

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：基本面回暖 国债期货延续调整

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 货币增速延续回升态势

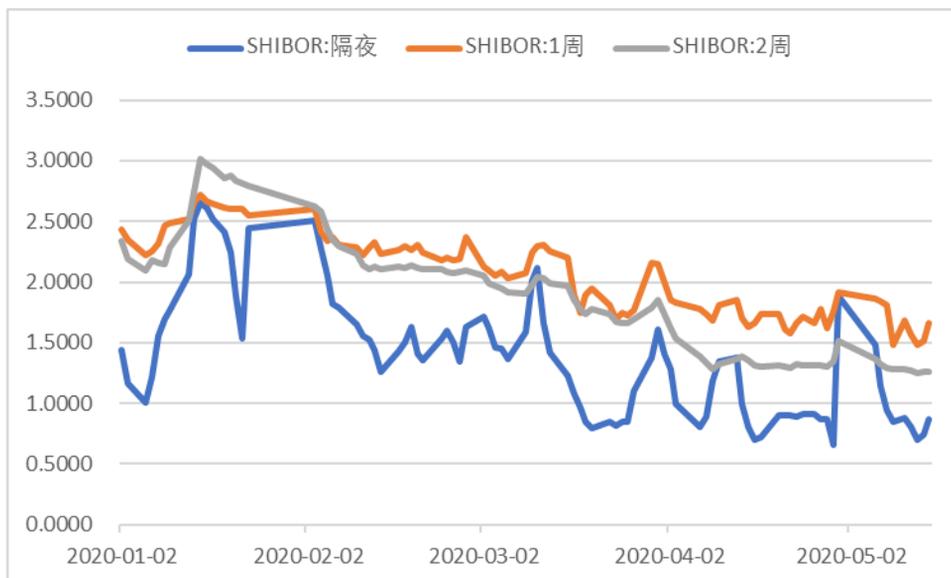
4月，M1、M2 同比增速分别为 5.5%、11.1%，环比提升 0.5pct、1.0pct，延续自年初以来的回升态势，M2 增速已经接近 16 年 12 月的水平。社融增量超去年同期。4 月社融增量为 3.1 万亿，同比多增 1.4 万亿，信用保持宽松。其中，贷款净增 1.7 万亿，直接融资净增 0.9 万亿，同比多增 0.9 万亿、0.5 万亿，成为 4 月社融增量的主要支撑点。4 月我国新增人民币贷款 1.7 万亿元（预期值 1.3 万亿元），贷款增量显著高于过去 4 年：个贷恢复正常，同比多增 1411 亿；对公超预期，同比多增 6092 亿。1-4 月累计来看：个贷同比少增 4616 亿，主要是 2、3 月受疫情影响，投放不佳；对公同比多增 2.17 万亿，每个月都显著高于 19 年同期，宽信用效果显著。

2. CPI 与 PPI 降幅显著

4 月 CPI 同比加速回落至 3.3%。其中食品烟酒对 CPI 同比的拉动下降了 0.7 个百分点，贡献了 CPI 降幅的约 70%。4 月，生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格环比继续下降 7.6%；受国际原油价格下降影响，汽油、柴油和液化石油气价格环比分别下降 7.5%、8.2% 和 3.7%，猪油共振带动 CPI 下行。此外，鲜菜价格也明显下降，符合季节性规律；鲜果和鸡蛋价格均小幅下降，反映供应保持充足。

4 月 PPI 同比-3.1%，低于市场预期的-2.6%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点。油气开采、燃料加工、化学品制造三行业价格降幅较多，合计影响 PPI 下降约 0.76 个百分点，占 PPI 总降幅的近六成。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

3. CPI 与 PPI 降幅显著

4月CPI同比加速回落至3.3%。其中食品烟酒对CPI同比的拉动下降了0.7个百分点，贡献了CPI降幅的约70%。4月，生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格环比继续下降7.6%；受国际原油价格下降影响，汽油、柴油和液化石油气价格环比分别下降7.5%、8.2%和3.7%，猪油共振带动CPI下行。此外，鲜菜价格也明显下降，符合季节性规律；鲜果和鸡蛋价格均小幅下降，反映供应保持充足。

4月PPI同比-3.1%，低于市场预期的-2.6%，降幅较上月扩大1.6个百分点。油气开采、燃料加工、化学品制造三行业价格降幅较多，合计影响PPI下降约0.76个百分点，占PPI总降幅的近六成。

4. 货币政策进一步放松预期落空

本周央行公开市场未进行逆回购操作，开展中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，本周央行公开市场净回笼1000亿元。5月14日有2000亿元MLF到期，但当日央行并未续作MLF。4月15日开为实施该政策的第二次存款准备金率调整，释放长期资金约2000亿元。同时，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作1000亿元。新作MLF规模缩量，加之未如市场预期那样降息，货币政策进一步放松预期落空。5月以来，地方债的加大发行对银行间流动性形成抽离，反映到利率上，DR001和DR007以及同业存单利率出现短期上行。隔夜Shibor上行1.40BP至0.864%，7天Shibor下行17.60BP至1.657%，14天Shibor上行2.00bp至1.259%。

二、一周市场综述

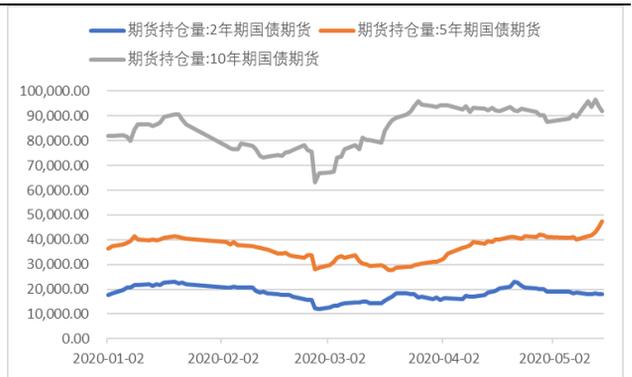
一、国债期货方面

本周国债期货高位震荡，10年期主力合约周跌1.02%，连跌三周；5年期主力合约周跌0.68%，连跌两周；2年期主力合约

周涨 0.04%。周一国债期货全线明显收跌，10 年期主力合约跌 0.52%；周二受 4 月物价数据等影响，国债期货多数上涨，10 年期主力合约跌 0.52%；5 年期主力合约跌 0.39%，2 年期主力合约跌 0.08%。周三国债期货收盘涨跌不一，10 年期明显下跌，5 年和 2 年勉强收红。10 年期主力合约跌 0.26%，5 年期主力合约涨 0.04%，2 年期主力合约涨 0.02%；周四国债期货早盘一度走弱，午后震荡回升全线收红，A 股震荡下探。10 年期主力合约涨 0.03%，盘中一度跌 0.44%；5 年期主力合约涨 0.13%，盘中一度涨 0.33%；2 年期主力合约涨 0.03%。； 周五国债期货全线收红，10 年期主力合约涨 0.20%。

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

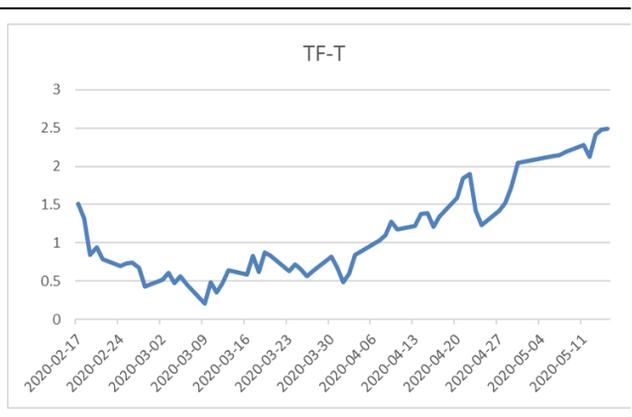
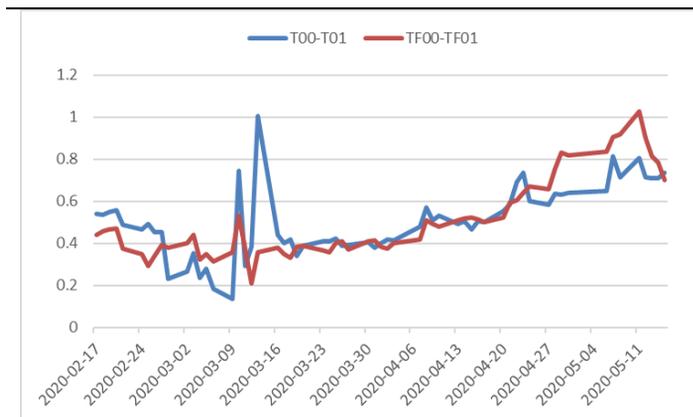
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周减少 667 手至 18175 手，成交量下行 2559 手至 8708 手；五年期国债期货合约总持仓报 47557 手，较上周增加 7310 手，成交量增加 2531 手至 43683 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 2419 手至 91909 手，成交量增加 4545 手至 107570 手。

三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债，45 只地方债及 33 只金融债。截至 5 月 13 日，今年以来地方债发行规模突破 2 万亿元大关。截至 5 月 13 日，今年以来各地已发行地方政府债券共计 20927.4950 亿元。其中，5 月以来已发行 1954.8122 亿元。

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 T2006-T2009 较上周上行 0.075, TF2006-TF2009 较上周下行 0.02。跨品种价差 TF-T 下行 0.22。

2 年期活跃 CTD 券为 200002. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 190013. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 190015. 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
TS2006.CFE	200002	0.9871	0.1073	0.0850	0.9327	0.1447
TF2006.CFE	190013	0.9974	0.2952	-0.0381	-0.4099	0.2775
T2006.CFE	190015	1.0108	1.0363	-0.7638	-8.3813	0.9988

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：我国疫情已得到控制，但受前期疫情的影响，公布一季度经济数据在预期之中。目前国内经济出现回暖迹象，制造业 PMI 连续两月站上荣枯线近期出炉的经济数据整体好于预期。随着复工复产工作顺利开展，逆周期调节政策加大，预计二季度数据会有所恢复。但外需会对国内经济的恢复产生抑制。在全球疫情爆发以及经济和金融动荡，中国央行通过维持谨慎的货币政策来为未来腾出空间，应对可能出现的危机，抗风险能力反而得到了提升，未来国内货币政策仍有放松空间。

短期展望（周度周期）：近期出炉的经济数据整体好于预期，基本面回暖。资金面宽松，隔夜质押式回购加权利率再创历史新高。目前全球经济衰退预期较为强烈，外需会对国内经济的恢复产生抑制，因此货币宽松并未结束，国债期货牛市趋势未变。但短期来看，前经济基本面回暖，新作 MLF 规模缩量，加之未如市场预期那样降息，货币政策进一步放松预期落空。财政政策发力带来的债券供给压力或在一定程度扰动债市，市场波动加大。

操作建议

短期来看，国债期货震荡较大，投资者操作需谨慎。

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