

国债期货9月月报

权益市场对债市压制延续，期债或难摆脱
区间宽幅震荡



广发期货APP



微信公众号

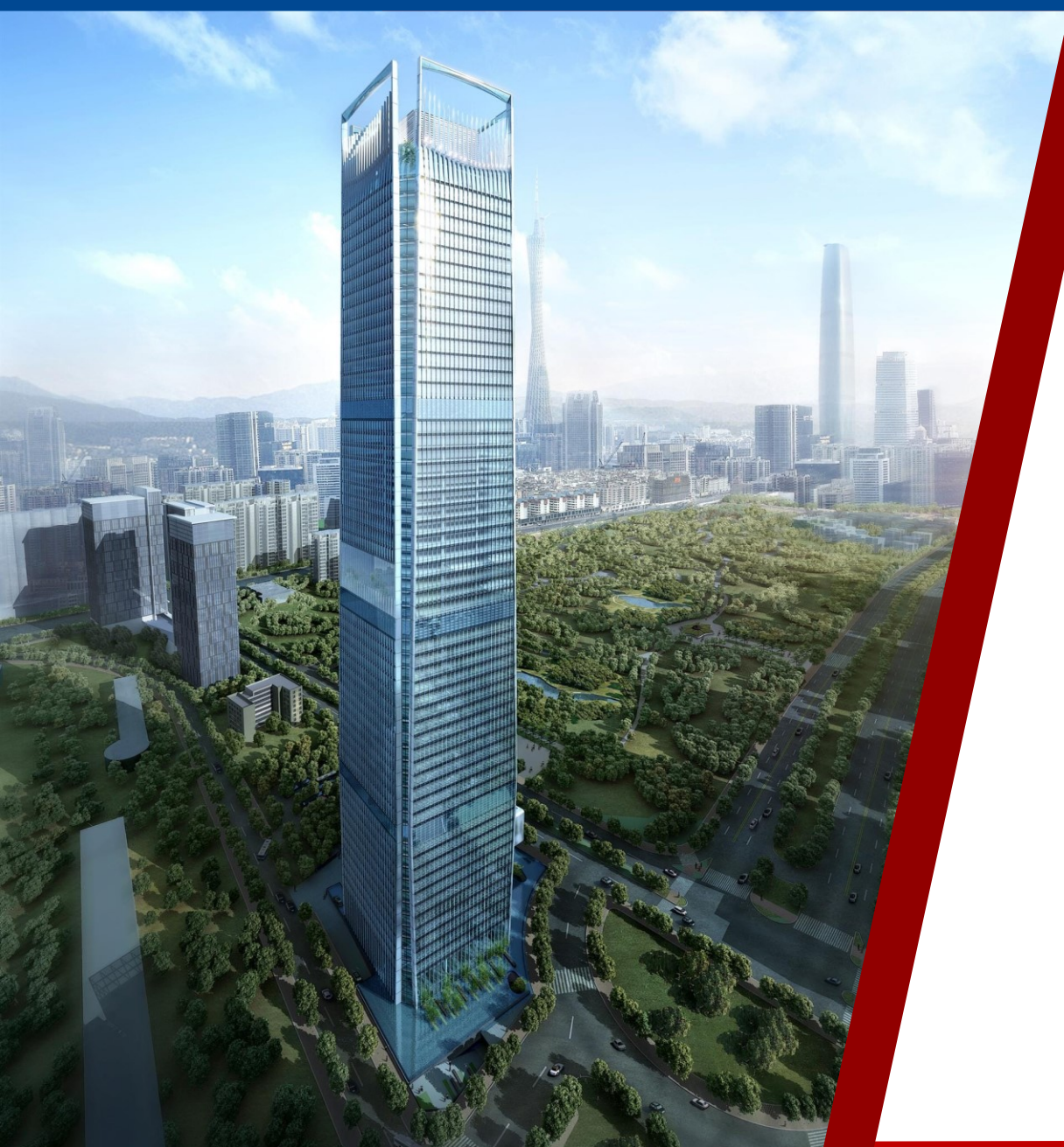
作者：熊睿健

联系方式：020-88818020

从业资格：F03088018

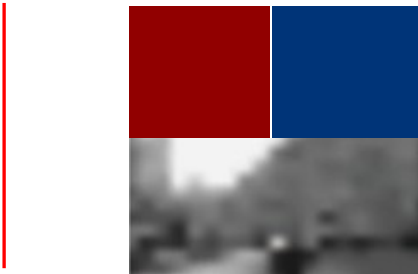
投资咨询资格：Z0019608

	主要观点	策略
	基本面来看，高频数据显示8月宏观层面，结构与增长相对7月变化不大：出口具有韧性。中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低。生产端，开工走势分化。其中上游开工率偏高。下游汽车钢胎半钢胎开工率同环比增速下滑。服务消费需求持稳，两新相关商品增速可能放缓，暑期居民出行热度、电影票房总体处于高位，地产延续二季度以来的偏弱特征，但是同比降幅收窄，“两新”资金断档叠加基数抬升可能带来相关产品销售增速有所放缓。投资端地产投资处于低位，基建实物工作量仍未见明显提升。价格数据来看，8月PPI降幅有望收窄。总体来看价格端环比进一步企稳但是幅度不高且呈现品种分化。 政策端来看，总体来看服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，同时继续巩固房地产市场止跌回稳态势（北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持），其中两新政策，第四批以旧换新资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金也已下达完毕。城市建设方面，强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具（落地规模或为5000亿元）、强化中长期信贷供给等。 资金面。8月资金面平稳宽松，中长期资金部分，8月买断式逆回购净投放3000亿元资金。同时MLF净投放3000亿元，体现了央行对资金面的呵护态度。	10年期国债利率上行阻力位或在1.8%-1.85%，及至这一区间配置盘或加大买入力度。债市情绪的修复或需要等待降息预期发酵，9月美联储降息概率提升，如果落地国内理论宽货币空间也相应打开，不过短期市场对国内降息的预期仍不强，综合来看10年期国债利率下行阻力位可能在1.65%-1.7%。整体而言债市或难摆脱区间震荡，单边策略上建议投资者以区间操作为主。曲线策略上，目前30-10利差已经来到近2年高位，如果9月债市情绪出现企稳，或可适当参与该期限利差收敛策略。期现策略上可适当关注TL合约基差收敛策略。
国债	带动8月资金利率中枢下行，月末资金面波动性降低。9月初预计资金利率会季节性下行，虽然资金缺口理论上增大，但是从近期央行操作来看，大概率会进行合理平滑，预计整体资金面会维持宽裕，对债市起到一定的支撑作用。	
债市展望：	8月份期债整体呈现震荡下行走势，然而债市行情与基本面逻辑出现了背离，实际上7-8月国内投资和消费的增速处于边际下行阶段实际利多债市，而期债在8月的下跌背后的核心驱动是权益市场的持续上涨，流动性宽裕和难以证伪的政策预期共同带动风险偏好持续抬升，资金流向股市带来这一轮权益市场的慢牛，债市进入“看股做债”的被动阶段。不过进入8月最后一周，债市对股市呈现初步脱敏现象，跷跷板效应有所减弱，也出现了一小波超跌反弹，但远未收复8月以来的跌幅。目前权益市场可能仍处于上行通道中，对长债的压制还难言结束，不过随着目前债市对“股债跷跷板”逻辑的逐渐脱敏、债市赎回压力未蔓延机构行为较为理性、央行呵护流动性缓解情绪，债市的调整预期有限度，10年期国债利率上行阻力位或在1.8%-1.85%，及至这一区间配置盘或加大买入力度。债市情绪的修复或需要等待降息预期发酵，9月美联储降息概率提升，如果落地国内理论宽货币空间也相应打开，不过短期市场对国内降息的预期仍不强，综合来看10年期国债利率下行阻力位可能在1.65%-1.7%。整体而言债市难摆脱区间震荡，单边策略上建议投资者以区间操作为主。曲线策略上，目前30-10利差已经来到近2年高位，如果9月债市情绪出现企稳，或可适当参与该期限利差收敛策略。期现策略上可适当关注TL合约基差收敛策略。	



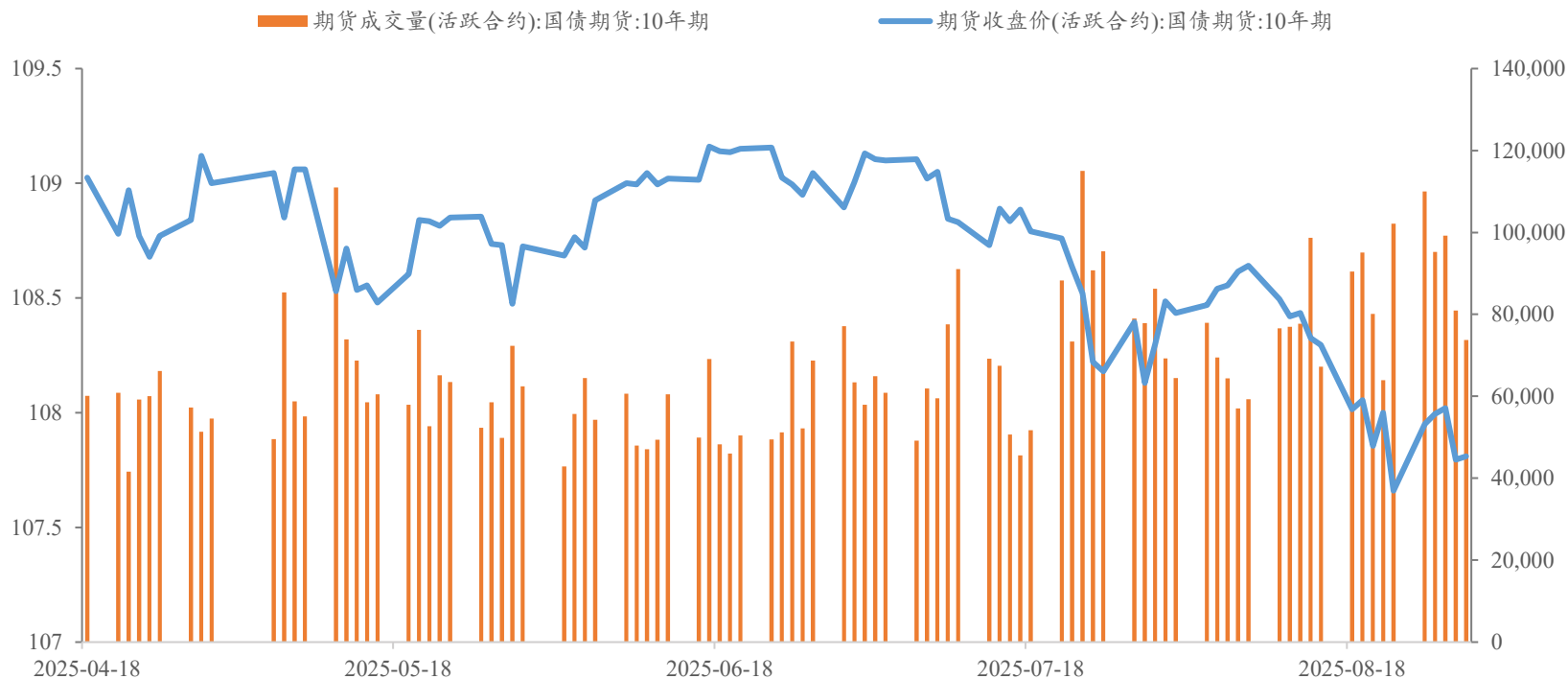
目录

- 01 行情回顾
- 02 国债期货市场
- 03 宏观基本面展望与政策面跟踪
- 04 供需面与资金面

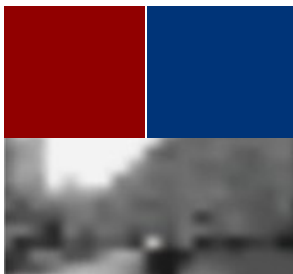


一、行情回顾

国债期货行情（10年期国债期货主力合约）



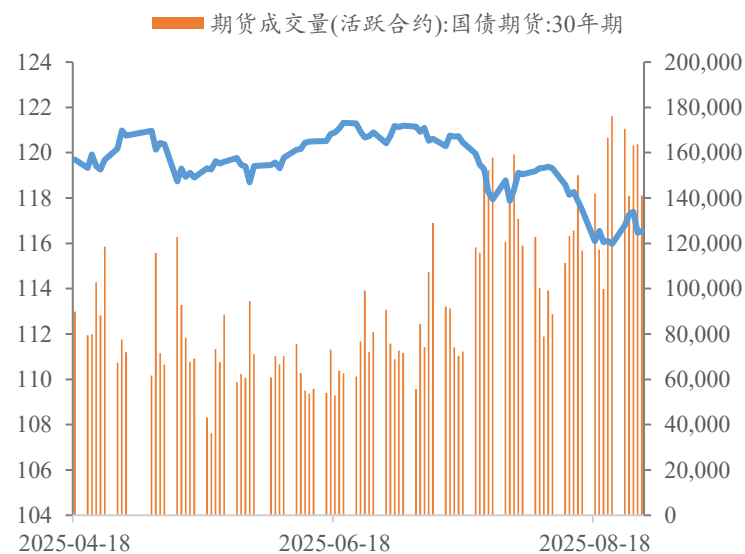
- **总结：**8月份期债整体呈现下行走势，然而债市行情与基本面逻辑出现了背离，实际上7-8月国内投资和消费的增速处于边际下行阶段实际利多债市。期债在8月的下跌背后的核心驱动是权益市场的持续上涨，流动性宽裕和难以证伪的政策预期共同带动风险偏好持续抬升，资金流向股市带来这一轮权益市场的慢牛，债市进入“看股做债”的被动阶段。不过进入8月最后一周，债市对股市呈现初步脱敏现象，跷跷板效应有所减弱，也出现了一小波超跌反弹，但远未收复8月以来的跌幅。



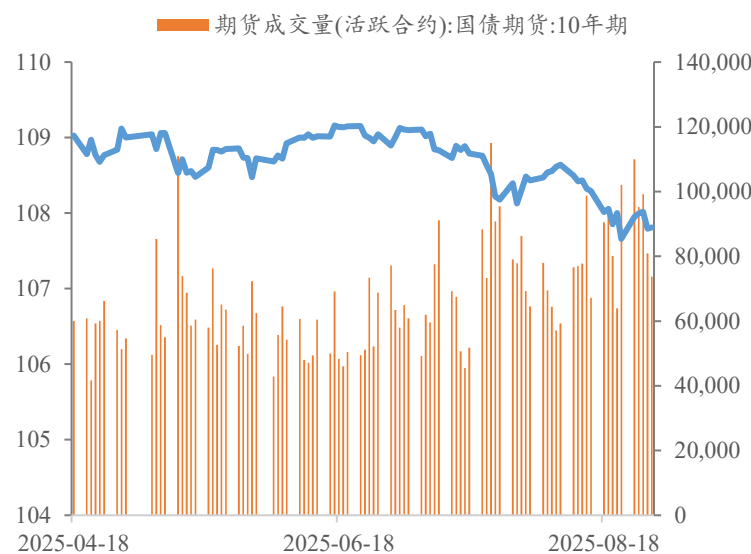
二、国债期货市场

国债期货主力合约走势

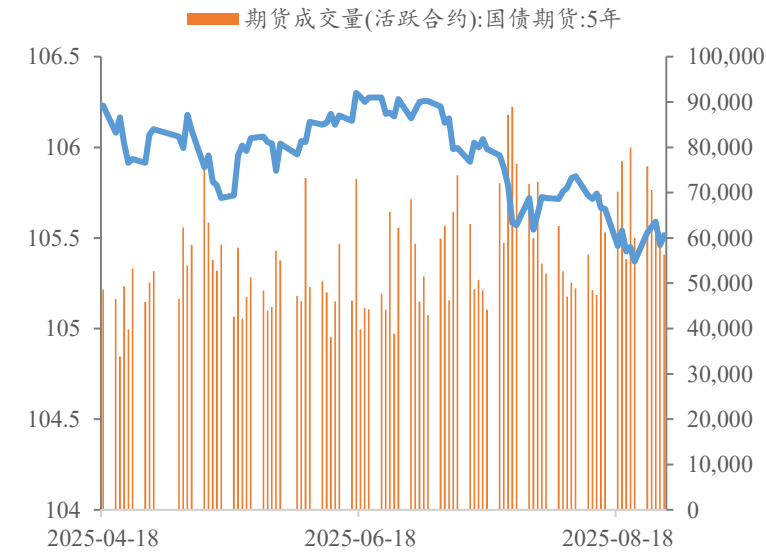
TL主力合约成交量价



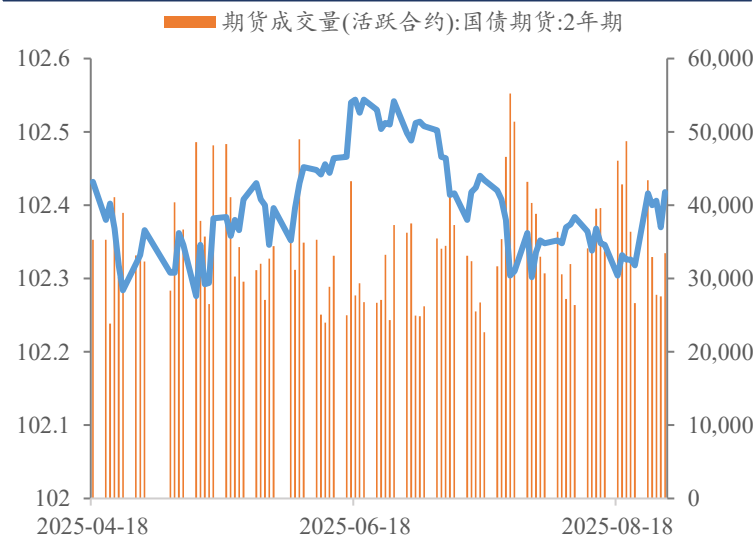
T主力合约成交量价



TF主力合约成交量价

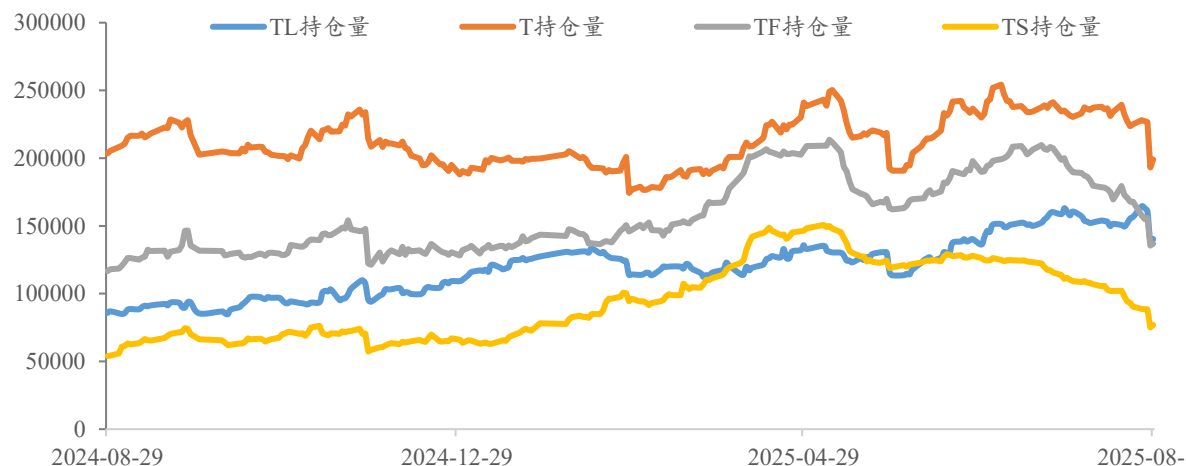


TS主力合约成交量价

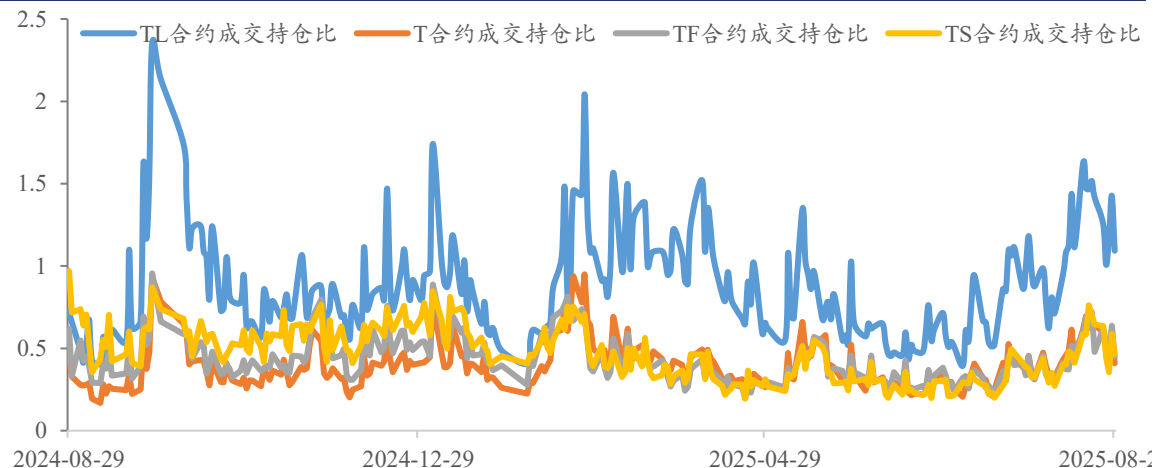


8月，30年期国债期货主力合约2512较上月末下跌1.87%至116.55，10年期国债期货主力合约2512较上月末下跌0.58%至107.81，5年期国债期货2512较上月末下跌0.26%至105.515，2年期国债期货2512价格较上月末持平102.418。曲线呈现很明显的走陡。

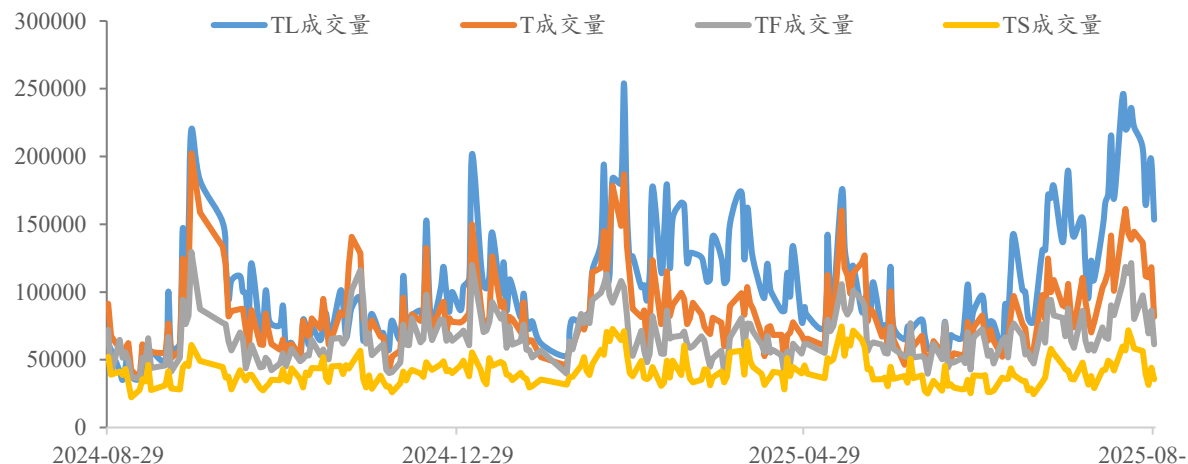
国债期货各品种持仓量



国债期货各品种成交持仓比



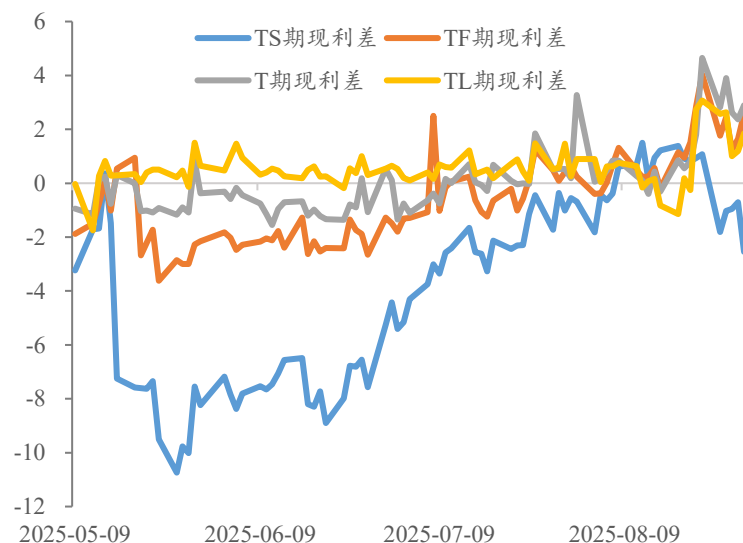
国债期货各品种成交量



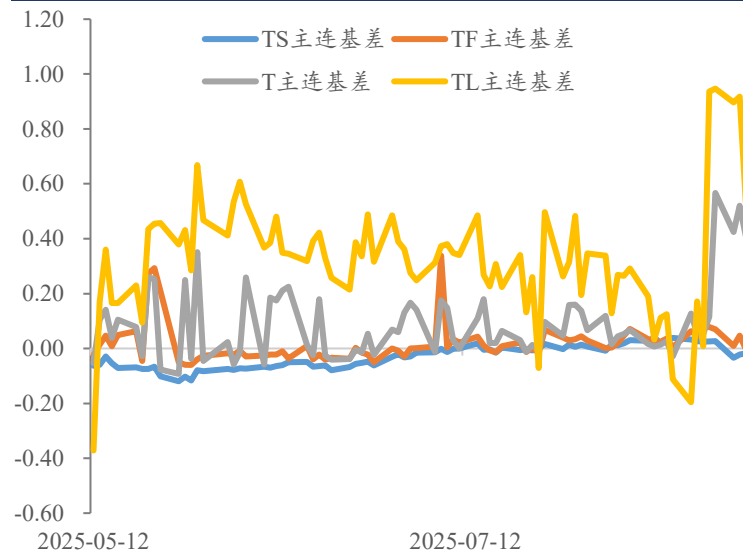
- 成交量方面，8月，30年期国债期货日均成交较上月增长58812手，10年期国债期货日均成交较上月回升33544手，5年期国债期货日均成交较上月回升14302手，2年期国债期货日均成交较上月回升8540手。国债期货各品种成交量整体上升。
- 持仓量方面，8月，30年期国债期货持仓量较上月下滑17436手。10年期国债期货较上月下降32215手。5年期国债期货较上月下降55118手。2年期国债期货较上月下降33460手。各合约持仓量大幅降低，一方面与移仓换月有关，另一方面除开移仓换月因素外尤其其中短端品种持仓量显著下行，一是可能与债市受股市压制下行，长债受到主要影响，且短债波动率收敛，投资者主要集中在长端进行博弈，二是短端品种升水明显收敛，正套投资者离场可能也带来持仓下行。

国债期货期现指标

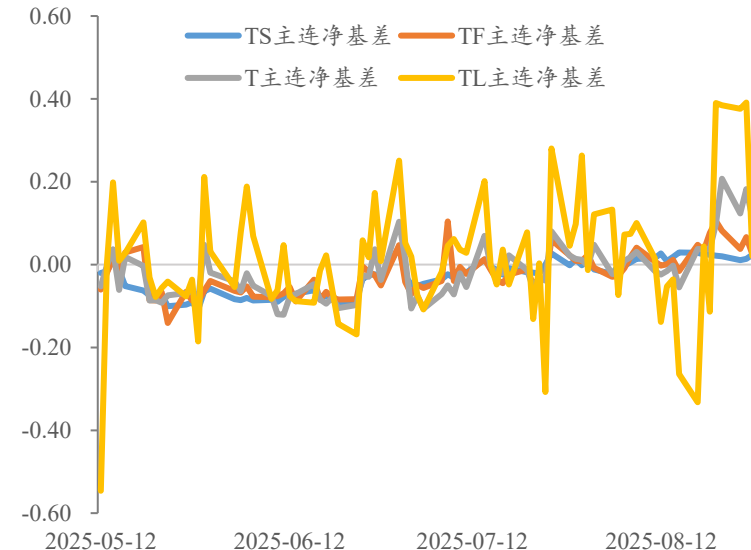
国债期货各品种期现利差



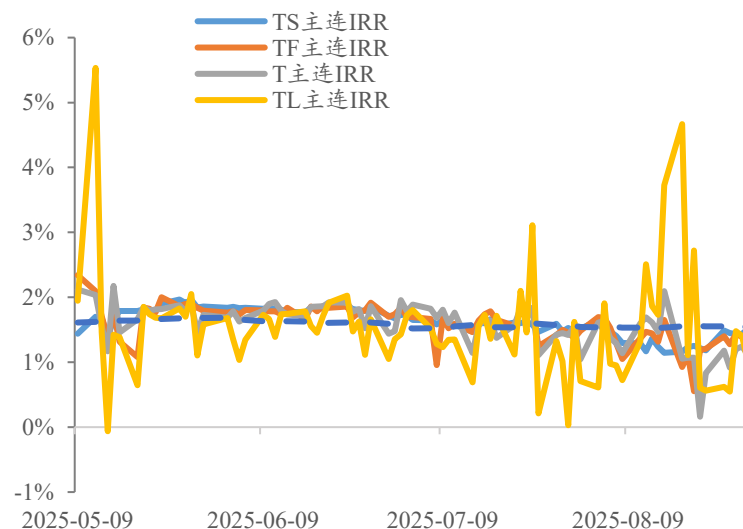
国债期货各品种主连基差



国债期货各品种主连净基差



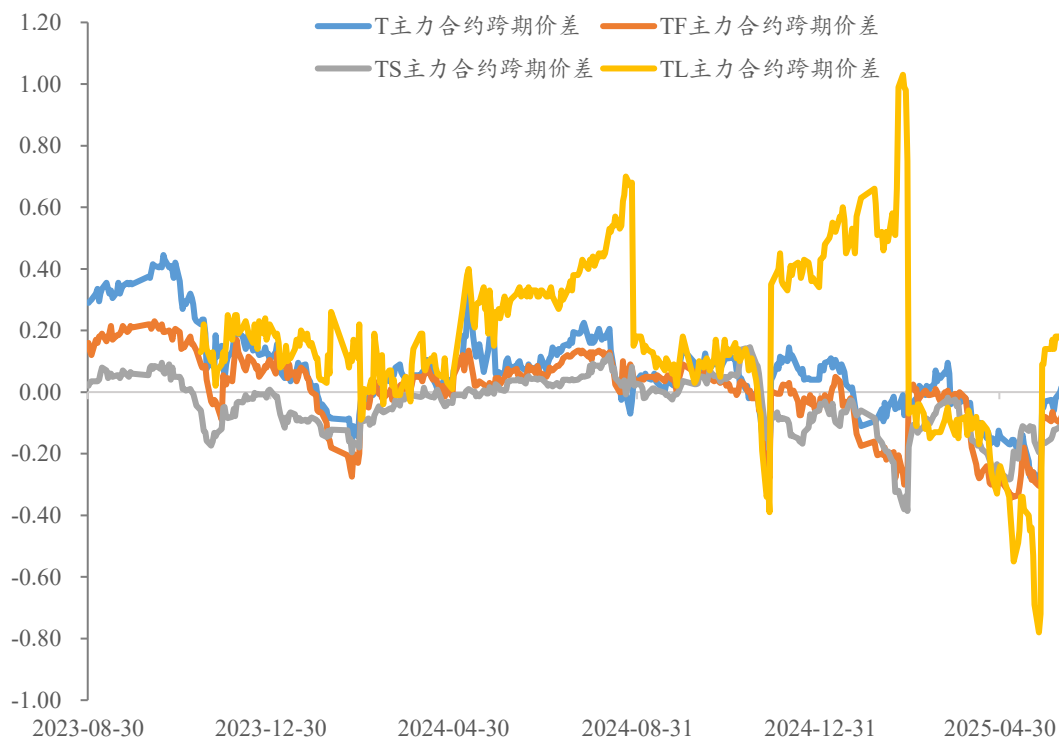
国债期货各品种主连IRR



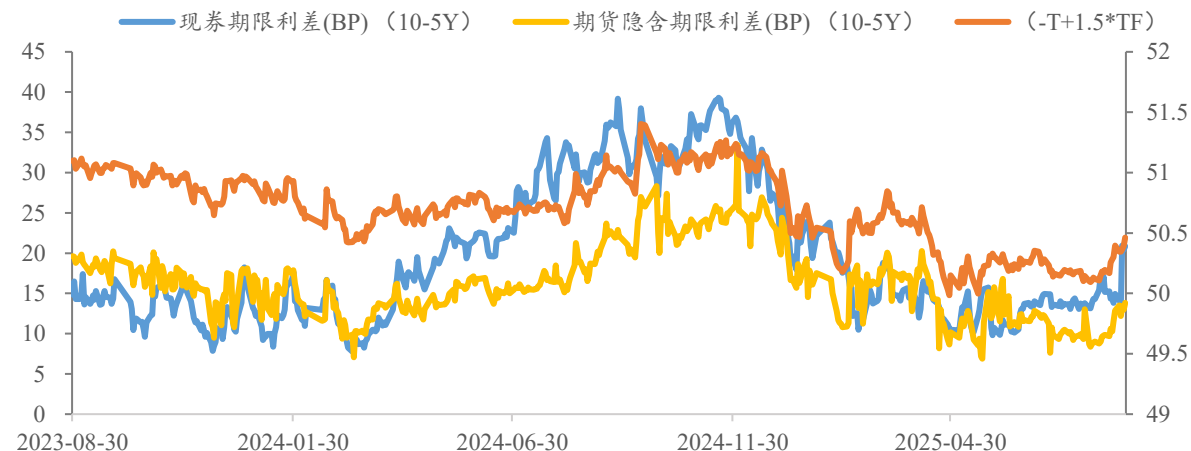
最新值，TL2512、T2512、TF2512、TS2512基差分别为0.71、0.44、0.05、-0.04；IRR分别为1.01%、1.13%、1.25%、1.51%；隐含利差分别为1.85、2.89、2.57、-2.55。可适当关注TL合约的基差收敛策略。

- 8月整体跨期价差（2509-2512）走势存在分化，TL合约跨期价差整体呈现先上行后下行，T和TF合约跨期价差整体震荡上行，TS合约跨期价差先上行后下行。
- 回顾我们在8月初对跨期价差情况的判断，本轮移仓换月之前，各品种由于正套收益较上一轮降低，且基差提前收敛，多空移仓矛盾整体减弱，TL合约CTD券因素在本轮不会影响跨期走势，因此各品种合约跨期价差更多跟随市场情绪波动，随着09合约临近交割，基差波动性逐渐收敛，12合约基差波动或逐渐主导跨期价差走势。在8月中上旬债市整体下跌，叠加09合约正套投资者离场，各品种跨期价差多数走阔，进入下旬国债期货出现一定的超跌修复，远月基差下行或带动TL合约跨期略有下行。

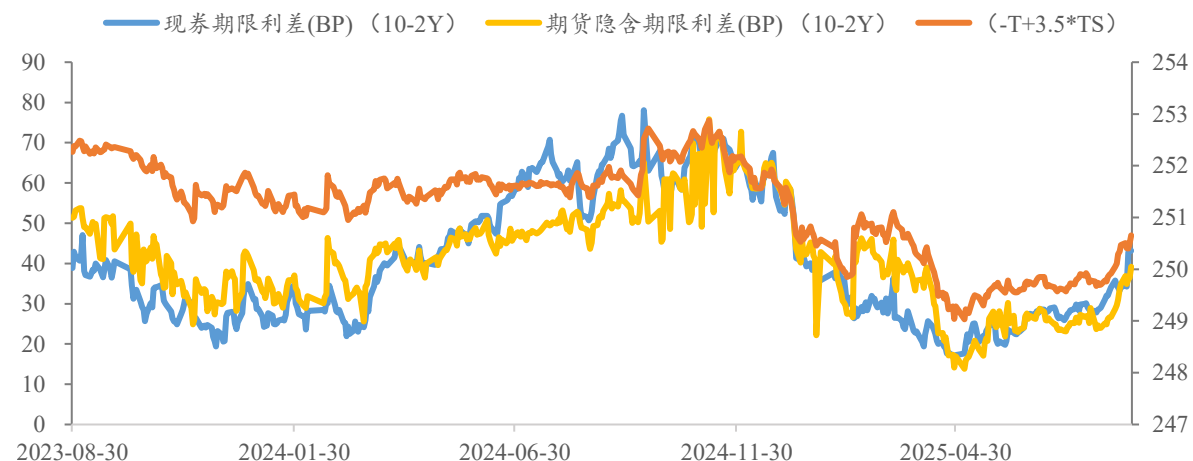
国债期货各品种跨期价差



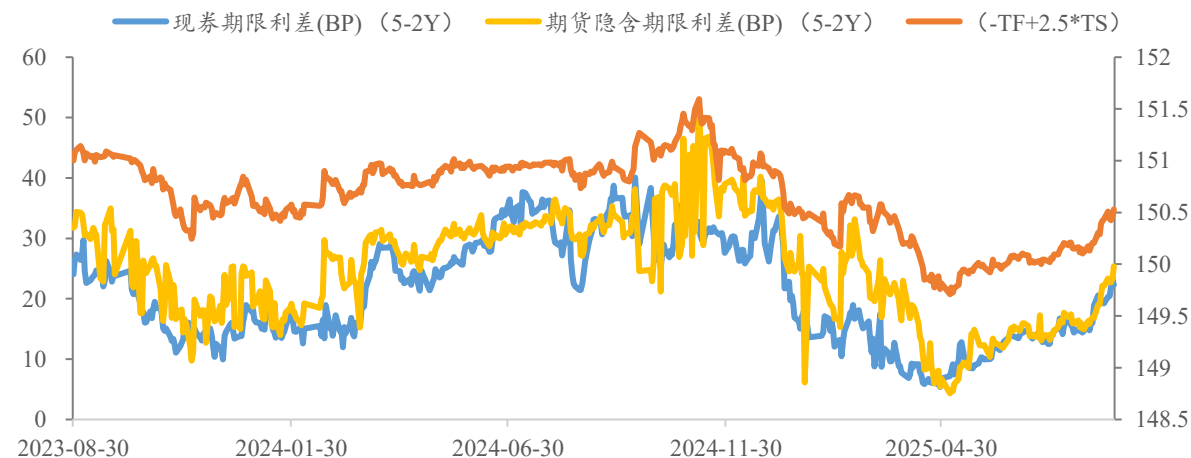
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（10-2Y）

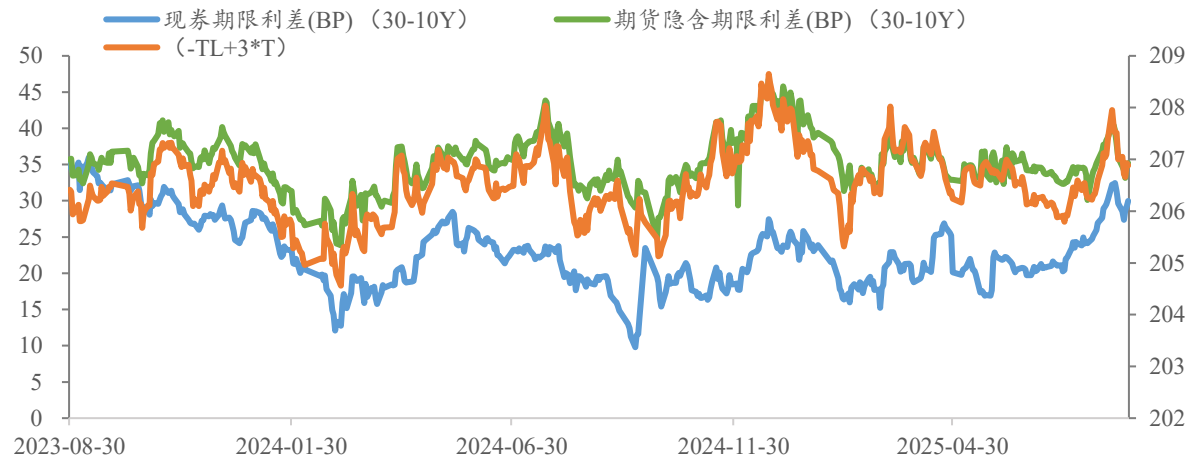


期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（5-2Y）

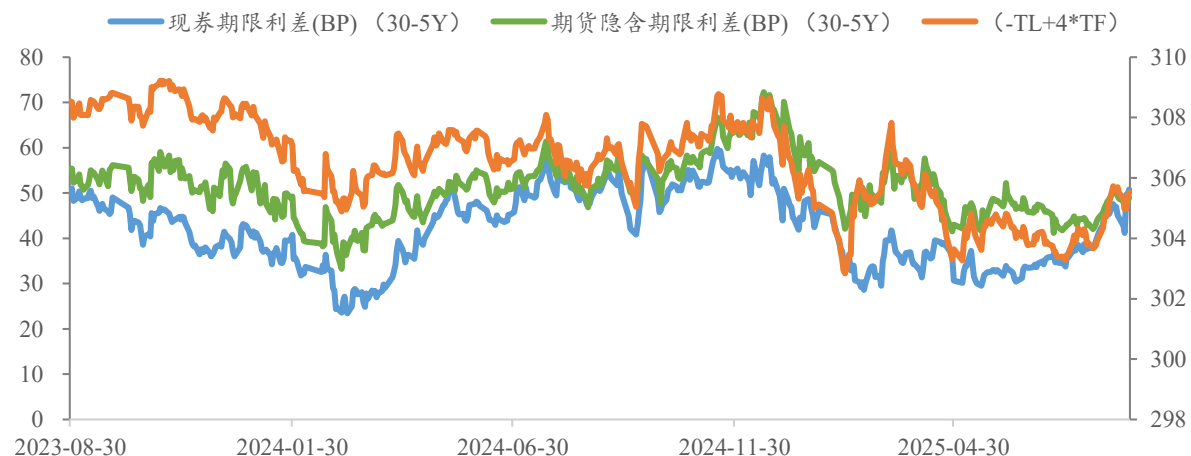


■ 隐含期现利差方面，最新值，10-2Y利差达到39.19BP，较上周变化4.26BP，10-5Y利差变化13.82BP，较上周回升0.96BP，5-2Y利差达到25.37BP，较上周变化3.3BP。

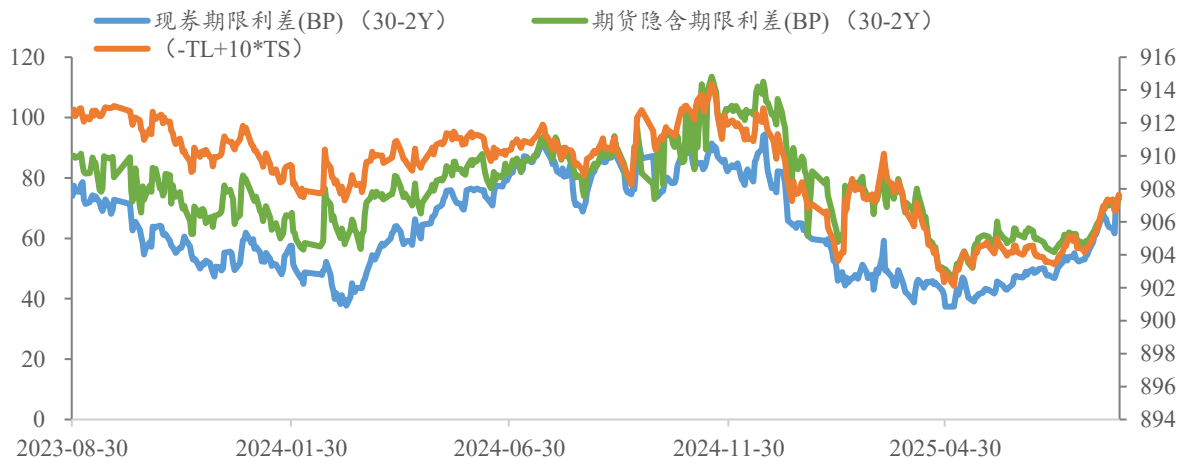
期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-10Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-5Y）



期货隐含利差VS期货跨品种价差VS现券利差（30-2Y）



- 隐含期现利差方面，上周30-10Y利差达到35.21BP，较上周变化0.17BP，30-5Y利差达到49.03BP，较上变化0.25BP，30-2Y利差达到74.4BP，较上周变化3.55BP。
- 8月债市回调期间，长债受到风险偏好回升的压制更强，由于资金面整体仍平稳偏松，短债整体变化不大，曲线继续走陡，其中30-10利差已经达到近两年的高位水平，如果后续债市企稳，可以适当参与这一期限利差的收敛策略。



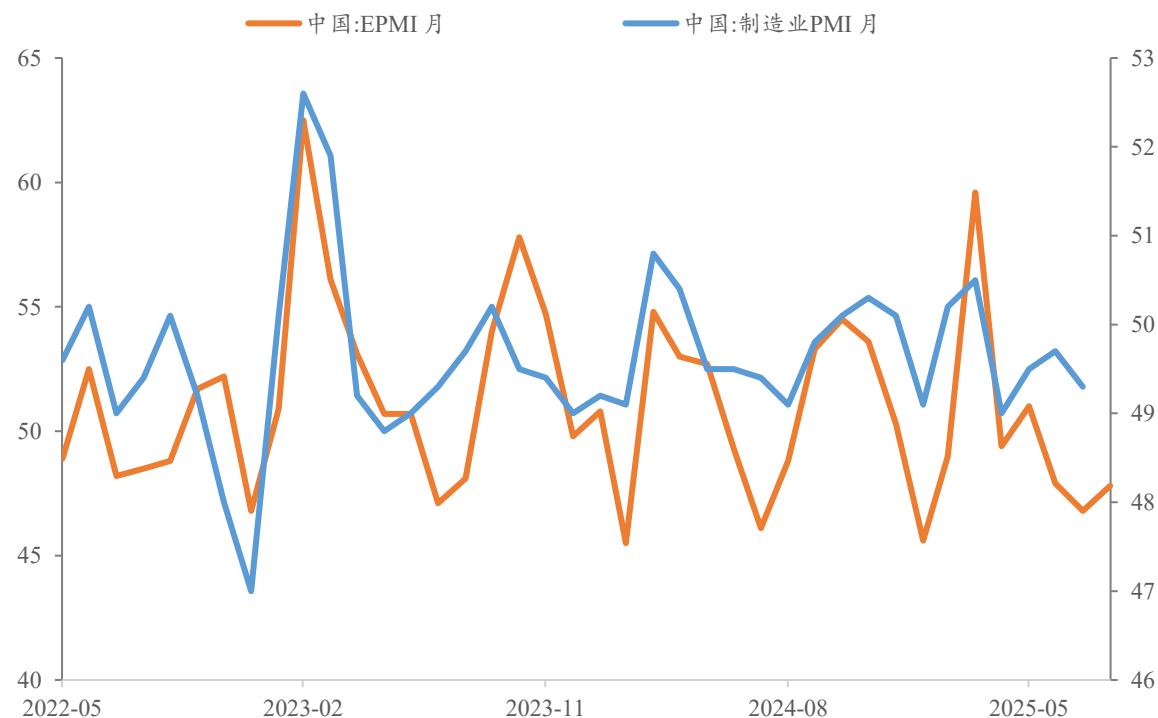
三、宏观经济展望与政策跟踪

主要观点(详见《广发期货-宏观经济9月月报》)

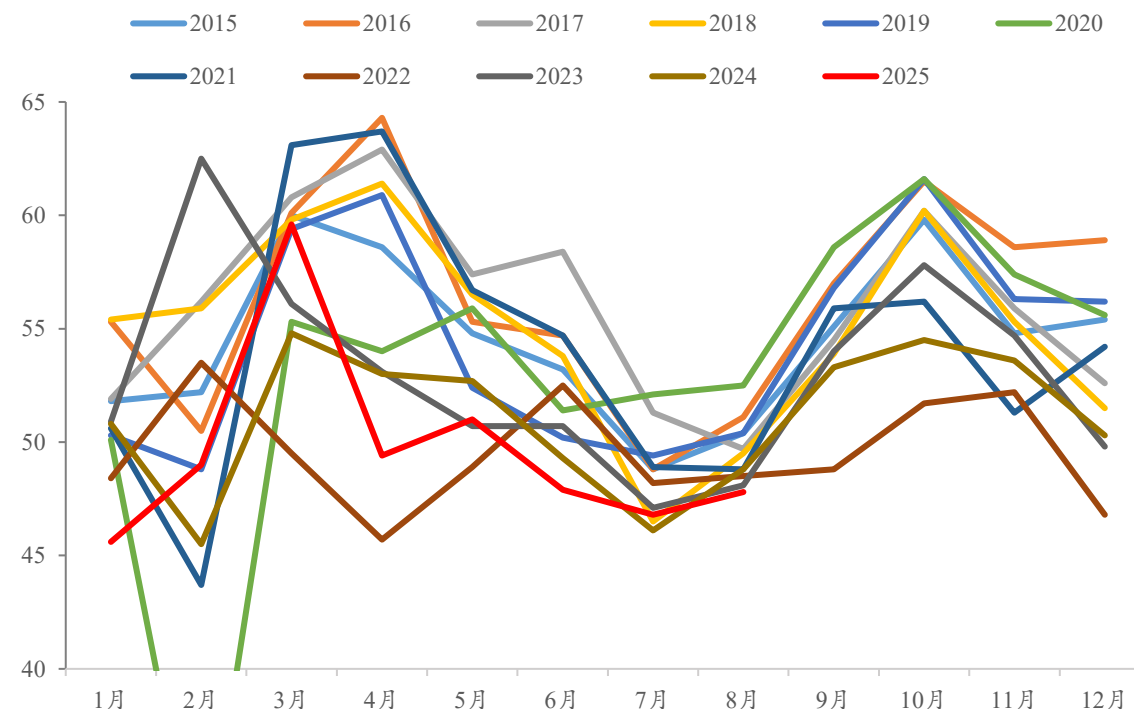
- **当前经济结构与动能：**7月经济数据显示，消费、地方投资、地产均呈现回落，带动总量数据再放缓。新一轮接续性的内需刺激政策出台，近期主要集中在服务类消费领域，包括对居民个人消费贷款、服务业经营主体贷款进行贴息，预计将对消费逐步产生积极支撑；此外地方投资和地产托底政策的落地也很关键，三四季度需要扩大有效投资。
- **高频数据显示8月宏观层面，结构与增长相对7月变化不大：出口具有韧性。**中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低。**生产端，开工走势分化。**其中上游开工率偏高。下游汽车钢胎半钢胎开工率同环比增速下滑。**服务消费需求持稳，两新相关商品增速可能放缓，**暑期居民出行热度、电影票房总体处于高位，地产延续二季度以来的偏弱特征，但是同比降幅收窄，“两新”资金断档叠加基数抬升可能带来相关产品销售增速有所放缓。**投资端**地产投资处于低位，基建实物工作量仍未见明显提升。**价格数据来看，8月PPI降幅有望收窄。**总体来看价格端环比进一步企稳但是幅度不高且呈现品种分化。
- **边际上6月以来，国内固定资产投资和消费呈现边际放缓的特征，国内经济延续外需强内需修复慢的格局，**背后可能一是地产销售放缓对终端需求和相关链条的传递，二是资金待接续背景下基建投资放缓，三是设备更新与以旧换新资金换档、反内卷背景约束部分产业投资，带来制造业投资下行和两新商品消费增速边际放缓。
- **政策端：一是货币政策：**基调“落实落细”适度宽松的货币政策，并持续营造适宜的金融环境，提高资金使用效率。同时促进物价合理回升，指明整治低价竞争、促进消费提升等需求端政策的落地，是未来促进物价合理回升的主要政策思路。**二是内需政策，**总体来看**服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，提出继续巩固房地产市场止跌回稳态势**（北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持），其中两新政策，第四批以旧换新资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金也已下达完毕。城市建设方面，强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具、强化中长期信贷供给等。
- **经济节奏展望：**8月价格端环比进一步企稳但是幅度不高且呈现品种分化，PPI预期降幅收窄。目前经济结构尚未有显著改变，呈现外需强于内需，消费固定资产投资处于边际回落阶段，后续重点跟踪内需政策发力情况（促销费接续并转向服务消费、新型政策性工具投资拉动、高质量开展城市更新政策）和价格改善对利润传导效应。

■ 8月EPMI环比小幅上行1.0%。分项指标看，需求指标略有好转，“反内卷”背景下生产指标收敛，价格指标上行。8月产品订货、出口订货指标环比分别上行2.5%和2.8%，而生产指标环比-0.3%，“反内卷”下部分新兴产业生产收敛或是拖累生产和整体EPMI的主因；8月价格指标上行，8月新产业购进价格、销售价格环比分别上行5.3%和1.5%。

PMI&EPMI 边际回落

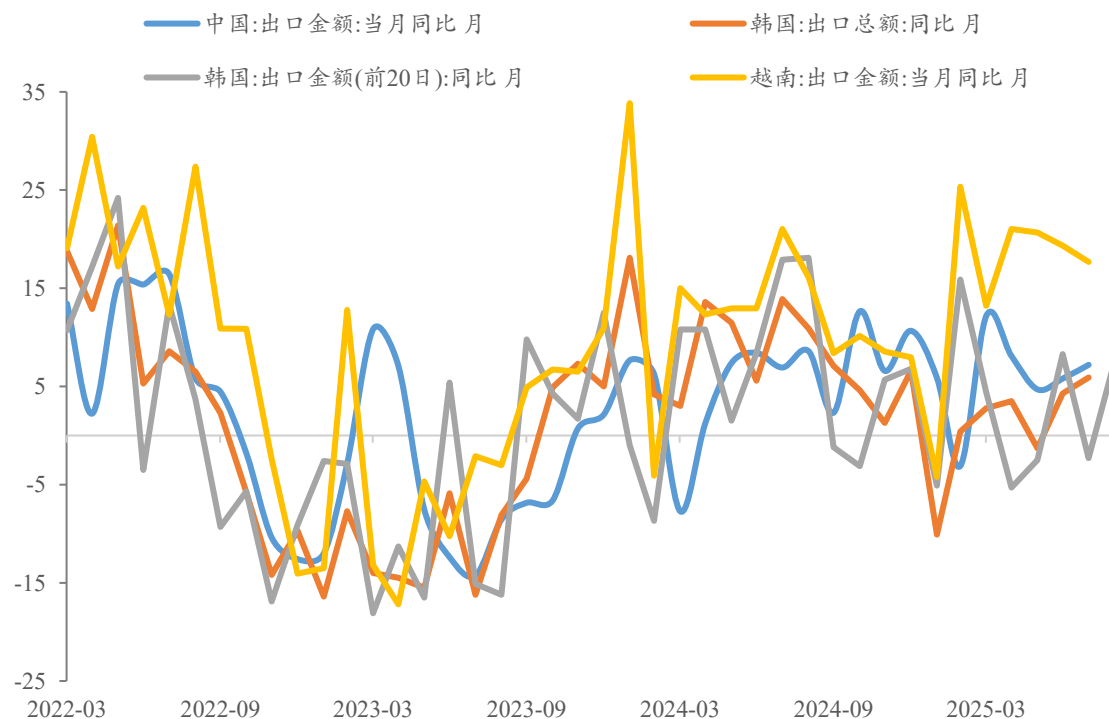


EPMI 季节性

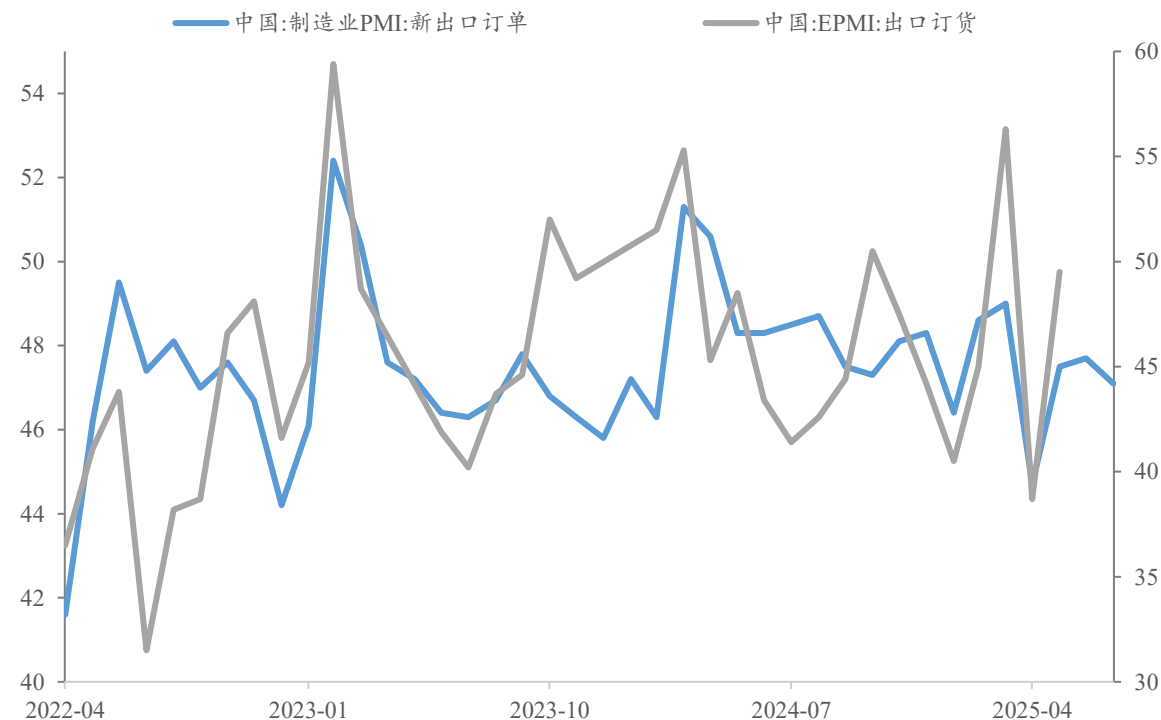


- 8月韩国前20日出口同比7.6%，较上月-2.3%回升。
- 7月韩国出口同比5.9%，较上月4.3%回升；

韩国前20日、韩国、越南出口同比

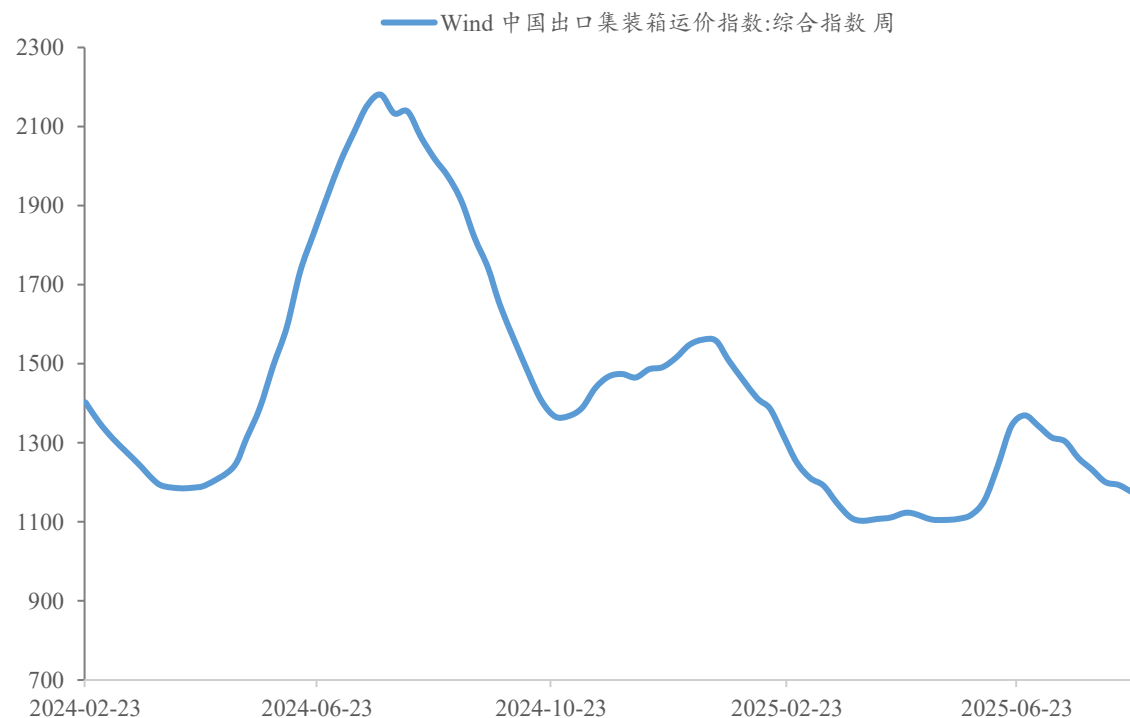


PMI、EPMI 出口订单指数

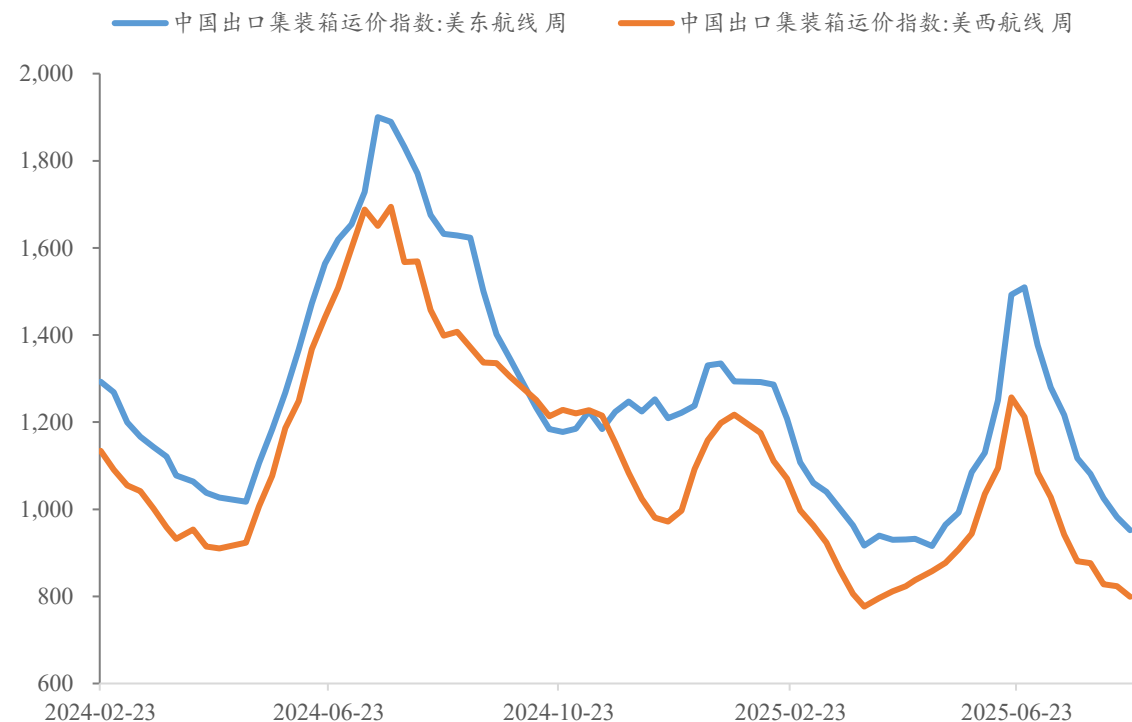


- 8月出口集装箱运价指数环比-8.05%较上月2.19%下滑，进入8月运价整体有所下降。
- 8月美西和美东航线集装箱运价指数均值环比-19.01%、-15.44%，整体运价继续降低，印证近几个月对美出口持续负增。

中国出口集装箱运价指数

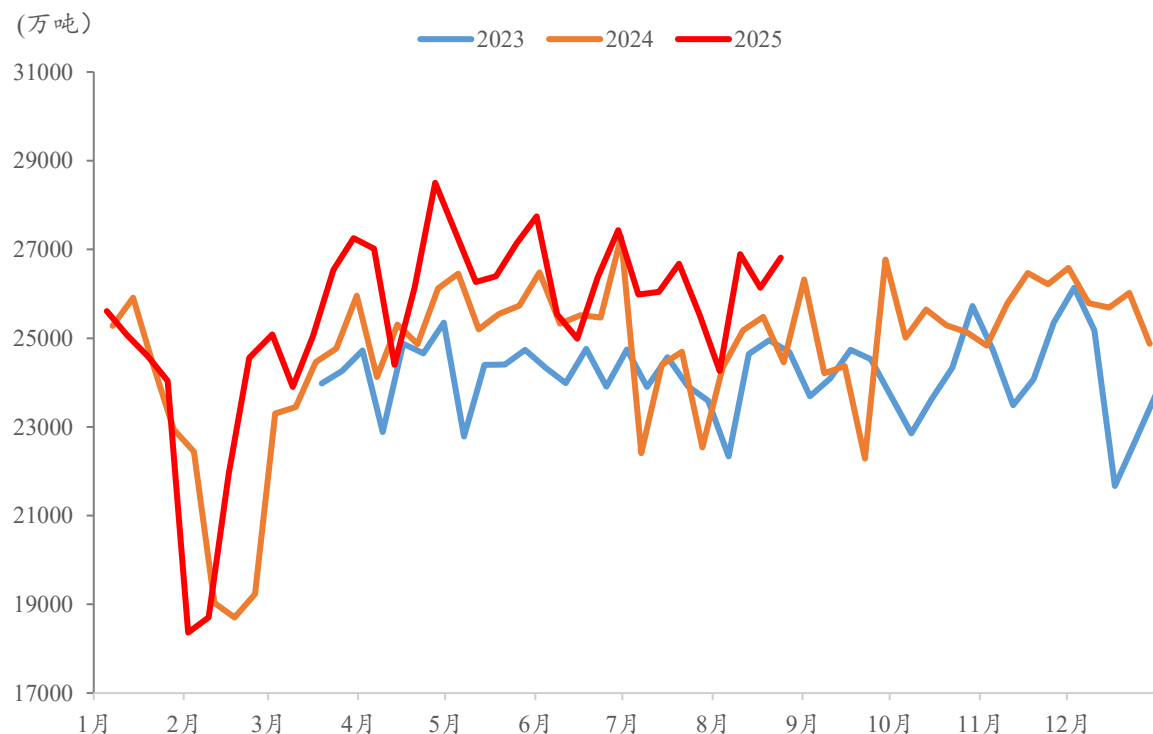


美西航线&美东航线集装箱运价指数

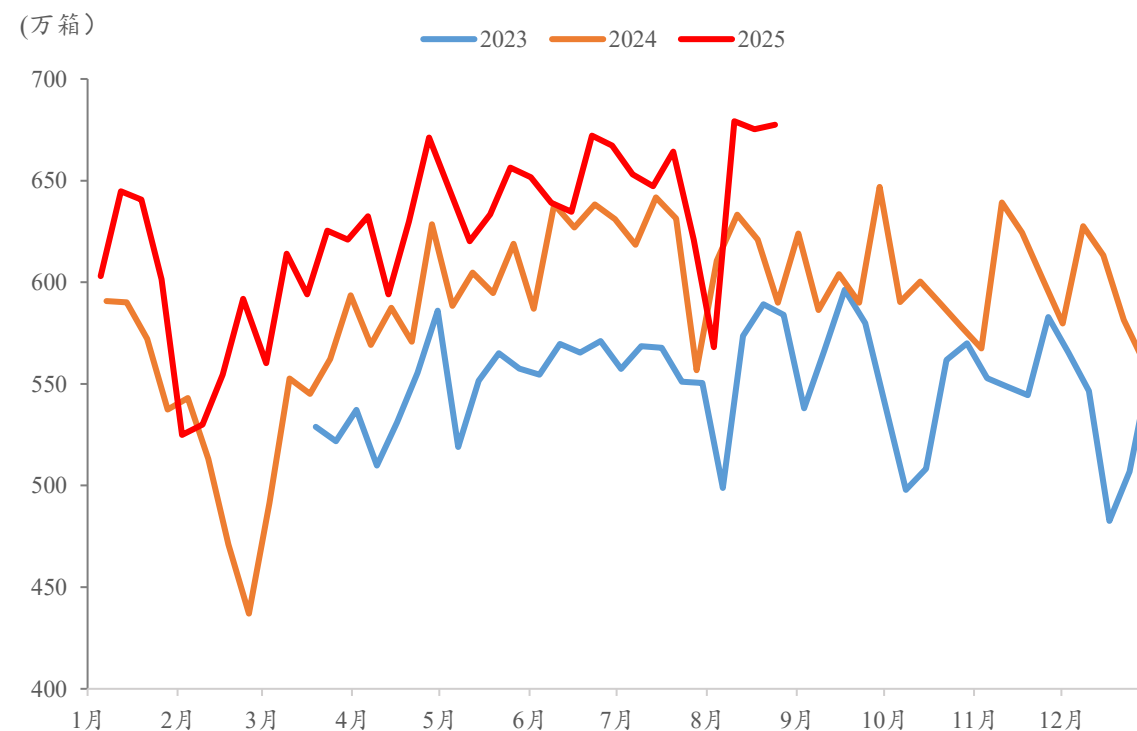


- 从港口吞吐量来看，目前8月同比回升。
- 8月货物吞吐量周度均值为26025万吨，同比增长4.68%，较7月增速10.86%回落。
- 8月集装箱吞吐量周度均值650万箱，同比增长5.92%，较7月增速5.6%回升。

中国港口货物吞吐量（万吨）

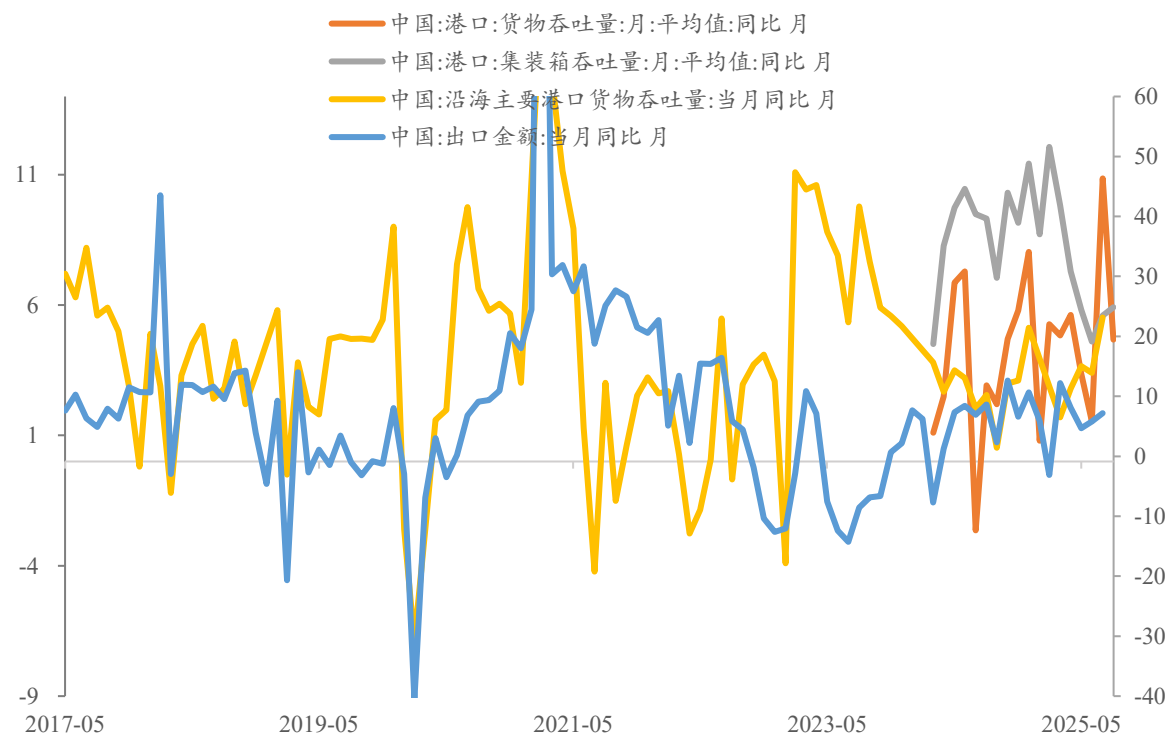


中国港口集装箱货物吞吐量（万箱）

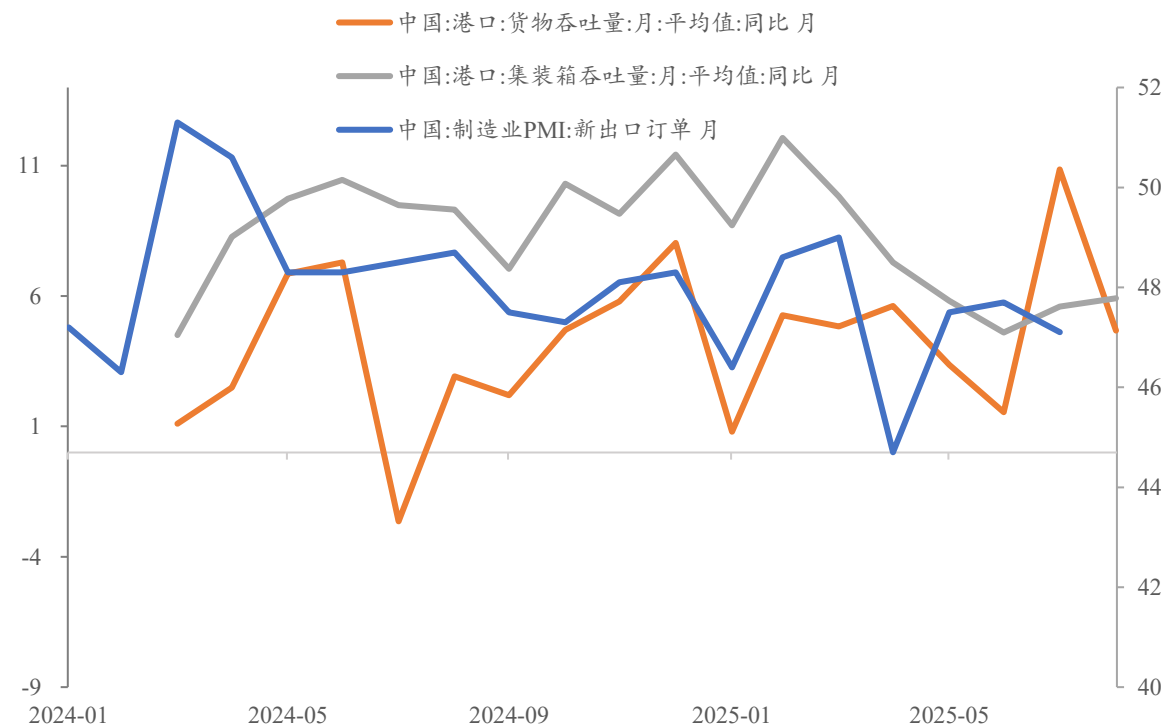


- 长周期来看，沿海主要港口货4.68%、5.92%，均维持正增长，从港口货运同比看目前出口增速维持正增长，中国出口品需求具有粘性，产品仍然具有竞争力，24%关税继续延期3个月，预计三季度出口增速失速风险较低。

中国沿海货物吞吐量当月同比与出口同比具有一定同步性



港口货物吞吐量与集装箱吞吐量月均同比



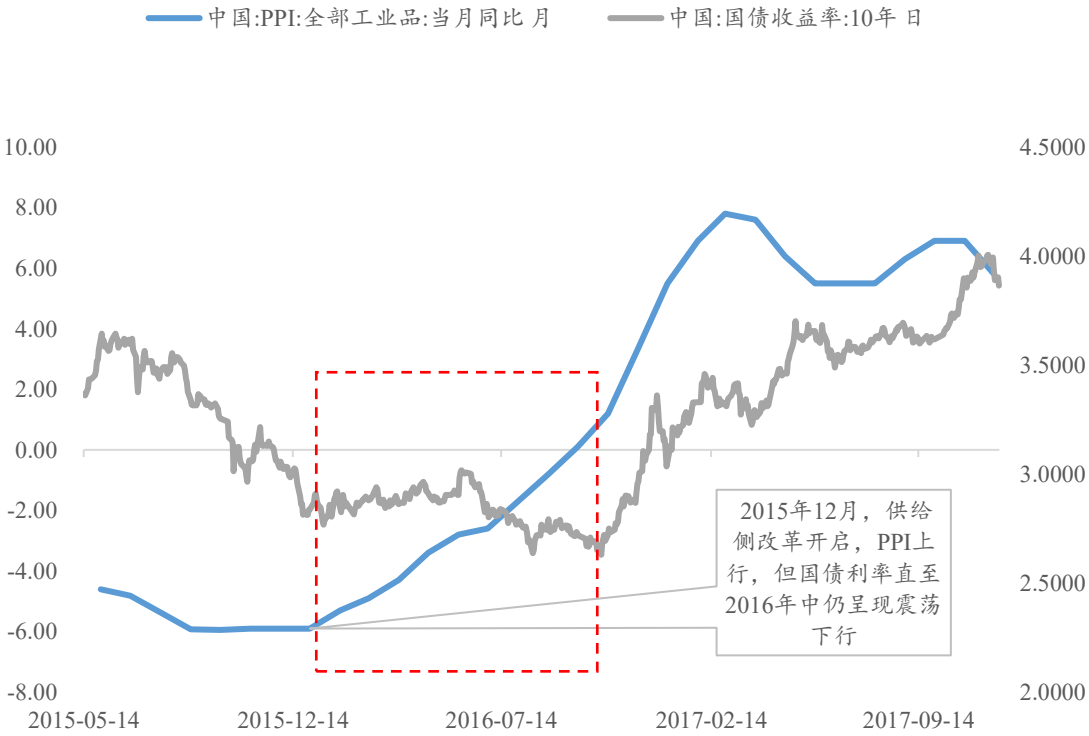
会议/行业	召开时间	2025年8月 主要内容	相关解读
国务院第九次全体会议	2025/8/19	1、要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，增强政策针对性有效性，及时回应市场关切，稳定市场预期。 2、持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施， 加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点 。 3、 加力扩大有效投资 ，发挥重大工程引领带动作用，适应需求变化更多投资于人、服务于民生，积极促进民间投资。 4、 纵深推进全国统一大市场建设 ，不断释放超大规模市场红利。 5、 采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势 ，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求	1、国务院第九次全体会议召开。从会议对政策的阐述来看，政策对进一步稳定短期经济走势仍非常重视。服务消费和两重投资是当前阶段宏观总量政策的两大抓手，同事提出继续巩固房地产市场止跌回稳态势。
一线城市地产政策放松	2024/8	北京取消五环外限购、同步加大公积金贷款支持。 天津支持公积金付首付、合肥第三次放宽“商转公”业务办理年限、苏州公积金贷款首付款比降至15%。 上海新政提出，符合条件居民家庭在外环外购房不限套数。	2、北京、上海和天津等地均加大房地产政策支持，包括放松限购和加大公积金购房支持。
国务院常务会议	2025/8/22	实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策情况汇报，围绕更好发挥“两新”政策对扩大内需的推动作用作出系列部署； 大规模设备更新和消费品以旧换新政策，在稳投资、扩消费、促转型、惠民生等方面取得明显成效 。要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用； 今年第三批消费品以旧换新资金 690亿元 已下达，第四批同等规模资金将于10月接续发力；今年超长期特别国债支持设备更新的 1880亿元 投资补助资金也已下达完毕。	3、两新政策，要在对政策实施情况进行认真总结评估的基础上，加强统筹协调，完善实施机制，更好发挥对扩大内需的推动作用。
国务院关于推动城市高质量发展的意见	2025/8/28	1、建立可持续的城市建设运营投融资体系。落实地方政府主体责任，统筹财政资金、社会资本和金融等资金渠道。 2、对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度，中央预算内投资予以适当补助。 3、创新财政金融政策工具，吸引和规范社会资金参与，稳慎推进公用事业价格改革。 4、强化中长期信贷供给，发挥债券市场、股票市场融资功能，鼓励保险、信托等机构提供金融服务。加快融资平台改革转型，坚决遏制新增地方政府隐性债务。	4、城市高质量发展建议方面，强调建立可持续的城市建设运营投融资体系，包括对涉及重大安全和基本民生保障的，中央财政加大专项转移支付支持力度、创新财政金融政策工具、强化中长期信贷供给等。

召开时间 主要内容		2025年8月15日 二季度货币政策执行报告	相关解读
经济形势		当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，我国经济运行依然面临不少风险挑战。同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，要保持战略定力，集中力量办好自己的事，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。	1、政策基调，二季度报告强调“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”，接下来的货币政策重点在“落实落细”，并持续营造适宜的金融环境。
工作基调		坚持稳中求进工作总基调……平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，强化宏观政策取向一致性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官	2、稳固信贷支持力度。一季度报告中提及“加大信贷投放力度”，二季度报告则转变为“稳固信贷支持力度”或指向信贷总量重视程度减弱，可能结合流动性工具偏重结构调控。
货币政策定调		落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。	3、提及“防范资金空转”。相比一季度报告，二季度货币政策报告重提“防范资金空转”，或指向当前经济增长压力相对缓和，流动性总量进一步宽松的必要性不强，更多可能转向提高资金使用效率。不过出于降成本和扩内需目的，叠加利率中枢平稳、稳外汇压力不强，当前资金中枢也不太可能出现类似一季度的提升。
存贷款利率		进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降……强化利率政策执行和监督，适时开展对金融机构利率政策和自律约定执行情况的现场评估，提升金融机构利率定价能力……畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。	4、通胀方面，二季度报告提及“一些行业领域存在低价过度竞争，外需也在收缩，加大了经济供需平衡压力”，指明整治低价竞争、促进消费提升等需求端政策的落地，是未来促进物价合理回升的主要政策思路。
流动性		强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。	
结构性工具		发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸	
支持实体		着力提升重大战略、重点领域和薄弱环节的融资可得性和金融产品服务供需适配度……发挥科技创新和技术改造再贷款工具牵引带动作用，做好债券市场“科技板”工作……规范和丰富环境权益抵质押等绿色金融产品……持续跟踪金融支持民营和小微企业政策落实效果……开展好金融支持乡村全面振兴专项行动……实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，支持重点群体创业就业和就学……强化养老产业融资支持，丰富养老金融产品体系，推动金融支持消费政策落实落地	
外汇		坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。	
房地产		着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	

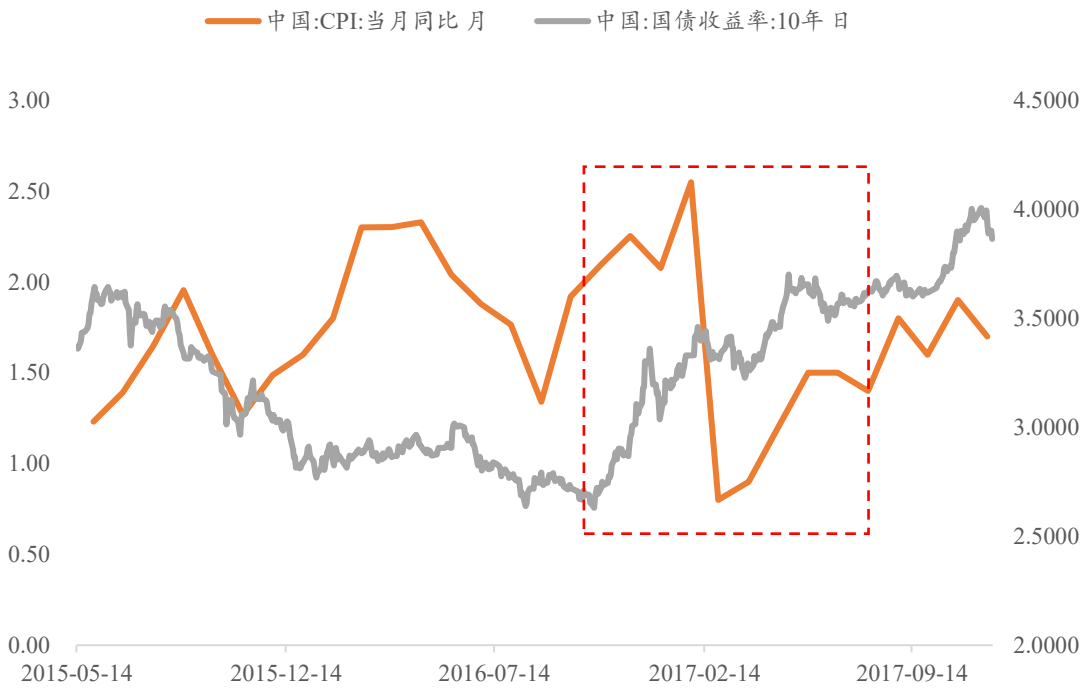
会议/行业	召开时间	2025年7月30日 主要内容	相关解读
中央政治局会议	2024/7	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。	1、本轮行业内卷的根源在于中央、地方、金融、行业、企业五个部门的诉求各不相同，激励相容机制需要理顺。 2、反内卷涉及的行业多范围广，不仅包含中上游原材料行业，也包括光伏设备、汽车等新兴和中下游行业。各行业特征也具有差异，可能影响后续反内卷推进情况。
中央经济工作会议	2024/12	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为	
两会政府工作报告	2025/3	破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争	
发改委	2025/5	标本兼治化解重点产业结构性矛盾，促进产业健康发展和提质升级	
中央财经委会议	2025/7	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查；规范地方招商引资，加强招商引资信息披露	
中央政治局会议	2025/7	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。	
光伏	2025/7	十大光伏玻璃厂商召开会议，决定自7月份起实施集体减产30%	
水泥	2025/7	中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》称，为深入贯彻工业和信息化部修订印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，严格落实相关政策，优化产业结构调整，进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”	
煤炭	2025/7	国家能源局印发了《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，针对8个重点省(区)煤矿生产情况展开核查工作，其中对2025年1-6月单月原煤产量超过公告产能10%的煤矿做停产处理	
汽车	2025/6	中国一汽、东风汽车、广汽集团、赛力斯、吉利汽车、比亚迪、小鹏汽车等头部车企集体宣布将供应商支付账期统一缩短至60天内	
建筑	2025/7	33家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争	

- 2015年12月，供给侧改革开启，PPI上行，但国债利率直至2016年中仍呈现震荡下行，后期利率回升与CPI和总需求关联度更高，触发因素是货币政策收紧。
- 因此预计本轮反内卷政策施行初期国债利率还未至趋势转向阶段，宏观层面上后续需要跟踪本轮价格上涨需求端承接情况。

10债利率与PPI走势 (%)



10债利率与CPI走势 (%)



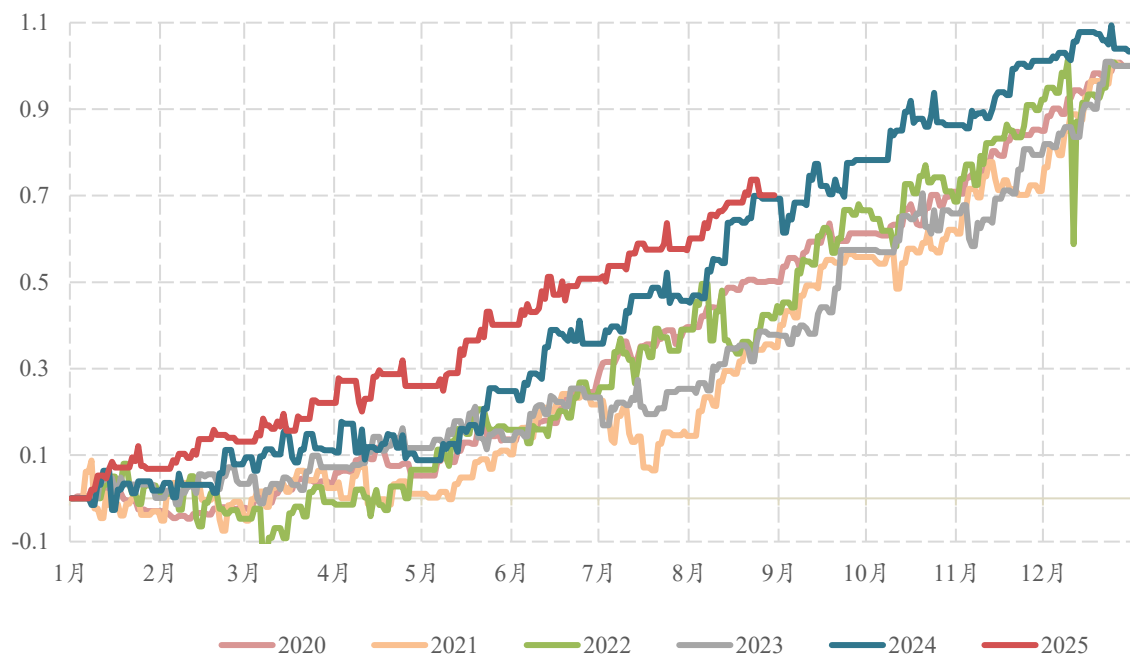


四、供需面与资金面

- 截至8月底，国债发行进度达到73%，地方专项债发行进度达到74%，单月发行10%（4865亿元左右），整体斜率上升代表地方债发行加快，不过目前基建资金到位率和开工情况尚未明显好转，可能与项目开工滞后有关。

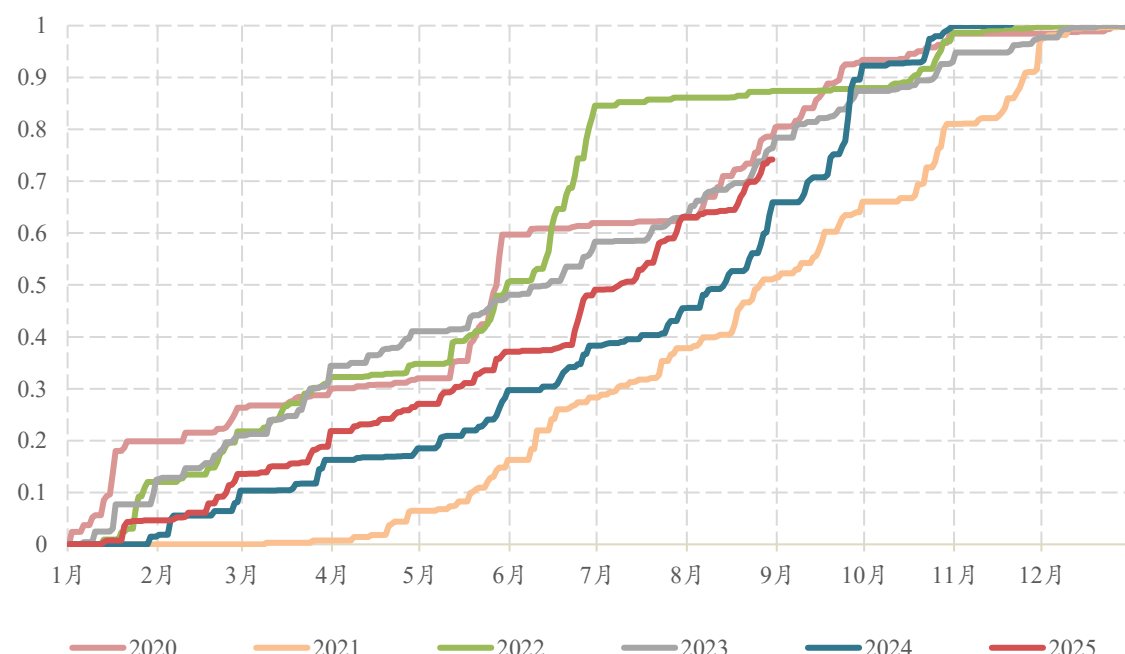
国债净融资进度 (%)

国债累计净融资进度 (%)



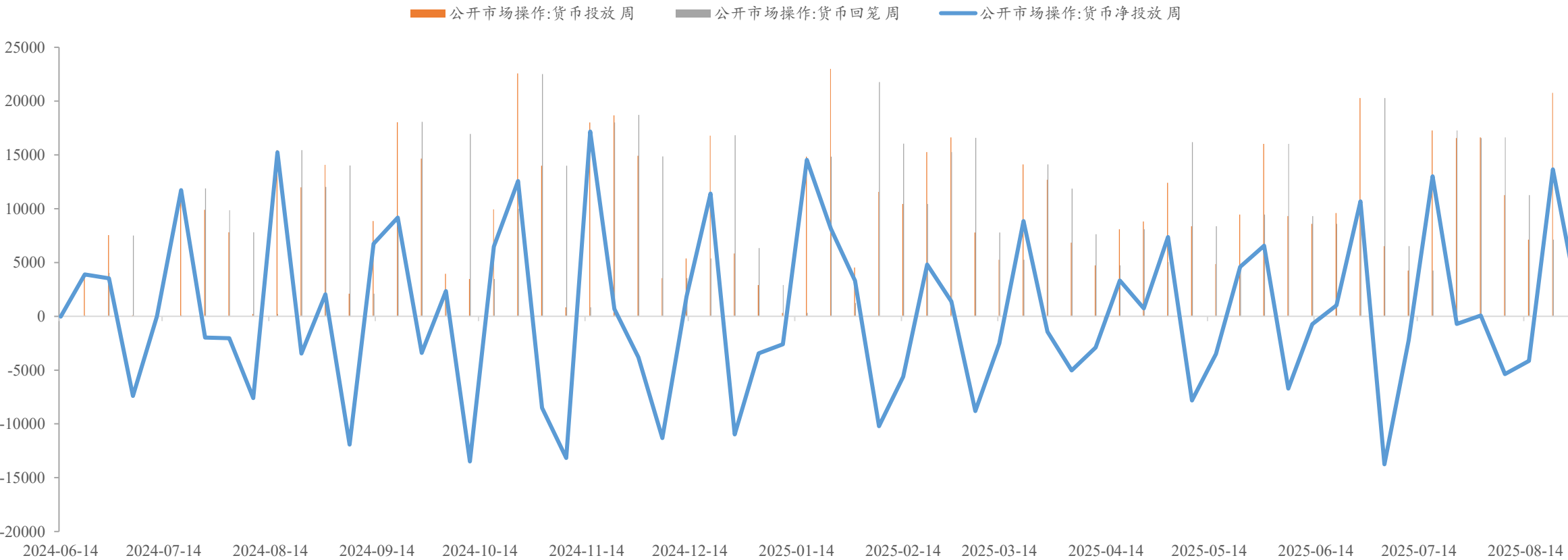
地方政府新增专项债券累计发行进度 (%)

地方政府新增专项债券累计发行进度 (%)



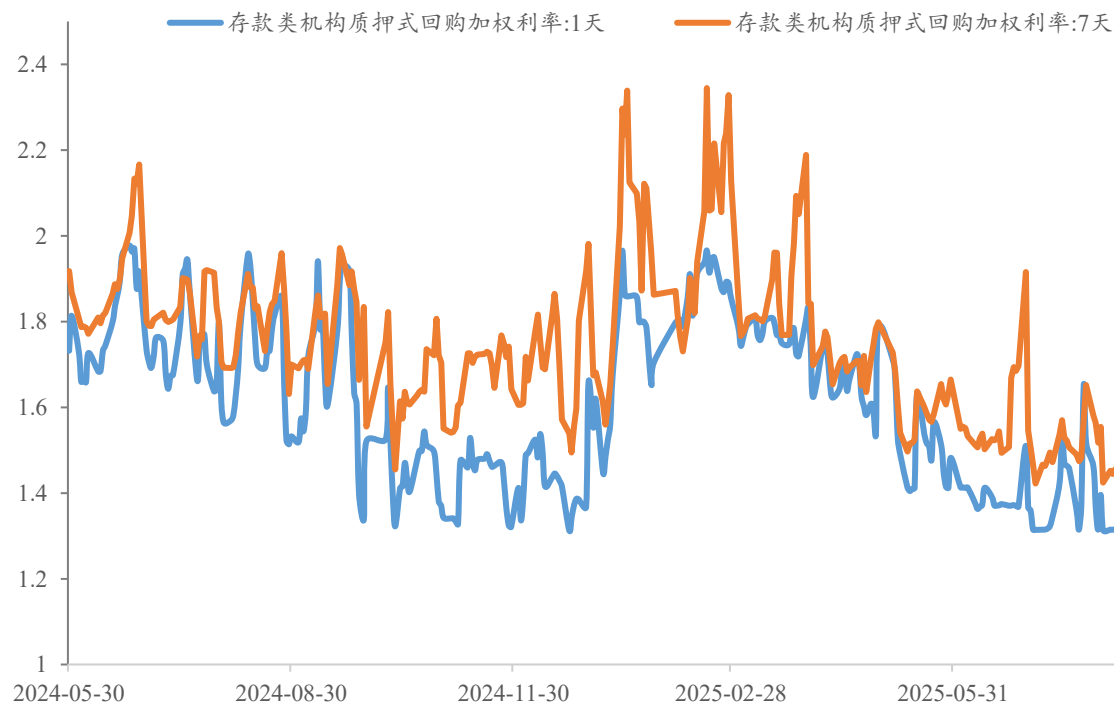
- 本月央行公开市场有63680亿元逆回购，共进行了63146亿元逆回购投放，并且税期和月末明显加大投放量。
- 中长期资金部分，8月分别有4000亿元3个月期和5000亿元6个月期买断式逆回购到期，央行公布进行7000亿元3个月和5000亿元6个月买断式逆回购，本月买断式逆回购净投放3000亿元资金。同时8月有3000亿元MLF到期，并将进行6000亿元MLF投放，净投放3000亿元。央行增加中长期资金投放，体现了对资金面的呵护。

公开市场操作（亿元）

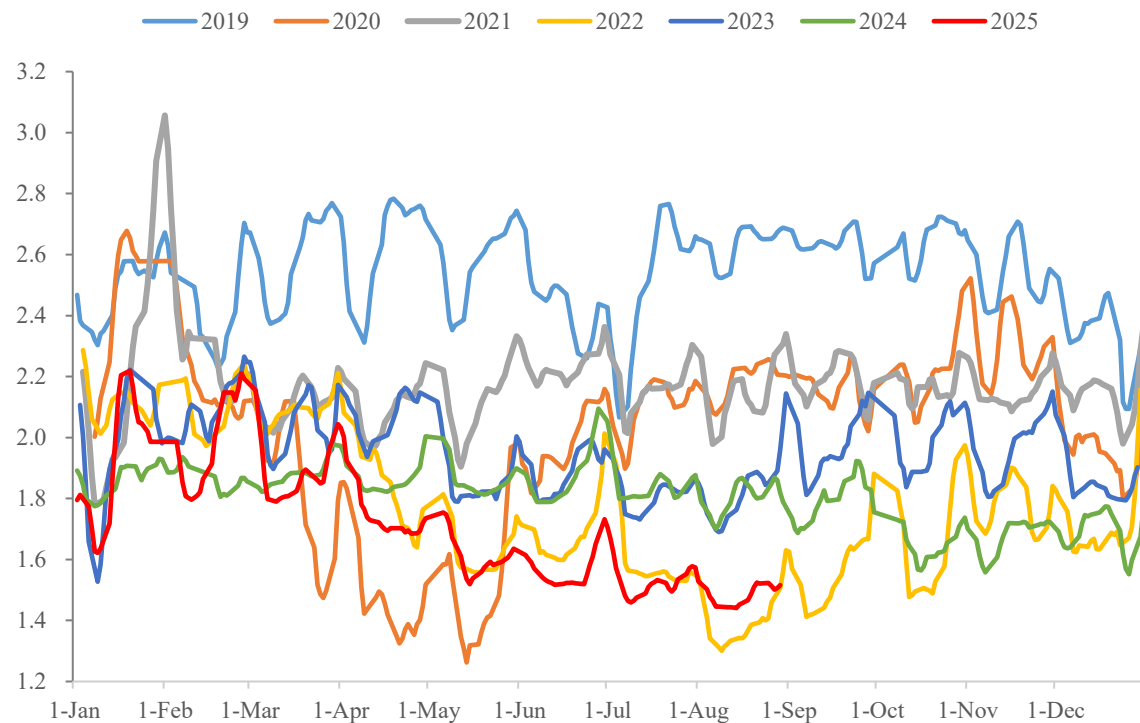


- 8月，存款类机构质押式回购利率1天期均值为1.3544%，较上月均值变化-48BP，存款类机构质押式回购利率7天期均值为1.48%，较上月均值变化-3.5BP。8月总体资金利率中枢相较7月出现小幅下行，月末资金波动性也有所收敛，央行对资金面呈现出呵护态度。

银行间市场存款类机构质押式回购利率（%）

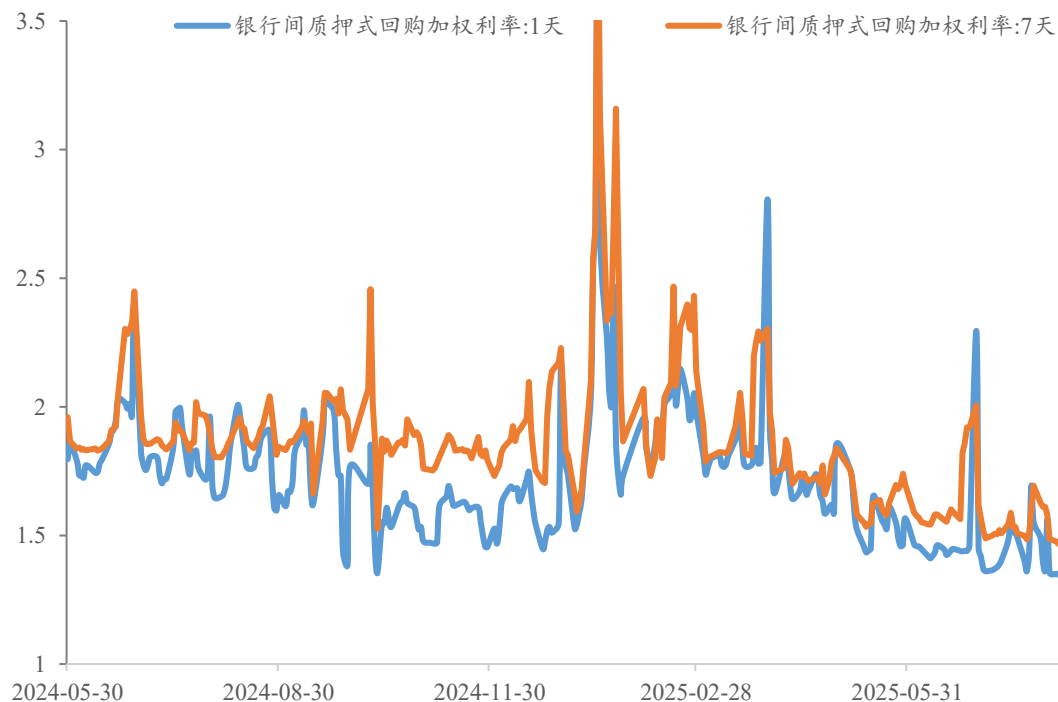


银行间市场存款类机构质押式回购利率季节性（%）

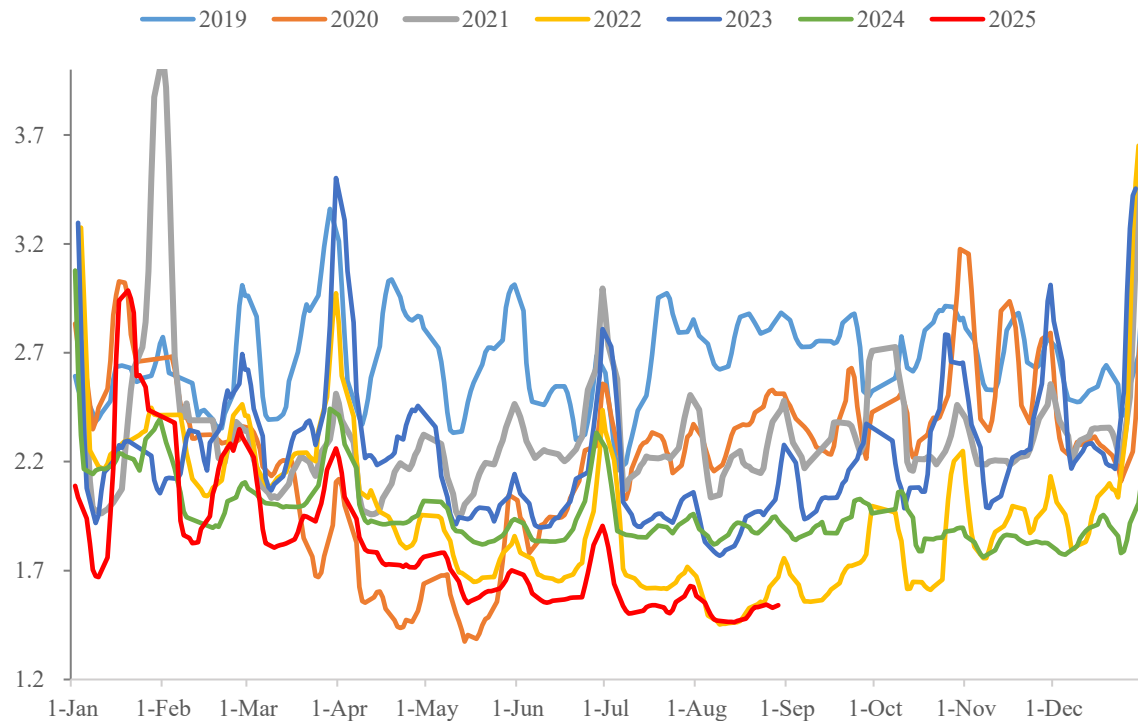


- 8月，银行间市场质押式回购利率1天期均值为1.39%，较上月均值变化-4.9BP，银行间市场质押式回购利率7天期均值为1.5%，较上月均值变化-4.7BP。

银行间市场质押式回购利率 (%)

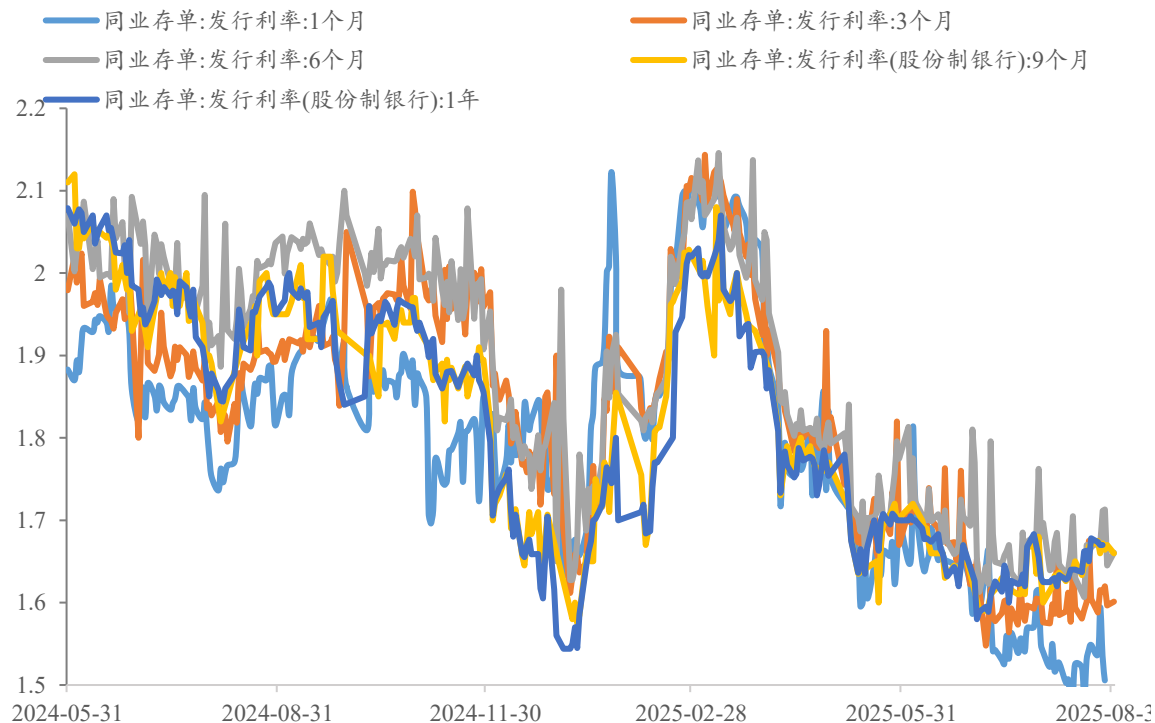


银行间市场质押式回购利率季节性 (%)

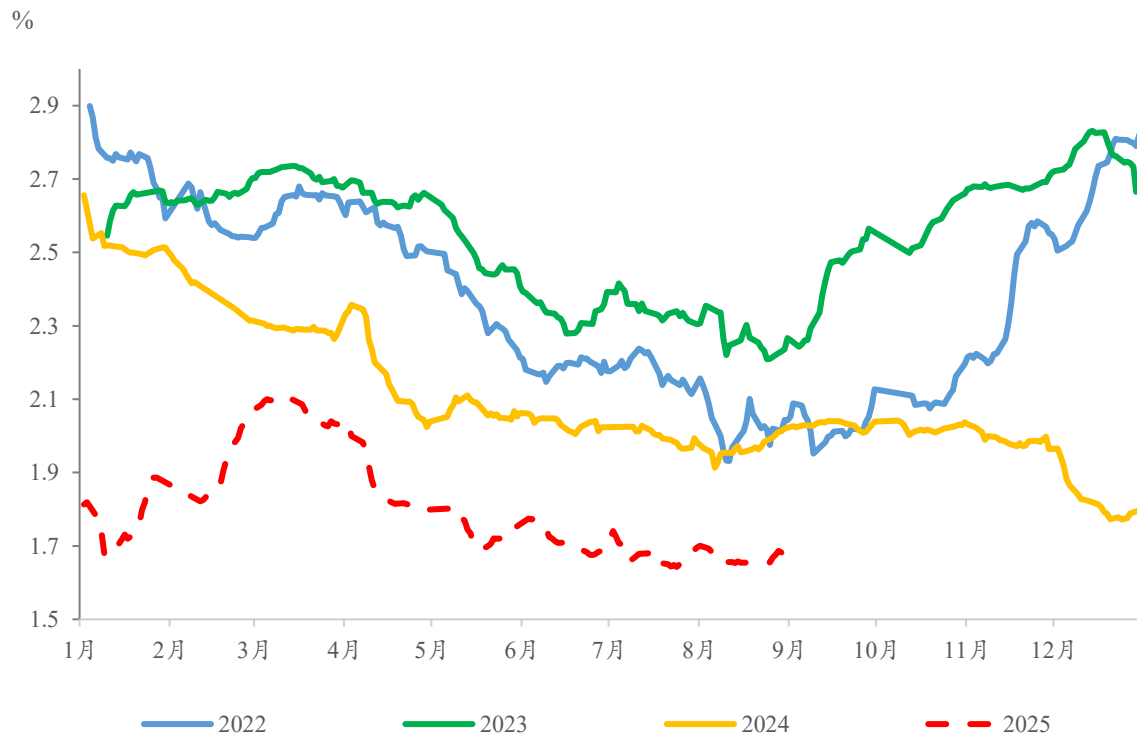


- 上月同业存单发行利率中枢下行，8月，1M同业存单利率均值1.52%，较上月均值变化5BP，3M同业存单发行利率均值及至1.6%，较上月均值变化0.5BP。

同业存单利率 (%)

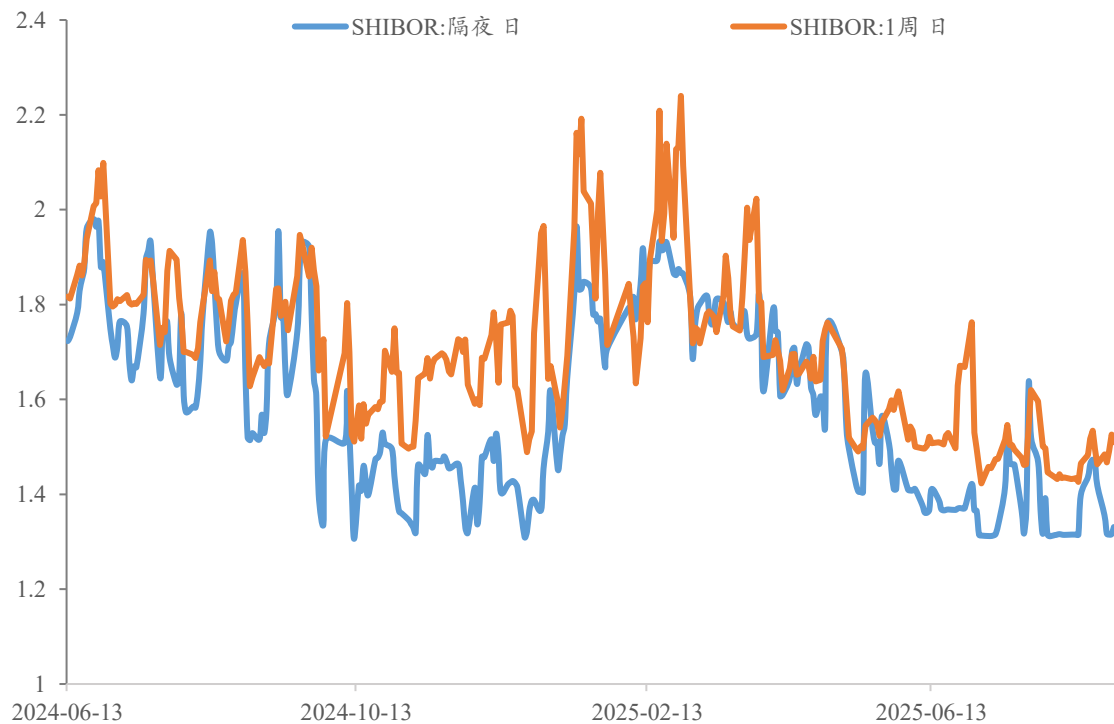


6M同业存单季节性 (5DMA)

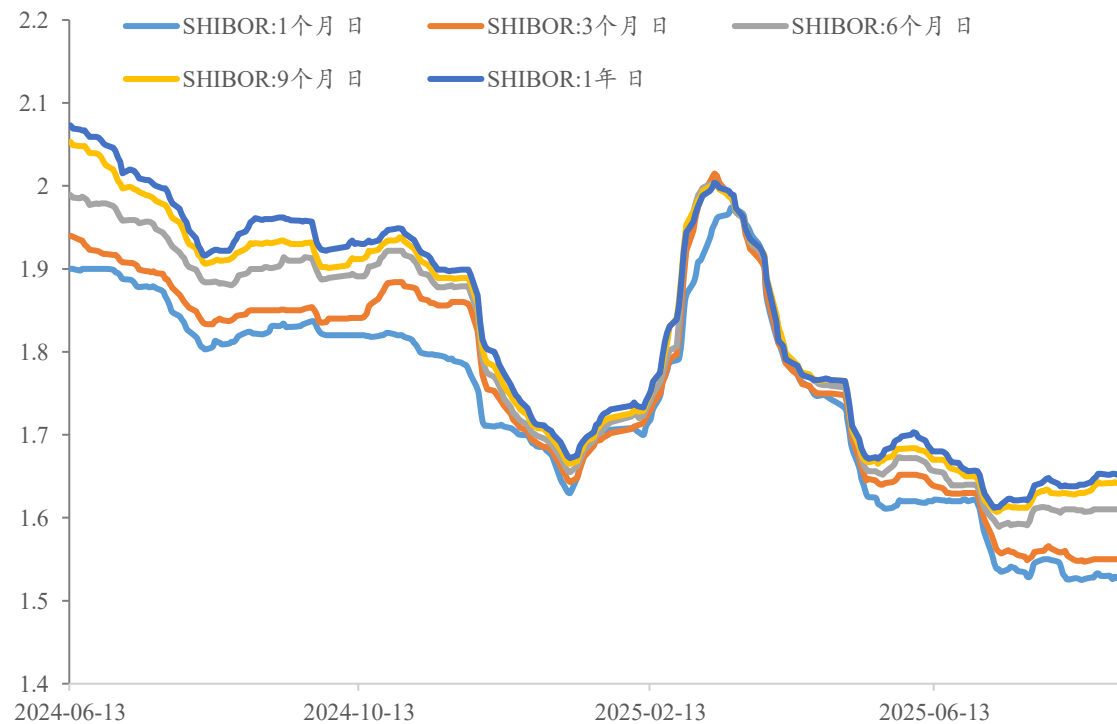


- ▣ 8月，shibor利率，较上月隔夜和7天期利率均值分别变化-3.85BP和-3.4BP至1.35%和1.46%。3M利率均值及至1.55%，较上月变化-1.7BP，6M利率及至1.6%，较上月变化0.6BP。

Shibor隔夜、7天期资金利率 (%)

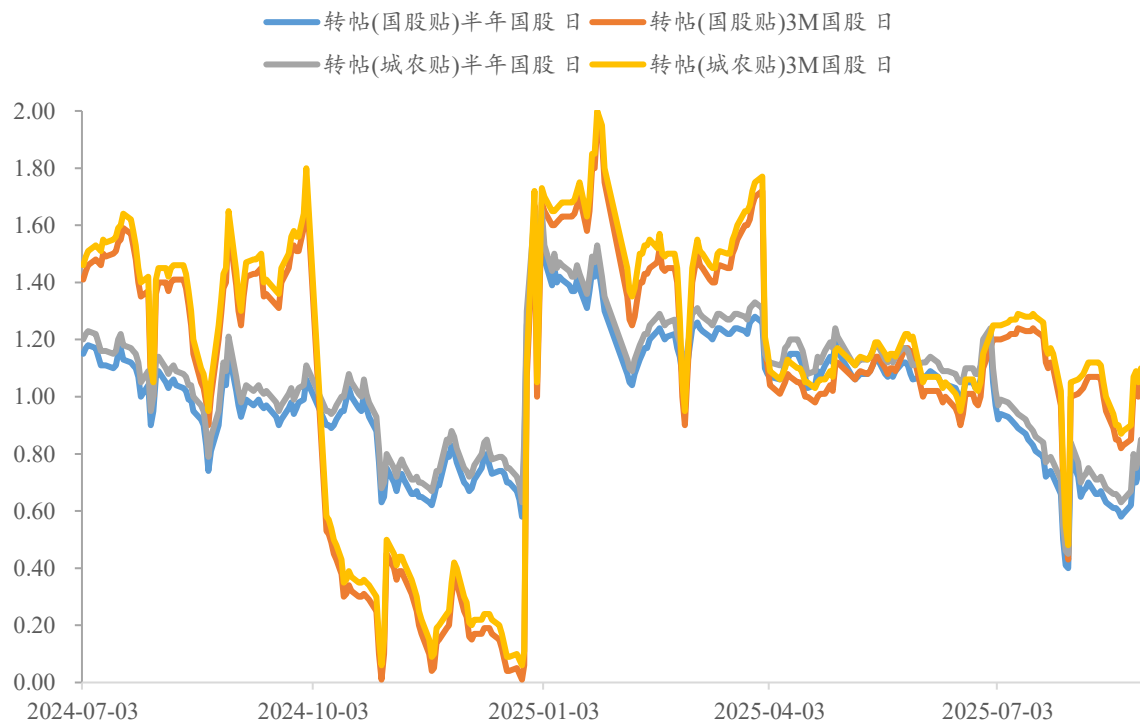


Shibor1M、3M、6M、9M、1Y资金利率 (%)



- 8月25日以前，票据利率始终保持下行趋势，同时大行持续净买入票据，虽然月末票据需求下降利率出现上行，不过8月整体票据利率中枢较上个月进一步降低，或表明8月信贷需求可能仍然偏弱。

票据利率 (%)



报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流，不构成任何投资建议

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1292号

熊睿健 投资咨询编号：Z0019608

数据来源：wind、广发期货研究所

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！



感谢倾听 Thanks