

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：利多兑现后，国债期货高位震荡

一、基本面分析

（一）宏观分析

1.经济数据低于预期，下行压力显著

7月份各项实体经济数据公布，工业增加值、消费与固定资产投资增速均低于市场预期，3季度经济下行压力明显增大得到确认。

消费方面，汽车影响社零回落，原油、楼市疲态依旧。7月社会消费品零售总额33073亿元，同比名义增长7.6%，预期增长8.4%，前值增长9.8%。主要分项均出现明显回落，汽车是主要影响因素，内需仍不振。7月汽车消费增速-2.6%，较6月的17.2%大幅回落，大幅影响社零增速，其回落原因主要系6月汽车厂商受国五国六环保标准转换影响开展促销，产生透支效应引发7月汽车销售回落。受国际油价继续下跌以及高基数影响，石油及其制品同比-1.1%，石油消费下行对社零形成拖累。房地产销售面积增速持续为负，致使其后周期行业家电、建筑装潢、家具等增速开始回落。后期减税降费的政策仍将会逐渐对消费形成支撑，另外，汽车消费在经历了一年多的调整之后有望逐渐企稳。

投资方面，固定资产投资增速保持平稳，制造业增速低位回升，基建、地产双双回落。1—7月，固定资产投资同比增长5.7%，预期5.8%，前值5.8%。从分项上看，制造业投资累计同比有所回升，增速收于3.3%，较前值回升0.3个百分点。由于新型基建如5G行业的投资归属于制造业投资，因此稳投资的政策部分体现为制造业投资，使得该数据在目前需求较弱的形势下仍有所回升。基建投资略有回落，回落至3.8%，与市场预期背离。8月至今地方债发行继续降速，专项债面临当年额度使用将尽的局面，基建资金来源仍然是限制基建增速回升的主要原因。7月房地产投资增速为10.6%，比上月回落0.3个百分点，基本符合预期。综合来看，投资作为逆周期政策的重要手段，在内外需均承压的背景下，其逆周期的性质将继续得到体现，未来投资增速仍有望保持平稳。

规模以上工业增加值创新低，各行业普遍下滑，7月工业增加值收于4.5%，较6月下降1.8个百分点，远低于预测值5.8%，规模以上工业增加值同比增速4.8%，较6月明显下滑，并创下09年3月以来新低。各主要行业增加值增速普遍下滑，其中通信电子、电气机械、钢铁、有色等行业增速下滑较多。

图 1. 股债跷跷板明显



资料来源: WIND 新纪元期货研究

2. 央行结构性操作针对性十足

本周央行连续5日实施净投放,开展逆回购3000亿,开展MLF4000亿,本周3830亿MLF到期,因此本周全口径净投放3170亿元,最近四周首次实现单周净投放。此前央行连续停做公开市场操作达十余日。8月15日,面对税期高峰和大额中期借贷便利(MLF)到期,央行逆回购和MLF并举,实施超额对冲,MLF和逆回购操作利率也未见调整。市场预期从中获得宽松讯息的预期落空。本周迎来8月税期高峰,重启公开市场开展净投放,意在对冲税期高峰和MLF到期等因素影响,符合以往月中“补水”惯例。12及13日,资金面整体仍呈现出较紧态势。银行间市场债券回购利率全线走高。随后得益于央行连续实施净投放,资金面短期偏紧的局面得到缓解,资金价格逐渐趋稳。截至16日,银行间隔夜债券回购利率DR001持稳于2.66%。下周央行料逐渐减少资金投放,周内停做逆回购操作可能性较大,资金面仍将保持总体平稳态势。临近月末,随着财政支出力度加大,资金面或将出现进一步回暖。资金面方面,流动性稍微有所放松,货币市场利率多数下行,隔夜Shibor上行6.9BP至2.665%,7天Shibor上行2.9BP至2.673%,14天Shibor上行26.4p至2.776%。

3. 金融数据下滑

8月12日,央行公布7月金融数据不及预期,受实体经济疲软、房地产融资政策收紧等影响,新增社融信贷规模下滑,M1和M2增速双双回落。中国7月新增人民币贷款10600亿元,预期12423亿元,前值16600亿元;社会融资规模增量10100亿元,前值22600亿元;7月M2同比8.1%,预期8.46%,前值8.5%,M1货币供应同比3.1%,前值4.4%,M0货币供应同比4.5%,前值4.3%。社融增速年内高点或已显现,社融领先实体经济和投资,意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。主要有以下原因,从总量上看经济下行抑制信贷投放,随着名义GDP增速下滑,作为增速相匹配的社融增速将承压。另外5月以来房企融资收紧进一步定向紧信用,专项债额度减少低基数效应减弱。并且上半年的社融反弹带来宏观杠杆率上升,未来将更注重融资结构的改善。预计后续仍会有针对性的定向降准,但难以全面宽松,对于可能存在的信用收缩风险,央行大概率将通过多措施并举进行对冲,如研究完善中小银行制度性支持。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

本周国债期货整体上呈现利多兑现后的高位震荡格局。周一国债期货多数收跌,10年期主力合约跌0.08%;周二国债期货全线收红,10年期主力合约涨0.15%;周三国债期货大幅波动,10年期主力合约涨0.03%,中美贸易局势有所缓和降低市场避险情绪,对国债期货形成压力,但7月份国内实体经济数据全面弱于预期则继续对国债期货形成支撑;受国际市场影响,周四国债期货早盘大幅走高,但随后逐冲高回落,市场呈现明显的多头获利回吐迹象,10年期期债收盘跌0.1%;周五国债期货全线收跌,

10年期主力合约跌0.14%。整体来说本周国债期货呈现利多兑现的格局，上周在贸易战火进一步升级，避险情绪重燃，然而国债期货上周冲破前期高点，本周经济数据悉数公布均不及预期但对盘面影响不大，后期债市进入震荡整理期。

图2.国债期货10年期日K线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图3.三大期债持仓量变化



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92手至8126手，成交量减少501手至4953手；五年期国债期货合约总持仓报28393手，较上周增加2666手，成交量减少1095手至10226手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加2673手至83373，成交量增加7260手至43502手。

三、现券方面

一级市场方面，本周共发行4只国债，2只地方债及28只金融债，本周全国只有江西省发行了一批共106.71亿元的地方债，地方债周发行规模创下2019年5月6日当周以来的15周新低。

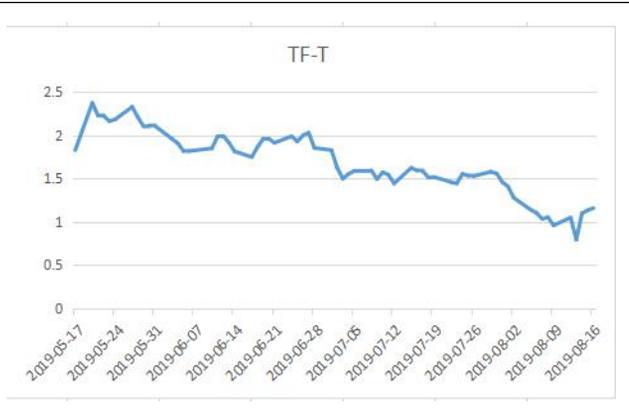
二级市场方面，截止至本月15日，1年期国债收益率为2.5965%，较上周上行2.71bp，10年期国债收益率为3.0115%，较上周下行1.01bp。1年期国债收益率2.6806%，较上周上行5.19bp，10年期国债收益率为3.4067%，较上周下行1.79bp。

图4.跨期价差



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图5.跨品种价差



资料来源：WIND 新纪元期货研究

四、价差及基差

跨期价差 T1909-T1912 较上周下行 0.03, TF1909-TF1912 较上周下行 0.09。跨品种价差 TF-T 上行 0.2。

2年期活跃 CTD 券为 180007.IB, 5年期活跃 CTD 券为 160025.IB, 10年期活跃 CTD 券为 170018.IB, 资金成本为 DR007.。若后续 CTD 的基差进一步下行、IRR 进一步上升，建议投资者可以尝试参与做多基差策略。当前 CTD 券的基差处于历史较低水平，且 10年期国债利率接近 3%，国债期货转换期权的价值较高；。基于对债市方向性的判断，若后续没有预期外的因素助推利率进一步下行，国债期货市场的投资者可能会像一季度一样变得谨慎一些，届时有可能看到套期保值需求的升温。

合约	现券代码	转换因子	基差	期现价差	IRR	净基差
TS1909.CFE	180007	1.0063	0.2583	0.0469	0.4913	0.2269

TF1909.CFE	160025	0.9918	0.0317	0.2206	2.3328	0.0505
T1909.CFE	170018	1.0413	0.4060	-0.0852	-0.8809	0.3625

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：总体上，今年下半年经济下行压力依然较大，仍需稳健货币政策以及积极财政支撑，经济基本面何时真正企稳仍有待验证。下半年，外部摩擦风险加大，中美经贸合作仍存在长期性和不确定性，全球经济增速放缓，全球央行货币政策转松，美联储有可能继续降息，将打开我国央行货币政策的空间，并有利于收益率水平的走低。美国的单边主义酝酿经济波动，央行为了维持国内的环境宽松，下半年将会持续维持低利率水平。央行操作针对性十足，后期央行将依然保持货币政策的短期调控。

短期展望（周度周期）：近期公布的经济数据及金融统计数据显示，国内经济增速下行压力仍然较大，基本面对债市的利好延续，叠加海外不确定性加大，国内逆周期调节政策可能近期会有所加速，债市收益率下行趋势延续。市场收益率水平将继续保持低位，国债期货牛市基础并未改变。展望后市，在避险情绪升温，经济增速放缓，流动性宽松和降低实体经济融资利率的背景下，国债期货仍有上行空间。

2. 操作建议

国债期货仍有上行空间，但短期警惕利多释放后的回调风险。短期避险因素与经济数据对国债期货形成的利好兑现，市场存在获利回吐的需求，建议等待市场调整后继续买入。

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