

品种研究



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

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：需求恢复偏慢 期债再次承压

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 公开市场操作平稳

本周央行公开市场累计开展了 500 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 400 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净投放 100 亿元。下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，周一至周五均到期 100 亿元；此外下周一还有 5000 亿元 MLF 到期。资金面方面，隔夜 Shibor 上行 37.00BP 至 2.209%，7 天 Shibor 上行 11.00BP 至 2.213%，14 天 Shibor 上行 26.90bp 至 2.235%。

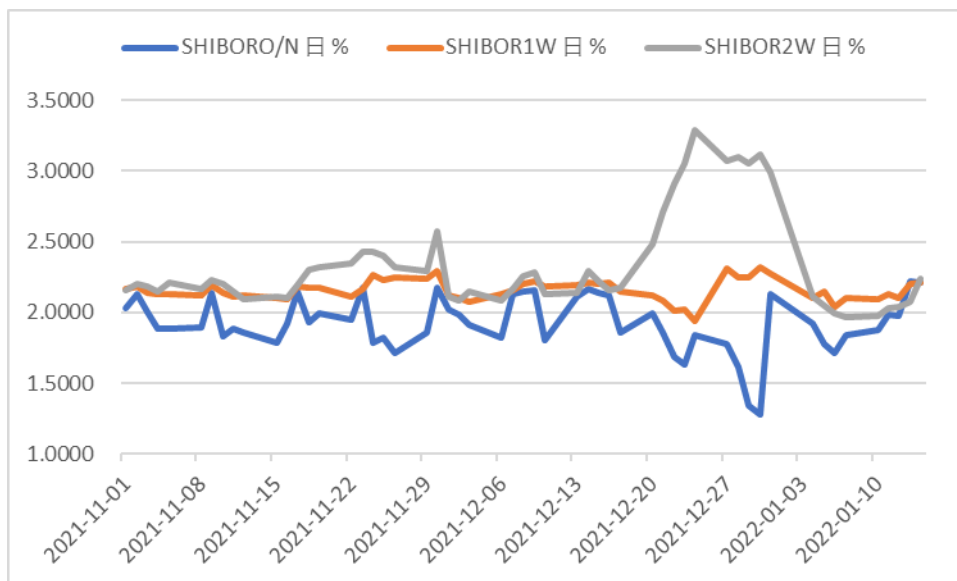
2. 物价多数下跌

12 月 CPI 同比环比均明显回落。食品、工业消费品价格均有回落，通胀忧虑缓解。食品项中鲜菜、猪肉价格下降较多。非食品中，受国际原油价格下降的影响，汽油和柴油价格均有回落。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，持平上月。

PPI 见顶后加速回落，本月主要工业品价格有所下降。煤炭供应的持续增加，主要行业生产有保障，保供稳价政策持续生效。值得关注的是，受制于上游原材料成本的涨价，部分食品企业相继宣布提价，PPI 高企对于下游的负面影响开始显现。但目前来看，下游的涨价并没有出现扩散迹象，且涨幅有限，而当前上游价格的回落也将有助于缓解下游的成本压力。

从价格超预期下降的表现来看，物价拐点正式到来，市场担忧的通胀情绪将有较大消退，也印证了我们的观点——本轮上游价格上涨较难传导到下游终端消费品。上游成本提升要能推动下游涨价，只发生在经济扩张，经济低迷期需求较弱，传导有限。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源: IFinD 新纪元期货研究

2. 社融增速企稳回升

政府债券发力，社融增速上行。12月新增社融为2.37万亿，同比多增6508亿元；社融增速回升至10.3%，较上月小幅回升0.2个百分点，社融增速进入上升通道，但在实体经济需求较弱的前提下，上行速度和幅度都受到制约。12月社融的主要支撑项是政府债券，其次为企业债券净融资，信贷依旧乏力且结构恶化，这也反映了社融回升的制约仍在于实体经济需求不强。实体经济融资需求偏弱，信贷结构继续恶化。12月新增人民币贷款1.13万亿，同比少增1234万亿，总量基本符合预期，但结构进一步恶化，票据冲量特征明显，反映了当前实体经济融资需求不足，即使一季度在储备项目的支撑下信贷仍能实现开门红，信贷结构也会出现改善，但再往后信贷需求不足可能仍将困扰信用扩张。M1、M2增速双双上行。12月M1同比增长3.5%，较上月回升0.5个百分点，M2同比增长9%，较上月回升0.5个百分点。M2增速回升来自于居民和企业存款的多增和非银的少减。12月政府债券净融资明显上升，但政府存款却同比多减，反映出了财政支出节奏在加快，体现了中央经济工作会议稳增长的政策要求，财政支出加快的下一步是形成实物工作量，一季度基建投资有望取得明显上升。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

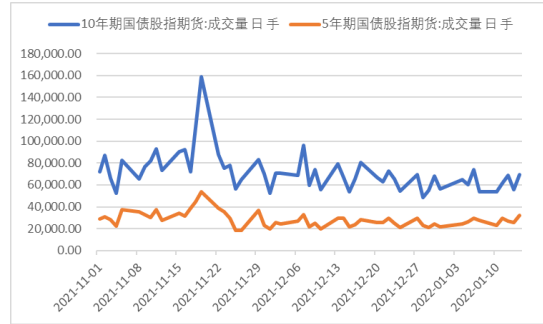
元旦节后，国债期货价格先抑后扬，再次承压回落。2年期主力合约跌0.07%。周一国债期货全线收涨，10年期主力合约涨0.15%，5年期主力合约涨0.14%，2年期主力合约涨0.05%；周二国债期货全线收涨，10年期主力合约涨0.11%，5年期主力合约涨0.08%，2年期主力合约涨0.03%；周三国债期货多数收跌，10年期主力合约跌0.05%，5年期主力合约跌0.02%，2年期主力合约接近平收；周四国债期货多数收平，10年期主力合约、5年期主力合约接近收平，2年期主力合约跌0.01%；周五国债期货多数小幅收跌，10年期主力合约接近收平，5年期主力合约跌0.03%，2年期主力合约跌0.01%。

图 2.国债期货 10 年期日 K 线图

图 3.两大期债成交量变化



资料来源：IFinD 新纪元期货研究



资料来源：IFinD 新纪元期货研究

二、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债、12 只地方债和 44 只金融债。供给方面，开年地方债发行进度前置较为明确。开年流动性仍将保持合理充裕，缴税、现金漏损等扰动因素不至于形成巨大冲击。

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：PMI 三大指数均位于扩张区间，表明我国经济景气水平平稳回升，国民经济保持总体恢复态势，并且稳中有进。PPI 与 CPI 增速均出现回落且低于市场预期，PPI-CPI 剪刀差继续收敛，物价对债市的压力减轻。12 月金融数据反映出信贷结构依旧较差，当前货币政策进一步宽松值得期待。春节流动性来看，虽然此前降准向市场释放了大量长期资金，1 月春节现金需求增多，同时地方债发行进度前置，或产生较大的流动性缺口，央行操作依然是春节前最关键的变量。

短期展望（周度周期）：总体来看，财新和官方制造业 PMI 均超预期，短期来看，春节临近国内疫情呈点多多发态势，避险情绪有所加重。国债和地方债发行前置，以及春节现金需求带来的资金面缺口，或对国债期货形成制约。期债短期还需谨慎操作，后续需密切关注春节前央行操作及地方债发行情况。

操作建议

期债短期还需谨慎操作。

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

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
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：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

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）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
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

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

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

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

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#