瑞达期货
RUIDA FUTURES CO.,LTD.

# 国债月报

2023 年 9 月 1 日

金融投资专业理财


瑞达期货股份有限公司

投资咨询业务资格

证监许可：【2011】1780 号

研究员：许方莉

期货从业资格号 F3073708

期货投资咨询从业证书 Z0017638

助理研究员：

廖宏斌　期货从业资格号 F3082507

王世霖　期货从业资格号 F03118150

曾奕蓉　期货从业资格号 F03105260

联系电话：0595-86778969

网　　址：www.rdqh.com


扫码关注客服微信号

## 短空长多把握波段 利率向下趋势不改

### 摘要


8 月上旬债市主要围绕稳增长政策力度和经济基本面疲弱的预期差为交易主线，整体情绪偏平稳；8 月中旬央行超预期降息、资金面宽松叠加风险偏好显著偏低，带动债市显著走强；8 月中下旬，债市利率逼近前低，同时受股债跷跷板、地产政策密集出台以及资金面趋紧扰动，债市小幅回调，止盈情绪有所蔓延，或有阶段性调整风险。8 月长债利率突破压力位后窄幅震荡，期债偏强震荡，国债期货整体大幅收涨，两度创下年内新高。国内经济基本面来看，7 月经济高频数据表现延续偏弱，财政收入回落，二季度货政报告提示经济下行压力较大，经济恢复成色仍需时日验证。政策面上看，逆周期调控力度显著加大，包括央行超预期降息、房地产市场支持政策频出及其它促消费稳投资措施陆续出台。货币政策维持宽松取向不变，多家银行存款利率以及存量贷款利率的下调落地，在银行净息差承压背景下，降准或将迎来窗口期。流动性上看，8 月中旬以来资金面波动有所放大，降息落地后货币市场利率不降反升，隔夜利率和 7 天利率之间出现阶段性倒挂，或主要受政府债发行量继续加快因素扰动以及央行对防止资金空转套利的考虑。预计后续资金面持续向上的空间较小。9 月份，地方债发行缴款叠加季末以及节假日因素，资金需求或将进一步加大，预计降准有望加快落地。海外及汇率方面，美国经济韧性以及通胀黏性仍待观察，美联储或将保留加息选项，但 9 月加息概率大幅降低。对债市而言，短期或有小幅调整预期，主要来自于权益市场的比价关系变化和政策加码发力的扰动，以及资金面收敛情况。中长期来看，货币政策大概率稳中偏松，在经济与信心未得到实质改善前，利率下行趋势尚不具备打破的条件。

在以上背景下，9 月 10 年期国债收益率上行压力有所加大，目标位或在 2.55-2.65%区间震荡，全年利率中枢在 2.70%附近，目前 10 年期国债收益率在 2.59%一线。操作上，中短线操作时，保持大仓位持仓不动，小仓位可把握波段交易机会以增厚收益，收益率调整幅度或在 10bp 左右，期债主力或回到前期压力位，并转为较强的支撑点位 102.00 附近。长期可逢收益率高时配置，利率下行趋势尚未结束，债市或将波折前进。

## 策略方案：

| | 操作策略 |
|---|---|
| 操作品种合约 | T2312 |
| 操作方向 | 做空 |
| 入场点位 | 102.400 以上空单 |
| 盈亏比 | 2:1 |
| 出场点位 | 101.950 附近 |

**风险提示：**经济增速超预期；稳增长政策力度超预期；流动性超预期变化。


请务必阅读原文之后的免责声明

# 目录

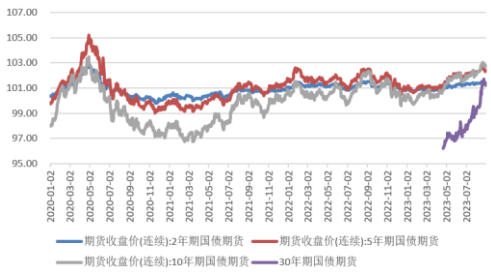
一、8 月国债期货行情回顾.....3
图 1：四大国债期货主力收盘价.....3
图 2：国债期货日成交量.....3
图 3：国债期货持仓量.....4
图 4：国债期货主力之间的价差.....4
二、经济基本面分析.....4
图 5：二季度 GDP 同比增长放缓.....4
图 6：8 月中国制造业 PMI 连续三个月回升.....4
图 7：主要经济体制造业 PMI.....5
图 8：7 月中国进出口数据.....5
图 9：中国固定资产投资各项累计同比.....5
图 10：中国社会消费品零售数据走弱.....5
图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）.....7
图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比.....7
图 13：挖掘机销量.....7
图 14：规模以上工业企业增加值增速.....7
图 15：中国 CPI 及 PPI 同比.....8
图 16：风险溢价延续高位运行.....8
三、资金面分析.....8
图 17：社会融资规模存量增速.....9
图 18：7 月信贷增长动力疲弱.....9
图 19：银行间杠杆（亿元）.....11
图 20：8 月 MLF 延续小额加量续作.....11
图 21：各期限银行间质押式回购利率.....11
图 22：中证主要期限国债到期收益率大幅下行.....11
图 23：国债发行量（亿元）.....12
图 24：公开市场货币净投放（亿元）.....12
四、海外经济与汇率分析.....12
图 25：美国通胀整体升核心降.....13
图 26：7 月 ISM 制造业指数连续九个月陷入萎缩.....13
图 27：美债收益率维持高位.....13
图 28：美元兑人民币走势.....13
五、9 月期债投资建议.....13
免责声明.....14

# 一、8 月国债期货行情回顾

8 月长债利率突破阻力位后窄幅震荡，国债期货整体大幅收涨，两度刷新年内新高。具体来看，8 月上旬债市主要围绕稳增长政策力度和经济基本面疲弱的预期差为交易主线，存款降息预期升温、资金面宽松且股市边际走弱等因素共同提振债市情绪，债市小幅回暖，交易情绪较为缓和，收益率在 2.65%附近维持窄幅震荡；8 月 15 日，央行三月内两度降息超市场预期，债券市场快速反应，点燃债市做多情绪，十年期国债收益率一举突破近两周的横盘 2.65%附近位置并跌破 2.60%关键位，最低一度跌至 2.554%，为 2020 年以来最低水平。8 月 21 日，1 年期 LPR 调降释放货币政策积极信号，同时股市大幅走弱进一步带动做多情绪，宽货币政策的再次发力打破了债市横盘震荡格局，十年期国债收益率向下空间再度打开，再次下探至 2.53%的历史低位，国债期货主力合约价格续创新高后维持高位震荡。月末楼市“认房不认贷”等宽信用措施出台以及印花税下调等一系列活跃权益市场的政策共同压制债市情绪，债市明显回调。当前股债跷跷板效应明显叠加资金面偏紧，但银行降低存款利率预期升温，长债利率围绕 2.59%位置维持震荡，在政策发力预期差下，波动或加大。

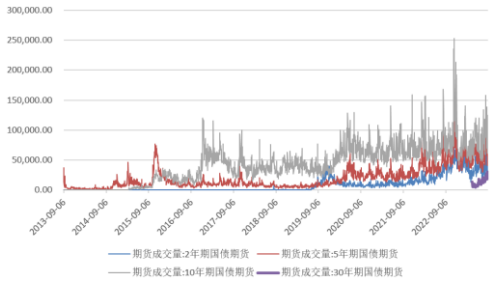
本月国债期货合约换月，截止 8 月 30 日收盘，三十债主力报 100.80，月度上涨 1.72%，所有合约共成交 43.18 万手，环比增加 15.00 万手，日均持仓量增加 31.39%至 2.93 万手；十债主力报 102.41，月度上涨 0.34%，所有合约共成交 206.21 万手，环比增加 67.45 万手，日均持仓量增加 6.66%至 23.37 万手；五债主力报 102.34，月度上涨 0.17%，所有合约成交量增加 43.90 万手至 141.49 万手，日均持仓量增加 11.13%至 13.48 万手；二债主力报 101.34，与上月末基本持平，所有合约成交量增加 17.06 万手至 81.45 万手，日均持仓量增加 9.44%至 6.49 万手。从价差上看，8 月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差小幅缩窄，十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差、五年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差均有所走阔，其中十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差走阔幅度较大。

**图 1：四大国债期货主力收盘价**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

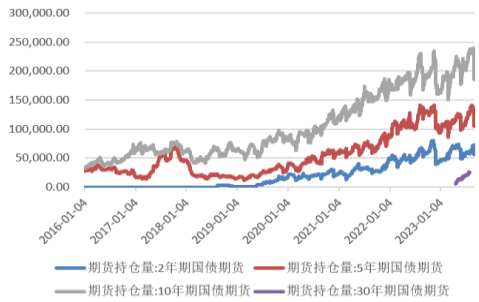
**图 2：国债期货日成交量**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

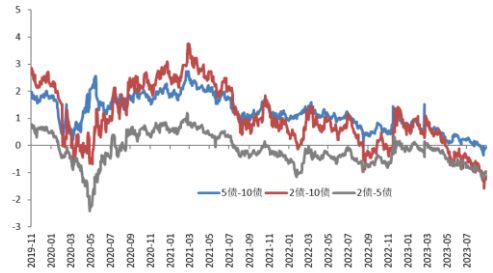

请务必阅读原文之后的免责声明

图 3：国债期货持仓量




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 4：国债期货主力之间的价差

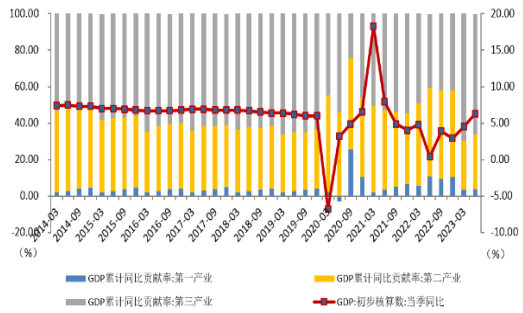



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 二、经济基本面分析

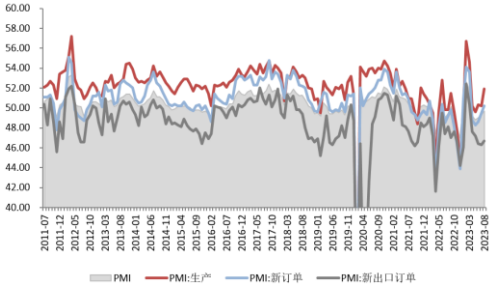
7 月份主要经济增长数据的当月同比多较上月下降，呈现低位均衡的特征。工业增加值、固投两项指标环比增长情况显著弱于往年同期。此外，基数因素影响整体较小，经济增长动能总体有所减弱。7 月经济增长放缓或主要受到以下几方面因素拖累：一是台风、暴雨、高温天气对建筑施工造成影响。二是房产销售持续低迷，房企回款受到约束，新开工项目不足。三是外需放缓对制造业的收缩效应增强，中国经济平稳复苏更需依赖内需。四是工业去库存进程仍拖累经济增长，但拖累程度有望减弱。展望未来，地方政府债券加速发行，基建新开项目陆续起量，对基建投资有望形成支持。不过，由于去年三季度基建投资“强托底”形成较高基数，后续仍有待财政政策加码发力。

图 5：二季度 GDP 同比增长放缓




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

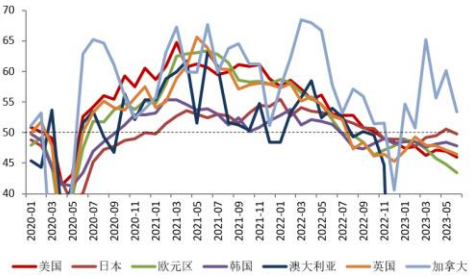
图 6：8 月中国制造业 PMI 连续三个月回升




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

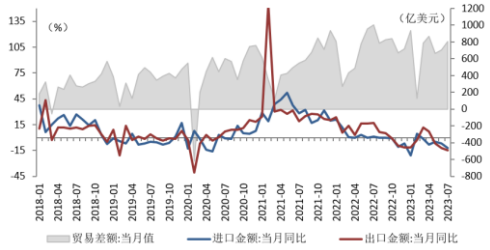

请务必阅读原文之后的免责声明

**图 7：主要经济体制造业 PMI**



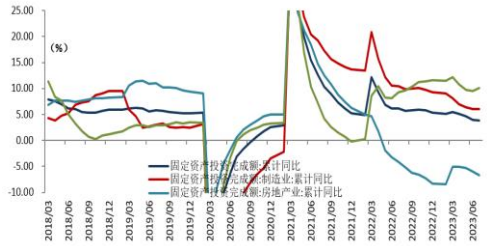

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 8：7 月中国进出口数据**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 9：中国固定资产投资各项累计同比**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 10：中国社会消费品零售数据走弱**

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

从经济先行指标 PMI 来看，8 月份 PMI 指数 49.7%，比 7 月份上升 0.4%，连续 3 个月回升，但仍低于 50%的荣枯线，亮点是代表市场需求的新订单指数 50.2%，这是自 4 月份以来这个指标首次回到荣枯线以上，说明市场需求虽然不足，但有改善。

工业生产方面，7 月全国规模以上工业增加值增幅较上月回落 0.7 个百分点，主要受去年同期基数较高影响，1-7 月累计同比增速与 1-6 月持平，表明工业生产增速整体平稳。分行业来看，原材料制造业增加值贡献亮点，同比增速达 8.8%，较上月加快 2.0 个百分点。其中，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业分别同比增长 15.6%、8.9%，显著高于规上工业同比增速 11.9、5.2 个百分点。7 月工业产销率显著回升，年内首度超过 2021 年同期，意味着工业减产对于供需格局的优化更加有效。经济基本面的逐渐恢复、投资的平稳增长，对原材料行业的拉动作用增强，使得相关生产增速加快。展望未来，由于宏观数据指向稳增长压力加大，高频数据未见好转，降息已经先行，未来增量政策仍然可期。

投资方面，固投近期表现偏弱。1-7 月我国固定资产投资同比增长 3.4%，较上月回落 0.4 个百分点，基本符合预期。本月主要拖累项仍为地产投资，而基建投资则延续此前稳定趋势。其中，民间投资累计同比下降 0.5%，比起疫情前水平，有着一定距离，企业信心不足，市场缺乏活力。基建延续回落，政策进入平稳期。基建投资增长 6.8%，较上月小幅回落 0.4%，但总体表现依旧稳定。铁路运输业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，同比增长 24.9%，为主要贡献项。今年以来，各级政府主要围绕“十四五”


请务必阅读原文之后的免责声明

规划纲要确定的重大工程，以联网、补网、强链为重点，突出补短板、强弱项、重配套，推动一批重点项目建设取得新进展。房地产开发投资同比降幅从上月的 7.9%进一步扩大至 8.5%，销售、贷款、新开工指标仍偏弱，显示居民购房需求继续回落、地产需求仍待企稳。

消费和就业方面，7 月份，社会消费品零售总额 36761 亿元，同比增长 2.5%，较上月下滑 0.6 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 32906 亿元，增长 3.0%，较上月回落 0.6 个百分点。7 月消费修复动能偏弱或主要受占比较大的汽车消费等大宗消费影响放缓，也反映出当前消费需求增长动力仍然不足，消费扩张有待进一步刺激。值得注意的是，此次 7 月份的数据，新增了服务零售额数据的发布。社会消费品零售总额和服务零售额主要交叉是在餐饮收入部分。这也解释了暑期经济的旺盛对社零消费的贡献度低于市场预期的原因，主要在于：在社零消费中的统计只有餐饮收入，7 月份餐饮收入在社零消费中占比只有 11.6%。1-7 月份，服务零售额同比增长 20.3%，明显快于商品零售额增速。从就业角度出发，就业形势与上月相比小幅改善。7 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点，但低于去年同期 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.4%，比上月下降 0.1 个百分点。从今年前 6 个月统计数据看，青年失业率保持在偏高水平，16-24 岁城镇青年就业压力较大，就业形势较为严峻。随着 2023 毕业生陆续进入劳动力市场，年轻人就业压力或有所加剧。但一般随着毕业季过去，失业率会逐步下降。8 月 15 日，国家统计局决定自今年 8 月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布。

通胀方面，多数食品供需错配，价格不同幅度回落。到明年上半年生猪供应仍或维持充裕局面，给市场带来一定的压力。核心 CPI 继续企稳回升，内需复苏改善。暑期到来，带动出行相关需求大幅增加，其中亮点是旅游价格环比创有记录来同期最高增幅，提振整体服务业。往后看，旅游旺季到来，服务业消费需求或维持较好态势，而 CPI 在稳内需政策支撑下或有好转。

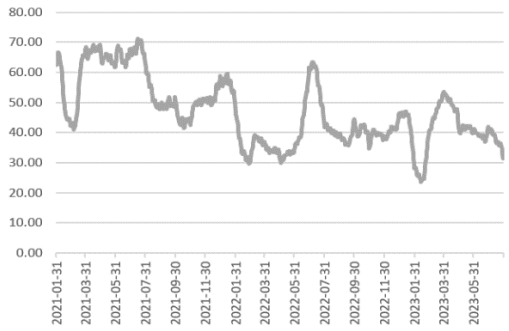
7 月 PPI 同比、环比均有所收窄，下行动能逐步减缓，预计随着去年高基数效应逐步回落，三季度 PPI 或仍将延续负增长区间筑底但同比降幅或将持续收窄。目前实际需求动能仍然偏弱，房地产行业持续低迷对工业品价格影响较大，体现内需实际动能的工业品价格包括化工品、铁矿石以及水泥等出现下行，后续 PPI 回升至正增长区间或将经历一定波折，下游消费的持续回暖和地产市场的止跌企稳或是 PPI 回升的主要驱动线索。

从政策端出发，上一次 CPI、PPI 双双负增后，国常会再次将稳经济作为主要议题，要求做好“一揽子政策”。近期，多部门明确要发力稳增长、促消费，多次强调“扩大内需”的重要性，后续静待政策效果显现。

外贸方面，我国 7 月份出口出口迅速下行，主要受海外需求端偏弱以及去年基数影响。除汽车产业外其余商品价格多数回落，其中劳动密集型产品回落明显，拖累出口数据远不及预期。我国外贸受到多重因素影响而表现不佳，尤其是全球经济步入衰退、外需不振、地缘政治等因素将对我国外贸发展带来更大考验。近期，世界银行最新预计 2023 年的经济增长预期低于历史均值，全球经济衰退预期加强。但在我

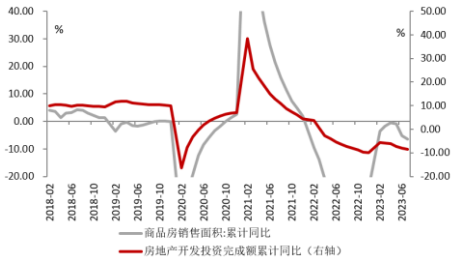
国政府对稳外贸目标的高度重视以及商务部将采取的一系列稳外贸措施逐步落地的影响下，我国外贸或有所改善。

**图 11：商品房成交面积（30 日移动平均）**



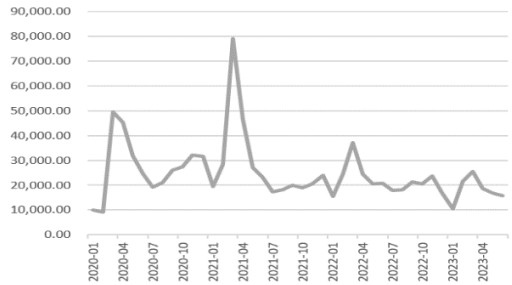

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 12：商品房销售面积与房地产开发投资同比**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 13：挖掘机销量**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

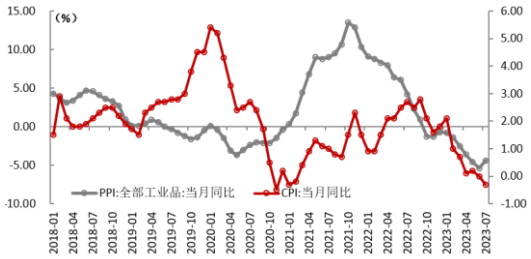
**图 14：规模以上工业企业增加值增速**

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

从资本市场的风险偏好来看，8 月 27 日，国内出台调降印花税、优化 IPO 和再融资、规范减持和调降融资保证金比例等活跃资本市场政策，政策“三箭齐发”信号意义明显，提振投资者风险偏好态度坚决，优化 A 股资金面的供求关系，或将抑制 A 股下行空间。当前，8 月中旬以来造成市场调整和外资流出的因素近期都在缓解，市场风险偏好明显改善，外资持续流出的压力有望逐渐缓解。在持续的调整后，股票市场历史性偏低的估值水平、处于历史 2 倍标准差之外的极高风险溢价意味着短期调整空间已较为充分。预计在政策支持力度加大、经济复苏预期改善、投资者信心提振下，权益市场的交易情绪将有所回升，或将对债市形成一定压制，债市波动或将放大。


请务必阅读原文之后的免责声明

图 15：中国 CPI 及 PPI 同比




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16：风险溢价延续高位运行

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 三、资金面分析

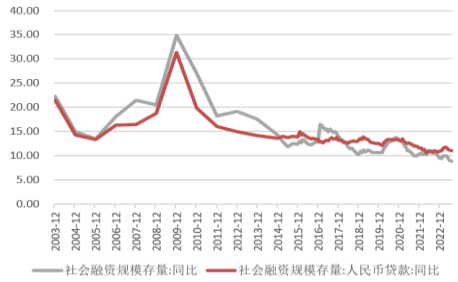
7 月新增社融为 5282 亿元，低于去年同期的 7785 亿元。从贷款以外的分项看，7 月包括信托贷款、委托贷款与银行未贴现承兑汇票在内的“非标”资产合计余额环比减少 1724 亿元，降幅较 6 月的 903 亿元扩大，这或表明地产周期仍处于低位，地产投资增速拖累城投平台的融资需求。另一方面，7 月政府债净发行 4109 亿元，小幅高于去年同期的 3998 亿元，而地方债加快发行下 8-9 月同比或将明显多增。7 月企业债净融资 1179 亿元，高于去年同期的 960 亿元。展望未来，往前看，9 月地方专项债如若加快发行，将有望小幅提振社融增长，但地产周期偏弱下或将需要更大体量的逆周期政策加以对冲。7 月新增人民币贷款 3459 亿元，预同比少增 3498 亿元，呈现季节性回落，但需要注意的是，本月未能继续维持了此前“企业强、居民弱”的特征，居民、企业端双双承压，地产景气度低的形势仍未改变。

7 月份 M2 增速延续回落，同比增长 10.7%，增速较上月下滑 0.6 个百分点，除上年同期基数太高因素影响外，7 月新增信贷规模明显回落减弱存款派生带动 M2 增速下行或是主要原因。此外，7 月财政新增存款增加 9078 亿，同比大幅多增 4215 亿，也对本月 M2 增速有一定拖累作用。M1 方面，7 月份 M1 同比增长 2.3%，增速较上月降低 0.8 个百分点，主要原因或是当前经济呈现弱复苏态势，企业端投资意愿不强及对活期存款的需求偏弱，同时房地产市场景气度持续低迷，居民端活期存款规模偏低。此外，7 月居民户及企业新增存款减少 23393 亿元，而 7 月理财规模较 6 月有一定上升，部分居民户及企业存款下降或是由于存在理财搬家行为。

值得注意的是，M2-M1 剪刀差持续走扩至年内最高水平，差值为 8.4 个百分点，资金活化程度仍然偏弱，或意味着宽货币的传导过程尚不通畅，后续宽信用推进的关键或在于提振市场信心并有效扩内需。此外，存款利率下行有较强预期，二季度居民提前还贷水平仍维持高位，政策仍需从需求侧发力，继续加大房地产市场调整的力度，包括加快调整优化住房限购、限贷政策和降低存量贷款利率等措施。


请务必阅读原文之后的免责声明

**图 17：社会融资规模存量增速**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 18：7 月信贷增长动力疲弱**

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

央行时隔两月再度降息超市场预期，此次降息是今年 6 月调降政策利率后的又一次降息。回顾以往央行对 MLF 操作利率调整历史来看，除 2020 年初疫情刚爆发时期，MLF 操作利率在 2 月和 4 月连续两次密集下调外，至今其它调整间隔时间至少为 6 个月。今年两次降息后，7 天逆回购利率、一年期 MLF 利率分别下调 20BP、25BP，降息幅度已超过 2021 年的 20BP，但低于 2020 年的 30BP，一定程度上反映出稳经济扩内需的紧迫性。截至 8 月中旬，质押式回购升高至 8 万亿以上的水平，存在部分机构加杠杆套利或低利率发债、贷款来配置结构性存款的现象，但 7 月来 DR007 与 7 天逆回购利差仅为 10BP 左右，远远低于 2020 年 3 月-5 月间资金套利行为盛行时两者利差，幅度达 60BP。当前尚无资金空转和金融风险，但需警惕随着杠杆率上升，市场波动率或会加大。操作规模方面，MLF 小幅超额续作 10 亿元，规模较上月缩水，为连续第 8 个月加量续作，延续上个月的“地量”水平，同时加大 7 天逆回购操作量，意在呵护流动性合理充裕，并对冲税期和政府债发行的扰动。

本月 7 天逆回购利率、SLF 利率、MLF 利率相继下调，打开了本轮降息通道。1 年期 LPR 3 个月内第二次下降，传递出货币政策加大逆周期调节积极信号，降低融资成本以刺激企业和居民的投资和消费需求，表明金融支持实体经济力度加大。7 月社融数据偏弱运行，主要由于新增人民币贷款、以及非标融资均低于预期，反映出融资需求偏弱。其中，居民及企业中长期贷款均同比明显少增，企业贷款同比少增是过去 12 个月以来首次。此外，M2 增速延续回落，财政存款同比多减。在当前经济修复呈弱修复态势、企业资产负债率高位运行、叠加物价低迷拖累企业现金流的情况下，我国仍需加强对信用扩张的持续性和稳定性的支持力度。

而本月长期 LPR 保持稳定或主要有两方面原因，一方面是意在稳定银行净息差。截至 2023 年 6 月，中国商业银行净息差收窄至 1.74%，其中大型商业银行和城市商业银行的净息差压力更大。此外，从贷款加权平均利率与 MLF 利差来看，二季度两者利差为 1.83%，较一季度小幅回升 0.05 个百分点，仅与银行考核的 1.8%水平接近。在 2022 年 5 月发布的一季度中国货币政策执行报告中，以专栏形式阐释存款利率市场化调整机制，报告指出，“银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”。当前 10 年期国债收益率和 1 年期 LPR 均已下行，银行


请务必阅读原文之后的免责声明

可能通过压低存款和存单利率等方式来缓和银行净息差收窄压力，同时央行也可能降准来帮助银行降低融资成本。另一方面，或是为后续存量贷款利率调整预留空间。LPR 的调降更多带动新增贷款利率的下行，而存量贷款利率更多需要协议重新定价来实现，因此 5 年期 LPR 调降的迫切性降低，也有助于避免新、旧房贷利率利差进一步扩大。当前，央行已明确提出“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，后续存量按揭利率调降的确定性较高，且能降低贷款置换行为以减少空转套利风险。各地因城施策，陆续出台降低二套房首付比例下限、增大契税补贴力度、鼓励居民购买自住住房提取住房公积金作首付等政策。

在受到银行净息差因素制约以及房地产市场供需关系尚未迎来拐点的情况下，如果地方政府能够通过银行等金融机构债务重组（对高融资成本债务进行降息、展期、信贷和非标置换）和发行再融资债券置换存量债务等方式来缓释地方债务风险，也可以更多发挥地方财政资金进行逆周期调节的空间以实现稳增长。据财政部数据显示，截至 2022 年末，全国一般债务余额 14.39 万亿元，专项债务余额 20.67 万亿元。除显性债务外，隐性债务规模或更大。目前官方尚未披露具体规模，但据中泰证券首席经济学家李迅雷估算，2022 年末，全国城投有息债务约为 51.96 万亿元。目前财政部和央行均已发声要加快地方债风险化解工作的推进，成为下半年重点工作。截至 2023 年 6 月，地方政府可用于发行特殊再融资债券的规模上限约 1.63 万亿元，且地区分化较为明显。8 月 22 日，中央与地方协同发行 1.5 万亿特别再融资债券以帮助偿债压力较大的省份和地区偿还债务，以及央行或将通过银行向地方提供定向流动性支持工具，一定程度上或可以缓解城投债的流动性风险和地方财政资金使用能力的制约。

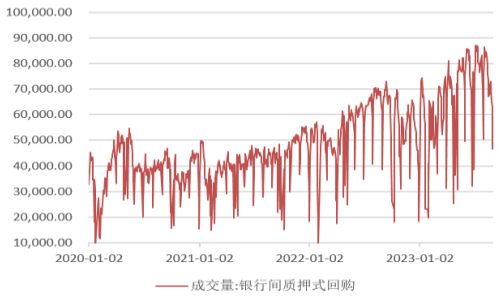
此外，在 1 年期 LPR 下调 10 个基点后，市场关于存款利率下调的预期再度升温。多家全国性商业银行将于 9 月 1 日起再度下调存款挂牌利率。值得注意的是，如果此轮存款利率下调落地，这也将是在一年内的第三次存款利率下调：2022 年 9 月、2023 年 6 月。相比于 6 月的下调，此次存款利率调降幅度普遍更大，且主要针对定期存款和大额存单。截至 6 月末，我国银行业净息差为 1.74%，与一季度持平。从上市银行半年报来看，42 家 A 股银行中有 39 家净息差较去年末收窄，其中最大收窄幅度达到 35 个 BP。在近日多家上市银行中期业绩发布会上，不少银行高管预测下半年净息差仍有收窄压力。随着贷款利率持续下行，银行业整体面临着息差持续收窄的压力，近期颇受市场关注的存量房贷利率调整也将给这一压力再度加码。存款利率的下调有助于有效降低银行负债成本，缓解银行息差压力，从而银行信贷供给的能力与积极性会提升，同时有助于打开实体融资成本下降的空间，对经济产生正面影响。从银行间市场拆借利率来看，近期银行的资金似乎在收紧。而据财政部消息，今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。这意味着未来一段时间，实体对于资金的需求在加大，催生了更为强烈的降准预期。

8 月资金利率相较上月末整体明显上行，主要期限国债到期收益率小幅下行。截至 8 月 30 日，隔夜银行间质押式回购利率较 7 月 28 日上行 42.88bp，7 天期、14 天期、21 天期分别上行 47.62bp、23.35bp、7.00bp，1 年期较 7 月 28 日上行 11.98bp，3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债收益率分别下

行 0.38bp、3.40bp、7.09bp、8.93bp 和 9.22bp。

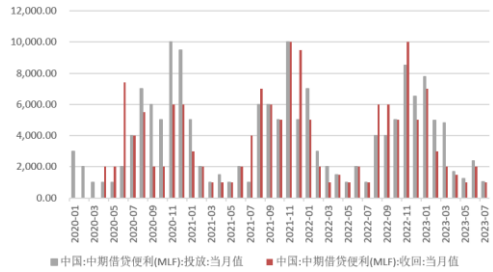
值得注意的是，近两周随着降息落地，货币市场利率不降反升，资金面呈现边际趋紧态势，或主要受政府债发行因素扰动。8 月中旬以来，税期高峰结束后，地方债发行规模继续放量，导致流动性偏紧。8 月 21 日，DR001 与 DR007 形成 “倒挂”，进一步表明短期流动性趋于紧张。截止 8 月 28 日，DR007 解除了与作为政策利率的 7 天期央行逆回购利率倒挂的局面，并重新回到后者上方。过去两周，央行在公开市场实现的逆回购操作规模均超 7000 亿元以平抑货币市场短期波动，后续货币政策和流动性仍偏宽，DR007 进一步明显上移的空间与概率偏低。9 月份，地方债发行缴款叠加季末以及节假日因素，资金需求或将进一步加大，为保证流动性合理充裕，降准或将加快提上日程。

**图 19：银行间杠杆（亿元）**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 20：8 月 MLF 延续小额加量续作**

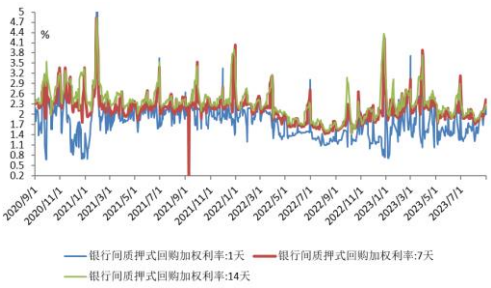



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

在债券发行量方面，7 月份，债券市场共发行各类债券 57446.5 亿元。国债发行 9318.8 亿元，地方政府债券发行 6191.4 亿元，金融债券发行 8352.7 亿元，公司信用类债券 1 发行 11361.6 亿元，信贷资产支持证券发行 222.7 亿元，同业存单发行 21607.4 亿元。

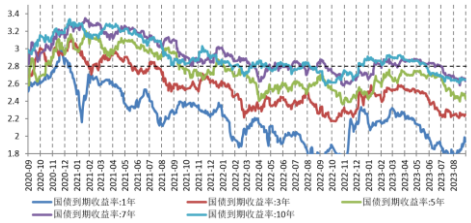
在债券市场运行方面，7 月份，银行间债券市场现券成交 27.4 万亿元，日均成交 13034.0 亿元，同比增加 16.3%，环比增加 1.2%。单笔成交量在 500-5000 万元的交易占总成交金额的 48.2%，单笔成交量在 9000 万元以上的交易占总成交金额的 45.4%，单笔平均成交量 4587.6 万元。交易所债券市场现券成交 4.5 万亿元，日均成交 2126.4 亿元。商业银行柜台市场债券成交 8.8 万笔，成交金额 136.7 亿元。

**图 21：各期限银行间质押式回购利率**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

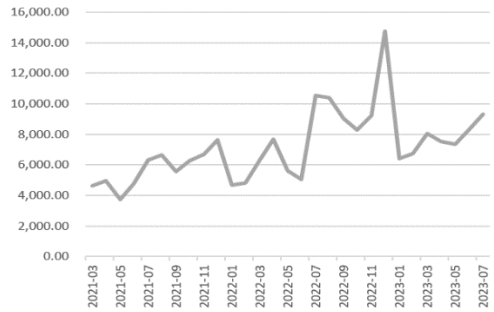
**图 22：中证主要期限国债到期收益率大幅下行**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

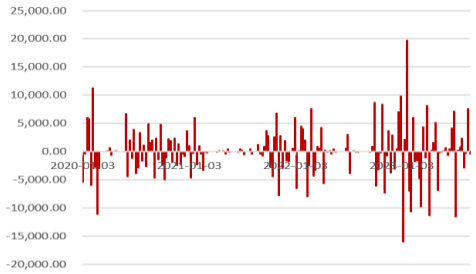

请务必阅读原文之后的免责声明

图 23：国债发行量（亿元）




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：公开市场货币净投放（亿元）




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院，仅含正逆回及央票。

## 四、海外经济与汇率分析

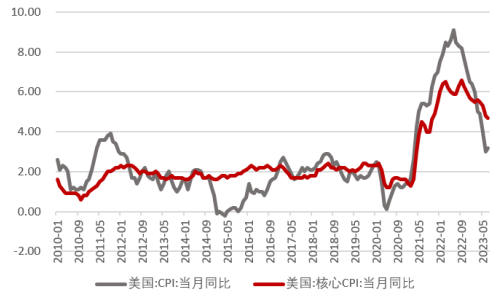
目前美国通胀整体升核心降，劳动力市场显示降温现象。7 月美国 CPI 同比和环比分别上涨 3.2%和 0.2%，而 6 月 CPI 同比和环比涨幅分别为 3%和 0.2%，止步“12 连降”。7 月核心 CPI 则继续走低，同比上涨 4.7%，涨幅为 2021 年 10 月以来最低水平。美联储加息路径仍存在不确定性，但再度加息概率或较低。美国 7 月 ISM 制造业指数 46.4，虽较 6 月有小幅好转，但不及预期，且连续九个月萎缩，凸显制造业的需求疲软仍在持续。就业分项指数为三年新低，新订单分项指数有所上扬。就业方面，7 月份，2.3%的非农就业人员辞职，低于疫情引发的“大辞职”期间高达 3%的比例，为 2021 年 1 月以来的最低水平。7 月职位空缺数量为 882.7 万个，连续第三个月下降，表明劳动力市场压力有所缓解。此外，最新发布的美国 ADP 就业报告显示，美国 8 月 ADP 就业人数增加 17.7 万人，预估为增加 19.5 万人，环比大幅下降 45%。劳动力市场降温信号明显，市场对美联储 9 月暂停加息的预期大幅升温。欧元区方面，欧元区综合 PMI 跌至 2021 年以来新低，经济收缩风险加剧，上周市场对欧洲央行 9 月加息的预期显著降温。英国方面，衰退风险增大令加息预期降温，但市场对 9、11 月英国央行各加 25bp 的定价仍然较为充分。

汇率方面，近期人民币汇率波动有所加大，主要是由短期的阶段性的压力导致，包括中美货币政策分化带来的利差变化、美元汇率阶段性走强等因素。8 月央行超预期降息，加大货币政策宽松力度以支持经济复苏动能转强，相反美联储加息预期仍存，中美货币政策延续分化态势。当前稳汇率政策工具箱丰富，必要时央行会适时出手，引导市场预期。8 月 15 日，人民银行宣布将在中国香港发行 350 亿央票。值得注意的是，这是继 7 月 20 日上调跨境融资宏观审慎调节参数后，监管层再度释放稳汇率政策信号。在近期离岸市场人民币贬值幅度持续高于在岸市场的背景下，央票发行量加大能够适度收紧离岸市场人民币流动性，增加做空人民币成本。展望未来看，当前宏观政策调控力度正在加大，三季度国内实际经济复苏动能

大概率转强。同时，美联储加息过程已进入尾声，预计下半年人民币贬值压力趋于缓解，人民币汇率有望由单边贬值回归，转而继续维持区间内的震荡。

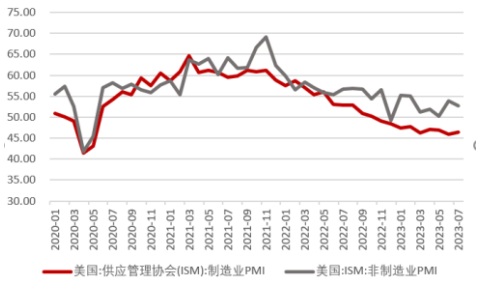
总体来说，美国经济韧性以及通胀黏性仍待观察，美联储或将保留加息选项，但加息概率大幅降低。市场对美国利率或将更高以及在高利率维持时间更长的预期均强化，需关注金融风险。从内外均衡的角度来看，目前人民币贬值压力尚未解除，国内货币政策宽松力度或受到一定掣肘，但主要仍取决于国内经济复苏情况。

**图 25：美国通胀整体升核心降**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 26：7 月 ISM 制造业指数连续九个月陷入萎缩**




资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 27：美债收益率维持高位**

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

**图 28：美元兑人民币走势**

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

## 五、9 月期债投资建议

8 月上旬债市主要围绕稳增长政策力度和经济基本面疲弱的预期差为交易主线，整体情绪偏平稳；8 月中旬央行超预期降息、资金面宽松叠加风险偏好显著偏低，带动债市显著走强；8 月中下旬，债市利率逼近前低，同时受股债跷跷板、地产政策密集出台以及资金面趋紧扰动，债市小幅回调，止盈情绪有所蔓延，或有阶段性调整风险。8 月长债利率突破压力位后窄幅震荡，期债偏强震荡，国债期货整体大幅收涨，


请务必阅读原文之后的免责声明

两度创下年内新高。国内经济基本面来看，7 月经济高频数据表现延续偏弱，财政收入回落，二季度货政报告提示经济下行压力较大，经济恢复成色仍需时日验证。政策面上看，逆周期调控力度显著加大，包括央行超预期降息、房地产市场支持政策频出及其它促消费稳投资措施陆续出台。货币政策维持宽松取向不变，多家银行存款利率以及存量贷款利率的下调落地，在银行净息差承压背景下，降准或将迎来窗口期。流动性上看，8 月中旬以来资金面波动有所放大，降息落地后货币市场利率不降反升，隔夜利率和 7 天利率之间出现阶段性倒挂，或主要受政府债发行量继续加快因素扰动以及央行对防止资金空转套利的考虑。预计后续资金面持续向上的空间较小。9 月份，地方债发行缴款叠加季末以及节假日因素，资金需求或将进一步加大，预计降准有望加快落地。海外及汇率方面，美国经济韧性以及通胀黏性仍待观察，美联储或将保留加息选项，但 9 月加息概率大幅降低。对债市而言，短期或有小幅调整预期，主要来自于权益市场的比价关系变化和政策加码发力的扰动，以及资金面收敛情况。中长期来看，货币政策大概率稳中偏松，在经济与信心未得到实质改善前，利率下行趋势尚不具备打破的条件。

在以上背景下，9 月 10 年期国债收益率上行压力有所加大，目标位或在 2.55-2.65%区间震荡，全年利率中枢在 2.70%附近，目前 10 年期国债收益率在 2.59%一线。操作上，中短线操作时，保持大仓位持仓不动，小仓位可把握波段交易机会以增厚收益，收益率调整幅度或在 10bp 左右，期债主力或回到前期压力位，并转为较强的支撑点位 102.00 附近。长期可逢收益率高时配置，利率下行趋势尚未结束，债市或将波折前进。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。