

M
A
R
K
E
T
R
E
S
E
A
R
C
H
R
E
P
O
R
T

市场研报



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

瑞达期货柳瑜萍

从业资格号：F0308127

咨询资格证号：

Z0012251

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：货币政策持续偏松 宽信用进程持续推进

内容提要：

8月疫情形势逐渐收敛，复工复产稳步推进，但7月在房地产下行压力叠加市场需求不足、高温天气、疫情反复等因素的扰动下，金融数据有所回落，经济数据也表明经济恢复基础尚待稳固。7月的经济数据中，基建投资和制造业投资是支撑项，预计8月基建投资将明显加速。目前国内经济偏弱恢复，短期内我国结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在。同时，美联储加息缩表进度加快，目前鲍威尔偏鹰派表态，预计在9月的议息会议连续加息75个基点的可能性仍存。美元指数升势较强，人民币再度贬值，但预计货币政策仍将“以我为主”。8月24日的国常会李克强总理强调，依法用好5000多亿元专项债地方存结限额，10月底发行完毕。本年度专项债余额在7月底基本用完，预计三季度发力重点可能还在政策性金融债等“准财政”政策。总体看来，央行对结构性通胀压力的担忧和关注度有所上升，但缺乏需求端支撑的通胀难以促成政策收紧。尽管海外货币政策面临进一步收紧压力，但经济基本面的韧性对汇率的支撑仍较强，预计9月资金面或继续处于宽松状态。不过随着5年期LPR调降，宽信用政策将会引导资金利率向政策利率靠拢，驱动资金脱虚向实，上行斜率放缓。后续市场的关注点仍是宽信用和稳增长。同时，需关注接下来中央对货币政策的定调，以及宽信用和稳增长效果，经济好转后不排除四季度后期利率上行的可能性。

在以上背景下，9月10年期国债收益率维持低位的概率较高，目标位在2.60%-2.70%区间，全年利率中枢在2.75%附近。目前10年期国债收益率在2.63%一线，短期仍将处于低位。操作上，近期期债主力合约受降息利好，突破前高，短期建议投资者宜以轻仓为主，注意逢高止盈，长线建议逢低做多，预计货币政策有进一步宽松的空间，因宽信用预期升温导致的调整是加仓长线的机会。重点关注四季度的经济复苏情况。中短线操作时，T2212可采取高卖低买操作，在101.35以下适当布局多单，在101.70以上适当布局空单，盈亏比设置在2:1。

策略方案：

	操作策略
操作品种合约	T2212
操作方向	区间操作
入场点位	101.35 以下多单，101.70 以上空单
盈亏比	2:1
出场点位	多单 101.75 附近，空单 101.30 附近

风险提示:

经济修复不如预期；货币政策超预期调整；流动性超预期变化。

一、8月国债期货行情回顾

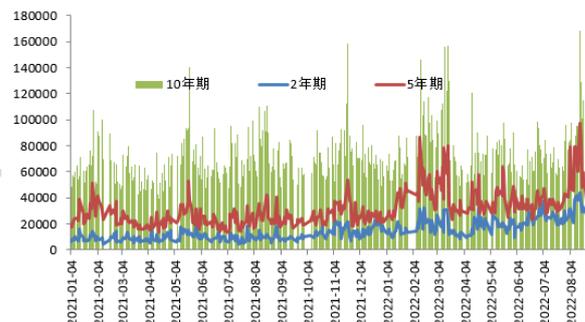
全球通胀仍居高位。8月央行发布的二季度货币政策执行报告对国内外经济的判断仍相对谨慎，在国内基本面修复偏慢、就业压力偏大的情况下，货币政策仍有必要保持宽松。截止8月29日收盘，十债主力报101.170，月度下降0.05%，所有合约共成交70.30万手，环比增加17.95万手，日均持仓量增加20.18%至6.48万手；五债主力报101.870，月度上涨0.07%，所有合约成交量增加43.29万手至119.56万手，日均持仓量增加22.02%至13.53万手；二债主力报101.480，月度上涨0.43%，所有合约成交量增加45.99万手至191.58万手，日均持仓量增加8.1%至21.42万手。从价差上看，8月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力有所下降、十年期国债期货主力与二年期国债期货主力价差有所上升。

图1：三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

图3：国债期货持仓量

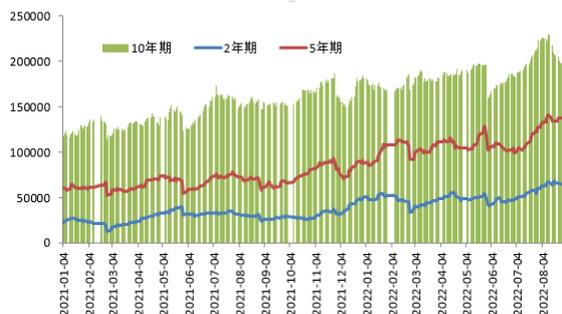
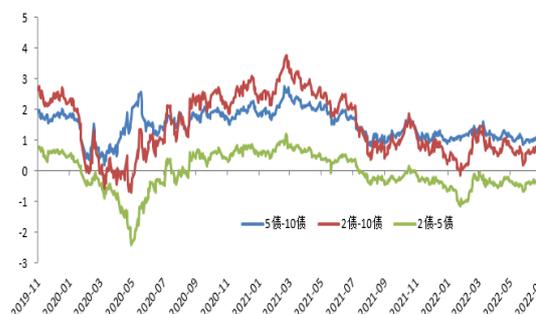


图4：国债期货主力之间的价差



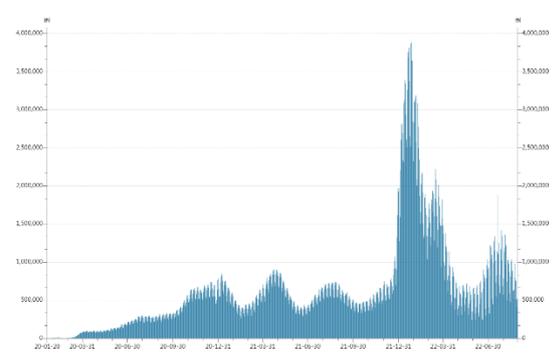
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

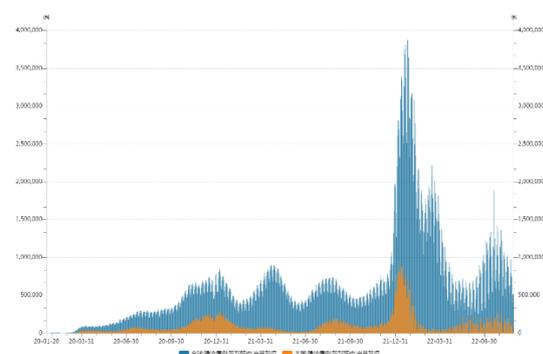
8 月以来疫情多点散发，我国经济环境内部不确定性仍存；俄乌冲突持续化，原油价格高位运行，海外通胀压力不减；海外主要发达经济体货币政策调整的影响逐步显现，全球经济下行压力显现。国内经济发展恢复趋缓，结构性通胀压力有所上行。相较于一季度，二季度执行报告不再强调“三重压力”，但国内经济恢复基础尚需稳固，稳经济还需付出艰苦努力，央行更加强调质效、要求“抓好政策措施落实”。综合疫情冲击、供应链恢复进度、通胀持续时间、房地产下行压力以及各国央行收紧货币政策等负面影响因素，今年全球经济下行压力增大。

图 5：全球日新增确诊数据



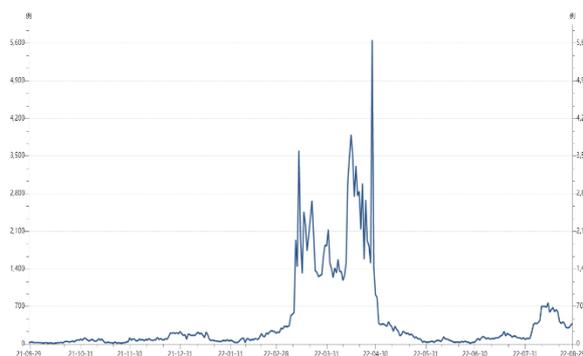
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国疫情数据



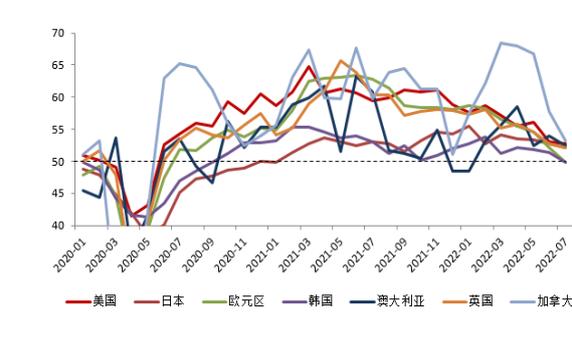
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：国内疫情拐点确认



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

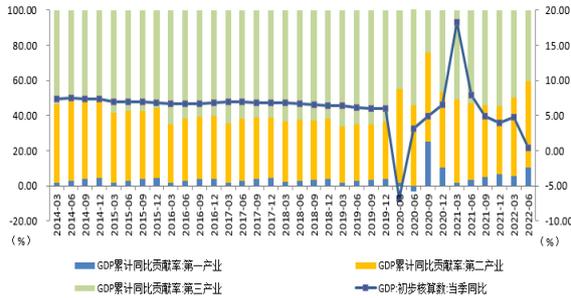
图 8：世界主要国家制造业 PMI 好坏不一



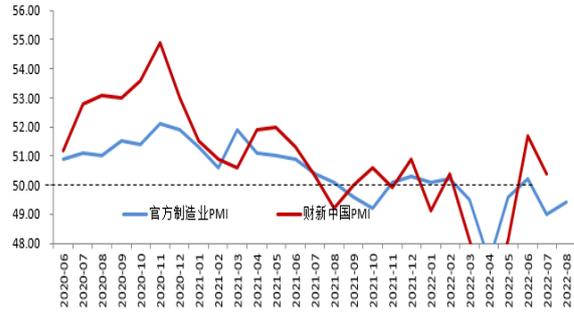
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国二季度 GDP 同比有所回落

图 10：8 月中国制造业 PMI 回升



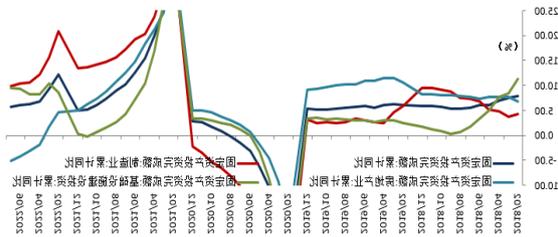
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：中国固定资产投资累计同比下滑

图 12：中国社会消费品零售销售数据疲弱



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

疫后稳增长、稳市场主体、保就业各项政策短时间内加速落地，助力中国经济“爬雪山、过草地”。根据统计局公布的二季度主要经济数据显示，二季度 GDP 增长为 292,464 亿元，同比增长 0.4%，名义增长 3.9%，上半年经济增速为 2.5%。相较于一季度同比增速 4.8%而言大幅下行，低于市场预期。整体看，二季度经济运行受到疫情管控的影响较大，疫势蔓延的不确定性加剧国内经济形势的复杂性。分项来看，房地产与消费是主要拖累项，基建投资有明显增长，制造业投资则维持相对平稳，出口依然保持较高水平的增长。投资方面，今年以来，投资对于经济发展的支撑作用更为显著。直至七月，固定资产投资同比增长 5.7%，涨幅小幅放缓。结构上看，高新技术制造业带动整体制造业投资持续上涨，七月基建投资增长 7.4%，高于六月的 7.1%，延续上涨态势，政策因素带动较为明显，但需要注意的是，新一轮疫情反复和极端高温天气将对基建施工进度产生拖累，而房地产行业延续疲弱态势，多数指标降幅延续扩大趋势。在经济下行压力大的前提下，后续将继续大概率因城施策。

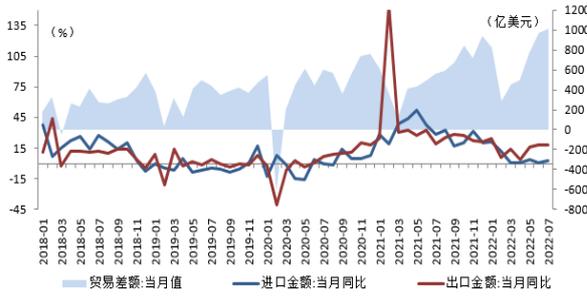
贸易方面，7月份中国外贸进出口5646.6亿美元，同比增长11%。其中，出口3329.6亿美元，增长18%；进口2317亿美元，增长2.3%；贸易顺差1012.6亿美元，再创新高，同比扩大81.5%。我国7月份出口增速加快，进口增速放缓，出口增速大幅超过市场预期。随着疫情逐步好转、复工复产持续推进以及稳外贸政策的不断落实，但海外经济景气度降低，需求相应下降，下半年出口同比增速或呈放缓趋势。进口延续价涨量跌的特征，当前我国经济内生需求依然较为疲弱，因而下半年大宗商品价格回落或将拖累进口增速。

工业上，七月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.8%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长0.38%。一至七月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%。整体来说，房地产疲软叠加疫情反复拖累下，工业增加值同比增速有所回落，整体水平维持在近两年以来的低点。消费方面，七月社会消费品零售总额同比增长2.7%，较六月增速回落0.4个百分点。分大类来看，七月商品零售同比增长3.2%，增速回落0.7个百分点；餐饮收入同比下降1.5%，降幅收窄2.5个百分点。二季度以来，疫情反复再度对消费形成限制，其中对餐饮收入的抑制有所减弱，但仍较为显著。总体来看，7月经济数据有所下滑，从消费、出口和投资这三方面来看，房地产投资对经济形成明显拖累，消费延续疲弱，而基建投资、制造业投资成为支撑项，出口保持高增。目前来看，疫情逐步控制后，经济最坏的时刻或将过去，但后续经济的修复需要政策发力。

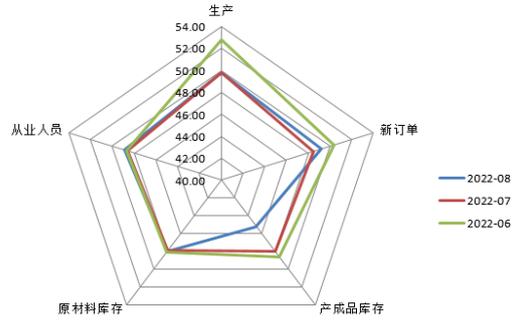
从领先指标看，8月份PMI指数小幅提高，表明支持经济回升的力量开始趋强，但指数水平仍处荣枯线以下，表明长期蓄积的经济下行压力仍不可低估。从分项来看，订单类指数有所回升，表明市场需求开始回暖；采购量、进口量、价格类等指数回升，表明企业生产展现恢复态势，对未来的预期开始转好。下阶段，加大宏观政策调节，加快落实已经确定的政策，控住疫情，稳住经济，保证发展安全，最大限度减少疫情对经济运行的不利影响，确保经济运行在合理区间。后续市场关注重点在宽信用的推进和经济基本面的恢复，乐观情况下经济有望在四季度企稳。

图 13：中国进出口数据

图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



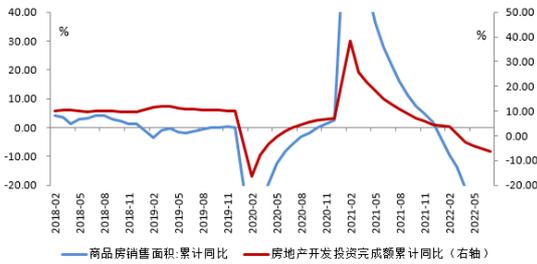
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



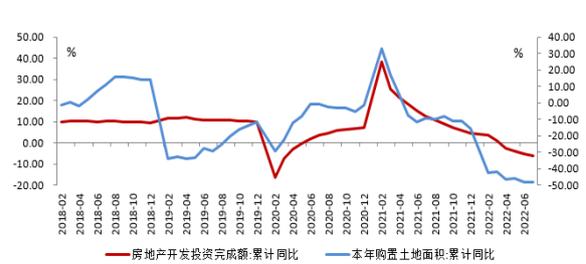
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 15: 商品房销售面积与房地产开发投资同比

图 16: 房地产开发投资与土地购置面积



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



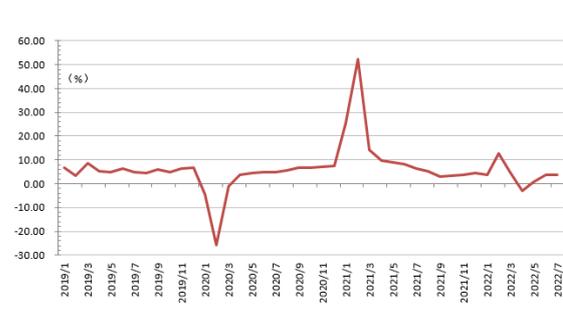
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 17: 工业企业利润累计同比 (%)

图 18: 规模以上工业企业增加值增速



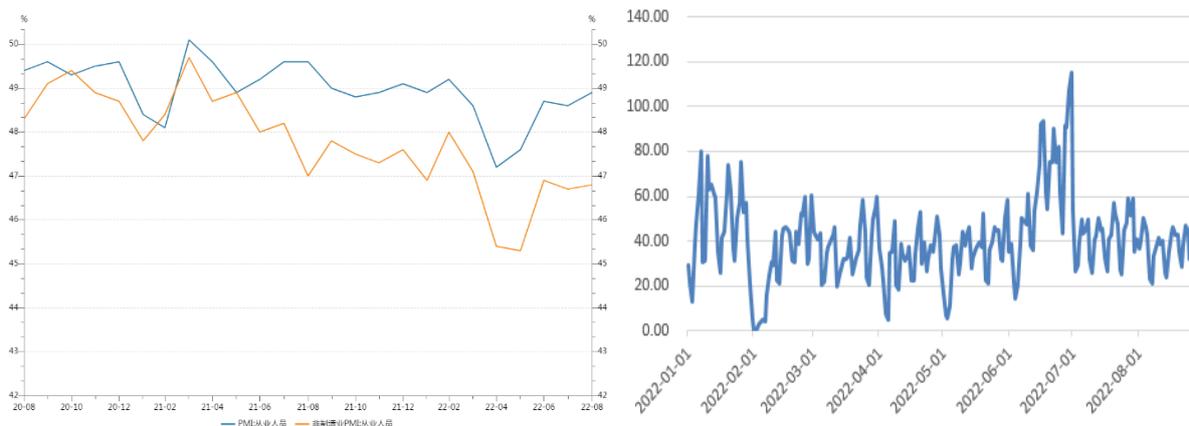
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 19: PMI 从业人员分项

图 20: 30 中大城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

在猪肉价格的持续抬升下，我国通胀水平有所升温，已逐步接近 3% 的政策目标线。数据显示，7 月 CPI 同比上升 2.7%，较上月上升 0.2 个百分点；环比由持平转为上涨 0.5%。

CPI 方面，7 月 CPI 环比上涨 0.5%，同比上涨 2.7%，均较上月进一步加速，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上升 0.8%，较上月下降 0.2%。7 月 PPI 同比上涨 4.2%，涨幅较上月回落 1.9 个百分点；环比下降 1.3% 由平转降，主要是受整体食品项价格上涨而推动。其中，猪价、菜价涨幅最为明显，带动 CPI 向此前《政府工作报告》中所预期的 3% 临界线靠近。

PPI 方面，中国 7 月 PPI 同比上涨 4.2%，相较 6 月 6.1% 的涨幅有所回落。其中生活资料价格同比上涨 1.7%，与上个月持平，而生产资料价格同比上升 5.0%，有明显回落趋势。其中在生活资料中食品的工业生产者价格或受农产品价格上涨的影响，同比增长来到 3.7%，而衣着和日用品或因疫情高峰后的回场消费及夏季旅游高峰等影响，同比分别上涨了 2.1% 及 1.5%。而原油、有色金属等大宗商品价格的回落也使得国内众多相关行业受到影响，石油和天然气开采业价格环比下降 1.3%，有色金属矿采业价格环比下降 2.6%，有色金属冶炼加工业价格环比下降 6.0%，化学原料和制品制造业价格环比下降 2.1%。7 月份生活资料价格环比仍延续正增趋势长，而生产资料价格环比降幅进一步扩大；从同比增速剪刀差来看，生产资料与生活资料价格剪刀差进一步缩窄 2.5 个百分点至 3.3%，已连续 10 个月维持缩窄。后续在“促消费”的目标下，需求料将逐步回升。

在全球经济放缓的情况下，国际及国内的大宗商品价格皆承压下行。在 OPEC 原油增产未达预期的背景下，7 月布伦特油价格一路受挫下行，同时先前煤炭需求增加的趋势放缓，与能源相关的燃料、动力类购进价格环比下跌 0.2% 呈放缓趋势，同时煤炭及石油开采业出厂价格增速也均

有下降。而在“断供”事件后，国内对房地产行业的政策重心从稳增长转至“保交楼”。在市场情绪萎靡且消费者对房地产行业信心下降的情况下，地产投资势头进一步减弱，从而也影响了工业品材料的需求。黑色金属材料的购进价格同比下降 7.8%，且黑色金属矿采选业，冶炼和压延加工业出厂价格均受到负面影响。

在未来全球各大经济或将逐步下行甚至进入衰退，且各国央行纷纷收紧货币政策的情况下，国际大宗商品价格在需求承压的影响下或将继续下行，与能源燃料开采的相关价格也将继续受到影响。而国内疫情高峰后的消费回补也难以持续，同时市场上的供需不平衡难以在短时间内改变难度较大，生活资料中的衣着、一般日用品、及耐用消费品价格或将慢慢回落，而总体 PPI 数据或将继续放缓增速且进一步缩短与 CPI 数据的剪刀差。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：PPI 分项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

三、货币政策分析

8 月 10 日，央行发布 2 季度货币政策执行报告。在本次报告中，央行明确指出外部压力加大，内需仍不稳固。因此，预期货币政策的主基调依然以宽松为主。另外，本次货币政策执行报告再次强调了总理在世界经济论坛中“不超发货币”的态度，并提及了目前国内结构性通胀压力。在疫情反复以及房地产风险加大的宏观基本面下，内需复苏进程或一波三折，由于经济基本面修复的确定性信号仍未出现，虽然结构性通胀压力存在，但货币政策预计较难收紧。

与央行一季度报告相比，本次二季度报告中对外围经济局势的判断是，经济增速的不确定性以及增长阻力均存在上升趋势，央行明确指出世界经济增长动能已经弱化，通胀高企的局势给美国为首的发达经济体增加货币政策实施的困难。海外发达经济体景气度延续回落趋势，经济衰退预期占据主导情绪。同时，央行也指出了国内消费、投资复苏面临的问题和挑战，内需修复的矛盾依然严

峻，强调还需要付出“艰苦努力”来稳定经济增长。而海外经济体增速回落必然引发未来外需的收缩，对于我国以贸易拉动的 GDP 增长部分形成负向影响，综合内外环境来看，我国货币政策仍需以“宽松”为主基调，然宽松基调下更强调货币政策的“性价比”。央行本次货币政策报告中多次强调了“不大水满贯”以及“不超发货币”，延续了李克强总理在世界经济论坛中提出的“不超发货币”的态度。本次央行反复提及“不超发”货币说明政策面上已经关注到流动性增速与经济增速的不匹配状况。然而，央行本次二季度报告中货币政策部分删除了“保持货币供应量同名义经济增速基本匹配”，这或一定程度上意味着货币供应量短期高于名义 GDP 增速的情景可以被接受，结合目前偏弱的宏观基本面，需要充裕的流动性稳定当前的经济增长。二季度以来资金利率持续下行维持极低水平，且 7 月以来央行逆回购操作每日规模缩至 20 亿-50 亿，从量价关系方面都充分论证了央行认为目前市场流动性已经充裕。虽然在流动性方面，央行删去了“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，但是这主要是基于目前 DR007 所代表的资金利率已明显偏离政策利率的考虑，短期内难以实现回归，但我们仍维持未来资金利率将逐步向政策利率收敛的看法不变。同时，央行在此次货币政策报告中提高对通胀的重视，提示要警惕结构性通胀压力，我们认为后续不应期待过于宽松的货币政策，预计未来货币政策会引导资金利率向政策利率靠拢，但收敛斜率放缓。央行二季度报告中亦提出，2010 年以来伴随着城镇化步伐加快、经济结构转型和稳增长、调结构政策推动，国内信贷结构呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，特别是 2019 年以来信贷结构明显改善。随着房地产周期的放缓，过去支撑信贷总量的基建以及房地产项目的需求逐步呈现弱化，央行特别指出“信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落。”然而我们从中长期看，结合当前政策基调，我国信贷增长未来将更加重视总量稳、结构优，绿色投资、“两新一重”等新动能对信贷增长提供支撑，加速信贷资源持续向政策重点以及薄弱环节倾斜，促进经济结构性转型同步得到优化，使得金融对实体经济的帮扶性增长的质量得到有效提升。

从央行的《2022 年第二季度中国货币政策执行报告》可以看出，针对目前经济和政治背景，央行在表述上相较今年一季度，做出了诸多调整。总体而言，国内经济逐渐恢复，货币政策力度合理适度，保持物价总体稳定的情况下，通胀对货币还未形成掣肘，预计短期货币政策没有收紧风险。全年 CPI 平均涨幅在 3%左右的预期目标有望实现，但预计下半年 CPI 涨幅延续温和上行趋势，一些月份 CPI 同比涨幅可能阶段性突破 3%，PPI 涨幅年内大体延续下行态势。

8月22日，央行公布最新LPR报价非对称下调：1年期LPR由3.70%下调为3.65%，下调5个基点；5年期以上品种由4.45%下调为4.30%，下调15个基点，有利于释放中长期贷款需求。此次LPR的非对称式调降的原因有：第一，在8月MLF利率下调的基础上，当月LPR报价如期下行。而推动LPR利率下降，也是我国政府稳定企业信贷与居民购房意愿的政策手段；第二，此次调整为非对称下调，尤其是，1年期LPR下调幅度不及市场预期的10BP，而与房贷挂钩的5年期以上LPR下调幅度则超出10BP的预期。当前1年期LPR水平已相对偏低，较小幅度的下降可避免企业使用贷款资金套利导致资金无法有效流向实体，从而降低货币政策实施效果，若大幅下调，可能会加大资金空转风险。而5年期以上LPR的更大降幅表明了定向支持楼市和促进经济稳增长是当前政策性降息的重点，扭转市场对经济和地产的偏弱预期和推动地产市场逐渐回暖成为提振宏观经济需求的关键。在当前房地产市场较为疲弱的背景下，5年期以上LPR仍有继续下调的空间存在。

8月19日，李克强主持召开国务院常务会议，部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施，加大金融支持实体经济力度；当日，住建部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。预计8月信贷有所复苏，但出现大幅好转的可能性不大，9月市场将可能出现明显提振。

国务院总理李克强8月24日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础：决定增加政策性开发性金融工具额度和依法用好专项债结存限额，再次增发农资补贴和支持发电企业发债融资；确定缓缴一批行政事业性收费和支持民营企业发展的举措，保市场主体保就业；决定向地方派出稳住经济大盘督导和服务工作组，促进政策加快落实；部署进一步做好抗旱救灾工作，强化财力物力支持。

综上所述，在8月国内疫情逐步控制，复工复产稳步推进的情况下，根据央行报告中的内容，可以判断9月的政策将更有针对性，并将内外兼顾，考虑各方面影响。因此短期出台增量级别的货币政策可能性不大，但资金面宽松料将延续。加上5年期LPR的调降，有利于刺激实体中长期融资需求。同时国务院常务会议强调了稳增长，后续货币政策预计主要依靠结构性工具发力。考虑到7、8月受到高温天气扰动和部分地区限电的影响，复工复产尚需时间，经济修复趋缓，货币政策短期快速转向的概率较低。疫情影响和海外央行流动性收紧的背景下货币政策的改变将会更加谨慎，预计年内货币政策将延续宽松，但需要警惕边际收紧趋势，后续需关注中央对下阶段货币政策的定调。

四、资金面分析

从8月12日公布的金融数据中我们可以看到7月社融数据整体表现为总量少、结构弱，资金脱实向虚的特征较为明显。7月信贷总量出现大幅回落，结构上，票据融资冲量现象明显，表明实体融资需求持续性偏弱，经济内生动能不足。

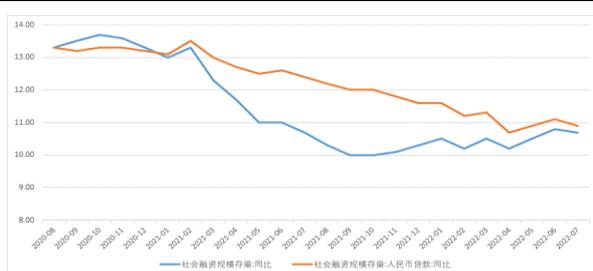
社融总量上，7月社融同比大幅少增，新增社融7561亿元，大幅低于预期1.39万亿元，新增社融同比少增3191亿元。社融存量增速为10.7%，较上月回落0.1个百分点。7月新增人民币贷款4088亿元，同比少增4303亿元；企业债券净融资734亿元，同比少增2357亿元，居民以及企业贷款同比显著回落或是新增社融低于预期的主要原因。结构上，新增政府债仍是当前社融主要支撑项。新增社融大幅走低主要与7月份居民贷款以及企业贷款量能双双回落相关。分项来看，直接融资同比少增1858亿元，其中企业债券净融资734亿元，同比少增1858亿元；股票融资1437亿元，同比多增499亿元。

在信贷方面具体来看，7月份人民币贷款余额207.03万亿元，同比增长11%，较6月同比增速下降0.2个百分点；人民币贷款增加6790亿元，环比少增21310亿元，同比少增4042亿元。7月新增企业贷款2877亿元，同比少增1457亿元，其中，短期贷款减少3546亿元，中长期贷款增加3459亿元，票据融资增加3136亿元，短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多减969亿元、少增1478亿元、多增1365亿元。企业短期和中长期贷款双双回落，票据融资冲量再现，反映了当前企业投资意愿低迷，实体经济需求不振，经济修复基础尚不稳固。居民贷款方面，7月居民贷款增加1217亿元，同比少增2842亿元。其中居民短贷减少269亿元，同比多减354亿元，受到疫情扰动和就业压力增大，居民消费需求不振，从数据上来看，7月服务业PMI为52.8，较上月下滑1.5个百分点。居民中长期贷款增加1486亿元，同比少增2488亿元，消费者预期收入下降和储蓄意愿的增强导致居民需求疲弱，同时地产风险事件导致居民对购房积极性受到扰动，从而导致居民中长期贷款下降。下半年，政策将持续发力稳定房地产市场，改善居民购房需求。

M2增速维持高位，M1小幅上涨，M2-M1剪刀差收窄。7月M2同比增长12.0%，增速较上月末提高0.6个百分点，续创6年以来新高。财政支出力度持续加大，本月财政存款同比减少1145亿元，连续5个月同比减少，阶段性提升银行体系存款，提振M2上行。此外，疫情反复打击居民消费，叠加增收就业压力较大，总体居民消费支出减少、储蓄意愿增加，也支撑着M2增速提高。但需要注意的是，M2社融的缺口在7月已经达到1.3个百分点，处于历史高位，反映融资需求与货币供应

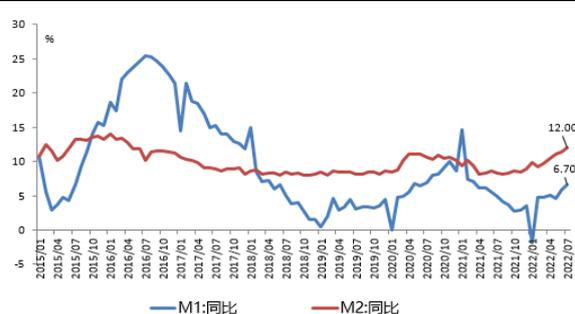
之间已有一定差距，居民与企业更愿意持有货币而不进行投资和支出，不利于流动性循环，也不利于整体经济复苏，需求不足的问题较为严峻。7月末M1同比增长6.7%，增速较上月大幅提高0.9个百分点，主要是活期存款提振。国家加快增值税留抵退税进度和企业减少资本开支，一定程度上也有利于短期改善企业现金流。本月M2-M1剪刀差较6月剪刀差收窄0.3个百分点至5.3%，仍然在较高水平，反映出了在留抵退税、宽货币等政策的支持下，实体经济活力现金流总体改善、经济仍在持续修复。

图 23：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 24：货币供应量 M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

8月15日公布的MLF利率和逆回购利率均超预期下调10个基点，分别降至2.75%和2.0%，主要原因是近期经济修复偏弱和宽信用行程推进缓慢，同时表明了稳增长仍是我国货币政策的主要方向，短期内市场流动性将延续充裕，利好实体经济和支柱性产业，信贷增长也值得期待。同时，MLF缩量续作也进一步释放了未来资金利率将逐步向政策利率收敛的信号，目前资金面宽松状态较充分且逆回购到期量较少，央行通过缩量MLF操作或表明了加大回笼资金的意图。

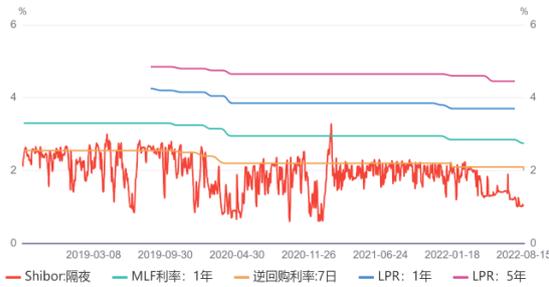
货币市场资金面延续宽松，1年及以上期限国债到期收益率下行。截至8月29日，隔夜银行间质押式回购利率较7月29日下降5.04bp，7天期、14天期、21天期分别下降1.7bp、上升12.84bp、上升9.23bp，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别较4月29日下降5.39bp、7.23bp、10.44bp、11.43bp和11.65bp。

在资金需求方面，政府债券净融资3988亿元，同比多增2178亿元，支撑力度较上月大幅减弱。由于新增专项发行进度接近尾声，因此预计国债将成为8月政府债券融资主要来源。数据上看，7月国债净融资规模3940亿元，而地方政府专项债净融资规模-752亿元。

目前政策可用的工具除了专项债限额外，还有8000亿元政策性银行新增信贷额度以及3000亿元政策性开发性金融工具，这将为下半年基建投资的发力提供保障。进入7月以后，基建投资迎来

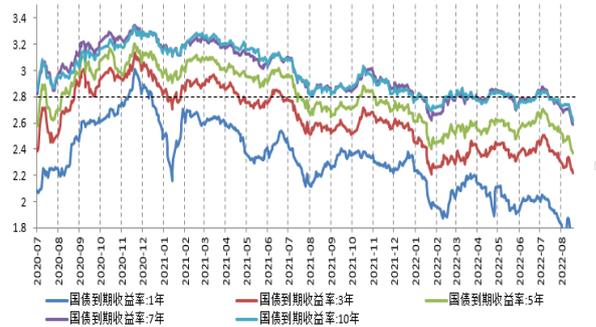
拐点,其原因除了政策性金融工具的支持外,更多在于专项债资金支持项目逐步形成了实物工作量,预计8月份基建投资还将延续增长态势。

图 25: MLF、OMO 超预期降息



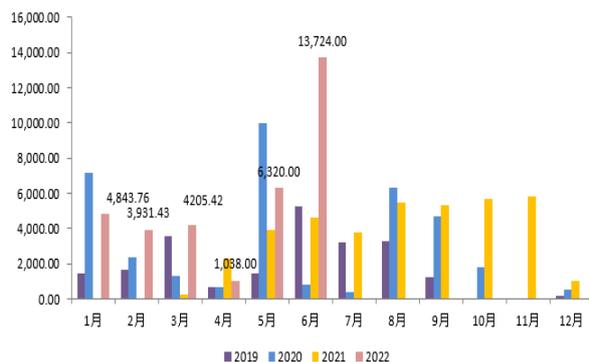
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 26: 中证主要期限国债到期收益率整体走低



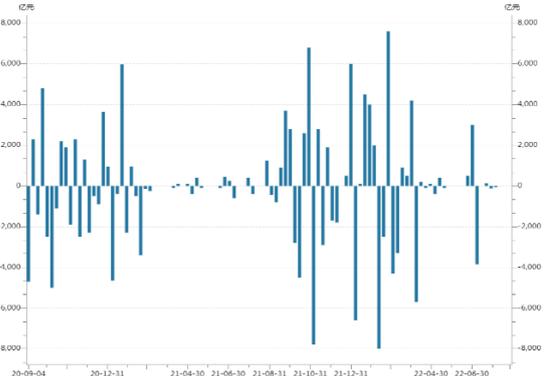
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 27: 地方新增专项债发行数据



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院, 数据截至 3 月 29 日。

图 28: 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, 仅含正逆回购及央票。

五、汇率分析

8月中旬开始人民币兑美元汇率持续走低,月末贬值压力再度上行,目前处在 6.90 附近,一度失守 6.92 关口。此次跌落的主要有以下两个原因,一是国内为稳固经济和推进宽信用进程,进一步降息,同时美元继续被动升值,美联储加速紧缩情况下美元指数上行,使人民币承受对美元的双边贬值压力;二是 8 月 26 日美联储鲍威尔鹰派发言表明美国抗通胀的决心,对加息态度强硬,市场对 9 月美联储将持续激进加息的预期迅速升温。

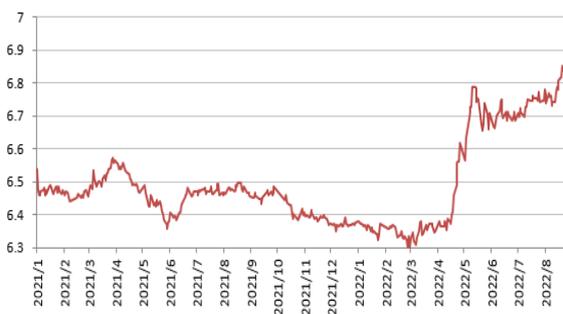
国家外汇管理局统计数据显示,2022 年 7 月,银行结售汇方面,银行结汇 2203 亿美元,售汇

2212 亿美元。结售汇逆差 8 亿美元。2022 年 1-7 月，银行累计结汇 15492 亿美元，累计售汇 14649 亿美元，累计结售汇顺差 843 亿美元。银行代客涉外收入方面，银行代客涉外收入 5143 亿美元，对外付款 5255 亿美元，涉外收付款逆差 112 亿美元。2022 年 1-7 月，银行代客累计涉外收入 36743 亿美元，累计对外付款 36021 亿美元，累计涉外收付款顺差 722 亿美元。

另外，从 7 月的银行代客涉外收支和结售汇数据可注意到，国内主要外汇供求关系的银行即远期结售汇顺差增加，结汇率和售汇率差值进一步改善。7 月受分红派息等季节性因素影响，企业、个人等非银行部门涉外收支呈现小幅逆差，属于在平衡区间内的正常波动。今年以来，经常账户相关涉外收支和结售汇顺差均处于近年来高位，是我国重要的外汇资金来源渠道。其中，货物贸易表现出较强韧性，7 月货物贸易涉外收支顺差 421 亿美元，体现了我国产业链供应链的相对优势以及近年来转型升级成效。

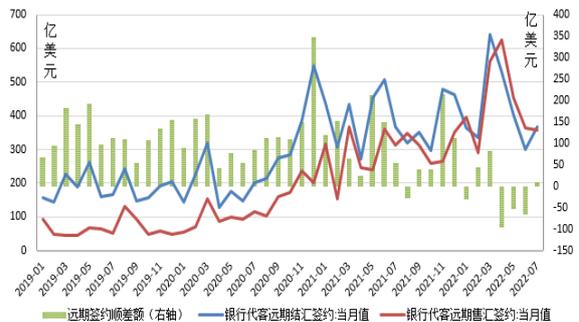
展望 9 月，美联储持续收紧货币政策的预期强化，美元指数有可能在未来 1-2 个月继续上升，同时，在国内降息未结束、去库存压力未出清之前，人民币汇率仍将维持弱势，但在降息周期结束后汇率恐不会积累尚未释放的调整压力。人民币最主要的贬值压力来自于外部，预计人民币汇率短期仍存在贬值压力。国内货币政策更多坚持“以我为主”，同时也将“内外兼顾”，汇率问题将是后续国内货币政策的影响因素之一。

图 29：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

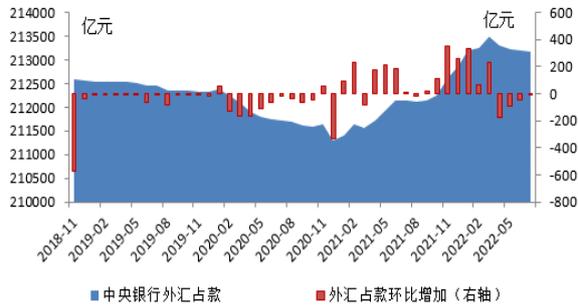
图 30：银行代客远期结售汇签约金额



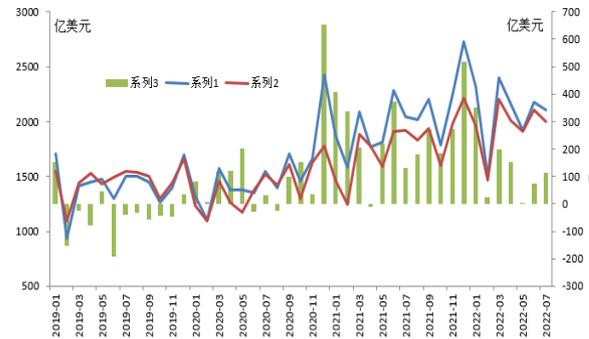
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 31：外汇占款及变动额

图 32：银行代客结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、9 月期债投资建议

8 月疫情形势逐渐收敛，复工复产稳步推进，但 7 月在房地产下行压力叠加市场需求不足、高温天气、疫情反复等因素的扰动下，金融数据有所回落，经济数据也表明经济恢复基础尚待稳固。7 月的经济数据中，基建投资和制造业投资是支撑项，预计 8 月基建投资将明显加速。目前国内经济偏弱恢复，短期内我国结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在。同时，美联储加息缩表进度加快，目前鲍威尔偏鹰派表态，预计在 9 月的议息会议连续加息 75 个基点的可能性仍存。美元指数升势较强，人民币再度贬值，但预计货币政策仍将“以我为主”。8 月 24 日的国常会李克强总理强调，依法用好 5000 多亿元专项债地方存结限额，10 月底发行完毕。本年度专项债余额在 7 月底基本用完，预计三季度发力重点可能还在政策性金融债等“准财政”政策。总体来看，央行对结构性通胀压力的担忧和关注度有所上升，但缺乏需求端支撑的通胀难以促成政策收紧。尽管海外货币政策面临进一步收紧压力，但经济基本面的韧性对汇率的支撑仍较强，预计 9 月资金面或继续处于宽松状态。不过随着 5 年期 LPR 调降，宽信用政策将会引导资金利率向政策利率靠拢，驱动资金脱虚向实，上行斜率放缓。后续市场的关注点仍是宽信用和稳增长。同时，需关注接下来中央对货币政策的定调，以及宽信用和稳增长效果，经济好转后不排除四季度后期利率上行的可能性。

在以上背景下，9 月 10 年期国债收益率维持低位的概率较高，目标位在 2.60%-2.70% 区间，全年利率中枢在 2.75% 附近。目前 10 年期国债收益率在 2.63% 一线，短期仍将处于低位。操作上，近期期债主力合约受降息利好，突破前高，短期建议投资者宜以轻仓为主，注意逢高止盈，长线建议逢低做多，预计货币政策有进一步宽松的空间，因宽信用预期升温导致的调整是加仓长线的机会。重点关注四季度的经济复苏情况。中短线操作时，T2212 可采取高卖低买操作，在 101.35 以下适当

布局多单，在 101.70 以上适当布局空单，盈亏比设置在 2:1。

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。