

宏观风险不减国债期货牛市或将延续

内容提要:

- ◆ 国债期货8月首周突破前高，而后维持高位震荡行情。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，多因素利好支撑国债期货保持强势，随后延续高位震荡。
- ◆ 7月经济基本面数据普遍明显下行，工业增加值、消费与固定资产投资增速均低于市场预期，CPI处于高位的同时，PPI下降显著。
- ◆ 7月金融数据不及预期，受实体经济疲软、房地产融资政策收紧等影响，新增社融信贷规模下滑，M1和M2增速双双回落。
- ◆ 八月资金面整体保持稳中略偏紧态势，8月完善LPR机制和LPR的第一次报价，显示了“结构性降息”的迹象。
- ◆ 截至8月22日，今年以来，全国发行地方债达37128.16亿元。根据财政部安排，全年新增地方债发行应在9月底前完成，地方专项债有增发可能性。
- ◆ 近期中美贸易摩擦再次升级，中美贸易摩擦已经成为了长期性、反复性的持久战，市场对此也有一定的心里建设，对于资产价格的影响从时间上以及幅度上都有边际弱化的体现。
- ◆ 后期央行将依然保持货币政策的短期调控。市场收益率水平将继续保持低位，国债期货牛市基础并未改变。

宏观经济/国债

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

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL: 0516-83831160

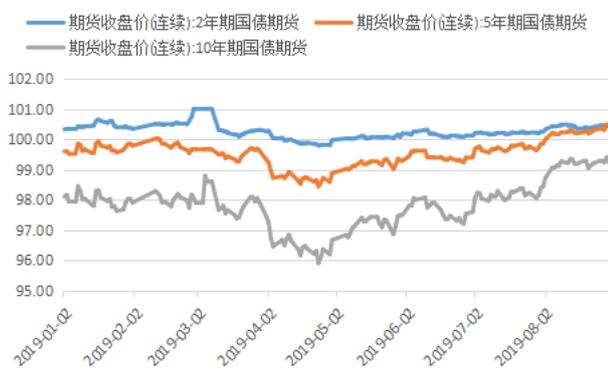
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

国债期货 8 月首周突破前高，而后维持高位震荡行情。首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，十年期国债期货首周累计值涨 0.56%。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，多因素利好支撑国债期货保持强势。8 月 12 至 16 日，国债期货整体上呈现利多兑现后的高位震荡格局，经济数据悉数公布均不及预期但对盘面影响不大，后期债市进入震荡整理期。8 月 19 至 23 日，国债期货市场缺乏明显的方向指引，前期获利多单止盈明显增多，反投资者对后市看法分歧较大。周二新 LPR 首次报价对债市影响不大。八月的最后一周，国债期货前期依然维持高位震荡态势，但周四迎来突破大幅冲高，10 年期主力 T1912 收盘涨 0.318%，市场传言政策性金融债已开始严格执行纳入同业投资管理。随后监管人士称政策性金融债监管口径近期并无变化，周五国债期货一抹周四涨幅，大幅收跌。

图 1. 国债期货整体高位震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 现券略有下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

现券方面整体重心下移，截止到 8 月 29 日，1 年期国债收益率为 2.6311%，较上月上行 1.28bp，10 年期国债收益率为 3.0321%，上月下行 12.31bp。1 年期国开债收益率为 2.7606%，较上月下行 8.73bp，10 年期国开债收益率为 3.4445%，较上月下行 9.06bp。资金面方面，7 月资金面呈现上行态势，隔夜 Shibor 下行 7BP 至 2.572%，7 天 Shibor 跌 0.8BP 至 2.665%，14 天 Shibor 上行 0.03bp 至 2.701%，1 月 Shibor 上行 5.5bp 至 2.661%。

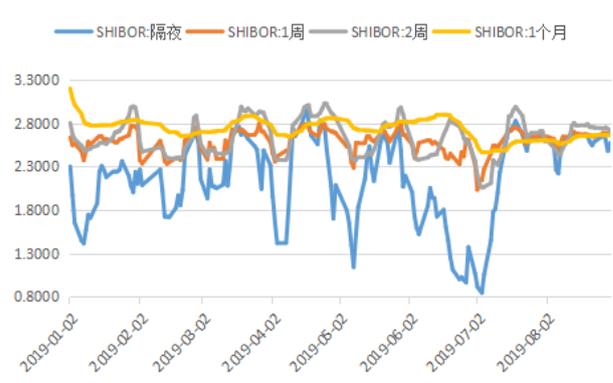
5 年期国债期货主力合约 TF1912 与 10 年期主力合约 T1912 的价差整体维持震荡重心下移。10 年期国债收益率从 8 月初 3.15% 行至 3.03% 左右，5 年期国债收益率受资金面影响更大一些，在 2.92%—3.00% 区间波动，10 年-5 年期收益率差上涨至 9P—16BP 之间。

图3. 价差震荡下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. Shibor 探底回升



资料来源：WIND 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) 7月份经济数据普遍下行

7月经济基本面数据普遍明显下行，工业增加值、消费与固定资产投资增速均低于市场预期，CPI处于高位的同时，PPI下降显著。经济数据的回落在预期之内，对单月数据波动不宜过度解读。但经济数据的高波动性，反映了近期经济政策的不确定性。基于中美贸易摩擦恶化下的外部压力以及克制的国内政策，三季度经济形势和景气程度难言乐观。

1、工业增加值大幅下行

6月底基数和冲数据等因素消退，7月工业增加值增速较6月大幅下行。7月制造业工业增加值增长4.5%，较6月大幅回落1.7个百分点，直接拖累总工业增加值回落1.4个百分点左右。类别来看，中游装备制造业以及下游部分可选消费业工业增加值均普遍大幅回落。除制造业以外，占比较小的采矿业7月也有所回落。8月耗煤量同比增速较7月小幅回升，同时由于环保限产放松钢铁产量有所回升，工业增速或将有所回升，但内需依旧较弱，难以形成趋势。

2、社零增速大幅低于预期，汽车影响社零回落，

社零增速大幅低于预期，汽车影响社零回落，原油、楼市疲态依旧。7月社会消费品零售总额33073亿元，同比名义增长7.6%，预期增长8.4%，前值增长9.8%。主要分项均出现明显回落，汽车是主要影响因素，内需仍不振。7月汽车消费增速-2.6%，较6月的17.2%大幅回落，大幅影响社零增速，其回落原因主要系6月汽车厂商受国五国六环保标准转换影响开展促销，产生透支效应引发7月汽车销售回落。受国际油价继续下跌以及高基数影响，石油及其制品同比-1.1%，石油消费下行对社零形成拖累。房地产销售面积增速持续为负，致使其后周期行业家电、建筑装潢、家具等增速开始回落。8月27日，国务院办公厅发布《关于加快发展流通促进商业消费

的意见》（以下简称《意见》），提出促进流通新业态新模式发展、改造提升商业步行街、释放汽车消费潜力、活跃夜间商业和市场等 20 条促进消费的具体举措。这不仅可对宏观经济逆周期调节发挥重要作用，更对推动消费端循环经济产业变革具有重要意义。后期将会逐渐对消费形成支撑。

3、固定资产投资增速保持平稳，

固定资产投资增速保持平稳，制造业增速低位回升，基建、地产双双回落。1—7 月，固定资产投资同比增长 5.7%，预期 5.8%，前值 5.8%。从分项上看，制造业投资累计同比有所回升，增速收于 3.3%，较前值回升 0.3 个百分点。由于新型基建如 5G 行业的投资归属于制造业投资，因此稳增长的政策部分体现为制造业投资，使得该数据在目前需求较弱的形势下仍有所回升。中美贸易摩擦升级，将影响制造业企业盈利以及未来预期，叠加全球经济下行，出口压力加大，料后续制造业投资增速将继续维持下降趋势。基建投资略有回落，回落至 3.8%，与市场预期背离。8 月至今地方债发行继续降速，专项债面临当年额度使用将尽的局面，基建资金来源仍然是限制基建增速回升的主要原因。另外，专项债可用作资本金政策虽然落地，但目前执行效果并未显现，政治局会议强调旧校区改造等新型基建，后续若政策效果有所发挥，则基建增速大概率将缓慢上行。7 月房地产投资增速为 10.6%，比上月回落 0.3 个百分点，基本符合预期。从分项数据来看，7 月房地产新开工继续走低，与 100 大中城市土地成交面积滞后 5 个月走势一致；值得注意的是，房地产竣工面积增速则明显回升，从-13.96%大幅走高至-0.62%。今年交房压力较大，房地产施工进度或将加快，后续竣工面积增速可能转正，或减缓对房地产投资下行速度；另外，7 月单月销售增速由负转正，主要受去年低基数影响，后续或将继续回落。近期房地产调控政策明显收紧，房企融资难度加大，地产投资下行趋势较为确定。综合来看，投资作为逆周期政策的重要手段，在内外需均承压的背景下，其逆周期的性质将继续得到体现，未来投资增速仍有望保持平稳。

4、进出口略有好转，“衰退式顺差”延续

7 月进出口增速虽略有好转，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

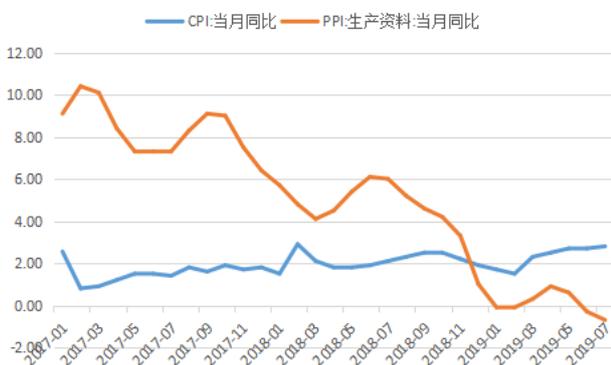
形势。

对债市而言，7月经济数据均大幅低于预期，3季度经济下行压力明显增大得到确认，基本面对债市的利好延续，叠加海外不确定性加大，国内逆周期调节政策可能近期会有所加速，在“两轨合一”操作过程中，中期政策利率调整带动短端利率下行并打开长端下行空间，债市收益率下行趋势延续。

（二）金融数据不及预期

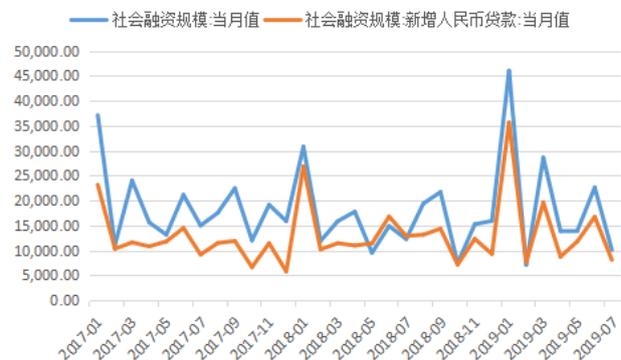
7月金融数据不及预期，受实体经济疲软、房地产融资政策收紧等影响，新增社融信贷规模下滑，M1和M2增速双双回落。7月新增社融规模1.01万亿元，同比减少2103亿元；存量社融增速10.7%，较6月下降0.2个百分点。人民币贷款成社融增长最大拖累，新增人民币贷款1.06万亿元，大幅少增3900亿元，创2018年以来单月最大降幅。企业贷款占比28.1%，较6月的54.8%大幅下滑，其中，企业中长期贷款占比34.7%，仍明显低于1季度。7月M2同比8.1%，预期8.46%，前值8.5%，M1货币供应同比3.1%，前值4.4%，M0货币供应同比4.5%，前值4.3%。M1、M2增速双双回落，反映居民和企业对交易和现金的需求有所下降。货币政策传导不畅，宽货币到宽信用政策效果较差。社融增速年内高点或已显现，社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。主要有以下原因，从总量上看经济下行抑制信贷投放，随着名义GDP增速下滑，作为增速相匹配的社融增速将承压。另外5月以来房企融资收紧进一步定向紧信用，专项债额度减少低基数效应减弱。并且上半年的社融反弹带来宏观杠杆率上升，未来将更注重融资结构的改善。预计后续仍会有针对性的定向降准，但难以全面宽松，对于可能存在的信用收缩风险，央行大概率将通过多措施并举进行对冲，如研究完善中小银行制度性支持。

图 5. CPI, PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融不及预期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

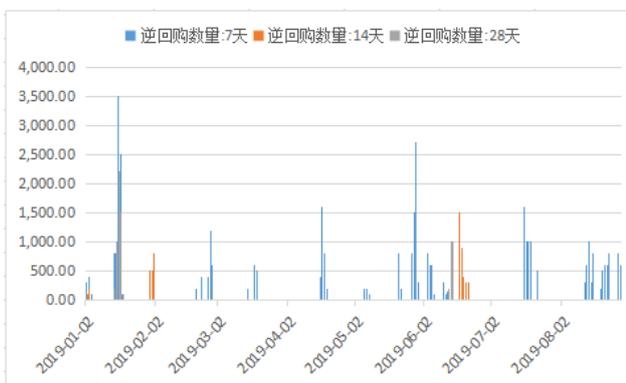
（三）CPI, PPI 分化

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。

目前生猪供给缺口再度扩大，猪价上涨仍在延续，在无有效疫苗控制的情况下，复产难度较大，生猪产能缺口持续时间进一步延长。在此背景下，8月21日国务院召开常务会议，会议指出，稳定生猪生产，保障猪肉供应，事关“三农”发展、群众生活和物价稳定。会议确定，一是综合施策恢复生猪生产。二是地方要立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定。三是发展规模养殖，支持农户养猪。四是加强动物防疫体系建设，提升疫病防控能力。五是保障猪肉供应。增加地方猪肉储备。未来随着稳定生猪生产、保障猪肉供应的措施推出，一定程度上将缓解猪价上涨压力，从而缓解CPI的上行压力。

图7：2019年8月逆回购投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8：流动性投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策更具灵活性

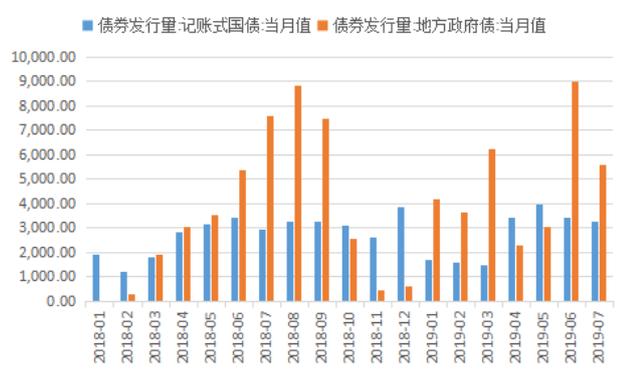
八月资金面整体保持稳中略偏紧态势，月初央行连续暂停公开市场操作，而后随着月中税收及MLF到期，资金面有所收紧随后央行逆回购和MLF并举，实施超额对冲，符合以往月中“补水”惯例。MLF和逆回购操作利率未见调整。市场预期从中获得宽松讯息的预期落空。对于目前市场关注的降准，8月20日央行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上回应“中国是否降准、降息”称，短期主要看改革（完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制），改革以后看情况，降准、降息都有空间，但是降不降还要根据经济增长和物价形势。临近月末财政支出力度加大，政府债券发行缴款、中央与地方国库现金管理到期和央行逆回购到期等因素影响资金面，随后央行连

续逆回购操作使得资金面相对平稳。央行的操作针对性十足。央行保持流动性合理充裕的意图明确，资金面趋紧时会立即投放流动性，在资金面宽松是也会保持克制。

8月完善LPR机制和LPR的第一次报价，显示了“结构性降息”的迹象。2019年我国开始逐步开展利率市场化改革，逐渐两轨并一轨。为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。随后市场迎来了第一次LPR报价。1年期LPR为4.25%，5年期以上LPR为4.85%，整体略低于旧机制下的LPR利率。LPR新机制由原来的基准利率加减点调整为目前的MLF加点方式，一方面使得LPR与贷款基准利率脱钩，进一步提升其市场化的程度，另一方面增强央行对于信贷市场融资成本的调节功能，为进一步畅通货币政策的利率传导渠道奠定基础。考虑到目前LPR利率与MLF挂钩，年内后续MLF利率引导下行的概率大。年内共有6次MLF到期，投资者需重点关注MLF操作利率。如果。

目前来说新机制的LPR并未带来利率市场的整体下移，从盘面上看对债市利好影响非常有限。LPR的最终目的是央行后期通过调整MLF以及OMO的同时，可以跨市场引导贷款利率，同时兼备跨期限传导调整市场利率。后期政策将更有效力。LPR利率形成机制改革后，仍需关注后续可能的逆周期调节政策，例如财政发力、专项债扩发、对中小银行定向降准支持小微民企等。

图9: 地方债提前发行



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图10: 股债跷跷板效应显著



资料来源: WIND 新纪元期货研究

三、地方债发行放缓

截至8月22日，今年以来，全国发行地方债达37128.16亿元。根据财政部安排，全年新增地方债发行应在9月底前完成。目前，北京、广东、安徽等多个地区全年新增地方债额度已使用完毕。按照9月底前发行完全年3.08万亿新增债券的安排，8、9月月均还需发行新增债券约2635亿元。下一阶段，聚焦重大项目，专项债品种试点范围有望进一步扩大，地方债补短板、稳投资的效果还将继续显现。

地方专项债有增发可能性，财政部公布的数据显示，截至7月底，新增地方政府债券25529亿元，占全年新增地方政府债务限额的83%。按照财政部要求，今年的地方债新增额度在9月即将用完。面对经济下行压力，逆周期调节需要积极财政政策发力，预计财政支出下半年仍会增加。下半年地方政府专项债余额所剩不多，为了弥补收支缺口，增加地方政府专项债的发行量成为大概率事情。目前来看，把之前未用完的地方债额度划转到今年使用，是可操作性较强的办法。需关注地方债增发的额度，如果短期有大额地方债增发，有可能引起期债的阶段

性回调。

四、外围再生波澜

（一）中美关系波澜再生

近期中美贸易摩擦再次升级，8月15日美国宣布对我国出口至美国的3000亿美元的商品加征关税，最快在9月1日就将实施。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”。因此美国随后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。同时我国宣布对美国出口至我国的750亿美元的商品加征关税。8月24日，美国宣布加码制裁力度，对5500亿美元中国输美商品加征关税税率。

中美贸易摩擦已经成为了长期性、反复性的持久战，市场对此也有一定的心里建设，对于资产价格的影响从时间上以及幅度上都有边际弱化的体现。但未来中美贸易摩擦反复仍将是常态化，短期内达成协议的概率较小，多以拉锯式的谈判、阶段性关系的微妙变化为主。未来中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。由于中美贸易摩擦持续升级，全球经济受到了较大的影响，市场情绪也受到了冲击。全球大类资产出现大幅的下跌，避险资产固收资产、贵金属的价格将受到相应的提振。因此，在贸易摩擦持续升级的背景下，国债整体的涨势将延续。

（二）中美利差创新高

目前，中国债券市场与美、欧债券市场的走势出现了巨大分化，美国国债倒挂加剧，中美10年期国债利差续创新高。26日，美国10年期国债下行5bp至1.49%，与1年期国债收益率倒挂扩大至28bp，续创2016年7月以来新低，市场担心衰退可能加剧。美国债利差扩大，中国货币政策储备充足。由于美国经济衰退预期高企，中美10年期国债利差扩大至156bp，续创2017年12月以来新高，处于2010年以来76%分位数。中美利差倒挂主要源于双方货币政策态度出现了分化：美欧债市收益率的迅速走低，背后是市场对新一轮货币宽松的高度预期；而中国在宏观政策上表现出超强定力，坚决实施房地产调控和金融供给侧改革，在货币宽松上主要强调引导资金流向。从历史上看，中美国债利差扩大，对于维持人民币汇率有显著提振作用。考虑到美国不断对中国加征不合理关税，中国在保持币值稳定的前提下，有宽裕的货币政策空间来抵御这一关税影响。同时参考中国10年期国债收益率与MLF利率不断扩大的利差空间，预计近期MLF利率存在下调趋势。

第三部分国债期货市场展望

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。市场收益率水平将继续保持低位，国债期货牛市基础并未改变。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。

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

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

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#