

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：稳增长政策加码，国债期货暂获提振

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 制造业采购经理指数扔处枯荣分水岭之下

2019年8月官方制造业PMI49.5%，比上月继续回落0.2个百分点，第4个月运行在荣枯线以下。分项指数几乎全面趋弱，仅出口订单因对美抢跑，供需均收缩。从分项数据来看，8月生产指数51.9%，回落0.2个百分点，生产下滑但仍处于扩张区间，略强于需求，源于国庆前企业限产而提前生产；新订单指数49.7%，回落0.1个百分点。需求导致产成品被动累库现象。PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别回落2.1个和0.2个百分点。8月原材料库存指数47.5%，回落0.5个百分点，企业预期较差、备货意愿较弱；产成品库存指数47.8%，回升0.8个百分点，需求弱于生产48.6%和46.7%。8月新出口订单指数47.2%，回升0.3个百分点，进口指数回落0.7个百分点至46.7%。进出口景气指数显示未来货物贸易顺差或将继续维持，从1-7月情况来看，虽然上半年对美出口有所下降，但进口下降幅度更大，带动贸易顺差扩大，这种情况在8月或将继续存在。

2. 国务院常务会议释放稳增长政策加码信号

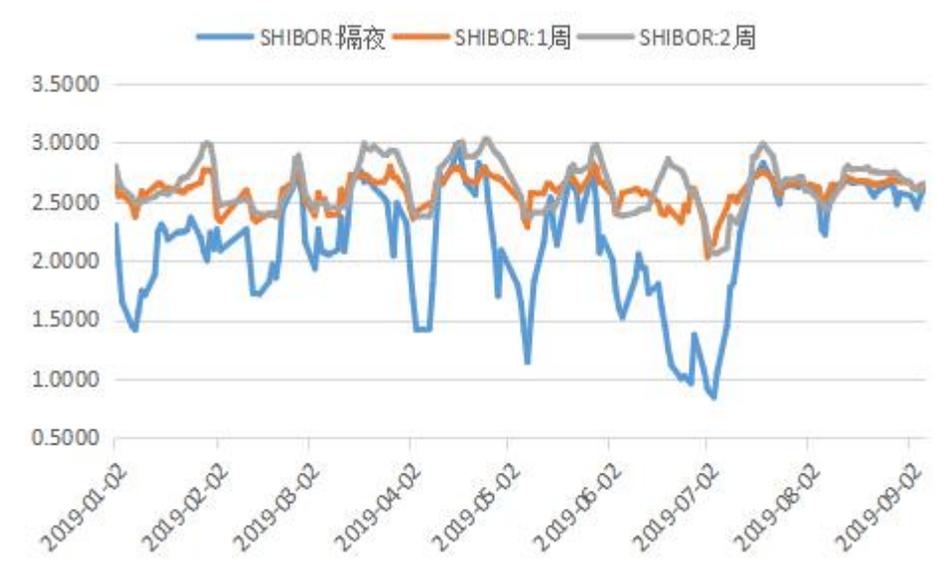
9月4日召开的国务院总理李克强主持召开的常务会议释放了稳增长政策加码信号，部署精准施策，加大力度做好“六稳”工作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。宏观经济政策的逆周期调节力度将加大，财政政策与货币政策的协调性将增强，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。政府从货币和财政方面提振经济，会议内容加强了市场对后市降息降准预期，提振了市场情绪，短期内对债市或有一定支撑。

但目前通胀压力仍较大，对货币政策有一定掣肘，因此大规模货币宽松政策亦不可取。此外，在目前的经济环境之下，银行风险偏好的提升以及宽信用的实施比起资金利率的下降为重要，因此央行降准在目前货币政策渠道尚未打通的情况下仍有一定的困难。国常会还确定了加快地方政府专项债券发行使用措施，根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。积极的财政政策正在不断发力，但是值得注意的是，财政政策立足的是经济结构的改善以及经济的长远发展，因此政策成效显现需要一定的时日。

3. 央行结构性操作针对性十足

央行前4个交易日连续停做公开市场操作，9月6日，央行开展400亿元7天期逆回购操作，本周央行累计开展400亿逆回购操作，有1400亿逆回购到期，因此本周净回笼1000亿元。下周一，将有1765亿元MLF到期。央行大概率会实施MLF操作实现对冲，但降低操作利率的概率较低，更需要关注的是9月17日的MLF操作情况。9月季末考核、财政收税、长假前取现等仍可能给流动性供求造成一定程度扰动，但也可作为逆周期政策适时发力创造契机。业内人士预计，央行将适时适量加大流动性支持，流动性总量不会明显脱离合理充裕范畴。国常会再提降准后，市场资金面预期偏乐观。资金面方面，货币市场利率略有下行，隔夜Shibor下行7.9BP至2.586%，7天Shibor下行2.2BP至2.651%，14天Shibor下行3.1p至2.745%。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、一周市场综述

一、国债期货方面

本周国债期货前低后高，常务会议提及普遍降准及定向降准，短期对债市提振作用。周一经济数据超预期和 A 股上涨等因素影响下，国债期货全线收跌，10 年期主力合约跌 0.19%；周二期货窄幅震荡小幅收跌，10 年期主力合约跌 0.05%；周三国债期货全线小幅收红，10 年期主力合约涨 0.14%；周四国务院常务会议加强了市场对后市降息降准预期，提振了市场情绪，国债期货全线收红，10 年期主力合约涨 0.24%；周五国债期货窄幅震荡小幅收涨，10 年期主力合约涨 0.03%。宽信用的政策频出，中美摩擦缓解预期使得避险情绪消退，短线期债多空交织。

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 123 手至 7787 手，成交量减少 12003 手至 10041 手；五年期国债期货合约总持仓报 30190 手，较上周增加 3544 手，成交量增加 590 手至 11899 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 799 手至 79853，成交量减少 19615 手至 28691 手。

三、现券方面

一级市场方面，本周共发行 4 只国债，7 只地方债及 27 只金融债，截至 8 月 22 日，1-8 月，全国地方累计发行新增地方政府债券 28951 亿元，占 2019 年新增地方政府债务限额的 94%，发行进度同比提高 34 个百分点。

二级市场方面，截止至本月 5 日，1 年期国债收益率为 2.6129%，较上周下行 0.5bp，10 年期国债收益率为 3.0173%，较上周

下行 4bp。1 年期国开债收益率为 2.7826%，较上周上行 0.18bp，10 年期国开债收益率为 3.4493%，较上周下行 2.16bp。

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 T1912-T2003 较上周下行 0.005, TF1912-TF2003 较上周下行 0.355。跨品种价差 TF-T 下行 0.04

2 年期活跃 CTD 券为 190009. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 190004. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 190006. IB, 资金成本为 DR007。基差方面, 本周活跃券 190006 维持行至 3%上方, 基差将维持较高水平, 预计国债收益率在 3%附近时基差水平收窄到 0.5 附近可能性较低。

| 合约 | 现券代码 | 转换因子 | 基差 | 期现价差 | IRR | 净基差 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| TS1909. CFE | 190009 | 0.9959 | 0.1043 | 0.6581 | 2.3208 | 0.1152 |
| TF1912. CFE | 190004 | 1.0075 | 0.4022 | 0.4867 | 1.6969 | 0.2536 |
| T1912. CFE | 190006 | 1.0236 | 0.7870 | 0.1272 | 0.4481 | 0.6147 |

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：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。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。

短期展望（周度周期）：财新中国制造业 PMI 重回 50 以上，并创近 4 月以来最高，但官方制造业 PMI 数据继续走弱，仍处于 50 下方运行，国内经济基本面仍然偏弱，国债期货长期上行基础并未改变。货币政策方面，国务院常务会议要求加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，国内政策宽松预期升温。但货币政策依然面临通胀压力，也面临货币政策尚未打通的难题。中美摩擦缓解预期使得避险情绪消退，但中美关系具有长期性，反复性，短期达成协议概率较小。9 月份美联储降息概率较大，9 月 17 日国内 MLF 到期续作时调整政策性金融工具利率概率较高，有降准可能。总体来看，国债期货牛市基础并未动摇，在政策推动下有望继续走高。

2.操作建议

宽信用的政策频出，通胀预期抬升，中美摩擦缓解预期使得避险情绪消退。多空交织，期债短期仍有调整风险。

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