

## 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：债市迎来新一波下跌 警惕“股债跷跷板”

## 一、基本面分析

## (一) 宏观分析

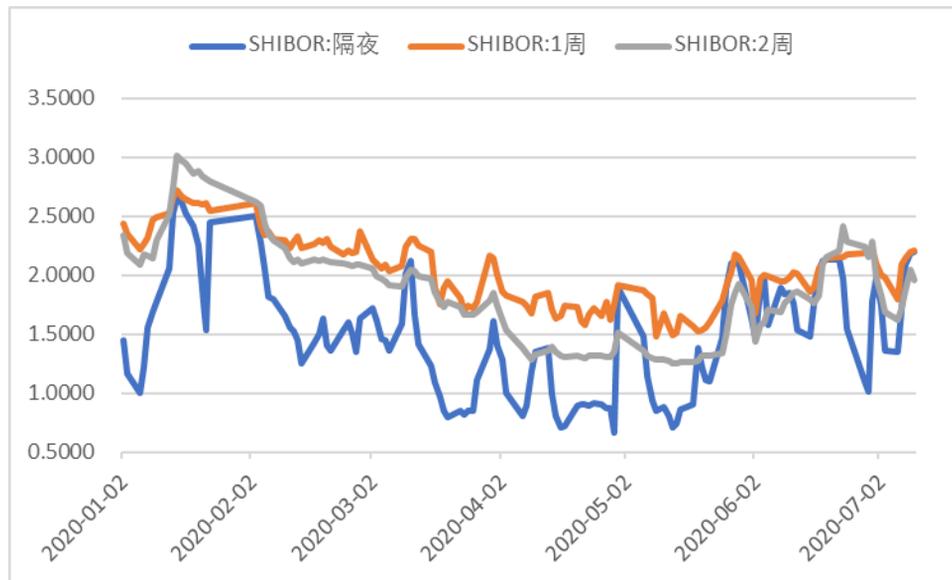
## 1. CPI 出现反弹 PPI 通缩有所改善

2020年6月份，全国居民消费价格同比上涨2.5%。其中，食品价格上涨11.1%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨3.5%，服务价格上涨0.7%。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨3.8%。

6月CPI企稳回升，短期因素拉动食品项上涨是主要原因。从同比角度来看，食品类上涨11.1%，非食品类上涨0.3%。6月CPI同比比较5月有小幅上升。从数据上来看，食品通胀小幅上涨，6月份CPI食品价格同比增速从5月的10.6%上升至11.1%，涨幅0.5个百分点，是CPI回升的主要原因。从环比角度来看，食品类上涨0.2%，非食品类下降0.1%。食品中鲜菜和畜肉类环比上涨较大，分别为2.8%和2.2%，同时分别贡献了0.07%和0.15%的CPI涨幅(其中猪肉价格上涨3.6%，贡献约0.15%)。其余分项略有波动，但贡献普遍较小。总体来说6月份食品项价格回升以短期供给端扰动为主导因素，而非食品类则由于居民可选消费意愿较弱导致需求端不足。

6月PPI触底反弹，系油价上涨与需求修复助力。6月PPI从5月的-3.7%上涨至-3.0%，涨幅为0.7个百分点，前值为-0.6个百分点。生产资料价格下降4.2%，降幅收窄0.9个百分点，贡献约3.11%的PPI降幅。从环比角度来看，PPI由上月下降0.4%转为上涨0.4%。其中，生产资料价格由下降0.5%转为上涨0.5%，贡献了0.40%的PPI涨幅。其中，采掘工业、原材料工业，加工工业价格分别上涨4.9%、0.7%、0.2%。生活资料价格环比由上月下降0.3%转为上涨0.1%，贡献了0.03%的PPI涨幅。PPI总体在国际油价、国内制造业稳步恢复以及市场需求加速修复的影响下触底反弹，通缩压力边际缓解。短期PPI依然在负值区间但以企稳为主，长期供需趋于平衡，反弹周期取决于国内外需求以及国际油价恢复趋势。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 2. 逆回购连续停作

央行本周（2020年07月06日至2020年07月10日）公开市场未进行逆回购操作，本周央行公开市场有2900亿元逆回购到期，因此本周净回笼2900亿元。下周（7月11日至7月17日）央行公开市场有2000亿元MLF到期，无正逆回购和央票等到期。银行间市场资金仍紧，主要回购利率多数上行，隔夜回购加权利率创下自2月初以来逾五个月新高。央行公开市场逆回购持续空窗，叠加月中缴税临近，资金仍显紧俏。继续观察月中央行MLF到期时如何续做，随着股市情绪升温，央行或投放谨慎，后续态度仍较为关键。资金面方面，隔夜Shibor下行83.30BP至2.197%，7天Shibor下行22.30BP至2.203%，14天Shibor上行27.20bp至1.957%。

## 二、一周市场综述

### 一、国债期货方面

A股快速拉升，对债市产生情绪和资金上的双重冲击，叠加银行间资金面的阶段性紧张，以及抗疫国债的集中发行，债市迎来新一波下跌。周一国债期货全线大幅收跌，股市大涨，金融板块核心爆发，A股三大股指继续高歌猛进。10年期主力合约跌1.06%，创2017年1月18日以来最大跌幅；5年期主力合约跌1.07%，创2017年1月24日以来最大跌幅；2年期主力合约跌0.39%，创5月18日以来最大跌幅；周二国债期货早盘大幅低开，午后A股涨幅回落，期债小幅收跌，10年期主力合约跌0.10%，5年期主力合约跌0.09%，2年期主力合约跌0.03%；周三国债期货全线明显收跌，10年期主力合约跌0.45%报98.535元，创1月16日以来新低；5年期主力合约跌0.30%报100.30元，2年期主力合约跌0.14%报100.67元；周四国债期货低开后盘中大跌，午后回升小幅收跌，10年期主力合约跌0.08%，盘中一度跌0.50%；5年期主力合约跌0.11%，盘中一度跌0.32%；2年期主力合约跌0.08%，盘中一度跌0.18%；周五A股回调，国债期货终止五连跌全线收涨，10年期主力合约涨0.10%，5年期主

力合约涨 0.16%，2 年期主力合约涨 0.06%。

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

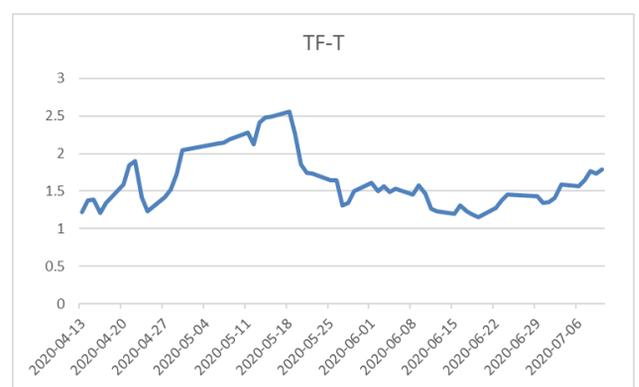
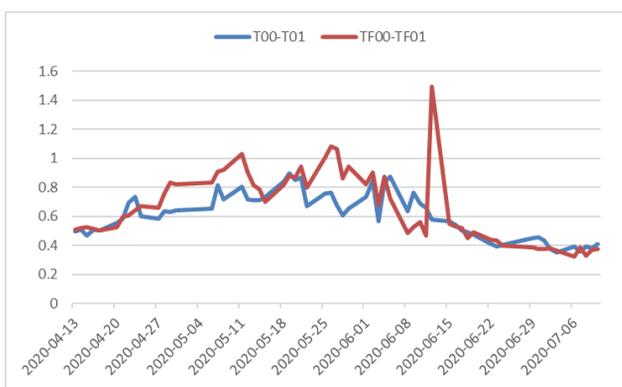
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 1681 手至 20875 手，成交量上行 4156 手至 10060 手，近期 10 年期国债期货主力合约成交量创上市以来新高；五年期国债期货合约总持仓报 50371 手，较上周增加 128 手，成交量增加 4036 手至 30779 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 10114 手至 102105 手，成交量增加 29590 手至 91549 手。

## 三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 6 只国债，6 只地方债及 39 只金融债。二季度共发行利率债 5.26 万亿元，其中国债、地方债、政金债分别为 1.8 万亿、1.88 万亿和 1.58 万亿元，发行额创下了历史同期新高，尤其是地方债单月总发行量在 5 月创下 1.3 万亿元的新高，对债券价格产生一定压力。

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 0.06，TF2006-TF2009 较上周上行 0.015。跨品种价差 TF-T 上行 0.205。

2 年期活跃 CTD 券为 190011.IB，5 年期活跃 CTD 券为 200005.IB，10 年期活跃 CTD 券为 200008.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
TS2009.CFE	190011	0.9954	0.6335	-0.1287	-0.6872	0.5605
TF2009.CFE	200005	0.9573	0.2319	0.1334	0.7506	0.3247
T2009.CFE	200008	0.9909	1.2783	-0.7552	-4.1458	1.2247

### 三、观点与期货建议

#### 1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：经济持续修复的方向基本得到确定，疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复，今随着复工复产工作顺利开展，逆周期调节政策加大，二季度数据有所恢复。但疫情对于消费能力以及外需的冲击是客观存在的，后疫情时代经济复苏仍在持续，再加上疫情与国际关系较大的不确定性，基本面改善的过程中可能会出现反复，同时改善力度仍待提升。通胀水平预计将继续呈现回落走势，为货币政策打开更大空间。在当前基本面较弱的环境下出现转向的可能性不大，但央行从宽货币到宽信用的转变也体现出边际上收紧的意图。后续流动性水平仍将保持充裕，利率债供给压力之下大概率会有降准，但资金面最为充裕的时点可能已经过去。

短期展望（周度周期）：A股快速拉升，股债“跷跷板效应”明显，从市场情绪和资金上对债市产生冲击，同时银行间资金面的阶段性紧张，债市迎来新一波下跌。6月的基本面先行指数好于预期，接下来还需关注后续公布的六月其他经济数据的复苏情况。7月特别国债集中发行，央行货币政策相对审慎。从中长期看，债市仍然会回归到经济基本面跟货币政策上来。考虑到海外疫情依然严峻，全球经济压力空前，中美贸易再起摩擦，国内经济会受外围因素影响，央行引导市场利率下行的目标没有改变，因此，债市后期仍有回暖机会。短期而言，股市大涨带动牛市预期加强，增量资金加速涌入，风险偏好回升对债市的压力依然难言消退，情绪压制下股强债弱局面或将延续。

#### 操作建议

警惕股债跷跷板效应，操作上建议暂时观望。

## 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