



格林大华期货有限公司
GELIN DAHUA FUTURES CO., LTD.

国债期货周报

2021年12月04日

联系我们

研究员：刘洋
邮箱：
Liuyang18036@greendh.com
从业资格：F3063825
投资咨询：Z0016580

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

适时降准的意味

因素分析：

利多因素：奥密克戎毒株已在全球至少38个国家和地区出现，可能在全球范围造成感染病例激增的风险不容忽视。12月3日李总理在会见IMF总裁时提及适时降准。11月制造业PMI中的价格指数较上月大幅回落。11月服务业商务活动指数为51.1%，较上月回落0.5个百分点，服务业增长仍弱。

利空因素：11月份官方制造业PMI为50.1%，重回荣枯线，但主要靠生产扩张，需求一般。11月建筑业商务活动指数为59.1%，较上月上升2.2个百分点，或与政策推动基建投资反弹有关。预计中国出口增长仍将保持韧性。虽然近期原油价格快速回落，但全球大宗商品价格指数仍在高位震荡。

操作建议：我们认为“适时降准”是在中国经济出现新的下行压力时的战术性举措，是比较温和的货币政策手段，利好债券市场，但力度可能有限，还需要观察短期利率的实际变化。我们预期四季度GDP同比回落较快，财政政策会有所发力对冲经济回落压力，货币政策倾向于增强信贷，稳增长成为下一阶段政策主线。奥密克戎带来不确定性，如果确认严重将推动债券价格上涨，如果偏中性则国债期货中线大幅上涨和下跌的概率均较小。配置型投资者可以考虑逢低分步建多头仓位，交易型投资少量资金波段操作。受“适度降准”消息影响，短线国债期货价格或偏暖。

风险提示：全球疫情变化，货币政策边际变化，市场信用风险波动，中美关系。



目录

Part 1

上期复盘

Part 2

本期分析

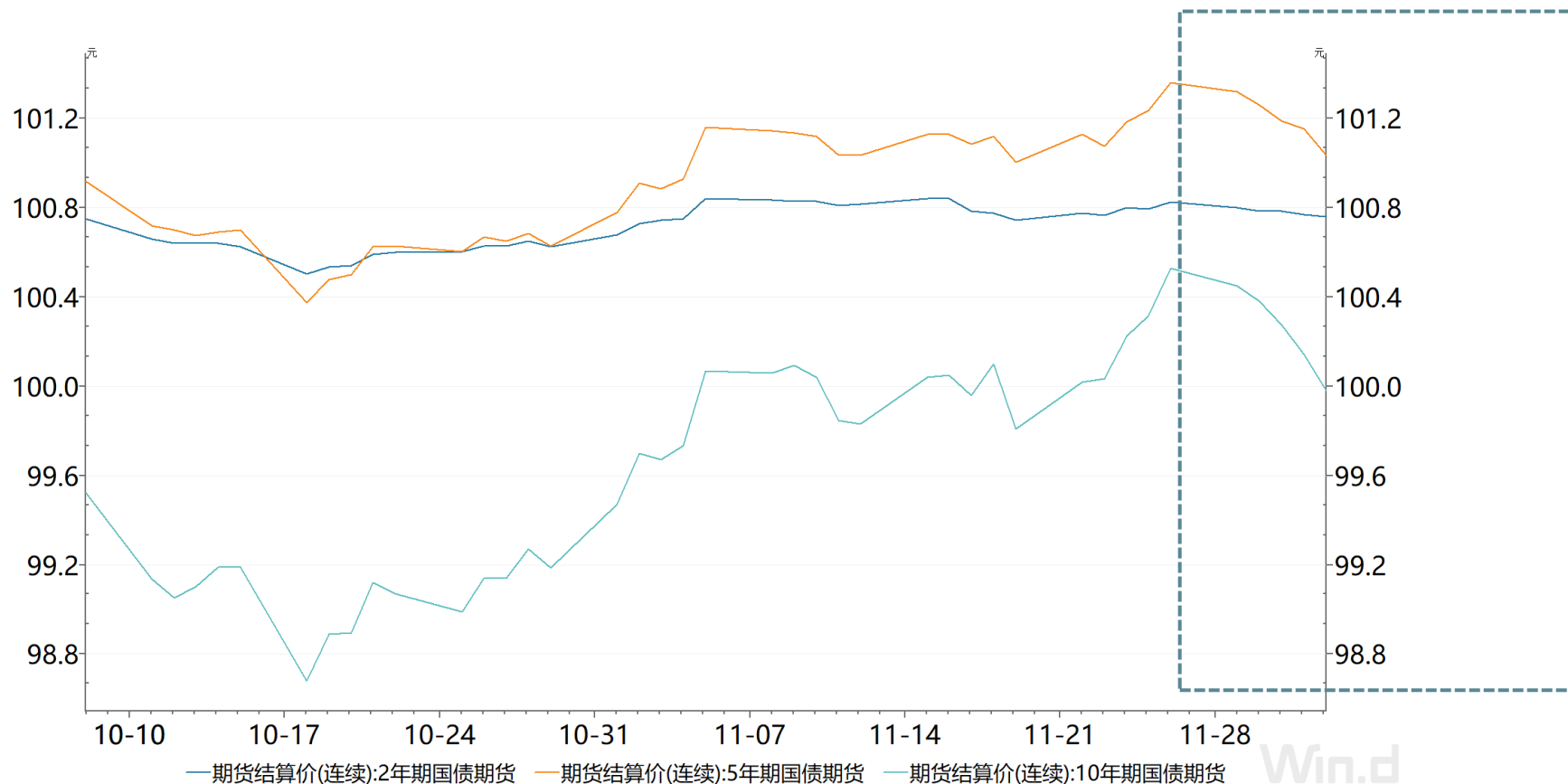
Part 3

风险提示

Part 1 上期复盘

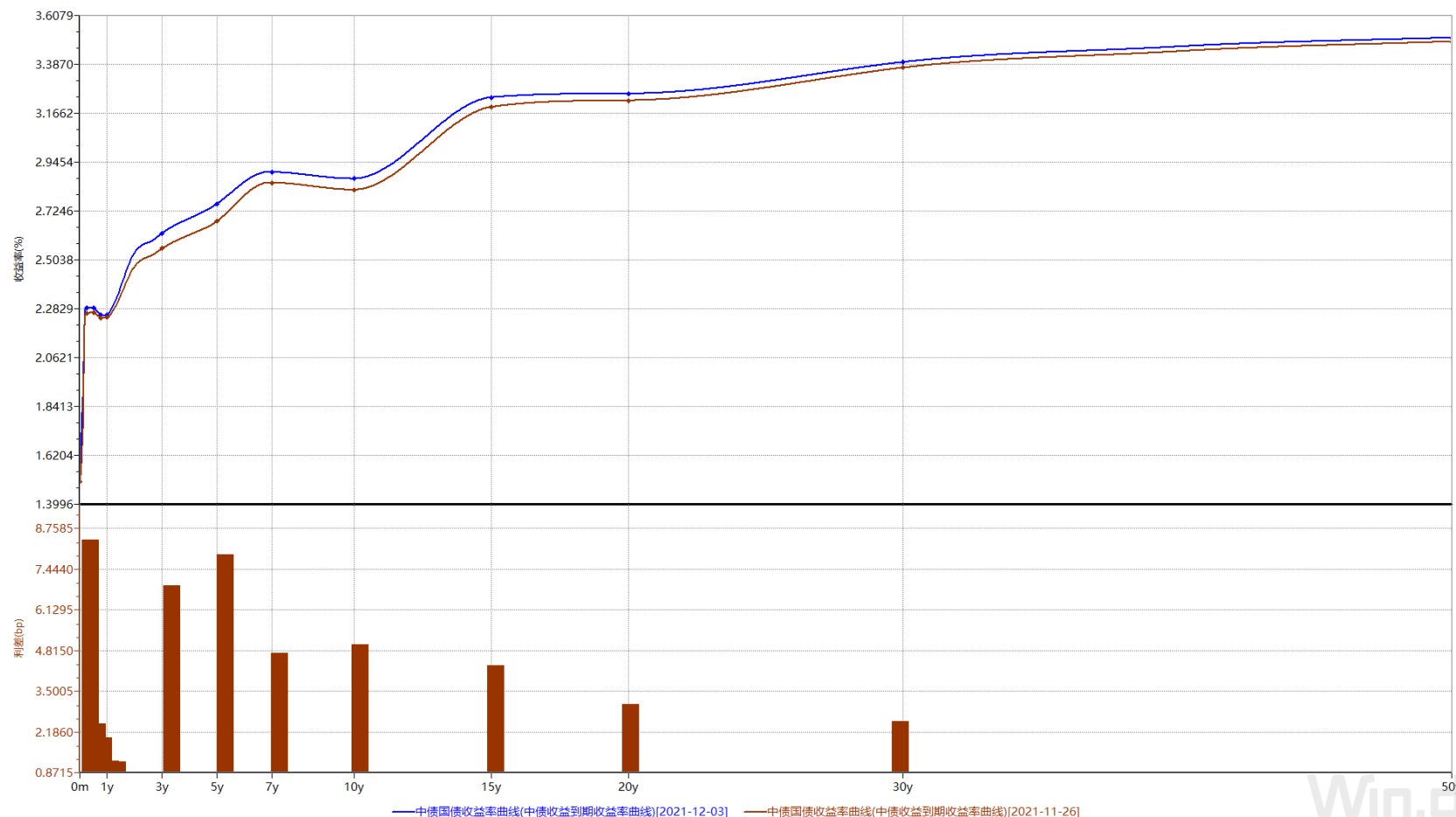
1.1 盘面回顾

➤ 本周国债期货价格单边下行，几乎将上周涨幅尽数吞没。



1.2 国债现券到期收益率曲线变动

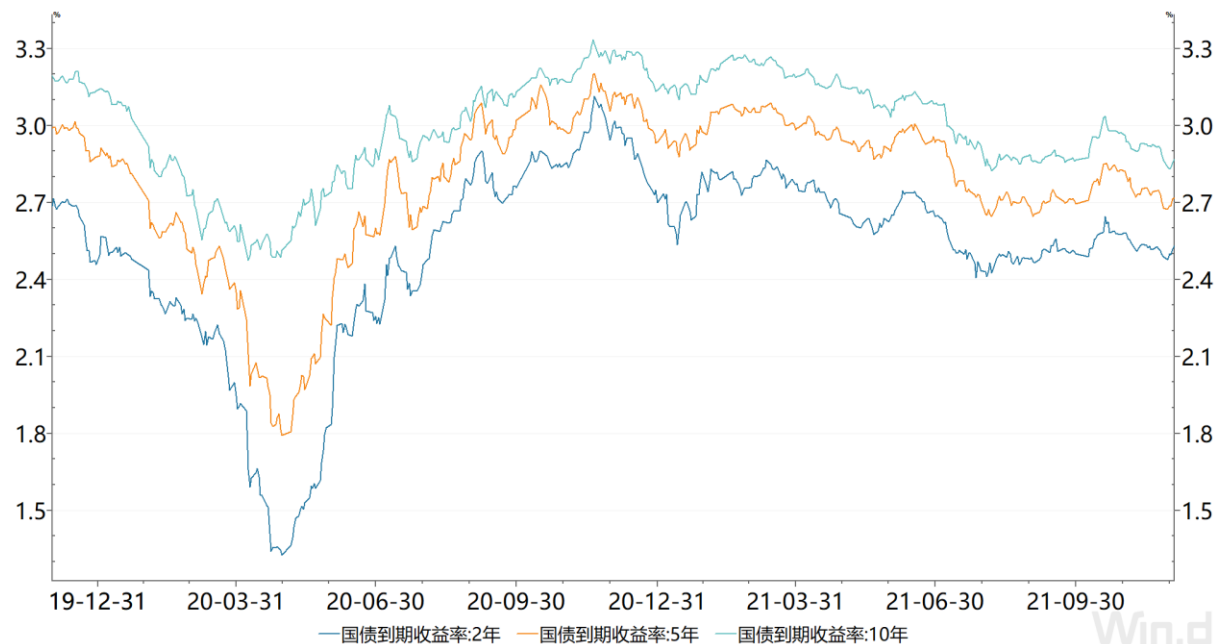
➤ 12月3日国债现券到期收益率曲线与11月26日相比整体平行上移。2年期国债到期收益率从11月26日的2.47%上升7个BP至12月3日收盘的2.54%，5年期国债到期收益率从2.68%上升8个BP至2.76%，10年期国债到期收益率从2.82%上升5个BP至2.87%。（依据中债国债到期收益率曲线）



Part 2 本期分析

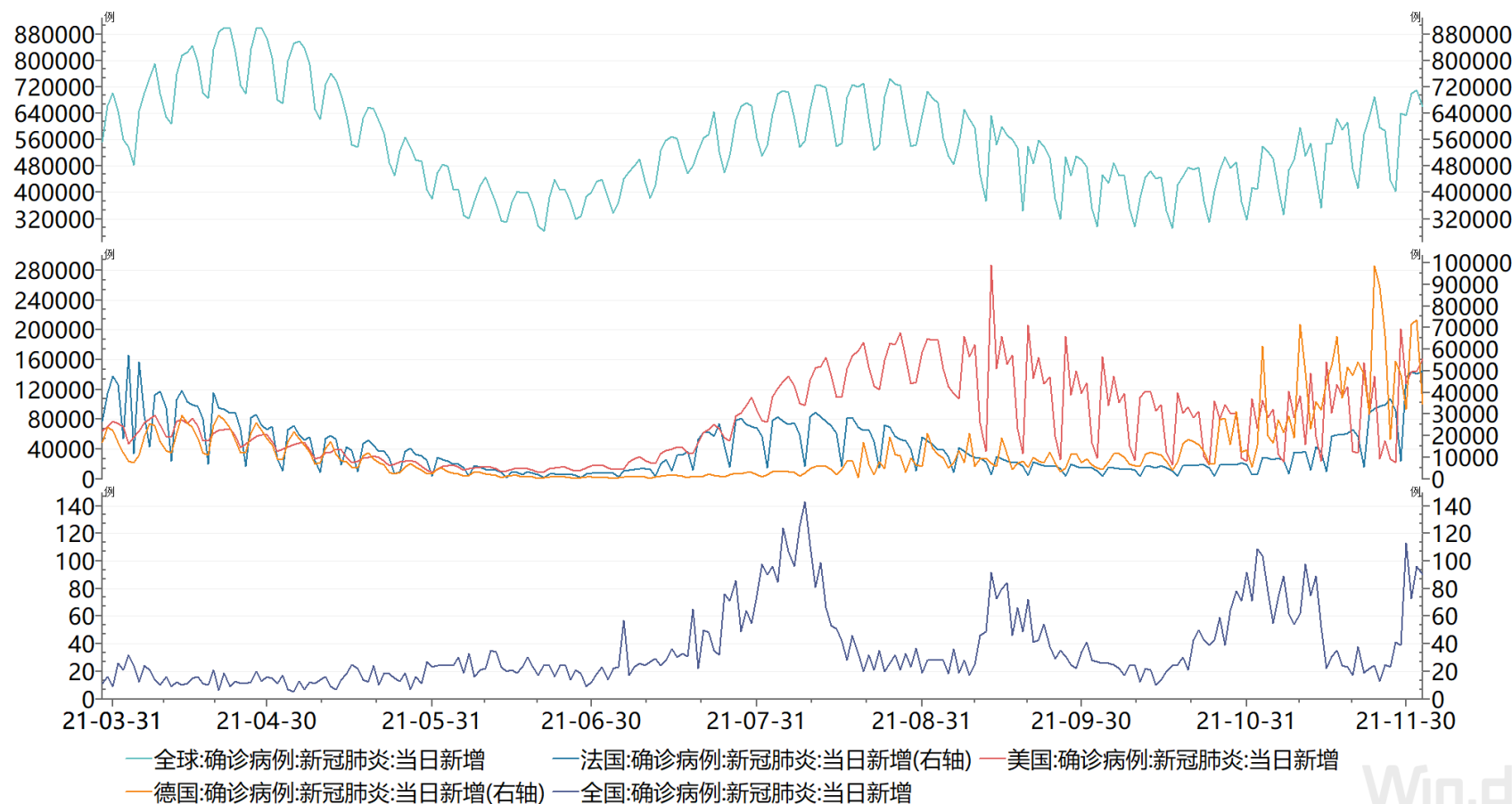
2.1 行情预判

- 短期：受“适度降准”消息影响，短线国债期货价格或偏暖。
- 中期：11月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，重回荣枯线之上，主要是生产加快，但需求增长一般。病毒奥密克戎在多国发现，对全球经济的影响仍有待观察。12月3日李总理在会见IMF总裁时指出，将继续继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，适时降准，结合李总理在11月18日的专家座谈会上提及的“中国经济出现新的下行压力”，则目前倾向略宽松的货币政策有利于债券市场价格偏暖。我们预期四季度GDP同比回落较快，财政政策会有所发力对冲经济回落压力，货币政策倾向于增强信贷和继续保持货币市场流动性宽松，稳增长成为下一阶段政策主线。奥密克戎带来不确定性，如果确认严重将推动债券价格上涨，如果偏中性则国债期货中线大幅上涨和下跌的概率均较小。
- 操作策略：配置型投资者可以考虑逢低分步建多头仓位，交易型投资少量资金波段操作。



2.2.1 多空逻辑-奥密克戎可能会造成全球感染病例激增

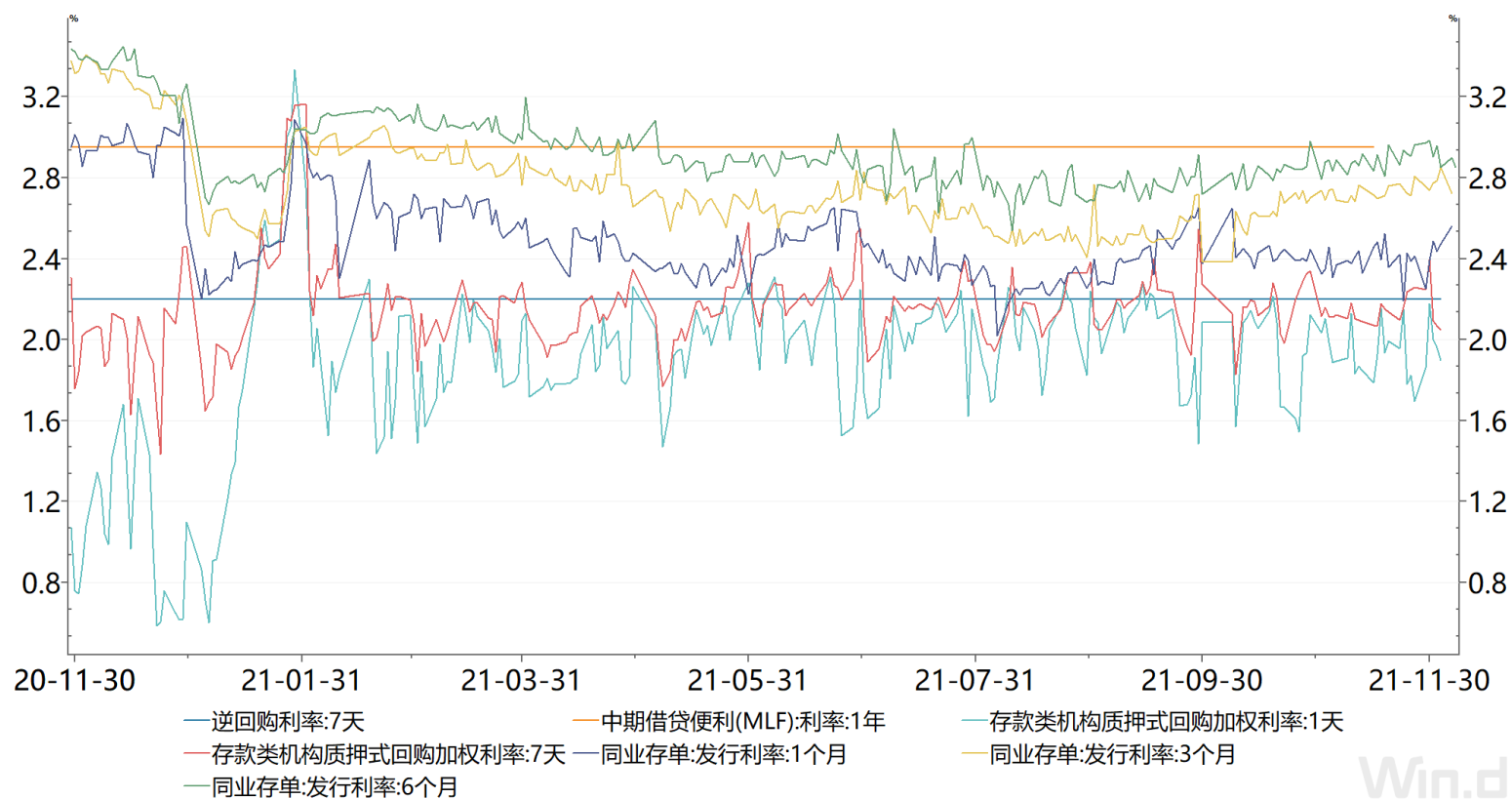
1. 世界卫生组织卫生官员12月3日在日内瓦表示，新冠变异病毒奥密克戎毒株已在全球至少38个国家和地区出现。世卫组织日前指出，奥密克戎毒株在全球范围造成感染病例激增的风险“非常高”。奥密克戎对全球疫情和经济的影响还有待进一步观察。



Win.d

2.2.2 多空逻辑-央行灵活逆回购、维持货币市场资金宽松

2. 进入12月央行又开始了月初每天100亿元逆回购的节奏，DR007跨月之后恢复到2.1%之下，DR001跨月之后恢复到2.0%之下。货币市场资金总体保持宽松。



Win.d

2.2.3 多空逻辑-下行压力与适时降准

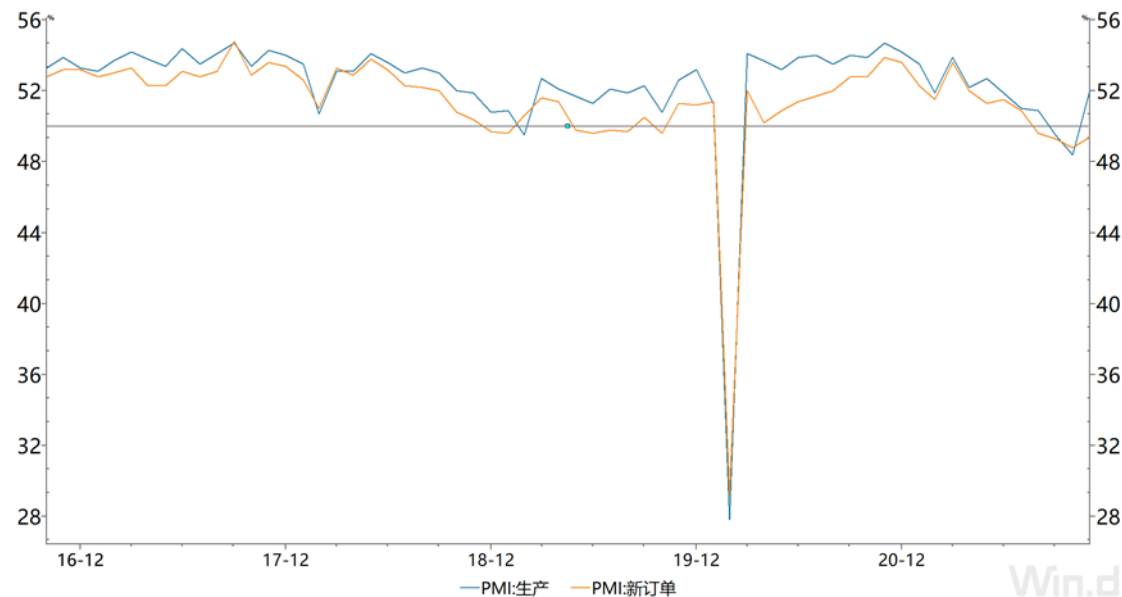
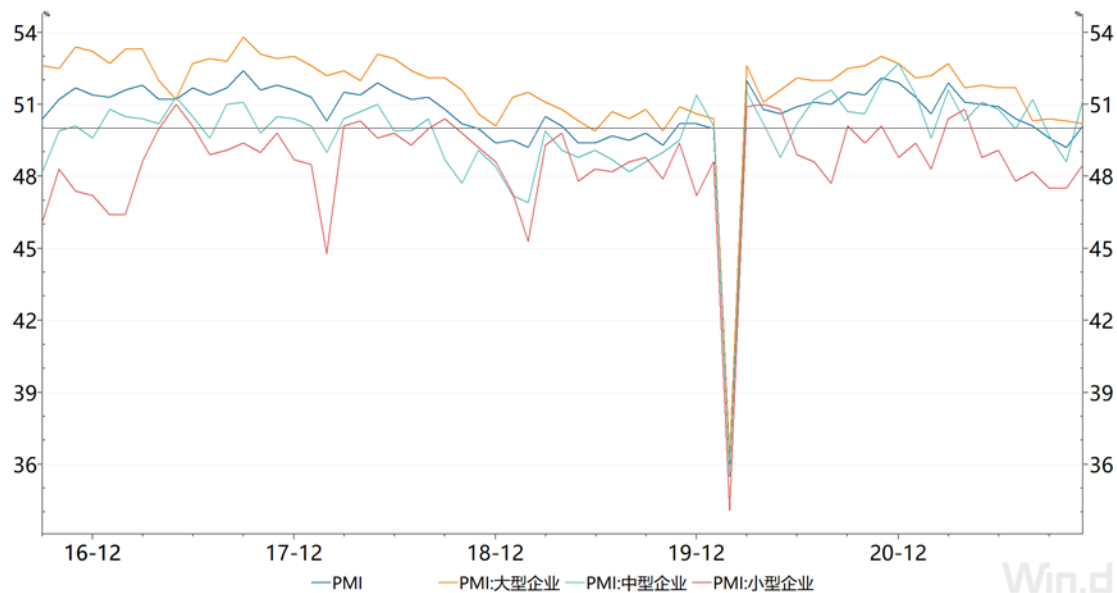
3. 12月3日李总理在会见国际货币基金组织总裁时指出，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展，实施稳定的宏观政策，加强针对性和有效性。继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，**适时降准**，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。

李总理在11月18日的专家座谈会上，强调了“当前国内外形势依然复杂严峻，**中国经济出现新的下行压力**，要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战”；要“强化六稳六保特别是保就业保民生保市场主体，增强宏观政策的前瞻性针对性，推进改革开放，做好跨周期调节，推动经济爬坡过坎，保持经济运行在合理区间和就业大局稳定”。

我们认为“适时降准”是在中国经济出现新的下行压力时的战术性举措，降准有利于商业银行降低成本、获得更多的资金可以投放到实体经济，然后通过商业银行对实体经济的让利，降低企业的融资成本。央行可以通过公开市场操作的中期借贷便利（MLF）和逆回购规模的控制适度对冲降准带来的短期流动性的扩张，调节货币市场的流动性。在面临外部疫情风险可能加剧和房地产行业一些企业的信用风险恶化时，比较宽松的货币市场流动性有利防风险和保增长。降准是比较温和的货币政策手段，利好债券市场，但力度可能有限，还需要观察短期利率的实际变化。

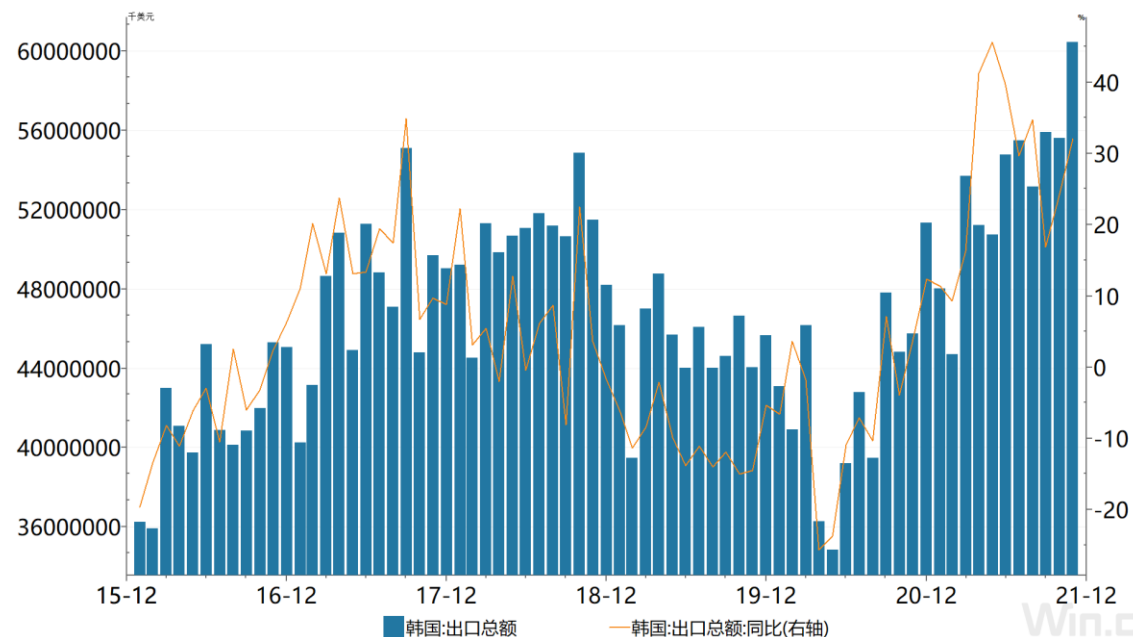
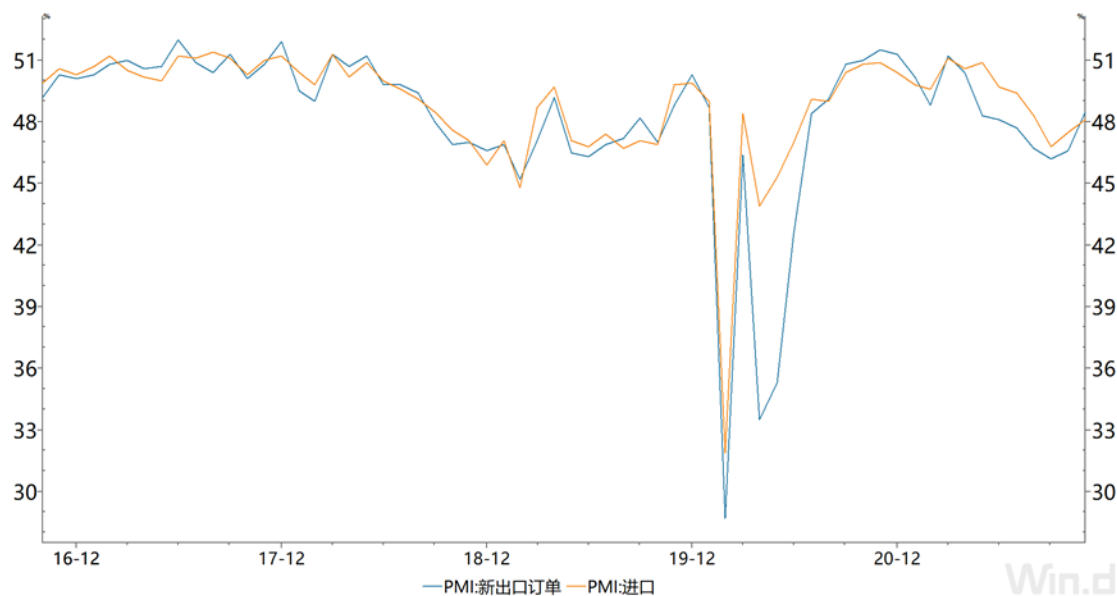
2.2.4 多空逻辑-11月制造业PMI与上月相比总体表现为平稳

4. 11月30日国家统计局公布11月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，9月、10月分别为49.6%和49.2%，在前两个月落在临界值之下后重新回到临界值之上。其中生产指数为52.0%，比上月上升3.6个百分点，新订单指数为49.4%，比上月上升0.6个百分点，表明11月制造业生产加快，但需求增长一般。从企业规模看，大型企业PMI为50.2%，比上月微降0.1个百分点；中型企业为51.2%，比上月上升2.6个百分点，重新回到荣枯线之上；小型企业48.5%，比上月上升1个百分点。大型企业整体经营比较平稳，中型制造业企业扩张相对较好，小型企业仍然偏弱。11月财新制造业PMI录得49.9%，预期50.6%，前值50.6%，年内继8月份之后再次低于荣枯线，但低的很少，与11月份官方制造业PMI反映的情况基本一致，11月制造业与上月相比总体表现为平稳。



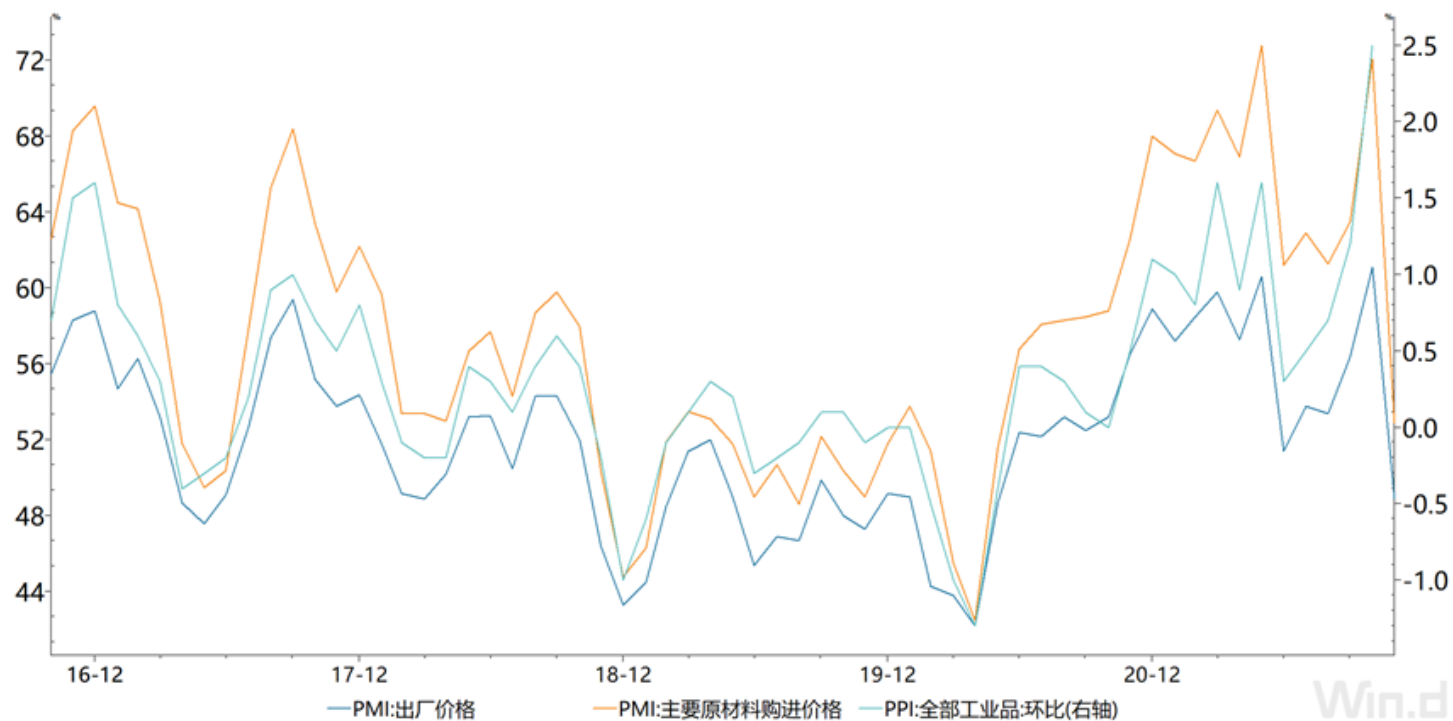
2.2.5 多空逻辑-中国出口增长仍将保持韧性

5. 新出口订单指数为48.5%，比上月上升1.9个百分点，进口指数为48.1%，比上月上升0.6个百分点，结合韩国11月出口同比增长32.1%（10月为24.1%），叠加新变异病毒奥密克戎出现可能引发海外供应链恢复减慢，中国出口增长仍将保持韧性。。



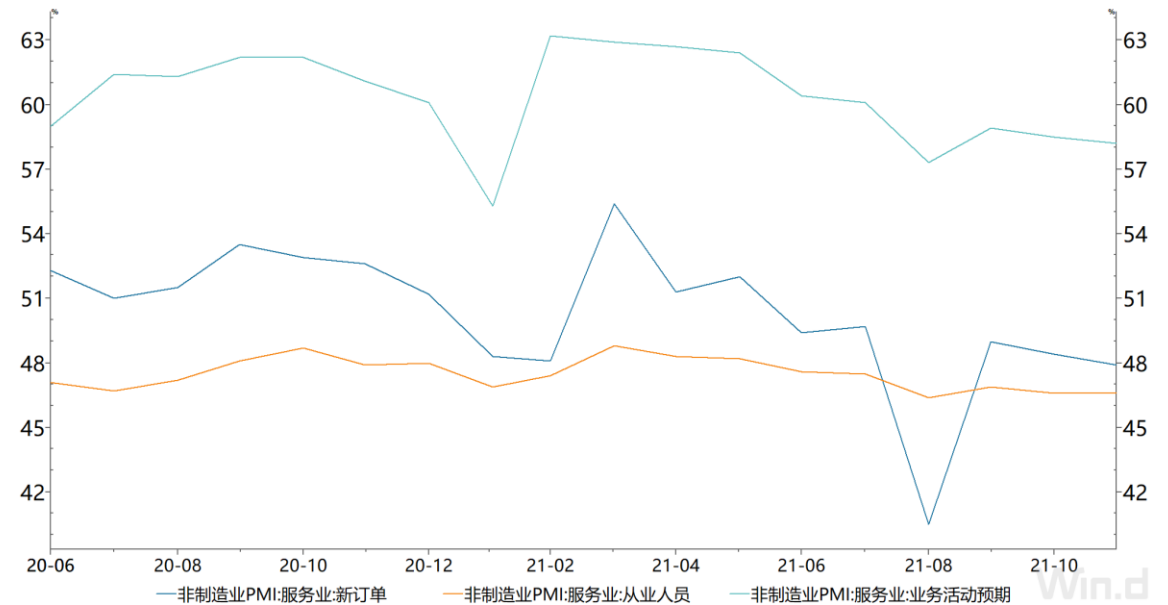
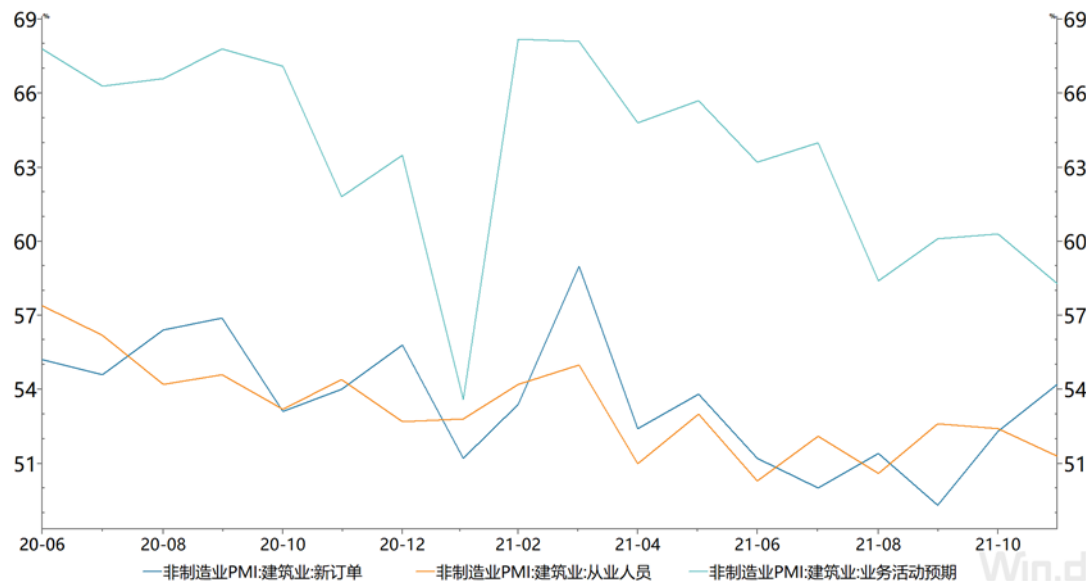
2.2.6 多空逻辑-制造业PMI中的价格指数较上月大幅回落

6. 制造业PMI中主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为52.9%和48.9%，大幅低于上月19.2和12.2个百分点。全国流通领域9大类50种重要生产资料市场价格的监测显示，2021年11月中旬与11月上旬相比，14种产品价格上涨，35种下降，1种持平，以动力煤为代表的保供稳价措施效果显现，年内最后两个月PPI同比较10月回落基本可以确认。。



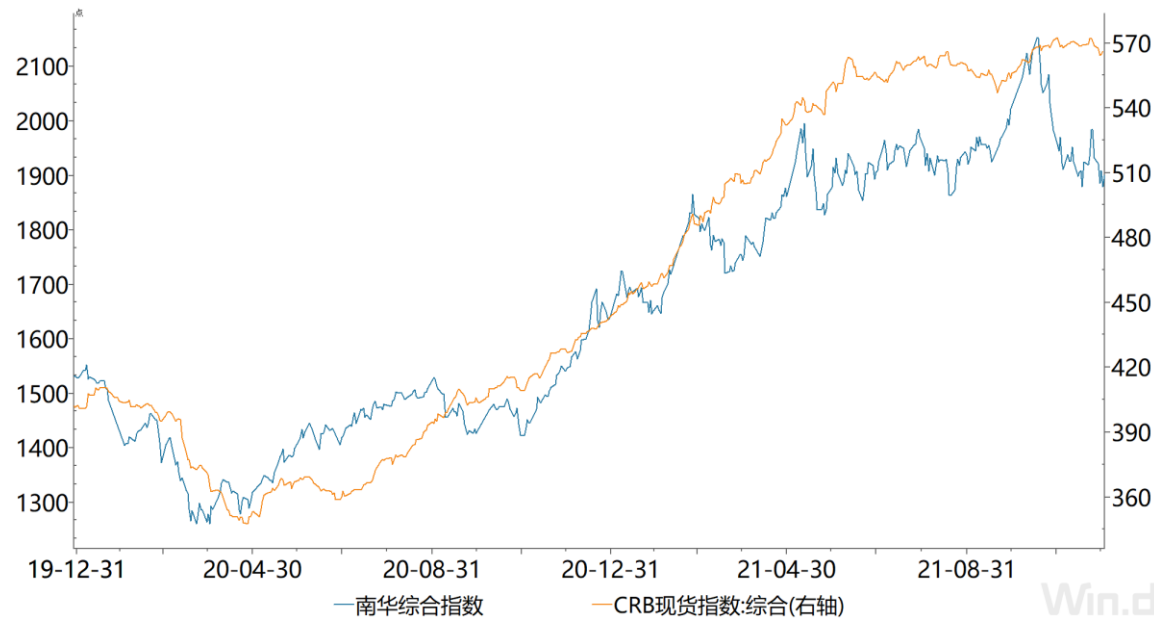
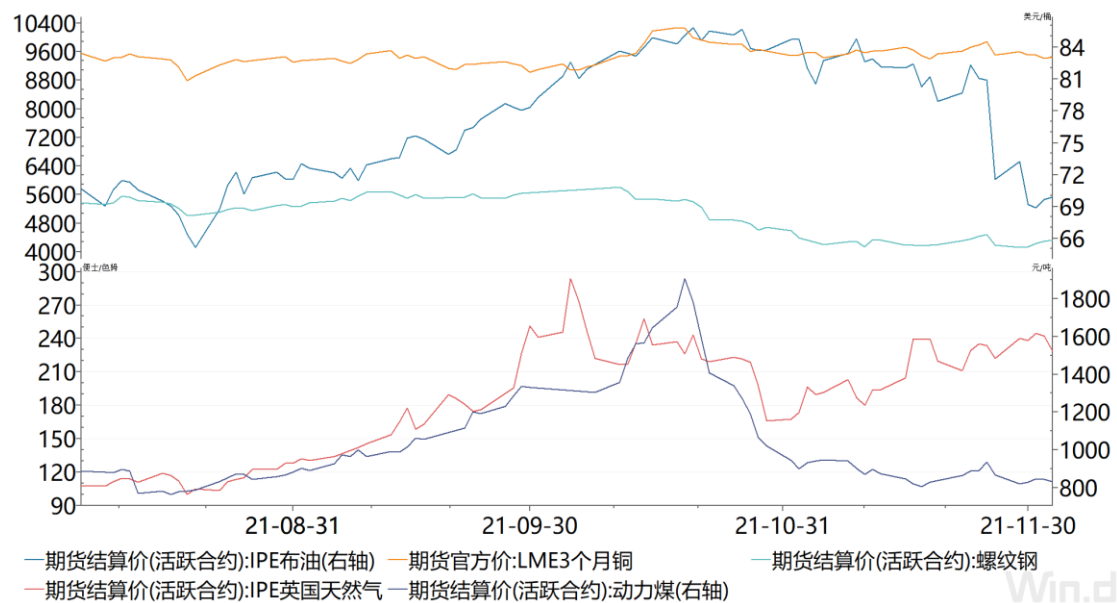
2.2.7 多空逻辑-11月非制造业PMI显示建筑业增长较好、服务业仍偏弱

7. 11月份非制造业商务活动指数为52.3%，较上月小幅回落0.1个百分点。建筑业商务活动指数为59.1%，较上月上升2.2个百分点，建筑业增长较好。建筑业新订单指数为54.2%，比上月上升1.9个百分点，表明建筑业企业新签订工程合同量较上月增加。建筑业从业人员指数51.3%，虽然较上月下滑1.1个百分点，建筑业用工量整体仍然较好。11月建筑业扩张加快，或与政策推动基建投资反弹有关。11月服务业商务活动指数为51.1%，较上月回落0.5个百分点。服务业新订单指数为47.9%，比上月下降0.5个百分点。服务业从业人员指数为46.6%，与上月持平。服务业务活动预期指数为58.2%，比上月下降0.3个百分点。11月份新冠疫情本土病例在多地出现，导致服务业需求下滑，新的变异病毒奥密克戎在境外出现，境内的防疫工作也动态调整，将影响外出旅游和就餐等户外活动减少，从目前奥密克戎在全球的扩散情况来看国内12月消费和服务业增长仍不乐观。



2.2.8 多空逻辑-原油价格快速回落、大宗指数仍在高位

8. IPE布油自11月25日以来快速回落，从80美元/桶之上回落的近日的70美元/桶之下。国内的南华综合指数和国外的CRB现货指数仍在高位震荡。



Part 3 风险提示

3 风险提示

➤全球疫情变化，货币政策边际变化，市场信用风险波动，中美关系。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何内容对任何投资所做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其他报告，本报告反映分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。