

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：货币政策灵活适度 期债操作难度增加

内容提要：

5月新冠疫情继续在境外肆虐，震中从欧美移至南美、印度和俄罗斯。尽管经济活动仍然受限，但欧美多国已经结束国家紧急状态，着手复工复产，6月经济活动预计将会进一步恢复。国内持续复苏，但面临挑战加大，外需疲弱，保民生保就业任务艰巨。今年政府工作报告未设置具体经济增速目标，而且下调了多项经济任务目标，下一阶段将兼顾疫情防控与经济发展，稳中求进。今年的财政赤字率拟安排在3.6%以上，货币政策基调宽松，在各类提振消费的政策推动下，下半年经济有望大幅提速，全年增速有望在2%-3%之间。物价有继续下行趋势，但人民币汇率有望成为货币政策新的掣肘。整体看货币政策将是宽松的，但根据经济发展情况灵活调整，边际收紧或者边际放松，将是下一阶段的常态。作为无风险利率，在助推企业融资成本下降的大环境中，10年期国债收益率有望继续保持2.5%-2.8%区间内。6月资金回笼压力以及政府债券发行压力较大，需重点关注央行的操作，预计资金面不会太宽松。预计国债期货将会进入震荡期，没有明确波动方向。在操作上，6月国债期货的操作难度加大。整体可保持偏多思路，逢低买入9月合约。T2009上行压力位在102，下部支撑位关注100.255；TF2009上行压力位在103.4一线，下部支撑位关注102.035；TS2009上行压力位在102.02一线，下部支撑位关注101.2。套利策略暂不推荐。

策略方案：

	单边操作策略	单边操作策略
操作品种合约	T2009	TF2009
操作方向	多	多
入场点位	100.5	102.1
出场点位	101.7	102.9
止损点位	100.1	101.8

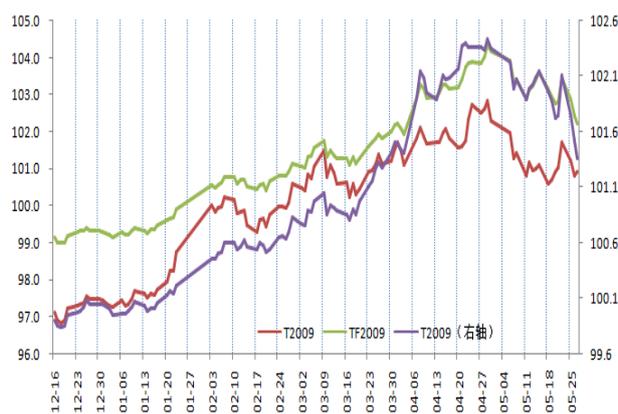
风险提示：

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、5月国债期货行情回顾

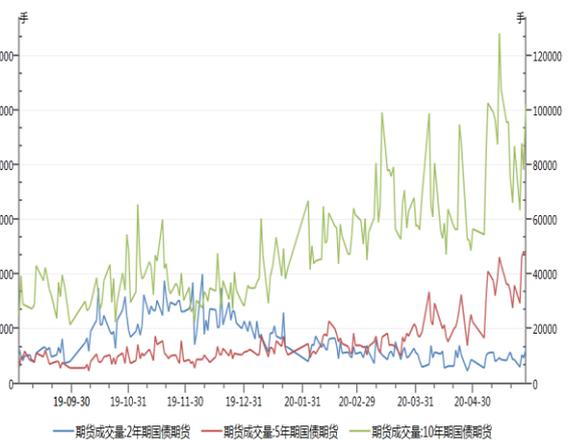
5月欧美新冠疫情继续好转，着手复工复产，金融市场波动幅度继续收窄，VIX指数持续回落，股市与大宗商品价格一同回升，债市丧失上涨动能。国内复工复产力度加大，货币政策按兵不动，资金面边际收紧，导致国债期货大幅回调。5月28日收盘，十债主力报101.180，月度下跌1.09%，三月份合约共成交157.3万手，增加24万手，持仓量增加1万手至9.79万手；五债主力报102.525，月度下跌1.57%，三月份合约成交量增加19.7万手至66.2万手，持仓量增加1万手至5.1万手；二债主力报101.485，月度下跌0.84%，成交量减少2.46万手至16.5万手，持仓量减少0.15万手至1.74万手。与此同时，十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差收窄，与二年期国债期货主力的价差走扩后小幅回落。

图1：T2009、TF2009、TS2009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



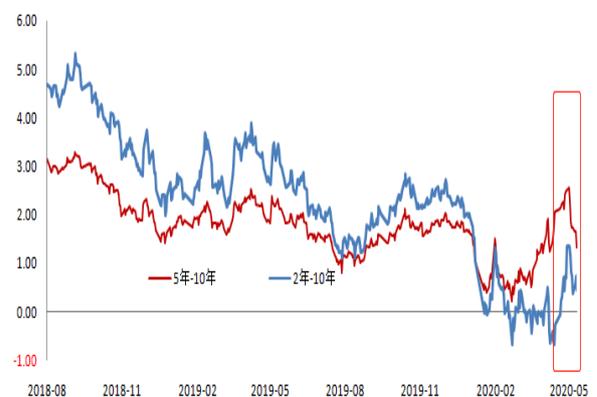
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

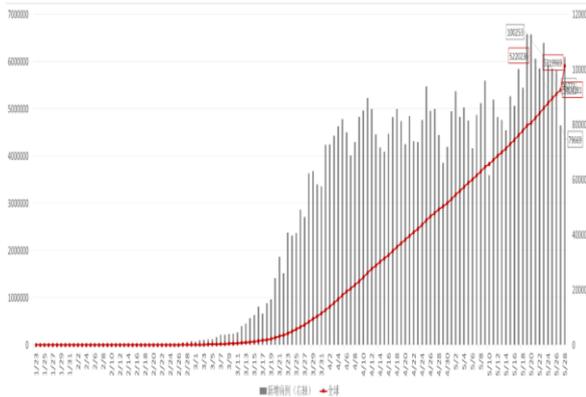


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

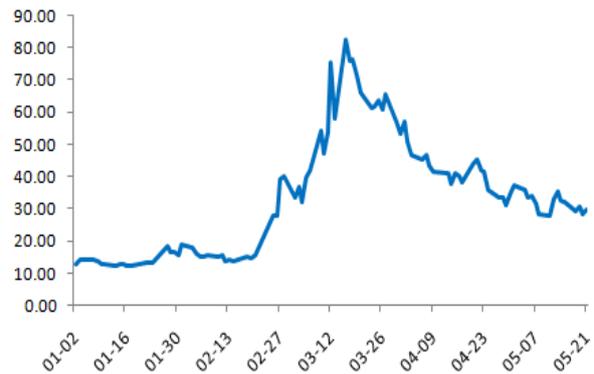
5月全球新冠疫情继续肆虐，美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间5月29日8时左右，全球累计确诊5803416例，累计死亡359791例。一个月内，新增确诊增加近269万，较上月的238万增幅扩大，日新增达到11.79万。从地区看，美国达到顶峰，欧洲顶峰已过，震中转移至南美、俄罗斯和印度。欧美多国已经结束国家紧急状态，宣布解封，开始复工复产。日本、韩国均已下调疫情防控等级，东南亚及中亚部分国家正在逐步放宽限制，但巴西、印度、俄罗斯仍面临较大防控压力。各国采取的防控措施导致消费需求及企业投资大幅减少，大范围的停工停产给全球供应链带来压力，国际贸易活动依然低迷。全球旅行限制范围仍然较大，跨国客运仍大幅受限，全球主要国家间国际航线数量以及全球港口船只停泊数据均没有明显改善。但预计6月份，这些情况将会有所好转。

图5：中国以外全球确诊病例（钻石号除外）



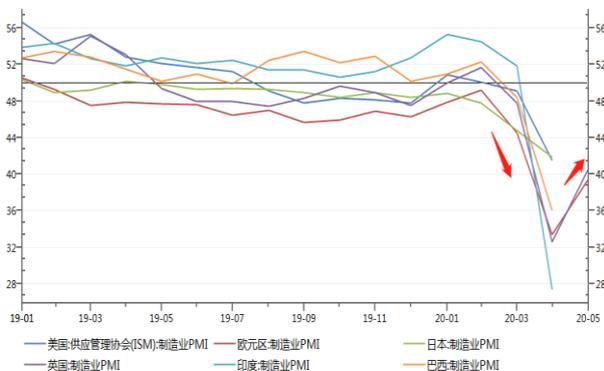
资料来源：WHO，瑞达期货研究院

图6：VIX指数持续回落



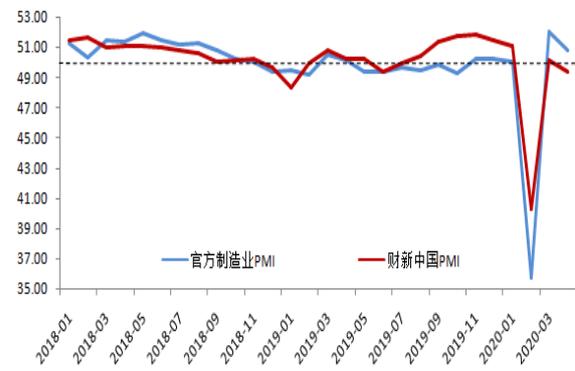
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图7：世界主要国家制造业 PMI



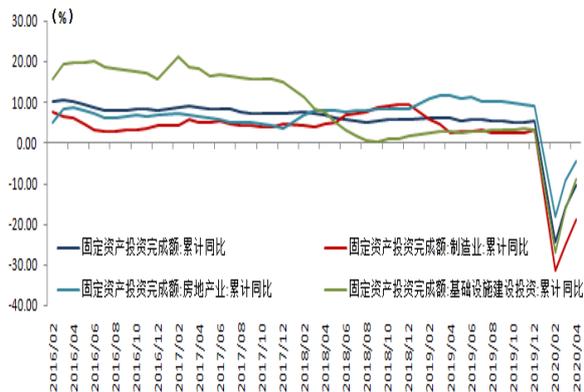
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图8：中国制造业 PMI



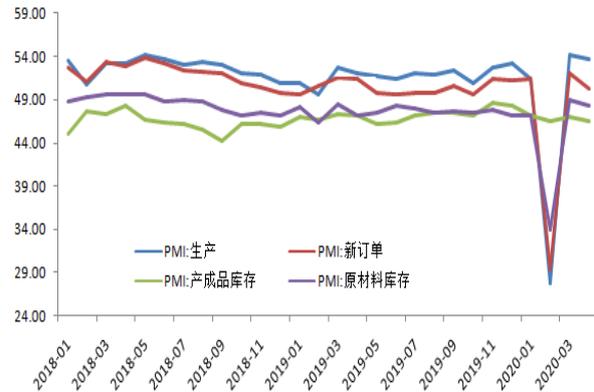
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资累计同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国官方制造业 PMI 分项



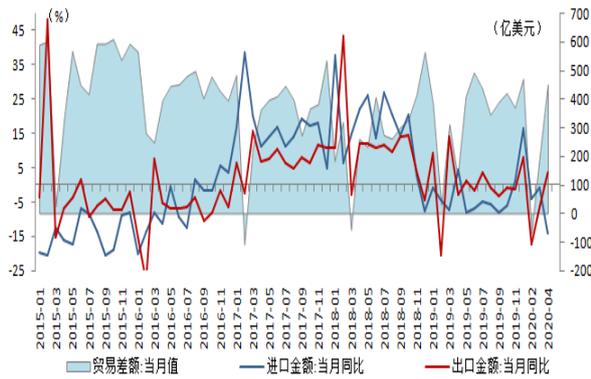
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

中国经济在 4 月、5 月继续恢复，投资、消费、进出口数据持续改善。投资上，1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）136824 亿元，同比下降 10.3%，降幅比 1-3 月份收窄 5.8 个百分点，其中，民间固定资产投资 77365 亿元，下降 13.3%，降幅收窄 5.5 个百分点，全国房地产开发投资 33103 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-3 月份收窄 4.4 个百分点。消费上，4 月份，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比名义下降 7.5%，降幅比上月收窄 8.3 个百分点。工业增加值上，4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%，上月为下降 1.1%。进出口方面，4 月份，以美元计，出口同比增长 3.5%，进口同比下降 14.2%，贸易顺差 453.4 亿美元，出口同比转正略好于预期。4 月企业盈利情况也有所改善，当月全国规模以上工业企业实现利润总额 4781.4 亿元，同比下降 4.3%，降幅比 3 月收窄了 30.6 个百分点。更加高频的数据，如日耗煤量、地产成交面积、建筑钢材成交量，在 5 月继续回升，经济活力不断提升。但受疫情冲击，国内就业问题以及民生问题挑战加大，外需疲弱，在疫情防控常态化的前提下，经济增长面临较大压力。

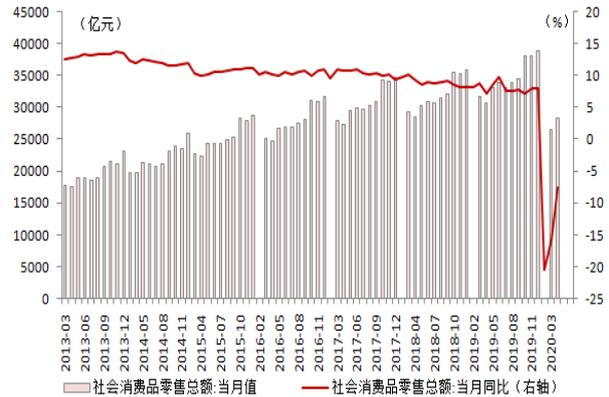
我们在上个月的月报中已经提到，今年原定的经济增速目标很难实现，实现 3% 的增速已经不易，经济增速目标很可能会下调。鉴于经济形势的严峻性，今年的政府工作报告没有设置具体经济增速目标，而且下调了多项经济任务目标，下一阶段将兼顾疫情防控与经济发展，聚力脱贫攻坚，经济上尽力而为，稳中求进。在积极财政政策、宽松货币政策以及各类提振消费的政策推动下，下半年经济有望大幅提速，全年增速有望在 2%-3% 之间。

图 11：中国进出口数据

图 12：中国社会消费品零售销售数据

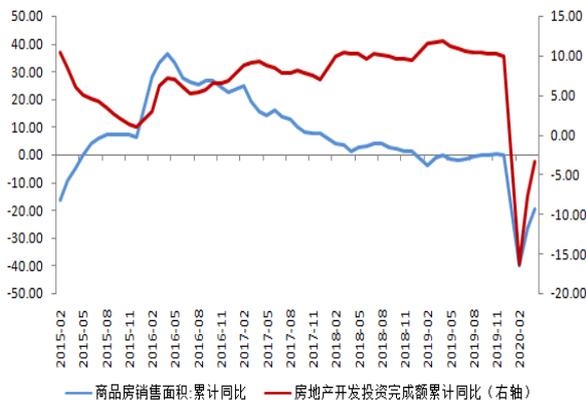


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



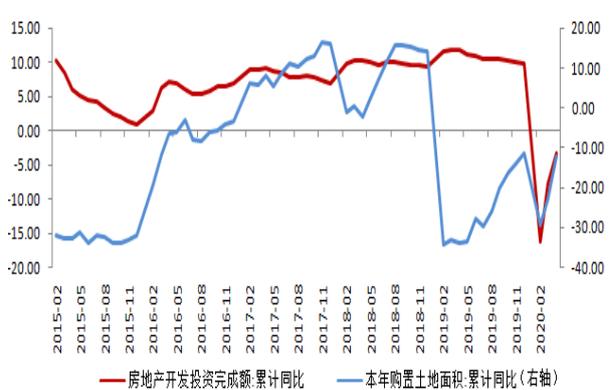
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



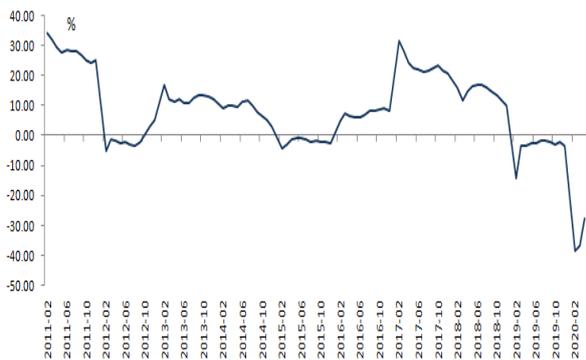
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14: 房地产开发投资与土地购置面积



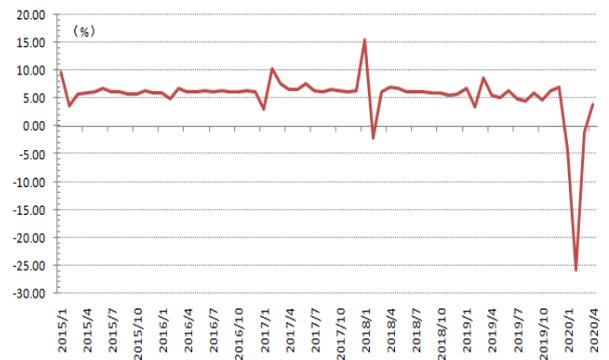
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

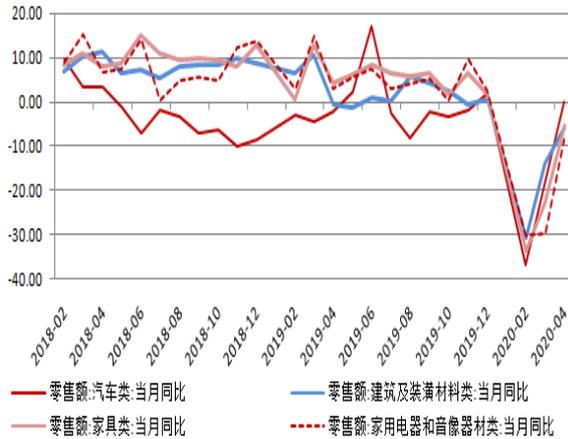
图 16: 规模以上工业企业增加值增速



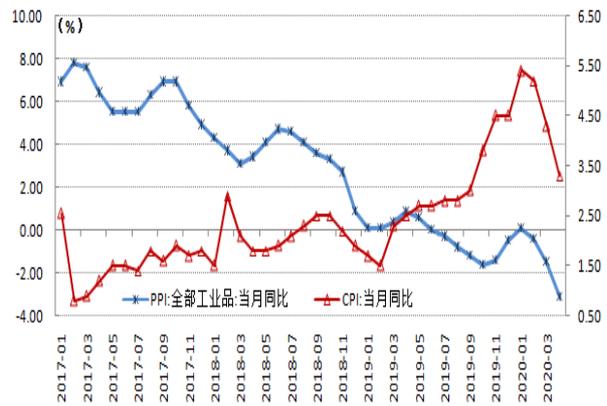
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17: 零售销售额部分分项指标

图 18: 中国 CPI 及 PPI 同比

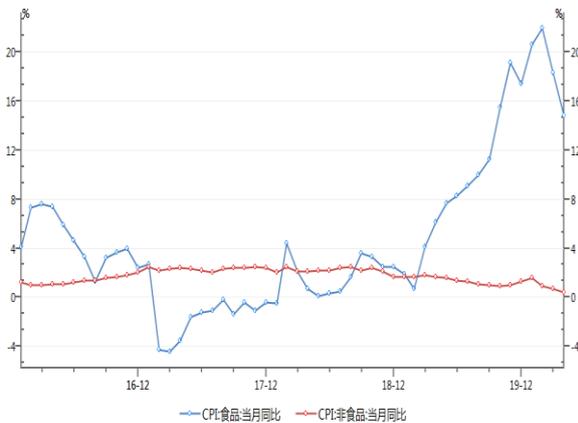


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



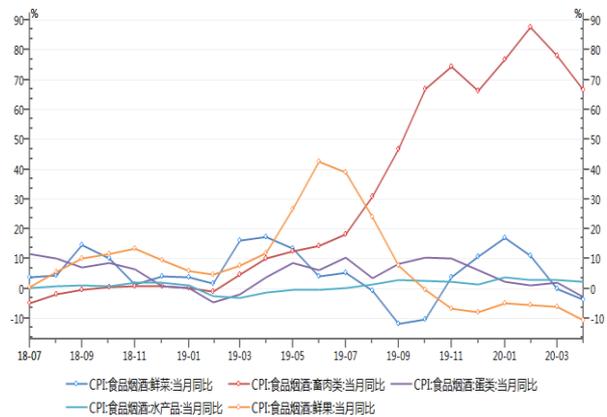
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19：CPI 中食品项同比大幅回落



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：CPI 中食品项部分细项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

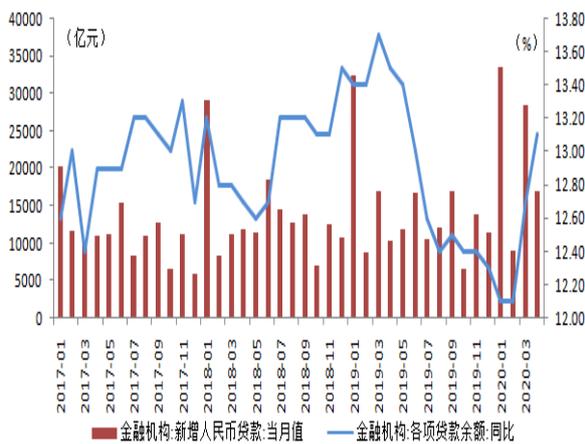
复工复产的积极效果逐渐显现，4 月 CPI 同比继续回落，但受制于社会需求疲弱，PPI 继续萎缩。4 月 CPI 同比涨幅回落至 3.3%，其中食品价格上涨 14.8%，非食品价格上涨 0.4%。食品价格连续两个月环比下滑，4 月降幅达 3%，其中鲜菜和猪肉环比降幅较大，鲜果与蛋类价格均下降。春节时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 8%；随着生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，猪肉价格下降 7.6%。猪肉价格高企以及鼓励养猪的政策频出，年内生猪养殖规模正在不断扩大，预计到四季度猪肉价格将会回落。年内疫情导致需求走弱将是主导物价走势的主要因素，预计 CPI 涨幅将进一步回落。受国际大宗商品价格下行等因素影响，4 月份 PPI 同比降幅较上月扩大了 1.6 个百分点。分行业来看，原油、化纤、黑色和有色金属等行业产品价格降幅较大。其中，石油和天然气开采业降幅扩大 29.7 个百分点至-51.4%；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 19.8%，较上月跌幅扩大 9.2 个百分点。短期来看，国内企业逐步恢复复工复产，内需也逐渐恢复，将在一定程度上支撑 PPI。不过由于海

外疫情的进一步蔓延，且石油价格仍处于低位，因此 PPI 短期或继续承压。

三、资金面分析

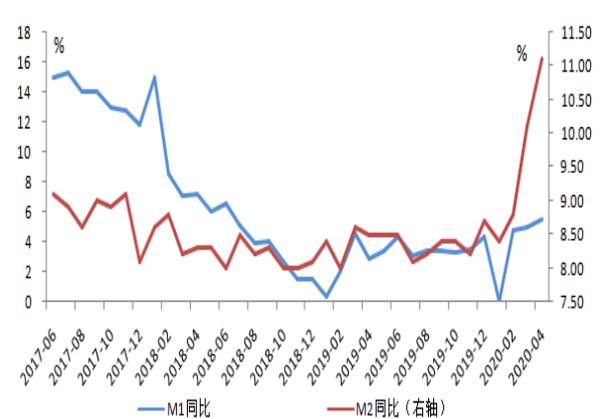
受企业融资需求恢复、政府基建和居民购房行为加快修复的驱动，4 月金融数据再度超预期走高，货币环境异常宽松。4 月社会融资规模增量 3.09 万亿元，比上年同期增加 1.42 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.62 万亿元，同比多增 7506 亿元；企业债券净融资 9015 亿元，同比多 5066 亿元。4 月新增人民币贷款 1.7 万亿元，同比多增 6818 亿元，其中，居民新增中长期贷款 4398 亿元；企业新增中长期贷款 5547 亿元，新增票据融资 3910 亿元，融资需求较强。4 月 M2 同比增长 11.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点。4 月金融数据体现了“宽货币”与“宽信用”并行的特点。

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



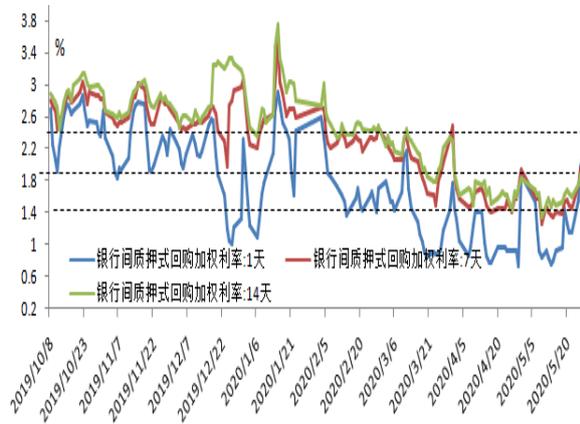
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

进入 5 月，整体货币政策环境边际收紧。政府债券发行量大增，专项债发行规模超过 1 万亿，利率债合计发行量超过 2.5 万亿。但央行没有新的加码宽松的货币政策操作，仅进行了 1000 亿元 MLF 操作，逆回购操作频率大降，导致货币市场资金利率与资本市场利率均小幅上行。截止 5 月 28 日，1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率较 4 月最后一个交易日分别上升 45.18bp、47.04bp、46.21bp、32.35bp 和 19.57bp。

6 月是个传统资金面较为紧张的月份，今年 6 月将有 7400 亿元 MLF 到期，资金回笼压力较大。而且，作为今年基建投资的主要增量资金来源，今年拟安排的地方政府专项债规模达 3.75 万亿。截止 5 月 29 日，今年新增专项债规模达到 21697 亿元，后续的发行规模仍会为资金面带来一定压力。此外，还有 1 万亿的特别国债要发行。央行有望加大公开市场操作力度，稳定资

金面，不过资金面不会像4月那么宽松，需要重点关注央行的操作。

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

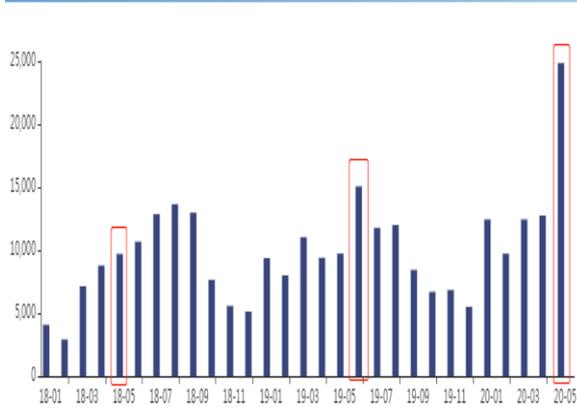
四、货币政策分析

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会融资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。货币政策整体将是宽松的，但根据经济发展情况灵活调整，边际收紧或者边际放松，将会是下一阶段的常态。

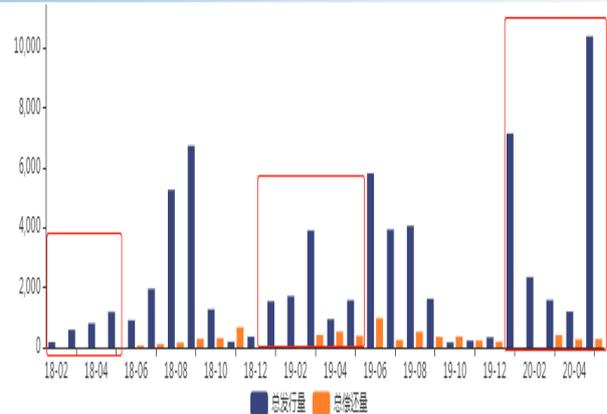
作为无风险利率，在助推企业融资成本下降的大环境中，国债收益率有望继续保持在低位。不过前四个月，一般贷款利率降幅较小，票据融资利率降幅较为明显，但票据融资规模不大，前四个月新增票据融资规模仅占到新增人民币贷款规模的 11.6%。这也说明，实体企业的融资成本仍然很高。从目前来看，2.5%可能是 10 年期国债收益率的一个底部，而 2.8%可能是个上限。在 10 年期国债收益率保持 2.5%-2.8%区间内，缩小中小微企业贷款利差，是有操作空间的。

图 25：利率债总发行量（亿元）

图 26：专项债发行（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

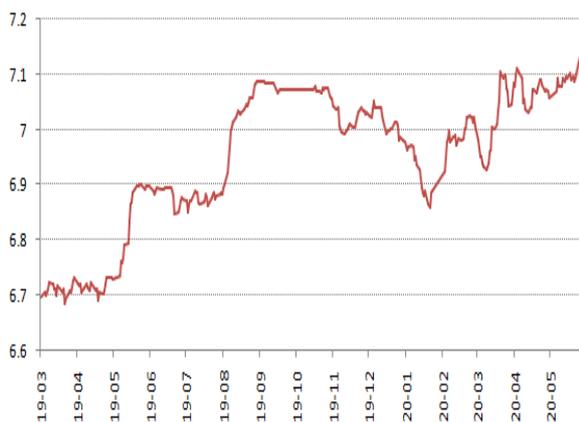


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、汇率分析

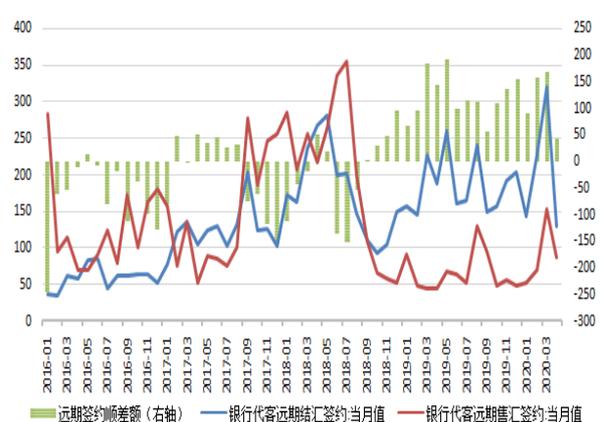
人民币兑美元汇率在5月贬值幅度较大,中间价从4月30日的7.0517走贬至5月29日的7.1316。本月人民币走势,尤其人代会开幕之后的走势,与美元指数脱钩。政府工作报告未设定经济发展目标以及香港国安法相关问题引发市场忧虑,助推人民币跌破了7.1一线。当前国际矛盾凸显,中美科技脱钩的迹象越来越明显,人民币汇率问题将会变的越来越重要。尽管国内疫情控制较好,复工复产进度也快,而其他国家疫情蔓延,中国经济相比之下较为强势,利于人民币稳定,且今年中国金融业全面对外开放,有稳外资的任务,央行有心保持人民币稳定,不过花费的代价可能会增大。随着国际环境的恶化,汇率问题将成为年内货币政策比较明显的牵绊。

图 27: 美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

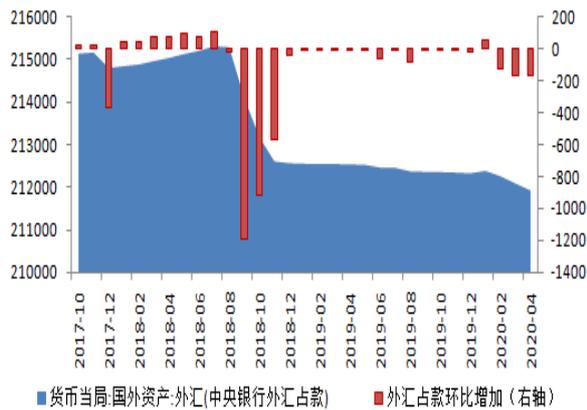
图 28: 银行代客远期结售汇签约金额 (亿美元)



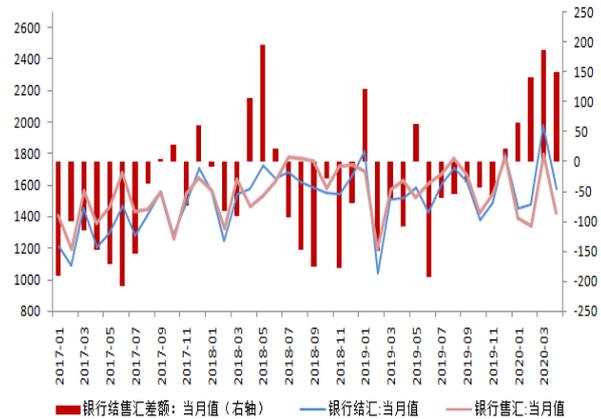
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 25: 外汇占款及变动额

图 26: 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、6 月期债投资建议

5 月新冠疫情继续在境外肆虐，震中从欧美移至南美、印度和俄罗斯。尽管经济活动仍然受限，但欧美多国已经结束国家紧急状态，着手复工复产，6 月经济活动预计将会进一步恢复。国内持续复苏，但面临挑战加大，外需疲弱，保民生保就业任务艰巨。今年政府工作报告未设置具体经济增速目标，而且下调了多项经济任务目标，下一阶段将兼顾疫情防控与经济发展，稳中求进。今年的财政赤字率拟安排在 3.6% 以上，货币政策基调宽松，在各类提振消费的政策推动下，下半年经济有望大幅提速，全年增速有望在 2%-3% 之间。物价有继续下行趋势，但人民币汇率有望成为货币政策新的掣肘。整体看货币政策将是宽松的，但根据经济发展情况灵活调整，边际收紧或者边际放松，将是下一阶段的常态。作为无风险利率，在助推企业融资成本下降的大环境中，10 年期国债收益率有望继续保持 2.5%-2.8% 区间内。6 月资金回笼压力以及政府债券发行压力较大，需重点关注央行的操作，预计资金面不会太宽松。预计国债期货将会进入震荡期，没有明确的波动方向。在操作上，6 月国债期货的操作难度加大。整体可保持偏多思路，逢低买入 9 月合约。T2009 上行压力位在 102，下部支撑位关注 100.255；TF2009 上行压力位在 103.4 一线，下部支撑位关注 102.035；TS2009 上行压力位在 102.02 一线，下部支撑位关注 101.2。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。