

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：经济动能走弱 制约期债反弹空间

一、基本面分析

（一）宏观分析

1. 公开市场操作平稳

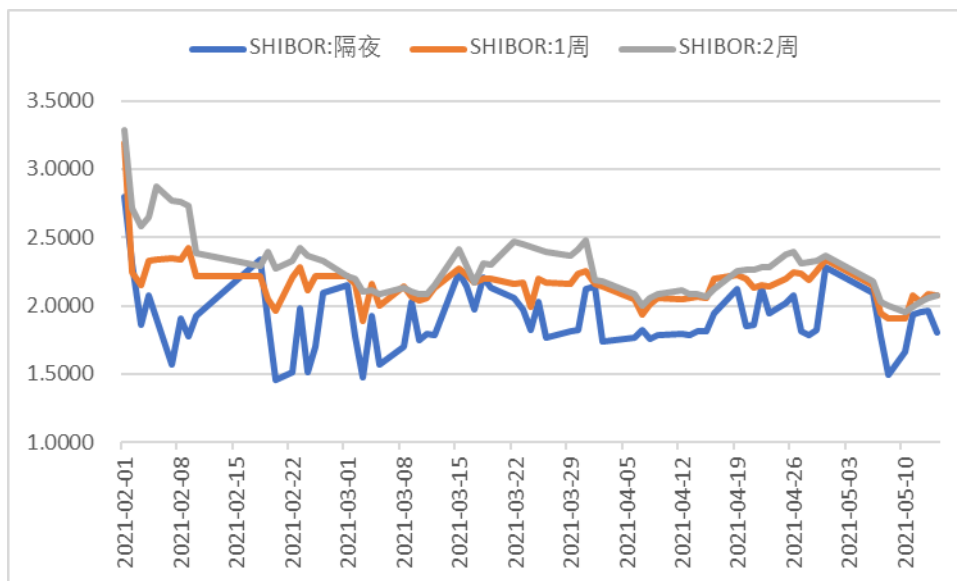
本周（5月10日至14日）央行公开市场累计进行了500亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有200亿元逆回购和700亿元国库现金定存到期，因此全口径净回笼400亿元。央行发布一季度货币政策执行报告称，总体看，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。下一步，货币政策要稳字当头，保持货币政策的主动性，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。资金面方面，隔夜Shibor上行31.10BP至1.805%，7天Shibor上行16.50BP至2.074%，14天Shibor上行6.30bp至2.074%。

2. 通胀符合预期

4月份CPI同比增长0.9%，涨幅扩大，其中非食品价格上涨1.3%，受疫情防控形势好叠加节假日因素影响，居民出行增加，交通通信同比上涨4.9%，成为CPI主要拉动项。食品价格下降0.7%，其中猪肉价格同比下降21.4%，降幅扩大，明显形成拖累。4月CPI环比下降0.3%，主要由猪肉和鲜菜持续下跌导致。非食品价格环比上涨0.2%，拉动CPI环比降幅收窄，分项中教育文化娱乐环比+0.7%（其中旅游价格环比+4.7%），涨幅最大。

4月PPI同比增长6.8%，高于预期。生产资料同比上涨9.1%，是主要拉动项。4月PPI环比上涨0.9%，增速回落，主要由于石油和有色金属行业价格涨幅回落，原材料工业环比增速降幅明显。4月PPI同比增速超预期的宏观因素在于，全球市场总需求预期旺盛；境外疫情反弹下需求复苏快于供给复苏；我国疫情防控领先，外需叠加“碳中和”背景下工业企业去产能成为当下主要拉动力；全球流动性环境极度宽松。数据上看，本月环比增速大幅高于去年同期，国际大宗商品价格上涨，共同推升了本轮PPI走高。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

由于 4 月猪肉供给持续恢复，需求端二季度通常是全年淡季，预计 5 月 CPI 或持续受到猪价拖累。4 月核心 CPI 复苏，有望支撑同比温和上行。以石油为主的国际大宗商品价格维持上涨趋势，叠加去年 5 月 PPI 环比的低基数影响，预计大宗商品涨价将阶段性推升我国 PPI 同比增速。

3.金融数据不及预期

中国 4 月 M2 同比增 8.1%，预期增 9.1%，前值增 9.4%；4 月新增人民币贷款 1.47 万亿元，预期增 1.575 万亿元，前值增 2.73 万亿元；4 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，预期增加 2.25 万亿元，前值增加 3.34 万亿元。央行货币政策委员会委员王一鸣表示，M2 和社会融资规模增速虽在去年高基数基础上有所回落，但两年平均来看继续保持在合理水平，体现货币政策连续性、稳定性、可持续性。金融体系对实体经济仍然保持较强支持力度。

二、一周市场综述

一、国债期货方面

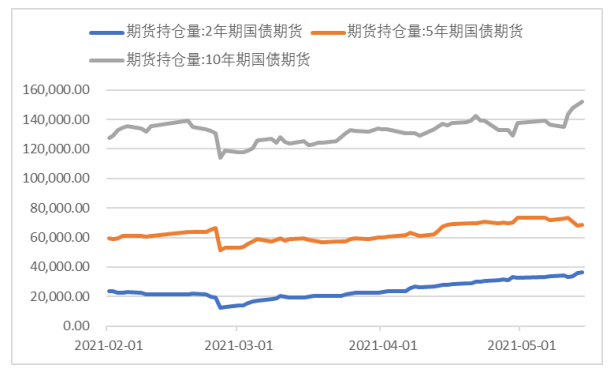
4 月底以来，国债期货先扬后抑，10 年期主力合约涨 0.42%，创近一个月最大周涨幅；5 年期主力合约涨 0.15%，2 年期主力合约涨 0.07%。周一国债期货小幅收涨，10 年期主力合约涨 0.05%，5 年期主力合约涨 0.08%，2 年期主力合约涨 0.07%；周二国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.28%，5 年期主力合约涨 0.17%，2 年期主力合约涨 0.08%；周三国债期货收盘涨跌不一，10 年期主力合约涨 0.10%，5 年期主力合约跌 0.02%，2 年期主力合约跌 0.03%；周四国债期货收盘涨跌不一，10 年期主力合约涨 0.05%，5 年期主力合约跌 0.03%，2 年期主力合约跌 0.01%；周五国债期货全线收涨，10 年期主力合约涨 0.13%，5 年期主力合约涨 0.08%，2 年期主力合约涨 0.04%。

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

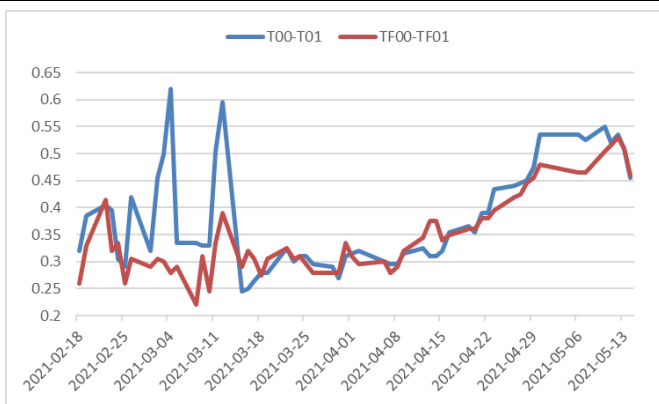
二、仓量分析

截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周增加 2464 手至 36362 手，成交量上行 8875 手至 16048 手；五年期国债期货合约总持仓报 68751 手，较上周减少 3122 手，成交量增加 644 手至 27155 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 15297 手至 151897 手，成交量增加 19382 手至 85090 手。

三、现券方面

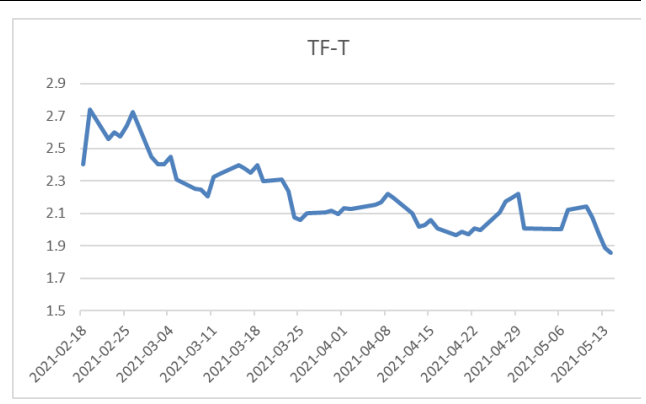
一级市场方面，本周共发行 6 只国债，37 只地方债及 39 只金融债。

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 T2103-T2106 较上周下行 0.07, TF2103-TF2106 较上周下行 0.005。跨品种价差 TF-T 下行 0.265。

2 年期活跃 CTD 券为 200018. IB, 5 年期活跃 CTD 券为 210002. 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	0.0694	0.1956	2.1281	0.0413
TF2106. CFE	210002	1.0012	0.1569	0.1171	1.2820	0.1181
T2106. CFE	200017	1.0162	1.2726	-0.9781	-10.5367	1.2171

三、观点与期货建议

1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：宏观经济正在延续去年二季度以来的修复进程,后期经济增长动能还有进一步修复空间。4月官方制造业 PMI 为 51.1%，比上月回落 0.8 个百分点，但仍保持在扩张区间，财新制造业 PMI 则继续回升，高于预期。4月 CPI 总体平稳，PPI 较 CPI 同比增速剪刀差较 3 月再度扩大。PPI 分行业来看，生产价格由上游向下游的传导有限，上下游价格上涨仍不均衡。中央政治局会议认为我国经济恢复取得明显成效，经济运行开局良好，高质量发展取得新成效，但要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固，要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕。

短期展望（周度周期）：4月 PMI 受到季节性影响而有所回落，但是转化成同比来看基本平稳。随着疫苗接种有序进行，海外疫情逐步得到控制，经济展望继续改善，后疫情时代经济修复动能持续。进入 5 月，国债、地方债发行将明显放量，流动性缺口加大，同时通胀预期的再度升温，央行公开市场操作将何去何从备受市场关注。市场将大概率延续此前经济处于修复进程中，流动性稳中偏松的逻辑。政府债券大量发行，制约反弹空间。

操作建议

货币政策存在边际收紧的可能，叠加政府债券大量发行，将制约国债期货价格的反弹空间，后期仍以下行为主。

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