

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。

【新纪元期货·策略周报】

国债期货：MLF-OMO-LPR 三连降落地 期债配置价值提升

一、基本面分析

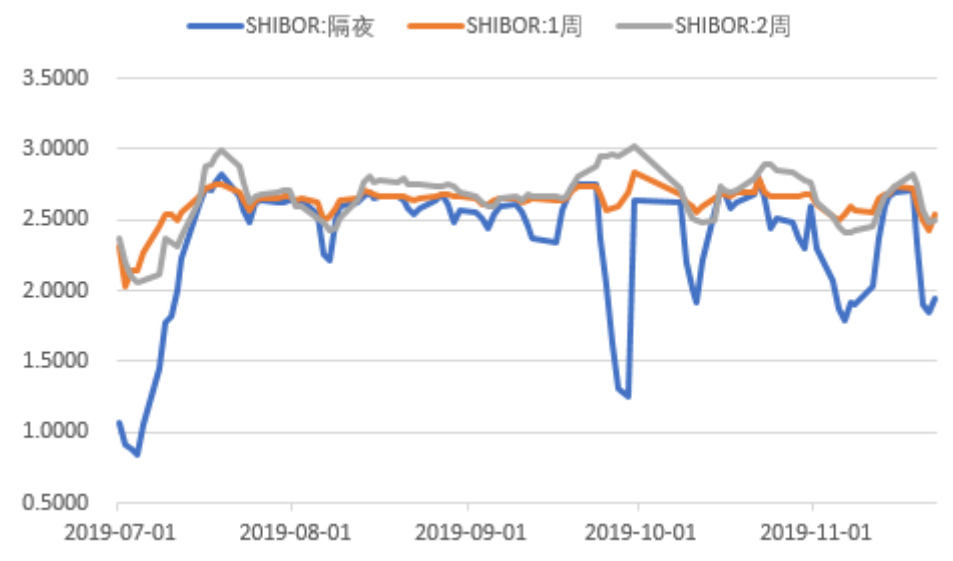
（一）宏观分析

1..三季度货币政策执行报告 加强逆周期调节

央行在第三季度货币政策执行报告中继续表示要“根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，精准把握好调控的度”，并将“稳定市场预期”的表述转为“加强预期引导，警惕通胀预期发散，保持物价水平总体稳定”。剔除了“把好货币供给总闸门”提法，并根据影响我国银行体系流动性的季节性、临时性等因素，加大了结构性货币政策工具使用，通过降准、定向降准、TMLF和MLF等工具投放中长期流动性，结合公开市场OMO操作等提供短期资金供给，既满足了银行体系中长期资金需求，又有效对冲税期、政府债券发行、MPA季末考核、财政缴款等短期因素的扰动。强调实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。下一步将继续做好LPR报价和运用工作，引导和督促金融机构合理定价，进一步打破贷款利率隐性下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道。

同时专栏讨论了近期物价走势，指出应全面分析，辩证看待CPI和PPI走势。2020年，随着CPI和PPI从分化走向收敛，央行将根据经济增长和物价形势变化及时预调微调，稳定经济主体的通胀预期。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

2. 央行明确货币政策价格工具传导机制

本周（11月16日至22日）央行公开市场无正逆回购和央票等到期，央行公开市场累计进行了3000亿元逆回购操作和500亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场净投放3500亿元。本周一央行重启已经停止15天的逆回购。同时央行开展了7天期逆回购1800亿元，中标利率2.5%，较此前下降5BP，这是7天期逆回购利率逾四年来首次下调。周二央行公开市场继续大额投放，开展1200亿元7天期逆回购操作。11月20日最新出炉的LPR报价迎来全面下调，1年期贷款市场报价利率（LPR）为4.15%，此前为4.2%。5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.80%，此前为4.85%。5年期LPR迎来首次迎来下调。MLF-OMO-LPR利率小幅三连降全面落地，明确了央行货币政策价格工具的传导机制，表明央行政策利率变动对LPR变动将产生更直接有效的影响。央行7天逆回购利率下调叠加随后的LPR利率“双降”，银行间流动性仍处于平衡偏宽松状态，货币市场利率多数下跌，隔夜Shibor下行74.5BP至1.948%，7天Shibor下行20.1BP至2.536%，14天Shibor下行24.2p至2.5%。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

近期的国债期货市场延续了反弹的势头，周一央行意外降低逆回购操作利率，引发“降息周期”的猜想，促使国债期货大涨，十年期国债期货主力合约大涨0.45%，创4个月最大单日涨幅；周二国债期货延续前日上涨态势，全线收红。截至收盘，10年期主力合约涨0.12%；周三国债期货收盘涨跌不一，10年期主力合约跌0.03%；周四国债期货上午震荡走高，午后回落。10年期主力合约涨0.03%；周五国债期货早盘快速下跌，随后触底回升。截至下午收盘，10年期主力合约跌0.01%。近期央行货币政策操作均超出市场预期，带动国债期货价格大幅上涨。但当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制约货币政策。

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 2450 手至 17690 手，成交量减少 769 手至 29776 手；五年期国债期货合约总持仓报 33515 手，较上周减少 1425 手，成交量减少 4267 手至 101618 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 1273 手至 91581 手，成交量减少 12325 至 32814 手。自央行降低 MLF 操作利率以来，两年期国债期货成交量呈现出明显放大趋势，11 月 19 日当天的成交量达到 3.78 万手，接近十年期国债期货的成交量，创出上市以来的新高。

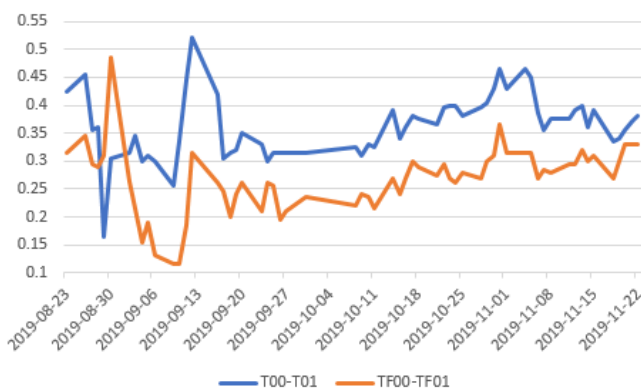
三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 3 只国债，2 只地方债及 35 只金融债。目前，2019 年地方政府专项债额度已经发行完毕，财政部已经提前摸底 2020 年地方债需求情况，预计 12 月中央经济工作会议会继续较大幅度增加地方政府专项债券规模。市场预期地方政府专项债额度有可能提前发行，即使不提前发行，明年年初也将大量发行。

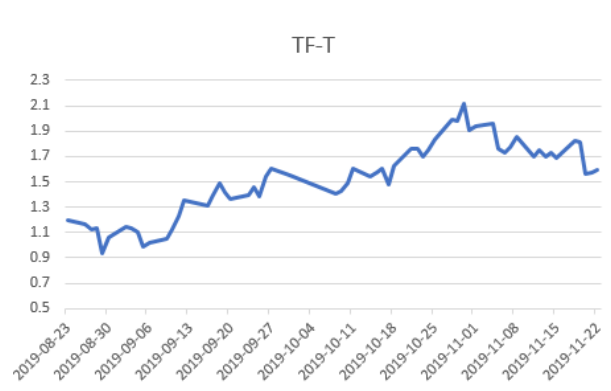
二级市场方面，截止至本月 21 日，1 年期国债收益率为 2.6385%，较上周下行 4.92bp，10 年期国债收益率为 3.1749%，较上周下行 6.06bp。1 年期国开债收益率为 2.6969%，较上周下行 8.30bp，10 年期国开债收益率为 3.5457%，较上周下行 7.48bp。

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 0.01, TF1912-TF2003 较上周上行 0.02。跨品种价差 TF-T 下行 0.1。

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	0.1115	0.0723	1.0543	0.1042
TF1912.CFE	190004	1.0075	0.1473	0.0705	1.0008	0.1109
T1912.CFE	190006	1.0236	0.1482	0.0776	1.1220	0.1006

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。中期来看，在国内经济基本面偏弱、货币政策趋于宽松的情况下，国债期货配置价值提升，阶段性有望继续走高。

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。继月初 MLF 操作利率下调后，央行下调逆回购操作利率，同时最新出炉的 LPR 报价迎来全面下调，央行货币政策并不因结构性通胀而发生根本性转向，货币市场资金面预期宽松。叠加三季度中国货币政策执行报告，删去“把好货币供给总闸门”，在经济压力不减背景下，宽松的货币政策不会改变。更加强了市场对于货币政策的乐观情绪，年底降准仍可期。通胀仍会在一定程度掣肘货币政策，利率下行空间暂有限。整体上，MLF-OMO-LPR 利率小幅三连降落地，表明货币政策边际放松，对债市支撑明显。

操作建议

随着市场情绪平稳，短期期债或面临一定回调压力，需关注近期资金面的变动，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