

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

瑞达期货王骏翔

从业资格号： F3025058

投资咨询从业资格号：

Z0014251

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：货币政策重跨周期 期债震荡重心下移

内容提要：

8月境外疫情有达到顶峰的迹象，国内新疆、大连新发疫情结束，经济局面整体稳定，经济继续复苏，货币政策边际收紧。不过国内经济修复速度不及预期，资本投入放缓，消费仍然不足，就业问题以及民生问题挑战大，复苏态势仍面临较大压力。受益于上半年的信贷和社融规模大增、专项债额度增加并提前发行以及财政赤字率提高等财政措施，国内经济三、四季度有望继续反弹，但边际改善力度将会减少。CPI回升是短期现象，年底预计将进一步回落，而工业品价格有望受到基建与房地产的支撑。今年余下时间内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。与此同时，人民币走强，为货币政策提供了更多操作空间。5月以来货币环境与信贷环境持续收敛，央行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，投资机会偏少。在操作上，9月国债期货可保持区间操作思路，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 |

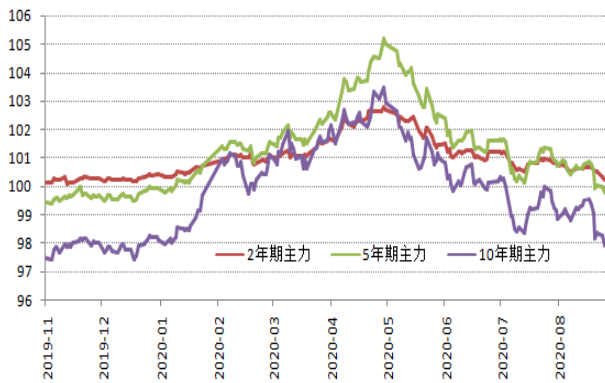
风险提示：

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、8月国债期货行情回顾

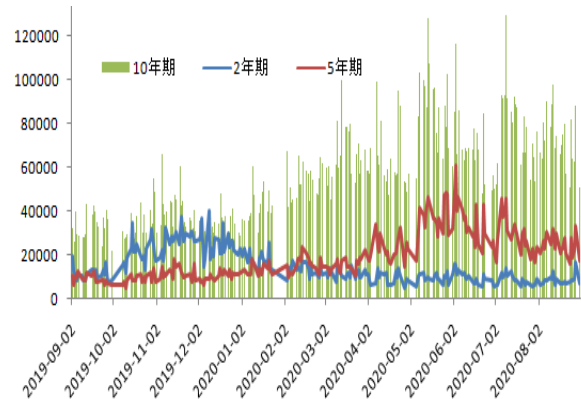
8月境外疫情有达到顶峰的迹象，国内新疆、大连新发疫情结束，经济局面整体稳定，经济继续复苏，货币政策边际收紧，A股阶段性高位震荡，债市继续回落，但回落幅度收窄。8月31日收盘，十债主力报98.045，月度下跌0.26%，三月份合约共成交157.6万手，下降19.4万手，持仓量下降1.11万手至9.03万手；五债主力报99.795，月度下跌0.48%，三月份合约成交量减少11.6万手至52.4万手，持仓量下降0.10万手至4.09万手；二债主力报100.195，月度下跌0.34%，成交量减少1.05万手至17.9万手，持仓量减少5496手至1.47万手。10月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差明显走扩，与二年期国债期货主力价差略有走高。

图1：T2012、TF2012、TS2012日收盘价



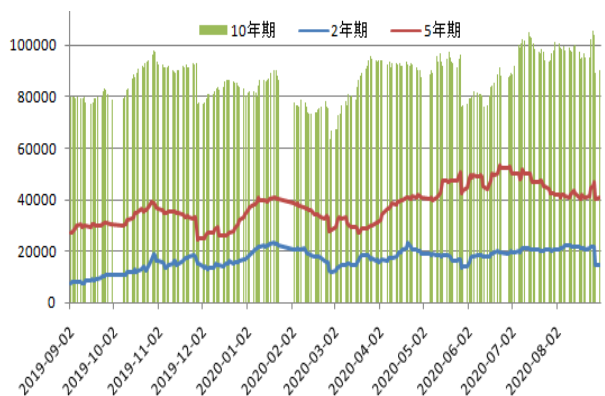
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



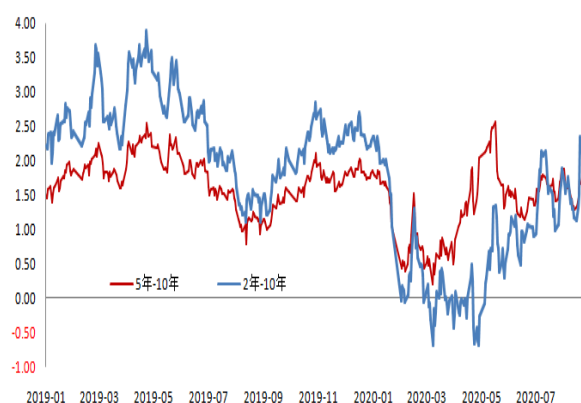
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

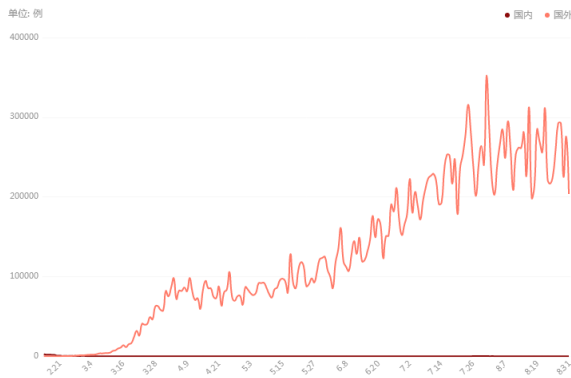


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

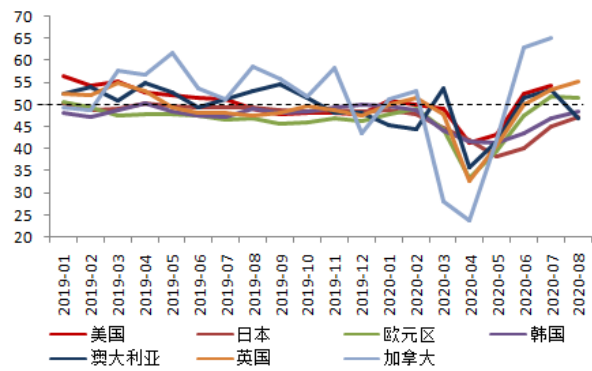
8月全球新冠疫情进入平台期，美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间8月31日6:28，全球累计确诊超2511.54万例，累计死亡为84.45万例。一个月内，新增确诊增加近796.2万，较上月的690万增幅继续扩大，日新增达到25.68万人。从地区看，欧洲几个主要国家的疫情出现不同程度反弹，美国新增确诊病例已经持续下降一个月，印度的新增确诊人数仍在攀升，韩国疫情也有反弹，南美疫情仍未得到缓解。受疫情影响，欧洲、美国复工复产均受阻，南美、非洲等多国仍在紧密抗疫当中，经济停摆范围较大。从全球看，主要发达国家经济仍在恢复过程当中，国际贸易活动活跃度继续上升。但受制于疫情，全球供应链仍不够顺畅，全球经济恢复到年初仍有很大困难。

图5：全球新增确诊



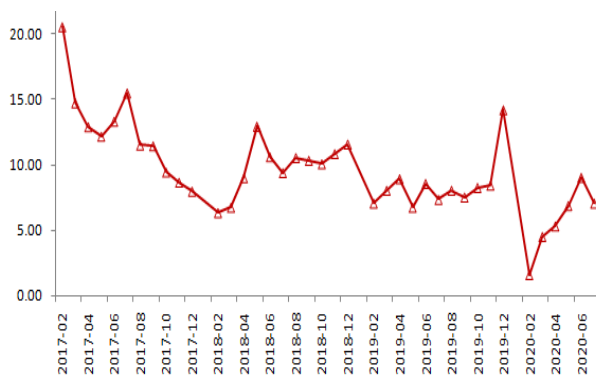
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图6：世界主要国家制造业 PMI



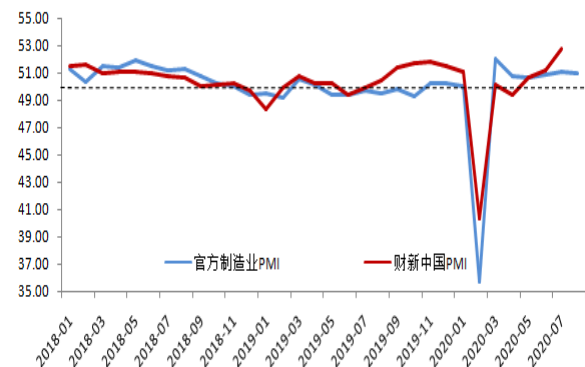
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图7：克强指数



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

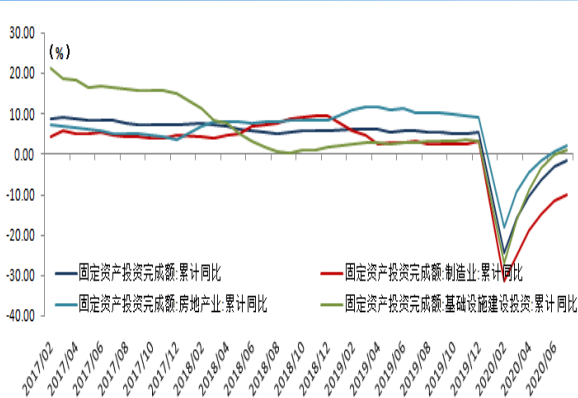
图8：中国制造业 PMI



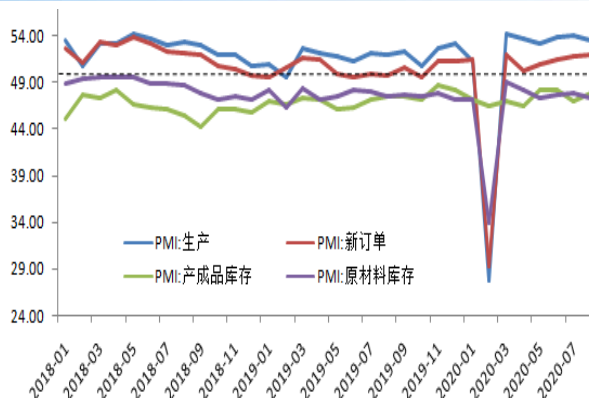
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

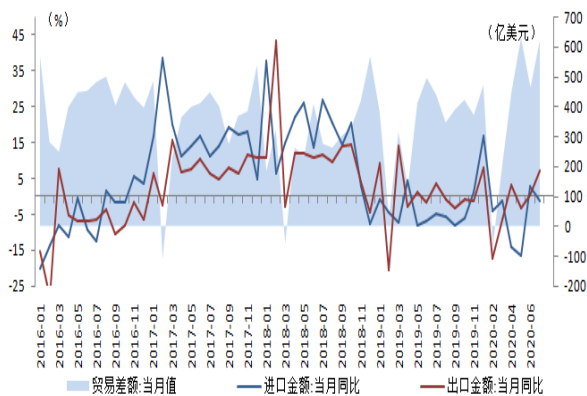
中国疫情控制较好，经济继续恢复，不过内生动力不足。投资上，房地产投资与基建投资仍然是反弹最快的类别。1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）329124 亿元，同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5 个百分点；其中，民间固定资产投资 184186 亿元，下降 5.7%，降幅收窄 1.6 个百分点；全国房地产开发投资 75325 亿元，同比增长 3.4%，比 1-6 月提高 1.5 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。消费上，7 月汽车消费相对强劲，社会消费品零售总额 32203 亿元，同比名义下降 1.1%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点，不及预期。工业增加值上，7 月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，增速与 6 月持平，增速没有继续扩大。进出口方面，7 月份，以美元计，出口同比增长 7.2%，进口同比下降 1.4%，贸易顺差 623.3 亿美元，出口增速大好于预期下降 0.6%，但进口增速则不及预期值 2.7%。7 月企业盈利改善明显，当月全国规模以上工业企业实现利润总额 5895.1 亿元，同比增长 19.6%，增速比 6 月加快 8.1 个百分点。

8 月经济数据尚未出炉，从 30 中大城市的地产成交面积来看，已经从 6 月起连续 3 个月高于前三年的同期表现，房屋销售非常活跃。不过国内餐饮、旅游等行业恢复有限，上半年人均可支配收入实际下降 1.3%，非制造业从业人员指数连续 24 个月低于 50 荣枯线，且 7 月、8 月数据均低于前两年同期水平，就业问题以及民生问题挑战大。在外需疲弱的大环境中，国内经济修复速度不及预期，资本投入放缓，消费仍然不足，复苏态势仍面临较大压力。

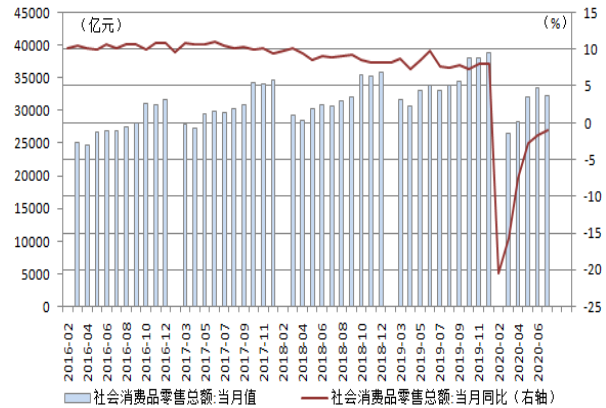
综合投资、消费与外贸三个方面，上半年的信贷和社融规模大增，专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等财政措施，国内经济三、四季度有望继续反弹，不过边际改善力度将会减少。

图 11：中国进出口数据

图 12：中国社会消费品零售销售数据

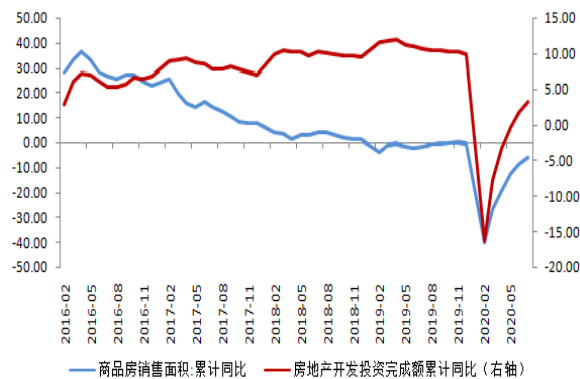


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



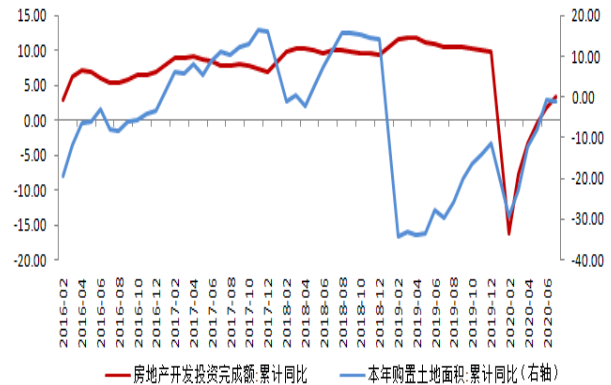
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13: 商品房销售面积与房地产开发投资同比



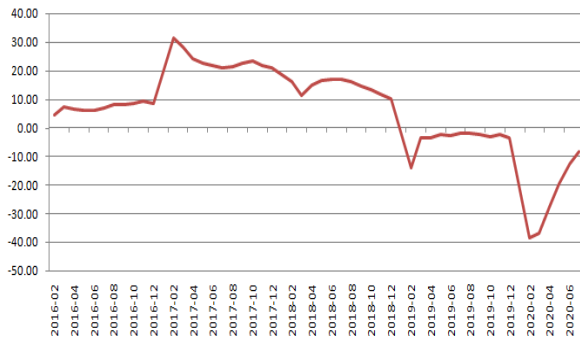
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14: 房地产开发投资与土地购置面积



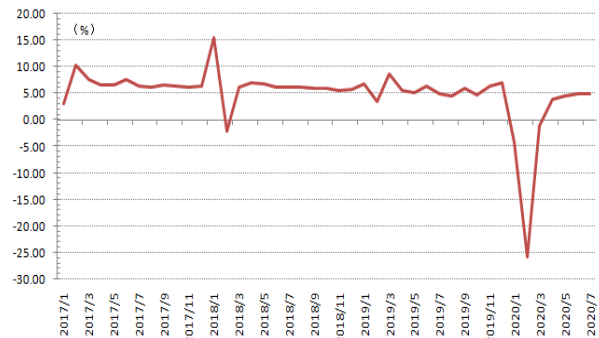
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

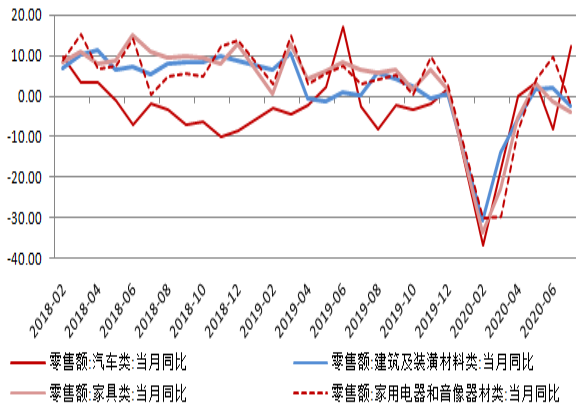
图 16: 规模以上工业企业增加值增速



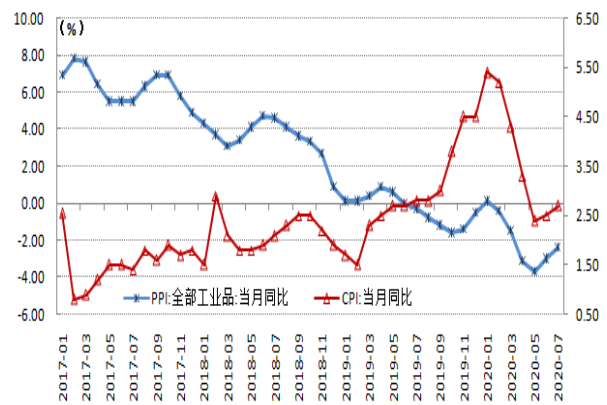
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17: 零售销售额部分分项指标

图 18: 中国 CPI 及 PPI 同比



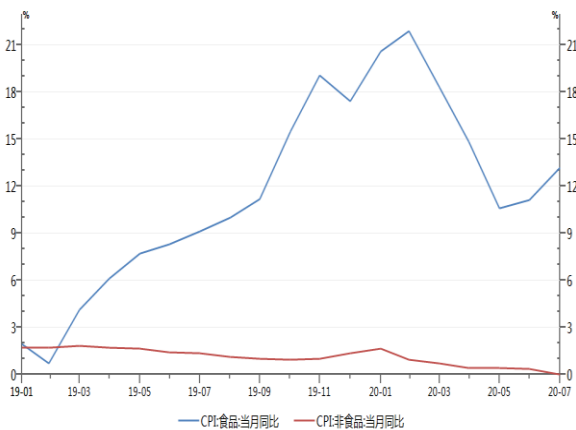
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



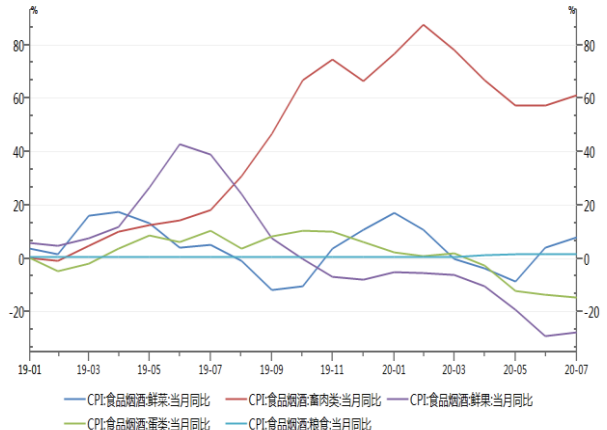
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19: CPI 中食品项与非食品项同比

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



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

受疫情以及南方洪灾影响，7月食品类价格整体小幅回升，带动CPI走高。7月CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至2.7%，其中食品价格同比上涨13.2%，非食品价格上涨0.0%，分别比6月上漲2.1个百分点、下降0.3个百分点。食品价格反弹，主要因其中鲜菜、蓄肉类涨幅较大，同比分别达7.94%、61.06%，鲜果与蛋类降幅仍然较大。不过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。且去年同期基数较高，猪价对CPI的拉动作用将逐步减弱。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回升是短期现象，年底将进一步回落。

受能源、有色、黑色等大宗商品价格回升影响，7月份PPI同比降幅收窄0.6个百分点至2.4%，环比年内第二个月为正。分行业出厂价格看，石油和天然气开采业环比上涨最多，达12%，其次是石油、煤炭及其他燃料加工业，环比上涨3.4%，之后是黑色金属矿采选业，环比上涨2.7%。同比看，7月石油和天然气开采业仍然领跌，跌幅达27.8%，之后分别是石油、煤炭及其他燃料加工业-17%，化学纤维制造业-7.5%，煤炭开采和洗选业-7.4%，不过这些行业的同比跌幅均收

窄。8月以来，工业品、农产品、有色板块、贵金属均创新高，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，不会是货币政策关注的重心。

三、货币政策分析

8月6日央行公布了第二季度货币政策执行报告。央行在报告中指出，我国经济增长展现出强劲韧性，在二季度稳健的货币政策成效显著，传导效率进一步提升，金融支持实体经济力度明显增强。长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变，但外部环境不稳定性不确定性较大，国内经济仍存在一些问题。下阶段，“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。要增强针对性和时效性，根据疫情防控和金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用”。与一季度货币政策执行报告相比，二季度报告强调“完善跨周期设计和调节”，更加兼顾稳增长和防风险，提高政策的“直达性”也意味着后期新增信贷与社融增速会放缓。

在前两份月报中我们指出，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。7月政治局会议已经明确了中央更加注重中长期发展的导向。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。

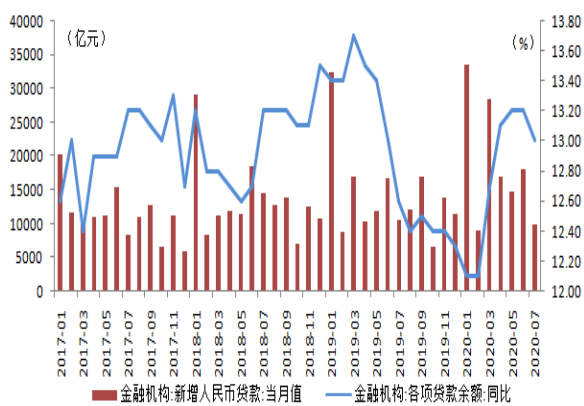
四、资金面分析

货币市场上，宽松货币环境继续收敛。8月银行间市场短端利率继续回升，显示货币政策继续边际收紧。央行在公开市场净投放6500亿元，各期限shibor均略有所走高，隔夜、7天期、14天期shibor分别上涨了5.09bp、18.87bp、21.07bp。

信用市场上，宽信用力度也有所收敛。7月社会融资规模增量1.69万亿元，比上年同期增加4068亿元，环比下降五成。今年7月的新增信贷增量下滑主要在于季节性因素影响下的企业短期贷款及票据融资显著下滑，以及非银贷款同比的少增。从社融结构看，人民币贷款、未贴

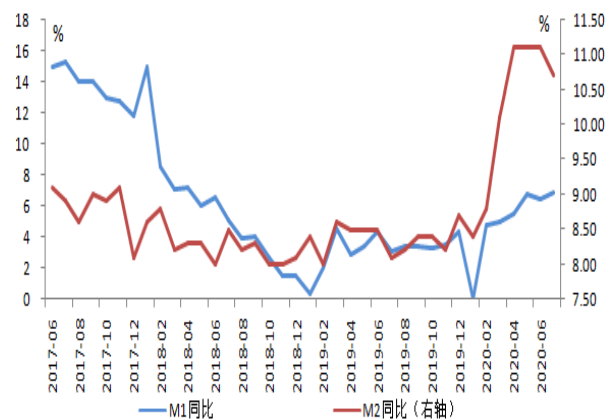
现银行承兑汇票为社融主要支撑；从信贷结构看，企业中长期贷款仍是主要支撑，结构延续改善。在宽信用力度边际收敛、缴税及财政存款增加的共同影响下，7月M2同比增长10.7%，比上个月回落了0.4个百分点。信用收紧表现在长端利率的上涨上，8月1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较7月最后一个交易日分别上升了20.63bp、37.86bp、26.05bp、13.82bp和6.66bp。上半年信贷投放量大，银行资本补充压力加大，而监管部门窗口指导银行控制利润增速，将约束下半年的信贷投放。而银行间市场资金面开始收紧，债券利率上行，也会约束企业后续的发债意愿。

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

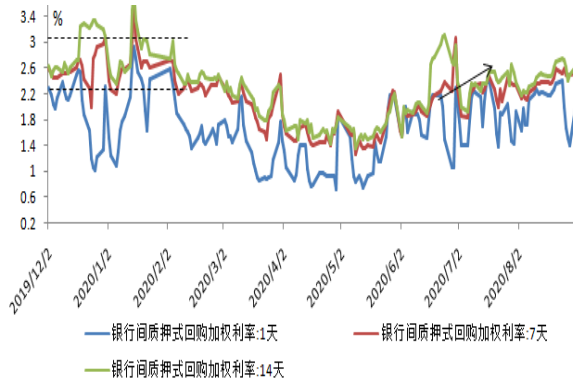


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

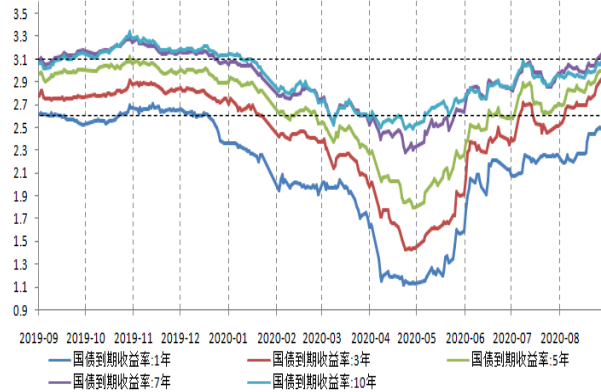
9月逆回购、MLF、国库定存到期量共10250亿元，资金回笼压力不算大，央行公开市场操作投放流动性的动力不强。财政部曾表示，力争地方政府专项债在今年10月底前发行完毕。2020年新增专项债3.75万亿元，1-8月发行新增专项债2.96万亿元，尚余约0.79万亿元等待发行。考虑到财政政策发力需要低成本融资支持，但剩余发行债券压力不大，当前资金利率可能存在小幅上涨空间。9月货币市场资金利率和中长期国债利率的上涨空间均有限。

图 23：银行间质押式回购利率

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



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

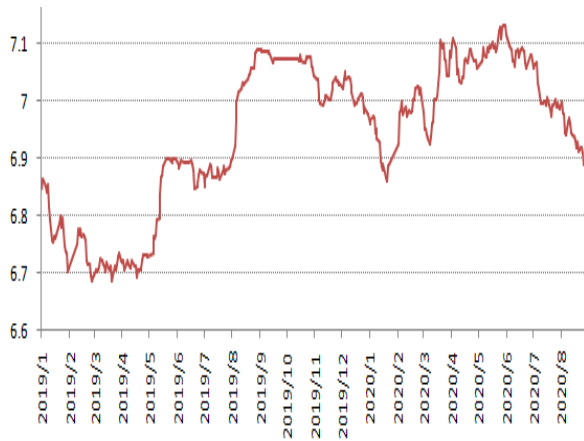
五、汇率分析

人民币兑美元汇率的升值延续至8月份,中间价从7月31日的6.9848升至8月31日的6.8605,走高1243个基点。本月人民币走势主要原因是美元走低、中国货币政策边际收紧以及中美关系缓和。美国疫情阻碍经济复苏,美联储调整货币政策目标为关注平均通胀水平,共同推动美元指数在8月下跌1.36%。国内经济持续恢复,货币政策更加注重长期目标,边际有所收紧,而国内A股市场维持高位,情绪与预期均有助于人民币走高。中美高层开展对话,继续推动中美第一阶段经贸协议落实,提振了市场对中国经济增长的信心。

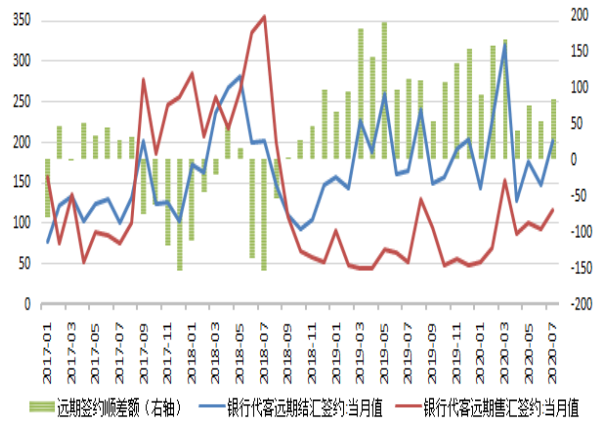
短期内美元与中美关系将会主导人民币走势一段时间。就美元来说,目前美元指数缺乏基本面以及技术面的支撑,仍有走低空间,利于人民币走强。长期看,一是中美关系热度暂时告一段落,不过美国大选临近,中美摩擦的风险不可忽视,人民币持续走强的动力不足;二是中国经济持续复苏,经济前景预期相对较好,中国央行货币宽松力度相比美联储更加克制,且今年中国金融业全面对外开放,在稳外资和稳外贸的双重任务下,人民币升值空间不会太大。9月岸人民币兑美元汇率有望在6.95附近徘徊,汇率问题不会成为当前货币政策的牵绊。

图 25: 美元兑人民币中间价

图 26: 银行代客远期结售汇签约金额(亿美元)

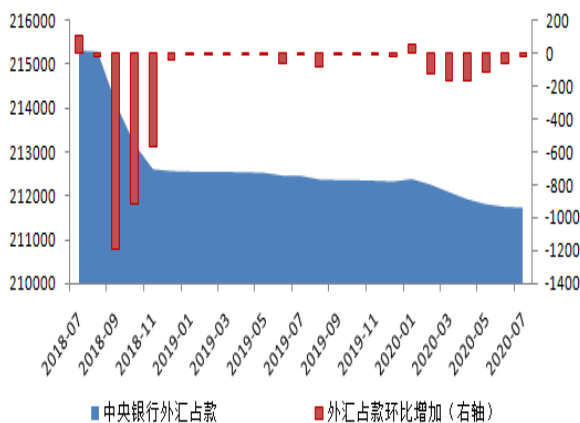


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



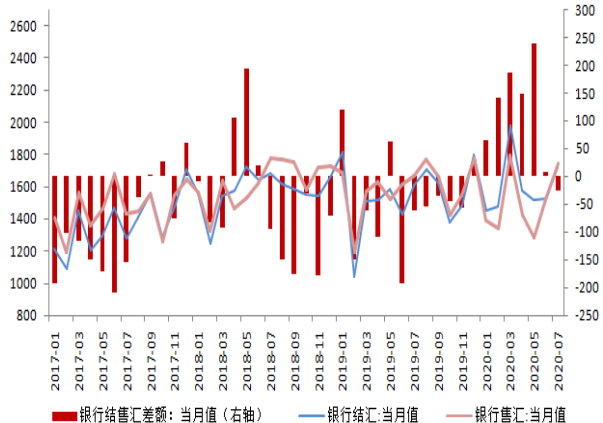
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：银行结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、9 月期债投资建议

8 月境外疫情有达到顶峰的迹象，国内新疆、大连新发疫情结束，经济局面整体稳定，经济继续复苏，货币政策边际收紧。不过国内经济修复速度不及预期，资本投入放缓，消费仍然不足，就业问题以及民生问题挑战大，复苏态势仍面临较大压力。受益于上半年的信贷和社融规模大增、专项债额度增加并提前发行以及财政赤字率提高等财政措施，国内经济三、四季度有望继续反弹，但边际改善力度将会减少。CPI 回升是短期现象，年底预计将进一步回落，而工业品价格有望受到基建与房地产的支撑。今年余下时间内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。与此同时，人民币走强，为货币政策提供了更多操作空间。5 月以来货币环境与信贷环境持续收敛，央行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，投资机会偏少。

在操作上，9月国债期货可保持区间操作思路，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。