

国债

一、行情回顾

成交持仓量均有所上升

期债目前整体上看市场情绪整体偏强，虽然空头情绪有一定升温，不过多头情绪也仍然强劲。国债期货主力合约成交持仓均有所上升，而且整体上看，相比于成交量，持仓量的增长和累积更为明显。持仓量上行或反映市场当前对于利率走势的分歧又有所加剧。

从基本面角度来看，一方面近期疫情又有所反复，成都以及深圳疫情对于多头情绪有一定刺激，而另一方面近期稳增长与宽信用政策加码以及增量政策工具扰动等也对空头情绪有一定鼓舞，市场或又回到弱现实与强预期的博弈之中。

IRR 小幅波动

近期国债期货主力合约最便宜可交割券（CTD 券）CTD 券 的隐含回购利率 IRR 整体上先降后升，呈现出一定波动。稳增长与宽信用政策加码，以及上周增量政策工具发布的作用下，或使得市场情绪有一定走弱，IRR 有所下降，而疫情反复则或又对多头情绪有一定刺激，IRR 呈现一定回升。不过目前从各主力合约 IRR 的水平上看，正反套机会均比较有限。

基差仍然较高

当前，基差绝对值仍处于历史高位，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，入场时机的选择在于基差的修复情况。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。但也需要注意基差可能进入逐渐收敛的情况。

本月多头进入交割数量可能增加

进入九月后，国债期货 2209 合约进入交割月。从本轮移仓表现看，一是在资金面整体较为宽松的情况下，跨期价差中枢较高；二是在移仓高峰阶段跨期价差也呈现一定波动，多空移仓有所交互；三是，短端品种空头移仓压力高于长端。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。

曲线变陡，期限利差走阔

上周曲线结构有所变陡，10Y 国债收益率下行约 2BP，2Y 国债收益率下行约 7.4BP，期限利差明显走阔。上周资金面整体有所转松，DR001 和 DR007 均有所回落。

二、基本面信息

目前在强预期和弱现实的博弈中，弱现实的经济基本面成为影响债市的主要因素，导致多头热情依旧不减，因此近期债市主要以利多因素为主：

1.利多因素

多地疫情反复利空基本面

最近疫情又有所反复，形势依然严峻，利空基本面长短债券走牛。上周三成都以及深圳疫情也引发市场担忧，当日 3Y 和 5Y 利率下行幅度较大，DR007 较前日迅速回落了 9bps。基本面偏弱的格局短期内可能不会改变。

8月制造业 PMI 小幅回升但仍在荣枯线下

中国8月官方制造业 PMI 为 49.4，低于临界点，环比上升 0.4 个百分点，制造业景气水平有所回升；官方非制造业 PMI 为 52.6，环比下降 1.2 个百分点，仍位于扩张区间。

8月制造业 PMI 在需求回暖拉动下小幅回升，但受到淡季、高温和限电扰动生产恢复有限，整体制造业 PMI 仍在荣枯线下，同时小企业景气度指数偏低。

总体而言 PMI 升幅度有限，9月多地疫情散发，可能继续扰动开工进程，约束经济复苏进度。

8月地产销售恢复有限，房贷利率有进一步下调可能

整体8月地产销售恢复有限，全国新建商品房成交面积同比下降 61.44%，环比下降 22%。因此8月政治局会议强调要通过“一城一策”灵活使用信贷政策稳定需求，地产方面保交楼持续推进。同时为部分房企提供融资担保，增强房企现金流。增量政策出台后进入将政策效果观察期，后续如果地产需求修复不及预期，房贷利率有进一步下调可能。

9月资金面有望持续宽松

资金面上，8月资金延续宽松，央行超预期降息增强货币宽松信心，月末隔夜资金利率有所上行但整体平稳跨月。展望9月为财政支出大月，对资金面形成支撑。从信贷需求上看，8月末票据利率边际上行也显示出8月信贷投放有所增强。叠加9月疫情影响将加大经济维稳力度，货币宽松尚不存在转向条件。整体上看9月资金有望维持宽松。

2. 利空因素

新增 10 年期国债

8 月 25 日财政部宣布将发行 750 亿元 10 年期国债，国债供给压力上升，长债利率在当日午后 1 点左右达到日内高位。

国常会部署新政，宽财政预期升温

8 月末国常会出台 19 条稳经济接续政策，包含使用地方债结余限额、增加政策性工具等多项举措。此外上周二财政部公布了“2022 年上半年中国财政政策执行情况报告”，在报告所提及的积极财政政策的表述下，债市情绪当日受到较大冲击，10Y 国债活跃利率快速上行，最高达到 2.63% 的点位。

3. 风险因素

中美利差深度倒挂，国内利率回调可能性加大

美联储主席鲍威尔在球央行年会上的表态整体偏鹰，导致市场关于美联储 9 月加息 75bp 的预期开始大幅上升。随着美联储维持紧缩的货币政策，美债的实际利率将继续上行，中美利差开始出现深度倒挂。这也导致人民币汇率短期贬值压力将增持续加。国内利率长时间在低位运行状态恐难以持续。

三、后市展望

综合来看，8 月 LPR 降息后市场交易重心从资金面转向政策面与基本面，而 8 月基本面数据将陆续落地。散点疫情冲击下 8 月经济修复难超预期，而稳增长政策

效力仍待确认，叠加深圳等地疫情仍在发展，预计后续利多整体大于利空。

交易性策略： 建议交易性需求谨慎偏多操作。

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。

曲线策略： 短期可关注跨品种价差扩大，而长期则仍可以曲线做平思路应对。

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。