

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：扰动因素增多 国债期货震荡偏弱

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 公开市场操作有所缩减

本周（03月15日至19日）央行公开市场有500亿元逆回购和1000亿元MLF到期，本周央行累计进行了500亿元逆回购和1000亿元MLF操作，因此本周无资金投放也无回笼。3月以来，市场资金面延续了春节过后平稳偏松的态势，货币市场运行平稳，市场利率运行中枢稳中有降。进入3月下半月，货币市场流动性面临的扰动因素将有所增多。资金方面，隔夜Shibor上行34.80BP至2.135%，7天Shibor上行6.50BP至2.199%，14天Shibor上行14.60bp至2.297%。

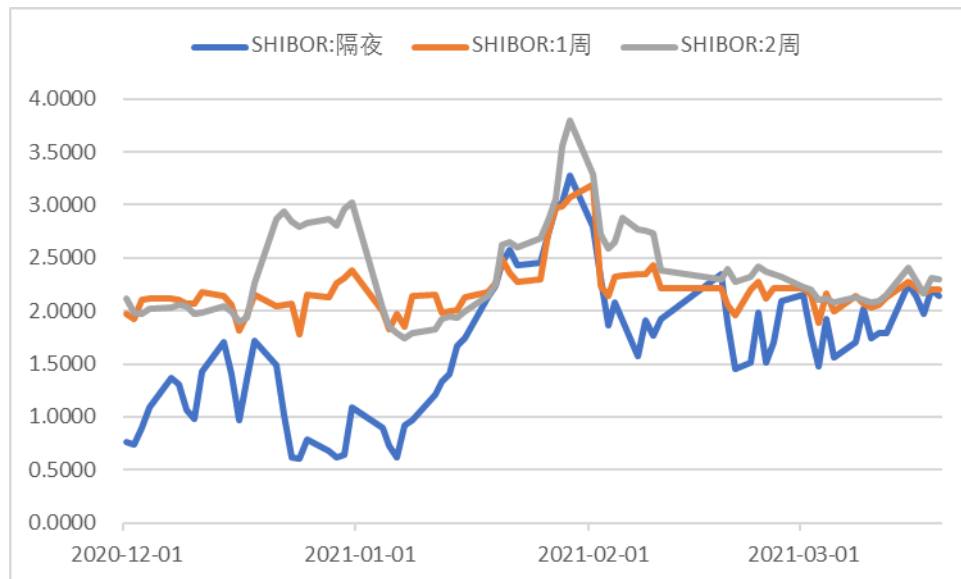
2. 生产强劲，内需偏弱

1-2月经济数据表现偏弱，看似经济动能出现了分化，消费走弱生产走强，但需求偏弱与短期因素有关，年初疫情和就地过年干扰消费复苏，制造业投资偏弱更多是短期扰动。

生产端复苏好于预期，工业和服务业都已经回到疫情前正常增长轨道上。1-2月，规模以上工业增加值两年平均增长8.1%，比疫情前的2019年12月增速更快；服务业生产指数两年平均增长6.8%，与2019年12月增速持平。换言之，生产端已经填补了疫情造成的大坑，服务业基本回到了疫情前正常增长轨道上，工业甚至超出了疫情前增长轨道。市场此前预期更长时间才能回到正常轨道上。

消费端复苏也好于预期，冬季疫情影响较小。1-2月，社会消费品零售总额同比增长33.8%，高于市场预期的32%，两年平均增速为3.2%。从环比看，1月再次出现小幅负增长（-1.4%），体现了冬季疫情对消费的抑制；但2月迅速走出低谷，实现小幅正增长（0.56%），好于过去几年春节月份表现。从品类看，餐饮类消费仍然相对低迷，但汽车类和消费升级类消费提供了重要支撑。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

投资端复苏不及预期，但预计只是冬季疫情下的短期现象。1-2月，固定资产投资（不含农户）同比增长 35.0%，低于市场预期的 38.1%，两年平均增速为 1.7%。分三大类别看，制造业投资和基建投资环比增长弱于疫情前的正常季节性表现，可能是受到了冬季疫情的影响；房地产投资则好于季节性表现。考虑到 2 月企业经营活动预期和企业中长期贷款都较好，预计后续制造业投资和基建投资增长动能将增强。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

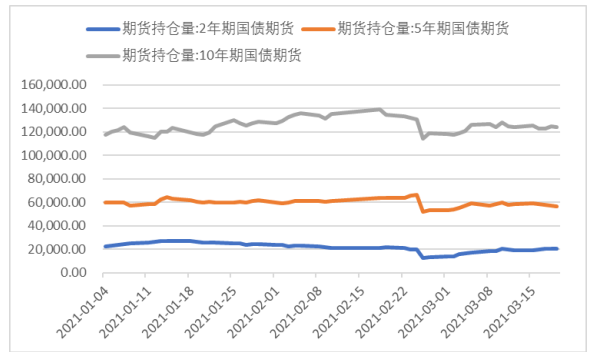
金融数据和经济数据并未对债市形成剧震，国债期货总体维持区间振荡走势，表现出较强的韧性。本周 10 年期主力合约涨 0.18%，5 年期主力合约涨 0.11%，2 年期主力合约涨 0.09%。周一国债期货收跌，10 年期主力合约跌 0.15%，5 年期主力合约跌 0.11%，2 年期主力合约跌 0.03%；周二国债期货收跌，10 年期主力合约跌 0.15%，5 年期主力合约跌 0.11%，2 年期主力合约跌 0.03%；周三国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.08%，5 年期主力合约涨 0.04%，2 年期主力合约涨 0.03%；周四国债期货全线收跌，10 年期美债收益率刷新去年 1 月末以来新高，10 年期主力合约跌 0.11%，5 年期主力合约跌 0.07%；周五国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.27%，5 年期主力合约涨 0.16%，2 年期主力合约涨 0.06%。。

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

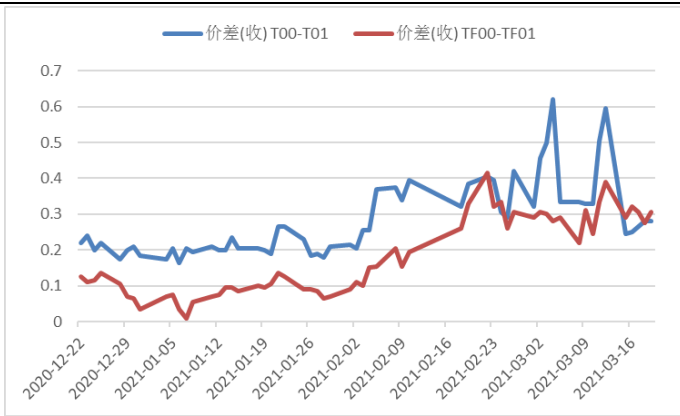
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 961 手至 20312 手，成交量下行 474 手至 7631 手；五年期国债期货合约总持仓报 56606 手，较上周减少 2133 手，成交量增加 2288 手至 22886 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 372 手至 124319 手，成交量增加 6556 手至 65359 手。

三、现券方面

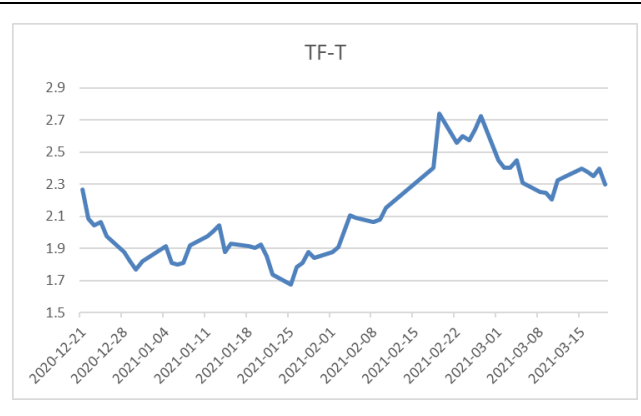
一级市场方面，本周共发行 6 国债，23 只地方债及 44 只金融债。近期地方债迎来今年发行小高峰，但市场表现稳健

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 T2103-T2106 较上周上行 0.26, TF2103-TF2106 较上周下行 0.315。跨品种价差 TF-T 下行 0.045。

2 年期活跃 CTD 券为 200018. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 200013. IB, 10 年期活跃 CTD 券为 200017. 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
TS2106. CFE	200018	0.9989	0.2436	0.4708	1.9113	0.1647
TF2106. CFE	200013	1.0007	0.4123	0.3265	1.1395	0.3024
T2106. CFE	200017	1.0162	1.7983	-0.9985	-4.0390	1.6363

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：1-2月经济数据表现偏弱，看似经济动能出现了分化。生产强于需求，并且内需弱于外需，固定资产投资仅地产维持高景气，且存在回落的隐忧。消费中部分行业没有修复到疫情以前的水平，进出口由于春节和基数扰动尚难以判断走势变化，但其他制造业国家复苏是确定的趋势。货币数据或继续保持相对强劲的态势，降低了流动性进一步宽松的可能。

短期展望（周度周期）：10年期美债收益率继续刷新去年1月末以来新高，美债收益率持续飙升对全球市场的风险偏好带来实质性的冲击影响。美债收益率的水涨船高直接引发全球风险资产的估值定价体系发生剧烈变化。进入4月地方债的供给压力将会加大。短期市场资金宽松、来自资金方面的风险不会太大。中期来看，债市仍需警惕输入性通胀的扰动，投资者须谨慎操作。

操作建议

在海外疫情得到控制、经济展望改善、国内出口形势乐观、政府债券将大量发行的背景下，预计国债期货价格反弹空间有限，仍以下行为主。

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
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：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8层F单元

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

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

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

徐州营业部

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