

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观国债小组

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：货币政策目标转变 年内投资机会偏少

内容提要：

在国内疫情得到控制，复工复产较早，逆周期调节政策力度大的背景下，国内经济三季度与四季度有望继续大幅反弹。上半年信贷与社融大增，以及专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等财政措施，都将对下半年的经济增长提供有力支撑，GDP全年增速有望在2%-3%之间。物价与汇率问题不会成为货币政策的主要关注点，货币政策短期目标将让位于中长期目标，下半年在整体宽松基调上根据经济发展情况灵活调整，边际收紧或者边际放松。利率债供应仍偏多，但需求减弱。综合基本面、货币政策以及现券供需多方面因素，债市下半年将没有明确方向，不太可能会出现大行情，大概率以震荡市为主。10年期国债收益率预计仍会在2.7-3.1%之间震荡，投资机会偏少。

短线交易可以直接参考技术形态。操作上可参考15分钟K线周期，以45日均线为多空参考。中线策略为波段操作，盈亏比例至少2:1为宜。10年期国债期货主力合约T2009、T2012上行压力位在100.5，下部支撑位关注98.4；5年期国债期货主力合约TF2009、TF2012上行压力位在102一线，下部支撑位关注100.5；2年期国债期货主力合约TS2009、TS2012上行压力位在101一线，下部支撑位关注99.8。跨品种套利方面，五债与十债价差向下突破0.80可介入多五债空十债策略，止损0.20，目标2.00；价差向上突破2.50可介入空五债多十债策略，止损3.10，目标1.20。

风险提示：

对于投资这门学问来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

第一部分 上半年国债行情回顾

今年上半年国债期货在新冠疫情的影响下，从1月持续上涨到4月，5月份回调后，6月重回涨势。具体来看，1月央行全面降准，叠加月底新冠疫情，短端国债收益率大幅下行，国债期货大涨；2月疫情逐步好转，政策焦点转向经济，为保经济增长，央行调降逆回购利率、MLF利率与LPR，并向市场投放大量流动性，国债期货节后一直高位震荡；3月新冠疫情震中从中国转移至欧美，叠加原油战影响，金融市场剧烈震荡，国内面临防输入压力，宽松货币政策导向未变，助推国债期货价格走高；4月欧美新冠疫情好转，开始准备复工复产，金融市场波动幅度减小，VIX指数持续回落，但国内经济的疲弱以及国外疫情的扩散，令政策制定者对经济担忧加剧，国内宽松货币政策加码，助推国债期货价格走高；5月欧美新冠疫情继续好转，金融市场波动幅度继续收窄，VIX指数持续回落，股市与大宗商品价格一同回升，债市丧失上涨动能，国内复工复产力度加大，货币政策按兵不动，资金面边际收紧，导致国债期货大幅回调；6月资金面边际收紧，但利率上涨空间受限，国常会对货币政策定调宽松，国债期货继续探底后回升。

6月23日收盘，十债加权指数报99.885，年内涨幅达1.81%，成交量达733.9万手，比去年上半年增加259.8万手（55%），持仓量保持在高位，在5月19日达到峰值97360手；五债加权指数报101.270，年内上涨1.34%，年内共成交258.2万手，是去年同期的3.8倍，持仓量一路高升，在6月23日达到峰值53708手；二债加权指数报100.955，年内上涨0.57%，成交量小幅下降至132.1万手，持仓量保持在高位，在4月21日达到峰值23121手。与此同时，十年期国债期货主力与五年期国债期货主力以及二年期国债期货主力的价差均出现负值，之后走扩。

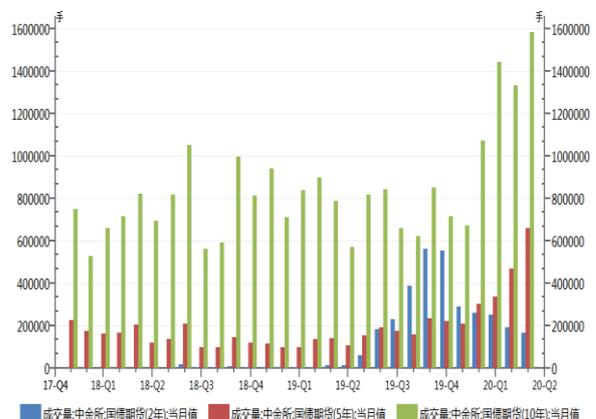
图1：T2009、TF2009、TS2009日收盘价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

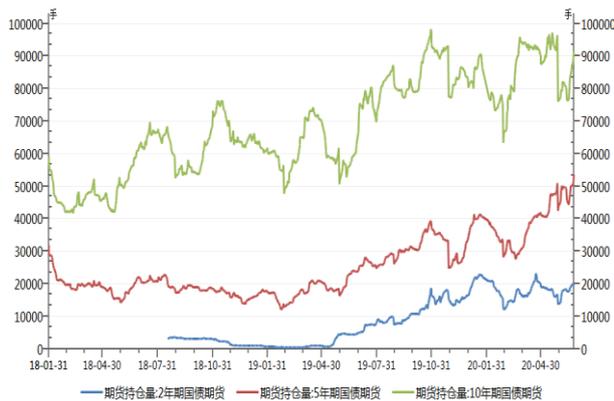
图3：国债期货持仓量

图2：国债期货月度成交量

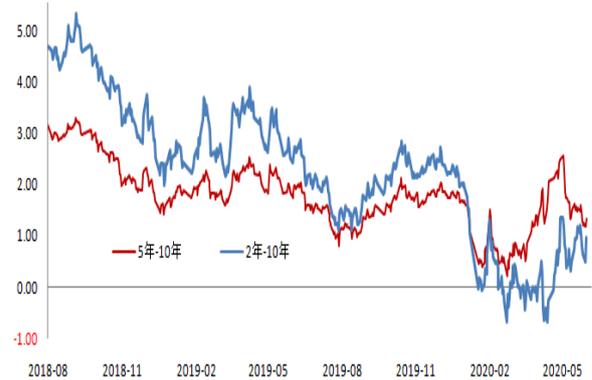


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图4：国债期货主力之间的价差



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

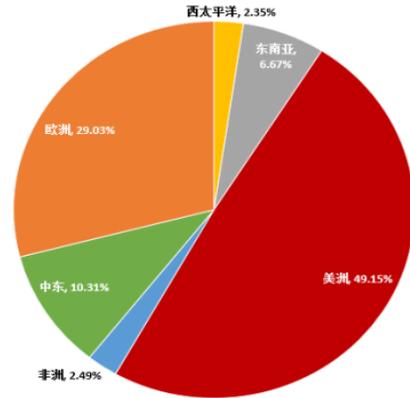
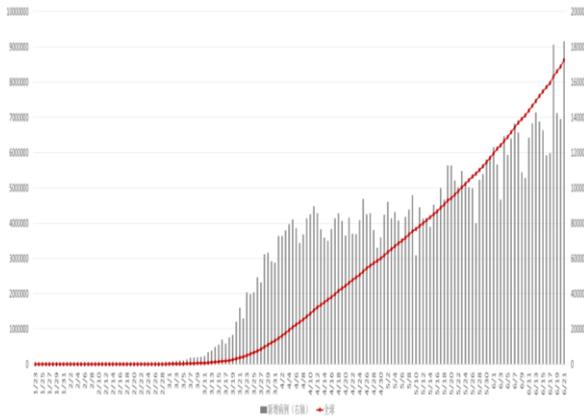
第二部分 经济基本面：疫情改变世界

（一）新冠疫情蔓延全球，各国应接不暇

2020 年初新冠肺炎疫情突然袭来，波及范围之广，涉及人数之多，毫无疑问是 1918 年大流感以来最严重的全球流行病。新冠疫情首先在中国肆虐，传统春节假期期间快速爆发，遍布全国各省。随着政府采取较为严格且高效的防控措施，新增病例数量在春节假期过后逐渐回落，2 月下旬已经降至两位数。而在此时，疫情逐渐从亚太地区向全球范围扩散，仅仅两个多月的时间，已经遍布全球六大洲 213 个国家（地区、领地）。世卫组织实时统计数据显示，截至北京时间 6 月 21 日 17 时，全球累计确诊 870.8 万例，累计死亡 46.17 万例，其中欧洲累计确诊 252.76 万例（占比 29%），累计死亡 19.31 万例（占比 41.82%）；美洲累计确诊 427.99 万例（占比 49.15%），累计死亡 21.91 万例（占比 47.46%）。当前亚洲大部分地区、西欧与北美地区已经进入疫情缓和期，俄罗斯疫情已经到达顶峰，印度、中东与南美仍在上升期，全球每日新增确诊数量正在增加。当前针对新冠病毒没有特效药，也未研发出有效疫苗，北半球秋冬季仍有可能迎来第二波疫情，新冠病毒或将与人类长期共存，长期为人类健康带来威胁。

图 5：中国境外累计确诊病例与新增确诊病例

图 6：全球各地区累计确诊病例占比

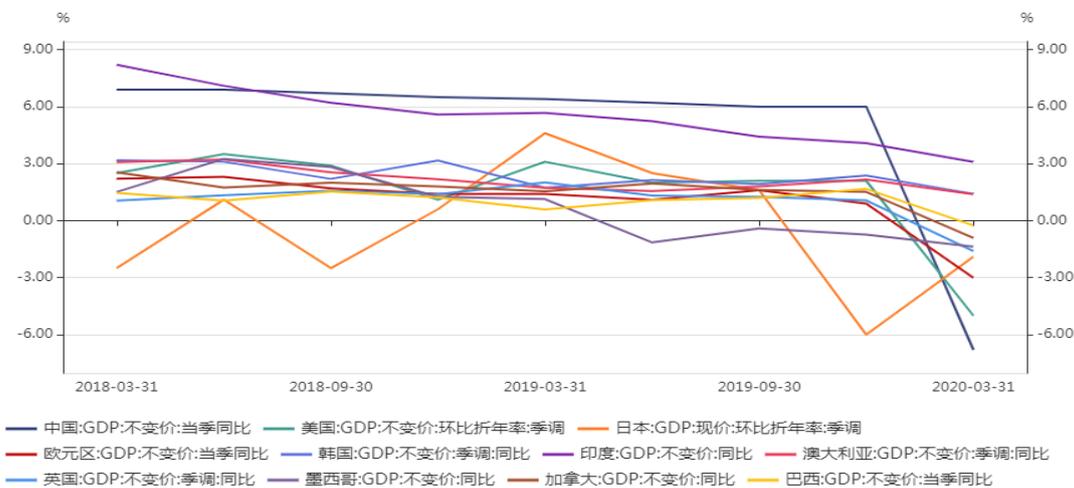


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

为应对疫情, 多国宣布进入紧急状态, 抗疫措施包括停止大型活动、关闭非必需品商店、限制集会、学校停课、暂停航班、封锁边境、禁止人员流动、强制隔离等。这些抗疫措施, 对物资、商品与人员流动造成了不利影响, 导致经济活跃度骤然下降, 每个饱受疫情折磨的国家均遭受了经济下行。全球主要经济体中, 中国一季度经济增速断崖式下滑。欧洲和北美经济在一季度虽有下滑态势, 但疫情发端时间较晚, 对二季度经济影响更大, 二季度 GDP 增速有望继续探底。

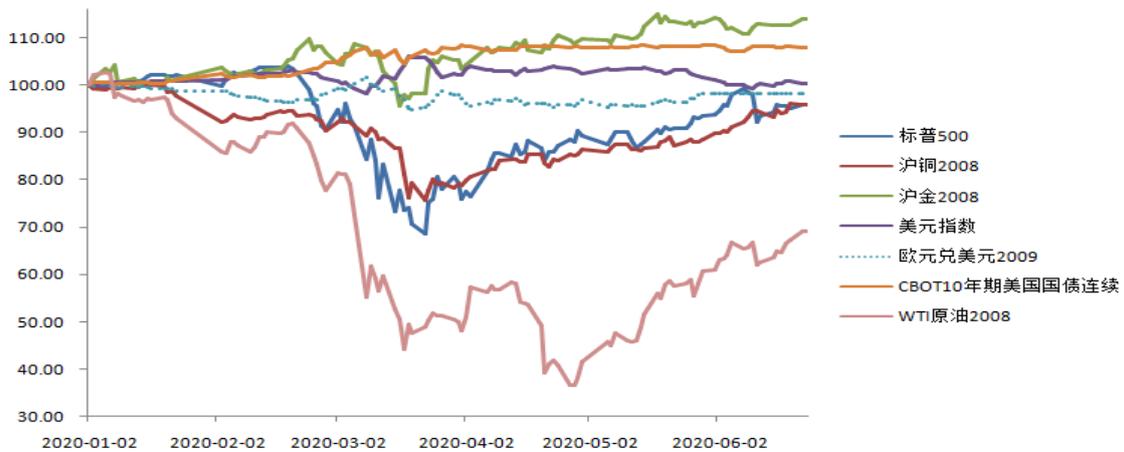
图 7: 2020 年一季度全球主要经济体经济增速均下滑 (部分国家正增长, 或因本国新冠疫情开始较晚, 或因国内疫情较轻, 采取防控措施及时)



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

疫情不仅重挫了经济, 也造成全球金融市场巨震。美股年内罕见四次熔断, 以铜、原油为代表的大宗商品价格在 2-3 月大幅走低, 跌幅分别达 30%、60%, 黄金、10 年期美债上涨 10% 左右, 美元指数一度涨上 100, VIX 指数从 13 飙升至 80。随着恐慌情绪的消退, 前期大跌的大类资产价格均有所修复, VIX 指数在 6 月底已经回落至 30 附近。

图 8：2020 年上半年主要资产类别变动情况

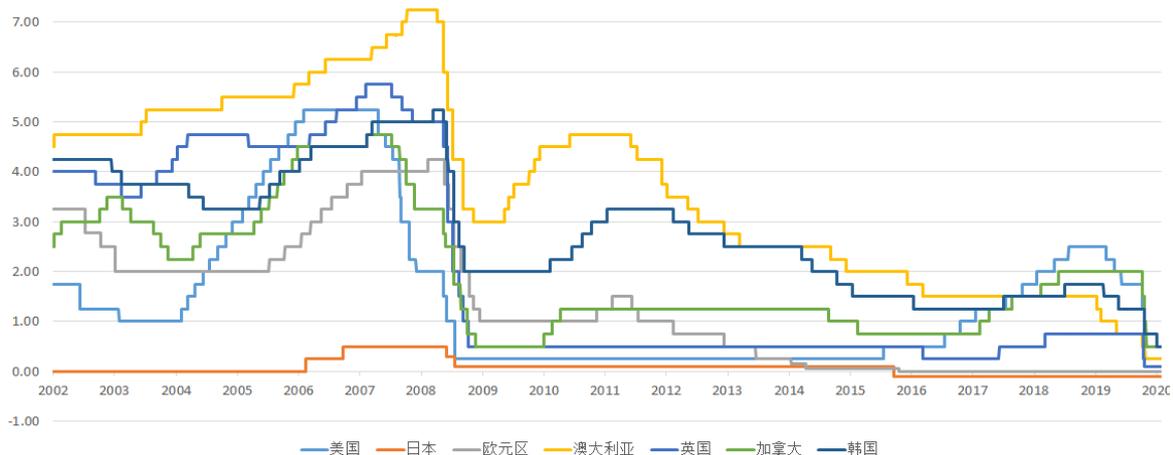


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

（二）宽松货币与积极财政齐发力

疫情将重创 2020 年的全球经济，当前世界分工高度发达，每个国家都难以独善其身，尤其是全球化程度深的国家。为了对冲疫情给经济带来的负面影响，多国政府出台了超大力度的货币宽松和财政扩张逆周期调整政策，政策刺激力度空前。全球负利率债券规模扩大，多国政府财政赤字率预计将激增。今年欧元区的财政赤字预计将占到 GDP 的 20%甚至更多，美国的财政赤字率在 2020 财年将会达到 17.6%。

图 9：全球主要发达经济体的基准利率



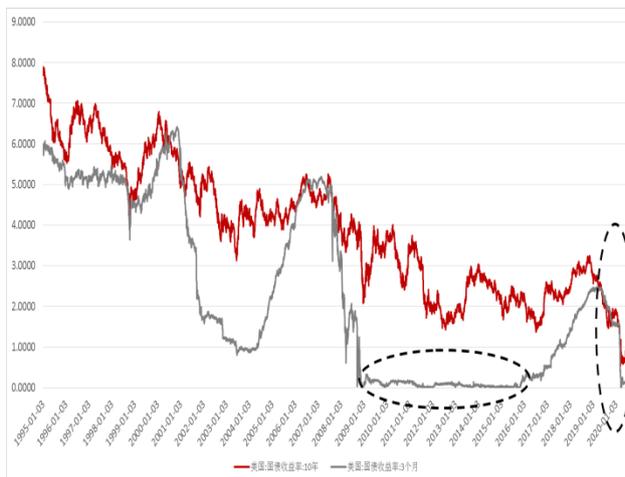
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

中国央行在春节后大规模开展逆回购操作作为市场投放流动性，并调降存款准备金率、超额存款准备金率，调降 7 天期及 14 天期逆回购利率、MLF 利率、LPR，新增再贷款、再贴现额度

1.5 万亿元，设立 3000 亿元抗疫专项再贷款，创设普惠小微企业贷款延期支持工具以及普惠小微企业信用贷款支持计划。与此同时，财政部提前下达专项债额度 22900 亿元，在 2-6 月针对不同类型企业和经营情况实行免、减、缓三项社会保险费单位缴费部分，年度财政赤字率拟提高至 3.6% 以上，专项债规模扩大，新发行特别国债 1 万亿，而多个地方政府都推出了不同形式的消费补贴。

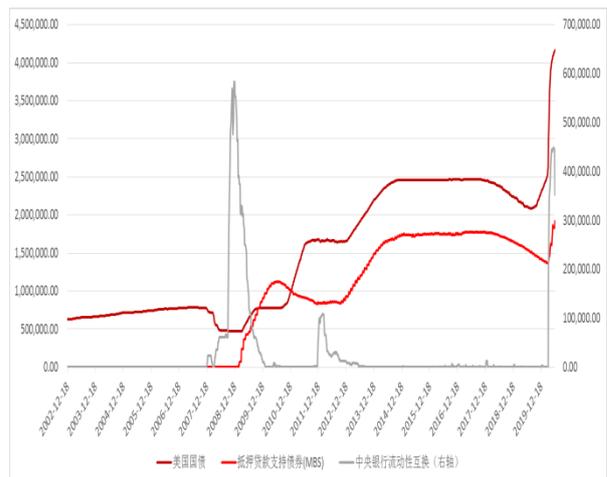
美联储紧急降息 150 个基点，先是增加 7000 亿美元量化宽松，后面宣布不限量按需买入美国国债和 MBS，将资产购买范围扩大至公司债，同时通过增加隔夜正回购操作来向银行、非银机构投放短期流动性，并推出了商业票据融资便利机制等创新型政策工具来缓解总量和结构性流动性的紧张。同时，美国政府出台了 2 万亿美元刺激法案，其中有 3500 亿美元用于小型企业的贷款，并把缴税截止日期从 4 月 15 日推迟到了 7 月 15 日。

图 10：10 年期与 3 个月期美债收益率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：美联储购债规模与央行流动性互换

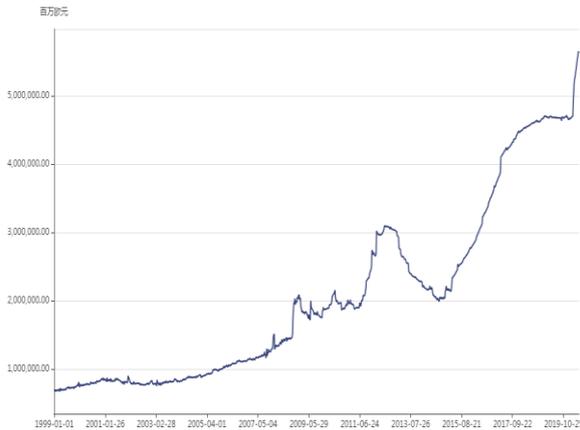


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

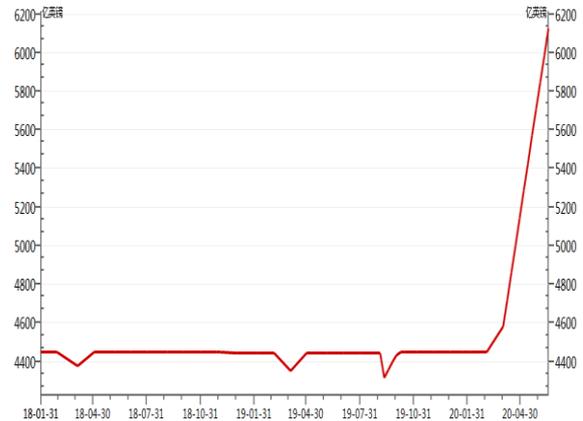
欧洲央行开启临时长期再融资操作，额外进行 1200 亿欧元的资产购买计划，并宣布规模达 7500 亿欧元的紧急抗疫资产购买项目（PEPP），欧盟公布了一个金额高达 7500 亿欧元的经济刺激计划。德国政府批准了一项规模超过 7500 亿欧元的经济刺激计划，新的 1300 亿欧元经济刺激方案正在途中。西班牙政府的经济刺激计划规模达到 2500 亿欧元以上。法国政府一揽子援助计划规模达 450 亿欧元，同时为企业从银行贷款提供 3000 亿欧元国家担保。意大利政府宣布了 250 亿欧元的经济纾困措施。英国央行降息 65 个基点，同时将债券购买计划规模增加 2000 亿英镑至 7350 亿英镑，英国政府的资金援助计划规模高达 3300 亿英镑，还将向企业提供共计 200 亿英镑的税收减免和资金补助。

图 12：欧洲央行资产负债表规模大增

图 13：英国央行资产购买



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

日本央行将 ETF 年度购买目标从 6 万亿日元增加至 12 万亿日元，将日本房地产投资信托基金购买目标提升至 1800 亿日元。日本国会参议院批准了总额为 102.7 万亿日元的 2020 财年（截至 2021 年 3 月）财政预算案，制定了 16.81 万亿日元的额外财政预算，内阁府还通过了史无前例的 108 万亿日元（约合人民币 7 万亿元）的紧急经济对策，规模相当于 GDP 的 20%。

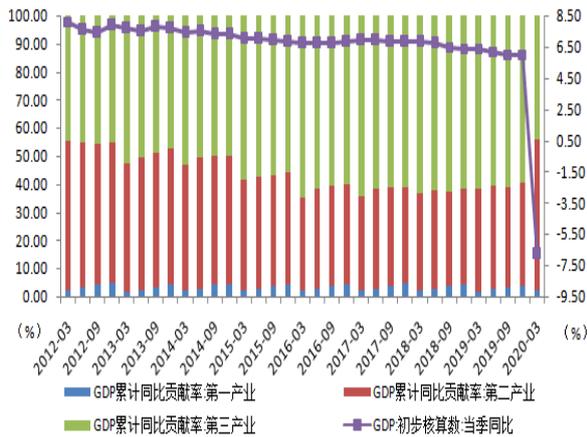
此外，加拿大央行降息 150 个基点，加拿大政府推出了一项规模达 1070 亿加元的紧急工资补贴计划；澳联储降息 50 个基点，澳大利亚政府共宣布了两轮共 837 亿澳元经济刺激计划，还宣布了一项总额为 1300 亿澳元的工资补贴措施；韩国央行降息 75 个基点，韩国政府宣布三轮经济刺激计划，总规模达 270 万亿韩元，支持措施规模达 GDP 的 14%；新西兰央行降息 75 个基点，新增量化宽松规模 330 亿纽元，新西兰政府的经济刺激计划规模达到 621 亿纽元，相当于 GDP 的 20%。除了以上国家以外，全球还有多国都出台了大规模的经济刺激政策。

（三）中国经济率先复苏，深 V 反弹

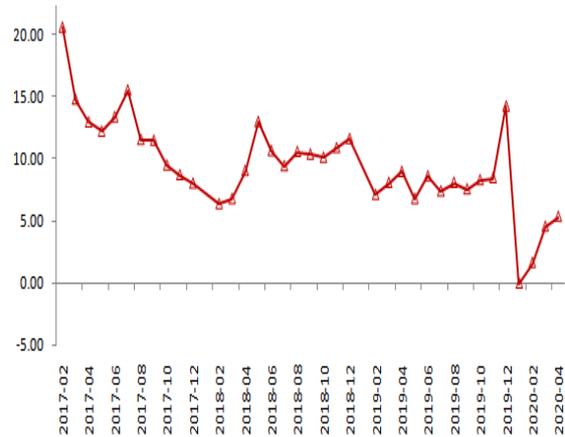
3 月新冠疫情震中从中国转移至欧美，在欧美经济接近停摆之际，中国着手复工复产。3 月国内多省下调公共卫生事件一级响应，交通逐步恢复，基建项目多数开工，景区、饭店等陆续营业，中小学接近复课，经济生产生活逐步回到正常轨道。中央与地方密集出台了多项保经济政策，多地把基建作为抓手，传统基建与新基建并行，也有多地出台了促进消费的政策，如购车优惠、向民众发放消费券等。随着多地疫情的缓解，经济活动逐步活跃，二季度三驾马车重拾动能。比官方 GDP 数据更高频的克强指数连续三个月反弹，官方制造业 PMI 与财新制造业 PMI 重回 50 以上。

图 14：中国实际 GDP 季度同比

图 15：克强指数

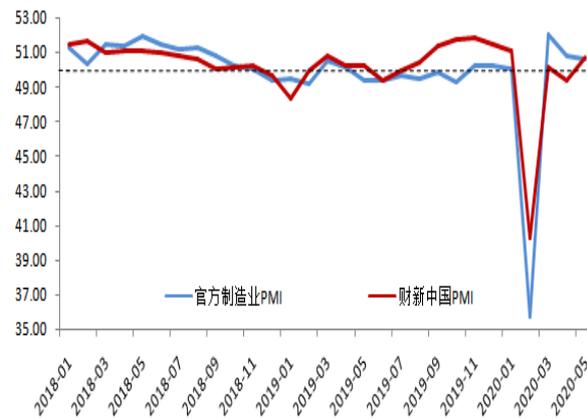


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



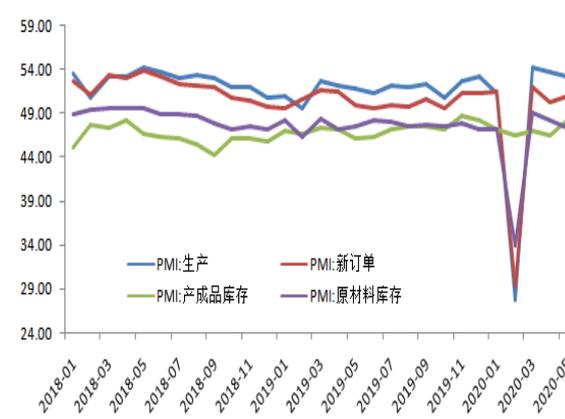
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 16: 中国制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17: 中国制造业 PMI 分项指标

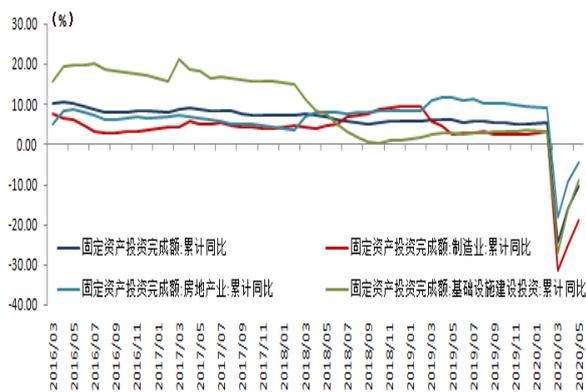


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

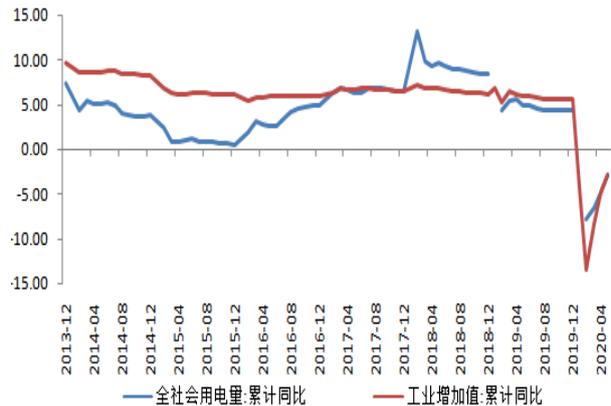
投资方面，固定资产投资同比在 3 月大幅下降后，4 月、5 月连续两个月回升，同比跌幅不断收窄。基建投资与房地产投资恢复的程度和力度最大，制造业投资反弹较弱。虽然今年的新基建话题热度很高，但传统基建投资仍是今年积极财政政策的主要推动力，基建投资大幅反弹的态势还将持续下去。房地产投资下滑较小，一方面与中央稳定房地产业的政策基调有关，另一方面与地方政府解决财政资金缺口的强烈意愿有关。中央对房地产“房住不炒”的总基调不变，地方政府难以施展拳脚，不过部分地区因城施策出台了下调首付比例等政策，房地产仍将会成为今年提振经济的重要部分。4 月、5 月土地购置面积、房地产投资均大幅反弹，力度强于商品房销售，年内投资仍然可期。

图 18: 中国固定资产投资累计同比

图 19: 中国工业增加值及用电量同比

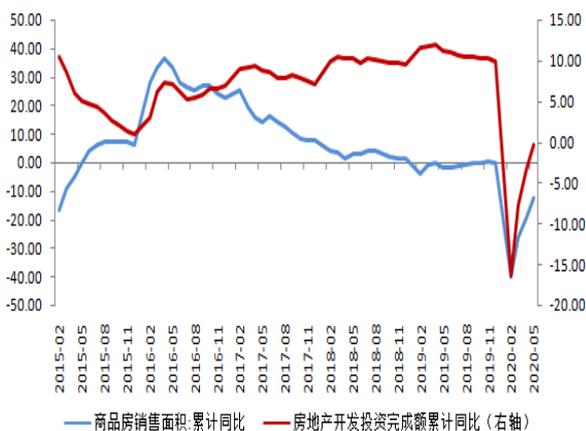


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



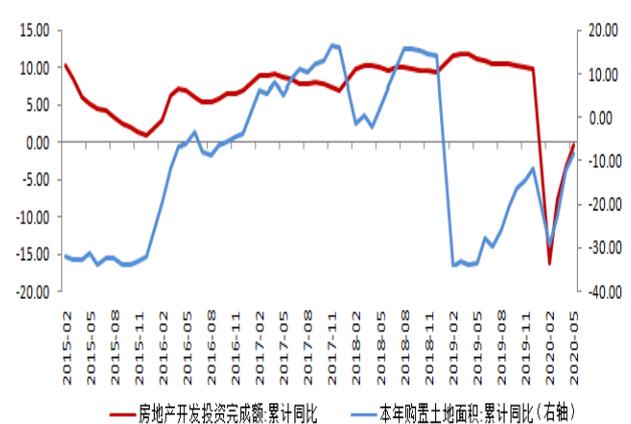
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：商品房销售与房地产投资



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

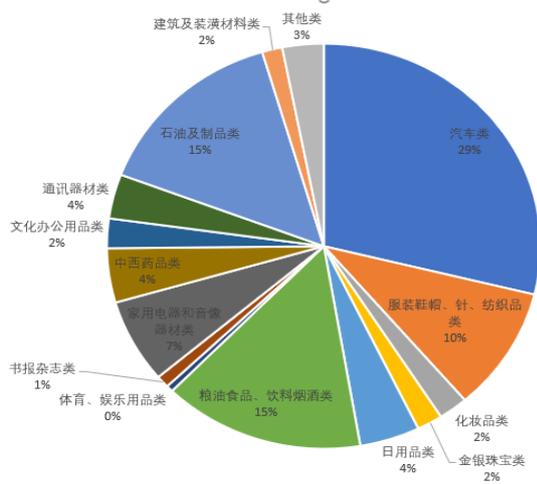
图 21：土地购置面积与房地产投资



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

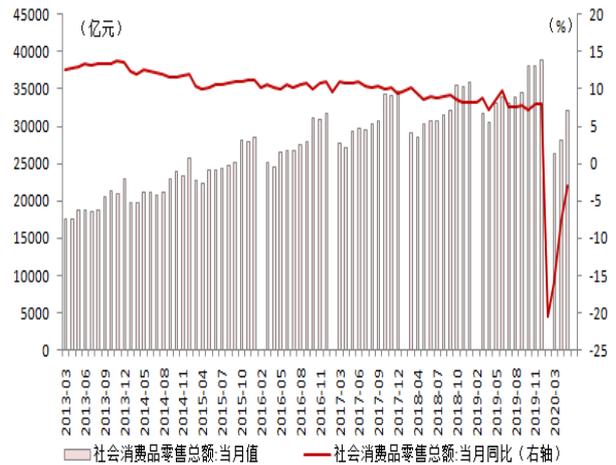
消费方面，社会消费品零售销售同比已经从1-2月的-20.5%大幅收窄至-2.8%。其中，消费占比较大的汽车类、家用电器和音像器材类在5月的销售量均恢复到去年同期水平，还略有增加。这一方面与疫情期间挤压的需求有关，一方面与各地出台的购车优惠政策、家电消费刺激政策有很大关系。占比较大的石油及制品类5月销售量同比仍负增长10%以上，除了疫情对其需求造成冲击外，原油价格下降也是该项消费额下降的一个原因。随着疫情的消退，运输及旅游需求将会回升，石油及制品的销售额将会继续回升，但年内可能也无法恢复到去年同期的水平。粮油食品类需求较为稳定，服装类需求在外需疲弱的情况下也较难得到恢复，值得期待的能够提振消费需求的大类只有汽车与家电。但汽车需求与家电需求都难言V型反转，后续需求复苏情况仍需关注需求释放、政策刺激促销活动和居民收入预期下降之间博弈。

图 22： 2019 年零售销售分项占比



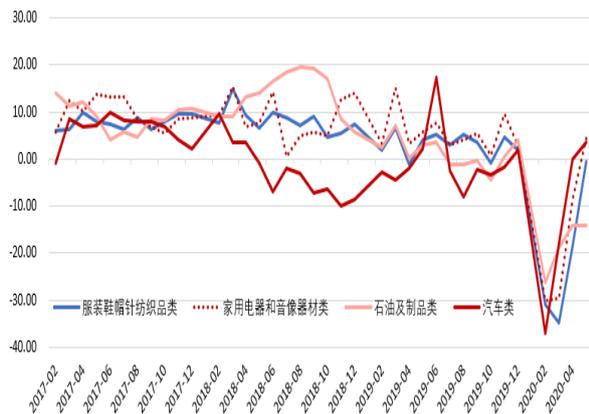
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 23： 中国社会消费品零售销售数据



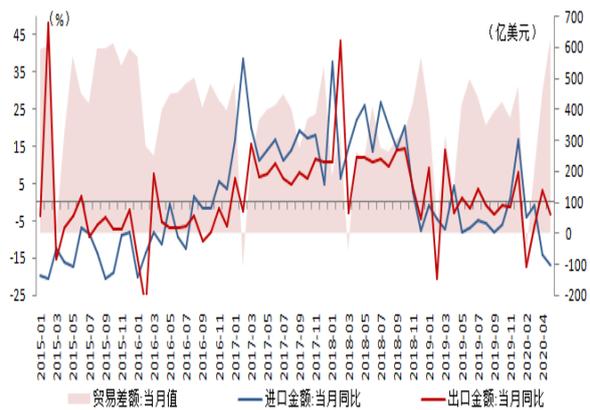
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24： 零售销售分项同比数据



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 25： 中国进出口数据



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

外贸方面，当前境外疫情扩散蔓延的势头尚未得到有效控制，全球疫情和经贸形势不确定性很大，2020 年全年中国外贸下行压力加大。商务部发布的春季报告称，中国的贸易伙伴几乎全部发生疫情，国际市场需求严重萎缩，外贸企业普遍面临在手订单取消或延期、新订单签约困难等问题；产业链供应链受阻，部分进口原材料、关键设备和零配件供应困难、价格持续上涨；国际运输迟滞、物流成本增加、商务洽谈受阻也导致企业履约和获取订单难度增大。近期，中国已出台一系列措施稳定外贸。如增加外贸信贷投放，满足企业资金需求；鼓励举办线上展会；加快发展跨境电商，鼓励企业在相关国家特别是重点市场建设一批高质量海外仓，完善国际营销网络体系等。不过，下半年中国外贸发展面临的风险挑战仍是前所未有的。

综合投资、消费与外贸三个方面来考虑，国内三季度与四季度有望继续大幅反弹。此外，上半年的信贷和社融数据将在下半年显现效果，专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等财政措施，也将对下半年的经济增长提供有力支撑。在一季度负增长，二季度可能零增长，三四季度逐步恢复的情景下，国内 GDP 全年增速有望在 2%-3% 之间。

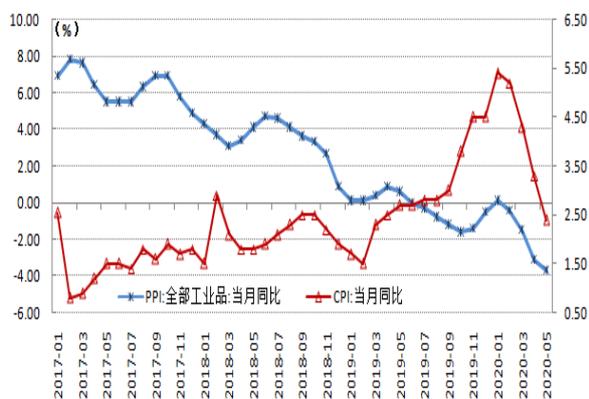
第三部分 后疫情时期的货币政策选择

我国货币政策的目的在于实现物价稳定、充分就业、经济增长与国际收支平衡。围绕不同时期物价、就业、经济增速以及外贸的情况不同，货币政策也会不同。如前所述，今年 2 月、3 月，为对冲疫情对国内经济的负面影响，央行采取了降准、降息等多项宽松措施。随着 4 月、5 月经济数据的转好，宽松力度明显有所收敛。在第二部分，我们已经预测了下半年的经济状况，即三四季度会逐步恢复。那么，从经济增速上看，当前货币政策加码的必要性并不高。物价、就业以及汇率问题，当前对宽松货币政策加码的影响较小。

（一）物价不会是货币政策关注的重心

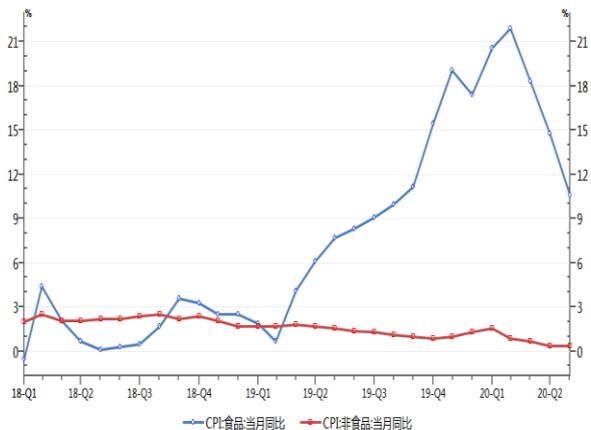
在猪肉供需缺口较大、春节以及疫情因素影响下，今年春节前后食品类价格续升，肉类涨幅较大，推动 CPI 同比扩大至 5% 以上。此后经济封锁措施不断解除，物流更为通畅，肉类涨幅收窄，鲜菜价格降幅较大，CPI 同比不断回落，至 5 月回落至 2.4%。食品类物价同比降幅较大，非食品类物价也有所下降，同比接近零。PPI 同比在年后一路走低，疫情重创工业品需求，大宗商品价格大幅回落。其中，生活资料价格略有下行，生产资料价格同比从 1 月的 -0.4% 扩大至 5 月的 -5.1%。扣除食品价格，当前物价几乎陷入通缩区间，需要宽松货币政策的加持。

图 26：中国 CPI 及 PPI 同比



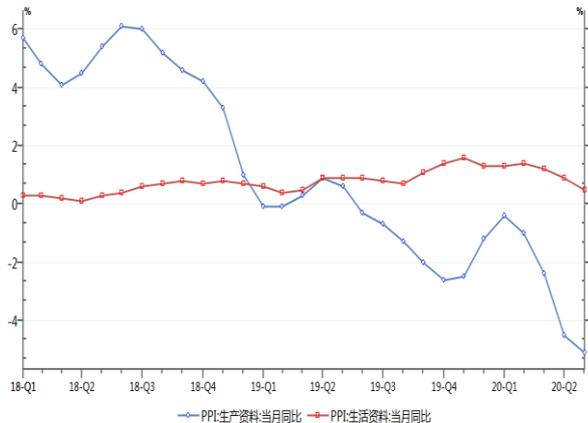
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：中国 CPI 食品与非食品同比数据



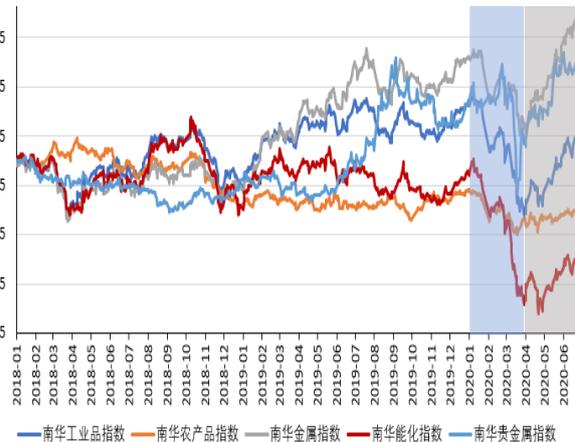
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：中国 PPI 生产资料与生活资料同比数据



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 29：南华商品指数（2018 年 1 月 2 日为 100）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

就下半年来说，CPI 涨幅有望继续收窄，PPI 跌幅有望收窄。当前的生猪存栏量较去年 9 月 10 月有较大幅度回升，新生仔猪量连续多月增多，预计今年下半年猪肉价格有望保持稳步回落态势，并可能随着季节性和节日性需求变化而有所波动。粮油价格有望平稳运行，蔬菜与水果的价格可能会有正常季节性波动，食品价格总体将基本平稳。工业品价格方面，6 月大宗商品几乎全面反弹，南华金属指数已经完全收复年初失地，并创下年内新高。表现最差的南华能化指数也已收复了一半的跌幅。下半年，基建与房地产共同发力，有望推高工业品价格。从物价方面看，下半年通缩与通胀发生的概率均不高，不会是货币政策关注的重心。

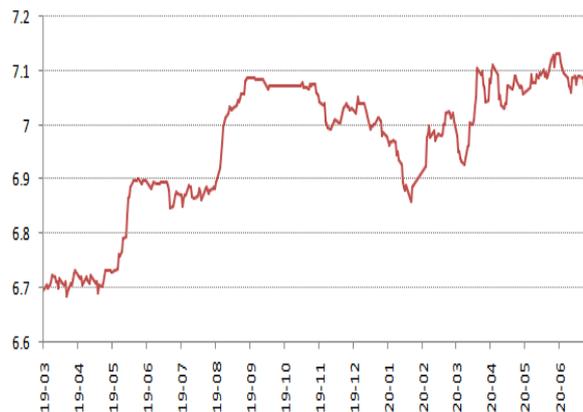
（二）人民币汇率也不是牵绊

央行在谈及货币政策时，经常提到兼顾内部均衡与外部均衡，外部均衡主要以人民币汇率来体现。今年上半年，人民币对美元、欧元、日元、瑞郎、港元均贬值，对澳元先升后贬几乎持平年初，对英镑、加元小幅升值，CFETS 人民币汇率指数从 91.51 上涨至 95.73 后回落至 91.97，较年初小幅升值。从官方外汇储备、银行代客远期结售汇数量来看，上半年出入境资金规模较为均衡，没有资金外逃迹象。相反，银行结售汇连续五个月为顺差，资金有流入迹象。

当前国内疫情控制较好，复工复产进度也快，而其他国家疫情蔓延，中国经济相比之下较为强势，利于人民币稳定。且今年中国金融业全面对外开放，虽然人民币走贬有利于出口，但在稳外资和稳外贸的双重任务下，人民币有望保持稳定，不会贬值太多。而人民币对美元汇率在破 7 之后，已经运行将近一年时间，市场对 7 这一心理关口已经免疫，把汇率波动重心提高到 7.1 对市场的影响也没有那么大了。基于多方面的分析，我们认为下半年，在岸人民币兑美元汇率大概率在 7.1 附

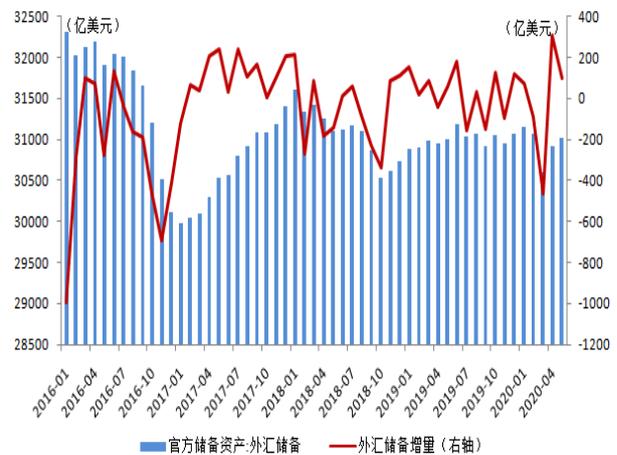
近窄幅徘徊，汇率问题不会成为当前货币政策的牵绊。

图 30：美元兑人民币中间价



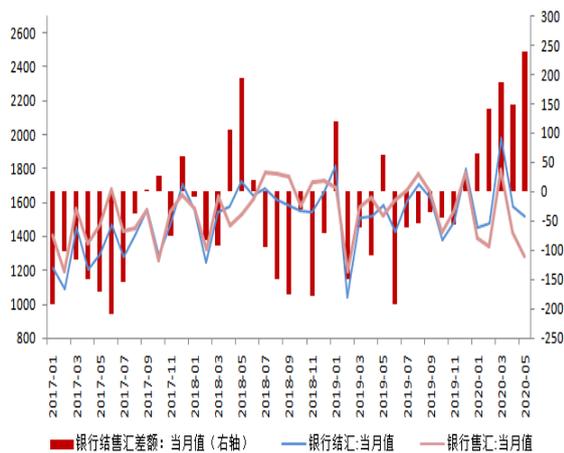
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 31：外汇储备



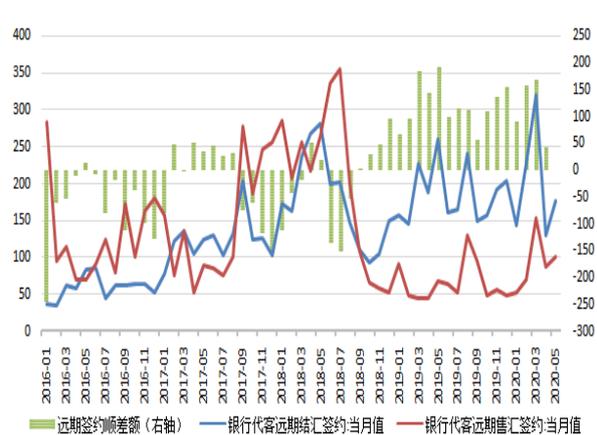
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 32：银行结售汇（亿美元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 33：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

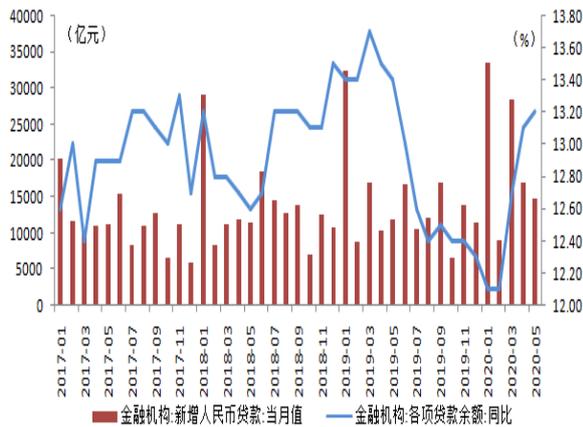
（三）短期目标需让位于中长期目标

如果没有突如其来的新冠疫情，今年的货币政策大概率仍然以稳健略宽松为主，疫情改变了货币政策原有的运行轨道。今年上半年，在央行的加码货币宽松政策下，M2 同比从不到 9% 大幅上升至 11% 以上，新增人民币贷款在去年基础上更进一步，前 5 个月社会融资规模达到 1.74 万亿，为有记录以来半年度最高融资规模。

具体到每个月份而言，2 月转向宽松，3 月持续宽松，4 月宽松达到峰值，5 月边际收紧，6 月继续收紧。春节后，央行先是通过逆回购向市场投放大量流动性，小幅降低 7 年期回购利率、

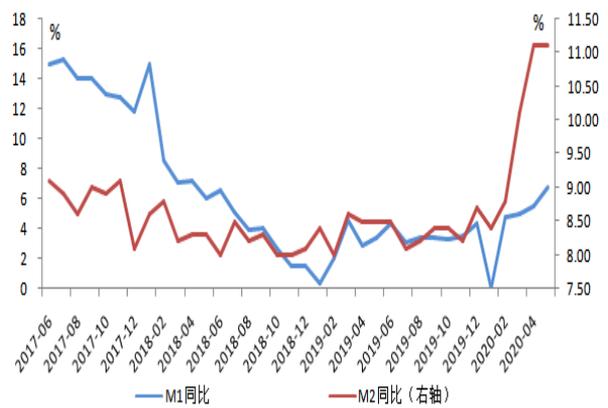
MLF 利率和 LPR，之后又通过再贷款、再贴现和降准操作缓解资金压力。因 2 月多数经济活动停摆下的需求下降，2 月金融数据表现疲弱，新口径下社会融资规模增量 8554 亿元，比上年同期少 1111 亿元。2 月底至 3 月中旬，央行操作明显偏少，观望政策效果的意图较为明显。整个 3 月，央行只进行一次 MLF 操作、两次逆回购操作，共向市场投放 1700 亿元。待 327 中央政治局会议之后，央行又进行了一波宽松操作，尤其是 417 中央政治局会议之后，利率下调幅度加大，从 10 个基点的降幅增加到 20 个基点的降幅。4 月各期限国债收益率均下行明显，受企业融资需求恢复、政府基建和居民购房行为加快修复的驱动，4 月社会融资规模增量 3.09 万亿元，比上年同期增加 1.42 万亿元。5 月央行态度有所转变，进入等待期与观察期，流动性收紧直至 6 月，期间资金利率大幅上升。6 月中下旬以来，央行连续利用逆回购向市场投放资金，来对冲资金赎回压力以及端午节资金需求，使得资金面平稳。但这半个月的操作并不能看成是货币政策宽松的表现，只是短期平抑流动性的操作。

图 34：新增人民币贷款



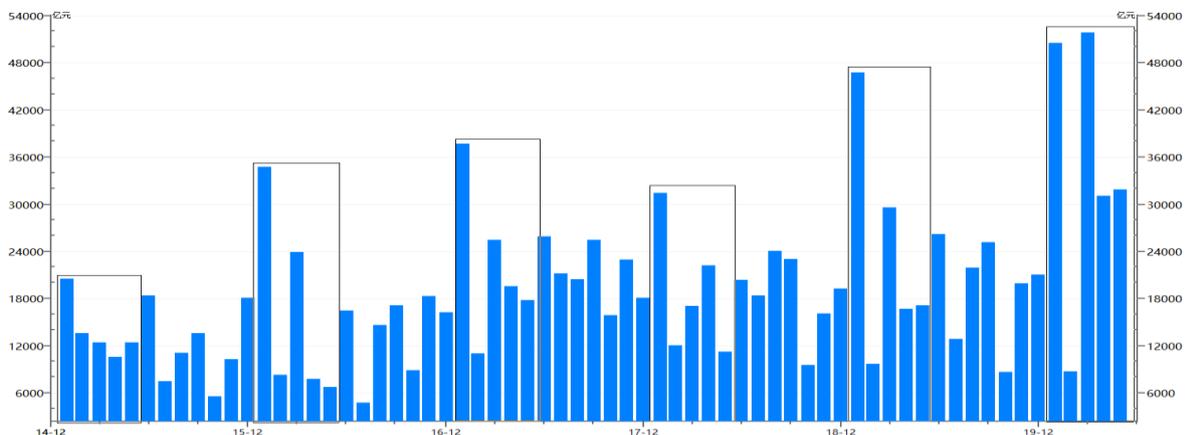
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 35：货币供应量 M1、M2 同比



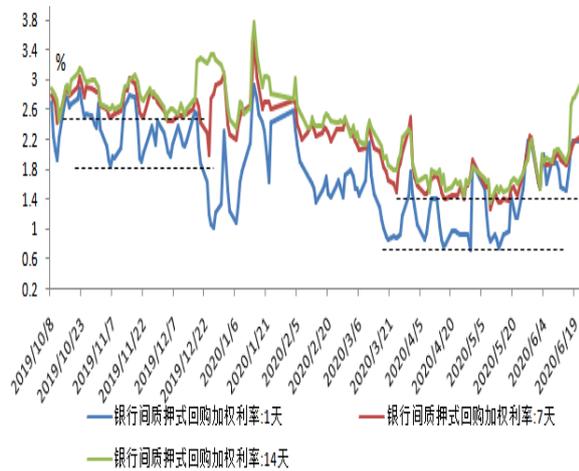
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 36：1-5 月社会融资规模创记录新高



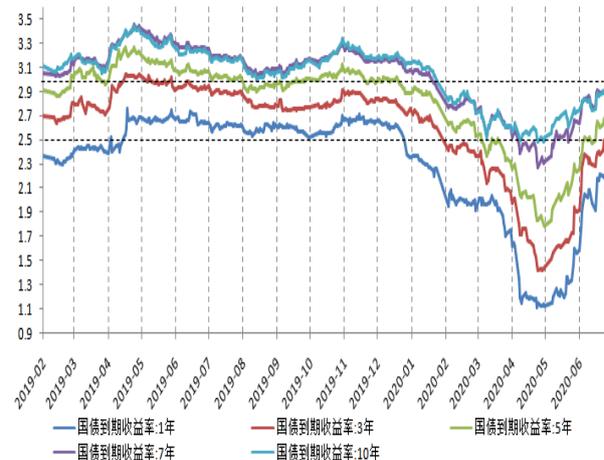
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 37：银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 38：主要期限国债到期收益率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

今年 5 月公布的政府工作报告指出，“稳健的货币政策要更加灵活适度”，“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，“务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”，基调非常宽松。央行行长也表示，下一阶段将按照政府工作报告提出的要求，综合运用、创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。6 月 17 日公布的国常会会议对金融相关政策定调有三点，一是货币政策基调仍然偏宽松，短期内会看到降准落地，但是没提降息，二是首次提及推动债券利率下行，三是提出金融体系要合理让利。但在 6 月 18 日，易纲行长在陆家嘴论坛表示，疫情应对期间的金融支持政策是阶段性的，要注意激励约束相融，关注政策后遗症，保持总量适度，并提前考虑相关工具的适时退出。今年上半年，国内宏观杠杆率明显上升，居民部门、政府部门以及非金融企业部门的杠杆率均上升。杠杆率提高，金融风险积累，通胀潜在上行，都是货币刺激政策的代价。从高层的定调来看，下半年货币政策整体将偏宽松，但根据经济发展情况灵活调整，边际收紧或者边际放松。短期政策以中长期政策为界限，当短期政策和中长期政策冲突时，以中长期政策为准。在当前银行流动性边际收紧的情况下，SHIBOR、逆回购利率回升但贷款利率下降，信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向。定向降准预计频率降低，调降基准利率的可能性预计不大，无风险利率保持在区间内波动。

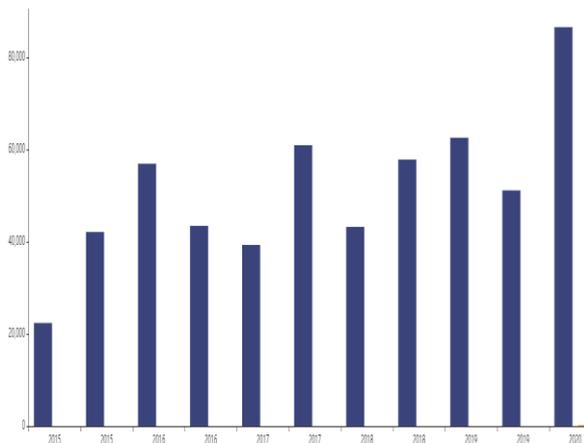
第四部分 现券供需：供应压力不减，需求减弱

2020 年上半年，债券市场融资规模大增。利率债共比去年同期多发行 2.4 万亿，信用债比去年

同期增加了 9.4 万亿。其中，地方债发行前置，前六个月地方债共发行 34864.04 亿元，远高于去年同期的 28372.01 亿元。国债发行规模也大增，1-6 月共发行 25338.10 亿元，去年同期为 18054.50 亿元。而政策性金融债上半年发行规模达 27497.20 亿元，去年同期为 21426.90 亿元。今年拟安排地方政府专项债规模 3.75 万亿，截止 6 月底，提前下达的 2.29 万亿额度已经基本发行完毕。特别国债拟安排 1 万亿，截止 6 月 24 日，已经发行 1700 亿元。下半年待发行的地方政府专项债及特别国债规模总共达 2.29 万亿，相比上半年而言，规模略有减小。为了对冲经济下行压力，下半年的利率债发行将会集中在三季度。

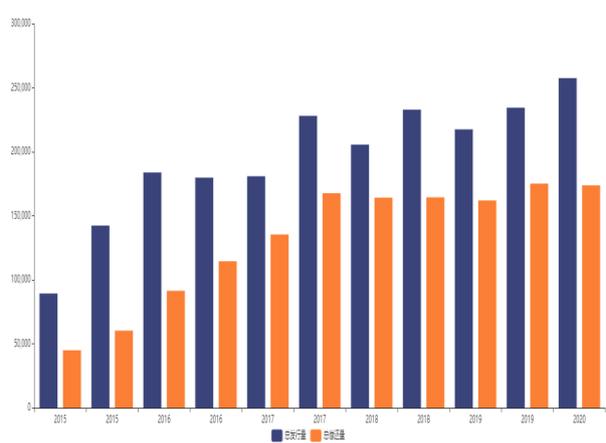
利率债的配置需求主要来自避险和投资。今年前四个月，疫情从中国蔓延至全球，金融市场经济巨震，市场避险需求大增，增加了利率债的避险配置需求。5 月之后，避险情绪随着欧美疫情缓和、金融市场恢复平静而回落。从投资角度来看，国内财政刺激规模大幅增加，经济回暖的步伐可能加快，风险资产重新受到青睐，将会分流一部分利率债的配置需求。而地方债发行量大幅增加，也会分流一部分国债的配置需求。“稳经济、宽信用”预期下，城投债、地方债和信用债的价值有望继续上升，国债投资价值相对下降。此外，中外利差保持在相对高位，人民币汇率贬值预期不强，外资需求值得关注。不过外资规模将是循序渐进的，今年对中国国债的配置需求不会大增。

图 39：利率债半年度发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 40：债券发行量与偿还量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

第五部分 操作策略

综合基本面、货币政策以及现券供需多方面因素，债市下半年将没有明确方向，不太可能会出现大行情，大概率以震荡市为主。10 年期国债收益率预计仍会在 2.7-3.1% 之间震荡，投资机

会偏少。

1、日内与短线

对于短线交易，影响比较直接的是银行间市场资金面以及利率债市交投情况及情绪，这些因素基本上能较快反映在短期行情变化上。因此，短线交易可以直接参考技术形态。操作上可参考 15 分钟 K 线周期，以 45 日均线为多空参考。

2、中线策略

整个下半年来看，策略上可波段操作，盈亏比例至少 2:1 为宜。10 年期国债期货主力合约 T2009、T2012 上行压力位在 100.5，下部支撑位关注 98.4；5 年期国债期货主力合约 TF2009、TF2012 上行压力位在 102 一线，下部支撑位关注 100.5；2 年期国债期货主力合约 TS2009、TS2012 上行压力位在 101 一线，下部支撑位关注 99.8。

3、跨品种套利

从五债与十债的历史价差变动来看，价差向下突破 0.80 可介入多五债空十债策略，止损 0.20，目标 2.00；价差向上突破 2.50 可介入空五债多十债策略，止损 3.10，目标 1.20。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。