

央行货币政策仍可期 债市趋向谨慎

内容提要:

- ◆ 年初以来国债期货表现亮眼，接连创出新高，但4月29日以来却高位回落。当前央行货币政策处于静默期，市场担忧货币政策随着经济不断修复开始转向。金融和经济数据持续回升，期债市场情绪转向谨慎，进入观察期。
- ◆ 疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复，自4月份国内新冠疫情得到有效控制以来，各经济部门开启有效复工复产，固定资产投资、制造业、消费、工业增加值等均有所回暖，生产端复苏力度强于需求端。
- ◆ 短期来看，在金融支持实体经济持续发力背景下，信贷、社融增量有望继续改善，信贷、社融和M2存量增速还有进一步上升空间。预计未来一段时间央行货币政策主轴将是：总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌。
- ◆ 总体来说预计5月CPI将继续下行，但跌幅收窄。PPI方面，5月OPEC+会执行石油规模减产协议，但由于前期存量较大，短时间内国际石油供求状况难以得到改善，国内PPI可能会在低位波动。
- ◆ 预计6月央行会采取多种“全面降准+MLF投放+逆回购”等多种货币政策工具组合，同时辅以“7天逆回购+28天逆回购”等长短搭配，保持市场流动性充裕合理和市场利率平稳。
- ◆ 2020年5月的地方债发行规模已超去年峰值，创历史新高。且今年的地方债高峰期有所提前，2019在6月份才达到高峰期。
- ◆ 中美贸易摩擦争端再起，由于受美国政府新一轮打压华为的举动可能导致新的贸易争执，避险情绪的升温，近期人民币贬值压力也成为市场关注的热点。

宏观经济/国债

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

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL: chengwei

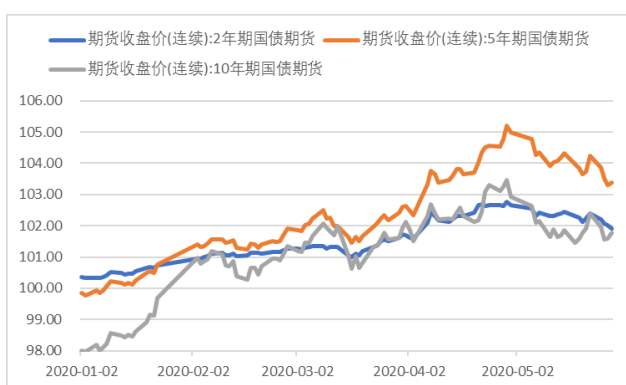
@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

年初以来国债期货表现亮眼，接连创出新高，但4月29日以来却高位回落，10年期国债期货合约T2009自102.845元高点回落至最低100.255元，跌幅达2.5%。现券方面，5月债券市场的下跌幅度达到今年上涨幅度的一半，十年期活跃券收益率从2.47%上行至2.7%，上行超20BP。央行降息降准落地，前期财政政策发力导致的利率债供给大幅增加以及经济环比改善等利空因素逐渐兑现。当前央行货币政策处于静默期，市场担忧货币政策随着经济不断修复开始转向。金融和经济数据持续回升，期债市场情绪转向谨慎，进入观察期。

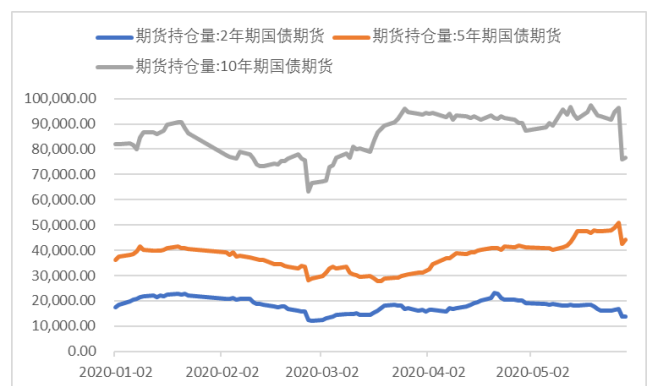
因五一假期，五月首周仅有三个交易日。投资者落袋为安，5月6日—5月8日国债期货价格大幅下行，其中中长品种期价跌幅最大，外贸数据超市场预期，国外部分国家也开始逐步复工，经济快速反弹的预期加强。5月11日—5月15日10年期主力合约周跌1.02%，连跌三周；5年期主力合约周跌0.68%，连跌两周；2年期主力合约周涨0.04%。国债期货价格走势分化，在流动宽裕的背景下，2年期和5年期期债价格探底回升，10年期期债继续下探。4月份经济数据向好，央行进行1000亿MLF续作，利率维持不变，低于市场预期，短期利空出尽。5月18日—5月22日，前四日国债期货高位震荡，周五迎来大涨。期债价格走势继续分化，两分召开，政府赤字和发债规模均低于市场预期，刺激长端期债大幅上涨，而流动性逐步收紧，拆借利率大幅回升，引致短端期债走弱，2年和5年期债小幅调整。五月的最后一周，受新债缴款以及月末因素影响，银行间资金面延续收敛。货币市场利率全线上涨，债市承压。周二的央行逆回购利率调降预期落空，三大期债迎来调整。随着市场避险情绪的升温，以及央行逆回购操作在“量”上的加码，期债止跌回升。

图 1.5月国债期货高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量有所下行

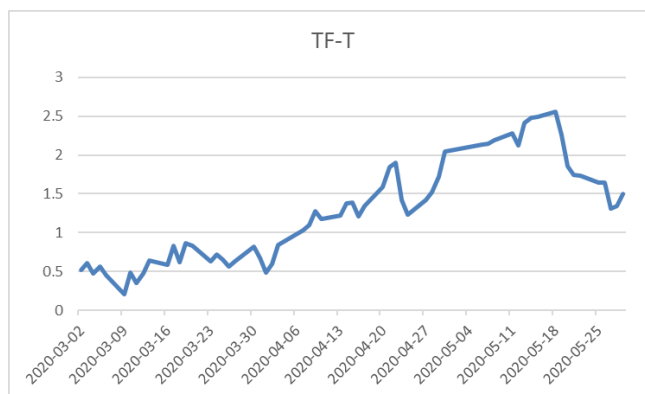


资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，5月上旬资金面异常宽松，下旬资金面边际收紧，央行重启逆回购操作后，资金利率有所下行。隔夜Shibor上行20.90BP至2.097%，7天Shibor涨23.20BP至2.151%，14天Shibor上行41.40bp至1.925%。

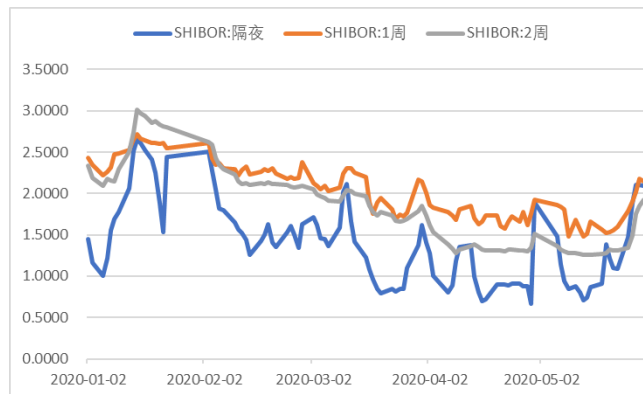
价差方面，5年期国债期货主力合约 TF2006 与 10年期主力合约 T2006 的价差整体维持震荡重心下移 55.00BP。跨期价差 T2006-T2009 较上月上行 0.01, TF2006-TF2009 较上月上行 0.125。

图 3. 价差震荡下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. Shibor 有所上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济数据继续修复

疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复，自 4 月份国内新冠疫情得到有效控制以来，各经济部门开启有效复工复产，固定资产投资、制造业、消费、工业增加值等均有所回暖，生产端复苏力度强于需求端。工业增加值超预期反弹，并首次回正。房地产投资恢复较快，基建和制造业投资恢复不及预期，消费同比负值仍然较深。

1、4 月工业增加值继续改善

4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.9%，环比增长 2.27%；1-4 月份，全国规模以上工业增加值同比下降 4.9%，降幅比 1-3 月收窄 3.5 个百分点。工业增加值 4 月增速率先转正，主要归因于复工推进较快，同时，基建和房地产投资增速回升、汽车市场回暖，对工业生产也产生一定提振。而从所公布的分类具体数据来看，各主要行业增速也多数回正，其中汽车制造业回升明显，或与政策支持和消费回暖有关。此外，而新经济行业增长较快。另一方面，服务业生产恢复慢于工业生产。总体来看，当前国内经济生产端回升明显领先于需求端，后续工业生产的持续加速，需要着力扩大内需，拉动总需求。

2、社零降幅延续收窄

4 月居民消费活动进一步恢复，加之各地刺激消费政策频出，社零同比降幅延续收窄。社会消费品零售总

额同比下降7.5%，降幅比上月收窄8.3个百分点；1—4月份，社会消费品零售总额同比名义下降16.2%，降幅较1—3月收窄2.8个百分点。扣除汽车以外的消费品零售额下降8.3%，与上月相比继续回升，边际速率加快。若考虑在4月价格上升的背景（CPI同比上涨3.3%），社零同比实际下行达9.1%，同样呈现回升趋势。

4月汽车消费增速从-18.1%回升至0，基本回升至2018H2以来偏正常的水平，一方面，前期被抑制购车需求延后爆发；另一方面，刺激汽车政策在3—4月密集推出，加速了需求回升速度。4月家电、家具、建材消费增速分别回升21.2、17.3、8.1个百分点，与房地产需求加速恢复有关，4月商品房销售面积单月同比增速从-14.1%回升至-2.1%。我们认为后续汽车（政策刺激、疫情前行业景气度有底部回升的迹象）与地产链（竣工周期上升、旧改、房贷利率下降）消费修复仍然是确定性较强的线索。

疫情阴云并未散尽，部分线下消费活动仍受约束，加之收入下滑抑制居民消费信心和消费能力，社零增速同比延续较大幅度负增。4月失业率仍然高居不下，PMI、BCI等指标亦反映企业通过降薪裁员将经营压力转移到居民部门，因此，这一影响可能在后续逐渐体现出来，进而压制消费修复速度。

3、固定资产投资降幅收窄

2020年4月固定资产投资累计同比下降10.3%，降幅比1—3月收窄5.8个百分点。具体来说：4月房地产、制造业以及基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计增速分别为-3.3%、-18.8%、-11.8%。基建和地产改善较快，制造业投资仍较弱。其中，地产是三大类投资中回升最快的；基建则在政策和资金的大力支持下，在4月回到正增长轨道；制造业则受外需拖累，回暖仍会受一定制约。

房地产投资增速大幅提升。1—4月房地产开发投资同比下降3.3%。4月份单月同比上升7%，3月及1—2月分别为1.1%和-16.3%。4月地产投资完成额当月同比增速达6.97%，较上月大幅回升5.82pct。最大的亮点在于房企拿地的积极性有了明显的改善。土地购置面积、土地成交价款当月同比增速分别达到了13.81%、82.18%，对未来一段时间的开工将形成有效的支撑。同时销售端的改善也较为明显，商品房销售面积、销售额当月同比分别达到-2.14%、-4.99%，较上月分别回升12.00、9.58pct，购房需求仍然有保障。开工状况也有一定的好转，新开工面积当月同比录得1.31%，回升9.14pct。对后续地产投资无需过度悲观，政策方面尽管还会坚持“房住不炒”的大原则，随着复工推进、需求回暖，房地产投资显示出了巨大的弹性。随着LPR下调、房市需求回暖，房地产开发投资仍将边际好转。

1—4月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降11.8%，降幅比1—3月份收窄7.9个百分点。其中，水利管理业投资下降6.0%，降幅收窄7.6个百分点；公共设施管理业投资下降13.6%，降幅收窄6.9个百分点；道路运输业投资下降9.4%，降幅收窄8.1个百分点；铁路运输业投资下降16.1%，降幅收窄12.5个百分点。前期受到疫情影响发改委项目批准明显放缓，一季度审批核准的固定资产投资项目仅27个，相比于2019年一季度的50个明显减少，但从政策定调来看，4月份中央政治局会议再次强调

积极的财政政策要更加积极有为，尤其提到特别时期措施如“提高赤字率”、“发行抗疫特别国债”、“增加地方政府专项债”、“提高资金使用效率”等，预计后市对基建投资的资金支持力度较高。尽管4月基建增速低于地产，但基建投资后续反弹的空间更大，在5月份发行完剩余提前批专项债之后，预计基建投资将加速回暖。

制造业投资增速仍未回正。根据测算，4月制造业投资当月同比增速为-6.74%，尽管降幅收窄13.86pct，但下游需求的疲软决定了生产企业对资本性支出的谨慎态度。1-4月制造业投资下降18.8%，降幅较1-3月收窄6.4个百分点。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业保持正增长，累计同比增长1.1%。医药制造业与有色金属冶炼和压延加工业降幅相对较小。制造业后续面临的挑战仍然较大：一方面是内需的复苏缓慢以及外需的高度不确定性；另一方面，制造业中有大量的民营企业和中小微企业，这部分企业的抗风险能力较弱。

4、外贸数据表现超预期

4月中国进出口总值（以美元计价，下同）同比下降5.0%，其中出口增长3.5%，预期下降17.5%，前值下降6.6%；进口下降14.2%，预期下降16.2%，前值下降1.0%；贸易顺差453.4亿美元，前值199.3亿美元。

4月出口同比增速好于市场预期，主要是受低基数、海外供给中断推动对部分中国产品需求上升、前期积压订单的持续释放、人民币汇率贬值以及抗疫相关产品出口大增等因素的影响。4月我国商品出口较3月大幅回暖11.7个百分点，商品出口增速同比转正，且幅度超出市场预期。在国内复工复产持续推进的背景下，4月制造业PMI生产指数达53.7%，为月内出口数据回暖提供了“供给”支持。但在需求端，海外疫情或仍对国内商品的出口表现有所影响，4月制造业新出口订单指数仅为33.5%，低于50%的临界点，海外订单回补尚需时日。

4月进口同比跌幅略好于市场预期，主要是受国内投资启动较慢、库存偏高、高基数等因素影响。部分商品进口价格下跌，4月我国商品进口额较上月显著下行12.6个百分点；但从大宗商品的进口量上看，4月我国原材料、能源及农产品的进口量均有增加，海外商品价格下跌是进口额下降的重要原因。以主要能源商品为例，4月我国原油、煤及天然气进口量的累计同比增速分别为1.7%、26.9%及1.5%，但3种商品的进口均价分别下跌8.9%、4.9%及15%，钢材、铜材等主要周期商品的进口均价也明显下跌。4月疫情正在海外加速蔓延，商品市场需求走弱，海外经济体通缩预期抬升，一定程度压制海外大宗商品的价格表现。

综合来看，海外市场陆续复工有助于外需的恢复，但同时中国生产替代效应减弱，叠加前期积压订单释放或接近尾声，全球制造业PMI持续回落，未来出口仍面临较大不确定性。进口方面，短期仍没有明显的去库存迹象，但若未来基建与房地产投资进一步加速、消费补偿性回升，有助于消化前期积压库存，进口增速则有望低位回升。

（二）逆周期调节持续 金融数据数据增速进一步加快

4月新增金融机构人民币贷款1.7万亿，比上月少增1.15万亿，比上年同期多增6800亿；各项贷款余额增速13.1%，比上月高0.4个百分点，较上年同期低0.4个百分点。4月新增社会融资规模3.09万亿，比上月少增约2.06万亿，比上年同期多增约1.42万亿；4月末存量社会融资规模265.2万亿，同比增长12.0%，增速比上月高0.5个百分点，比上年同期高1.2个百分点。4月末，M2同比增长11.1%，增速比上月末高1.0个百分点，比上年同期高2.6个百分点；M1同比增长5.5%，增速比上月末高0.5个百分点，比上年同期高2.6个百分点。

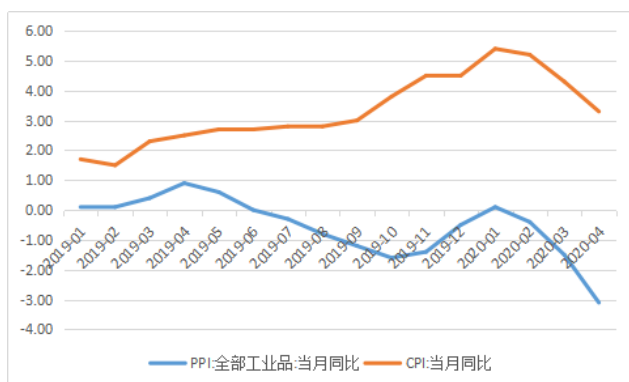
信贷方面，4月信贷数据同比多增6818亿元。其中值得注意的是居民贷款多增指向居民消费回暖；企业长贷多增指向经营预期有所改善，地产、基建项目的开工对此多有拉动。后续看来，在需求端逐步回暖以及逆周期政策加强，基建全面开工的带动下，信贷数据的强势增长有望维持数月。

社融方面，4月份社融同比多增主要是受益于企业债的强力拉动以及信贷的带动，对实体经济融资的政策倾斜显现成效，财政政策以及货币政策的协同发力降低融资成本。后续来看，社融同比能否持续改善取决于宽松货币政策的持续性以及财政政策能否持续发力。我们对社融继续回升仍然有较强的期待。

货币供给方面，4月M1回升利率小于M2，显示企业经济活跃度还有待于回升，可能原因是资金流入企业后购买理财产品，理财产品的资金进入M2而不进入M1，这部分资金不体现实际资金需求。一季度央行不断降准以及通过再贴现、再贷款和专项贷款的方式向社会提高流动性，数量的扩张以及降准带动的货币乘数上升是造成M2快速回升的主要原因。社融增速与M2增速的差值继续走低，反应货币供应增长要强于货币需求，有利于压低市场资金利率。

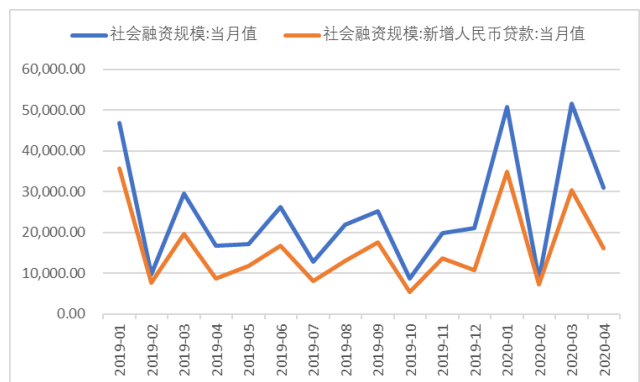
短期来看，在金融支持实体经济持续发力背景下，信贷、社融增量有望继续改善，信贷、社融和M2存量增速还有进一步上升空间。预计未来一段时间央行货币政策主轴将是：总量适度加大宽松、结构继续精准滴灌。

图 5. CPI, PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融符合预期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

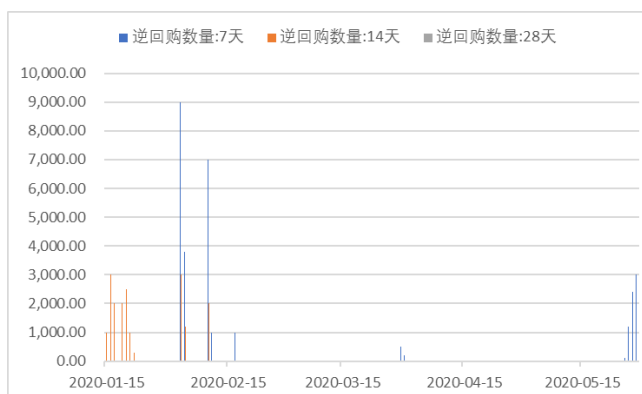
(三) CPI 重返“3时代”

4月CPI同比上涨3.3%，涨幅较上月大幅回落1个百分点，为连续两个月大幅下行（3月CPI涨幅回落0.9个百分点），已处于3.0%的目标水平附近。从结构上来看，4月食品价格同比上涨14.8%，涨幅较上月下行3.5个百分点，仍是CPI上涨的主要拉动因素，但涨幅水平正在迅速回落。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%；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。非食品价格同比仅上涨0.4%，涨幅较上月回落0.3个百分点。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%。非食品较食品CPI涨幅很低，需求不足是主要原因。这也表明，当前通胀结构性特征明显，食品价格上涨并没有向其他消费品外溢的趋势。

4月PPI进一步下跌，下跌幅度创历史新高。4月PPI进一步下跌，下跌幅度创历史新高。4月PPI从3月的-1.5%下降到-3.1%，跌幅为1.6个百分点。从环比角度来说，原材料PPI月环比-3.3%，前置月环比为-2.7%；采掘PPI月环比-7.2%，对比3月-3.5%；加工工业PPI月环比-0.7%，对比3月-0.5%。从行业角度来看，石油天然气开采业价格月环比在4月大幅下跌-35.7%，受国际油价影响较大。大部分中下游产业的价格月环比均有所下降，疫情好转过程中需求反弹较慢，通缩压力继续上升。4月份国内企业基本复工，但海外疫情持续扩散使得出口压力增大外需疲软，国际大宗商品价格下跌也整体压低了通胀水平。短期内，通缩压力可能将持续，货币政策有进一步放松的空间。

后期来看，CPI方面，随着一季度投入的生猪出栏，猪肉价格将会继续下调。而天气转暖使得应季蔬菜供应量增多，蔬果价格预计后续稳中有降。从非食品项来看，五一的交通与旅游情况依旧不容乐观，受无症状感染者和境外输入病例的影响，消费者近期内出行旅游的意愿低迷，消费对经济的带动作用有限。受国际油价影响，交通和通信依然会受到较大冲击。总体来说预计5月CPI将继续下行，但跌幅收窄。PPI方面，5月OPEC+会执行石油规模减产协议，但由于前期存量较大，短时间内国际石油供求状况难以得到改善，国内PPI可能会在低位波动。

图7：逆回购重启



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8：流动性投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策保持定力

2020年5月10日，央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》。《报告》表示稳健的货币政策要更加灵活适度，强化逆周期调节，关注企业复工复产，增强中小银行贷款投放能力，并表示一季度LPR改革取得重要成效，贷款利率明显走低。央行一季度货币政策执行报告发布后，市场对于货币政策的顾虑好转，随之短端表现偏强。

5月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，中标利率为2.95%，与4月持平。此前一日，5月14日有2000亿元MLF到期，央行当日未续作。反映出央行对流动性有边际收敛的态度货币政策短期进入观望期。

20日早间，新一期LPR数据出炉。1年期利率报3.85%，上次为3.85%，5年期以上利率报4.65%，上次为4.65%。此前4月20日，央行披露最新一期LPR数据显示，1年期利率为3.85%，较上期下降20个基点；5年期利率为4.65%，较上期下降10个基点。

5月LPR持平，一方面体现出阶段性经济回升后，央行不着急继续放松的意图。另外如果还需要降低企业融资成本，那么在目前息差很低的情况下，央行依然需要下调MLF才能得偿所愿。就目前经济回升并不稳定，未来还有二次探底的风险的背景下，LPR下行趋势并没有结束，央行未来仍有放松的空间。

5月22日，2020年政府工作报告提出，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年；创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行；中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底，鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，支持企业扩大债券融资。今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。

5月26日，央行行长易纲表示，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度，将按照《政府工作报告》提出的要求，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速明显高于去年；将继续深化LPR改革，疏通货币市场利率向贷款利率的传导渠道，推动降低贷款实际利率，支持实体经济发展，同时有序推进存量贷款基准转换。

央行自4月开始暂停逆回购交易，5月下旬资金面边际收紧，隔夜利率回升至1.0%以上。时隔55日，央行重启逆回购操作，央行从5月26日-5月29日，连续四天进行逆回购操作价格未降，逆回购金额也是逐渐变大，分别为100亿元、1200亿元、2400亿元、3000亿元，共进行了6700亿元逆回购操作。

6月流动性将受到来自三方面的冲击：一是适逢半年，存在季节性压力；二是有两期合计7400亿元MLF到期；三是政府工作报告已明确今年财政赤字和地方政府专项债规模，政府债券有望加快发行，尽快促进内需回升。预计6月央行会采取多种“全面降准+MLF投放+逆回购”等多种货币政策工具组合，同时辅以“7天逆回购

+28 天逆回购”等长短搭配，保持市场流动性充裕合理和市场利率平稳。

三、地方债发行提速

截至5月27日，今年全国各地已发行地方政府债券28004.66亿元，其中专项债券18986.73亿元，一般债券9017.93亿元，分别占总发行额度的67.80%和32.20%。目前已发行的专项债券规模已达到3.75万亿元的50.64%，今年的专项债发行额度已过半。

5月6日，国常会要求在年初已发行地方政府专项债1.29万亿元基础上，再按程序提前下达1万亿元专项债新增限额，力争5月底发行完毕。5月22日公布的政府工作报告中提到，今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设。

从今年的地方债发行节奏来看，1月份大规模发行地方债，其中超9成为专项债。随后3个月的地方债发行呈减速状态，且其中的专项债占比并不算高。而5月则迎来了地方债发行的高峰期，截至5月27日，5月份全国各地的地方债发行规模已达到9017.93亿元，其中74.70%为专项债券。

2020年5月的地方债发行规模已超去年峰值，创历史新高。且今年的地方债高峰期有所提前，2019在6月份才达到高峰期。地方债的加速发行将为基建领域的建设注入大量资金，尤其是政府工作报告中提到的新型基础设施建设、改造城镇老旧小区和交通水利等重大工程建设等方面。而今年专项债用于资本金的比例大幅提升，也将进一步扩大有效投资。

四、中美贸易摩擦争端再起

中美贸易摩擦争端再起，由于受美国政府新一轮打压华为的举动可能导致新的贸易争执，避险情绪的升温，近期人民币贬值压力也成为市场关注的热点。5月27日至28日凌晨，离岸人民币一度狂贬500基点，盘中最高触及7.1964，报收1美元兑7.1738人民币，上次高位是2019年9月3日的7.1956；28日人民币兑美元中间价报7.1277，下调185基点。不论是在岸还是离岸，当前的人民币汇率均创下了近9个月来的低点。一般来说，人民币汇率下跌与国际背景有一定关系。当前市场中的避险情绪仍是带来人民币汇率贬值压力的重要来源。人民币贬值预期的骤然升温，将制约国内短期货币政策的加码空间和节奏，5—6月大概率进入政策效果观察期。不过，当前人民币汇率的贬值预期主要来自避险情绪，若后期中美贸易走向的不确定性因素缓解，则人民币汇率有边际升值基础，不会成为制约国内政策空间的长期因素。

第三部分国债期货市场展望

疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复，今年政府工作报告中没有提出全年经济增速具体目标，是1994年以来首次。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，因此货币宽松并未结束，国债期货牛市趋势未变。

基本面回暖，资金面宽松。4月份以来货币政策偏于谨慎，没有更多因素推动LPR报价下行，在今年已经实现30bp下行幅度后，5月降息预期基本落空，先前MLF、LPR也均保持不变。货币政策最宽松的时点已过，后续将从总量宽松逐步转向结构性调整的方向，宽松的力度和节奏相对收敛。央行在5月底掀起了一轮“补水”攻势。自26日重启操作以来，央行通过逆回购投放的资金规模持续增加。当前资金面收紧背后是利率债供给压力，央行呵护下，月底平稳度过，6月资金面将回归常态。人民币汇率大幅下跌，汇率作为影响国内政策宽松的重要因素，汇率是否能够保持稳定将影响到国内政策宽松的节奏和力度，后期仍需持续关注政策松与稳汇率之间的平衡，在风险规避的作用下，债市情绪改善，继续关注十债、五债和两债的套利机会。

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