

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：宏观金融小组

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：疫情改变市场预期 期债开启牛市行情

内容提要：

尽管中美贸易摩擦缓和，但新冠疫情为中国经济乃至世界经济带来负面影响。国内经济上行苗头被浇灭，上半年消费、投资、进出口、物价、就业均会受到较大影响。整个疫情的持续时间有望在4-6个月内，据多个机构测算，一季度GDP增速将下降2个百分点以上，跌破5%。疫情为物价带来上行压力，就业形势严峻。经济前景的改变将会带来经济政策的改变，货币政策的宽松力度将会加大，财政政策将会更加积极。节后开市首日，央行向市场大规模投放流动性，并调低逆回购中标利率，预计2月MLF的利率将会大概率下调，2月流动性较为充裕。疫情导致市场避险情绪大涨，风险资产大幅下挫，国债的避险需求与投资需求均增加。且2专项债发行规模有限，不会对债市造成很大影响，2月国债配置需求偏强。总体上看，支撑国债期货上行的因素众多，10年期国债收益率有望继续回落。由于3月合约已邻近交割期，操作上，可保持偏多思路，逢低买入6月合约。2月T2006上行压力位在101.5，下部支撑位关注99.9；TF2006上行压力位在101.5一线，下部支撑位关注100.6。需密切跟进疫情变化，调整策略。

策略方案：

	单边操作策略	单边操作策略
操作品种合约	T2006	TF2006
操作方向	多	多
入场点位	100	100.6
出场点位	101	101.2
止损点位	99.5	100

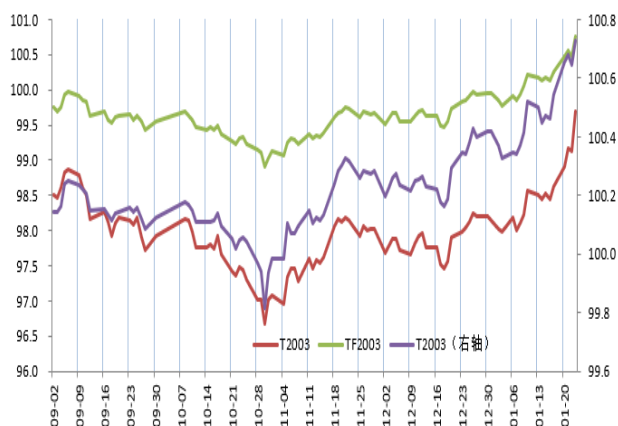
风险提示：

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、1月国债期货行情回顾

1月央行全面降准，中美正式签署第一阶段经贸协议，市场降息预期强烈，短端国债收益率大幅下行，叠加1月底新型冠状病毒疫情，国债期货无惧12月经济数据向好而大幅上涨。截止1月23日收盘，十债加权报99.155，月度上涨1.48%，成交67.3万手，持仓量增加6200手至8.65万手；五债加权报100.700，月度上涨0.77%，成交20.6万手，持仓量增加6064手至4.05万手；二债加权报100.630，月度上涨0.24%，成交28.8万手，持仓量增加5661手至2.2万手。

图1：T2003、TF2003、TS2003日收盘价



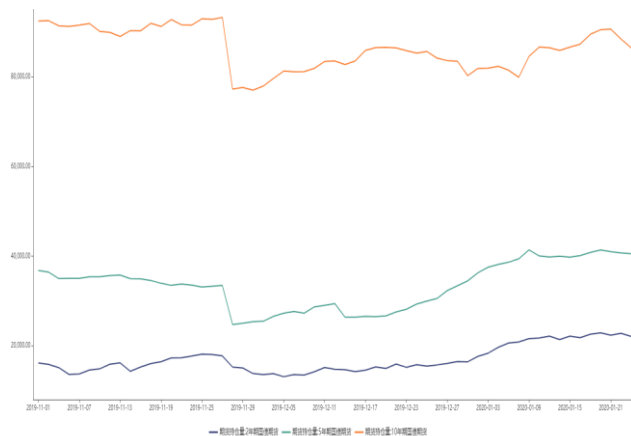
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图2：国债期货日成交量



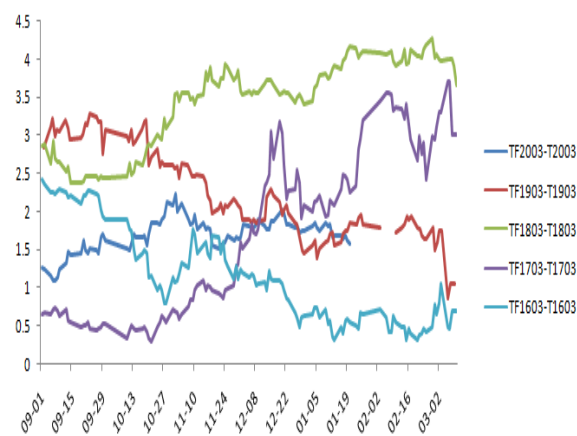
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图4：5年期债与10年期债3月合约价差

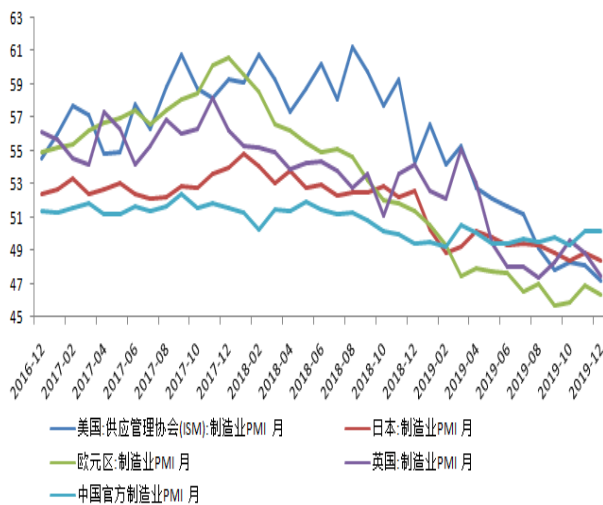


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

二、经济基本面分析

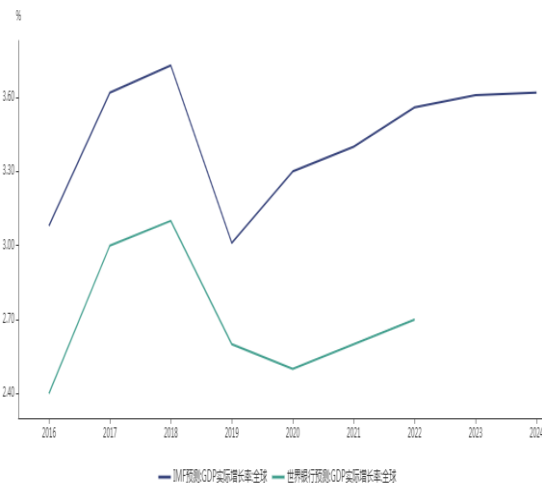
开年伊始，中美达成第一阶段协议，全球贸易不确定性下降。贸易局势的缓和，有助于重建全球经济信心和投资信心，有助于增加就业和收入，全球经济有温和回升的态势。IMF 在 1 月发布的最新《世界经济展望》报告中表示，去年年底出现了一些全球经济增速可能触底的迹象，2020 年全球经济增长将温和回升，但尚未出现拐点迹象，小幅下调 2020 年 0.1 个百分点至 3.4%，高于 2019 年 3% 的经济预期。对于新兴经济体来说，面临偿债高峰，存在较大风险隐患。在货币政策上，全球主要央行仍然保持宽松导向，去年 11 月至今保持宽松政策按兵不动的居多，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行、澳大利亚央行、印度央行、韩国央行等均宣布维持基准利率不变。值得注意的是，春节期间新冠疫情发酵，市场担忧情绪弥漫，避险资产大涨，风险资产大降，与需求有关的能源品、化工品、基本金属大幅下挫。疫情将在短期内对中国经济造成负面冲击，目前已有 60 多个国家和地区对中国人员入境采取了管控措施，虽然中国商品入境尚未受到限制，但受中国供应能力下降的影响，其他国家也无法独善其身。

图 5：世界主要国家制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 6：IMF 与世行全球经济增速预测



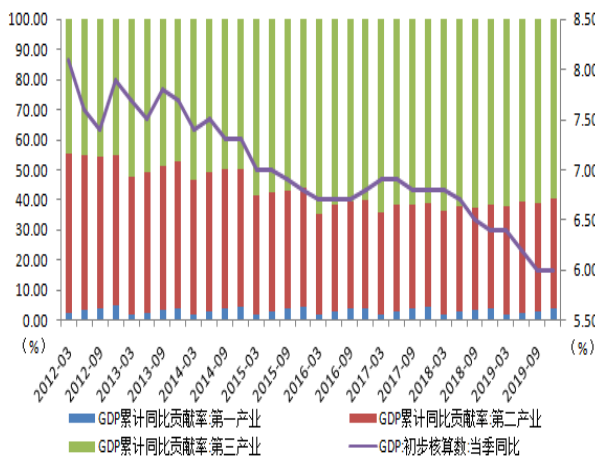
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

中国 2019 年全年 GDP 同比增长 6.1%，12 月经济数据全面向好，但经济暂时企稳的苗头被突如其来的新冠疫情浇灭。

从 12 月经济数据来看，固定资产投资提速，消费、进出口以及工业增加值均好于预期，经济整体显露回暖迹象。12 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速比 11 月加快 0.7 个百分点。12 月社会消费品零售总额 38777 亿元，同比增长 8%，与前值持平，高于预期值 7.9%，汽车消费同比由负

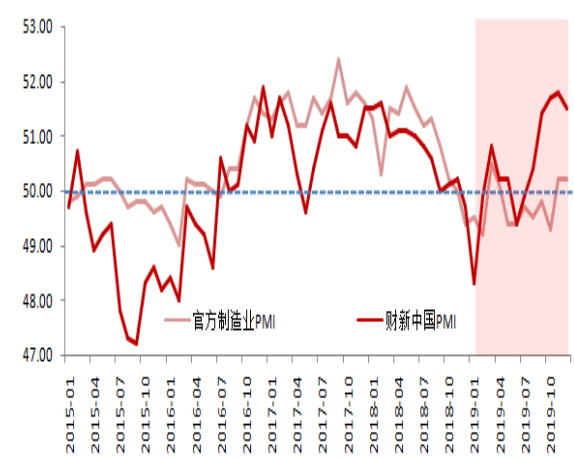
转正增长 1.8%，除汽车以外的消费品零售额 34349 亿元，增长 8.9%。1-12 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，增速比 1-11 月加快 0.2 个百分点，其中民间固定资产投资增速也比前 11 月加快 0.2 个百分点，制造业投资增长 3.1%，增速加快 0.9 个百分点，基建投资同比增速 3.8%，比 1-11 月回落 0.2 个百分点，全国房地产全年同比增长 9.9%。以美元计，12 月出口同比增长 7.6%，好于预期的 2.9%，前值下降 1.1%，进口同比增长 16.3%，强于预期的 9.6%与前值 0.3%，自 12 月中美关系转好之后，市场信心得到提振。此外，中国官方制造业 PMI 指数以及财新制造业 PMI 数据在 11 月和 12 月上行，尤其是新订单指数与新出口订单指数上行明显，预示着明年上半年经济有望企稳。但这些数据反映的是新冠疫情之前的情况，对今年经济发展的参考意义不大。

图 7：中国 GDP 季度同比



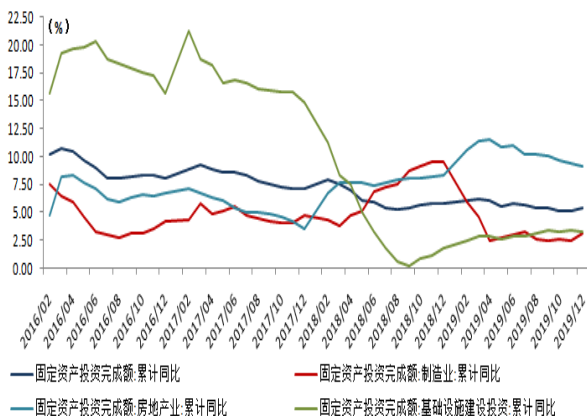
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 8：中国制造业 PMI



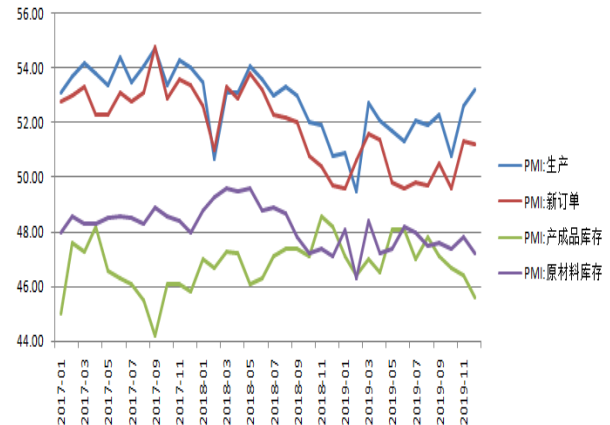
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 9：中国固定资产投资累计同比



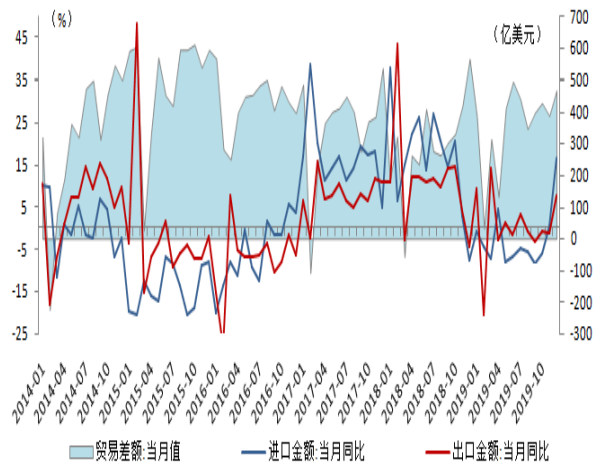
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 10：中国官方制造业 PMI 分项



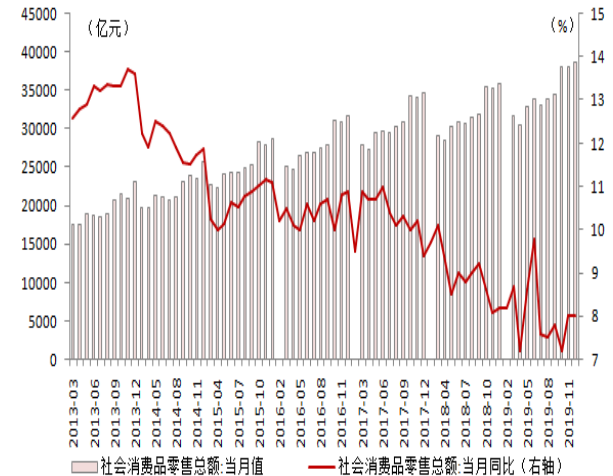
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 11: 中国进出口数据



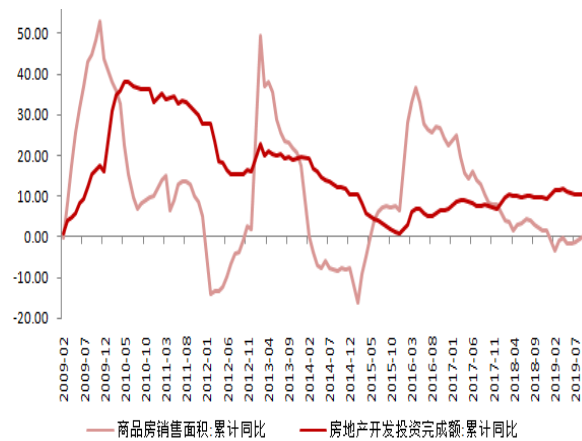
资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

图 12: 中国社会消费品零售销售数据



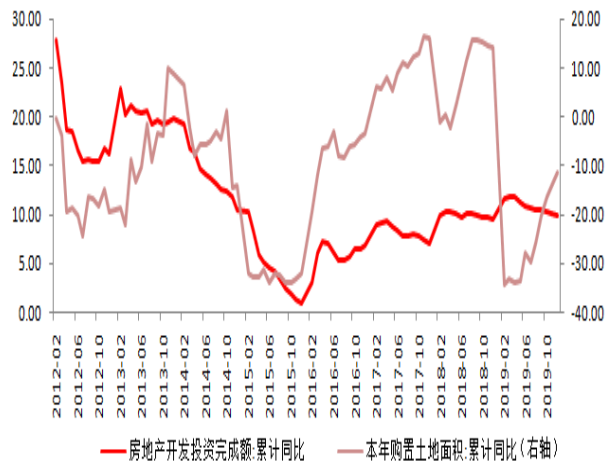
资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

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, 瑞达研究院

图 15: 工业企业利润累计同比

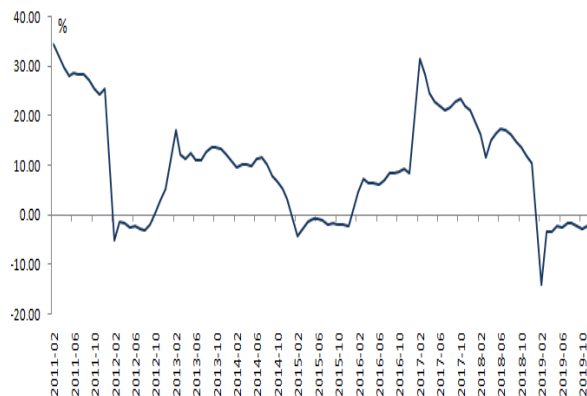
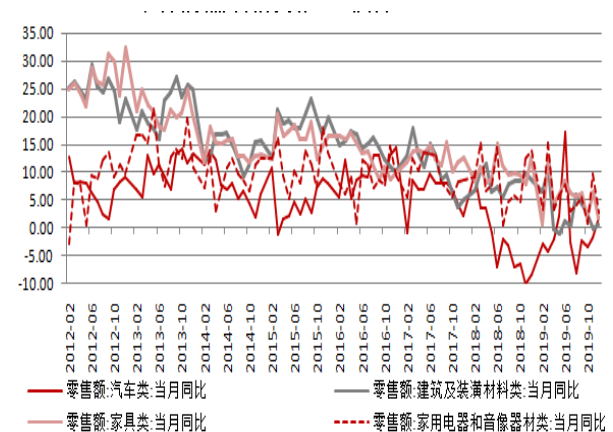


图 16: 零售销售主要分项数据

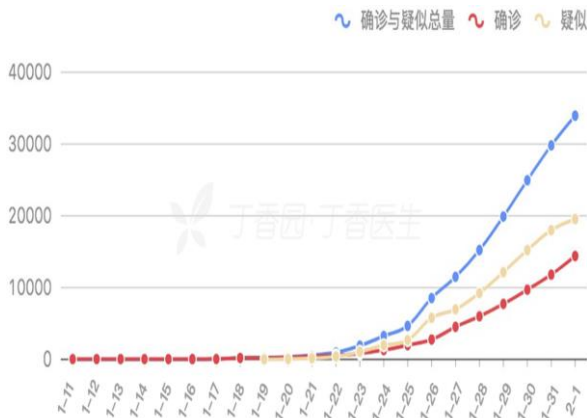


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

自去年 12 月 31 日武汉确诊第一例新冠肺炎以来，一个月时间，确诊人数呈指数级增长。据国家卫健委数据，截至 2 月 2 日 24 时，全国累计新型肺炎确诊病例 17205 例，累计死亡病例 361 例，疑似病例 21558 例。为遏制新冠疫情，中国 31 个省市均已启动重大突发公共卫生事件一级响应，消费、投资、进出口、物价、就业均会受到较大影响。此次疫情的发展路径很可能会与 17 年期的非典疫情类似，显示迅速扩散，之后达到峰值，然后迅速消退。整个疫情的持续时间有望在 4-6 个月内，将会对中国一、第二季度的经济造成负面冲击。据多个机构测算，一季度 GDP 增速将下降 2 个百分点以上，跌破 5%。对经济的具体影响可见我们的专题《2019-nCoV 疫情对经济及期货市场的影响》。

图 17：新冠肺炎全国确诊与疑似病例



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 18：新冠肺炎全国新增确诊与疑似病例



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

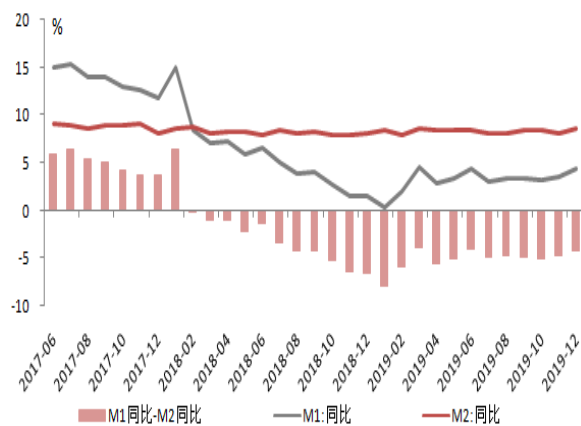
物价方面。12 月 CPI 同比保持高位，PPI 同比跌幅收窄，但疫情在 1 月爆发，将会影响 1 月物价。

数据显示，12 月 CPI 同比涨 4.5%，其中食品价格同比涨幅扩大至 17.4%，较上月下跌 1.7 个百分点，非食品价格上涨 1.3%，较上月上升 0.3 个百分点。食品仍然是推动物价上涨的主要因素，畜肉类价格上涨 66.4%（前值 74.5%），影响 CPI 上涨约 2.94 个百分点，其中猪肉同比上涨 97%（前值 110.2%），影响 CPI 上涨约 2.34 个百分点；蛋类价格上涨 6.2%（前值 10.1%），影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；鲜菜价格上涨 10.8%（前值 3.9%），影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。而鲜果同比下跌 8%，较上个月的跌幅 6.8% 扩大。可喜的是，猪肉、蛋类环比均下行。12 月 PPI 同比跌幅收窄 0.9 个百分点至 1.3%，连续七个月下降后首次出现收窄。其中，生产资料价

格同比下降 1.2%，降幅比上月收窄 1.3 个百分点，生活资料价格同比上涨 1.3%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点。在主要行业中，涨幅领先的黑色金属矿采选业同比价格涨幅继续收窄至 8.8%，有色金属矿采选业、非金属矿采选业涨幅分别收窄至 2.8%、1.9%，农副产品加工业涨幅扩大至 7%，而此前跌幅排在前面的石油和天然气开采业同比转正至 5.8%，石油、煤炭及其他燃料加工业跌幅收窄至 1.8%，化学纤维制造业跌幅收窄至 11%。

1 月新冠疫情爆发以来，多数省市对交通进行管制，物流供应不足，部分地区农产品供给能力下降。而且疫情增加恐慌性抢购需求，使得蔬菜价格呈飙升趋势，而其他生活必需品价格也有所上涨。部分养鸡场饲料不足，加上活禽市场受到打压，湖南爆发禽流感疫情，肉类供应将会进一步下降。一方面是需求高涨，一方面是供应受阻，食品类价格有抬头态势。国内 CPI 权重中食品项占比 32%左右，如果食品项价格同比上涨 5%，将会影响 CPI 上涨 1.5 个百分点。但随着疫情稳定，恐慌性需求下降，供应逐步恢复，CPI 将会逐步回落。就一季度来说，CPI 有望创新新高，PPI 受基数效应以及疫情影响有望在零附近徘徊。

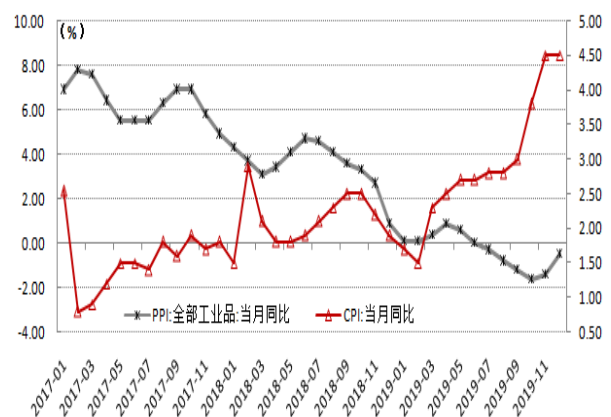
图 19：货币供应量 M1、M2 同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

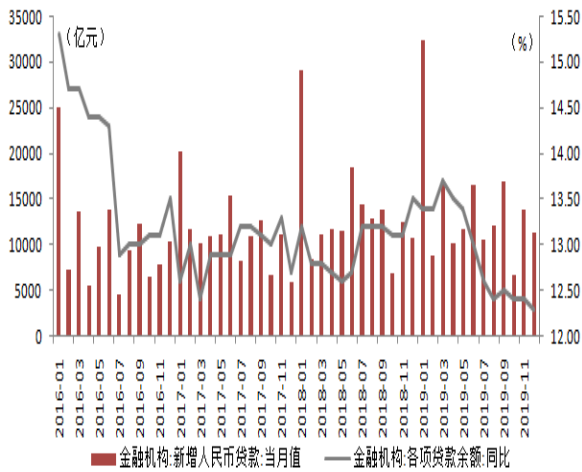
图 21：新增贷款及余额增速

图 20：中国 CPI 及 PPI 同比

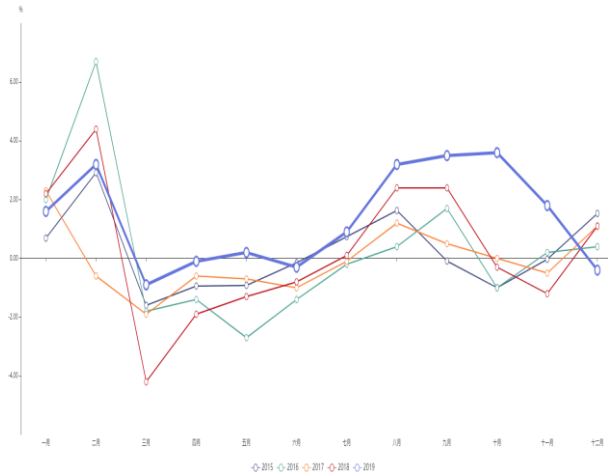


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 22：CPI 中食品项的环比在春节期间涨幅最大



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

三、资金面分析

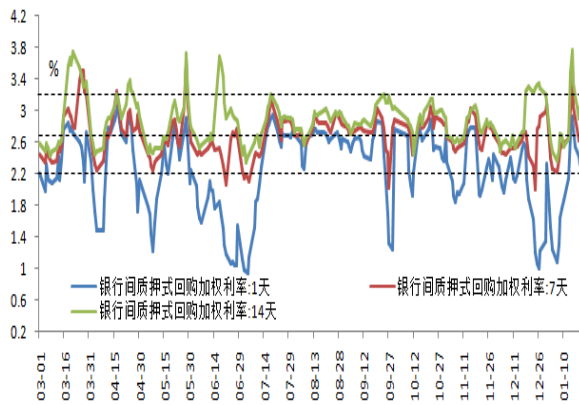
12 月金融数据短暂回升，社融增速仍稳定，企业贷款结构有所改善，资金面整体稳健。12 月新口径下社会融资规模增量 2.1 万亿元，同比多增 1719 亿元，并未大幅提高，信用创造活动略有提高。12 月新增人民币贷款 1.14 万亿元，同比多增 543 亿元，企业、居民中长期贷款均有所回升，其中企业中长期贷款降幅明显弱于季节性，显示企业融资结构持续改善。M2 同比增长 8.7%，较 11 月上升 0.5 个百分点，M1 同比增长 4.4%，较上月回升 0.9 个百分点，货币环境整体略有宽松，M1 连续两个月回升，对经济是个积极信号。

1 月货币环境较为宽松，货币市场资金利率与资本市场利率均下行。1 月初的央行降准，以及临近春节央行通过逆回购与 MLF 大规模向市场投放资金，资金面得以平稳过节。收益率曲线更加陡峭，截止 1 月 22 日，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率较 12 月底分别下降 10.3bp、14.69bp、6.32bp、9.88bp 和 10.81bp，短端利率降幅很大。

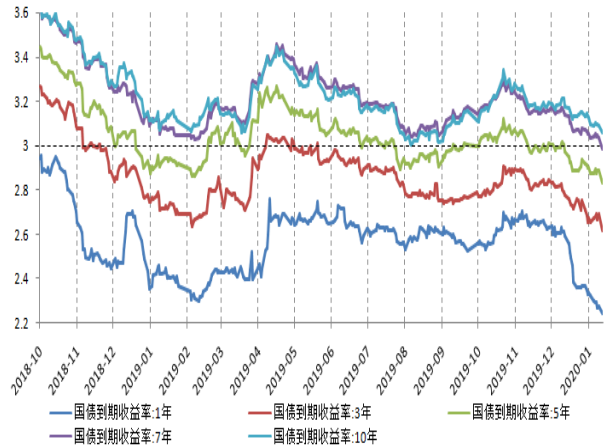
新冠疫情发生后，央行在 1 月底表示，将会灵活运用货币政策工具，为辖区内金融机构提供多层次流动性支持，加大对涉及疫情防控和民生领域的信贷支持，开市后将运用公开市场操作等货币政策工具及时投放充足的流动性，维护银行体系流动性合理充裕。2 月 3 日央行公开市场开展 12000 亿元逆回购操作，其中 7 天期逆回购操作中标利率 2.4%，此前为 2.5%，14 天期逆回购操作中标利率 2.55%，此前为 2.65%，降息幅度大。预计 2 月 MLF 的利率将会大概率下调，2 月流动性较为充裕。

图 23：银行间质押式回购利率维稳

图 24：中证主要期限国债到期收益率 1 月下降



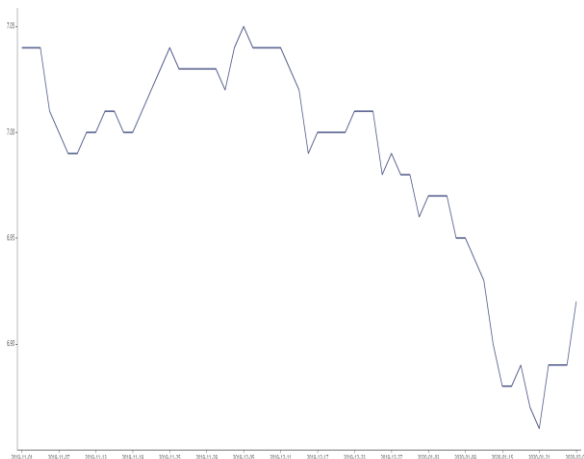
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

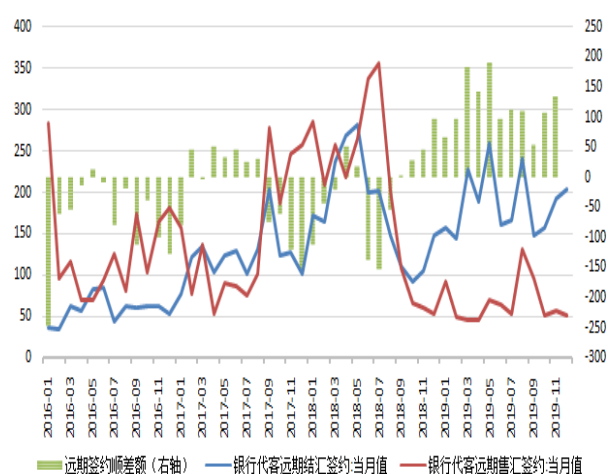
汇率方面，1月人民币汇率先涨后跌，美元兑人民币中间价从12月31日的6.9762升一路至1月21日的峰值6.8606，随后下行。中美关系缓和并签署第一阶段协议，改善了市场对中国经济的预期，从而引致人民币大幅走高，而新冠疫情的影响，使得人民币走低。从外汇占款、热钱与远期结售汇数据来看，外汇市场在12月表现平稳。受新冠疫情，自1月17日之后，在岸人民币即期汇率贬值幅度很大，离岸人民币汇率一度跌破7。但疫情对经济的影响会是短暂的，人民币汇率也可能跟随疫情发展而波动，汇率问题不会成为当前货币政策的牵绊。

图 25：2019 年以来美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

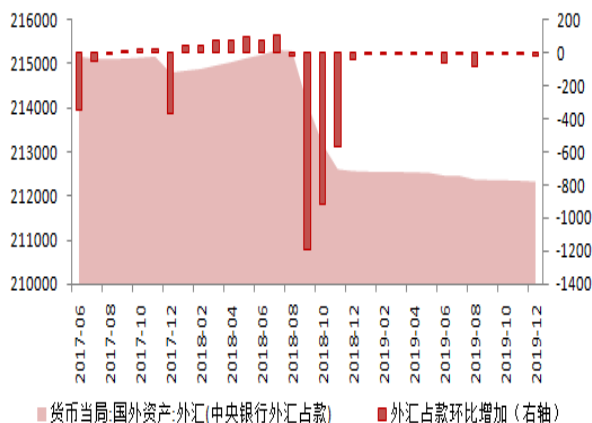
图 26：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



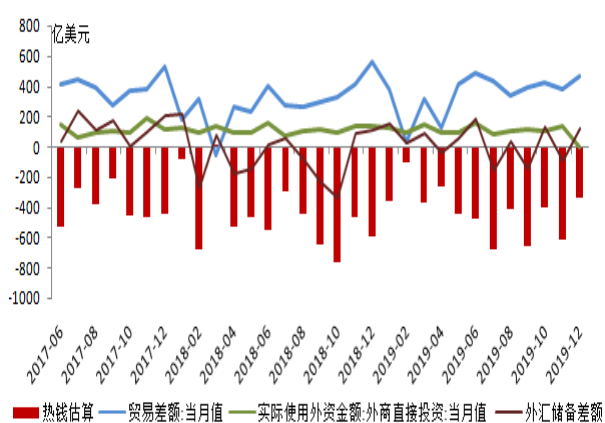
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 27：外汇占款及变动额

图 28：热钱估算



资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

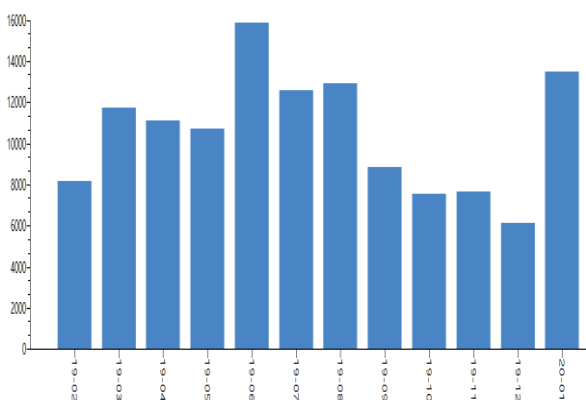


资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

四、国债配置需求分析

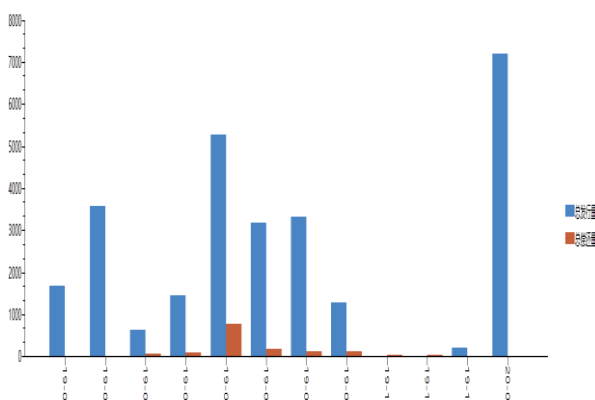
国债期货的配置需求主要来自避险需求和投资需求。尽管中美关系趋于缓和,但新冠病毒疫情正处在上升期,市场避险需求较大,春节期间全球股市大跌、避险资产大涨。在疫情进入遏制阶段之前,A股仍有可能继续下行,打压市场信心。对国债投资来说,将是双重利好,将同时贡献国债的避险需求和投资需求。2020年1月专项债发行规模7216.21亿元,接近提前下达的额度1万亿元。受疫情影响,2月利率债发行规模有望加大,专项债发行规模有限,对债市影响较小。因人民币汇率存在贬值预期,境外机构对国债的配置需求将会回落。整体上看,2月市场对国债的配置需求偏强。

图 29: 利率债总发行量(亿元)



资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

图 30: 专项债发行与偿还



资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

五、2 月期债投资建议

尽管中美贸易摩擦缓和，但新冠疫情为中国经济乃至世界经济带来负面影响。国内经济上行苗头被浇灭，上半年消费、投资、进出口、物价、就业均会受到较大影响。整个疫情的持续时间有望在 4-6 个月内，据多个机构测算，一季度 GDP 增速将下降 2 个百分点以上，跌破 5%。疫情为物价带来上行压力，就业形势严峻。经济前景的改变将会带来经济政策的改变，货币政策的宽松力度将会加大，财政政策将会更加积极。节后开市首日，央行向市场大规模投放流动性，并调低逆回购中标利率，预计 2 月 MLF 的利率将会大概率下调，2 月流动性较为充裕。疫情导致市场避险情绪大涨，风险资产大幅下挫，国债的避险需求与投资需求均增加。且 2 专项债发行规模有限，不会对债市造成很大影响，2 月国债配置需求偏强。总体上看，支撑国债期货上行的因素众多，10 年期国债收益率有望继续回落。由于 3 月合约已邻近交割期，操作上，可保持偏多思路，逢低买入 6 月合约。T2006 上行压力位在 101.5，下部支撑位关注 99.9；TF2006 上行压力位在 101.5 一线，下部支撑位关注 100.6。需密切跟进疫情变化，调整策略。

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。