

货币方向未改 国债期货仍存上行空间

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 七月以来，市场氛围有所反转，国债期货探底回升。近期影响债市的主要因素有两个，分别是央行逆回购投放引发的货币转向的担忧以及市场对于经济修复进程的预期。进入7月份后，流动性供给充足叠加信贷需求仍偏弱，资金面持续偏松，隔夜资金利率盘中一度低于1%。市场对资金面预期持续宽松。
- ◆ 受疫情冲击影响，二季度GDP同比增长0.4%，较一季度下行4.4pct；季调后环比-2.6%，较一季度下行4pct。其中4月为疫情冲击高峰，总体受影响程度小于2020年一季度；5月后经济进入二次疫后修复阶段。月经济修复明显提速，出口、基建和制造业投资成为疫后修复的主要拉动，而房地产投资跌幅进一步扩张。
- ◆ 社融融资继续上行 6月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳、也给社会融资总量带来积极的影响。6月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。
- ◆ CPI同比增速受翘尾因素影响上行，新涨价因素与前值持平。PPI由上月上涨0.1%转为持平。其中生产资料由升转降，生活资料涨幅维持不变。6月，国际原油高位震荡，而国内石化相关行业价格仍在上涨。
- ◆ 近期央行逆回购操作在30亿元、70亿元、120亿元、50亿元、20亿元之间灵活切换，后续财政支出、再贷款等仍形成基础货币投放，信贷需求仍偏弱，短期内资金面仍维持偏松格局。
- ◆ 上半年，国内经济下行压力进一步加大的背景下，专项债发行规模创历史新高且发行节奏明显前置。
- ◆ 北京时间7月28日凌晨2点，美联储宣布将联邦基金利率目标区间由1.50%-1.75%上调75个基点至2.25%-2.50%。本次FOMC会议决定加息75BP，符合市场预期。7、8月的通胀数据可能较6月份有所下滑，这意味着通胀可能在未来一、两个月见顶，9月份的美联储议息会议加息幅度可能会下降。

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：T339455

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

七月以来，市场氛围有所反转，国债期货探底回升。近期影响债市的主要因素有两个，分别是央行逆回购投放引发的货币转向的担忧以及市场对于经济修复进程的预期。从基本面看，受疫情影响，经济下行压力增大，后续稳增长货币政策仍有加大力度可能。

图 1. 国债期货探底回升



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

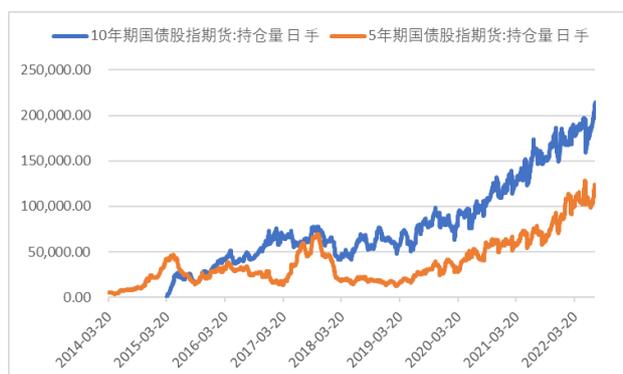
图 2. 中债国债到期收益率重心下移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

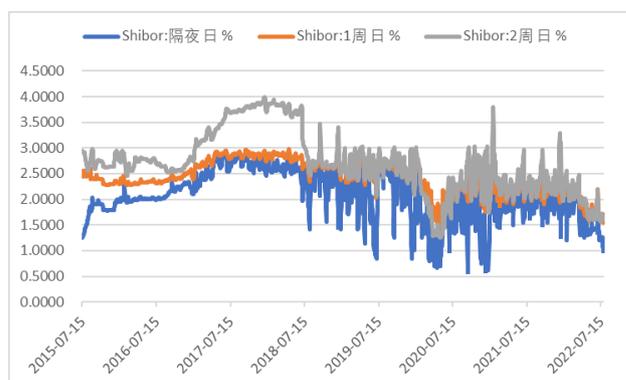
进入 7 月份后，流动性供给充足叠加信贷需求仍偏弱，资金面持续偏松，隔夜资金利率盘中一度低于 1%。市场对资金面预期持续宽松。

图 3. 持仓量上行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 4. Shibor 保持平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

（一）复工复产推动经济复苏

受疫情冲击影响，二季度GDP同比增长0.4%，较一季度下行4.4pct；季调后环比-2.6%，较一季度下行4pct。其中4月为疫情冲击高峰，总体受影响程度小于2020年一季度；5月后经济进入二次疫后修复阶段。月经济修复明显提速，出口、基建和制造业投资成为疫后修复的主要拉动，而房地产投资跌幅进一步扩张。规模以上工业增加值当月同比3.9%；社会消费品零售总额当月同比3.1%；城镇固定资产投资额累计同比6.1%，其中制造业投资累计同比10.4%，全口径基建投资累计同比7.1%，房地产投资累计同比-5.4%。

1、工业生产显著修复

二季度工业生产实现正增长，工业增加值同比增长0.7%，较一季度回落5.8pct。工业生产增速在4月探底之后，在5月由负转正，并在6月进一步加速。6月工业增加值同比增速上升3.2pct至3.9%，但仍低于3月增速1.1pct。上游采矿业、中游制造业和下游电热燃水生产供应业工业增加值同比增速均上行，分别回升1.7pct、3.3pct和3.1pct至8.7%、3.4%和3.3%，但均低于3月增速。分行业看，高技术产业、价值链条较长的行业生产持续修复。汽车制造业在消费政策支持下生产快速修复，增速由负转正，同比大幅上升23.3pct至16.2%，在所有行业中表现最好。通用设备增速转正，回升7.9pct至1.1%，专用设备制造业增速上升4.9pct至6.0%。高技术制造业生产修复明显，增速上升4.1pct至8.4%，相关行业如电子及通讯设备制造、电气机械制造增速均大幅改善。其中电气机械制造业生产增速已超过3月份，医药制造业增速跌幅收窄3.8pct至-8.5%。前瞻地看，下半年工业和服务业生产有望继续修复上行，中枢将高于上半年。但工业生产增长动能仍将趋弱，服务业生产或受弱预期制约。

2、疫情减弱、财政补贴支撑消费反弹

6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，好于预期（-0.5%），较5月回升4.4个百分点；三年平均增速为4.3%，较5月大幅回升3.7个百分点，增速与今年2月持平。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长1.8%。疫情得到控制，多数商品消费加速修复。从三年平均增速角度看，体育娱乐用品继续保持两位数增长；文化办公用品类（14%）、日用品类（11.6%）、化妆品类（13.9%）、通讯器材类（13.6%）较5月明显加速；刺激政策提振下的汽车（3.0%）及关联的石油及制品类（6.7%）亦分别较5月改善5.6、2.8个百分点；地产链条仍在低位，家具类（1.5%）、建筑及装潢材料类（5.0%）较5月小幅改善。此外，餐饮消费同比下降4.0%，降幅较5月收窄17.1个百分点；三年平均增速为-0.7%，较5月回升6.1个百分点，距离转正仅一步之遥。就业压力总体缓解但结构性问题尚存。6月全国城镇调查失业率5.5%，比5月下降0.4个百分点。不过，16-24岁年轻人的失业率达到19.3%，比5月上升0.9个百分点，就业压力仍然较大。从全国城镇新增就业数量看，今年上半年新增就业654万人，完成全年目标任务的59%；2021年上半年698万人，完成当年目标的63.5%。虽然今年新增就业人数低于去年，但却是在疫情冲击加大、经济增速较低的情况下完成。综合而言，当前消费

复苏更多的积极因素显现，疫情冲击缓和、就业压力缓解、居民收入增速回升、消费刺激政策接连出台等有利于消费转暖。不过，经济下行压力尚存、疫情反复冲击（当前全国部分地区还存在散发疫情）导致本轮消费复苏或较2020年与2021年更为缓慢。从6月消费数据看，物价因素、滞后消费、刺激政策等短期因素对（名义）消费构成一定的支撑，虽然数据超预期但难言内生动力已经恢复。根据央行《2022年第二季度城镇储户问卷调查报告》，倾向于“更多储蓄”的居民占58.3%，比一季度增加3.6个百分点，再创近20年来新高，居民的谨慎预期依然较强，未来仍然需要政策进一步稳定消费者信心。

3、制造业与基建投资同比回升

1-6月固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，好于预期（5.9%）；三年平均增速为5.0%，较5月上升0.3个百分点。从环比看，6月固定资产投资（不含农户）增长0.95%。

基建投资稳步上行。1-6月基础设施投资（不含电力）同比增长7.1%，较5月提高0.4个百分点；三年平均增长4.0%，较5月回升0.2个百分点。从中观数据看，6月至今石油沥青装置开工率持续提升，6月挖掘机销量三年平均增速由负转正并加速至11.2%，与基建投资加速相对应。近期政策稳中加码，6月专项债加速发行，信贷超预期投放；6月1日国常会提出，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度；6月29日国常会提出，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥，一定程度上可缓解资本金缺少的难题。维持此前观点，在诸多政策的推动下，今年基建投资有望增长8%甚至更快。但需要注意的是，在今年专项债发行基本结束的情况下，下半年新增资金来源或需要再度谋划。

房地产投资增速仍在探底，销售边际改善但总体未见明显好转。1-6月房地产开发投资同比下降5.4%，较5月扩大1.4个百分点。6月当月房地产开发投资同比下降9.4%，较5月扩大1.6个百分点；三年平均增长1.4%，较5月回落1.7个百分点。6月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-45.1%、-48.1%、

40.7%，均较5月下滑，尤其是施工面积与竣工面积，不过上述三项指标的三年平均增速连续2个月出现边际改善。6月商品房销售面积同比下降20.8%，三年平均增速（-2.1%）亦连续2个月边际改善。一方面，前期受疫情影响的合同滞后至6月签约，另一方面上半年LPR下调20个基点、一线外多个城市放松房地产调控，有助于6月地产销售边际改善。不过，从高频的30个大中城市商品房成交面积看，6月同比降幅从5月的-48%收窄至-6.4%，但7月前半个月再度大幅下滑到-29.7%，地产销售仍未企稳。同时，根据近期证券时报等多家媒体报道，多地烂尾楼业主发布声明，要强制停止偿还贷款，直至相关项目完全复工为止，涉及的城市包括河南、山西、江西、湖南、湖北、广西、陕西等多个省份。对此，银保监会表示高度重视，随后多家银行发公告回应“停贷”事件，表示规模较小、总体风险可控。短期而言，在监管层与地方政府合力推动下，部分楼盘或将复工保交楼，但在房住不炒叠加居民收入增速放缓、谨慎预期尚存的情况下，地产销售或仍将低位徘徊。

制造业投资稳中有升。1-6月制造业投资同比增长10.4%；三年平均增长5.1%，较5月上升0.8个百分点，连续3个月上行。从大行业看，装备制造业投资增长20.2%，消费品制造业投资增长16.6%，原材料制造业投资增长10.4%。高技术制造业投资继续保持较快增势。1-6月高技术产业投资同比增长20.2%，今年以来增速持续保持在20.0%以上；高技术制造业投资同比增长23.8%，其中电子及通信设备制造业投资增长28.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长28.0%，计算机及办公设备制造业投资增长20.2%。高技术制造业以外投资复苏亦在加快。如果以高技术制造业投资占比25%的（此前国家统计局数据显示，2019年其占全部制造业投资的比重已经超过20%）粗略估算，高技术制造业投资以外的投资三年平均增速已经升至2020年以来新高，表明在诸多政策的支持下，普通制造业投资企稳回升。不过，当前市场主体信心不足与订单不足的问题仍然存在，后续仍需政策加码落实。一方面，6月BCI企业投资前瞻指数环比反弹7个百分点至55.6%，但较2021年下半年67.6%的均值尚有差距。另一方面，虽然6月制造业延续恢复态势，但PMI调查中仍有49.3%的企业反映订单不足，市场需求偏弱依然是目前制造业面临的主要问题。

4、出口增速超预期 进口小幅回落

2022年6月，按美元计，中国进出口总值5645.9亿美元，同比增长10.3%。其中，出口3312.6亿美元，同比增长17.9%；进口2333.2亿美元，同比增长1.0%；贸易顺差为979.4亿美元，同比增长95.6%。总体来看，6月份出口增速延续上涨趋势，超出市场预期，进口增速有所回落。出口方面，6月份国内疫情扰动减轻，社会复工复产有序推进，叠加稳外贸政策持续发力，支撑出口增速保持景气增长。进口方面，6月份全球大宗商品价格涨幅趋弱，价格因素对进口增速的支撑进一步削弱，国内生产需求修复缓慢，叠加高基数效应对进口增速产生一定影响。

6月仍处于疫情后的恢复期，出口延续5月的反弹，预计三季度末出口放缓迹象将逐步显现。2022年6月出口增速为17.9%，较上月增加1个百分点。我们在上月的进出口数据点评《供应链问题改善，出口出现短期反弹》（2022-6-9）中提到，4月疫情导致的积压需求将带来至少两个月的反弹期，6月出口增速继续抬升很重要的原因就是积压需求的持续释放叠加海外需求相对有韧性。海关总署也在新闻发布会中提到5-6月长三角等地区的出口增速在快速恢复，而且从中国对主要国家/地区的出口增速变化来看，对日本和东盟出口增速反弹较多，一定程度受益于长三角地区的出口恢复。6月上旬、中旬、下旬，八大枢纽港口的外贸集装箱吞吐量增速分别为7.7%、29.5%、4.1%，下旬增速明显的放缓主要是因为恶劣天气的影响，全月增速8.4%，较5月全月的7.4%有1个百分点的抬升。向后看，预计海外需求趋势性的放缓对出口的影响将在三季度末开始逐步显现，但短期7月的出口可能还受益于需求端的韧性支撑以及天气因素的好转维持10%以上的高增长。从结构上来看，6月出口增长表现较好的主要是消费品，包括鞋、包、玩具、汽车和服装，这个一方面和美国国内消费需求增长韧性强有关系，另一方面从美国批发商细分行业的库销比来看，汽车和零部件以及服装的库销比处于相对低

位，因此预计这块的出口情况也将相对好于其他行业。

进口增速明显放缓的主要因素是国内需求的疲弱。2022年6月进口增速为1.0%，较上月回落3.1个百分点，环比增速为1.7%，略高于过去10年的均值为1.53%，明显弱于上个月的表现。从进出口在疫情下的影响特征来看，国内疫情往往会导致出口在疫情的月份出现明显回落，但后续随着积压需求释放出口会快速增长；但国内的疫情对当月进口影响不大，反而在疫后恢复期，进口需求的调整会逐步显现。6月进口增速较弱的主要原因还是国内需求疲弱的显现。从进口国家/地区来看，中国对美、欧、东盟、日本的进口增速分别为1.7%、-9.7%、5.3%和-14.2%，相较于上月增速，从美国进口增速的回落最为显著。

从商品来看，进口跌幅较大的商品主要是飞机、汽车、液晶平板显示模组、铁矿砂及精矿、机床等，总体显示国内的消费品和资本品的进口需求出现明显回落。从进口金额增速较高的商品来看，主要集中在资源品如肥料、原油、铜、天然气等，这其中原油和天然气的进口量也出现了明显的回落，金额的增长主要由价格支撑。向后看，二季度是国内增速的低点，预计三季度将出现明显改善，对进口需求的升温有一定的带动。

（二）社融超预期，结构有所好转

社融融资继续上行6月份社融总体数量上行，主要是贷款上升和政府债券发行放量带来的，影子银行平稳、也给社会融资总量带来积极的影响。6月份社融增速回升，货币政策总基调继续宽松。2022年1-6月份累计新增社融增速18.4%，比上月上行4.9个百分点，新增贷款增速4.9%，比上月增加4.4个百分点。

社融结构有所好转整体来说社会融资上行是管理层稳增长措施的延续，我国金融机构在下游需求较弱的情况下努力完成信贷的同比增长。6月份新增贷款规模上行，主要是银行信贷和政府债券发行带来的，而委托、信托、银行承兑汇票增速改善，企业债券融资平稳。银行的信贷结构稍有改善，长期信贷占比上行。

中长期贷款弱势回升2022年6月份新增信贷增速回升，居民信贷恢复，企业贷款短期贷款增速下行，长期贷款增速回升。新冠疫情影响房地产需求和居民消费需求，居民信贷仍然小幅负增长，6月份居民长贷恢复至4166亿元，处于相对正常的水平。企业贷款结构稍有改善，企业中长期贷款上行，说明：（1）稳增长措施下企业借贷难度减弱；（2）房地产限制措施稍有放开。也要继续观察7月份信贷的延续性。

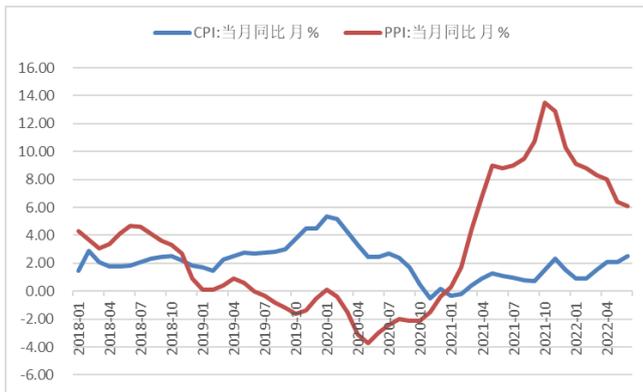
政府债券发行完毕，未来社融需要持续观察政府债券前置，发放速度加快。6月份政府债券融资额达到1.61万亿。政府发债时间的前置使得政府债券融资额已经超过2020年相当，6月份政府融资趋于结束。6月份社融超预期上行也是政府债券大幅增长带来的。6月份社会融资爆发后是否能延续至7月份，仍然需要观察。

社融和M2匹配度仍然显示宽松需持续6月份央行货币操作平稳，M2缓慢上行，M2回升是居民存款上升的结果，同时政府债券发行上升，金融机构购买债券推动了M2上行。6月份M1显示企业资金状况稍有改变，预计宽信贷以及留抵退税下M1会持续上行。我国央行货币操作调整口径已经明确，宽信用和宽货币是政策的选择，宽松货币组合的效果现阶段仍然不理想。社融和M2的比例本月稍有回升，说明金融相对于实体经济状

况有所好转。

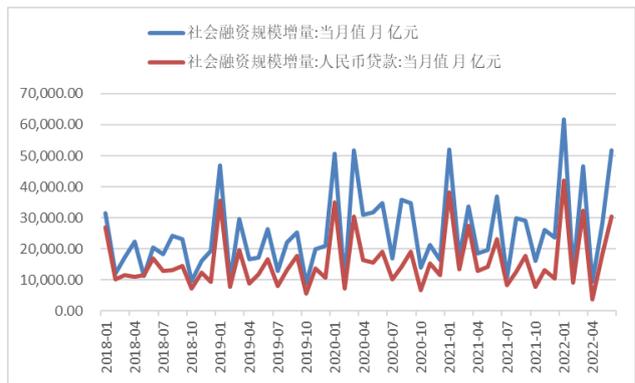
宽信用继续，货币政策处于观察期 2021 年 6 月份商业银行和财政积极完成预定任务，带来了社融的超预期。我国宽松的货币政策和财政政策至少延续至 3 季度，而根据政策效果可能延续至 10 月份。鉴于美国现阶段处于加息周期，2 季度的货币政策仍然带有考量，政策的持续推进需要时间，但是可以看到鉴于经济的低迷，超预期的政策才能奏效。现阶段仍然属于货币政策的后续观察期，鉴于新冠疫情仍热处于不确定的状态，同时高频数据并没有快速好转，后续预计宽松政策持续。

图 5. CPI、PPI 一升一降



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 6. 社融超预期



资料来源：IFind 新纪元期货研究

(三) CPI、PPI 同比一升一降

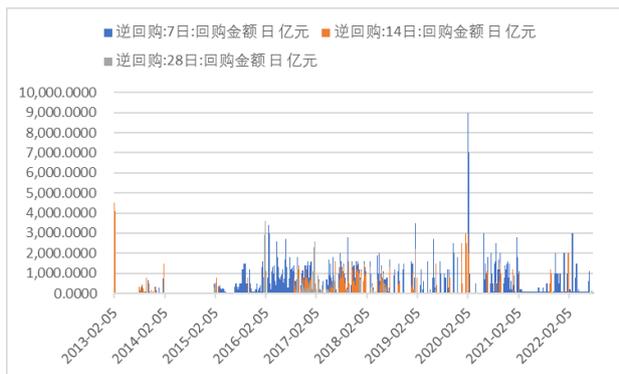
6 月 CPI 同比增长 2.5%，核心 CPI 同比增长 1.0%，较前值分别上行 0.4/0.1pct。PPI 同比增长 6.1%，较前值下行 0.3pct，PPI-CPI 剪刀差进一步缩窄。

CPI 同比增速受翘尾因素影响上行，新涨价因素与前值持平。6 月 CPI 同比增速比上月上行 0.4pct 至 2.5%，其中翘尾因素影响 1.2pct，新涨价因素影响 1.3pct；环比增速比上月上行 0.2pct 至 0；核心 CPI 维持低位运行（同比 1.0%）。食品项同比增速较上月提升 0.6pct 至 2.9%，环比增速较上月下降 0.3pct 至 -1.6%，拉动 CPI 同比增速 0.5pct，略低于预期，主因有三。一是肉类价格尚未普涨。猪肉 CPI 环比增速 2.9%，连续第三个月正增长，但对 CPI 同比拉动仍为负值（-0.08pct）。羊肉、牛肉 CPI 环比均为负值；二是随着物流持续恢复，鲜菜、鲜果价格继续大幅回落，环比增速 -9.2%/-4.5%，蛋类和水产品 CPI 环比也均为负值。三是输入性通胀影响减弱。受国际粮价见顶回落影响，粮食 CPI 环比增速为 0，结束了连续 4 个月的正增长，但食用油 CPI 环比仍增 1.4%。非食品项同比增速比上月提升 0.4pct 至 2.5%，环比增速比上月提升 0.3pct 至 0.4%，拉动 CPI 同比增速 2.0pct，符合预期。内在在疫情反复下仍然偏弱，但国际油价上涨推升了国内成品油价。交通工具用燃料 CPI 环比 6.6%，同比 32.8%，是非食品项 CPI 的核心拉升项；受疫情阶段性好转影响，旅游 CPI 环比 1.2%；受大宗商品价格回落影响，家用器具环比 -0.8%。非食品项 CPI 其他分项表现均相对温和。

PPI 由上月上涨 0.1% 转为持平。其中生产资料由升转降，生活资料涨幅维持不变。6 月，国际原油高位震荡，而国内石化相关行业价格仍在上涨。而夏季到来，将进入用电高峰期，对于煤炭需求增加，煤炭开采行业价格有所上涨。另外黑色金属冶炼、有色金属冶炼价格均有所下降。同比方面，PPI 上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。PPI 延续回落趋势，除了基数抬升的因素外，工业品价格整体涨势收敛也有所影响，保供稳价政策显效。其中生产资料涨幅继续回落，生活资料涨幅扩大。涨幅扩大的行业有：石油以及农副食品加工行业；涨幅回落的行业有燃气、黑色、有色以及煤炭开采。其中黑色金属冶炼价格上个月转负以来，本月降幅进一步扩大。据测算，在 6 月份 6.1% 的 PPI 同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.8 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。翘尾影响下降，新涨价影响不变，基数抬升影响了 PPI 主要变动。

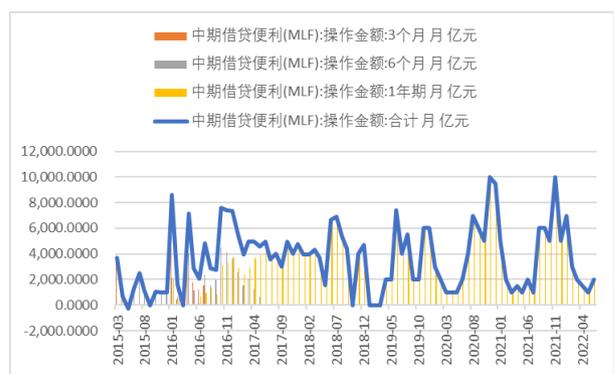
前瞻地看，下半年 CPI 通胀中枢将明显抬升，波动也将加剧。首先，三季度 CPI 通胀上行或超预期，高点将显著高于 3%。在猪肉价格环比延续上行的背景下，牛肉、羊肉、禽类和蛋类价格也会随之上行，且去年三季度为猪肉价格低点，或导致肉类对 CPI 通胀的拉动显著上行。其次，四季度 CPI 通胀回落幅度同样可能超预期。一是能繁母猪产能去化并不充分，且本轮去化伴随着二元母猪占比快速提升，即单头母猪繁殖能力上升，或导致四季度猪价上涨大幅放缓；二是国际粮价已见顶回落，油价也已由持续上行转为震荡，结合去年同期的高基数，食用油、燃料等项目对 CPI 的贡献也有望显著收窄。是主要趋势，CPI 当前上涨的主要助推仍然是能源消费品。在经济景气低迷时期，大宗商品上涨引起的高 PPI 不具有持续性和传导性，最终只会表现为货币充裕下商品市场波动性的上升，而当前 PPI 的下行趋势也更加确立。中国物价构成和海外不同，2022 年中国通胀回落趋势不变，对政策的制约也将有限。

图 7：逆回购投放平稳



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图 8：MLF 投放金额缩量



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、货币政策灵活精准

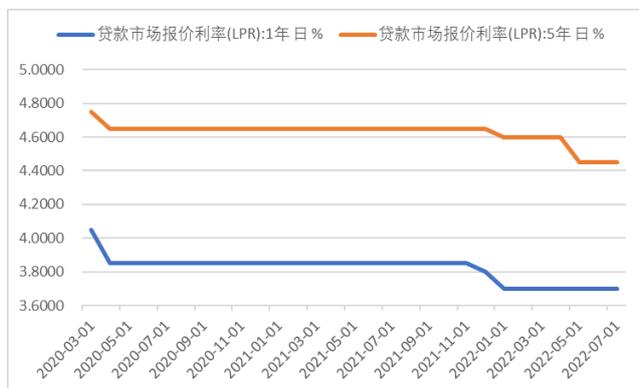
近期央行逆回购操作在 30 亿元、70 亿元、120 亿元、50 亿元、20 亿元之间灵活切换，央行在 7 月 1 日进行 100 亿元逆回购操作之后，7 月 4 日央行进一步缩量逆回购操作规模至 30 亿元，7 月 4 日至 8 日当周公开市场操作净回笼 3850 亿元。在 7 月 11 日至 15 日当周等量续做逆回购和 MLF 等货币政策工具到期之后，7 月 18

日央行进行了120亿元逆回购操作，当日净投放流动性90亿元。7月19日央行进行了70亿元逆回购操作，当日净投放流动性40亿元。而7月20日之后，央行恢复30亿元逆回购操作路径，7月18日至22日当周公开市场操作净投放130亿元。人民银行在7月份以来的逆回购“缩量”和“增量”，从政策目标表达的视角看，阶段性扰动债券市场对资金利率的预期，而在央行恢复30亿元逆回购投放之后，资金利率预期渐趋平稳。

流动性供给充足叠加信贷需求仍偏弱，资金面持续偏松，隔夜资金利率盘中一度低于1%。市场对资金面维持偏松预期较满。今年3月份以来，随着央行上缴利润+财政支出力度加大+再贷款等结构性货币政策工具形成较大规模的基础货币投放，以及4月全面+定向组合式降准落地，叠加局部疫情多发散发、房地产行业下行导致信贷需求弱，银行间流动性维持在合理充裕偏高的水平，3月起资金利率逐步下行、4月以来资金利率持续低位运行。进入7月份后，资金利率进一步下行，7月27日DR001盘中一度下行突破1%。后续财政支出、再贷款等仍形成基础货币投放，信贷需求仍偏弱，短期内资金面仍维持偏松格局。

7月份我国1年与5年期LPR分别为3.7%、4.45%，均与上月持平。当前输入性通胀压力对我国货币政策略有掣肘，因此央行货币政策总量维持中性，1年期LPR维持不变符合预期。7月份以来30大中城市商品房销售表现不及预期，中小城市商品房销售表现更弱。目前5年与1年期LPR利差仍比LPR改革之初高10-15BP，未来5年期LPR有望下调10-15BP，从而推动房贷利率继续回落，支持房地产平稳健康发展。

图9：LPR非对称下调



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

图10：MLF利率持平



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

三、利率债供给压力

上半年，国内局地疫情点状爆发，地方债尤其是专项债作为积极财政政策的重要着力点，发行明显前置且大幅提速，投向持续聚焦补短板、惠民生、稳增长板块，进一步发挥稳投资稳增长的作用。上半年，国内经济下行压力进一步加大的背景下，专项债发行规模创历史新高且发行节奏明显前置；同时由于新增债发行规模较大，专项债整体发行期限进一步延长，十年及以上期限合计占比八成。此外，近一年来债券市场收益率中枢持

续下移，上半年专项债加权平均发行利率同比回落超 30bp。去年年底提前下达 1.46 万亿新增额度，3 月底又下达了剩余用于项目建设的专项债额度，共计 3.45 万亿，并多次要求加快发行使用进度，确保“6 月底前基本发行完毕”。一系列政策要求下，地方债发行节奏前置且持续提速，上半年共发行地方债 5.25 万亿元，较今年上半年增加 57.14%，为同期历史最大值，其中二季度发行 3.43 万亿，较一季度增加 1.60 万亿，发行进一步提速；地方债存量规模达 34.40 万亿。一般债共发行 1.33 万亿元，较去年同期下降 17.30%；专项债共发行 3.92 万亿元，为去年同期的 1.26 倍，二季度专项债发行达 2.46 万亿，较一季度增加近 1 万亿，其中 6 月发行专项债 1.49 万亿，创单月发行规模历史最大值。随着地方债发行基本完毕，地方债发行 7 月以来维持低位。

四、外围风险事件频发

1、美联储 7 月加息低于预期

北京时间 7 月 28 日凌晨 2 点，美联储宣布将联邦基金利率目标区间由 1.50%-1.75% 上调 75 个基点至 2.25%-2.50%。本次 FOMC 会议决定加息 75BP，符合市场预期。6 月就业形势良好以及通胀超预期上行均为此次加息决议提供了有力支撑，此前部分投资者甚至预期 7 加息可能达到 100BP，加息 75BP 符合市场预期。关于缩表，并没有进一步的行动，仍然按照每个月减少 300 亿美元国债与 175 亿美元 MBS 的节奏进行，并于 9 月份将各自缩减份额扩大一倍。鲍威尔表示已经观察到经济走弱的迹象：实际可支配收入下降导致消费支出明显下降，房贷利率提升也降低了住房部门活跃性，企业固定资产投资在一季度利率大幅提升后在二季度也开始下降。但是就业市场仍然紧张：就业率创五十年新低，职位空缺率也是历史新高，工资增速仍然提升，这说明了就业的需求依旧很好。作为美联储重要政策目标的就业形势保持良好，无疑为美联储的决议提供了有力支撑。

后续美联储是否调整加息幅度取决于后续经济指标的观察。由于原油价格已经下跌，6 月美国 CPI 中的燃油价格是环比下降的，其对发动机燃料价格的传导存在一定滞后才导致发动机燃料价格在 6 月份依旧能够主导整体 CPI 超预期上行。随着汽油价格跟随下调，CPI 能源价格涨幅将由大幅涨价转为降价，对 CPI 产生下拉作用。另外，消费下行导致核心 CPI 已经连续 3 个月下滑，这个趋势有望得以延续。综合下来 7、8 月的通胀数据可能较 6 月份有所下滑，这意味着通胀可能在未来一、两个月见顶，9 月份的美联储议息会议加息幅度可能会下降。

第三部分国债期货市场展望

二季度 GDP 增长放缓较多，主要是疫情对消费与服务业冲击较大，部分地区工业生产也受到一定影响。二季度后半期，疫情得到控制、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动产需加快恢复。疫情得到控制，多数商品消费加速修复。但考虑到当前外部不稳定不确定因素增加，国内疫情影响还没有完全消除，需求收缩与供给冲击问题尚存，未来仍需要政策呵护稳固经济持续恢复的基础。考虑到本土疫情反复不断，目前经济弱复苏，宽货币配合宽财政必要性提升，央行会提高对短期通胀的容忍度，把货币政策重心放在稳增长，货币转向还为时尚早。货币政策方面，央行持续逆回购缩量，央行引导资金利率回归政策利率意图明显。目前资金面仍较为宽松。近日猪价快速上涨，但猪价上行动能有限，大概率是温和上涨，不具备快速大幅上行的条件。下半年猪价走高不改国内通胀整体温和可控形势，预计对于货币政策影响有限。考虑到本土疫情反复不断，目前经济弱复苏，宽货币配合宽财政必要性提升，央行会提高对短期通胀的容忍度，把货币政策重心放在稳增长，货币转向还为时尚早。联储加息 75BP，完全符合市场预期。目前来看，资金面宽松是支撑债市的一大因素，但仍需关注央行后续对资金利率的引导。操作上建议逢回调继续做多，关注本月末中央政治局会议释放的相关政策信号及后续经济修复情况。但中长期来看，期债的基本面仍相对偏空。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#