

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

瑞达期货李祺

从业资格号： F3063997

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：货币政策基调不变 期债难有突破行情

内容提要：

9月境外疫情持续发酵，欧洲疫情反弹较快，经济复苏受挫。中国本土病例基本维持个位数新增，经济持续恢复趋势延续，但边际改善程度减弱。房地产投资与基建投资仍然是反弹最快的类别，社会消费品零售首次实现正增长，房地产销售仍然强劲，不过在收入约束下报复性消费并未出现，外需仍然疲弱，国内经济修复速度下降，就业压力较大，复苏态势仍面临考验。预计三季度经济反弹力度会比二季度减小。受信贷与社融规模大增、专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，四季度经济将继续小幅反弹，仍需警惕出现第二波疫情。物价方面，今年余下时间内通缩与通胀发生的概率均不高，年底CPI预计将进一步回落，PPI跌幅有扩大之势，低通胀将会增加货币政策宽松的持续时间。人民币汇率有望先贬后升，在6.87附近波动，不会对货币政策制定产生很大影响。9月或迎来社融拐点，十一节后资金回流、政府债券发行以及银行信贷下降，预计10月资金面将维持中性。货币政策基调并未发生改变，9月底央行再次强调完善跨周期设计和调节，提高政策的直达性，意味着后期货币信贷环境重新宽松的概率较低。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、调降基准利率的可能性均不大，无风险利率保持在较高区间内波动，10年期国债收益率预计仍会在2.9-3.2%之间震荡。在操作上，10月国债期货可继续保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。T2012上行压力位在98.5，下部支撑位关注96.6；TF2012上行压力位在100.3一线，下部支撑位关注99.1；TS2012上行压力位在100.4一线，下部支撑位关注99.8。套利策略暂不推荐。

策略方案：

	区间操作策略	区间操作策略
操作品种合约	T2012	TF2012
操作方向	高抛低吸	高抛低吸
价格区间	96.6-98.5	99.1-100.3
盈亏比	2:1	2:1
入场点位	在区间边界附近	在区间边界附近

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。

一、9月国债期货行情回顾

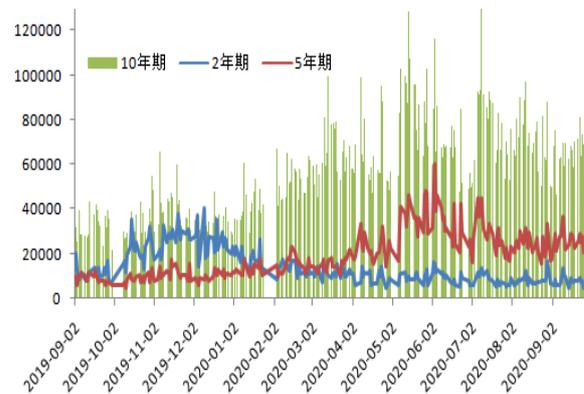
9月境外疫情持续发酵，国内本土病例基本维持个位数新增，经济继续复苏，货币政策继续边际收紧，A股震荡下行，债市小幅走高。9月29日收盘，十债主力报98.045，月度上涨0.00%，所有合约共成交134.9万手，环比下降近17.6万手，持仓量增加1.8万手至10.8万手；五债主力报99.905，月度上涨0.11%，所有合约成交量增加1.7万手至52.4万手，持仓量增加1.6万手至5.7万手；二债主力报100.325，月度上涨0.13%，所有合约成交量减少1.7万手至15.5万手，持仓量增加0.7万手至2.2万手。9月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差继续走高。

图1：T2012、TF2012、TS2012日收盘价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



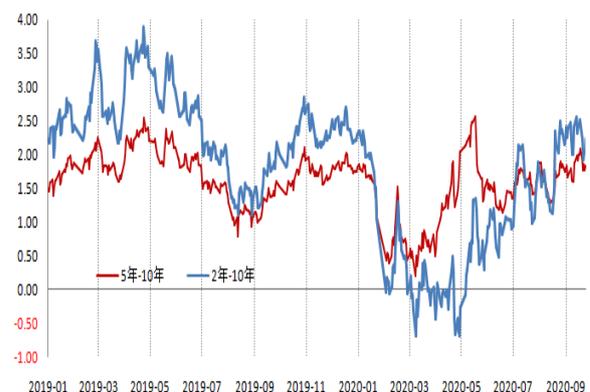
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图3：国债期货持仓量



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

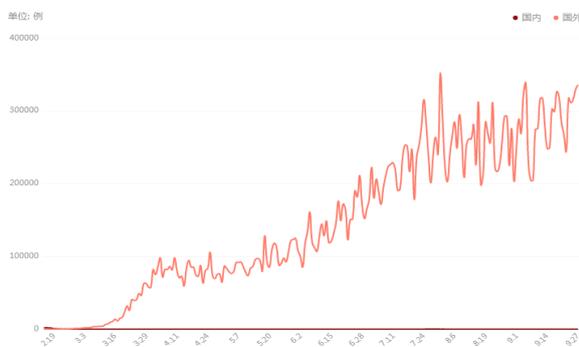


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

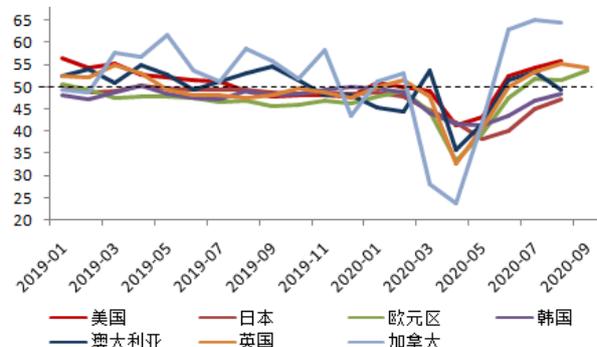
9月全球新冠疫情持续恶化，美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间8月31日8时23分，全球累计确诊超3327万例，累计死亡人数超100万。其中美国累计确诊736万人，印度累计确诊614万人，巴西累计确诊474万人。一个月内，新增确诊增加近815万，较上月的796万增幅继续扩大，日新增达到28万人。新增确诊最多的三个国家为印度、美国、巴西，9月底分别日新增4.5万、3万和1.7万。从地区看，欧洲疫情反弹较快，法国新增确诊已经上万，美国及南美新增确诊病例进入平台期，印度新增确诊人数有达到顶峰的迹象。欧洲一些国家已经开始重新实施封锁规定，以防止病毒扩散再次失控，经济复苏受挫。主要发达国家经济仍在恢复过程当中，国际贸易活动活跃度继续上升。

图5：全球新增确诊



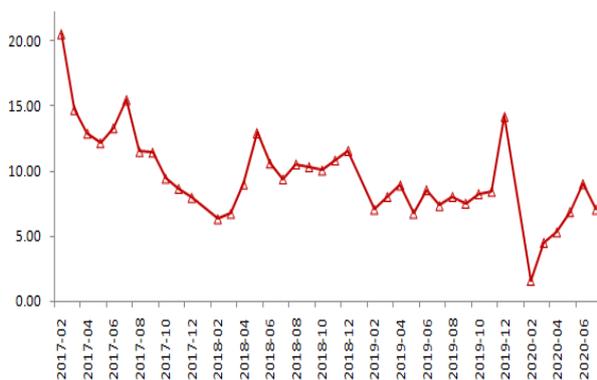
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图6：世界主要国家制造业 PMI



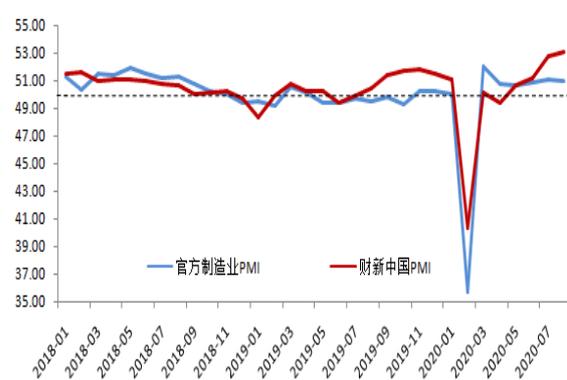
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图7：克强指数



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

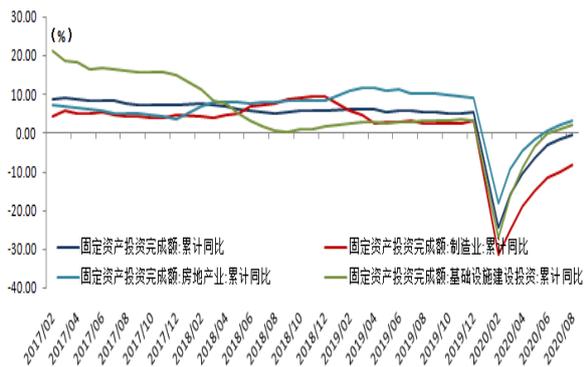
图8：中国制造业 PMI



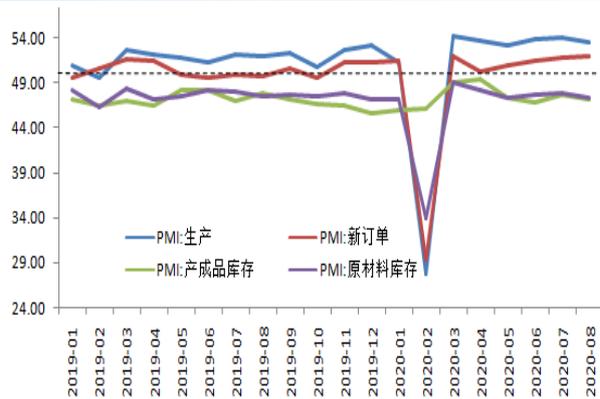
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图9：中国固定资产投资累计同比

图10：中国官方制造业 PMI 分项



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

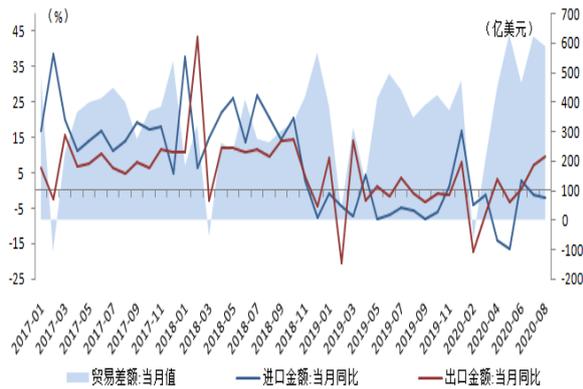


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

中国经济持续恢复的趋势在 8 月份没有改变，但边际改善程度减弱，克强指数回升 4 个月首次回落。投资上，房地产投资与基建投资仍然是反弹最快的类别。1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）378834 亿元，同比下降 0.3%，降幅比 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 214506 亿元，下降 2.8%，降幅收窄 2.9 个百分点；全国房地产开发投资 88454 亿元，同比增长 4.6%，比 1-7 月提高 1.2 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.3%，降幅比 1-7 月份收窄 0.7 个百分点。消费上，8 月社会消费品零售总额 33571 亿元，同比名义增长 0.5%，为今年以来首次正增长，城镇与乡村的消费品零售总额均实现同比正增长。餐饮收入跌幅继续收窄，通讯器材类（25.1%）、化妆品类（19%）、金银珠宝类（15.3%）、饮料类（12.9%）与汽车类（11.8%）商品零售领涨。工业增加值上，8 月份规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，增速较 7 月加快 0.8 个百分点，其中采矿业增加值同比增长 1.6%，较上月加快 4.2 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%，较上月加快 4.1 个百分点。进出口方面，8 月份，以美元计，出口同比增长 9.5%，再度超出市场普遍预期，进口同比下降 2.1%，贸易顺差 589.3 亿美元。8 月企业盈利延续改善势头，当月全国规模以上工业企业实现利润总额 6128.1 亿元，同比增长 19.1%，不过增速比 7 月回落 0.5 个百分点。

9 月房地产销售仍然强劲，30 中大城市的商品房成交面积继续高于前三年的同期表现。不过就业问题以及民生问题挑战大，非制造业 PMI 从业人员指数持续低于 50 荣枯线，近三个月的数据均低于前两年同期水平，在收入约束下，报复性消费并未出现。外需仍然疲弱，国内经济修复速度下降，就业压力较大，消费仍然不足，复苏态势仍面临考验。我们认为三季度经济反弹力度会比二季度减小。受信贷与社融规模大增、专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，国内经济四季度将继续小幅反弹，但需警惕出现第二波疫情。

图 11: 中国进出口数据



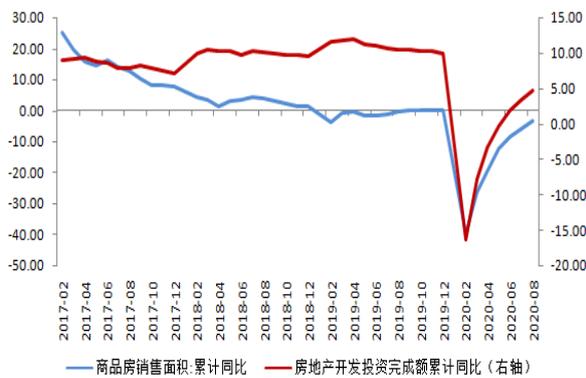
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 12: 中国社会消费品零售销售数据



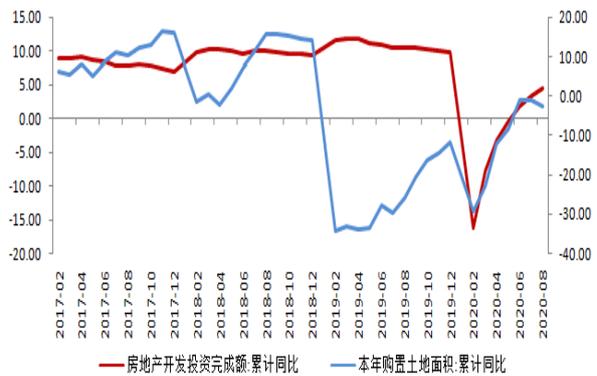
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 13: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 14: 房地产开发投资与土地购置面积



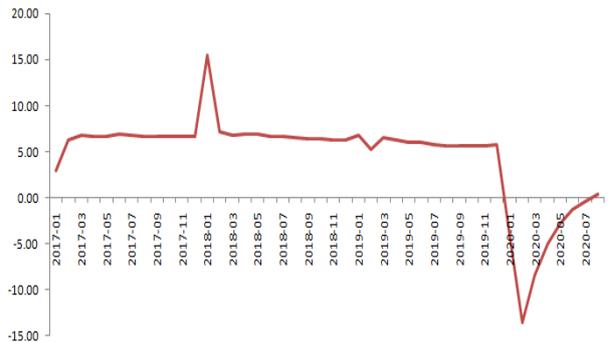
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 15: 工业企业利润累计同比



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 16: 规模以上工业企业增加值增速

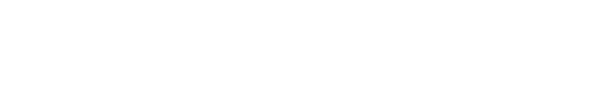


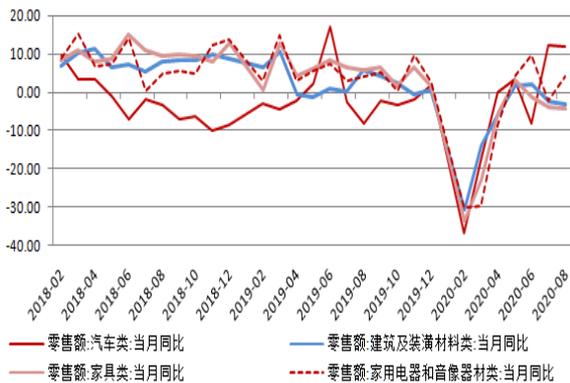
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 17: 零售销售额部分分项指标

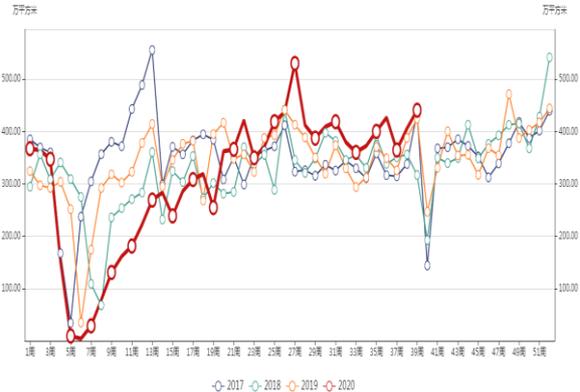


图 18: 30 中大城市商品房成交面积





资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

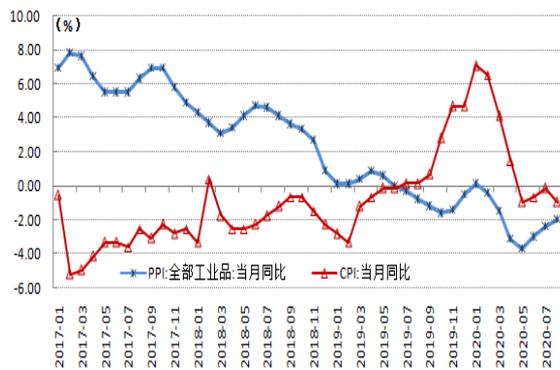


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

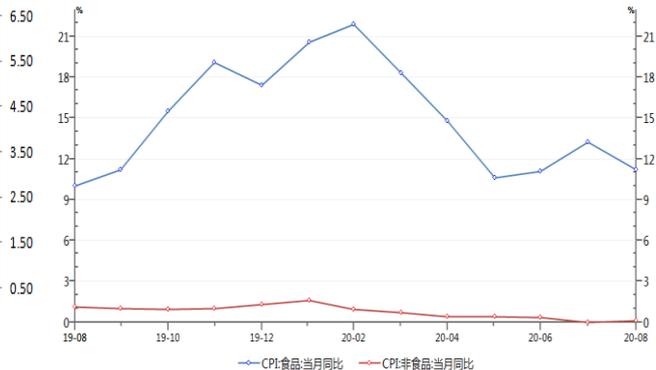
8月物价平稳, 扣除食品项CPI 仍然是通缩, PPI 跌幅缩窄, 仍在负值区间。8月CPI 同比涨幅缩窄0.3个百分点至2.4%, 其中食品价格同比上涨11.2%, 非食品价格上涨0.10%, 分别比7月下降2个百分点、上涨0.1个百分点。食品价格涨幅收窄, 主要因猪肉涨幅回落, 同比从上月的85.7%降至52.6%, 而鲜菜涨幅扩大, 鲜果与蛋类降幅大幅收窄。不过年内生猪养殖规模不断扩大, 四季度猪肉价格回落概率较高, 且去年同期基数较高, 猪价对CPI 的拉动作用将继续减弱。年内疫情导致需求走弱是主导物价走势的主要因素, 预计年底CPI 将进一步回落。8月能源、有色、黑色、农产品等大宗商品价格继续回升, 使得8月份PPI 同比降幅收窄0.4个百分点至2.0%, 环比年内第三个月为正。分行业出厂价格看, 黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业环比上涨最多, 分别为4.3%、3.6%、3.1%, 涨幅并不大, 而且有一半主要行业的出厂价格没有实现环比正增长。同比看, 8月石油和天然气开采业仍然领跌, 跌幅达25.2%, 之后分别是石油、煤炭及其他燃料加工业-16.7%, 化学纤维制造业-15.2%, 煤炭开采和洗选业-8%, 同比跌幅较上月涨跌不一, 涨幅改善较大的是黑色和有色产业。9月, 工业品、农产品、有色板块均回落, PPI 同比跌幅扩大可能性高。不过后续随着基建与房地产共同发力, 工业品价格有望获得支撑。从物价方面看, 今年余下时间内通缩与通胀发生的概率均不高, 低通胀将会增加货币政策宽松的持续时间。

图 19: 中国 CPI 及 PPI 同比

图 20: CPI 中食品项与非食品项同比



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

三、货币政策分析

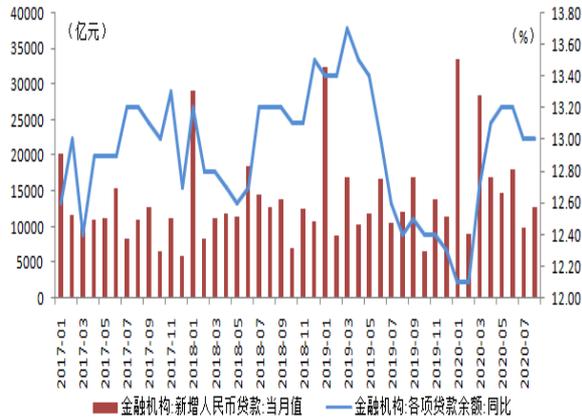
央行货币政策委员会在9月25日召开了第三季度例会,会议指出,“加强国际宏观经济政策协调,集中精力办好自己的事,完善跨周期设计和调节,支持经济高质量发展”,“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向,综合运用并创新多种货币政策工具,保持流动性合理充裕”。整体基调与8月份公布的二季度货币政策执行报告没有差异,仍然强调提高政策的“直达性”。我们仍然认为,在当前银行流动性边际收紧的情况下,SHIBOR、逆回购利率回升但贷款利率下降,信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向。定向降准、调降基准利率的可能性均不大,无风险利率保持在较高区间内波动。

四、资金面分析

8月社会融资规模增量3.58万亿元,比上年同期增加1.39万亿元。从社融结构看,人民币贷款、政府债券净融资为社融主要支撑,两项共新增2.8万亿元。对8月贡献度最大的是政府债券净融资,同比多增了8729亿元,创历史单月最高值。从信贷结构看,居民短期、中长期贷款增加,企业中长期贷款增加但短期贷款与票据融资继续走弱,说明居民消费需求与购房需求增加,基建项目持续发力,资金空转套利行为受限,信贷结构持续改善。8月M2同比增长10.4%,比上个月回落了0.3个百分点。主要原因在于政府债券大量发行,部分资金形成财政存款,未计入到M2统计。从政府报告中的新增信贷目标看,9-12月还剩余5万亿元左右的额度,较去年同期增长10.12%,相比前八个月的21.27%将有显著下滑。从投放规律看,9月将是年内剩余时间的信贷高点。而今年政府债券的高点可能在9月和10月,综合来看9月将迎来社会融资规模拐点。从利率数据来看,9月1年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较8月最后一个交易

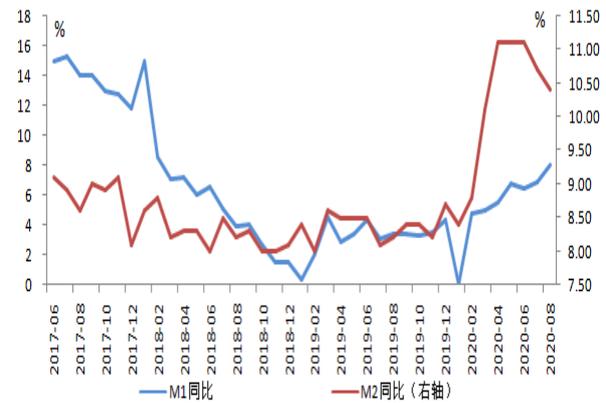
日分别上升了 18.07bp、5.43bp、7.51bp 和 10.44bp，3 年期国债收益率下降了 0.07bp。相比前几个月，国债收益率上行速度大大放缓。

图 21：新增人民币贷款与贷款余额增速



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

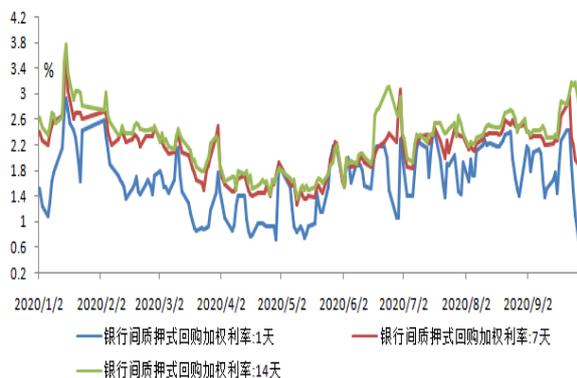
图 22：货币供应量 M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

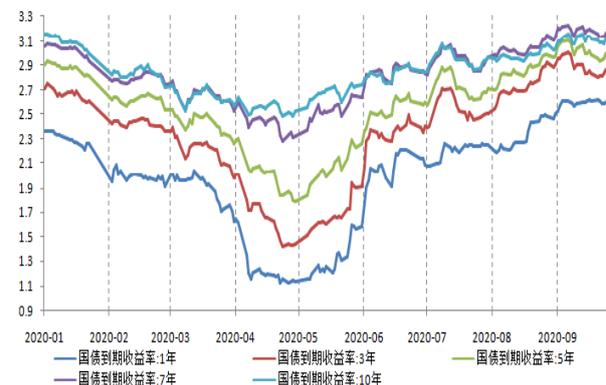
9 月货币市场宽松环境收敛后略有缓和，银行间市场短端利率走高后回落。央行在公开市场的净投放保持克制，主要以稳定资金面为主。财政部曾表示，力争地方政府专项债在今年 10 月底前发行完毕。2020 年新增专项债 3.75 万亿元，截止 9 月 25 日，专项债累计发行完成 3.3 万亿元，尚余约 0.45 万亿元等待发行。十一节后资金回流、政府债券发行以及银行信贷下降，预计 10 月资金面将维持中性。

图 23：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 24：中证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

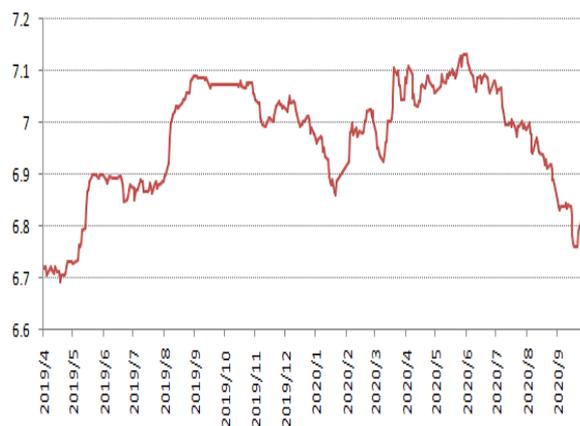
五、汇率分析

人民币兑美元汇率在 9 月冲高回落，中间价从 8 月 31 日的 6.8605 升至 9 月 18 日的 6.7591，

随后又走贬至 9 月 29 日的 6.8171。除了中国疫情控制比美国好、中国货币政策比美国货币政策更加克制、中美利差不断走扩以及美元指数走低四大因素支撑外，8 月 25 日中美双方同意继续推动中美第一阶段经贸协议的落实，以及人民银行对人民币升值的容忍度增加，没有明显入市痕迹，都支撑了人民币的走强。不过 9 月中旬人民币急速走贬，主要原因在于美元反弹走高，中美关系利好已经出尽，而人民币也有技术面上回调的需要。

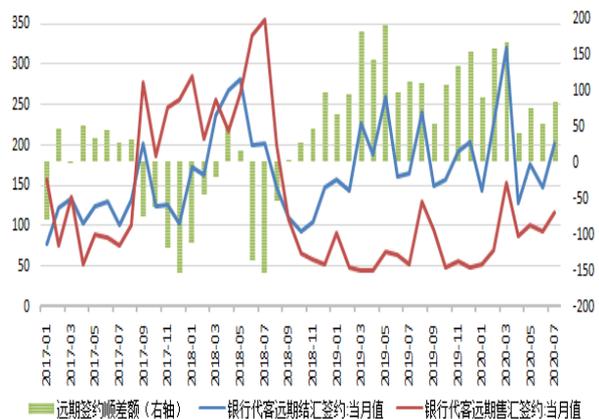
短期内美元将会主导人民币走势一段时间。就美元来说，技术上获得突破、欧洲疫情反弹、美国疫情进入平台期，都会对美元指数构成一定支撑，但美国大选临近，美元的波动将会加剧，美元指数持续上行缺乏强劲基本面的支撑，人民币贬值的空间不会太大，贬值时间也不会太长。长期看，一是美国大选不确定性高，中美摩擦的风险不可忽视，一旦摩擦加剧，将会改变人民币走强预期；二是中国经济持续复苏，经济前景预期相对较好，中国央行货币宽松力度相比美联储更加克制，且今年中国金融业全面对外开放，在稳外资和稳外贸的双重任务下，人民币升值空间不会太大。10 月岸人民币兑美元汇率可能会先贬值，后升值，波动重点在 6.87 附近。从目前看，汇率相对稳定，对货币政策的决策影响不大。

图 25：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

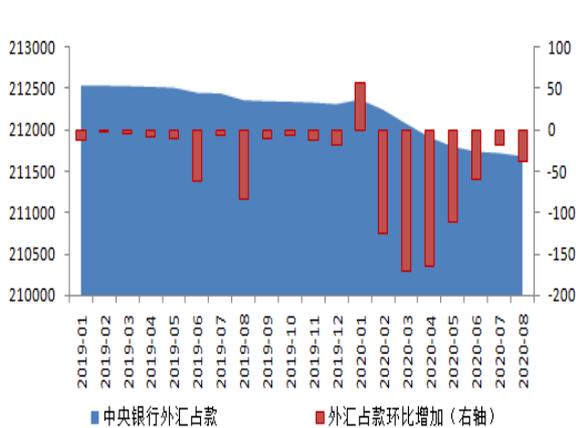
图 26：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



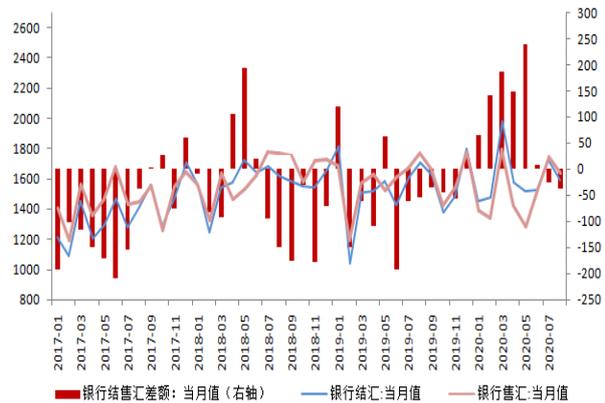
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：外汇占款及变动额

图 28：银行结售汇差额



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

六、10 月期债投资建议

9 月境外疫情持续发酵，欧洲疫情反弹较快，一些国家已经开始重新实施封锁规定，经济复苏受挫。中国本土病例基本维持个位数新增，经济持续恢复趋势延续，但边际改善程度减弱，货币政策继续边际收紧。房地产投资与基建投资仍然是反弹最快的类别，社会消费品零售首次实现正增长，房地产销售仍然强劲，不过在收入约束下报复性消费并未出现，外需仍然疲弱，国内经济修复速度下降，就业压力较大，复苏态势仍面临考验。我们认为三季度经济反弹力度会比二季度减小。受信贷与社融规模大增、专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，国内经济四季度将继续小幅反弹，仍需警惕出现第二波疫情。物价方面，今年余下时间内通缩与通胀发生的概率均不高，年底 CPI 预计将进一步回落，PPI 跌幅有扩大之势，低通胀将会增加货币政策宽松的持续时间。人民币汇率有望先贬后升，在 6.87 附近波动，不会对货币政策制定产生很大影响。9 月或迎来社融拐点，十一节后资金回流、政府债券发行以及银行信贷下降，预计 10 月资金面将维持中性。货币政策基调并未发生改变，9 月底央行再次强调完善跨周期设计和调节，提高政策的直达性，意味着后期货币信贷环境重新宽松的概率较低。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、调降基准利率的可能性均不大，无风险利率保持在较高区间内波动，10 年期国债收益率预计仍会在 2.9-3.2% 之间震荡。

在操作上，10 月国债期货可继续保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。T2012 上行压力位在 98.5，下部支撑位关注 96.6；TF2012 上行压力位在 100.3 一线，下部支撑位关注 99.1；TS2012 上行压力位在 100.4 一线，下部支撑位关注 99.8。套利策略暂不推荐。

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。