

## 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：MLF 非常规效应未延续 债市尚需时机

## 一、基本面分析

## （一）宏观分析

## 1. 央行公开市场温和投放

本周（11月30日至12月04日）央行公开市场累计进行了2000亿元逆回购和2000亿元MLF操作，本周央行公开市场有4300亿元逆回购到期，因此本周全口径净回笼300亿元。11月30日，央行公告称，为维护月末流动性平稳，开展2000亿元中期借贷便利

（MLF）操作和1500亿元逆回购操作，中标利率分别为2.95%、2.20%。此外，央行将于12月15日开展中期借贷便利（MLF）操作（含对12月7日和16日两次MLF到期的一次性续做），具体操作金额将根据市场需求等情况确定。次MLF的操作具有信号意义，后续MLF的不定期操作将更为常见，银行负债压力和同业存单利率上行压力也将在央行主动干预和财政支出加快的背景下有所缓解。资金面方面，隔夜Shibor上行25.00BP至1.086%，7天Shibor下行22.00BP至2.116%，14天Shibor下行80.00bp至2.017%。

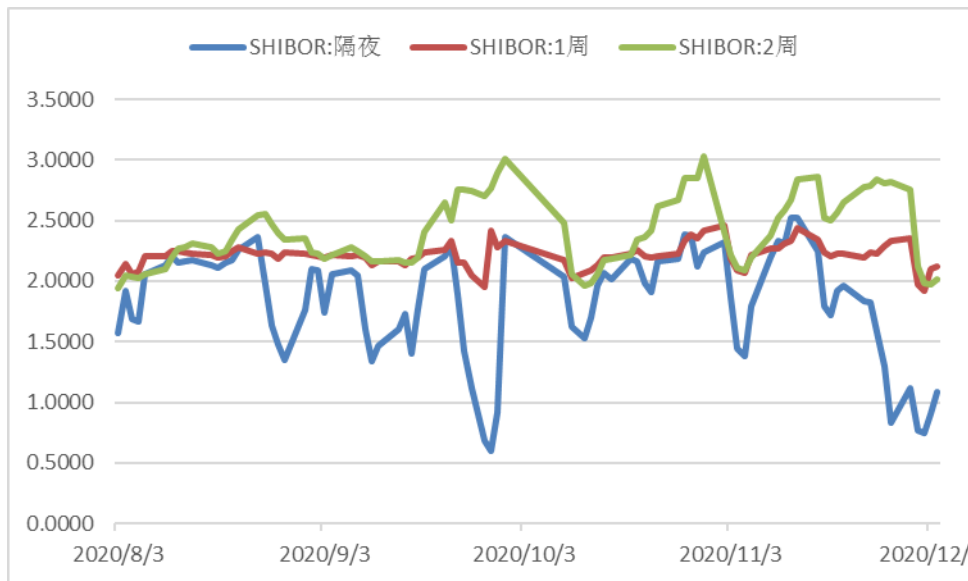
## 2. PMI 创年内新高

11月PMI创年内新高，11月中采制造业PMI指数为52.1%，较上月上升0.7个百分点，高于市场预期，连续9个月处于荣枯线之上；非制造业PMI指数为56.4%，较上月上升0.2个百分点。综合PMI产出指数为55.7%，较上月上升0.4个百分点。

供需协同发力，原材料价格上整体上看，供需协同发力，各项分类指数普遍改善。11月生产指数为54.7%，较上月增长0.8个百分点；新订单指数为53.9%，较上月增长1.1个百分点，其中新出口订单指数上行0.5个百分点至51.5%。生产指数与新订单指数均为年内高点，工业生产延续良好趋势。11月价格指数明显上行，原材料价格较上月增长3.8个百分点至62.6%，出厂价格较上月增长3.3个百分点至56.5%。

小企业景气度均回升，服务业持续改善。11月大中小型企业制造业PMI分别为53.0%、52.0%、50.1%，较上月分别上升0.4、1.4、0.7个百分点。伴随市场需求持续改善，大中小型企业景气度均有所回升。在疫情防控常态化态势下，经济基本面持续修复，居民消费需求回暖，服务业和建筑业保持在较高的景气度区间。

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

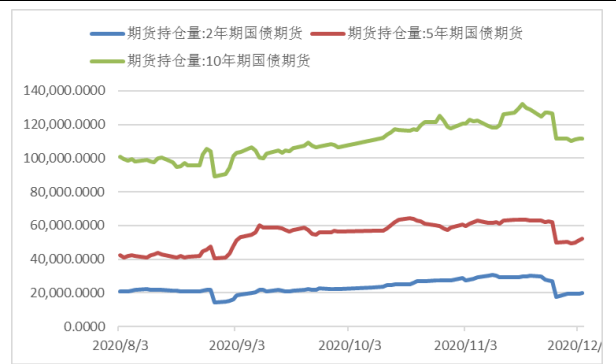
央行意外进行 MLF，为市场带来了上行动力，但持续性欠佳。随后期债回吐周一的上涨幅度，继续回到下行通道中。周一国债期货全线大幅收涨，央行意外开展 MLF 操作，10 年期主力合约涨 0.44%，创 8 月 10 日以来最大涨幅；5 年期主力合约涨 0.40%，创 6 月 24 日以来最大涨幅；2 年期主力合约涨 0.22%，创 6 月 21 日以来最大涨幅；周二国债期货全线收跌，股市继续冲高，10 年期主力合约跌 0.16%，5 年期主力合约跌 0.14%，2 年期主力合约跌 0.03%；周三国债期货全线收跌，10 年期主力合约跌 0.19%，5 年期主力合约跌 0.12%，2 年期主力合约跌 0.06%；周四国债期货收盘涨跌不一，10 年期主力合约涨 0.02%，5 年期主力合约跌 0.04%，2 年期主力合约跌 0.02%；周五国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.24%，5 年期主力合约涨 0.16%，2 年期主力合约涨 0.04%。

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

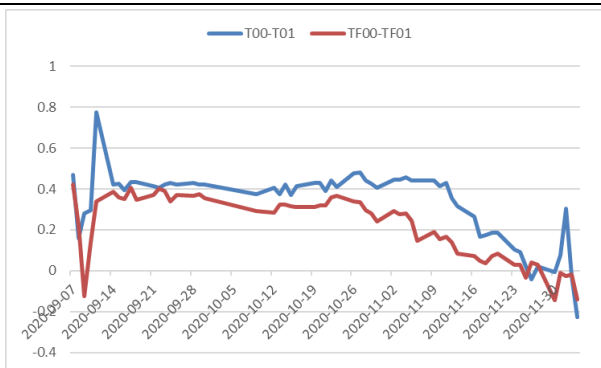
### 二、仓位分析

截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 2464 手至 20042 手，成交量下行 13987 手至 3993 手；五年期国债期货合约总持仓报 52162 手，较上周增加 2126 手，成交量减少 16531 手至 17366 手；十年期国债期货合约总持仓较上周减少 161 手至 111423 手，成交量减少 23900 手至 50494 手。

### 三、现券方面

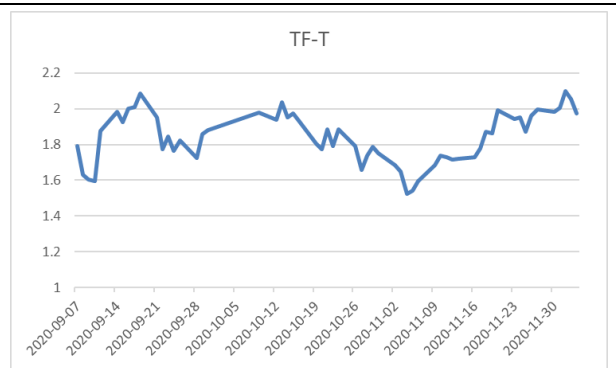
一级市场方面，本周共发行 4 只国债，4 只地方债及 24 只金融债。截至 11 月 30 日，今年地方债合计发行 6.26 万亿。加上注资中小银行的 2000 亿专项债即将发行，全年地方债发行规模有望达到 6.5 万亿。

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 T2012-T103 较上周下行 0.245, TF2012-TF2003 较上周下行 0.17。跨品种价差 TF-T 下行 0.02。

2 年期活跃 CTD 券为 200011. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 200013. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 200016. 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
TS2012. CFE	200011	0.9941	-0.0236	0.1032	3.4162	-0.0255
TF2012. CFE	200013	1.0008	0.2439	-0.1529	-5.0754	0.2304
T2012. CFE	200016	1.0230	0.5954	-0.4960	-16.4292	0.5737

## 三、观点与期货建议

### 1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：10 月宏观经济指标走势偏强，显示经济修复势头并未减弱。11 月经济先行指标中国制造业 PMI 创三年新高，反映出经济恢复向好仍在延续，更重要的是短期需求新订单强劲到企业经营预期指数创 5 年半以来的新高。下一步，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。

短期展望（周度周期）：央行意外进行 MLF 短暂点燃了做多的热情，具有信号意义，后续 MLF 的不定期操作将更为常  
投资有风险理财请匹配

见。未来一段时间需要密切关注央行公开市场操作情况，若央行继续在公开市场积极投放，对债市可以更乐观；若央行暂停公开市场投放，或说明前几日央行操作主要还是受时点或事件冲击引发，需要保持警惕。短期而言，银行间流动性呈现逐渐宽松的状态，但存单价格仍处在相对高位。经济复苏的预期，货币政策退出的担心以及股债“跷跷板”效应等因素，仍对债市产生压制。

### 操作建议

目前期债在低位振荡的概率较大，建议谨慎操作。

## 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

### 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