

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：利空反应钝化 节前流动性暂有支撑

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 进出口表现远超预期

中国 2019 年 12 月进出口数据表现远超预期。中国 2019 年 12 月出口（以人民币计）同比增长 9%，预期增 2.9%，前值增 1.3%；进口增 17.7%，预期增 8.6%，前值增 2.5%。中国 2019 年 12 月出口（以美元计）同比增长 7.6%，预期增 4.9%，前值降 1.1%；进口增 16.3%，预期增 10%，前值增 0.3%；贸易顺差 467.9 亿美元，前值 376.2 亿美元。12 月出口的大幅主要系基数效应以及国内外信心提升因素共同作用，从去年 11 月开始国内经济明显企稳，经济下行压力已经有所减弱。1 月 15 日中美第一阶段经贸协议正式达成，2019 年以来持续萎缩的中美贸易，有望在 2020 年触底反弹。

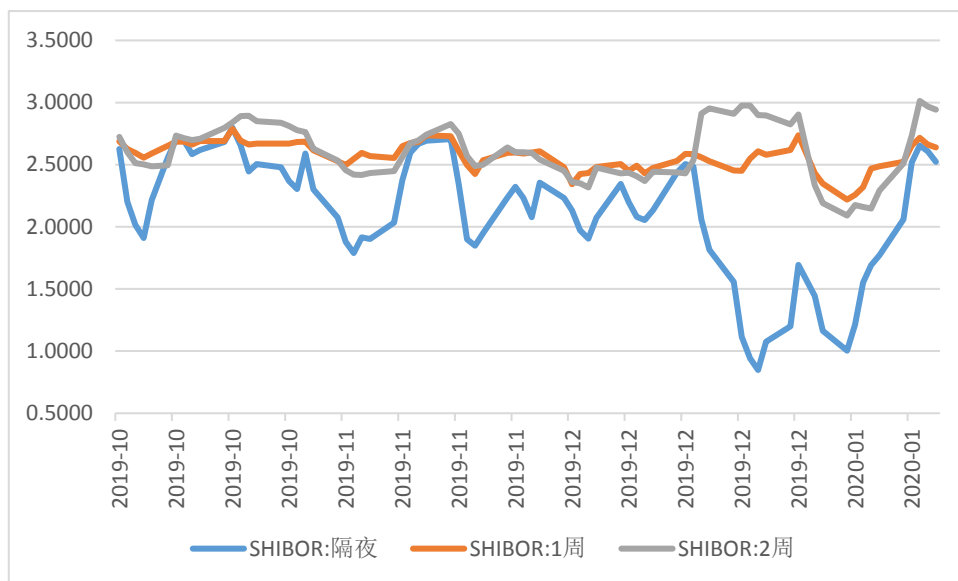
2. 金融数据符合预期

广义货币 M2 同比增速 8.7%，比上月高 0.5 个百分点，比去年同期高 0.6 个百分点。M1 同比增速为 4.4%，比上月高 0.9 个百分点，比去年同期高 2.9 个百分点。12 月新增人民币贷款 1.14 万亿元，符合市场预期。2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，这一修改导致 12 月社融新口径数据较 11 月老口径出现大幅扩张。

3 连续投放助力跨年

本周央行公开市场全口径净投放 9000 亿元，下周央行公开市场有 2575 亿元 TMLF 到期，无正逆回购和央票等到期。本周一周二央行均未展开逆回购操作；1 月 15 日开展了 3000 亿元 MLF 操作和 1000 亿元 14 天期逆回购操作；周四开展了 3000 亿元 14 天逆回购操作；周五继续开展了 2000 亿元 14 天逆回购操作。1 月资金缺口规模较大，后续或仍通过逆回购投放一定规模的流动性，关注 TMLF 到期后的延期和普惠金融定向降准例行性考核释放流动性规模，资金面方面，央行公开市场创新高净投放，助力银行间市场流动性，主要回购利率连续下行。隔夜 Shibor 上行 74.98BP 至 2.522%，7 天 Shibor 上行 15.30BP 至 2.64%，14 天 Shibor 上行 64.30bp 至 2.943%。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源: WIND 新纪元期货研究

4 经济企稳回升态势继续得到确认

统计局公布的经济数据显示经济企稳回升态势继续得到确认。2019 年全年全国服务业生产指数同比增长 6.9%，GDP 同比增长 6.1%，其中四季度 GDP 同比增速 6%，持平于三季度，但略低于市场预期。12 月工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月提升 0.7 个百分点。

12 月固定资产投资单月同比出现显著抬升，从上月的 5.2% 提升至 7%-8% 左右，主要受制造业投资回升驱动。12 月制造业投资同比增速较上月大幅攀升 7.6 个百分点至 9.2%。12 月基建（含电力）投资当月同比增长 2.1%，增速较上月下降 3.1 个百分点，部分受基数因素影响。房地产投资较上月下降 1.0 个百分点至 7.4%。

消费需求保持平稳，汽车行业逐步见底回升。12 月社会消费品零售总额同比增长 8.0%，与上月持平，但考虑到 11 月有“双十一”影响，消费依然在向好。

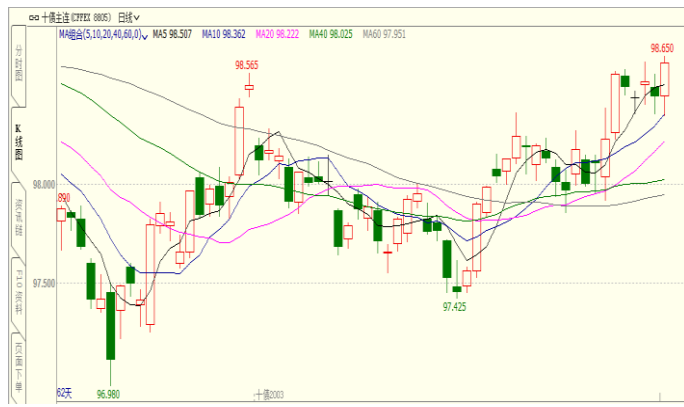
二、一周市场综述

一、国债期货方面

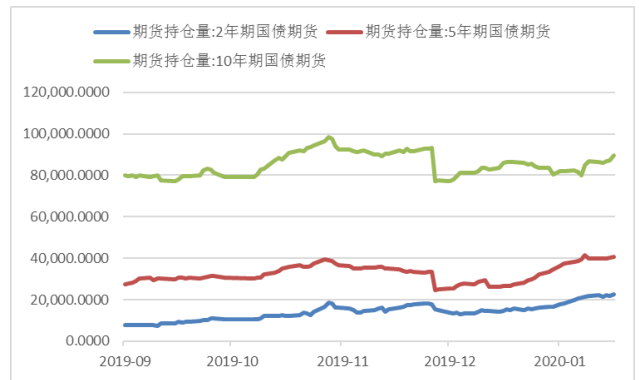
本周国债期货总体呈震荡调整态势，总体受资金面自己面影响。周一国债期货全线近乎收平，金融数据出炉前市场交投谨慎，10 年期主力合约跌 0.01%；周二周二去年 12 月贸易数据远超预期，国债期货小幅收跌，10 年期主力合约跌 0.05%；周三央行“MLF+逆回购”双管齐下，国债期货集体收涨，10 年期主力合约涨 0.07%；周四国债期货小幅收跌，中美签署第一阶段贸易协议，市场对此反应并不明显，金融数据好于预期压制市场情绪，10 年期主力合约跌 0.09%；周五经济增长数据略好于预期，市场反应并不明显；但在央行公开市场继续大幅投放流动性，以及银行类机构年初配置动力的支撑下，国债期货大幅反弹，10 年期主力合约涨 0.16%。利好逐渐消化之后，市场对基本面改善存在一定预期，很大程度上压制了债市情绪。

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

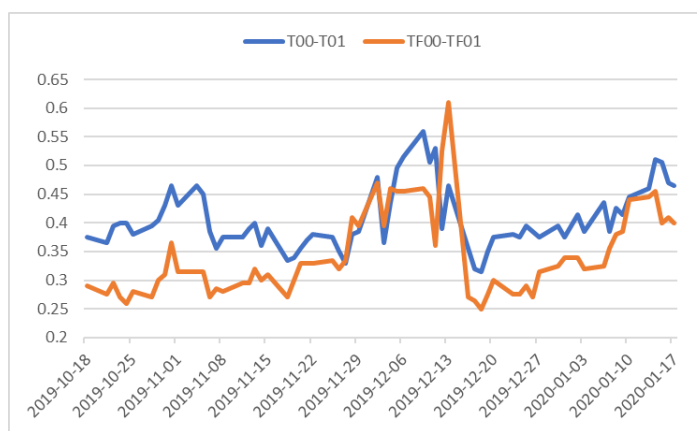
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 841 手至 22563 手，成交量增加 1100 手至 17240 手；五年期国债期货合约总持仓报 40835 手，较上周增加 803 手，成交量增加 220 手至 15725 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 2844 手至 89530 手，成交量增加 6634 至 53538 手。

三、现券方面

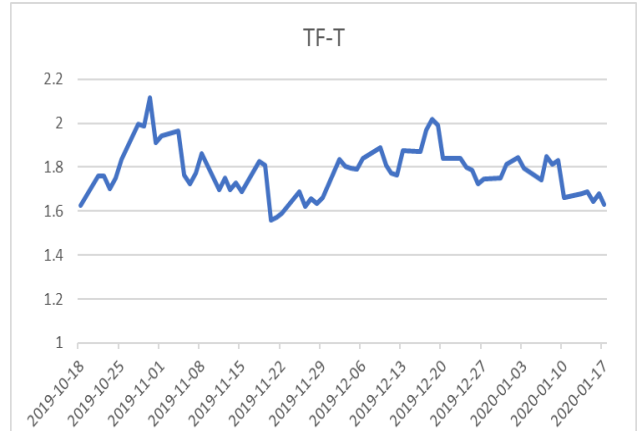
一级市场方面，本周共发行 4 只国债，135 只地方债及 37 只金融债。截至 1 月 16 日，地方债已发行 5069.94 亿。另外诸多省份已披露债券发行资料，待发行的规模为 2780.70 亿。

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 T2003-T2006 较上周上行 0.02, TF2003-TF2006 较上周下行 0.04。跨品种价差 TF-T 下行 0.03。

2 年期活跃 CTD 券为 170007. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 190013. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 190015. 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
TS2003. CFE	170007	1.0026	0.4391	0.0675	0.3910	0.4582
TF2003. CFE	190013	0.9974	0.4193	0.0626	0.3767	0.3659

T2003.CFE	190015	1.0108	0.7341	-0.2182	-1.3156	0.6458
-----------	--------	--------	--------	---------	---------	--------

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：我国经济进入复苏周期。全球经济在经历一年多持续放缓之后，出现企稳迹象，未来全球经济企稳仍可期。通胀预期仍难缓和，CPI 未来的持续上行仍会在一定程度制约货币政策。央行将继续实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，实施灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，深化改革，促进金融和经济的良性循环，货币政策和财政政策的配合将持续发力。中美达成第一阶段协议，但未来走向依然存在不确定性，中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。对国债期货而言，在通胀上行的环境下，期债反弹高度受限。风险事件不确定性减弱，风险偏好回升，本轮债牛接近尾声，难有趋势性行情，不过货币政策宽松格局下要珍惜有阶段性投资机会。

短期展望（周度周期）：近期密集公布的金融数据均好于预期，经济有一定复苏表现。央行在节前或继续通过投放流动性来缓解资金面紧张情绪，1月资金缺口规模较大，春节前现金走款规模接近2万亿，或仍有约1万亿资金缺口需要对冲，后续或仍通过逆回购投放一定规模的流动性，关注TMLF 到期后的延期和普惠金融定向降准例行性考核释放流动性规模。中美签署第一阶段贸易协议，阶段性市场风险偏好回升，未来还需持续关注中美贸易走向。国债期货缺乏持续上行的动力，当前国债期货对基本面利空反应较为迟钝，央行投放流动性不足以支撑国债期货继续上行。

操作建议

节前流动性投放暂有支撑，但投资者应谨慎为上。

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