

## 品种研究



葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL: 0516-83831165

E-MAIL: geyan@neweraqh.com.cn

程伟

宏观分析师

执业资格号：F3012252

投资咨询证：Z0012892

电话：0516-83831160

Email: chengwei@neweraqh.com.cn

中国矿业大学资产评估硕士，新纪元期货宏观分析师，主要从事宏观经济、股指、黄金期货研究。

## 国债期货：重获方向性指引，国债期货突破前高

## 一、基本面分析

## （一）宏观分析

## 1. 物价呈现分化格局

2019年7月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨2.8%（预期2.7%，前值2.7%），创去年2月以来新高。其中鲜果与猪肉项仍是CPI同比主要支撑，鲜果价格受时令瓜果上市的影响环比转负为-6.1%，单项拉低CPI环比0.14%。猪价环比上涨7.8%涨幅较上月翻倍，单项拉高CPI环比0.2个百分点，猪瘟疫情的影响持续，预计后续猪肉将成为食品项的主要支撑。非食品价格环比0.3%，暑期出行需求推升旅游项环比上涨7.5%，国际油价略有下行，交通工具用燃料以及水电燃料环比分别下降1.9%、0.2%，降幅较上月收窄。预计CPI同比年中高点已过，8月将下降。

全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降0.3%，再度低于市场一致预期，其中翘尾因素约贡献0.2%，新涨价因素为-0.5%，环比下降0.2%，PPI环比为-0.2%降幅较上月收窄0.1个百分点。分行业来看，7月环比涨幅明显的仅有黑色金属矿采选业为4.7%且涨幅进一步扩大，石油产业链受国际油价下行拖累环比降幅扩大，石油和天然气开采业、石油加工业环比分别下降5.4%、2.4%，烟草制品业环比涨幅维持在0，税率调整对环比增速的影响消退。预计PPI同比在后续几个月将继续维持在负值，三季度通胀走势将在边际上打开货币政策的操作空间。

## 2. 央行结构性操作针对性十足

本周央行连续暂停公开市场操作，既无资金投放亦无回笼，8月9日央行开展2019年第三期央行票据互换（CBS）操作。美联储降息落地引发国内降准降息预期、但周三央行辟谣称，日前，网上有消息称“中国人民银行决定，自2019年8月10日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率”。此为不实消息。人民银行已向公安机关报案，辟谣降息限制了短期货币政策的想象空间。8月资金面较7月持平或偏宽松。8月是财政存款释放月份，债券供给持续缩减，汇率破7角度，给中国货币政策腾出了一定空间，即不需收紧短端利率或耗用储备去维持汇率，预计流动性仍需保持宽松。在经济下行、全球央行纷纷转向同时汇率贬值释放空间的情况下，货币政策维持合理充裕的期待仍存，人民银行虽然调整基准利率可能性不大，但调整公开市场操作利率和采取差异化的降准政策仍存可能性。资金面方面，流动性稍微有所放松，货币市场利率多数下行，隔夜Shibor下行3.8BP至2.596%，7天Shibor跌0.3BP至2.644%，14天Shibor下行8.7bp至2.512%。

## 3. 汇率快速突破“7”关口

近期中美贸易关系再次出现反复，自9月起美国将对来自中国的3000亿美元出口商品加征10%关税，负面影响持续发酵。美元兑人民币双边汇率快速突破“7”的关口，最高冲至7.1388，央行表态“受单边主义和贸易保护主义措施及对中国加征关税预期等因素影响”。因此美国周一将中国列入汇率操纵国，我国央行随后对美国声明作出回应，同时暂停了从美方进口农产品，谈判再度陷入僵局，市场避险情绪升温，国债期货主力合约价格突破上行，创2017年以来新高，10年期国债收益率则回落至则跌破年初低点。汇率突破7，有利于对冲关税的影响，央行货币政策受汇率的制约也将大大降低，有利于应对国内经济下滑和债务问题。

图 1. 股债跷跷板明显



资料来源: WIND 新纪元期货研究

#### 4. 贸易数据超预期

以美元计, 7月出口同比 3.3%, 前值-1.3%; 7月进口同比-5.6%, 前值-7.3%。7月贸易差额为 450.6 亿美元, 前值 509.8 亿美元, “衰退式”顺差继续维持。1-7 月出口累计增速为 0.6%, 进口累计增速为-4.5%。出口过市场预期, 短期市场有可能存在加速抢关出口。从主要出口国来看, 7 月对东盟、欧盟、澳大利亚、金砖国家、台湾、印度的出口增速有所上升, 带动本月出口增速反弹, 或与人民币汇率贬值以及转口贸易替代有关; 对日本、香港的出口增速下滑, 且为负值; 对美国出口增速基本与上月持平, 为 -6.5%, 加征关税对中国出口美国的影响持续显现。从产品结构来看, 纺织服装、手机及零件、集成电路、汽配、家具等产品出口增速均有明显上涨。

7 月进口数据超出市场预期, 相比前值明显改善, 显示出国内需求较为稳定。从主要进口国来看, 自日本、欧盟进口增速大幅下降至-13%、-3.4%, 自澳大利亚进口增速大幅上升至 18.7%, 自金砖国家上升至 7.5%; 自美国进口增速降幅收窄至-19%, 从 2018 年 9 月起连续 11 个月负增长。以集成电路为代表的高新技术产品增速有所下降, 但农产品、铁矿石、初级塑料、铜矿等初级产品进口增幅有所提高, 这显示出当前国内对科技产品的进口替代作用有所增强, 经济总需求较为稳定。

7 月进出口同步超出市场预期, 一方面贸易形势的不稳定加大了抢关出口的可能, 另一方面科技产品进口与出口形势转化, 显示出国内进口替代的持续推进。全球经济下行压力之下, 国内产品以较高的性价比呈现出一定的需求刚性, 但随着整体贸易环境的下行, 未来出口仍有下行空间, 我们认为未来出口可能继续保持稳中缓降的形势。

## 二、一周市场综述

### 一、国债期货方面

本周国债期货迎来方向性指引, 冲破前期震荡, 创 2016 年 11 月 29 日以来新高, 该合约本周累计值涨 0.56%, 为连续七周上涨。受到人民币对美元汇率“破 7”影响, 市场避险情绪重燃, 周一国债期货由跌转为大涨, 再度创出三年新高。: 周二国债期货涨幅持续收窄, 10 年期主力合约收涨 0.05%; 周三国债期货全日震荡上行, 10 年期主力合约涨 0.07%; 周四国债期货全天窄幅震荡勉强收红, 10 年期主力合约涨 0.02%; 周五国债期货冲高回落, 10 年期主力合约涨 0.15%, 午后最高涨至 99.33, 创 2016 年 11 月 29 日以来新高。整体来说本周国债期货在贸易战进一步升级, 人民币汇率跌破 7 元关口, 经济增速放缓, 流动性宽松, 市场避险情绪升温的背景下, 得到了方向性指引, 多因素的利好支撑国债期货保持强势。

图 2. 国债期货 10 年期日 K 线图

图 3. 三大期货持仓量变化



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、仓量分析

截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周减少 998 手至 8218 手，成交量增加 956 手至 5454 手；五年期国债期货合约总持仓报 25727 手，较上周增加 524 手，成交量增加 3744 手至 11321 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 7165 手至 80700，成交量增加 3918 手至 36242 手。

三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 国债，13 方债及 26 融债，本周全国共发行地方债 790.43 亿元，发行量为最近 4 周最低，上半年地方债供给高峰已过，利率债的配置力量可能修复。

二级市场方面，截止至本月 8，1 年期国债收益率为 2.5752%，较上周下行 2.21bp，10 年期国债收益率为 3.0465%，较上周下行 4.49bp。1 年期国开债收益率为 2.625%，较上周下行 3.78bp，10 年期国开债收益率为 3.4414%，较上周上行 4.49bp。

图 4.跨期价差

图 5.跨品种价差



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、价差及基差

。跨期价差 T1909-T1912 较上周下行 0.055, TF1909-TF1912 较上周下行 0.09。跨品种价差 TF-T 下行 0.32。

2 年期活跃 CTD 券为 180007.IB, 5 年期活跃 CTD 券为 160025.IB, 10 年期活跃 CTD 券为 170018.IB, 资金成本为 DR007., 因 CTD 券切换至短久期可交割券, 长期券种基差扩张, 可交割券期权价值增大, 基差开始扩张。若未来现券延续“补涨”行情, 交割期权价值增大或提升“做多基差”交易的性价比, 若债券收益率逆转上行, 因期债此前强于现券, 期债补跌或也将导致基差被动扩张。

合约	现券代码	转换因子	基差	期现价差	IRR	净基差
TS1909.CFE	180007	1.0063	0.2281	0.1456	1.2967	0.1436
TF1909.CFE	160025	0.9918	0.0883	0.2174	1.3539	0.0692
T1909.CFE	170018	1.0413	0.2151	0.1751	1.5416	0.1171

### 三、观点与期货建议

#### 1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：总体上，今年下半年经济下行压力依然较大，仍需稳健货币政策以及积极财政支撑，经济基本面何时真正企稳仍有待验证。下半年，外部摩擦风险加大，中美经贸合作仍存在长期性和不确定性，全球经济增速放缓，全球央行货币政策转松，美联储有可能继续降息，将打开我国央行货币政策的空间，并有利于收益率水平的走低。美国的单边主义酝酿经济波动，央行为了维持国内的环境宽松，下半年将会持续维持低利率水平。央行操作针对性十足，后期央行将依然保持货币政策的短期调控。风险事件落地后，国债期货或迎来突破性行情。

短期展望（周度周期）：在贸易战火进一步升级，人民币汇率跌破7元关口，经济增速放缓，流动性宽松，市场避险情绪升温的背景下，得到了方向性指引，国债收益率仍有下行空间。出现大幅下跌的风险较小。多因素的利好支撑国债期货保持强势。全球风险事件爆发的概率加大，或进一步刺激市场对于低风险资产的偏好。展望后市，在避险情绪升温，经济增速放缓，流动性宽松和降低实体经济融资利率的背景下，国债期货仍有上行空间。

#### 2. 操作建议

国债期货仍有上行空间，但短期警惕利多释放后的回调风险。

## 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

### 管理总部

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

### 成都分公司

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
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：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

### 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）

### 徐州营业部

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

### 常州营业部

电话：0519-88059977  
邮编：213161  
地址：常州市武进区湖塘镇延政中路16号B2008、B2009

### 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

### 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

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261939  
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

### 杭州营业部

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850216  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

### 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#

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼