

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：利多因素弱化 债牛基础仍在

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. CPI 与 PPI 分化加剧

中国8月CPI同比增2.8%，前值增2.8%，处于年内高位。8月PPI同比降0.8%，前值降0.3%，处于年内低位。CPI连续6个月处于“2时代”，市场通胀预期走强。此次CPI要是由于猪肉、水果、蔬菜等食品价格上涨引发，其中猪肉价格上涨46.7%，影响CPI上涨约1.08个百分点。因猪肉养殖具有周期性，CPI短时间内拐头的可能性较小。8月PPI主要受高基数影响下降幅度扩大，通缩加剧，实际利率上升。主因内外需不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制和土地财政下滑而低迷，黑色、有色等价格下跌。此外，国际油价下跌，带动国内原油开采、下游化纤制造业等行业价格跌幅明显。PPI同比增速继续下行的压力已得到较大缓解，减税降费利好持续释放将对PPI增速构成一定支撑。总体上看，PPI大概率将经过磨底后于年底开始缓慢上行。

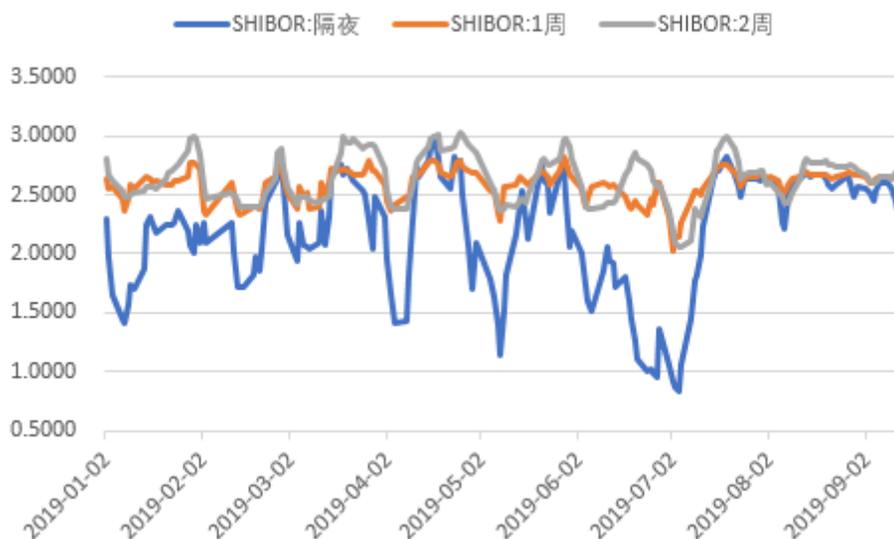
2. 金融数据修复喜忧并存

8月份金融数据超预期，信贷结构有所改善，社融略高于预期。人民币贷款环比回暖，M2、M1、M0同比增速均回升，宽信用政策在见效。中国8月新增人民币贷款1.21万亿元，市场预期1.157万亿元，前值1.06万亿元。8月份人民币存款增加1.8万亿元，同比多增7147亿元。M2同比增长8.2%，预期8.2%，前值8.1%。M1同比增长3.4%，前值3.1%。8月社会融资规模增量1.98万亿，预期1.60万亿，前值1.01万亿。8月末社会融资规模存量为216.01万亿元，同比增长10.7%，前值10.7%。8月金融数据略高于预期，较7月也有较大改善。但不容忽视的是，8月金融数据总量并不理想，较7月的反弹不乏季节性规律。同时，金融数据结构方面的问题更为突出，企业短期贷款持续负增长。随着房地产融资政策的收紧，后期走势仍存变数。展望后市，国内经济下行压力确认，逆周期调节加速加码，政策“稳增长”主线日益清晰。尤其是近期LPR改革、专项债额度提前下发、全面+定向降准，目标均在于祭出财政+货币政策的组合拳，保持经济平稳运行在合理区间。但在逆周期调节下，融资利率下行对融资需求的刺激效果仍有待观察。

3. 央行下调存款准备金率

9月6日收盘后，央行宣布为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。本次降准是对此前9月4号国务院常务会议（国常会）会议精神和要求的落实。央行表示此次降准将能释放资金预计将达到9000亿元，银行负债端资金供给与成本得到明显改善。此外央行还照例表示了此次降准并非大水漫灌，稳健货币政策取向没有改变。因为此次降准与9月中旬税期形成对冲。预计9月17日国内MLF到期续作时调整政策性金融工具利率的概率较高，从银行资产端降低实体经济融资成本。降准虽然释放大量资金，短期对债市利好有限。而由于经济潜在增长中枢下移趋势不改，无风险收益率的中长期机会依然值得期待。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

4. 公开市场操作针对性十足

本周央行公开市场全口径净投放 535 亿元。9 月 12 日未开展逆回购操作。9 月 11 日，央行开展 300 亿元 7 天期逆回购操作，当日无逆回购到期，因此单日净投放 300 亿元。9 月 10 日，央行开展 800 亿元 7 天期逆回购操作，当日无逆回购到期，因此单日净投放 800 亿元。9 月 9 日央行公告称，为对冲 MLF 到期等因素的影响，9 月 9 日央行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作，7 天期逆回购中标利率维持 2.55%。当日 1765 亿元 MLF 到期，无逆回购到期。9 月季末考核、财政收税、长假前取现等仍可能给流动性供求造成一定程度扰动，但也可能为逆周期政策适时发力创造契机。央行将适时适量加大流动性支持，流动性总量不会明显脱离合理充裕范畴，月中中期借贷便利（MLF）操作利率存在下调可能性。资金面方面，货币市场利率略有下行，隔夜 Shibor 下行 22.8BP 至 2.369%，7 天 Shibor 下行 0.2BP 至 2.65%，14 天 Shibor 上行 1.1p 至 2.663%。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

本周共四个交易日，降准刺激效应近期有所弱化，本周国债期货连续弱势回调。周一国债期货小幅收跌，上周五降准靴子落地，但是因为市场已经充分预期，对债市提振有限，10 年期主力合约跌 0.12%；周二国债期货全线收跌，10 年期主力合约跌 0.16%；周三国债期货延续收跌，10 年期主力合约跌 0.15%；周四 8 月金融数据超预期叠加避险情绪减弱打压债市，国债期货大幅收跌，10 年期主力合约跌 0.34%。

图 2.国债期货 10 年期日 K 线图

图 3.三大期债持仓量变化



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

截止周四，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 989 手至 8766 手，成交量增加 1058 手至 11099 手；五年期国债期货合约总持仓报 30118 手，较上周减少 54 手，成交量减少 580 手至 11319 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 2044 手至 77783，成交量增加 14609 至 43300 手。

三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债，6 只地方债及 33 只金融债，9 月上半月全国已发行及将发行的地方债合计不到 100 亿元。预计下半月地方债将迎来集中发行期。

二级市场方面，截止至本月 11 日，1 年期国债收益率为 2.6119%，较上周上行 0.17bp，10 年期国债收益率为 3.0525%，较上周上行 3.52bp。1 年期国债收益率为 2.754%，较上周下行 2.81bp，10 年期国债收益率为 3.4825%，较上周上行 3.28bp。

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 T1912-T2003 较上周上行 0.22, TF1912-TF2003 较上周上行 0.185。跨品种价差 TF-T 上行 0.33

2 年期活跃 CTD 券为 190009. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 190004. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 190006. IB, 资金成本为 DR007。基差方面，目前基差处于较低水平，预计未来或将走高，建议做多基差交易。

合约	现券代码	转换因子	基差	期现价差	IRR	净基差
TS1909. CFE	190009	0.9959	0.1298	-0.0849	-5.1333	0.1274
TF1912. CFE	190004	1.0075	0.1367	-0.0844	-5.0125	0.1277
T1912. CFE	190006	1.0236	0.2766	-0.2229	-13.2060	0.2663

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望(月度周期):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。

短期展望(周度周期):CPI持平PPI较弱,在一定程度上表明目前国内经济依然偏。8月份金融数据超预期,但8月金融数据总量并不理想,较7月的反弹不乏季节性规律。同时,金融数据结构方面的问题更为突出,国内经济基本面仍然偏弱,国债期货长期上行基础并未改变。货币政策方面,近期利用“逆周期工具”对冲宏观经济下行压力意图明显,且政策落实推进速度较快,未来一段时间内降息可期,降准释放了充足的流动性,会带来市场整体利率的下降,同时降准也带来了降息的预期,但国内10年期国债收益率近期一直僵持于3%压力位。近期需关注近期美联储议息会议的降息幅度。中美摩擦缓解预期使得避险情绪消退,但中美关系具有长期性,反复性,短期达成协议概率较小。综上所述,债牛基础并未动摇,但短期内受到通胀高位、权益市场走强等因素的影响面临调整。近期期债维持高位偏弱振荡为主,等待新的方向性因素出现。

2.操作建议

市场观望情绪浓厚,短期国债期货谨慎偏多。

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