

## 国债

### 一、行情回顾

#### 1. 债市整体偏弱，多空分歧加剧

上周债市整体情绪仍然偏弱，10Y 国债收益率进一步上行至 2.67%。国债期货持仓量也继续有一定累积，T 主力合约持仓量增加约 1.28 万手。近期 T 合约持仓量再次快速上升的背后可能也反映了多空双方的分歧程度再次有所加剧，在稳增长与宽信用效果有所显现的情况下，空头情绪有所升温，入场动力较强。而多头或基于宽信用效果持续性存疑以及近期基差再度拉宽，同样存在着入场动力。多空分歧推动 T 合约持仓量不断上升。

#### 2. 长短端期债隐含回购利率 IRR 发生分歧

近期国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 的走势有一定分歧，T 主力合约 CTD 的 IRR 有所回升，而 TF 和 TS 主力合约 CTD 的 IRR 则继续有所下降。短端或在上周资金利率有所上行以及对资金面有所担忧的情绪影响下，呈现一定下降。值得注意的是，虽然长端虽然 IRR 有所回升，但在近期空头情绪有一定升温的情况下也仍处于偏低的水平。

#### 3. 基差仍处于较高水平

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。

#### 4.收益率曲线有所变平

上周曲线略有变平，10Y 国债收益率上行约 4.7BP，2Y 国债收益率上行约 4.9BP，跨品种价也呈现一定收窄。

## 二，基本面信息

**上周债市情绪明显偏弱，主要原因是陆续公布的稳增长政策叠加经济数据好于预期支持空头情绪，对债市整体利空，期债整体有一定下跌。具体因素有如下几点：**

### 1.8 月经济数据好于预期

稳增长政策的持续生效以及低基数效应是经济数据超预期的重要原因，具体经济数据表现为：

- ◇ 8 月工业增加值同比由 3.8%回升至 4.2%，高于市场预期的 3.9%；
- ◇ 1-8 月固定资产投资累计增速为 5.8%，高于市场预期的 5.3%；
- ◇ 8 月社零增速由前值 2.7%回升至 5.4%，高于市场预期的 4.2%；
- ◇ 全国城镇调查失业率 5.3%，高于前值 5.4%。

基于以上基本面的利好信息，上周期债出现一定程度的回调。

### 2.基建增速回升

8 月底中央政再度出台了稳基建的增量政策：追加不少于 3000 亿元政策性开发性金融工具额度，盘活 5000 多亿专项债地方结存限额。基建增速的改善是在市场预期之中的。1-8 月基建累计同比由 9.6%，上升至 10.4%。

### 3.资金面开始有所收敛

从资金面来看，上周资金利率呈现一定上行，DR001 和 DR007 上周五分别升至为 1.30%和 1.61%，近期资金面有所收敛，且临近跨季资金面波动或有所加大。

### 4.海外美国通胀超预期，美联储货币政策收紧预期加强

美国劳工局公布 8 月物价数据，美国 8 月消费者物价指数 CPI 为 8.3%，核心 CPI 为 6.3%。不论是 CPI 还是核心 CPI 都高于市场预期水平，这也推升了市场对于美联储货币政策紧缩力度的预期。海外需求则可能面临货币收紧导致的需求减弱可能。数据公布后美元指数快速上行，十年期美债收益率上升达到 3.5%。中美利差继续走阔。要警惕美国货币政策的外溢效应，或会制约我国货币政策进一步的宽松空间。

**但需要注意的是 8 月偏弱的出口数据，再加上房地产和疫情反复仍是当下经济的主要制约因素，对债市多头可能也有一定的支撑。**

8 月中国出口同比增长 7.1%，同比大幅回落且弱于市场一致预期。

地产投资依旧疲弱，8 月土地购置面积同比下降 56.6%。近期土地市场情绪也较为低迷，民企普遍缺席土地拍卖。商品房销售额同比增速为-19.9%。虽然我国多个城市出台稳销售政策，地产销售略有回暖，但绝对数值仍然较差。且高频数据显示当前的商品房销售情况并不乐观。虽然有保交楼政策的督促，但房屋竣工情况并不理想。

此外，近期多地零星爆发的疫情也对复工复产情况有所阻碍。以上因素也表明市场基本面在短期能否形成强有力的恢复力度存在很大的不确定性。。

## 三，后市展望

综合来看，债市短期或面临回调，而从相对较长的时间来看，可以偏空思路对待，原因主要有以下几个方面：

其一，由于稳增长政策不断推出，各项经济指标正在呈现小幅好转的态势。

其二，短期财政政策比较积极，9月13日召开的国务院常务会议决定进一步延长制造业缓税补缴期限，新增的5000亿元专项债也开始发行。

其三，虽然临近季末，央行从本周开始逆回购力度有所加大，但由于央行已于8月降息，政策效果需要观察，同时近期人民币汇率加速贬值，央行或将暂时更多侧重汇率稳定，昨日公布的LPR1年期为3.65%，5年期以上为4.3%，与8月水平持平，并未再次出现下调，这也说明央行对于货币政策偏宽松的态度或将有所改变。

其四，央行连续缩量续作MLF，向市场传达了不希望资金空转的信号，资金面存在小幅收敛压力。预计9月中下旬起，资金面将逐渐小幅收敛。

**交易性策略：** 建议交易性需求短期谨慎偏空操作

**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，同时适当止盈。

## 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。