

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：经济数据再现季初回落 期债方向尚不明确

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 经济数据再现季初回落

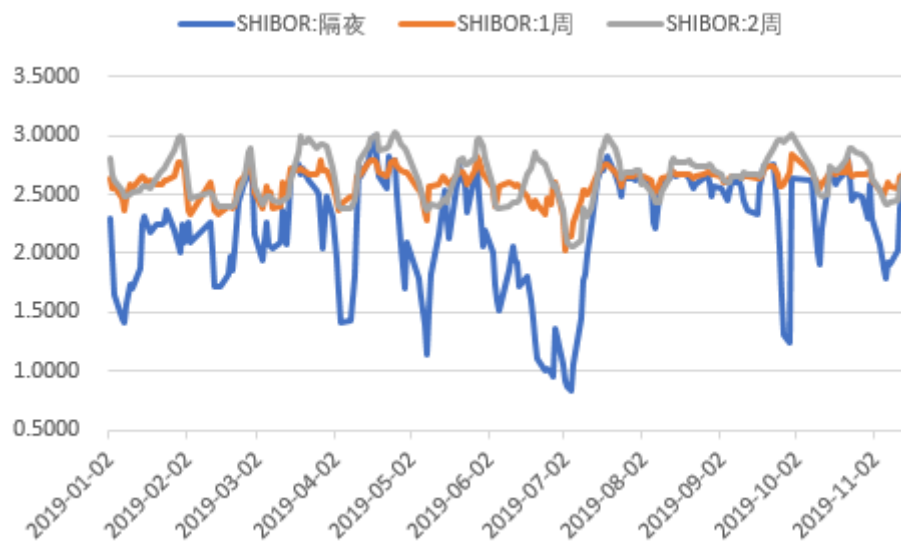
10月经济数据低于市场预期，社消、投资、工业增加值数据均出现了一定幅度的下行，基建发力有限，但地产景气仍高。10月规模以上工业增加值同比4.7%，预期5.3%，前值5.8%。工业增加值数据季节性回落，但仍属平稳。其中，采矿业、制造业生产增速回落，生产下滑也反映出经济下行压力之下，企业主动去库存的阶段尚未结束。出口交货值同比名义下降3.8%，是拖累生产的重要原因。

消费增速降至年内低点，社会消费品零售总额同比7.2%，预期7.9%，前值7.8%；实际增长4.9%，为年内新低。汽车仍是拖累消费的最主要因素。国际油价同比跌幅扩大，导致石油及制品类消费同比下降4.5%，为社零另一大拖累因素。此外，服装、化妆品等产品的消费增速也有所下降，可能与“双十一”前的延迟消费有关。

1至10月城镇固定资产投资同比5.2%，预期5.4%，前值5.4%。1-10月制造业投资累计同比增长2.6%，较上个月增长0.1%。近三个月均在2.6%左右徘徊，制造业投资总体仍在筑底，但新旧动能转换加快，结构持续向好。基建投资再度回落，1-10月基建投资（不含电力）累计同比增长4.2%，较上个月下行0.3%。10月房地产投资单月同比增长8.78%，较上月回落1.7%。地产投资增速回落，但销售、新开工、施工、竣工均改善。

10月经济数据再现季初回落，年初以来，经济数据“季初回落，季末冲高”的特点十分明显，这与信贷投放、财政支出节奏以及基数分布有关。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2. 央行货币政策针对性十足

本周央行未开展逆回购操作，央行连续 15 日暂停逆回购操作，公开市场连续空窗令流动性渐边际收敛，货币市场利率多数上涨。周五央行公告称，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 个百分点的第二次调整，释放长期资金约 400 亿元。同时，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元。此前 11 月 5 日，央行公告开展 MLF 操作 4000 亿元，中标利率为 3.25%，下降 5 个基点。临近月中，随着缴税压力的到来，对冲税期高峰等因素后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平。央行公开市场依然按兵不动，市场供给相对较少，虽有定向降准生效，但资金释放量杯水车薪，仍需关注逆回购会否重启及操作利率情况。资金面方面，本周资金面呈现收紧态势，货币市场利率有所上行，隔夜 Shibor 上行 79.1BP 至 2.693%，7 天 Shibor 上行 16.7BP 至 2.737%，14 天 Shibor 上行 30.9p 至 2.742%。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

本周国债期货出现小幅反弹。周一在股市及商品市场调整，金融数据走弱的影响下，国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.32%；周二国债期货开盘后全线冲高，午后震荡回落全线收跌，10 年期主力合约跌 0.07%；周三国债期货全线收红，10 年期主力合约涨 0.13%；周四经济数据公布，弱于市场预期，但经济数据回落市场已提前消化，对盘面影响较小，国债期货高开低走，全线收跌，10 年期主力合约跌 0.06%；周五国债期货早盘集体走高，随后央行宣布进行 MLF 操作，期债快速走低，午后逐渐探底回升，尾盘再度走高，截至收盘，10 年期主力合约涨 0.14%。目前通胀预期仍难缓和，且继续上行趋势明显，仍将制约利率下行空间，国债期货价格继续上行的持续性和空间较为有限，还需等待新的刺激政策出台。

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增加 675 手至 15240 手，成交量减少 2045 手至 30545 手；五年期国债期货合约总持仓报 34940 手，较上周减少 456 手，成交量增加 4240 手至 14428 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 1633 手至 90308 手，成交量增加 5892 至 45139 手。

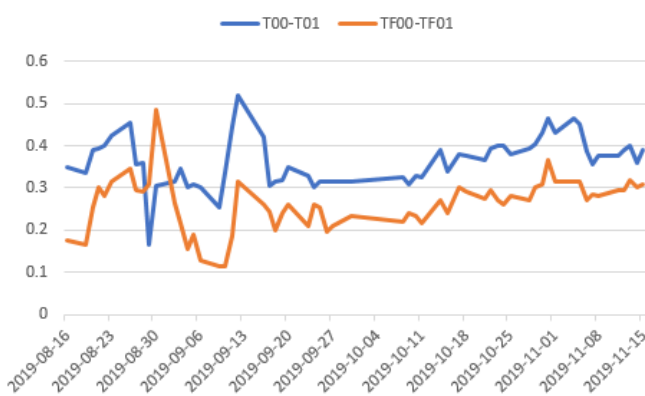
三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债，2 只地方债及 36 只金融债。本周仅新疆发行 10 年期专项地方债和 20 年期一般地方债，2020 年提前批地方债申报基本结束，市场预计 2020 年提前下达的专项债额度约为 1.29 万亿元。

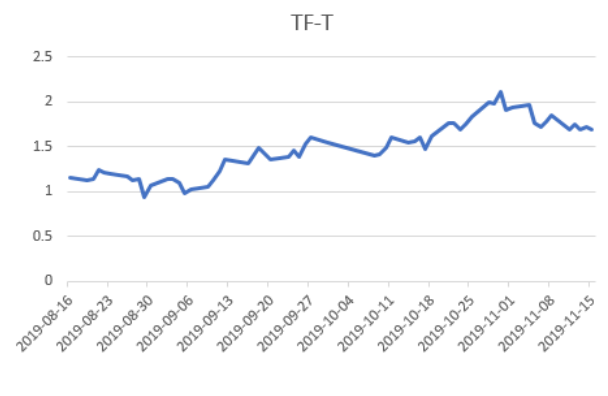
二级市场方面，截止至本月 14 日，1 年期国债收益率为 2.6818%，较上周上行 2.39bp，10 年期国债收益率为 3.2555%，较上周下行 2.10bp。1 年期国债开债收益率为 2.7835%，较上周上行 0.31bp，10 年期国债开债收益率为 3.643%，较上周下行 6.24bp。

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 0.015, TF1912-TF2003 较上周上行 0.03。跨品种价差 TF-T 下行 0.17。

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	0.1029	0.1367	1.5447	0.0912
TF1912. CFE	190004	1.0075	0.2117	0.0672	0.7475	0.1642
T1912. CFE	190006	1.0236	0.1853	0.1032	1.1715	0.1245

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，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）：10月份经济指标较弱，工业增加值，固定资产投资以及社零消费等不及市场预期，经济下行的趋势仍在延续。目前通胀预期仍难缓和，且继续上行趋势明显，CPI未来的持续上行仍会在一定程度掣肘货币政策。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。央行公开市场连续停摆，资金面的边际收敛，OMO操作利率依然值得关注。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。目前利多利空因素交织，国债期货价格继续上行的持续性和空间都较为有限，还需等待新的刺激政策出台。

操作建议

短期来看，利率方向仍不明朗，国债期货建议观望为主，

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