

国债

一、行情回顾

上周债市情绪整体偏弱，尤其是国债期货 T 主力合约价格由 101.59 元降至 101.37 元。在 8 月 22 日降息后利率快速走低，在降息利多出尽叠加稳增长发力担忧下，期债出现回调。

分时间来看，上周一早上公布的 5 年期 LPR 利率下调 15BP，市场对于稳增长政策加码存在担忧，加上利率的绝对点位已经很低，债市开始调整。周三晚上国常会再次部署稳经济一揽子政策措施，宽信用担忧发酵，周四债市大幅回调。周五证监会副主席表示，推动国债和股指期货双向开放，期债拉升收涨。

成交量出现下滑

三个品种的成交量也多数呈现下滑，印证市场热度下降。从市场持仓来看，T 总持仓下降 约 9 000 手，其余两个品种变化不大。市场除了前期多头在降息落地后持续止盈外，更多呈现了偏短期的反复试探，但目前尚未看到明显空头持仓入场的迹象。

最便宜可交割券（CTD 券）的隐含回购利率（IRR）出现分化

上周，国债期货当季和次季合约 CTD 的 IRR 的整体表现有较大差异。当季合约因空头移仓压力导致 IRR 快速上行，相反，次季合约的 CTD 的 IRR 整体在低位震荡，可能也对应了次季合约的市场情绪或有所弱化。不过。由于当季合约临近交

割也会使得 IRR 偏高，但参与正反套利的机会可能依然有限。

基差依旧偏高

目前来看，T 主力合约基差相较于同期仍然偏高，高基差可能给多头入场提供一定支撑，后续可继续关注 12 合约的基差收敛机会。另一方面，临近交割月前月，需要注意 2209 合约基差也存在跟随惯性收敛的可能。

移仓合约跨期价差收敛难度仍存

上周跨期价差继续波动较大，且多空移仓有所交互。本轮跨期价差中枢整体维持在较高水平，而当前移仓也已接近尾声。

从移仓进度来看，尽管 2209 合约跨期价差存在季节性收敛特征，但本轮移仓换月期跨期价差出现明显收敛的难度可能较大。原因是 8 月份已到月底，但资金面目前依旧延续宽松态势，依靠资金面收敛带动跨期价差中枢下行的难度相对较大。另一方面，近月尚未收敛充分的基差，对于本次移仓的 2209 合约空方可能会有所不利。

收益率曲线整体上移

上周曲线整体呈现一定上移，但结构变动不大。在宽信用政策加码的影响下，市场情绪有一定降温，收益率整体有一定反弹，10Y 和 2Y 国债收益率分别上行约 5.5BP 和 5.1BP。

二，基本面信息

利多因素

MLF 降息引导 LPR 报价下调，体现降成本宽信用

LPR 报价由 MLF 操作利率加点形成，8 月 15 日 MLF 意外降息 10bps 后，为 本月 LPR 调降创造了空间，8 月 22 日，LPR 报价下调符合市场预期，5 年期下调 幅度为 15bps，而 1 年期下调幅度仅为 5bps。本次 LPR 跟随调降符合央行宽信 用政策目标。由于商业银行贷款利率由 LPR 报价加减点形成，LPR 调降可以进一 步引导贷款利率下行，释放实体中长期贷款需求。

从往年经验上看，LPR 调降对企业信贷具有一定提振效果。预期本次 LPR 调 降能够进一步降低实体融资成本，提振信贷需求，为年内的宽信用目标实现和经济 基本面修复保驾护航。

但值得注意的是，1 年期 LPR 下行幅度有限，央行积极干预过度宽松资金面 的政策态度再度凸显，预计近期资金利率回升趋势延续，短债利率将面临一定上行 压力。

地产高频数据表现低迷

上周的 30 城商品房成交面积为 2 68 万平方米，周度同下降 23.7%，虽较 4-5 月有所改善，但整体难言向好。而百座城市土地成交价格周度同比下降 33%，也 处于极低水平。7 月断贷风波之后，居民买房意愿受到较大冲击，LPR 降息究竟有 多大刺激作用还未可知。

利空因素

资金面开始稍有收敛

上周央行公开市场逆回购操作量保持 20 亿水平，当周逆回购资金完全对冲。 目前跨月因素导致流动性稍有收敛，但整体仍保持十分充裕，截至周五尾盘，

DR001 和 DR007 分别较上上周走升 30BP 和 32BP。

目前资金面依然相对充裕，但受跨月因素影响 7 天期有所收敛。考虑到目前的经济情况，央行出于稳定市场信心的考量也不会迅速回收流动性，资金面收敛速度可能较为温和。但依旧需要警惕的是，市场利率向政策利率回归是必然的。

风险因素

国常会加码经济政策助力经济稳定，政策落地效果有待继续观察

8 月 24 日，国务院常务会议再次向市场释放重大利好，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，主要包括，增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，核准开工一批条件成熟的基础设施等项目等。这次措施引发债市对宽信用的担忧，对多头情绪产生一定冲击。但疫情仍对国内经济形成一定制约，房地产行业仍然处于严冬时刻，一揽子政策后续落地效果如何仍有待观察。

三、后市展望

综合来看，本周债市的回调是由于宽信用预期升温，但从目前的宏观环境来看，虽然目前市场持多头止盈的观点较多，但宽信用短期很难真的实现，即该短期的利空并不具备持续性。况且经济仍处于下行周期，货币也会继续偏松，债市不会有大的调整压力。因此多头也无需过于悲观。

但目前的利率点位太低，缺乏继续下行的动力。若经济形势没有大的转变，利率短期将保持低位震荡，因此后续债市或将响应保持高位震荡的格局。

交易性策略：建议交易性需求可以偏多观点进行交易，以波段操作为主。

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：继续关注 2212 合约的基差收敛机会。

移仓策略：短端品种由于前期基差偏高，预计存在相对明显的多头进入交割的意愿，这可能会强化移仓期的多空矛盾 建议短端品种的空头尽量提前行动。

曲线策略：国债期货的长短端跨品种价格已有明显收窄，做平可适当止盈。

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。