

## 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：地方债迎来发行小高峰 期债上行受阻

## 一、基本面分析

## （一）宏观分析

## 1. 公开市场操作平稳

本周（6月07日至11日）央行公开市场共进行了500亿元逆回购和700亿元国库现金定存操作，本周央行公开市场有500亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场全口径净投放700亿元。下周随着税期临近，同时跨季需求逐步升温，资金面大概率收敛，但波动程度以及央行是否会施以援手仍有很大变数。资金面方面，隔夜Shibor下行17.70BP至1.998%，7天Shibor下行0.18BP至2.169%，14天Shibor上行0.92bp至2.202%。

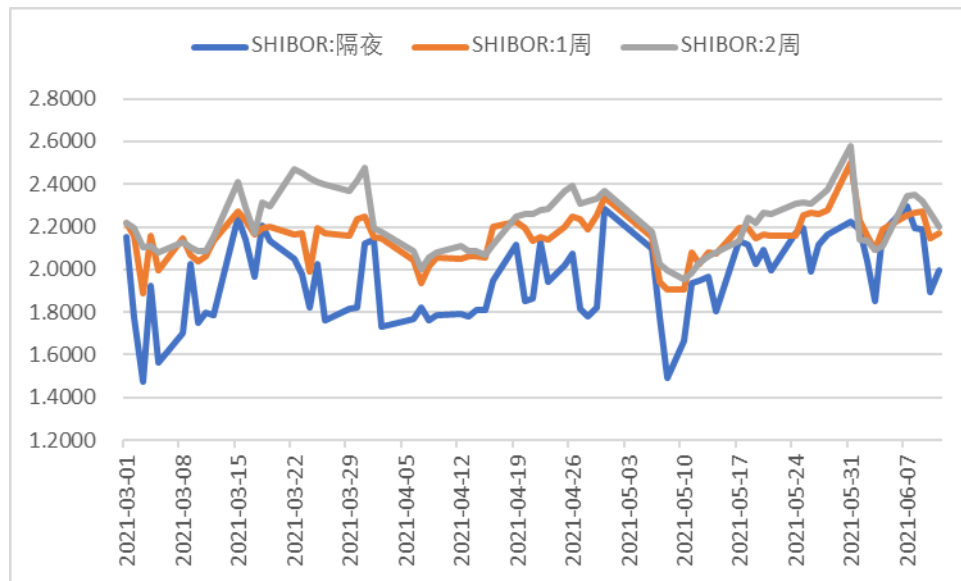
## 2. CPI、PPI 同比涨幅扩大

5月CPI同比上涨1.3%，预期上涨1.6%，前值上涨0.9%；PPI同比上涨9.0%，预期上涨8.3%，前值上涨6.8%。

5月CPI弱于市场预期，其中食品弱于季节性，非食品略超季节性，总体上符合季节性特征。肉类价格回落仍是拖累CPI的主要因素，其他食品价格跌多涨少。非食品价格变化略超季节性特征，工业品价格大幅上涨并未显著传导至CPI端。核心CPI继续小幅加速，但在PPI明显高涨的背景下，终端需求偏弱很大程度上压制了PPI向CPI非食品端进而向CPI传导的动力。虽然剔除猪肉后的CPI（1.8%）升至2019年8月以来最高，但环比动能仍然偏弱。若6月后PPI高位回落，对CPI的传导压力有所减轻。短期来看，6月CPI或继续维持在1.3%左右，7-8月小幅下行至1%左右。温和的CPI难以对货币政策形成制约。

PPI强于市场预期，环比涨幅再度跳升。其中，输入型通胀压力不减，国内工业品价格仍处高位，CPI与PPI剪刀差持续扩大对中下游企业经营造成较大压力。此外，PPI内部分化明显，其快速上行对下游行业价格的传导能力差异亦较大。短期而言，从全球看，经济复苏持续与部分品种供给受限的影响尚存，不过美联储三季度可能讨论缩减QE对于全球流动性以及投机情绪有一定的压制；从国内看，保供稳价系列政策及限产部分放松有助于黑色系等价格或见顶回落；叠加2020年6月后基数回升，近期PPI高位徘徊，下半年趋于回落。

图 1.SHIBOR 保持平稳



资料来源: WIND 新纪元期货研究

### 3. 社融持续回落

央行公布 5 月信贷数据, 其中社会融资规模增量为 1.92 万亿元, 比上年同期少 1.27 万亿元, 比 2019 年同期多 2081 亿元; 对实体经济发放的人民币贷款增 1.43 万亿元, 同比少增 1208 亿元。社会融资规模存量为 297.98 万亿元, 同比增长 11%。广义货币(M2)余额 227.55 万亿元, 同比增长 8.3%, 增速比上月末高 0.2 个百分点, 比上年同期低 2.8 个百分点。

5 月份金融数据继续维持偏弱态势, 预计下半年 M2、社融增速难有明显反弹。整体看, 金融数据增速基本已经回归至疫情前水平, 但在专项债支出额度和速度明显下降的情况下, 社融增速难有明显反弹。

## 二、一周市场综述

### 一、国债期货方面

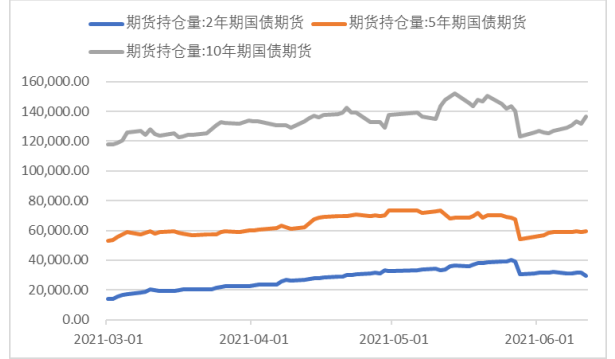
近两周债市出现明显回调, 周一国债期货全线收跌, 10 年期主力合约跌 0.23%, 5 年期主力合约跌 0.15%, 2 年期主力合约跌 0.06%; 周二国债期货窄幅震荡多数小幅收涨, 10 年期主力合约涨 0.04%, 5 年期主力合约涨 0.02%, 2 年期主力合约收平; 周三国债期货小幅收跌, 10 年期主力合约跌 0.07%, 5 年期主力合约跌 0.01%, 2 年期主力合约收平; 周四国债期货小幅收涨, 10 年期主力合约涨 0.14%, 5 年期主力合约涨 0.09%, 2 年期主力合约涨 0.05%; 周五国债期货全线收跌, 10 年期主力合约跌 0.22%, 5 年期主力合约跌 0.12%, 2 年期主力合约跌 0.05%。

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

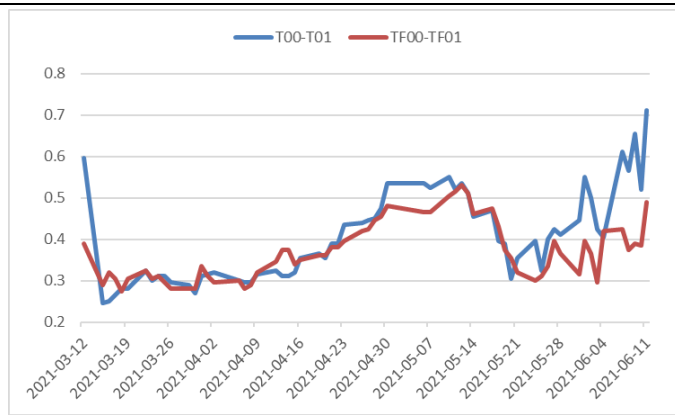
截止周五，两年期国债期货合约总持仓较上周减少 2296 手至 29745 手，成交量上行 544 手至 8851 手；五年期国债期货合约总持仓 59227 手，较上周增加 320 手，成交量减少 4490 手至 20405 手；十年期国债期货合约总持仓较上周增加 9489 手至 136370 手，成交量减少 21756 手至 64885 手。

## 三、现券方面

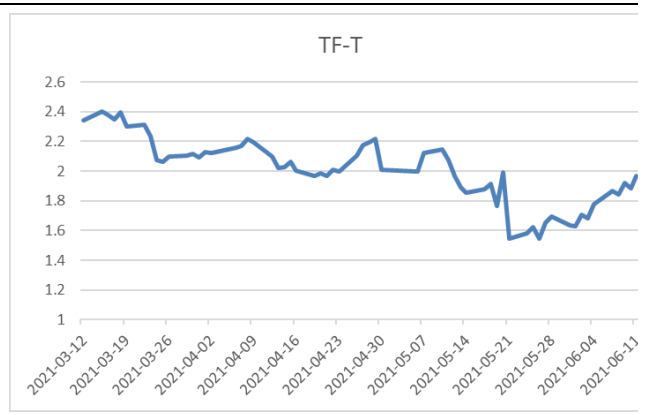
一级市场方面，本周共发行 6 只国债，86 只地方债及 49 只金融债。本周地方债发行较为集中，或正拉开年度地方债券发行高峰的序幕。

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 0.305, TF2103-TF2106 较上周上行 0.07。跨品种价差 TF-T 上行 0.19。

2 年期活跃 CTD 券为 200008.IB, 5 年期活跃 CTD 券为 210002.IB, 10 年期活跃 CTD 券为 200009.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
TS2109.CFE	200008	0.9989	0.2262	0.4426	1.7033	0.2280
TF2109.CFE	210002	1.0011	0.4076	0.3811	1.4505	0.2969
T2109.CFE	200009	1.0016	1.2390	-0.4593	-1.7789	1.1257

### 三、观点与期货建议

#### 1. 趋势展望

中期展望（月度周期）：近期公布的经济数据均弱于预期，5月制造业 PMI 季节性回落。供给继续高位，需求有所回落，供需缺口有所扩大。进出口方面，出口略逊预期，增速仍在高位，进口超预期，价格上涨是主因。5月 CPI 弱于市场预期，其中食品弱于季节性，非食品略超季节性，总体上符合季节性特征。5月 CPI 弱于市场预期，其中食品弱于季节性，非食品略超季节性，总体上符合季节性特征。PPI 强于市场预期，环比涨幅再度跳升。5月份金融数据继续维持偏弱态势，金融数据增速基本已经回归至疫情前水平。央行行长易纲在第十三届陆家嘴论坛上表示，考虑到我国经济运行在合理区间内，在潜在产出水平附近，物价走势整体可控，货币政策要与新发展阶段相适应，坚持稳字当头，坚持实施正常的货币政策，尤其是注重跨周期的供求平衡，把握好政策的力度和节奏。市场大概率延续此前经济处于修复进程中，货币政策稳字当头的基调，流动性稳中偏松的逻辑。

短期展望（周度周期）：经济下行压力边际加大、结构性通胀无忧。近期地方债发行小高峰来临，资金面波动加大，未来地方债发行压力仍大，市场发行担忧再起。央行维持每个工作日 100 亿元的投放规模，更多是在传递政策保持平稳的信号。本月 MLF 到期、中下旬缴准叠加税期走款，资金需求相对较为集中，若央行对中长期流动性投放仍维持谨慎态度，则资金面或将逐步趋紧。

#### 操作建议

货币政策大概率维持中性背景下，国债期货上行阻力加大。

## 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