

## 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：债市回暖 股债跷跷板效应凸显

## 一、基本面分析

## （一）宏观分析

## 1. CPI 出现反弹 PPI 通缩有所改善

上半年 GDP 同比下降 1.6%，二季度 GDP 同比增长 3.2%（前值-6.8%），较一季度转正，符合预期。1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）281603 亿元，同比下降 3.1%。环比来看，6 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.91%。6 月社会消费品零售总额同比下降 1.8%，降幅比上月收窄 1.0 个百分点。上半年社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%。

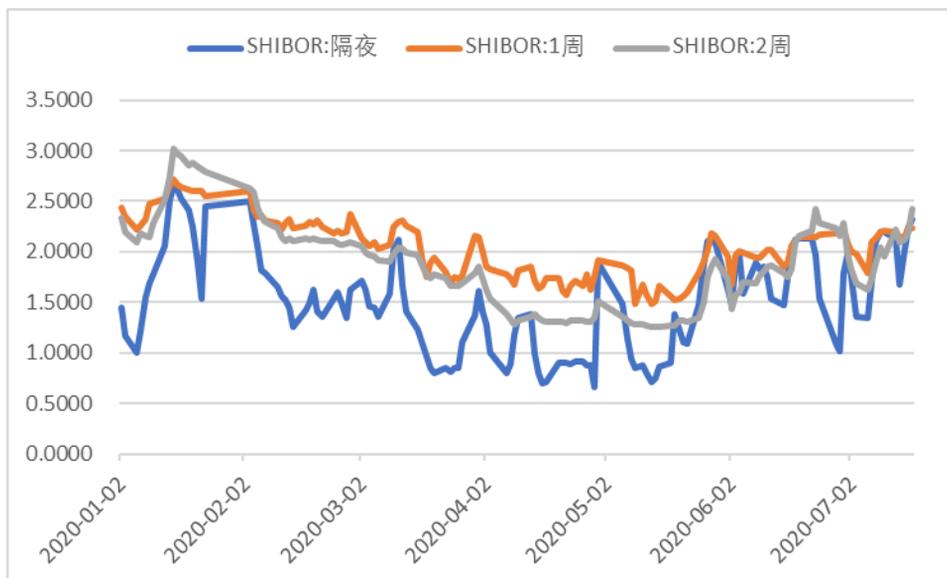
投资是经济增长的主要贡献力量，消费仍有拖累。在供给端恢复过程中，地产、基建投资恢复较快，带动石化、非金属矿物、黑色冶炼、机械设备等周期类行业在本轮经济恢复中占据主导地位，但消费受疫情导致的恐惧心理、收入下滑等多方面因素影响，恢复不及预期，也导致批发零售、餐饮、娱乐、食品等与消费相关的产业和行业恢复较慢。这种行业分化或将持续。

展望下半年，国内投资、消费需求会继续恢复，支撑经济增长。更多的不确定性来自国外，包括国外疫情的发展对出口的影响，中美关系的不确定性对经济和预期的冲击。

## 2. 进出口数据双双转正

2020 年 7 月 14 日，海关总署公布了 6 月进出口数据。按美元计，我国 6 月进口同比增长 2.7%；6 月出口增长 0.5%；6 月贸易帐 464.20 亿美元。按人民币计，我国 6 月进口同比增长 6.20%，上半年同比下降 3.3%；6 月出口同比增长 4.30%，上半年同比下降 3.0%，6 月贸易帐 3289.4 亿元。海外疫情有所反弹，外需持续疲软，考虑到外贸数据的滞后性，要警惕海外疫情的后续影响。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### 3. 逆回购重启

中国央行公开市场本周净投放规模创一个半月新高，央行本周（2020年07月13日至2020年07月17日）全口径净投放5300亿元人民币。7月15日央行开展了4000亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率2.95%。此次MLF操作是对本月两次MLF到期和一次定向中期借贷便利（TMLF）到期的续做，其中TMLF续做可继续滚动，总期限为3年。今日无逆回购操作。Wind数据显示，上次1年期MLF中标利率2.95%；7月共有4000亿元MLF到期，其中7月15日到期2000亿元，23日到期2000亿元。此外，7月23日还有2977亿元定向中期借贷便利（TMLF）到期。央行全月等额续作MLF且维持利率不变，中长期流动性投放有所增加。资金面方面，隔夜Shibor上行13.10BP至2.328%，7天Shibor下行2.40BP至2.227%，14天Shibor上行46.60bp至2.423%。

## 二、一周市场综述

### 一、国债期货方面

进入本周热情高涨的股市突然熄火，连续大幅下行，风险偏好降低给债市提振，同时央行重启公开市场操作，现券收益率也出现大幅下行。10年期主力合约本周涨0.58%，结束连续两周下跌，5年期主力合约本周涨0.41%，2年期主力涨0.16%。周一国债期货全线收跌，A股快速拉升，10年期主力合约跌0.23%，5年期主力合约跌0.26%，2年期主力合约跌0.13%；周二国债期货全线收涨，二季度进出口表现超预期，10年期主力合约涨0.22%，5年期主力合约涨0.13%，2年期主力合约涨0.09%；周三国债期货全线收涨，午盘股市大跌，10年期主力合约涨0.42%，5年期主力合约涨0.33%，2年期主力合约涨0.14%；周四国债期货收盘全线上涨，股市继续，10年期主力合约涨0.32%，5年期主力合约涨0.25%，2年期主力合约涨0.07%；周五国债期货多数收跌，10年期主力合约跌0.08%，5年期主力合约跌0.02%，2年期主力合约涨0.01%。

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

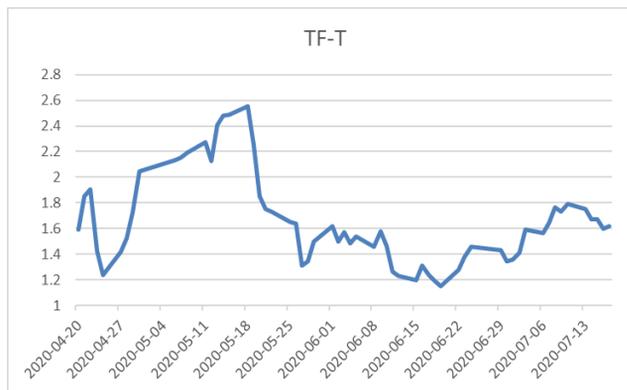
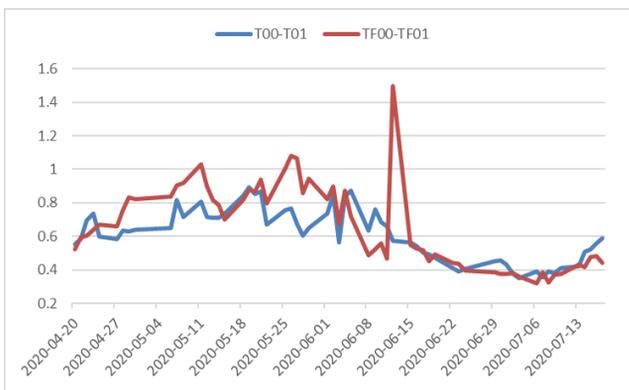
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周减少 523 手至 20352 手，成交量下行 1515 手至 8045 手；五年期国债期货合约总持仓报 46940 手，较上周减少 3431 手，成交量减少 1582 手至 29217 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 3531 手至 98574 手，成交量减少 4205 手至 87344 手。

## 三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 5 只国债，24 只地方债及 35 只金融债。2020 年上半年全国累计发行地方债 34,864.04 亿元，规模较去年同期增长 22.88%，发行节奏仍较快。其中，一般债发行 11,138.66 亿元（占比 31.95%），专项债 23,725.38 亿元（占比 68.05%），发行方式全部为公开招标。

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 0.18, TF2006-TF2009 较上周上行 0.065。跨品种价差 TF-T 下行 0.175。

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	0.2824	0.1692	1.0246	0.2607

TF2009. CFE	200005	0.9573	0.5106	-0.1834	-1.1439	0.5967
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）：疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复。中国二季度 GDP 数据反弹但增速在预期之内。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。货币政策方面，预计下半年后续货币政策更加常态化，传统的降准降息政策仍然有概率，但宽松幅度相对有限，大概率结合宏观经济修复进程、以小步慢跑的方式落地。

短期展望（周度周期）：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。近期央行逆回购利率保持稳定，市场利率中枢升至政策利率附近，已预示 7 月 MLF 利率会保持不变。当月 MLF 利率不动，通常 LPR 报价也会保持稳定，尤其是在近期货币市场资金利率中枢上行、银行边际资金成本抬高的背景下，本月 LPR 报价大概率将保持不变。短期来看，国内股市继续调整，叠加中美紧张关系显现升级势头，避险情绪受到提振，短期债市走势仍要关注股债跷跷板效应。

#### 操作建议

警惕股债跷跷板效应，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