

政策宽松博弈加强 国债期货方向未改

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 9 月中下旬以来，稳增长政策不断落地起效，经济复苏预期有所升温。在美联储 9 月“鹰上加鹰”和人民币贬值影响；同时庆节前资金需求旺盛引发短期利率上行，国债期货市场出现明显调整。
- ◆ 为呵护季末资金面，人民银行近期加大力度释放跨月资金。人民银行连续第 9 个交易日开展 14 天期逆回购操作，银行间市场流动性略有收敛。在精细化操作之下，资金面平稳跨季无虞。
- ◆ 8 月经济数据显示经济稳步恢复，高温限电、疫情升温等外部因素并未打乱经济复苏的趋势。固定资产投资增长强劲，消费及工业数据表现好于预期，但房地产行业的相关数据延续下行趋势，汽车行业表现相对较好。
- ◆ 为对冲外需走弱、疫情扰动等影响，未来一段时间宏观政策有必要继续保持稳增长取向。其中，着力增加对实体经济贷款投放，以宽信用支持经济回稳向上，将是宏观政策的一个重要发力点。
- ◆ 综合来看，8 月金融数据在总量层面难言明显好转，但结构上有所改善，票据冲量现象减少，企业中长贷大幅回暖。
- ◆ 8 月 CPI、PPI 双双超预期走弱。9 月至年末 CPI 破“3”风险并未解除。PPI 方面，海内外大宗商品价格下跌、高基数助推作用使得 8 月 PPI 同比增速较快下行。
- ◆ 稳增长诉求和政策指引下，2022 年新增专项债发行明显前置，新增专项债额度已基本发行完毕。
- ◆ 鹰派紧缩、海外衰退影响下，短期或出现“美元荒”。2022 年 9 月 22 日凌晨，美联储公布加息 75 个基点的利率决议，连续三次加息 75 个基点，显示美国货币紧缩的急迫性。整体来看，人民币贬值会对国债产生利空效应，但效应有限。
- ◆ 后召开的二十大宏观政策宽松的博弈仍在加强。长期来看，可逢回调继续做多。短期来看，期债主力合约以低位震荡为主，趋势机会较少，宜以轻仓为主，获利及时止盈。

葛妍

国债期货分析师

从业资格证：T339455

投资咨询证：Z0017892

TEL：0516-83831165

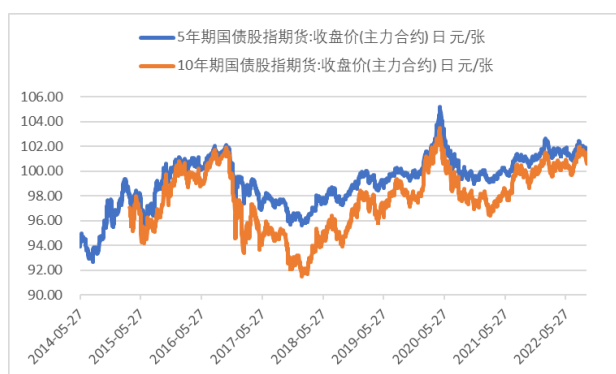
E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

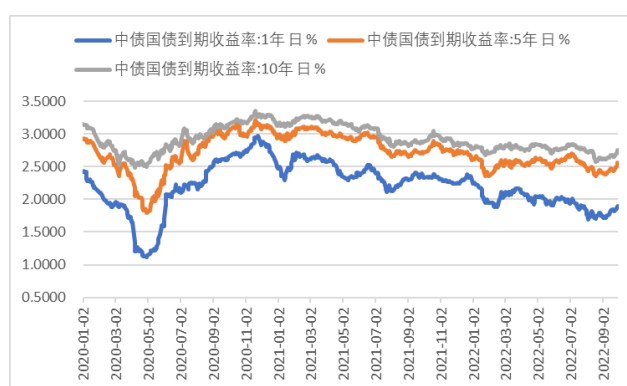
7 月，国债期货探底回升。主要受两个因素影响，分别是央行逆回购投放引发的货币转向的担忧以及市场对于经济修复进程的预期。8 月以来全国多地高温蔓延，阻碍了经济修复进程，同时 7 月经济数据不及预期，MLF 价减量缩，超出市场预期，国债期货大幅上行。不过随着 LPR 落地，前期利好消化，8 月下旬，利率水平逼近前低，止盈盘开始出现，叠加稳增长政策加码，债市小幅调整。9 月初起，债市氛围偏暖，国债期货走强。9 月中下旬以来，稳增长政策不断落地起效，经济复苏预期有所升温。在美联储 9 月“鹰上加鹰”和人民币贬值影响；同时庆节前资金需求旺盛引发短期利率上行，国债期货市场出现明显调整。

图 1. 国债期货高位下行



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

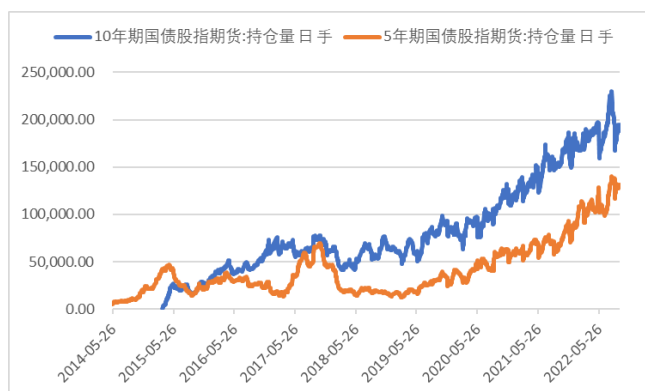
图 2. 中债国债到期收益率重心上移



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

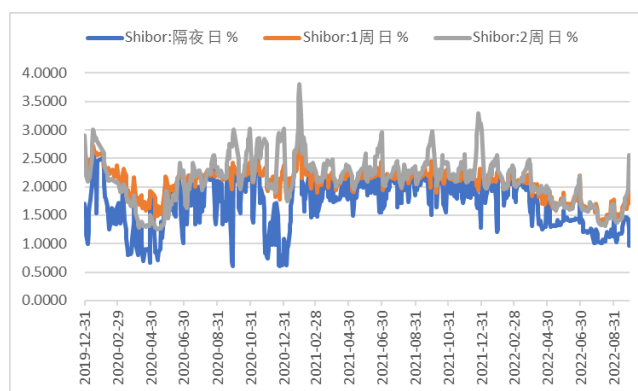
为呵护季末资金面，人民银行近期加大力度释放跨月资金。人民银行连续第 9 个交易日开展 14 天期逆回购操作，银行间市场流动性略有收敛。在精细化操作之下，资金面平稳跨季无虞。

图 3. 节前市场持仓谨慎



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) 经济数据改善

8 月经济数据显示经济稳步恢复，高温限电、疫情升温等外部因素并未打乱经济复苏的趋势。固定资产投资增长强劲，消费及工业数据表现好于预期，但房地产行业的相关数据延续下行趋势，汽车行业表现相对较好。

海外加息及全球经济衰退背景下，稳增长面临较大压力，LPR 及存款利率下调为市场保持合理充裕流动性提供了保障。短期房地产拐点出现的概率较小，政策推动仍然为稳增长的主要动力，经济增长的内生动力仍有待恢复。9 月 13 日国常会进一步明确了制造业实体经济的根基地位，从五个角度对制造业进行扶持，政策力度不减并更加具有针对性。2023 年专项债提前批大概率超往年，基建与制造业有望维持较快增速，年内国内经济将维持稳步增长趋势。

1、工业生产增速小幅回升

工业生产增速小幅回升。8 月规模以上工业增加值同比增长 4.2%，较 7 月提升 0.4 个百分点，高于市场一致预期的 3.9%。高温限电对工业生产有所抑制，但并未影响整体恢复趋势。分行业看，采矿业加速下行，制造业小幅复苏，公用事业大幅增长。受国际大宗商品价格下行影响，采矿业同比增速由 7 月 8.1% 下降至 5.3%，未来继续下行概率较大。煤炭采选、石油和天然气开采行业工业增加值同比增速分别下降 5.2 和 2.2 个百分点至 5.8% 和 2.3%；黑色和有色金属矿采选业同比增速与上月持平，分别为 4% 和 6.8%。在高温限电和疫情升温背景下，制造业小幅复苏，同比增速由 7 月的 2.7% 升至 3.1%。公用事业受高温因素影响，同比增速由 7 月的 9.5% 大幅增长至 13.6%，预计 9 月将有所回落。高技术同比增速回落至 4.6%，主要受去年高基数影响，预期 9 月增速将有所回升。

剔除基数效应，8 月工业增加值同比增速大体保持稳定，但好于预期。尽管出口走弱、四川限电等因素拖累工业生产，但稳增长政策支持工业增加值增速保持稳定。往前看，尽管稳增长政策进一步发力，但我国外需趋于走弱，预计未来几个月工业增加值增速大体稳定。

2、消费稳步恢复

基数效应推高 8 月消费增速，8 月社会消费品零售总额同比增长 5.4%，增速较 7 月回升 2.7 个百分点，但这主要因为去年 8 月基数异常低。8 月份国内疫情较 7 月更为严重，疫情对消费的抑制可能有所加大。不过，由于促消费政策的实施，8 月消费并未进一步下滑。考虑到防疫经验的累积，未来几个月疫情可能有所好转；

但考虑到奥密克戎毒株传染性较强，秋冬季节又是新冠疫情高发期，疫情未必能得到较为彻底的控制。综合来看，未来几个月疫情会略有缓解，但仍不容忽视；消费有望小幅修复，但受疫情的抑制仍会比较显著。

3、基建投资加速，地产延续下行

固定资产投资由基建与制造业拉动的格局年内仍将维持。1-8 月固定资产投资同比增长 5.8%，较 7 月提升 0.1 个百分点。固定资产投资仍然由基建和制造业拉动，其中基建投资累计同比增长 8.3%，较 7 月提升 0.9 个百分点。7 月 28 日中央政治局会议要求，“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”。预期年内固投由基建和制造业拉动的格局不会发生变化，2023 年专项债提前批额度有望超往年，积极地财政政策和宽松的货币政策将助力基建和制造业投资维持较高增速。

政策助力，制造业投资有望持续回暖。9 月 13 日，国常会进一步明确了制造业实体经济的根基地位，从五个角度对制造业进行扶持。一是进一步延长制造业缓税补缴期限。二是确定专项再贷款和财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。三是从五个方面加力稳定外贸。四是深化“放管服”改革支持电子电器行业发展。五是核准福建漳州二期、广东廉江一期核电项目。预计年内制造业投资有望在强力的政策支持背景下，延续较高增速。房地产投资继续下行，拐点仍未现。

1-8 月房地产投资累计同比下降 7.4%，降幅较 7 月扩大 1 个百分点。8 月房地产相关指标整体延续下行趋势。本年购置土地面积、房地产施工面积、新开工施工面积累计同比增速分别较 7 月下降 1.6、0.8、1.1 个百分点；竣工面积和销售面积累计同比降幅略有回升，分别较 7 月提升 2.2 和 0.1 个百分点。房地产的持续低迷，使政策对经济的刺激效果显著性降低，但继续下行的概率已越来越小，贷款利率下调、因城施策、地产企业信贷恢复等不断夯实行业底部。

4、海外需求回落速度超预期

1-8 月我国进出口总值 4.19 万亿美元，同比增长 9.5%。其中，出口 2.38 万亿美元，同比增长 13.5%；进口 1.82 万亿美元，同比增长 4.6%；贸易顺差 5605.2 亿美元。（海关总署）

我国出口韧性尤在。我国前 8 月出口累计达到 2.38 万亿美元，同比增长 13.5%，较前月收缩 4.5 个百分点，主要是由于上半年疫情，订单积压，7 月份出口激增。在去年高基数的基础上，我国出口仍然维持较强韧性。今年以来，我国面临着疫情散发、俄乌冲突、全球通胀、美联储货币政策收紧等诸多外部不确定因素，稳外贸压力有所加大。尽管东盟国家复工复产不断推进，对我国出口造成一定的替代效应，尤其是劳动密集型的产业，但是国内疫情防控优势以及制造业产业链、供应链韧性仍旧助力我国外贸保持平稳增长，我国前 8 月机电产品和劳动密集型产品出口均增长。这主要得益于我国经济韧性强、长期向好的基本面没有变，稳增长政策措施靠前发力。当前全球通胀仍在高位运行，价格因素对出口的贡献较大，当前出口增速受价格支撑明显，数量

增速有所放缓。在局部地区疫情影响以及去年同期高基数的背景下，出口增速未来下行压力变大。受全球能源紧张的影响，海外市场的供给能力受限，国际市场需求增加利好我国出口。

当前疫情扰动因素趋缓，复工复产持续推进，交通物流和供应链逐渐畅通，出口已经出现反弹。尽管东南亚国家疫情缓解后出口快速修复，但是越南等国家出口的主要是劳动密集型产业，并且整体出口体量也有限，因此我国外贸出口韧性在疫情稳定后仍然较强。

大宗商品进口呈现“量减价增”态势。我国前 8 月进口累计达到 1.82 万亿美元，同比增长 4.6%，较前月收缩 0.7 个百分点。我国原油、煤炭、天然气和大豆等进口量均有下降，主要受国际大宗商品价格上涨的影响，对进口造成一定的压力，但由于国内基建发力，我国对原材料类商品进口有望边际扩张。从价格来看，新冠疫情与地缘冲突下能源与大宗商品价格保持高位。从需求来看，国内稳增长压力增大，以基建为抓手，扩大投资，大宗商品需求将会有所增加。

（二）社融总量低位回升

央行公布 8 月金融数据，社融存量增速自 10.7% 回落至 10.5%，扣除政府债的社融存量增速持平前值 9.1%。8 月新增社融 24300 亿，同比少增 5571 亿；8 月信贷增速自前值 11% 下降至 10.9%，新增信贷 12500 亿，同比多增 300 亿。8 月 M2 同比自 12.0% 进一步上行至 12.2%，M1 同比下行至 6.1%。

债券融资收缩拖累社融，非标和信贷是主要支撑项。8 月社融存量增速较上月下行 0.2 个百分点至 10.5%，当月新增 24300 亿元，同比少增 5571 亿。分项来看，非标和信贷是社融主要贡献项，其中表外三项合计增加 4768 亿，较去年同比多增 5826 亿，其中委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别同比增加 1578、890 亿元、3358 亿元，均有明显改善；同时，受益于政策性金融工具发力和 LPR 下调，信贷口径下 8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，同比由前值减少约 4000 亿元，转为增加 587 亿元，边际改善明显。而新增社融主要拖累来自于债券融资，其中 8 月政府债券融资增量为 3045 亿元，同比少增 6693 亿元，是新增社融同比收缩的主要拖累因素；企业债券净融资规模仅为 1148 亿元，同比少增 3501 亿元，也对社融总量造成了一定拖累。

信贷结构有所改善，企业中长贷表现亮眼，票据冲量现象减弱，但居民中长贷仍偏弱。从信贷分项来看，居民贷款继续弱于去年同期，中长贷仍是主要拖累。

8 月居民贷款新增 4580 亿元，同比少增 1175 亿元。其中，居民短贷增加 1922 亿，同比多增 1496 亿元。居民中长贷新增 2658 亿，同比少增约 1600 亿，主要与 8 月房地产销售低迷，居民购房意愿不强有关。企业贷款同比多增，中长贷同比大幅回暖，票据融资收缩幅度较大。8 月企业贷款新增 8750 亿，同比多增 1787 亿，其中，票据融资新增 1591 亿，同比少增约 1222 亿，收缩幅度较大，短期贷款减少 121 亿元，同比少减 1028 亿，合计来看，票据及企业短贷增加 1470 亿，同比少增了约 190 亿。企业中长贷新增 7353 亿，同比多增约 2100 亿，一方面，稳增长政策持续发力，政策性银行调增 8000 亿新增信贷额度还有 3000 亿政策性金融工具的

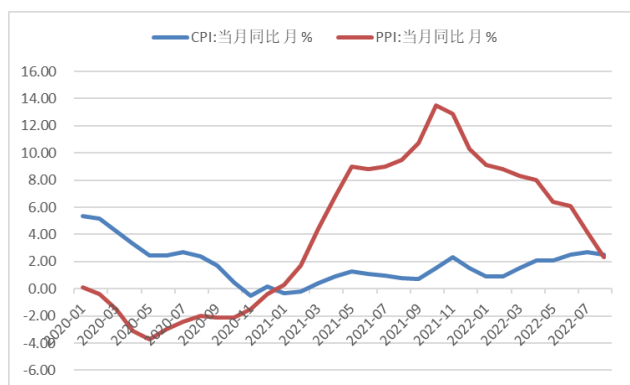
快速落地，撬动相关融资需求；另一方面 8 月央行分别下调了 1 年期和 5 年期以上 LPR5BP 和 15BP，引导融资成本下行，也有利于激发实体企业的融资意愿。

后续来看，稳增长政策将继续发力，第二批 3000 亿政策性金融工具和 5000 多亿专项债结存限额或将继续撬动相关融资需求，但当前地产销售持续低迷，居民融资持续不足，实体融资需求仍偏弱，结合我们多次强调的“居民长贷回升往往是企业长贷回升的先行指标”，在当前居民长贷疲软的背景下，企业中长贷能否持续改善仍有待观察。

8 月 M2-M1、M2-社融增速剪刀差双双走阔。8 月商品房销售持续低迷。M1 同比延续回落，自 6.7%下行至 6.1%；M2 增速则从前值 12.0%进一步上行至 12.2%，继续创下新高，M2-M1 增速剪刀差扩大至 6.1 个百分点。8 月 M2-社融增速剪刀差也自前值 1.3%进一步扩大至 1.7%，主要是由于财政持续发力且前期留抵退税规模较大，财政存款持续向企业居民存款转化。

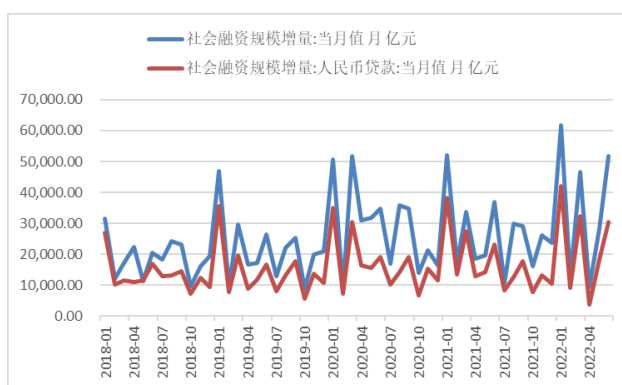
综合来看，8 月金融数据在总量层面难言明显好转，但结构上有所改善，票据冲量现象减少，企业中长贷大幅回暖。往后来看，政策性金融工具继续发力料将有效撬动配套融资需求，同时近期不少城市在积极推动“保交楼”政策，后续随着房地产纾困政策的进一步出台，地产对融资的拖累有望减弱，实体融资需求有望改善，但在去年高基数背景下，政府债券料将继续拖累社融总量，且当前居民中长贷仍较为疲软，企业中长贷改善的持续性也有待观察，短期内社融增速可能难以明显回升。

图 5. CPI、PPI 剪刀差缩小



资料来源：IFind 新纪元期货研究

图 6. 社融有所回升



资料来源：IFind 新纪元期货研究

（三） PPI-CPI 通胀剪刀差转负

8 月 CPI 同比 2.5%，预期 2.8%，前值 2.7%；PPI 同比 2.3%，预期 3.0%，前值 4.2%。

8 月 CPI 同比增速下行，环比负增长。食品涨幅偏弱、能源价格回落，且核心 CPI 表现低迷，三者共同拖累 CPI 弱于市场预期。食品方面，猪肉、鲜菜、鸡蛋等食品价格的环比涨幅弱于季节性。不过，猪肉价格的对高位一定程度上带动其他肉类价格走高，对食品分项构成小幅支撑。能源方面，国际原油价格调整，继续带

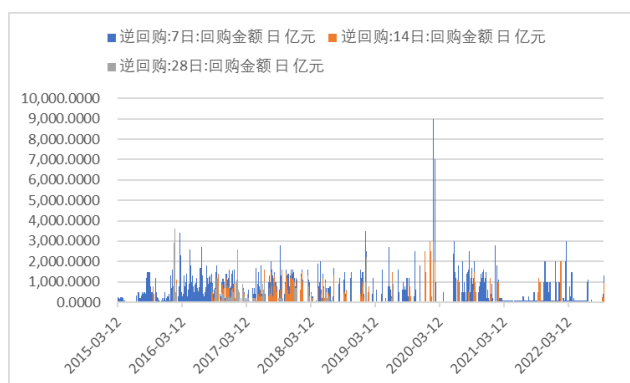
动能源相关分项价格下行。核心 CPI 方面，受地产低迷拖累房租、疫情抑制服务需求、消费品成本压力减缓后“以价换量”三重因素影响，同比增速持平于 0.8% 的偏低位置。

8 月 PPI 同比增速较快回落，环比跌幅依然较高。分行业看，8 月 PPI 环比表现的支撑因素在于：一方面，水电燃、部分中游制造和下游必需消费相关制造业价格相对坚挺，环比稳中有升。另一方面，得益于国内基建实物工作量加速形成、国际有色金属价格阶段性反弹，有色金属、非金属矿物链条价格环比跌幅收窄。而其拖累因素在于：一是，受海外央行加息预期升温、经济衰退风险提升的影响，国际原油价格中枢加速回落，石化产业链价格环比跌幅走阔。二是，钢材需求疲弱向上游传导、保供稳价措施继续推进，黑色链条价格加速调整。三是，受内需恢复偏慢和外需出口下行的影响，可选消费相关的下游制造业 PPI 环比增速多有回落。

8 月 CPI、PPI 双双超预期走弱。CPI 方面，除却食品、能源价格的扰动，CPI 同比增速弱于预期核心原因在于内需疲弱态势并未缓解，地产行业信心偏弱、国内疫情多点散发、就业形势相对严峻，均构成拖累。不过，在供需缺口的支撑下，年内猪肉价格暂不具备较快回落的基础，且不排除二次冲高的可能性，9 月至年末 CPI 破“3”风险并未解除。PPI 方面，海内外大宗商品价格下跌、高基数助推作用使得 8 月 PPI 同比增速较快下行。

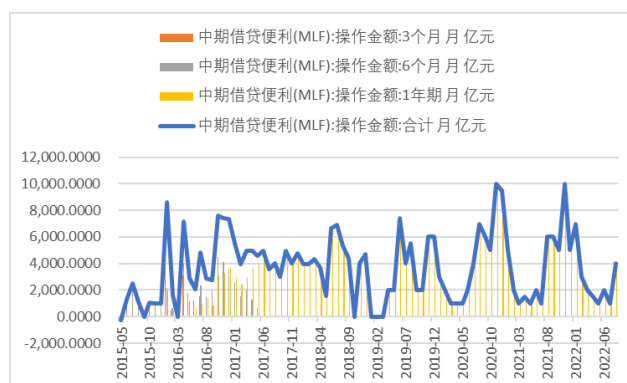
PPI 的下行趋势在未来一季度有望延续。值得关注的有两条中观线索：一是，PPI-CPI 的剪刀差，在 2021 年以来首度转负。对于部分居民消费相关的行业而言，CPI 与其销售价格的增速相关，PPI 则在一定程度上表征其单位成本的增速，毛利率有望迎来改善。二是，PPI 回落过程中，采掘及原材料行业的 PPI 下行速度明显快于中游制造业。例如，通用设备制造，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备两个行业 8 月 PPI 环比持平，而其原材料多与采掘及原材料行业 PPI 挂钩，环比明显下行，毛利率或有提振。

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

7 月央行逆回购操作在 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。

MLF 降息引导 LPR 下调，开启新一轮宽信用阶段。8 月 15 日央行宣布 MLF 与 OMO 利率下调 10BP，超出市场预期。8 月 22 日 1 年期 LPR 报价下降 5BP，5 年期 LPR 报价下降 15BP。此次 MLF 降息是自去年三季度以来的本轮宽松周期的延续，其重要意义在于向市场释放当前货币政策宽松基调未改的信号，打消市场疑虑，提振信心。而 LPR 的非对称下降体现出央行宽信用诉求依然浓厚，但无意大水漫灌。

8 月 24 日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，其中提到，要持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。8 月 LPR 在央行降息和银行负债端降成本的双重驱动下压降。从本次国常会的表述来看，8 月的 LPR 下调并非本轮刺激的终点。未来 LPR 还有进一步的压降空间，但更有可能参考 5 月，由银行主动压缩加点，实现 LPR 的调降，而驱动加点压缩的核心则是存款成本下行，负债端释放空间。资金面上，8 月资金面整体延续平稳宽松，月中降息后资金利率小幅上行，资金面略有所收敛但整体平稳跨月。

2022 年 9 月 20 日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布，9 月 1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。8 月 MLF 利率下调 10 个 BP，之后当月 LPR 非对称降息。但 9 月 MLF 操作利率与上月持平，这意味着 LPR 报价基础未发生变化，符合市场预期。在上个月降息之后，短期连续降息的必要性降低，一方面当前正处于政策效果观察期，另一方面受美元走强影响，人民币汇率“破 7”，短期人民币贬值压力有所加大。但总体来看，国内货币政策仍有空间。

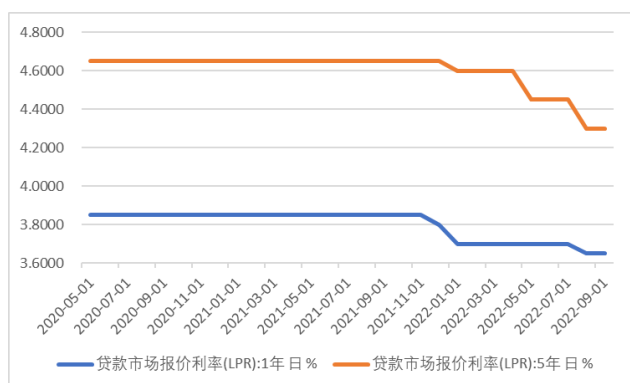
进入 9 月，高频数据显示 30 个大中城市楼市销量进一步下滑，传统“金九”开局不及预期。除疫情带来的短期波动外，房地产下滑是去年下半以来经济下行压力的一条主线。接下来为引导楼市尽快企稳回暖，持续下调居民房贷利率是关键所在。这是当前政策面推动宏观经济回稳向上的一个主要发力点。市场利率下行背景下，9 月 15 日起国有大行启动新一轮存款利率下调，其他银行正在跟进。这将有效降低银行资金成本，为报价行下调 LPR 报价加点提供动力，在此带动下，10 月 5 年期 LPR 报价下调概率较大。

为呵护季末资金面，人民银行近期加大力度释放跨月资金。人民银行连续第 9 个交易日开展 14 天期逆回购操作，银行间市场流动性略有收敛。在精细化操作之下，资金面平稳跨季无虞。

为对冲外需走弱、疫情扰动等影响，未来一段时间宏观政策有必要继续保持稳增长取向。其中，着力增加对实体经济贷款投放，以宽信用支持经济回稳向上，将是宏观政策的一个重要发力点。接下来监管层将重点通过引导 LPR 报价持续下行、降低贷款利率的方式，释放潜在贷款需求。因此需要引导存款利率下行，降低银行

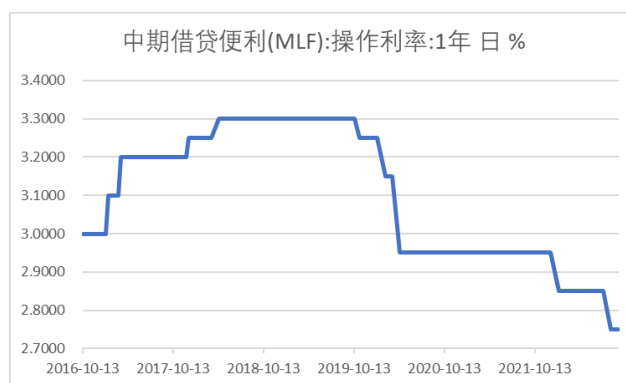
资金成本，增加报价行下调 LPR 报价加点的动力。

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

稳增长诉求和政策指引下，2022 年新增专项债发行明显前置，1-6 月今年额度已基本发完。7 月以来新增专项债发行明显萎缩，8 月发行规模进一步降至 515.9 亿元，地方债发行以再融资债为主（占比 83.6%）。2022 年 1-8 月地方债合计发行 6.05 万亿元，明显多于 2021 年同期的 4.88 万亿元。

政策指引下，今年新增专项债发行节奏明显前置，新增专项债额度已基本发行完毕。2022 年 1-8 月，新增一般债和新增专项债分别发行 6909.44 亿元和 35191.03 亿元（分别占全年限额的 96.0% 和 96.4%）。

发行期限与发行利率：2022 年 8 月地方债加权发行期限环比下降至 8.55 年，明显低于 2021 年和 2020 年同期水平。同时，2022 年 8 月地方债的加权票面利率环比下降至 2.77%，也明显低于去年同期水平。从 2022 年 8 月新增专项债的投向来看，以项目收益专项债为例：

今年新增专项债额度已基本使用完毕，稳增长诉求下，8 月 24 日国常会指出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”。政策指引下，9-10 月新增专项债发行仍可期。

考虑到 2022 年地方债的到期规模进一步增加（2.76 万亿元）+ 或用于隐性债务化解的新型再融资债的继续发行，2022 年未来地方债发行或以再融资债为主，2022 年全年的再融资债发行规模或将继续维持高位。

四、外围风险事件频发

1、美联储加息落地 人民币承压

鹰派紧缩、海外衰退影响下，短期或出现“美元荒”。2022 年 9 月 22 日凌晨，美联储公布加息 75 个基点的利率决议，连续三次加息 75 个基点，显示美国货币紧缩的紧迫性。随后鲍威尔的讲话释放了更强烈的鹰派信

号，表示将继续更高幅度加息来抑制通胀，在通胀明显回落到接近 2%之前不会考虑降息。鲍威尔表示房地产市场必须经历调整，同时美联储预期明年失业率会有一定程度上升。而从公布的最新点阵图看，此次加息后，年内剩余的两次议息会议，可能还会加息 100—125 个基点，甚至更多。即基准利率上限可能会上调到 4.25%或者 4.5%。另外，点阵图显示，明年年末，美联储基准利率的平均水平是 4.6%，即在今年加息后，明年还可能会有小幅的加息，并且明年不会降息。

在消费以及投资同步走弱的情况下，市场流动性风险也在增加。9 月份以来，美元指数走高至 110，中美利差倒挂持续加剧，人民币贬值压力加大，人民币破“7”，反映经济悲观预期升温。美元升值会刺激部分资金减持国债，转而持有美元资产。另外，人民币贬值间接影响国内货币政策，为了稳定人民币汇率，央行可能会收紧流动性，这也对国债产生一定利空作用，但国内货币政策相对独立，主要目标是稳定经济而不是稳定汇率，这种情况下，其对货币政策的影响也相对有限。整体来看，人民币贬值会对国债产生利空效应，但效应有限。

第三部分国债期货市场展望

近期国内基本面释放出的指引性信息较少，美联储加息落地后，期债出现较大调整，主要受人民币汇率贬值的传导，同样也印证了节前市场情绪较为谨慎。人民币贬值间接影响国内货币政策，为了稳定人民币汇率，央行可能会收紧流动性，这也对国债产生一定利空作用。不过未来一段时间国内通胀形势温和可控，在经济基本面回暖支持下，人民币汇率出现脱离美元走势的快速贬值风险不大，预计利空有限。8 月份的经济数据表明，供需双双改善，经济修复的基础进一步夯实。目前经济仍处于底部爬坡阶段，风险事件仍会对复苏进程造成影响。整体看，短期经济的边际走强是政策性融资需求带动，但是宽信用内生动能不足。因此未来国内货币政策大概率维持宽松局面，年内降准、降息值得期待。为呵护季末资金面，人民银行近期加大力度释放跨月资金。人民银行连续第 9 个交易日开展 14 天期逆回购操作，银行间市场流动性略有收敛。在精细化操作之下，资金面平稳跨季无虞。十一长假将至，节前资金成交活跃度降低，市场观望情绪浓重，市场对节后召开的二十大宏观政策宽松的博弈仍在加强。长期来看，可逢回调继续做多。短期来看，期债主力合约以低位震荡为主，趋势机会较少，宜以轻仓为主，获利及时止盈。

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#