

货币政策方向明确 国债期货上行空间受限

内容提要:

- ◆ 国债期货在 2019 上半年大幅波动,但是整体上重心略有下移。2019 年上半年,利率债一级市场整体较 2018 年同期提速,但较 2018 年下半年减速。
- ◆ 1-5 月份的经济金融数据表明:当前经济内生动力不强,下行压力加大,主要体现在外需回落出口压力大、内需房地产投资拐点已至。经济下行既有潜在增长率下行的因素,又有偏弱的库存周期受到金融周期下半场压制的因素。面对中美贸易摩擦升级、宏观杠杆率较高、经济下行压力加大,新旧动能转换尚需时日等内外部复杂严峻形势。
- ◆ 未来货币政策有调整的空间,但是考虑到较高的杠杆率以及金融防风险的要求,大幅放宽的可能性不大,未来下半年货币政策将保持“预调微调”,并且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。
- ◆ 2019 年地方政府债券发行提前。往年地方政府债券发行启动一般在二季度之后,今年则提前到了一季度。从发行的结果上,目前地方政府债券需求不俗,市场认购情绪高涨。
- ◆ 今年上半年 A 股呈现前升后降走势,一月至四月中旬 A 股震荡攀升,逐步收复前期失地,进入五月后,随着中美贸易摩擦的进一步升级,经济数据回落,市场波动加剧,前期的高涨情绪消退,六月中旬,随着中美关系暂得缓和、外部流动性宽松预期强化,科创板相关配套措施密集出台,股市得到提振有所反弹。
- ◆ 中美贸易谈判在经历了此前十轮的努力之后,市场普遍期待双方达成实质性进展,但在第十一轮谈判前风向突变,短期来看,中美贸易问题的短期不确定性较大,即便近期双方博弈日趋紧张,未来走向依然存在多种变化。
- ◆ 2019 年上半年中美贸易谈判依然为影响国内金融市场走向的重要因素,进入 2019 年以来,全球经济增速放缓,全球央行货币政策转向宽松已经成为确定性事件。美债收益率创新低,中美利差再创新高。美国国债收益率全面下行,在当前国内债市开放程度已经较高的情况下,将显著提高中国国债的吸引力。

宏观经济/国债

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

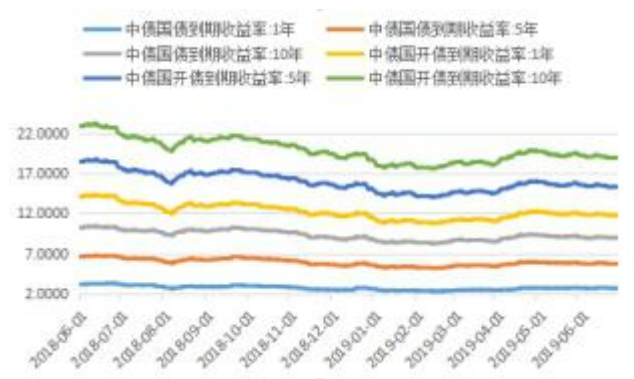
国债期货在 2019 上半年大幅波动，但是整体上重心略有下移。1-2 月中旬，年初央行向市场大量投放流动性“红包”，采用多工具平稳过度春节，国债期货整体重心上移，十年期国债整体重心在 97.775-98.260 之间波动。2 月下旬，国债期货大幅下跌，十年期国债期货于 3 月 4 日下跌至低点 96.630，此后国债期货快速反转，3 月 26 日十债上涨至局部高点 98.225。市场波动较大，相比于 1-2 月的重心并无显著的降低。4 月份，一系列经济数据公布，提升风险偏好令债市承压。国债期货快速下跌，十债 4 月 17 日跌至 95.820，此后贸易摩擦疑云又起，经济数据回落令国债期货震荡上行，且回撤幅度较大。进入 6 月之后，国债期货波动开始减弱，十年期国债期货整体水平在 97.206 上方波动。相比于 1 月份 98 的水平略有降低。

图 1. 国债期货整体重心下移



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 现券较去年明显下降



资料来源：WIND 新纪元期货研究

国债收益率方面，主要期限较去年同期较明显下降，较去年年底窄幅回升。国开债收益率方面，主要期限较去年同期较明显下降，较去年年底窄幅波动、基本持平。国债收益率方面，截至 6 月 26 日，1 年期国债收益率（中债，下同）为 2.6565%，较去年同期变动-61.68BP，较去年年底变动 5.65BP；5 年期国债收益率为 3.0775%，较去年同期变动-38.21BP，较去年年底变动 10.99BP；10 年期国债收益率为 3.2553%，较去年同期变动-336.61BP，较去年年底变动 0.298BP。国开债收益率方面，截至 6 月 26 日，1 年期国开债收益率（中债，下同）为 2.7444%，较去年同期变动-108.13BP，较去年年底变动-0.56BP；5 年期国开债收益率为 3.5517%，较去年同期变动-68.66BP，较去年年底变动 4.73BP；10 年期国开债收益率为 3.6323%，较去年同期变动-69.90BP，较去年年底变动-0.103BP。

2019 年上半年，利率债一级市场整体较 2018 年同期提速，但较 2018 年下半年减速。分结构看，地方政府债和政策银行债发行节奏相对加快，国债发行节奏相对减慢。截止至 6 月 24 日，2019 年 1 月至 6 月共发行利率债 1,058 只，融资总额 67,359.22 亿元，到期 222 只，偿还额 33,574.41 亿元，净融资 33,784.80 亿元，较去年同期变动 12,502.01 亿元，较去年下半年变动-2,561.06 亿元。分项来看，国债发行 77 只，地方政府债发行 651 只，政策银行债发行 333 只。

Shibor 方面，隔夜、7 天和 3 个月利率，截至 6 月 24 日，分别报 1.00%、2.33%和 2.86%；去年末，分别报

2.55%、2.90%和3.35%；去年同期，分别报2.56%、2.82%和4.27%。

银行间质押式回购利率方面，R001、R007和R014，截至6月24日，分别报1.07%、2.63%和3.02%；年末，分别报2.53%、3.14%和3.61%；去年同期，分别报2.59%、4.02%和5.59%。DR001、DR007和DR014，截至6月24日，分别报0.99%、2.27%和2.68%；去年末，分别报2.48%、3.04%和3.49%；去年同期，分别报2.51%、2.81%和4.81%。

图3. Shibor 短期限6月大幅下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 经济增速再次探底



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）经济数据出现回落，经济下行压力依然较大

2019年政府工作报告将2019年度经济增长目标下调至6%—6.5%的区间内，而此前两年的目标均为6.5%，表明管理层对于经济下行的容忍度在提升，另一方面也表明经济确实面临比较大的下行压力，政府表示今年将会是企业减负的一年。2019年经济平稳开局，一季度GDP好于市场一致预期，持平于2018年四季度。进入二季度，季节性因素消退后，经济下行压力进一步体现。

综合1-5月份的经济金融数据来看，当前经济内生动力不强，下行压力加大，主要体现在外需回落出口压力大、内需房地产投资拐点已至。经济下行既有潜在增长率下行的因素，又有偏弱的库存周期受到金融周期下半场压制的因素。面对中美贸易摩擦升级、宏观杠杆率较高、经济下行压力加大，新旧动能转换尚需时日等内外部复杂严峻形势，既要强化逆周期调节通过财政、货币政策稳经济，也要保持战略定力，防止大水漫灌，化压力为动力，坚定不移推动改革开放。

1、基建投资稍有回落、房地产投资结束四连升、制造业投资触底回升

2019年1-5月，全国固定资产投资21.75万亿元，同比增长5.6%，增速环比回落0.5个百分点，基建投资（不含电力）投资同比增长4%，增速环比回落0.4个百分点，1-5月房地产开发投资4.61万亿元，同比增长11.2%，

增速环比回落 0.7 个百分点，1-5 月基础设施投资同比增长 4%，增速比 1-4 月份回落 0.4 个百分点。基建投资稍有回落，仍然托底了整个投资增速，同样房地产投资增速出现回落，结束四连升，但仍是投资增长最快的部分，制造业投资出现触底回升，同比扩大 0.2 个百分点，但仍处较低位置。

今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，基建投资今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100 城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资仍然在底部震荡，中美贸易摩擦的影响仍在扩散，制造业仍在下滑途中。预计 3、4 季度可能稳定。预计固定资产投资随房地产投资下行，下半年回落至 4%-5% 左右。

2、消费进入平稳期

5 月份消费回升，消费进入平稳期。5 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，超过预期和前值，但是将 4-5 月结合看，平均增速 7.9%，仍弱于 3 月的 8.7% 和 1 季度的 8.3%。消费稳定经济中增长的作用进一步增强，汽车消费的提升是消费增长的主因，其次消费升级相关的化妆品、通讯器材、金银珠宝和家电类商品也对消费有一定促进作用。综合来看，5 月食品、纺织服装、化妆品、通讯器材、金银珠宝、家具、汽车等消费增速均有不同程度提升，但家电、日用品、建筑装潢等消费则有回落。值得注意的是，5 月汽车消费同比增长 2.1%，增速比上月扩大 4.2 个百分点，增速连续两个月提升。

预计在投资稳定的情况下，消费很难大幅增长，19 年 1-5 月份居民非必要性消费起色不大，房地产消费相对低迷，汽车消费反而上行，但持续性待观察，我国进入了消费平稳期，预计 2019 年全年消费水平在 7.5% 左右。

3、中美贸易影响贸易数据

2019 年 5 月中国出口同比(美元计)1.1%，好于市场预期-3.9%；进口同比(美元计)-8.5%，弱于市场预期-3.5%；贸易顺差由 138.4 亿美元扩大至 416.5 亿美元，高于市场预期 223 亿美元，进出口出现了分叉，对美贸易顺差扩张幅度较大，进口方面，由于原油价格的下行，以及内需较弱，例如对于铁矿石的进口需求大幅下滑，是导致本月进口数据大幅下行的主要原因。出口方面，美国对于商品加征关税的时间延长至 6 月 15 日，同时 3250 亿美元最早是在 7 月初加征，所以出口数据的上行存在一定的抢出口的现象的干扰。由于抢出口的现象，目前数据还没有真正体现出真实的进出口现状。未来关注点还是要集中在 G20 峰会中美首脑会晤后事件的走向。

总体而言，一季度经济数据好于市场预期，季节性因素影响过后，我国二季度经济下行压力较大。但国民经济运行仍维持在合理区间，今年下半年财政政策将进一步灵活，更多政策工具精准发力，减税降费将落地，与货币政策协同配合，经济仍将保持向好态势，下半年经济或将企稳。

(二) 金融数据延续企稳态势

5 月社融增速延续一季度以来的企稳趋势，实体经济融资环境继续改善。5 月新增社会融资规模 1.4 万亿元，同比多增 4466 亿元，存量社融同比增速 10.6%，较 4 月提升 0.2 个百分点。1-5 月合计新增社融 10.9 万亿元，

比2018年同期多增2.36万亿元，延续今年以来反弹态势，实体经济融资环境持续改善。宽信用逐步生效，信贷传导渠道逐步疏通，新增信贷规模改善，但企业中长期贷款同比少增，对民企和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5月金融机构新增人民币贷款1.18万亿，同比多增313亿元，1-5月合计新增8.01万亿元，比去年同期多增8165亿元。但是结构有隐忧：企业中长期贷款少增，短期贷款和票据融资占比仍然较高，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5月新增企业中长期贷款2525亿元，同比减少1507亿元，占比21.4%，环比减少6.3个百分点；新增短期贷款和票据融资4289亿元，同比多增1207亿元。短期贷款及票据融资占比仍然较高，银行对民营企业和小微企业中长期投资的支持力度有限，金融供给侧结构改革仍然有待进一步深化。货币投放趋稳，5月M2同比增速与4月持平，M1增速延续回升态势，企业交易需求增强。5月M2同比增速8.5%，较4月持平，M2结构中单位活期存款环比增加近5000亿元，反映企业增长动力有所增强。一方面，信贷回暖为货币派生提供了支持；另一方面，5月央行货币投放力度加大，公开市场操作净投放达5300亿元，MLF净投放达440亿元。5月M1同比增速3.4%，环比提高0.5个百分点，进一步延续2019年以来的回升态势。信贷渠道逐渐疏通，叠加2018年同期的低基数效应，M1增速持续回升，且企业活期存款增加，整体交易需求增强。金融供给侧改革实质性推进，未来仍需持续关注中小银行治理问题，切实增强金融业金融机构对民企和小微企业的融资支持。

图 5. CPI, PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融有所企稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(三) CPI、PPI 出现分化

2019年前6个月，CPI出现上行压力，PPI面临下行压力。主要农产品价格方面，以不同幅度上行为主，其中水果、猪肉和鸡蛋幅度较为显著。主要工业原材料价格方面，钢材、水泥和动力煤价格波动中基本稳定，部分受环保和去产能因素影响，原油期货价格部分受近期美国和中东形势影响，从前期低位回升，但仍低于去年同期水平。CPI和PPI方面，截至5月末，CPI和PPI当月同比分别报2.70%和0.60%。5月天气转暖鲜果生疏供应增加，鲜菜价格增速回落，同比上涨17.4%，鲜果同比上涨26.7%，南方猪瘟加快母猪出栏，猪肉供给进一步收紧，5月上涨18.2%，6月汛期来临，食品项中枢或将继续上行。3月CPI开始反转修复，直至5月延续。猪价仍在推升物价预期。5月PPI同比增速修复中止回落，上游生产资料价格受能源价格支撑的力度减弱，叠加下游消费放

缓，PPI 增速趋缓。

预计下半年 CPI 仍有温和上涨但幅度可控，PPI 整体继续偏弱；当前 CPI 上行压力主要受猪肉、水果拉动，进入下半年后生猪补栏、夏令水果上市等工作将对 CPI 起到平抑作用，PPI 方面，主要影响因素在于下游产业需求不振，短期内这一形势仍将延续。

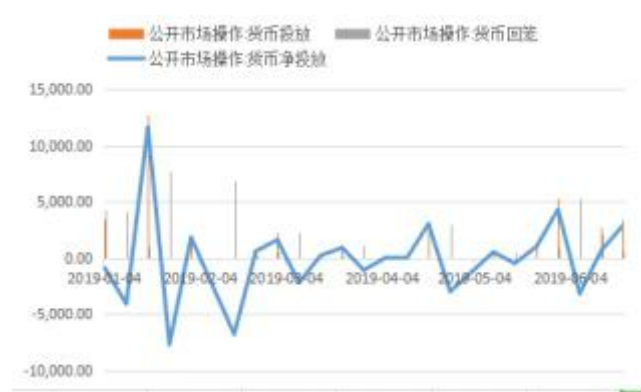
1-5 月份的经济金融数据表明：当前经济内生动力不强，下行压力加大，主要体现在外需回落出口压力大、内需房地产投资拐点已至。经济下行既有潜在增长率下行的因素，又有偏弱的库存周期受到金融周期下半场压制的因素。面对中美贸易摩擦升级、宏观杠杆率较高、经济下行压力加大，新旧动能转换尚需时日等内外部复杂严峻形势，既要强化逆周期调节通过财政、货币政策稳经济，也要保持战略定力，防止大水漫灌，化压力为动力，坚定不移推动改革开放。

图 7：2019 年 6 月逆回购大幅投放



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8：流动性投放加码



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策更具灵活性

上半年，央行推出新的货币拖放措施，通过定向中期借贷便利置换，进行降息操作。设立了央行票据互换工具，提高银行货币创造能力。放松了中小银行降准的门槛，且多次向中小银行进行定向降准。央行的集中货币投放措施在第一季度的首月，

2019 年春节前后央行进行创记录逆回购操作一系列举动持续释放持续流动性，进一步放松货币政策、二次降准实施以及 2018 年度普惠金融定向降准动态考核，通过创设工具为市场提供流动性支持，积极推动银行发行永续债补资本，显示了央行在“无法进行大水漫灌下”，通过这种“创新工具”来实现降息降准的效果，春节前后资金面迎来“超级月”，令市场吃下定心丸。

宽信用成效初显，加之外部风险因素有缓和迹象，自三月份开始央行公开市场操作力度明显减弱，央行在公开市场的操作似乎转向保守，有别于年初央行接连降准与公开市场多种工具运用，虽然整体中性的货币环境没有变化，但资金市场已经从宽松向平衡有所转变。充分验证了此前央行不搞“大水漫灌”，灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。4 月 19 日政治局会议传达出明显的政策调整信号，再次提到“结构性去杠杆”，表示“稳健的货币政策要松紧适度”，4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议指出，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加大对实体经济的金融支持。央行《2019 年第一季度中国货币政策执

行报告》再次强调‘把好货币供给总闸门’，“不搞大水漫灌”

五月的最后一周包商银行出现严重信用风险，以往央行较少在月末开展公开市场逆回购操作，央行连续四天开展逆回购操作，央行适时适量的流动性投放举动释放出明确流动性呵护信号。包商银行托管事件触发流动性分层，针对包商银行托管引发的市场流动性波动，

央行6月份实施了一系列稳流动性的举措，包括逆回购超额投放，重启28天逆回购以及针对中小银行的增加再贴现额度便利和SLF额度。这些主要是较短期限的资金投放，以应对包商事件冲击及6月份跨季地方债发行等影响。起到了较明显的效果。6月25日央行货币政策委员会2019年第二季度例会召开，二季度货币政策大体延续一季度基调，但关于货币政策的表述有微调。将“坚持逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，目前货币政策稳流动性的目标逐渐明确。

未来货币政策有调整的空间，但是考虑到较高的杠杆率以及金融防风险的要求，大幅放宽的可能性不大，未来下半年货币政策将保持“预调微调”，并且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。

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、地方债提前增量发行

2019年地方政府债券发行提前。往年地方政府债券发行启动一般在二季度之后，今年则提前到了一季度。从发行的结果上，目前地方政府债券需求不俗，市场认购情绪高涨。地方政府债的提前发行，对债市有一定的挤出效应，1月22日地方债招标此前执行的在国债5日均值上浮40bp的投标区间下限将调整为25-40bp，即最低可在基准基础上浮25bp。地方债发行倍数较此前有明显下滑，地方债的挤出效应略有减弱。一季度地方债提前放量发行，在推动基建投资探底回升过程中发挥积极作用，为一季度经济平稳开局提供支持。二季度以来，国际国内经济形势发生了一些新变化，给全年完成经济社会发展主要目标带来挑战，进入二季度，地方债发行冲高回落，直到6月重新开始发力，6月以来全国已发行地方债5942亿元；已披露的6月最后一周地方债计划发行规模为3054亿元，最终全月发行规模料接近9000亿元，有望创2016年7月以来的三年新高。6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券

作为符合条件的重大项目资本金，并且积极鼓励金融机构提供配套融资。4-5 月地方债发行阶段性放缓导致供给压力将冲击利率债市场，从历史数据看，6 至 9 月往往是全年地方债发行高峰期，地方债发行相对利好股票和商品市场表现，但预计地方债未来几个月将会对国债期货市场有一定程度上的影响。

四、风险资产前升后降

今年上半年 A 股呈现前升后降走势，一月至四月中旬 A 股震荡攀升，逐步收复前期失地，美贸易磋商的持续推进，经济基本面好转，市场悲观情绪改善，风险偏好有所回升，一定程度上风险资产的反弹制约债市的走高，股债跷跷板效应明显。随后市场出现反转，纷纷回调，进入五月后，随着中美贸易摩擦的进一步升级，经济数据回落，市场波动加剧，前期的高涨情绪消退，六月中旬，随着中美关系暂得缓和、外部流动性宽松预期强化，科创板相关配套措施密集出台，股市得到提振有所反弹，但反弹动能与前期相比有所减弱，反弹下半场能否延续依然存疑，中美关系短时间内无法出现实质性缓和，国内经济基本面依然有待验证，市场等待基本面真正出现反转，科创板上市初期将继续带动风险偏好的提升利好股市。目前来看诸多不确定性短期无法落地，整体上股市反弹条件不充分，为债市的上涨提供支撑。

五、全球经济增速放缓，中美关系常态化

（一）中美关系波澜再生

2019 年上半年中美贸易谈判依然为影响国内金融市场走向的重要因素，今年上半年贸易谈判一波三折，中美贸易谈判在经历了此前十轮的努力之后，市场普遍期待双方达成实质性进展，但在第十一轮谈判前风向突变，5 月 6 日周一凌晨，特朗普推特关税威胁令中美谈判再生疑云，随后 2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%。美方上述措施导致中美贸易摩擦再升级，中方不得不对原产于美国的部分进口商品调整加征关税措施。随后矛盾陷入僵局，随后华为事件发酵，美方扬言对额外的 3000 亿美元的自华商品加征关税，并对华为、海康威视等中国企业采取限制行为，为中美谈判道路再添“阴霾”。然而 6 月 18 日，中美领导人互通电话，特朗普总统表示，美方重视美中经贸合作，希望双方工作团队能展开沟通，尽早找到解决当前分歧的办法。中方同意两国经贸团队就如何解决分歧保持沟通，并在 G20 峰会期间进行会晤，中美关系现缓和曙光，极大程度的修正了市场悲观情绪。随后国家主席 29 日同美国总统在大阪举行会晤。两国元首同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系，同意重启两国经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，极大鼓舞了市场情绪。但未来中美贸易摩擦反复仍将是常态化，体现出中美关系对于市场情绪和市场走向的牵制。短期来看，中美贸易问题的短期不确定性依然较大，即便近期双方关系有所缓和，但未来走向依然存在多种变化。

（二）全球央行货币政策转向宽松

进入 2019 年以来，全球经济增速放缓，全球央行货币政策转向宽松已经成为确定性事件。目前，除英国央行在铺垫加息外，全球主要央行多数已降息或正在铺垫降息，美联储 6 月会议声明释放降息预期，宣布将维持 2.25%—2.50% 的基准利率不变；对经济增长的判断由“稳固”转为“温和”；点阵图发出降息信号，放弃了之前

的对未来的政策调整保持“耐心”的措辞，称未来经济前景不确定性增加，逐渐显示出对降息的开放态度。欧洲央行行长德拉基更是意外透露了强力宽松信号，全球主要经济体货币政策宽松预期明显增强，在两大央行宽松引导下，全球债券收益率继续下行，德国、法国、瑞典等高等级国债10年期收益率历史首次跌至负值区间，美国长端利率十年期国债到期收益率已经下行至2%附近，全球利率中枢的下降为我国后续货币政策操作留出了充足的空间。

（三）中美利差再创新高

美债收益率创新低，中美利差再创新高。美国国债收益率全面下行，截止至6月26日，1Y下行至1.96%，3Y下行至1.74%，5Y下行至1.80%，7Y下行至1.92%，10Y下行至2.05%，所有期限收益率均创新低，截止至6月26日，中国国债十年期收益率报3.2970%中美10年期国债利差走扩至124.7bp，创2018年1月以来新高，已跳出80-100bps的中美利差“舒适区间”，利差的拉大有利于我国国债收益率的回落，有利于人民币汇率稳定，也增加了中国货币政策宽松的空间。若美联储如市场预期般年内降息两次以上，10年期美债收益率很可能跌至1.7%，导致中美利差随之走高至140个基点以上。若下半年美联储如期降息，国内货币政策也存在跟随放松的可能，即资金利率中枢进一步走低，并可能伴随OMO操作利率的调降。中美经济和货币政策周期从背离走向同步，中美利差也就从压缩走向扩大，在当前国内债市开放程度已经较高的情况下，将显著提高中国国债的吸引力。同时从过去数年汇率走势显示，若中美利差回升至140个基点以上，人民币汇率将很快进入反弹轨道。

图 11:中美利差持续走扩



资料来源: WIND 新纪元期货研究

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。上半年央行维持宽松的货币流动性，货币投放措施频繁出台，在中国经济求稳的基础上，中国央行下半年“逆周期”调节更倾向于稳定。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，美联储有可能在下半年降息，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，进一步结构性降息降准的概率增大。国债期货重心将有所上移，但上行空间受限。

特别声明

本报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来自于公开资料，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：028-68850968-801 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	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	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#