上跨期价差走阔明显，而长端方面在跨期走阔后，多头移仓也明显加速，多空移仓呈现一定交互。从移仓进度来看，移仓速度明显有所加快，目前 T、TF 和 TS 三个品种移仓进度分别为：40.09%、54.34%、45.08%。

收益率曲线转平

收益率曲线整体有所变平，长端 10Y 国债收益率基本没有变动，不过，在市场对后续资金面收紧的担忧情绪较重的情况下，上周五 2Y 国债收益率上行至 10.5BP。

二、 基本面分析

目前已公布的 7 月各项基本面数据对于债市以利多影响为主。债市近期在高位窄幅震荡，主要影响因素如下：

1.利多因素

通胀偏弱，反映实际内需不足

7 月 CPI 同比 2.7%，继续温和走升，主要原因是猪价和鲜蔬价格上涨所致。剔除食品和能源的核心 CPI 收为 0.8%，较 6 月环比下降 0.2%，PPI 收为 4.2%，较 6 月下滑 1.9%，主要是受油价回落影响。总体来看，CPI 继续走升，但是主要是食品类价格短期上涨带来的结构性通胀压力，实际内需并不乐观，结构性通胀

通常不会制约货币政策，后续影响有待观察。

7 月金融数据明显走弱

8 月 12 日，央行发布 2022 年 7 月金融统计数据报告，7 月新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4042 亿元；社会融资规模增量 7561 亿元，同比少增 3191 亿元。金融数据偏弱的表现一方面象征进入三季度后经济基本面修复进度仍然缓慢，一方面代表宽信用的实现仍待时日，债市牛行情仍有支撑。

流动性依旧充裕

目前资金面依然极度充裕，一方面是由于财政划拨继续注入流动性，这一流动性来源会持续至 8 月底。另一方面是由于经济仍处于下行周期，恢复基础尚不牢固，监管层也希望保持资金面充裕来应对风险事件。而近期的央行货币政策执行报告也未再提及“引导市场利率围绕政策利率波动”这样的表述，让市场对未来资金面保持宽松更有信心。但依然需要注意的是待风险事件平息后市场利率向政策利率回归是必然的，需警惕相关风险。

多地疫情加剧推升债市多头情绪

上周海南三亚疫情加剧，叠加浙江金华与西藏拉萨分别出现多数新增确诊病例，债市情绪快速好转，而后一直维持在高位窄幅震荡。特别是 8 月 10 日主要资金利率延续下行趋势，日内隔夜利率报价一度突破 1%。

MLF 降息缩量续作，或支撑 LPR 进一步下调

中国人民银行 2022 年 8 月 15 日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，2022 年 8 月 15 日人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 20 亿元公开市场逆回购操作，MLF 操作利率和公开市场 7 天逆回购操作的中标利率均下

降 10bps 至 2.75%和 2.0%。这是 MLF 时隔两年以来首次缩量续作。

7 月份经济金融数据走弱，总需求不足问题凸显，主要表现为消费修复缓慢、就业形式承压、地产风险显化等。消费需求和投资需求双双疲软。此外，部分地产项目断供也受到较多关注，地产企业资金链不畅问题显化。这都是导致本次央行降息的原因。MLF 降息后或为本月 LPR 报价下调创造了客观条件。

需要警惕的是，虽然本轮 MLF 缩量操作实现了 2000 亿元的中长期流动性回笼，但流动性供给过剩的局面已逐渐发生改变。往后看，政策利率指导效率提升叠加流动性供给增量逐步回落，资金面大幅宽松状态或难长期持续。

2.利空因素

7 月出口数据超预期

8 月 7 日公布的 7 月进出口数据中出口数据超预期向好，贸易顺差超千亿。出口数据的走强一定程度上修正了市场对于下半年经济基本面修复的悲观预期，反应在债市上则 10Y 国债活跃利率高开。

三，后市展望

综合来看，基本上，目前内需难言回暖。外需相对坚挺，但通胀高企，衰退风险增加，大环境不宜乐观。投资增长主要是靠基建投资拉动，从近期的政治局会议和央行货币政策执行报告来看基建也是未来宽信用的主要手段，并无提及增量宽信用政策加码。而仅仅依靠基建可以拉动的需求相对有限，今年专项债额度已经用完，往年的额度也只剩下 1.5 万亿，基建很难推动经济企稳上行，地产下行周期是

经济复苏的最大掣肘。偏弱的基本面将继续支撑债市行情。

政策端上，目前偏松的货币政策目的还是围绕宽信用展开，一方面是由于财政划拨继续注入流动性，另一方面是由于经济仍处于下行周期，恢复基础尚不牢固，需求呈现疲软态势，而近期的央行降息可能让市场对未来资金面保持宽松更有信心。但依旧需要警惕市场利率向政策利率回归的风险。

短期来看，经济转暖之前，债市不会有大的调整压力，利多因素或将仍然主导债市。但是十年国债收益率点位已经下行至新低位，缺乏增量信息的情况下，长期来看利率上行概率更大一些。

交易性策略：建议交易性需求偏多思路应对。

套保策略：空头套保可关注基差回落后的建仓机会。

基差策略：可继续适当关注基差收敛机会。

移仓策略：短端品种的空头尽量提前行动，长端空头可以选择均匀移仓。

曲线策略：短期做平可适当止盈，中长期仍然是以保持做平曲线为主。

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。