

短期扰动叠加技术性调整，债市连续下行

【主要观点】

周初受特别国债注资银保消息影响，债市情绪偏强，但从去年经验看，注资消息发布后到特别国债发行存在三个月时滞，由此判断当前市场抢跑配置盘增持时间偏早。此后债市在上方强压力位下方连续回调。周五美联储公布了首次国债回购操作规模低于此前公布的 60 亿，因此加剧了抛售潮，导致美长债收益率升至数年来高位，推动 TL 主力合约下行至 MA20 下方。但考虑到国内外债市逻辑并不相同，因此仅为短期扰动。基本面方面，国内宏观状态总结为动能转换+K 型分化，对外需和新动能的依赖预计将成为常态。外需的支撑预计仍将持续较长时间。需要依赖财政政策，但目前仍未发现明显有力变化，托底政策逐步见效并不意味着内需端整体修复斜率重新陡峭化，因此宏观大概率不会出现太大的变化。资金面方面，整体上来看央行的货政操作意图或仍主要在于保证流动性充裕的前提下，避免债券市场下行出现自我强化、累积利率风险。9 月政府债供给、央行中长期资金到期和季末需求三个方面可能会给流动性带来扰动。后续政府债券融资将继续对社融构成支撑，但也其带来的供给压力较 8 月会有所抬升。央行中长期工具到期整体规模不小但是月内相对分散，可能需要进一步观察买断式逆回购和 MLF 的续作力度，判断央行态度。9 月信贷投放占全年比例通常处于较高水平，季末考核和信贷冲量可能会阶段性占用银行体系流动性，叠加非银回标、理财规模季节性回落等因素，对流动性造成扰动。但考虑到央行平衡性调控，“中性偏松”的政策底色没有变，因此大概率资金利率将保持低位震荡格局。进入 9 月之后，即使实质性利空依然不多，但是潜在的利空因素逐步叠加，短期债市走强动力不足。

【策略】

从盘面来看，各品种之中超长债配置力量相对更弱，叠加当前 TL 价格相对较高，多头进一步拉升动力偏弱，因此受交易盘操作行为影响更大，一旦环境转向不利或者受到冲击，交易盘更容易止盈或者反向做空，因此预计短期内将继续维持高位震荡，但大方向上仍建议以偏多思路对待。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

霍柔安
电话：010-84555194

邮箱
huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号
F03129173

投资咨询资格号
Z0020307

【目录】

一、 主要观点1

二、 周度复盘2

一、主要观点

行情回顾	本周国债期货市场尤其是超长端呈现连续下行的态势，上周债市反弹至新高后，因缺乏进一步上行的外部因素，债市出现技术性调整。	
影响因素	宏观基本面	1. 国家统计局表示，从同比看，全国 CPI 上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点，主要是受能源价格涨幅扩大影响。能源价格涨幅由上月的 0.6%扩大至本月的 4.1%，影响 CPI 同比上涨约 0.28 个百分点，对 CPI 的上拉影响比上月增加约 0.24 个百分点。其中，汽油价格上涨 9.3%，涨幅扩大 8.3 个百分点。 2. 海关总署 9 月 8 日发布数据显示，今年前 8 个月，我国货物贸易进出口总值 34.78 万亿元，同比增速继续上行至 17.6%，较前 7 个月加快 0.3 个百分点。
	资金面情况	本周，中国央行进行 85 亿元 7 天期逆回购操作和 5000 亿元买断式逆回购操作，因本周有 100 亿元 7 天期逆回购和 5000 亿元买断式逆回购到期，本周实现净回笼 15 亿元。此外，9 月 14 日至 9 月 17 日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标，每日操作量不超过 6000 亿元。
	政策面	1 美国财长贝森特首次扩大规模的国债回购操作中，购入的长期国债规模低于投资者预期，加剧了抛售潮，导致美长债收益率升至数年来高位。美国财政部周四回购了 51.87 亿美元 10 年至 20 年期国债，低于此前公布的 60 亿美元最高回购规模。 2 央行表示“十五五”时期，人民银行将持续健全基础货币投放机制，完善存款准备金制度，更加灵活精准开展公开市场操作，不断健全市场化利率形成、调控和传导机制，增强政策利率引导作用，引导短端货币市场利率围绕政策利率更加平稳运行。
主要观点	周初受特别国债注资银保消息影响，债市情绪偏强，但从去年经验看，注资消息发布后到特别国债发行存在三个月时滞，由此判断当前市场抢跑配置盘增持时间偏早。此后债市在上方强压力位下方连续回调。周五美联储公布了首次国债回购操作规模低于此前公布的 60 亿，因此加剧了抛售潮，导致美长债收益率升至数年来高位，推动 TL 主力合约下行至 MA20 下方。但考虑到国内外债市逻辑并不相同，因此仅为短期扰动。基本面方面，国内宏观状态总结为动能转换+K 型分化，对外需和新动能的依赖预计将成为常态。外需的支撑预计仍将持续较长时间。需要依赖财政政策，但目前仍未发现明显有力变化，托底政策逐步见效并不意味着内需端整体修复斜率重新陡峭化，因此宏观大概率不会出现太大的变化。资金面方面，整体上来看央行的货政操作意图或仍主要在于保证流动性充裕的前提下，避免债券市场下行出现自我强化、累积利率风险。9 月政府债供给、央行中长期资金到期和季末需求三个方面可能会给流动性带来扰动。后续政府债券融资将继续对社融构成支撑，但也其带来的供给压力较 8 月会有所抬升。央行中长期工具到期整体规模不小但是月内相对分散，可能需要进一步观察买断式逆回购和 MLF 的续作力度，判断央行态度。9 月信贷投放占全年比例通常处于较高水平，季末考核和信贷冲量可能会阶段性占用银行体系流动性，叠加非银回标、理财规模季节性回落等因素，对流动性造成扰动。但考虑到央行平衡性调控，“中性偏松”的政策底色没有变，因此大概率资金利率将保持低位震荡格局。进入 9 月之后，即使实质性利空依然不多，但是潜在的利空因素逐步叠加，短期债市走强动力不足。	
策略	从盘面来看，各品种之中超长债配置力量相对更弱，叠加当前 TL 价格相对较高，多头进一步拉升动力偏弱，因此受交易盘操作行为影响更大，一旦环境转向不利或者受到冲击，交易盘更容易止盈或者反向做空，因此预计短期内将继续维持高位震荡，但大方向上仍建议以偏多思路对待。	

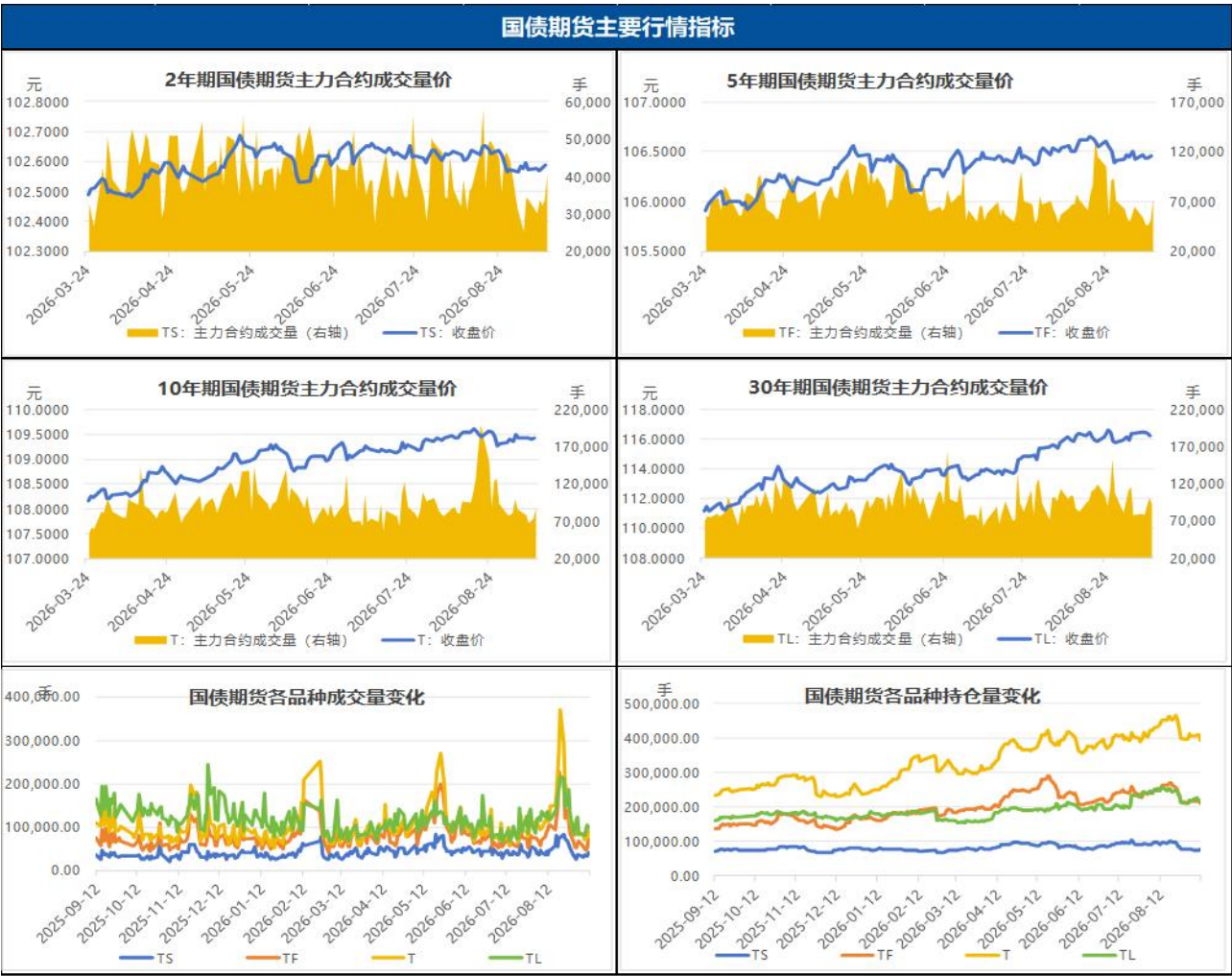
二、周度复盘

图 1. 国债期货周度行情汇总

合约	最新收盘价	周内涨跌幅	周成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
TS00.CFE	102.608	0.01%	799	-1272	0	-1370
TS01.CFE	102.57	0.00%	170278	16321	73745	954
TS02.CFE	102.554	-0.01%	2248	-1083	2228	-76
TF00.CFE	106.5	0.05%	254	-82	0	-7124
TF01.CFE	106.39	-0.04%	269470	-18025	204353	85
TF02.CFE	106.355	-0.04%	5769	268	5865	556
T00.CFE	109.495	0.02%	482	-1104	0	-3434
T01.CFE	109.35	-0.06%	379539	-46367	379108	-8358
T02.CFE	109.25	-0.08%	10001	505	14319	912
TL00.CFE	115.7	-0.37%	325	-962	0	-8842
TL01.CFE	116.05	-0.26%	439793	-40937	195090	6839
TL02.CFE	115.72	-0.30%	20344	305	19342	444

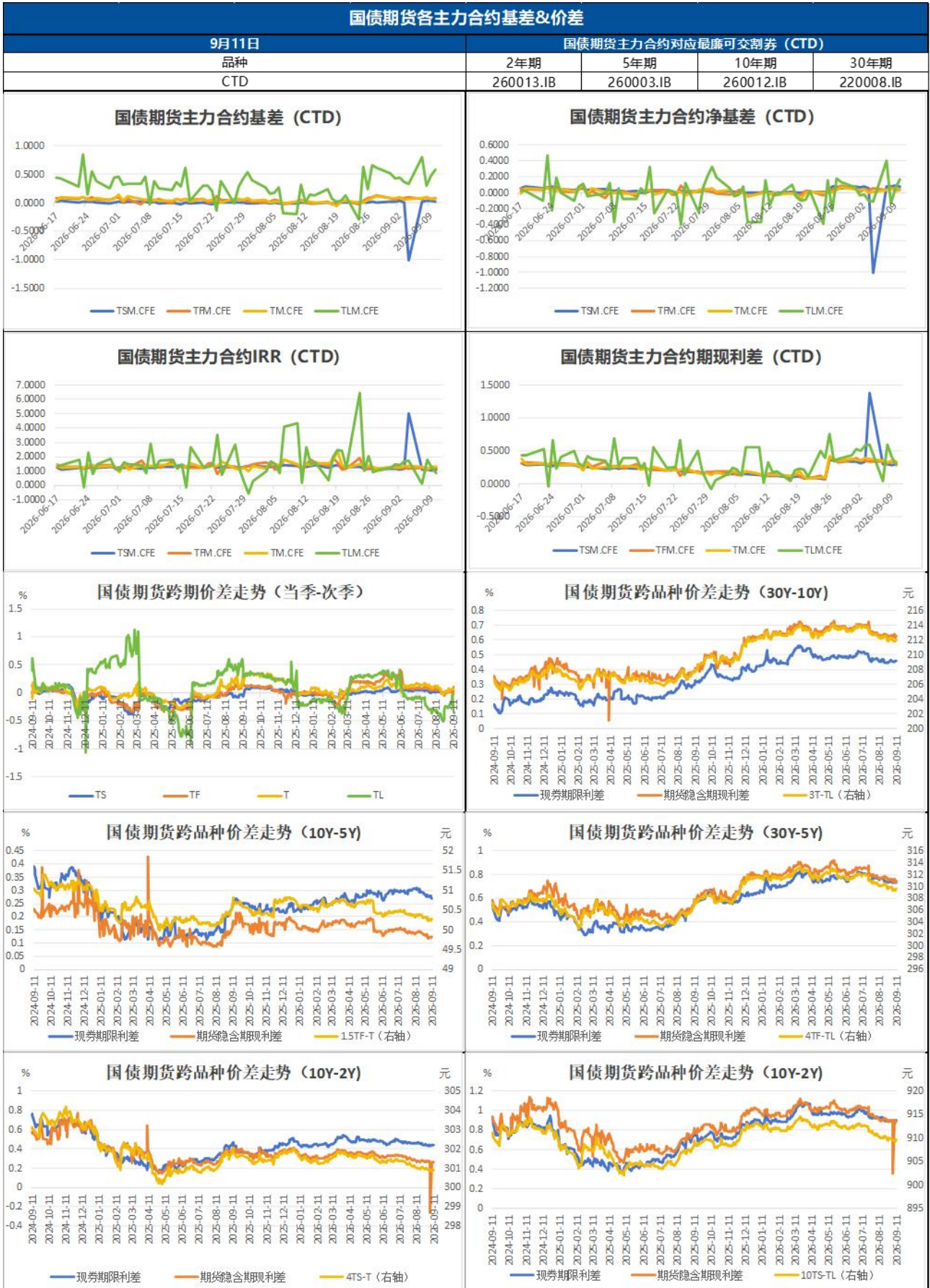
数据来源：Choice 、国元期货

图 2 国债期货主要行情指标



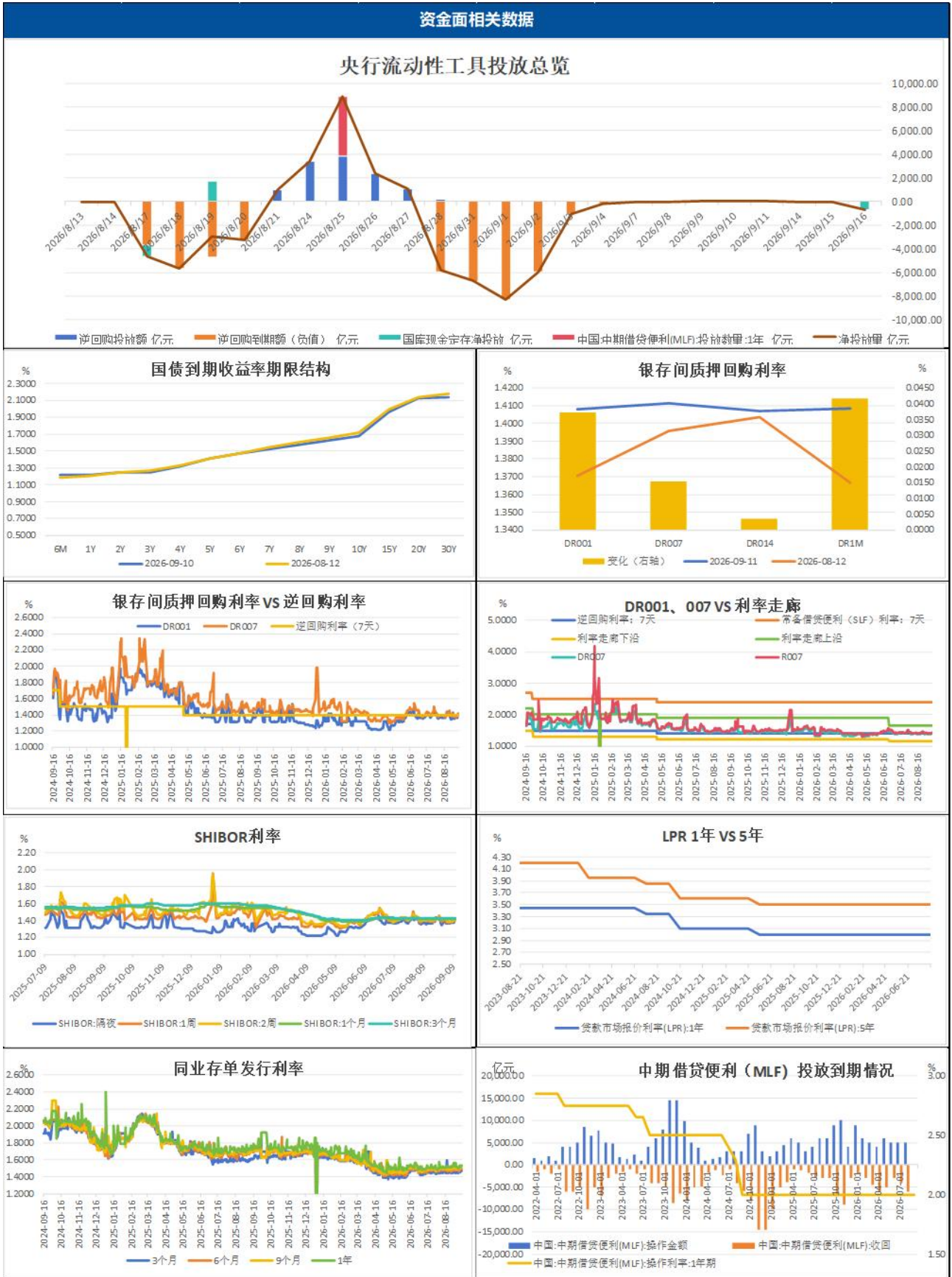
数据来源：Choice、国元期货

图 3. 国债期货主力合约基差&价差



数据来源: Choice、国元期货

图 4. 资金面相关数据



数据来源 Choice、国元期货

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555221