

## 风险事件落地 国债期货或迎来突破行情

## 宏观经济/国债

## 内容提要:

- ◆ 国债期货7月份维持震荡上行的态势，实现连续第五周上涨。整体来说7月国债期货在无更多利好刺激情况下，多空博弈纠结，调整趋势明显，冲高动能不足，缺乏趋势性信号指引，市场等待新一轮方向。
- ◆ 第二季度GDP增速符合预期，工业增加值、固定资产投资、消费等数据超预期，但整体来说依然偏弱，呈现出季度数据走弱，但月度数据走强的格局。
- ◆ 短期内宏观经济下行压力还将有所加大，预计下半年GDP增速会降至6.1%左右，全年GDP增速将降至6.2%，但仍处于年初设定的目标区间（6.0%-6.5%）之内，经济失速的风险很低。
- ◆ 今年6月新增社融规模显著高于去年同期，主要归因于地方专项债发力、非标降幅收窄以及居民贷款的整体平稳。考虑到经济基本面的下行压力以及风险事件的发酵，下一阶段货币政策的重点仍在稳增长、防风险、调结构之间寻求平衡。
- ◆ 预计后续CPI同比将缓慢下行。虽然后续猪肉价格仍有上行动力，但需求不足叠加牛羊肉、禽肉等替代品的供应丰富。PPI进入通缩的幅度不大，但需要关注国际石油价格波动带来的风险。
- ◆ 市场当前的流动性维持“合理充裕”，央行的操作针对性十足。央行保持流动性合理充裕的意图明确，资金面趋紧时会立即投放流动性，在资金面宽松是也会保持克制。
- ◆ 7月份地方债发行规模下降，发行利率有所回落。地方债发行趋于放缓，由于今年上半年发行节奏明显较快。结合7月份数据测算，8月和9月两个月的时间，地方债需要新增发行的规模将明显小于上半年。
- ◆ 未来中美贸易摩擦反复仍将是常态化，短期内达成协议的概率较小，多以拉锯式的谈判、阶段性关系的微妙变化为主。未来中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。
- ◆ 美联储降息靴子落地，虽然国内短期降息概率较低，但也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。

## 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

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

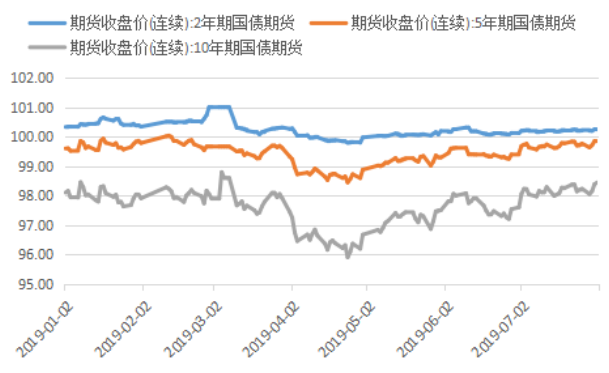
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

## 第一部分国债期货行情回顾

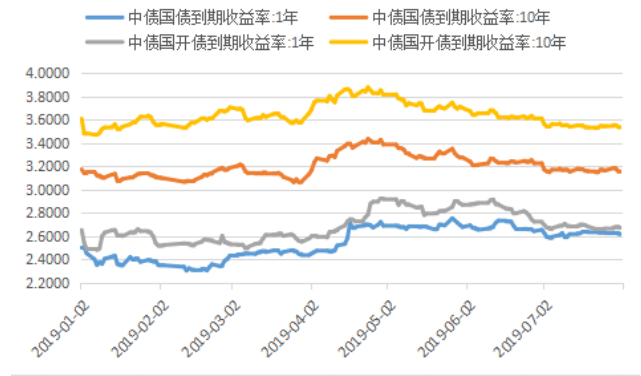
国债期货7月份维持震荡上行的态势，实现连续第五周上涨。七月的首周国债期货市场整体呈上涨趋势，10年期期债主力合约全周涨0.56%。周四、周五有所回调。经济数据显示经济下行压力依然较大，海外经济数据不及预期，国内资金利率极度宽松支撑此周债市上涨。7月8日至12日，国债期货整体呈现震荡盘整状态，10年期期债主力合约周累计上涨0.22%，前期中美贸易，货币宽松及全球鸽派预期以有所消化，支撑程度大幅减弱，国债期货重回基本面主导。7月15日至19日期债整体依然呈现震荡盘整状态，10年期期债主力合约周涨0.06%。整体来说国债期货在15日创出反弹新高后，持续调整行情。调整趋势明显，冲高动能不足，六月份经济数据超出预期为债市施压，市场多空较为纠结，等待新一轮方向指引。7月22日至26日，国债期货冲高动能略显不足，10年期国债期货主力合约周累计涨0.01%。7月的最后三日期债延续高位震荡行情，等待风险事件落地。整体来说7月国债期货在无更多利好刺激情况下，多空博弈纠结，调整趋势明显，冲高动能不足，缺乏趋势性信号指引，市场等待新一轮方向。

图 1. 国债期货整体高位震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 现券有所下行

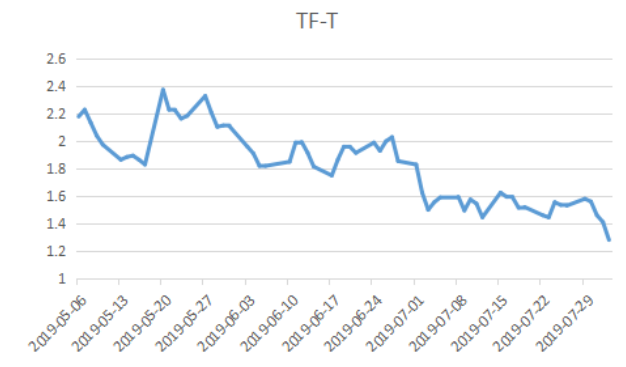


资料来源：WIND 新纪元期货研究

现券方面整体重心下移，截止到7月31日，1年期国债收益率为2.6155%，较上月下行2.46bp，10年期国债收益率为3.1487%，上月下行7.02bp。1年期国开债收益率为2.6729%，较上月下行5.19bp，10年期国开债收益率为3.5312%，较上月下行7.53bp。资金面方面，7月资金面呈现上行态势，隔夜Shibor上行127.15BP至2.636%，7天Shibor涨6.9BP至2.647%，14天Shibor上行11.3bp至2.599%，1月Shibor下行7.8bp至2.600%。

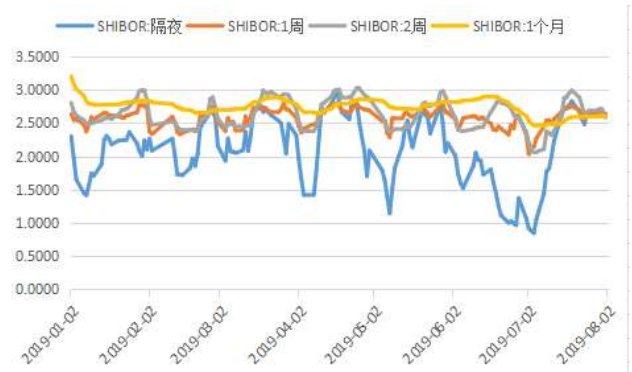
7月以来，5年期国债期货主力合约TF1909与10年期主力合约T1909的价差整体维持震荡重心下移。10年期国债收益率从5月初3.23%下行至3.15%左右，5年期国债收益率受资金面影响更大一些，在2.98%—3.05%区间波动，10年-5年期收益率差上涨至14BP—16BP之间。基差方面，5年期国债期货主力合约CTD为190004，截止至7月31日五年期CTD券基差为0.2815，基差与上月几乎持平，10年期国债期货主力合约CTD为190007，截止至7月31日十年期CTD券基差为0.5287，基差略有收窄。基差存在大概率向上波动的可能，不论是从收益率下行带来交割期权上升的角度，还是从收益率上行锁定现货风险的角度，参与买现卖期的基差扩大策略均有相对高的安全边际。

图 3. 价差震荡下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. Shibor 探底回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济及政策分析

### 一、宏观经济回顾与展望

#### (一) 二季度经济符合预期，下行压力依然较大

第二季度 GDP 增速符合预期，2019 年上半年 GDP 实际同比增长 6.3%，上年同期值 6.8%；其中，二季度 GDP 实际同比增长 6.2%，增速较上季下滑 0.2 个百分点，创 2009 年以来新低，但名义 GDP 却超出预期，主要归因于食品和原材料价格上涨所带来的价格脉冲。工业增加值、固定资产投资、消费等数据超预期，但整体来说依然偏弱，呈现出季度数据走弱，但月度数据走强的格局。

展望下半年，全球经济增长减速以及中美贸易摩擦“边打边谈”或将拖累外需对经济增长的拉动能力。在此背景下，国内宏观政策将进一步向稳增长方向微调，基建提速可期，汽车销售对消费的拖累作用也有望缓和。但监管层仍会坚持“不搞大水漫灌”、严控地方政府隐性负债的底线。由此，短期内宏观经济下行压力还将有所加大，预计下半年 GDP 增速会降至 6.1% 左右，全年 GDP 增速将降至 6.2%，但仍处于年初设定的目标区间（6.0%-6.5%）之内，经济失速的风险很低。

#### 1、工业增加值呈上行趋势

6 月工业增加值增速收于 6.3%，较 5 月回升 1.3 个百分点，呈现上行趋势。工业生产的回升主要由采矿业拉动。分三大行业来看，采矿业工业增加值增速反弹 3.4 个百分点，制造业增速回升 1.2 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回升了 0.7 个百分点。采矿业增速反弹可是由于近期铁矿石价格带动矿场开工以及发电耗煤量的上升。随着入夏后环保监察力度加大，采矿业的反弹预计可持续性不强，贸易摩擦仍具有不确定性，需求也未见明显回升，预计工业生产未来或将平稳回落。

#### 2、制造业回暖，基建反弹，地产回落，固定资产投资超预期

6 月固定资产投资累计同比增速超预期小幅上涨。1-6 月固定资产投资累计同比增长 5.80%，环比 1-5 月回升 0.2 个百分点。具体来说：制造小幅回暖，1-6 月制造业投资累计同比增长 3%，较前值小幅回升。虽然本月有

所回升，但贸易战具有长期反复的特征，内需也尚未显著回升，因而制造业投资难言企稳回升；基建小幅反弹、基建投资累计同比增长4.1%，较前值稳中有升，体现出了经济下行背景下的宽财政。但在地方政府债务偿还压力较大，财政前移的背景下，下半年基建投资有望保持温和增长；地产投资增速小幅回落，地产投资累计同比增长10.9%，较前值小幅回落，从土地购置面积、房屋新开工面积、房屋施工面积、竣工面积增速看，房地产投资依然具有韧性。考虑到目前房地产库存仍处低位，但房地产融资端收紧，预计下半年房地产投资将温和回落。总体来看，预计下半年投资增速基本稳定。

### 3、消费上行，汽车增长转正

6月消费继续上行，汽车增长首次转正，6月社会消费品零售总额同比增速显著回升1.2个百分点至9.8%，其中限额以上社零增速则大幅反弹4.6个百分点至9.7%，而汽车零售额同比增长17.2%，带动了其中的4个百分点。汽车销售的大幅反弹主要其中受益于国五标准汽车的去库等原因，此外6月25日起新能源补贴退坡和去年的低基数也有一定贡献。此外6月CPI维持高位，也在一定程度上支撑了社零名义增速的回升。往后看，二季度居民收入实际累计同比下降0.2个百分点至5.7%，当前居民杠杆率也处历史高位，暂不支持消费持续反弹。同时在短期汽车需求集中释放之后，预计7月社零增速回落。但更多的汽车家电等消费刺激政策有望落地，下半年整体温和回升。

### 4、进出口不及预期，呈现“衰退式顺差”

海关总署发布2019年上半年我国外贸进出口情况，今年上半年我国外贸进出口总值14.67万亿元人民币，比去年同期增长3.9%。其中出口7.95万亿元，增长6.1%；进口6.72万亿元，增长1.4%；贸易顺差1.23万亿元，扩大41.6%。总的来看，上半年我国外贸进出口总体平稳，稳中有进，外贸高质量发展有序推进。

6月份，我国进出口均不及预期，出口小幅回落，进口降幅收窄，衰退式顺差再现。出口同比增长6.1%，较上月下降1.6个百分点。6月底中美谈判重启，美方表示停止加征新的关税，但之前的紧张局势仍然影响了6月的出口。另外，主要国家经济放缓，外需走弱也对出口有所拖累。从国别来看，对主要国家的出口表现分化，我国对美国出口同比-7.8%（前值-4.1%）跌幅扩大，对欧盟出口同比-3.0%（前值6.1%）由正转负，对日本出口同比2.3%（前值0.6%）有所改善。分贸易方式来看，一般贸易出口同比-1.5%（前值4.0%），来料加工贸易同比收窄至-4.4%（前值-5.7%）。分商品类别来看，劳动密集型产品以及高新技术产品出口金额当月同比由正转负，钢材产品出口金额当月同比收窄至零（前值-13.2%）。

6月进口同比降0.4%，当月同比跌幅收窄，但幅度不大。主要原因在于国内需求边际改善以及大宗商品价格下跌带动进口数量上升。6月我国制造业PMI持平于49.4，但进口分项数据继续降至46.8（前值47.1），表明国内需求边际改善但整体仍弱。此外，大宗商品价格整体下跌，CRB现货指数降至407.87（5月数据为415.96），PPI当月同比降至0（前值0.6%），共同导致进口数量有所改善，但幅度较小。数据上看，6月中国对美国进口当月同比-31.44%（前值-26.78%）；对欧盟进口同比8.55%（前值1.85%），涨幅扩大；对香港进口13.5%（前值-6.35%），较上月由负转正。从不同商品的进口金额来看，原油、铁矿石、汽车同比大幅上升，谷物同比跌幅收窄，铜材、大豆、金属加工机床跌幅扩大。

二季度对美顺差较一季度有所扩大，上升316.5亿美元。分国家看，对美、欧盟顺差有所增长，对日本逆差



扩大。从进出口额来看，进口、出口均呈下降趋势，但顺差持续上升，呈现“衰退式顺差”，主要由于对美的进、出口影响所致。中美双方互加关税对两方的进、出口都有所损伤。此外，衰退型顺差的持续，意味着净出口对GDP的贡献反而上升，若“衰退式”贸易顺差保持高位，将对经济形成一定支撑。

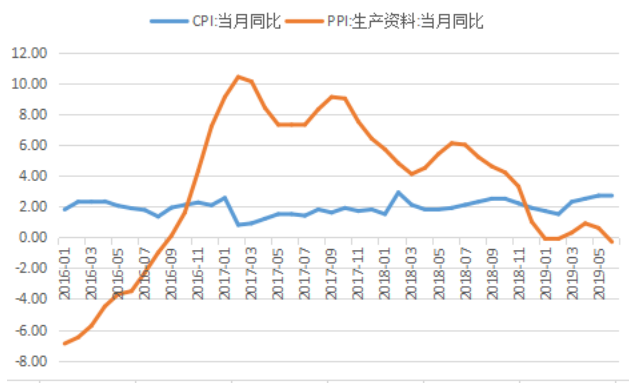
未来，主要受全球经济增长动能弱化，以及中美经贸摩擦影响，我国出口或现一定幅度的负增长。但伴随国内稳外贸政策加码，对出口企业支持力度加强，出口增速出现深跌的可能性不大。进口方面，下半年宏观政策进一步转向稳增长，将对进口需求形成一定支撑，进口较快下降的局面会有所改观。这也意味着此前进口降速快于出口，导致商品贸易顺差上升的局面或难长期维持，不排除全年出现贸易逆差的可能。

## （二）金融数据超预期

2019年6月M1、M2分别同比增长4.4%和8.5%，较上月分别变动1和0个百分点；6月末人民币存贷款余额分别同比增长8.4%和13.0%，较上月分别变动0和-0.4个百分点；当月新增人民币贷款1.66万亿元，较去年同期少增1786亿元，社会融资规模为2.26万亿元，较去年同期多7705亿元，社融增速继续回升，主要归功于非标降幅收窄以及专项债的再度发力；银行间市场同业拆借月加权平均利率和质押式债券回购月加权平均利率分别为1.70%和1.74%，较上月分别回落0.54和0.53个百分点。总体来说，今年6月新增社融规模显著高于去年同期，主要归因于地方专项债发力、非标降幅收窄以及居民贷款的整体平稳。但6月企业贷款期限结构问题依然存在，中长期贷款同比少增表明企业融资需求仍然偏弱。考虑到经济基本面的下行压力以及风险事件的发酵，下阶段货币政策的重点仍在稳增长、防风险、调结构之间寻求平衡。

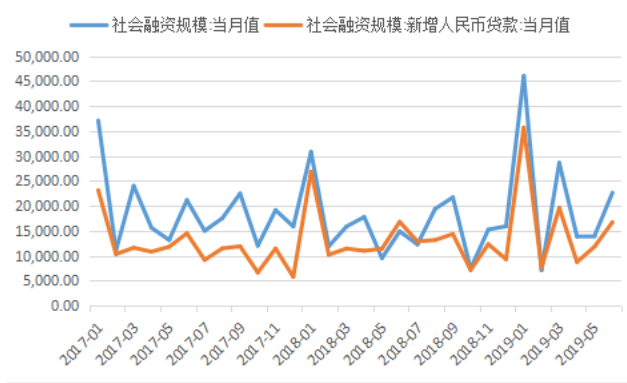
未来人民币贷款的变化更多的取决于“包商银行事件”的持续发酵以及房地产的调控。“包商银行事件”打破同业刚兑，降低了金融机构的风险偏好，加剧了银行间市场流动性分层，中小银行和非银金融机构流动性承压。6月份非银金融机构贷款同比大幅下降意味着“包商银行事件”引发的流动性风险正在向信用风险蔓延，未来需要关注中小银行是否会抛售非流动性资产。展望3季度，预计企业中长期贷款尚难出现趋势性改观，但专项债放量仍将持续，叠加表外融资降幅边际趋稳，低基数下或支撑未来几个月社融存量增速进一步上行至11%-11.5%；但受口径的结构性特征影响，社融增速回升幅度将大于整体信用环境，M2增速回升幅度预计相对较小。融资结构同时显示，未来数月制造业投资或维持低增长，而基建投资增速有望小幅改善。

图 5. CPI, PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融超预期



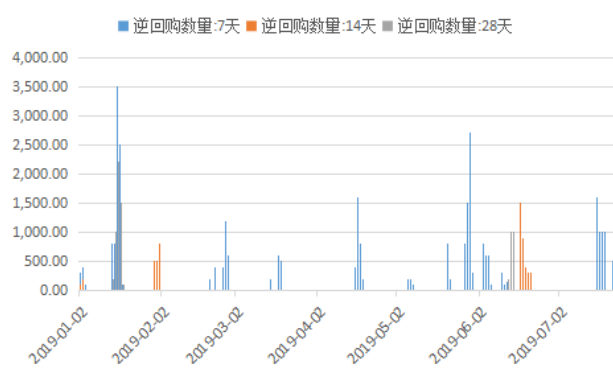
资料来源：WIND 新纪元期货研究

## （三）通胀压力暂缓

2019年6月，CPI同比增长2.7%，前值2.7%；PPI同比增长0.6%，前值0.6%。环比-0.1%。分选项看CPI方面，食品项扩大驱动CPI同比增速提升。6月食品分项同比涨幅由前值7.7%上升至8.3%，驱动CPI同比上行约0.1个百分点。其中主要原因是水果分项上涨。同时6月猪肉价格继续上涨，非食品项同比增速小幅下滑。6月非食品项同比涨幅由前值1.6%下滑至1.4%，拖累CPI同比下行约0.16个百分点，6月PPI同比持平其中，生产资料价格同比由上月0.6%下滑至-0.3%，生活资料价同比与上月0.9%持平。PPI同比环比均有所回落，PMI维持枯荣线下，内需不振，虽然中美重启谈判，但是短时间难见成效，出口订单减少，出厂价格和主要原材料购进价格下行严重，原油价格低迷不振叠加翘尾因素等因素或将导致三季度PPI持续回落。

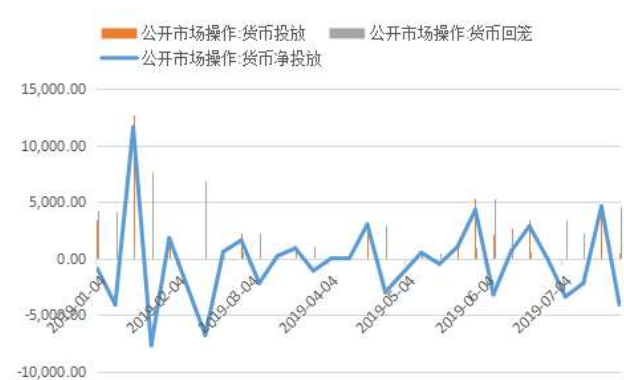
预计后续CPI同比将缓慢下行。虽然后续猪肉价格仍有上行动力，但需求不足叠加牛羊肉、禽肉等替代品的供应丰富，猪肉价格上涨过程大概率较为缓慢。同时，随着夏季水果种类和供应量增加，水果分项涨幅有收窄趋势。此外，减税对消费品价格向下拉动的持续作用，都意味着后续CPI大概率将有所下行。3季度PPI大概率进入通缩，但幅度有限。一方面，去年8-10月工业品价格较高，高基数导致今年8-10月PPI面临较大通缩压力。另一方面，减税提振工业品价格，对PPI形成向上拉动力。因此整体看，PPI进入通缩的幅度不大，但需要关注国际石油价格波动带来的风险。

图7：2019年7月逆回购投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8：流动性投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 二、货币政策更具灵活性

7月份资金面呈现先松后紧态势，7月初期公开市场操作连续停摆，资金面极为宽松，月初短端利率甚至达到十年来低位，明显低于央行利率走廊下沿，SHIBOR隔夜利率下跌至0.844%的低位，银行间质押式回购隔夜利率也进一步下探至0.8424%的历史低位，7月作为缴税大月，月中央行重启公开市场操作，7月15日至19日考虑MLF全口径在内央行净投放4715亿元，创半年来单周最大规模。而进入月中后，包括隔夜、7天、14天的短端利率分别与1个月至6个月的中长期资金利率形成倒挂。随着央行流动性的投放，叠加税期高峰过去，资金面逐渐恢复常态。7月后期央行连续暂停公开市场操作，但资金面并未边际收紧，反而资金利率有所下行，代表着市场当前的流动性维持“合理充裕”，央行的操作针对性十足。央行保持流动性合理充裕的意图明确，资金面趋紧时会立即投放流动性，在资金面宽松是也会保持克制。

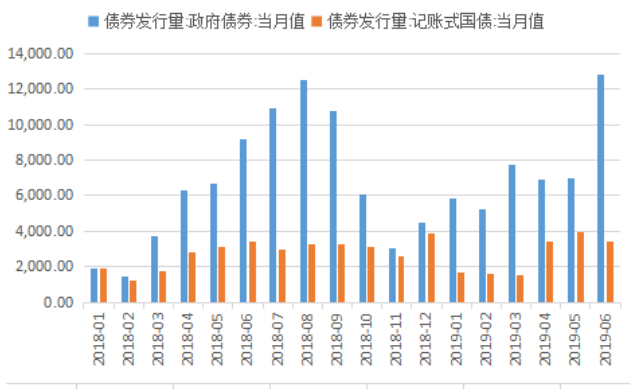
截至7月末，2019年以来银行间市场上最具代表性的资金价格指标——7天期债券回购利率DR007平均值为2.52%，6月份平均值只有2.41%，均低于2.55%的7天期央行逆回购操作利率。政策利率与市场利率倒挂的局面，

为政策利率的调整提供了空间。

展望8月份，8月初流动性扰动因素较少，8月15日之前都没有央行逆回购或MLF到期，央行下次开展逆回购操作可能要到8月15日前后，短期内也就没有相应的操作机会。除非，央行迫切希望释放宽松信号，开展象征性的操作，并借此调整利率水平。

市场对央行降准或定向降准有一定期待，包括美国在内，年初至今全球已有22个国家宣布降息。在美联储宣布降息当天，央行未开展公开市场操作。上月中国人民银行货币政策司司长孙国峰曾对媒体表示，我国的货币政策将“以我为主”，中国的利率水平，其实一直在降低。我们认为在全球降息浪潮中，我国还是将保持货币政策独立性，根据自身的经济运行通胀水平、就业状况等来判断。就当前来看，货币政策仍旧将松紧适度，保持流动性合理充裕，并没有降低基准利率的必要。央行货币政策司司长孙国峰表示，下一阶段人民银行将实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势的变化，根据中国的经济形势、价格变化及时进行政策预调微调，保持市场流动性合理充裕，保持利率水平合理稳定。

图9:地方债提前发行



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图10:股债跷跷板效应显著



资料来源: WIND 新纪元期货研究

### 三、地方债发行放缓

7月份地方债发行规模下降，发行利率有所回落。地方债合计发行5,559.39亿元，较6月份8996亿元的月发行量环比减少38%。其中新增一般债768.08亿元，再融资一般债759.44亿元，置换一般债92.31亿元，再融资专项债824.25亿元，新增专项债2,997.15亿元，置换专项债118.18亿元；分地区看，各省份及直辖市均有发行地方债，类型以新增一般债和新增专项债为主；从发行期限结构来看，地方债发行期限以10年为主，7月地方债发行利率有所下行。综合财政部数据来看，今年新增地方债发行量已达到23855亿元，占全年整体债务限额3.08万亿元的77.45%。

地方债发行趋于放缓，由于今年上半年发行节奏明显较快。根据财政部的安排，要求合理把握地方债券发行节奏，加快发行进度，争取在9月底前完成全年新增债券发行。结合7月份数据测算，8月和9月两个月的时间，地方债需要新增发行的规模将明显小于上半年。同时市场预期下半年地方政府债将突破额度发行，在房地产行业严控的背景下，托底经济重任落在基建的肩上，而财政支出压力将在下半年进一步显现。

## 四、外围再生波澜

### （一）中美关系波澜再生

7月贸易谈判重启，中美双方牵头人于7月30-31日在中国上海见面，在平等和相互尊重的基础上举行第十二轮中美经贸高级别磋商。双方充分释放诚意，并宣布下一轮经贸高级别磋商将于9月在美举行。市场普遍预计中美贸易关系将向好发展，悲观情绪得以修复，风险偏好有所回升，但在十二轮贸易谈判过后，又传来重磅消息传来，美国总统特朗普1日下午通过社交媒体表示，美国将从今年9月1日起，对从中国进口的3000亿美元商品加征10%的关税。不过，特朗普表示，将就全面的贸易协议与中国继续进行建设性的对话，中美两国的未来将是非常光明的。随后风险资产美股盘中闪崩跳水，原油单日暴跌，而避险资产黄金美债等则再次获得资金青睐。中美贸易战的再次升级或将在一定程度上对全球市场风险偏好产生负面性冲击，避险资产在短期或能够获得较为确定性的正收益，对债市形成利好。

但中美贸易摩擦已经成为了长期性、反复性的持久战，市场对此也有一定的心里建设，对于资产价格的影响从时间上以及幅度上都有边际弱化的体现。但未来中美贸易摩擦反复仍将是常态化，短期内达成协议的概率较小，多以拉锯式的谈判、阶段性关系的微妙变化为主。未来中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。

### （二）全球央行货币政策转向宽松

美国时间7月31日美联储降息25个基点，兑现市场降息预期，美联储虽然降息，但态度并没有预期的鸽派，反而释放鹰派基调，美联储表示降息的决定是由于全球发展和通胀压力，美国经济前景仍然维持良好。根据美元走强、美股走弱的市场表现，市场倾向于认为，此次降息是预防性降息，或非启动降息周期。美联储主席Powell也在会后的新闻发布会上表示，此次决定降息不意味着降息周期的开始，但目前采取更加宽松的政策是合适的，降息有保险和风险管理考虑。美联储此次降息，和1990年代中期一样是“预防性降息”，但并不一定意味着经济进入衰退周期。“预防性降息”能够将经济衰退的风险降低，后续继续关注美国经济走势。如果降息带来经济增速和通胀的回升，不排除美联储重新加息。此次降息，标志着全球新一轮货币宽松周期的开启，2012年以来全球经济复苏已经画上了句号，但预计未来各国降息的频率和力度或不会像危机应对时期那么强。

美联储降息靴子落地后，各品种反应不一，部分品种甚至出现利多兑现的表现。期债并未上行，反而在早盘因财新PMI数据超预期一度下跌，而后震荡上行。虽然国内短期降息概率较低，但也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。

## 第三部分国债期货市场展望

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。风险事件落地后，国债期货或迎来突破性行情。