

## 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：降准兑现 国债期货利多出尽

## 一、基本面分析

## （一）宏观分析

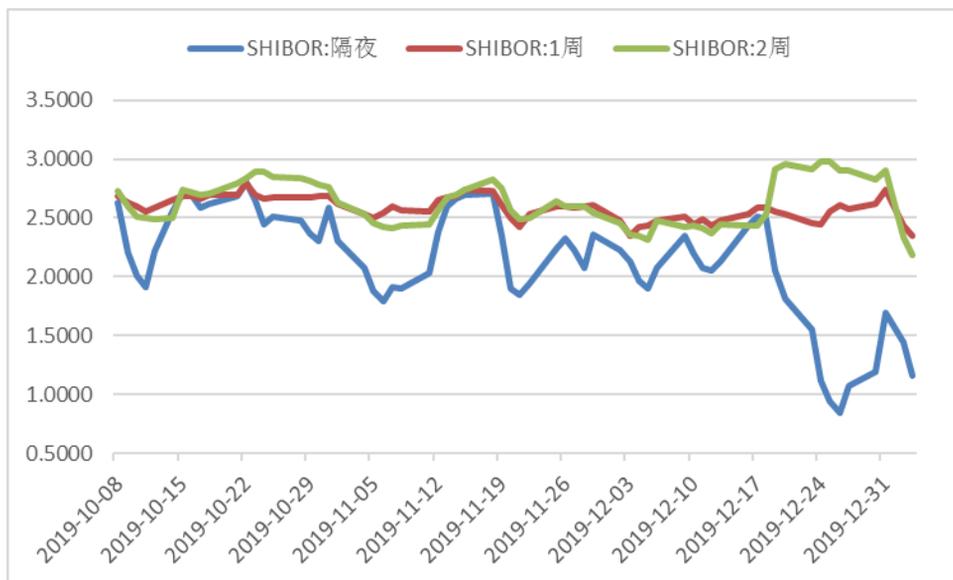
## 1. 制造业保持回暖态势

中国 2019 年 12 月财新制造业 PMI 终值为 51.5，小幅下滑 0.3 个百分点，结束连续五个月的回升，但仍明显高于 2019 年前三季度，这一走势与国家统计局制造业 PMI 并不一致。2019 年 12 月制造业 PMI 为 50.2%，比上月持平。连续两月在 50% 的荣枯线之上，显示出制造业继续保持回暖的趋势。12 月新订单和新出口订单的平均数为 50.8%，较 11 月上升 0.7 个百分点；而 12 月生产指数为 53.2%，较 11 月上升 0.6 个百分点，均创出一年半以来的新高，说明制造业目前正处于供需两旺的状态。

## 2. 央行年初如期降准

本周（2019 年 12 月 28 日至 2020 年 1 月 3 日）央行公开市场有 5500 亿元逆回购到期，其中周一和周二无逆回购到期，周三至周五分别到期 1500 亿元、2500 亿元、1500 亿元；无正回购和央票等到期。本周央行公开市场未开展逆回购操作，因此本周净回笼 5500 亿元。2020 年的第一天，央行发出支持实体经济发展的政策礼包。据悉，中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。新年的第一个交易日市场开盘后，A 股强势冲高，三大股指均强势上涨。相比之下，债市走势较平，国债期货全线收跌，债市已提前消化降准利好。相比一月的巨大的流动性缺口，降准 0.5 个百分点仍不够。估计 1 月份流动性缺口超过 2.5 万亿。因此从量上来说其实不够完全对冲资金缺口。货币政策的宽松力度实际弱于去年 1 月。2020 年或将还有 1-2 次降准，央行将会继续伺机下调 OMO 操作利率、MLF 利率与 LPR 报价利率。资金面方面，本周资金面呈现宽松态势，货币市场利率多数下行，隔夜 Shibor 上行 8.7BP 至 1.162%，7 天 Shibor 下行 23BP 至 2.349%，14 天 Shibor 下行 70.7bp 至 2.19%。

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

本周因元旦假期，共四个交易日，国债期货在假期前的两个交易日持续震荡，随后随着降准落地，连续两日震荡下行。周一国债期货低开高走基本收平，10年期债主力合约走平；周二国债期货收盘涨跌互现，10年期债主力合约跌0.05%；周四周一债期货全线收跌，降准兑现，A股强势冲高，相比之下，债市走势较平，10年期主力合约跌0.14%；周五国债期货全线小幅收跌，10年期主力合约涨0.02%。本周国债期货缺乏上行动能，主要是经济数据有所向好，降准尘埃落定，前期利好预期兑现，而前期几周债表现较为强劲，债市震荡市大格局尚未打破，对利空麻木之后，对“利好”兑现后的反应如何值得重点关注。

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增加 2275 手至 18331 手，成交量增加 995 手至 23093 手；五年期国债期货合

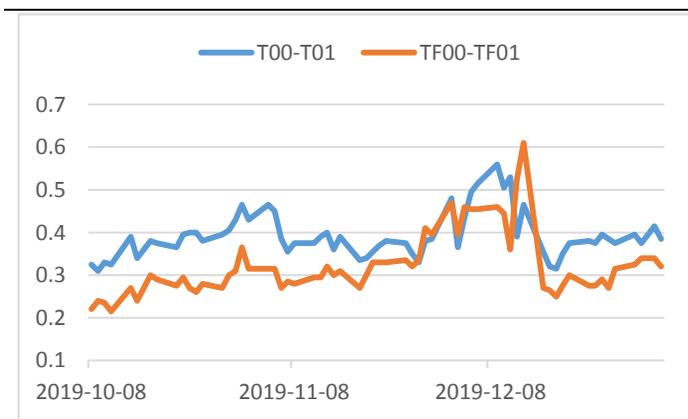
约总持仓报 37532 手,较上周增加 5230 手,成交量增加 1661 手至 12596 手;十年期国债期货合约总持仓较上周减少 1687 手至 81977 手,成交量增加 861 至 35155 手。

### 三、现券方面

一级市场方面,本周共发行 2 只国债, 36 只地方债及 10 只金融债。在 2020 年开年的第一个工作日,四川、河南披露专项债发行信息,正式开启了今年我国地方债发行的大幕,这一进度比起 2019 年首单发行再度提前了近 20 天。此外,还有青岛等多地已披露了地方债发行计划,业内预计今年 1 月地方债发行将再创开年纪录的新高,有望对 2020 年初的基建投资增速形成较为有力的支撑。

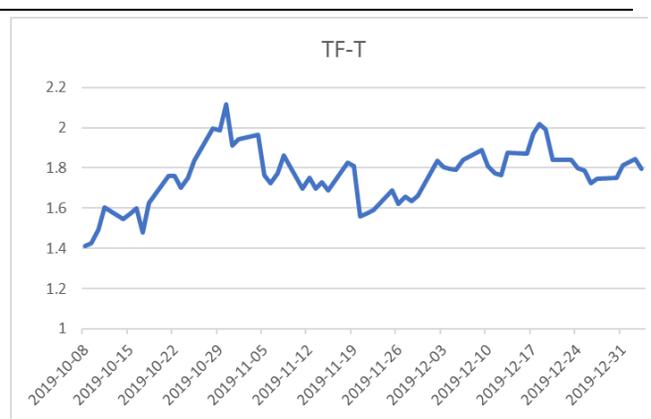
二级市场方面,截止至本月 02 日,1 年期国债收益率为 2.416%,较上周上行 3.72bp,10 年期国债收益率为 3.1485%,较上周上行 1.93bp。1 年期国开债收益率为 2.5279%,较上周上行 0.09bp,10 年期国开债收益率为 3.5941%,较上周上行 2.52bp。

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 T2003-T2006 较上周上行 0.01, TF2003-TF2006 较上周上行 0.005。跨品种价差 TF-T 上行 0.05。

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	0.3718	0.2548	1.2040	0.2544
TF2003.CFE	190013	0.9974	0.5925	0.0019	0.0092	0.5247
T2003.CFE	190015	1.0108	0.8803	-0.2440	-1.2001	0.7683

## 三、观点与期货建议

### 1. 趋势展望

中期展望(月度周期):近期经济数据出现企稳迹象,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）：制造业 PMI 向好迹象初显，但经济增速放缓的压力仍在，年初可能存在的经济下行压力，货币政策为支持制造业和基建，仍将保持宽松状态。1 号，央行决定于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，释放长期资金约 8000 多亿元，体现了科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，稳健货币政策取向没有改变。目前债市震荡市大格局尚未打破，但一季度的不利边际变化开始出现，包括资金面可能边际收紧、地方债供给即将开闸、政策可能进入多发阶段等，中长段利率一季度存在小幅调整压力，“利好”兑现后的反应如何值得重点关注。

### 操作建议

建议投资者谨慎为上，需关注近期资金面的变动及后续 MLF、LPR 会否下调。

## 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