

品种研究



葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格：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：调降 MLF 效应有限 国债期货重回震荡

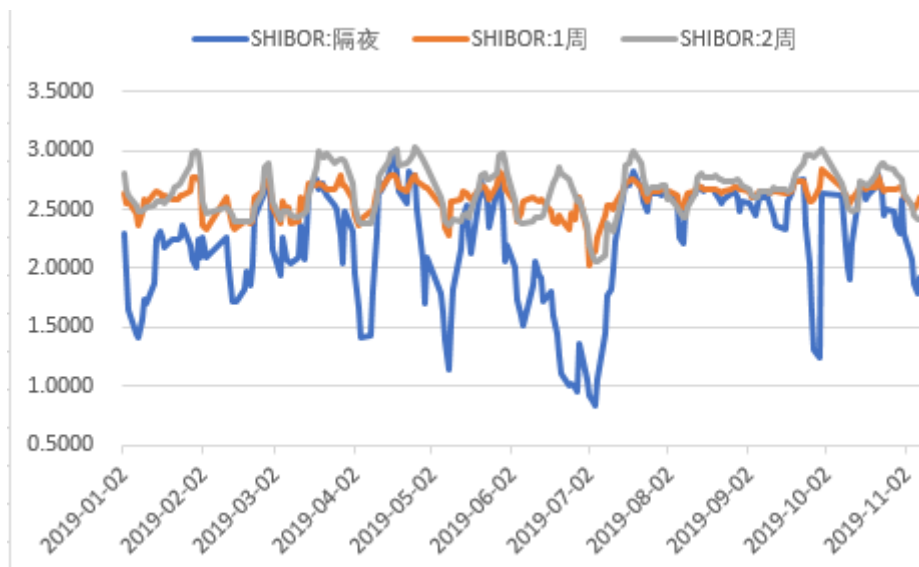
一、基本面分析

（一）宏观分析

1. MLF “降息”操作落地 货币市场利率悉数下行，

2019年11月5日，央行开展MLF操作4000亿元，略低于当日到期量4035亿元，基本全额对冲；中标利率为3.25%，较上期下降5个基点，这也是自2018年4月17日以来首次下调MLF操作利率。本周末央行未开展逆回购操作，央行公开市场净回笼35亿元。8月LPR机制改革落地，LPR贷款定价挂钩MLF。某种程度上可以认为，MLF利率下降就是降息。市场预期“LPR机制完善—LPR基准推广—MLF小幅多次调降”的降息三部曲将渐次奏响。然而，被市场寄予厚望的MLF利率下调没有很快到来，8月、9月，MLF利率下调预期接连落空。然而央行选择在此时降息，有以下四个深意：一、缓解猪通胀的担忧；二、降低发生滞涨的风险；三、继续压低社会融资成本；四、修复中美货币政策周期错位。值得注意的是，LPR新机制已由原来的基准利率加减点调整为目前的MLF加点方式。下一次LPR的报价时间将为11月20日。当前逆回购未到期余额为零，需关注央行下次开展逆回购时的操作利率，若OMO操作利率未调整，或意味着资金利率中枢下行空间仍然有限，MLF操作利率降成本的作用也将有所折扣，若OMO操作利率跟随下调，则DR007中枢位置或再次边际下行。资金面方面，随着MLF利率的下调，银行间市场资金面继续维持宽松，主要回购利率走低，隔夜加权利率再度跌破2%关口。货币市场利率悉数下行，隔夜Shibor本周下行39.9BP至1.902%，7天Shibor下行4.6BP至1.902%，14天Shibor下行19.5p至2.433%。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2. 贸易数据超预期

海关总署 11 月 8 日发布数据显示，中国 10 月出口（以美元计）同比降 0.9%，预期降 2.9%，前值降 3.2%；进口降 6.4%，预期降 8.2%，前值降 8.5%；贸易顺差 428.1 亿美元，前值 396.5 亿美元。10 月出口数据超出预期，出口回升中一般贸易回升幅度较大。分国别来看，9 月对美、欧、日出口增速分别为-16.2%、3.1%、-7.8%，前值为-21.9%、0.1%、-5.0%，对欧美出口均较好，对美出口回升幅度相对大，有可能存在一定程度的抢出口。10 月进口同比增速高于预期，进口在去年同期基数较高的情况下基数仍然相对强劲。

10 月贸易差额为 428.1 亿美元，高于去年同期水平，较上月进一步上升，四季度顺差通常因季节性而环比上升。展望未来，只要内外需保持相对平稳，随着去年同期抢出口消退、内外需求回落等因素带来的基数的下滑，贸易增速将获得自然回升和转正的力量。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

在周二央行超预期下调 MLF 操作利率之后，国债期货大幅拉升，但是随后市场重新回归平淡，大涨势头未能延续。周一国债期货全线收跌，10 年期主力合约跌 0.13%，美国经济数据向好海外风险偏好回升，且中美第一阶段贸易协议签署在望消息亦打压避险情绪；周二 MLF 利率调降，国债期货快速拉涨，午后持续保持强势，临近尾盘涨幅进一步扩大。截至下午收盘，10 年期主力合约涨 0.38%；周三国债期货走势分化，10 年期、5 年期主力合约分别小幅收涨 0.09%、0.04%，2 年期主力合约收跌 0.03%，在调降 MLF 操作利率的乐观情绪被市场消化后，国债期货上行放缓，在物价上行与贸易局势向好的背景下，反弹的持续性有限；周四国债期货全天窄幅震荡小幅收跌，10 年期主力合约跌 0.06%；周五国债期货开盘后快速走低，临近午盘略有反弹，午后持续弱势，尾盘略有拉回。截至收盘，10 年期主力合约跌 0.06%。通胀升温和内外市场风险偏好的回升对于期债仍存制

约，当前期债反弹能否持续还需进一步方向指引。

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

截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周减少 1589 手至 14565 手，成交量增加 15452 手至 32590 手；五年期国债期货合约总持仓报 35396 手，较上周减少 1394 手，成交量增加 2721 手至 10188 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 547 手至 91941 手，成交量增加 9517 至 39247 手。

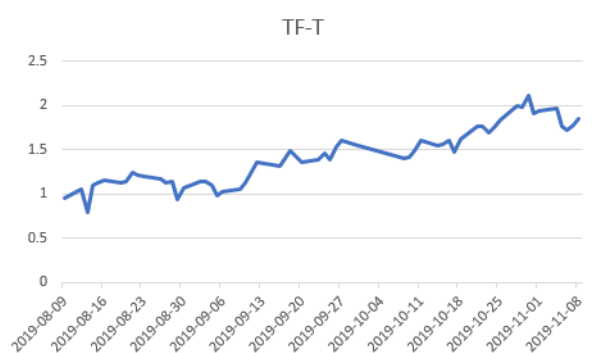
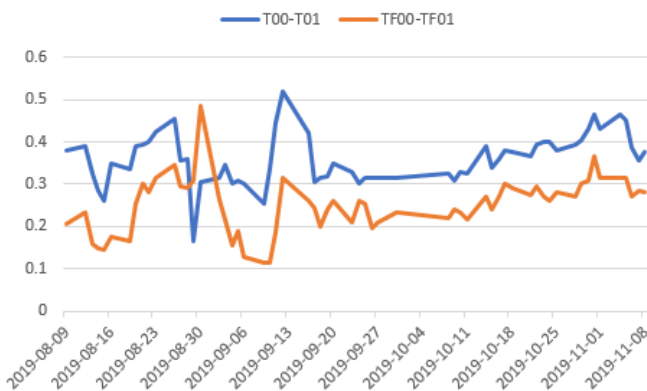
三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债，11 只地方债及 24 只金融债。随着各省陆续发完今年新增地方债券，10 月各地发债规模已不足 9 月发行量的一半。在当前的发行安排下，今年最后两个月的地方债供给总规模在 1500 亿元以内。明年地方政府债券发行规模有可能进一步扩容，发行速度也将继续加快，预计发行总量或将超过 6 万亿元。

二级市场方面，截止至本月 7 日，1 年期国债收益率为 2.6588%，较上周上行 0.12bp，10 年期国债收益率为 3.2736%，较上周下行 0.21bp。1 年期国开债收益率为 2.7809%，较上周上行 4.36bp，10 年期国开债收益率为 3.7053%，较上周下行 0.49bp。

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 T1912-T2003 较上周下行 0.055, TF1912-TF2003 较上周下行 0.035。跨品种价差 TF-T 下行 0.08。

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。

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	0.1879	0.1016	0.9189	0.1779
TF1912.CFE	190004	1.0075	0.3186	0.0212	0.1939	0.2606
T1912.CFE	190006	1.0236	0.2428	0.1082	1.0118	0.1689

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：四季度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，外部摩擦风险依然较大，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，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。中长期来看，虽然基本面数据对于近期市场指引有限，但在全球经济下行、货币宽松的背景下，债牛基础仍在。

短期展望（周度周期）：三季度经济增速虽然进一步走低，但经济出现了明显的企稳迹象，有利于后期国内经济逐步探底回升。CPI 增速保持高位，也限制了市场收益率。MLF 操作利率的下调是对货币政策维持宽松方向的确认，有利于前期货币政策收紧预期的修正，并且可能带动资金利率中枢的小幅下行，短期关注 OMO 操作利率是否跟进调整。经济韧性、货币政策、通胀压力之间相互对冲和制约关系。中美贸易摩擦缓和，使得市场的担忧情绪得到了阶段性的修复。然而中美经贸问题反复、英国脱欧等风险因素短期对国债期货仍有干扰。目前国债期货尚无明显反弹动力。虽然下调 MLF 和近期资金面的好转，但对期债支撑有限。

操作建议

国债期货或维持偏弱震荡，建议观望为主，同时关注中美贸易、10 月经济数据及后续 OMO 操作进展。

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达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