

国债

一、行情回顾

多空分歧状况或将持续

节前一周国债期货价格波动较大，且呈现前半段快速冲高，后半段快速回落的状态，期间多空双方均有一定平仓的表现，这导致持仓量暂未进一步累积。但是多空分歧可能并未有明显减弱，一方面和前期累积的持仓量相比，9月末持仓量变动整体并不大，另外减仓的主要是短期空头以及预期基差收敛而入场的多头，而且在后半段基差再度走阔后，这部分多头又有一定入场。短期来看，可能仍然是多空分歧较大的局面。

十年期合约持仓有所回升

九月下旬国债期货持仓量开始出现一定下滑，T主力合约持仓量下降约3700手。近期节前一周在多空分歧再次有所加剧的情况下，多空双方均呈现积极入场，这也带动T合约持仓量快速上升。

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。

隐含回购利率 IRR 先升后降

九月末国债期货各主力合约 CTD 的 IRR 的走势整体较为一致，均呈现为先升后降。上上周前半段市场上多头情绪偏强，LPR 并未下调对多头情绪可能也有一定鼓舞，而后半段受美联储加息以及人民币汇率快速贬值等影响，市场担忧情绪较重，空头情绪偏强。

收益率曲线有所变陡

节前一周曲线有一定变陡，且主要是短端 2Y 国债收益率出现一定下行，而长端 10Y 国债收益率的变动则不到 1BP。

二、基本面信息

九月末债市表现较为震荡，前半段市场情绪偏强，多头情绪较前期有所延续，其主要原因为以下三点：

1.LPR 维持不变刺激多头情绪

9月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期 LPR 报价：其中 1 年期 LPR 为 3.65%；5 年期以上 LPR 为 4.3%，均维持不变。九月 LPR 报价并未调整可能也对多头情绪有一定刺激。但市场对政策加码宽信用可能也仍有所担忧，接下来 LPR 是否调整或也是多空双方的一个重要博弈点。

2.九月末央行逆回购规模扩大，资金面收紧压力边际减轻

从资金面来看，为维护流动性平稳，九月末央行的逆回购规模上升，央行呵护跨季流动性的意向不言而喻。除 7 天期逆回购之外，9 月 26 日至 9 月 30 日分别投放 100、240、190、160 和 210 亿元 14 天期逆回购。不过上周资金利率也仍呈现一

定上行，DR001 和 DR007 在九月三十日分别升至为 1.53%和 1.66%。

尽管央行表现出了维护资金平稳的态度，但利率中枢上移的趋势无法更改，从绝对水平来看资金面可能仍旧会维持在充裕的水平上，但其对于市场情绪的影响难以避免。后续资金面扰动或仍然较大。

3.全球经济低迷，外需下滑担忧增加

海外主要经济体分别公布的最新 PMI 数据均明显呈现下滑的趋势。其中德、法两边数据分别创下 27 个月和 28 个月以来新低，这可能会导致国内外需的进一步回落。

但是月末后半段，市场情绪明显走弱，主要是因为：

1.美联储加息一定程度扰动国内债市情绪

当地时间 9 月 21 日美联储召开议息会议，上调联邦基金利率 75bp 至 3%-3.25%，加息幅度基本符合市场预期。但会议后的发布会上，美联储主席鲍威尔“保持紧缩直至通胀消减”这一偏鹰的言论，也让市场将更多的注意力放在了持续加息后美国经济衰退可能，国内债市情绪也相应有所扰动。

2.人民币贬值压力增加

近期美联储鹰派加息、英国财政刺激计划等超预期事件导致海外债券收益率大幅上行，美元走强，人民币汇率也因此快速贬值，短期内快速突破 7.1、7.2 关口，引发市场对央行维持内外部均衡的关注，市场对货币政策能否继续维持宽松局面有所担忧。从情绪上直接对国内债市形成一定压制。

3.楼市政策层层加码

此前国常会表示各地楼市“因城施策”利用好政策工具，在按揭比例、贷款利率等方面做出优惠后，各城市开始纷纷试水创新性政策，九月末不论是商品房销售

还是房企拿地数据环比均出现改善，商品房销售面积同比增速回升。9月28日央行和银保监会发布公告，宣布阶段性调整差别化住房信贷政策，实质上取消了之前部分城市房贷利率的下限。。受此影响，宽地产预期一度发酵，长债利率快速拉升。

三，综合来说，国内基本面的修复以及政策出台的速度依旧延续，维持着稳定输出却不采取强刺激的手段，但随着外部环境逐渐恶化，需要关注内需是否能够及时跟上。原因主要有以下几点：

1.9月PMI数据落地，制造业PMI录得50.1，非制造业PMI商务活动指数录得50.6，均在荣枯线以上。基本面短期上利空出尽，经济修复趋稳预期已经形成。

2.年内政策性开发性金融工具有进一步加码可能，且其目的也主要为对冲年内财政发力的不足，发挥政策性银行的准财政功能。

3. “保交楼”政策可能在年内的楼市政策中进一步发力

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。