



作者：宏观金融组 牛秋乐

执业编号：F0268914（从业） Z0002616（投资咨询）

联系方式：010-68578820/niuqiule@foundesc.com

成文时间：2020年7月13日星期一

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

国债：牛市不在 熊未到来

——2020 年上半年国债市场回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 牛秋乐

目录

摘要	1
第一部分 国债长期走势和 2020 年上半年行情总结	2
一、国债市场长期走势分析	2
二、国债期货上半年走势分析	5
第二部分 疫情重创全球经济 国内经济呈现 V 型复苏	6
第三部分 货币政策由全局宽松转向精准滴灌	10
一、超常规货币政策应对疫情冲击	10
二、货币政策面临正常化需求	12
第四部分 利率债供给规模大增 年内发行高峰已过	14
第五部分 全球经济遭受重创 债市收益率维持低位	21
第六部分 期货价格技术与展望	23
第七部分 总结全文和下半年操作建议	26

摘要

2020 年上半年国债期货价格大幅波动，由于疫情冲击改变了国内经济运行节奏和货币政策方向，从而在上半年形成了一轮较大的上行和之后的下跌行情。目前国债期货已经进入牛市尾端，但熊市条件尚不具备，预计市场收益率将会二次走低，以“W 型”完成完成收益率筑底过程，因此，2020 年下半年市场趋势性机会不大，但随着收益率大幅波动，市场将存在较大的交易性机会。从国债期货价格影响因素上来看，经济、政策和供给是上半年国债期货价格运行的三条主线。

2020 年上半年国内各项经济数据呈现“V 型”表现。1-4 月份国内经济受疫情冲击，各项经济数据大幅下滑，国内货币政策紧急转向宽松，双重因素基本确定了年内收益率的低点。5 月份之后随着国内经济数据逐步修复，货币政策边际收紧，利率债供应压力大幅提升，国债市场收益率水平不断走高，截至 7 月初已经重回 3% 上方。因此，从年内来看，疫情冲击下，国内经济与国债市场收益率大概率均将呈现深“V 型”表现，4 月份经济与政策条件的特殊组合所形成的低点年内料难以突破，在市场收益率先于国内经济完成“V 型”反转后，我们对于下半年债券市场并不是特别悲观。尤其是经济重新回到正常增长轨道仍需较长时间，在全球经济陷入深度衰退的大环境下，所需的时间周期可能更长，市场收益率缺乏持续上行基础。

2020 年上半年国内货币政策保持宽松。其中 1-4 月份为配合抗疫需求，各项货币政策呈现超常规宽松，5-6 月份随着疫情得到有效控制，国内复产复工进度较快，货币政策出现边际收紧，政策方向由总量性政策过渡至更加精准的结构性政策。传统货币政策方面，上半年央行连续三次降准或定向降准，释放长期资金 1.2 万亿；连续两次降低政策性金融工具利率 30bp 引导 LPR 报价利率同步走低。另外，特殊时期采取特殊政策，上半年央行连续三次投放再贷款、再贴现额度共 1.8 万亿，有效降低了疫情期间实体企业的融资成本。另外，央行将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，这也是 08 年以来，央行时隔 12 年再次动用这个工具。5 月份之后央行总量性货币政策暂缓，除了防范资金在金融体系内空转套利外，在创新性货币政策方面继续发力。为发挥直达实体经济的效果，央行创设“普惠小微企业贷款延期支持工具”，与“普惠小微企业信用贷款支持计划”两个工具，一方面解决了中小银行资金来源问题以及在普惠贷款投放和延期上的积极性，另一方面也避免了资金在金融体系内的空转，具有直达实体经济的效果。另外继续下调再贷款、再贴现利率，支持地方政府专项债补充中小银行资本金，系列政策仍然以降低实体企业融资成本，增强金融体系服务实体经济的能力为主要目标。下半年央行货币政策宽松步伐料继续放缓，预计下半年仍有 1-2 次降准以及 1 次政策性金融工具利率下调，但在时点可能需要等到经济数据出现显著放缓或者疫情再次出现大幅反弹，近期总量性政策预计将继续引而不发，以结构性政策推动实体经济融资成本下降。

2020 年上半年国内利率债发行规模大增，市场供给压力较大。2020 年债券市场成为国内逆周期调控，支持抗疫以及扩大基础设施建设的重要工具。为了提升财政政策的政策空间，发挥债券市场直接融资功能，2020 年上半年债券市场供给规模大幅提升，2020 年财政赤字率按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券规模拟安排 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。从净融资额来看，5 月份为上半年利率债净融资高峰，另外今年 1 万亿的特别国债全部采用市场化方式发行，有别于前两次特别国债主要采用定向发行的方式，与市场形成预期差的同时，也构成较大的供应压力。预计受特别国债以及地方政府专项债发行影响，7-8 月份利率债供给规模仍然较大，但净融资额较 5 月份将有明显下降。因此债市已经越过年内的供给高峰，下半年来自于供给方面的压力将逐步下

降。

从近期国债期货价格走势来看，7月初国债期货三品种价格均出现一定程度的破位，即跌破了2018年初以来形成的上行趋势线，国债期货牛市行情遭到一定破坏，这可能预示着本轮牛市行情的结束，后期市场面临方向性选择。鉴于当前的经济与政策条件，国债期货直接转熊的条件尚不具备，下半年大概率转为宽幅震荡行情，目前市场收益率仍缺乏持续上行基础，建议关注国债期货低位买入机会。

第一部分 国债长期走势和 2020 年上半年行情总结

一、国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究，利率周期与经济周期密切相关，经济周期决定了利率周期并领先于利率周期，但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降（利率走低）-（政府、企业、居民）加杠杆-经济回升-利率上行-（政府、企业、居民）降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式，一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如，一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期，每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期构成。因此，我们一般观察的短期周期往往表现为 3 年左右一个轮回。以债市为例，目前国内利率周期处于 2008 年以来的第四轮利率周期的下行阶段，前三轮利率周期分别为 2008 年到 2011 年底，2012 年到 2014 年初，2014 年初至 2017 年底，每轮周期持续 3 年左右的时间。2018 年初以来利率进入第四轮周期的下行阶段，目前仍处于本轮周期过程中，市场可能处于牛熊转换期，因此波动幅度明显加大。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

第一轮利率周期以 2008 年国际金融危机爆发为起点，受国际局势影响，国内 GDP 增速自 2008 年初的两位数增长迅速回落，至 2009 年一季度最低下滑至 6.4%。为避免经济硬着陆，2008 年下半年国内推出 4 万亿财政刺激政策，央行也将存款基准利率水平从 4.14% 降至 2.25%，国债市场收益率大幅下行，10 年期国债收益率自 2008 年初的 4.4% 最低降至 2.67。大量的资金供给与超低的利率水平刺激政府部门、企业部门和居民部门集体加杠杆，整体社会债务水平大幅上行。为抑制经济过热的势头，2010 年下半年开始国内紧急加息，1 年期定期存款基准利率水平由 2010 年中的 2.5% 迅速上调，并在 2011 年中达到 3.5% 的水平，10 年期国债到期收益率则由迅速上行至 4% 以上，债务成本的大幅走高迫使企业与居民部门降低自身成本，经济过热的局面得到遏制。

第二轮利率周期自 2012 年开始，国际上欧洲五国债务危机愈演愈烈，并拖累欧洲经济大幅下滑。内外需求同步回落，国内投资、消费、进出口大幅下行，GDP 增速自 08 年金融危机以来首次跌破 8%，全年 GDP 增速创出 13 年新低。在此背景下国内政府推出了一系列稳增长措施，保 8 成为当年的重要任务。当年存款准备金率两次下调，基准利率水平也由 3.5% 经过两次降息达到 3%。国家推出一系列稳定投资增长的政策组合，加快项目审批，基建投资迅速发力，规模远超 2008 年的 4 万亿投资。各地房地产政策也进行了放松，包括在住房公积金和贷款额度进行放款，提供税费优惠，鼓励首套购房，居民部门和政府部门杠杆水平迅速回升。10 年期国债到期收益率水平从 4% 以上在 2012 年年中最低降至 3.3% 以下。2013 年下半年开始，国内经济小周期回升，但实体行业产能过剩问题突出，银行不良贷款风险激增，房地产泡沫在部

分城市出现破裂，金融体系内资源错配期限错配严重，资金成本迅速提升，企业再次进入被动去杠杆，10年期国债收益率迅速升至4.7%以上。

第三轮利率周期从2014年开始，企业大规模去产能、降库存，房地产各指标均现负增长，实体经济快速下滑，中国经济进入供给收缩期。2014-2015年国内央行通过6次降息将基准利率水平由3%降至1.5%，大型金融机构存款准备金率也由20%降至17%，对应的10年期国债收益率水平由3.5%以上在2016年初最低降至2.7%左右。供给侧产能主动去化叠加2015年底中央经济工作会议提出的“三去一降一补”供给侧改革政策推进，2016年供给收缩与国际经济复苏需求提升出现错配，大宗商品价格大幅上行，国内外经济也呈现周期性回升。实体行业投资回升，房地产价格大幅上行，带动利率水平走高。去杠杆政策在金融体系演变成监管的不断加强，2017年10年期国债收益率水平由3%最高升至3.9%以上。2017年下半年我们曾预测，利率已经处于十年来第三轮利率周期的后半部，当利率上行触发各部门主动去杠杆，企业利润大幅收缩，经济再次出现失速风险时，将是利率顶部区间。这些预测在2018年基本得以验证。

第四轮利率周期从2018年初开始，全球经济受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突频繁等因素影响，国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足，全球主要央行开启新一轮量化宽松之路，全球市场收益率水平不断走低。国内经济增速也处于台阶式下滑过程中，外部不确定性较强，内部复苏进程缓慢，市场收益率受到宏观经济条件的约束。目前本轮牛市周期已经延续两年半的时间，2020年上半年国债期货已经进入牛市尾端，但熊市条件尚不具备，预计市场收益率将会二次走低，以“W型”完成完成收益率筑底过程，因此，2020年下半年市场趋势性机会不大，但随着收益率大幅波动，市场将存在较大的交易性机会。

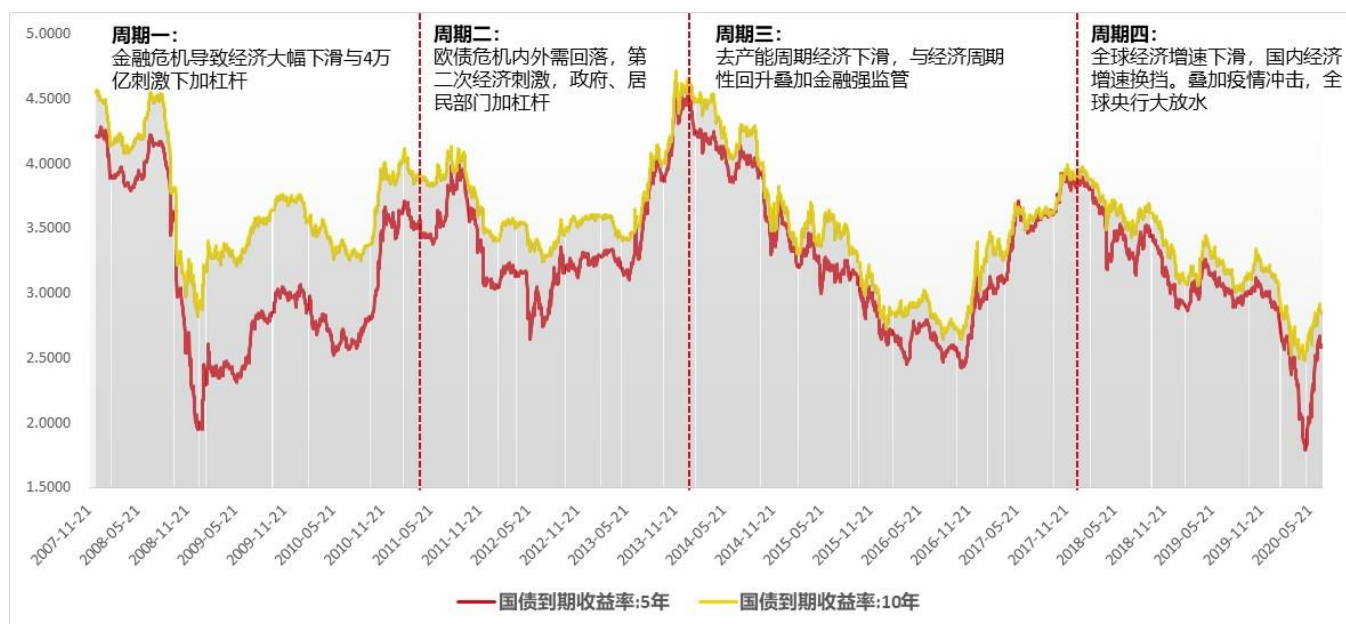


图 1-1：国债收益率仍处于 10 年来第四轮周期的筑底阶段

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

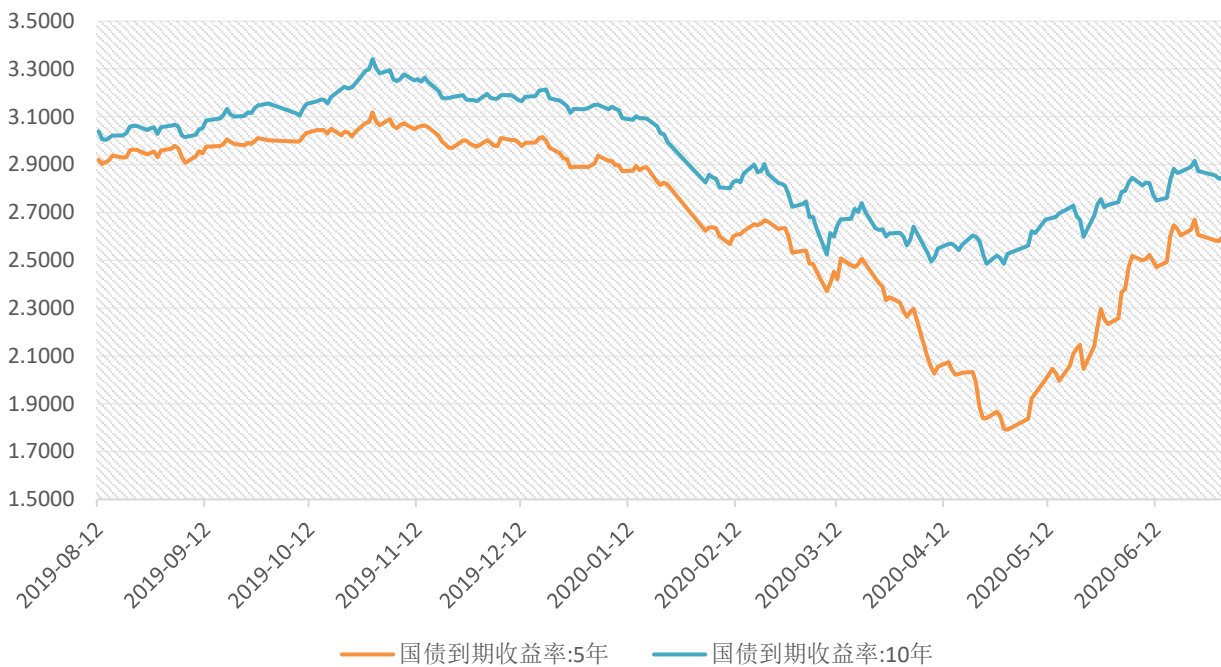


图 1-2：2020 年上半年国债收益率大幅波动

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

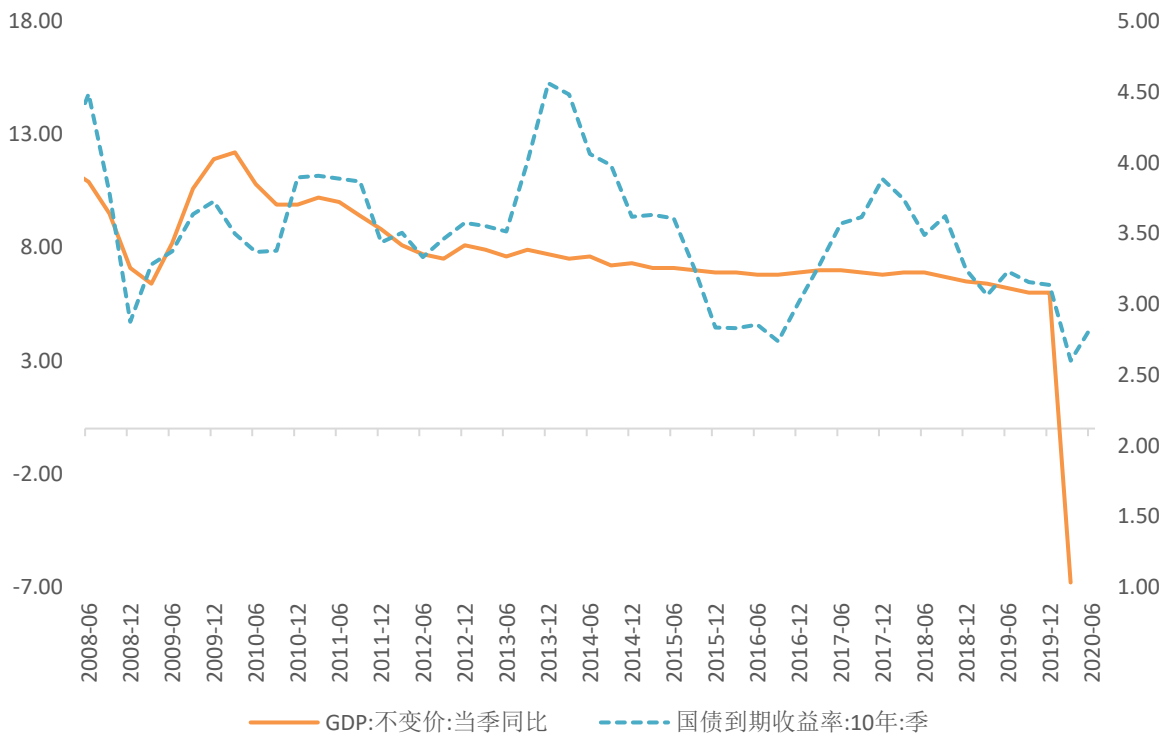


图 1-3：经济下行周期导致收益率走低

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

二、国债期货上半年走势分析

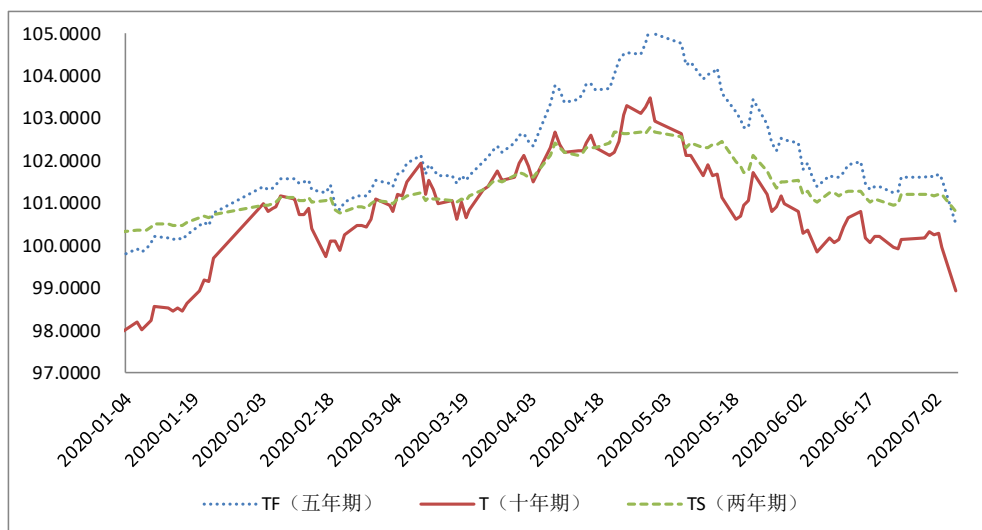


图 1-4：上半年国债期货三品种呈现过山车行情

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

2020 年上半年国债期货价格大幅波动，从利率周期上来看，国债市场仍处于 2018 年年初以来的利率周期中，正如我们在上述长期走势分析中的观点，我们认为国债期货已经进入牛市尾端，但熊市条件尚不具备。在收益率筑底过程中，市场波动往往加大，年内由于疫情冲击改变了国内经济运行节奏，从而在上半年形成了一轮较大的上行和之后的下跌行情，具体来看：

1-4 月份国债期货国债期货大幅走高。10 年期国债收益率向下突破 3% 后大幅走低，最低下探至 2.5% 左右。经济层面，全球公共卫生事件呈加速蔓延态势，叠加原油价格战影响，全球经济陷入衰退的概率大增，金融市场在心理因素与流动性双重打击下，出现大幅波动。为减轻疫情对经济的影响，稳定市场情绪，全球主要经济体财政与货币政策呈现双向宽松的格局。美联储推出无限量 QE，同时把利率直接降到了 0。在 G7 以及 G20 特别峰会上，各国也是达成了重要共识，“不惜一切代价”采用所有可行的政策工具，将新冠病毒大流行对全球经济和社会的损害降到最低。国内相继出台各项重磅政策，要求积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，在此基础上推出三项重磅政策，适当提高财政赤字率、发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。央行货币政策从“审慎”再次转向“积极”，连续两次下调政策性金融工具利率 30BP，进而带动 LPR 报价利率下行。同时，央行连续 3 次降准或定向降准，将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，连续三次共投放 1.8 万亿专项再贷款资金。经济受到阶段性冲击叠加货币政策宽松，国债期货三品种价格在 1-4 月份快速走高，且上涨斜率明显高于 2018 年以来牛市周期的上行趋势线，国债期货三品种的价格也均创出上市以来的新高。

5-6 月份国债期货价格深度调整，截至 6 月末国债期货三品种价格已经重回年初水平，相当于已经回吐了绝大部分因疫情冲击以及政策宽松所带来的收益率空间。5 月份以后国债期现货市场深度调整主要受三方面因素的影响。一是经济条件出现好转。随着复产复工的推进，国内经济进入补偿性修复阶段，各项经济数据自低位连续回升。二是利率债供给压力大增。5 月份超万亿地方政府专项债集中发行，利率债净融资额创年内新高。6-7 月份 1 万亿特别国债全部采取市场化发行，有别于前两次特别国债主要采用

定向发行的方式，与市场形成预期差的同时，也构成较大的供应压力。三是来自于货币政策的边际收紧。5月份以来，央行有意引导货币市场资金利率回归正常水平，打击资金空转以及结构性存款的大规模虚增，防范资金在金融体系内空转套利。在全球主要央行已经基本用尽弹药的情况下，我国央行尤其珍视正常货币政策空间，因此总量性货币政策虽然仍有空间，但持续引而不发。

展望后市，我们认为当前国债期货牛市已然结束，但熊市条件尚不具备，下半年大概率迎来宽幅震荡行情，当前国内期货价格调整已经非常充分，市场收益率缺乏持续性上行基础，操作上逢低买入的性价比更高。

第二部分 疫情重创全球经济 国内经济呈现V型复苏

2020年上半年国债期货价格虽然大幅波动，但基本仍处于2018年初以来的上涨行情趋势中，也就是说本轮上涨趋势已经延续两年多的时间，这在利率周期中已经属于比较长的，由于利率周期紧密围绕着经济周期运行，从过去十几年的经验来看，每轮利率周期的跨度基本在3年左右，其中就包含一轮利率上行和下行的过程。所以站在年初全球公共卫生事件爆发前，我们其实并不太看好一二季度国债期货价格，认为上半年国债价格可能会有一轮调整。但是受全球公共卫生事件蔓延影响，疫情直接改变了经济运行的内在逻辑和节奏，也打破了技术分析的有效性。1-4月份国内经济受疫情冲击，各项经济数据大幅下滑，国内货币政策紧急转向宽松，双重因素基本确定了年内收益率的低点。1月下旬十年期国债收益率向下突破3%后一路走低，最低于4月下旬下行至2.5%下方，之后随着国内经济数据逐步修复，货币政策边际收紧，市场收益率水平不断走高，截至7月初已经重回3%上方。因此，从年内来看，疫情冲击下，国内经济与国债市场收益率大概率均将呈现深“V型”表现，4月份经济与政策条件的特殊组合所形成的低点年内料难以突破，在市场收益率先于国内经济完成“V型”反转后，我们对于下半年债券市场并不是特别悲观，市场大概率由牛市行情转为震荡行情，具体要看疫情的发展情况以及经济的恢复速度和程度。

从国内经济数据来看，4月份后产出端快速恢复，同比增速率先转正，5月份同比增速进一步扩大。其中，1-5月规模以上工业增加值同比增速为-2.8%，较前值-4.9%继续改善；5月当月规模以上工业增加值同比增长4.4%，较前值3.9%继续加速。企业复工复产恢复正常生产经营，叠加各项促内需政策，导致与房地产和基建相关度较大的行业，如黑色等表现相对较好，制造业则受继续外需拖累，表现相对较弱。

需求端，投资方面，1-5月城镇固定资产投资累计同比增速为-6.3%，弱于预期的6%，强于前值的-10.3%。三大投资中，房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-0.3%、-3.31%、-14.8%。5月当月房地产、基建、制造业投资增速分别为8.09%、10.89%、-5.33%。投资增长延续修复态势，地方政府专项债、特别国债的发行对于基建投资将持续构成支撑。房地产销售回暖则有利于上游开工和施工等延续超预期表现，因此，基建与房地产投资仍是相对确定的增长点。制造业投资修复速度相对缓慢，主要由于海外疫情与国内不同步，且疫情控制力度不足，导致疫情延续期拉长，经济重启进程遇阻，外需成为限制制造业恢复重要因素，预计全球疫情将于3季度出现明显的好转。随着库存周期的转向，以及海外经济体逐步重启经济推进，未来制造业也将逐步修复。消费方面，1-5月社会消费品零售总额同比增长-13.5%，弱于预期的-11.9%，但是较前值-16.2%继续改善；扣除价格因素的1-5月社会消费品零售总额同比增速为-15.86%，较前值18.88%有一定改善。5月当月同比来看，名义社消和实际社消增速分别为-2.8%和-3.7%，较前值-7.5%和-9.1%有明显改善。随着疫情的好转和防疫政策的逐步解除，非必需品、耐用品以及服务消费正迎来改善。汽车等耐用品消费需求短期释放并回补之前受阻的需求，只有有望进入平稳增长，服务消费可能有更强的延续性。但需注意由于疫情对就业和居民收入的冲击，消费暂难回到疫情前的水平。综合来看，国内经济持续呈现

补偿性修复，在生产端和需求端的共同拉动下，二季度将是边际修复速度最快的阶段，下半年国内经济有望继续好转，但各项经济数据修复速度将呈现边际递减的态势。二次疫情风险以及贸易冲突等问题仍将是下半年的重要不确定因素。

物价方面，2020 年国内物价水平总体平稳，通胀压力不大，受翘尾因素以及肉价周期影响，CPI 增速总体呈现前高后低态势。上半年国内 CPI 同比增速从年初的 5.4% 回落至 6 月份的 2.5%，PPI 增速则呈现探底回升的态势，由 1 月份的 0.0%，最低回落至 5 月份的 -3.7%，6 月份回升至 -3.0%。预计下半年随着国内外经济的修复性回升，PPI 增速会进一步上行，CPI 仍将受到猪肉价格回落的影响，下半年将加速回落，CPI-PPI 剪刀差继续收敛。下半年国内出现通胀或通缩的风险均不大。有助于货币政策集中于对宏观经济条件的应对，而不至于陷入两难格局。因此，从物价角度来讲，仍然有利于货币政策维持宽松方向。

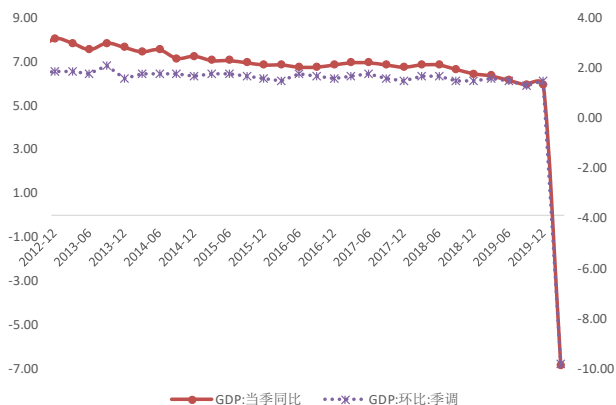


图 2-1: 国内 GDP 大幅下滑

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

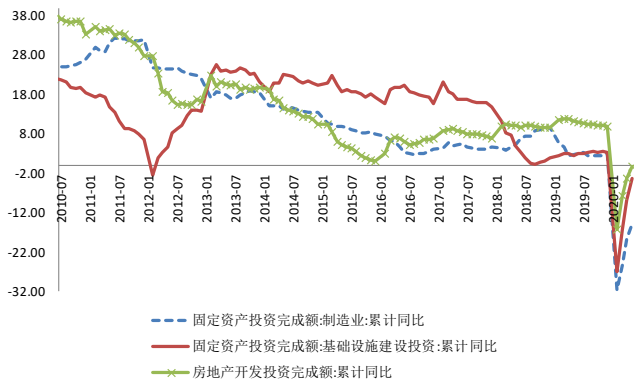


图 2-3: 投资增速有望继续回升

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

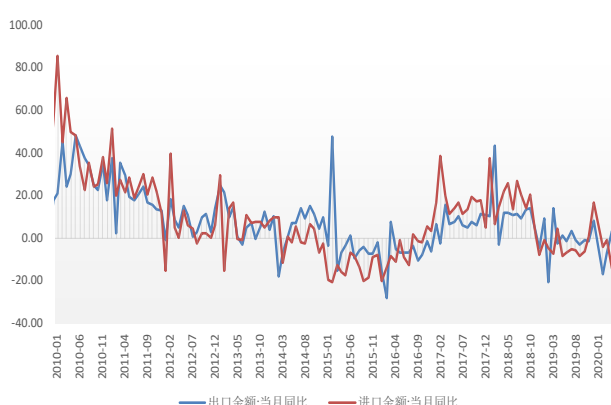


图 2-2: 外需不确定性较大

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

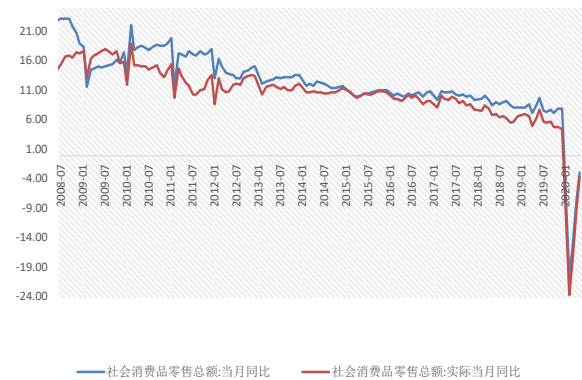


图 2-4: 消费将缓慢恢复

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-5: 工业增加值重回正值

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-6: 发电量数据回到正常区间

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

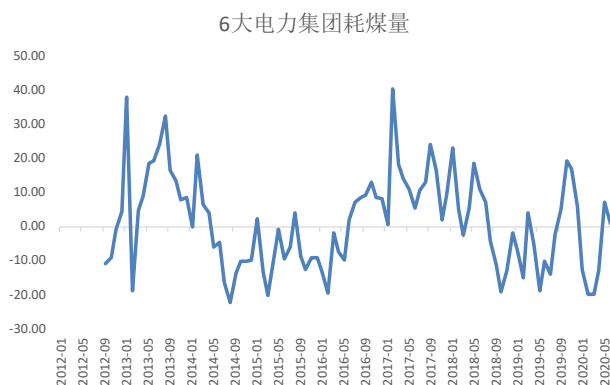


图 2-7: 耗煤量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

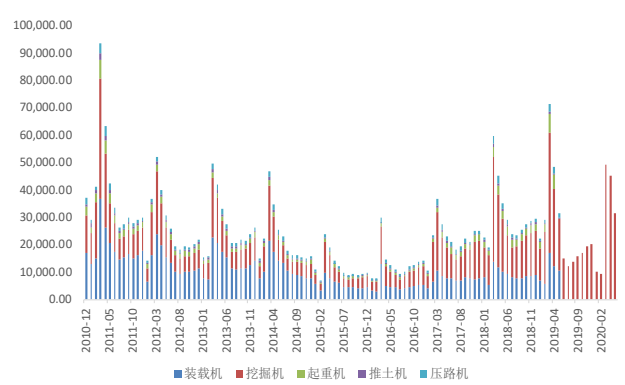


图 2-8: 工程机械销量大增

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-9: 制造业 PMI 快速反弹

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

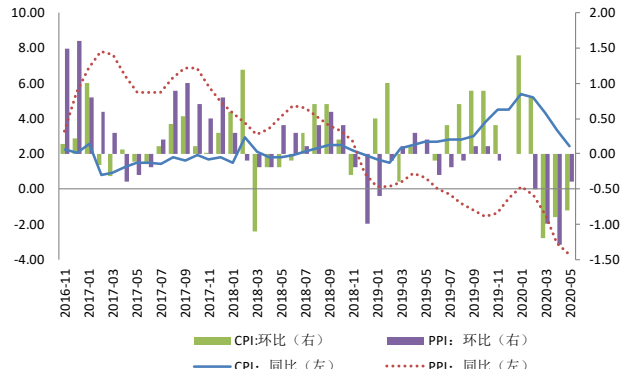


图 2-10: 国内通胀压力暂时不大

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

政策层面, 为了降低疫情对国内经济的影响, 上半年国内出台大量刺激经济的政策, 最高层会议基本保持一周一开的频率。417 中共中央政治局召开会议, 以“极不寻常”、“前所未有”来形容今年国内经济面临的市场环境。首提“六保”, 即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。消费已经成为国内经济增长主动力, 2019 年最终消费支出对国内生产总值增长

的贡献率为 57.8%，高于资本形成总额 26.6 个百分点。在国际疫情发展以及政治格局调整过程中，稳内需的重要性位居首位，消费稳则内需稳，内需稳则经济稳。为了激发市场需求，在外部环境不确定性大幅增加的情况下，稳定内需的重要性大大提升，尤其是促进消费提升投资方面。3 月底，23 部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，出台 19 条举措，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等 6 个方面促进消费扩容提质，助力形成强大国内市场。由于汽车产业由于在制造业中涉及范围广，涉及链条长，带动效果明显。为促进汽车消费，3 月 31 日国务院常务会议上确定，一是将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。二是中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。三是对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。在稳定外需方面，4 月 7 日国务院常务会议决定，推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易等系列举措，积极应对新冠肺炎疫情影响，努力稳住外贸外资基本盘。在投资方面，提前下达、发行并使用地方政府专项债，为了增强专项债再撬动投资方面的杠杆效果，2020 年专项债资金用于项目资本金的比例由 20%提升至 25%。7 月初再次出台政策，允许地方政府专项债注资中小银行资本金，进一步拓宽专项债使用范围。具体来看，在今年 5 月份全国两会后《政府工作报告》中各项政策得以明确，财政政策方面，今年财政赤字从去年 2.76 万亿元增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率从去年的 2.8%提升至 3.6%，另外发行 1 万亿元特别国债。上述 2 万亿元将全部转给地方政府，资金直达基层，主要用于“保就业、保基本民生、保市场主体”，也符合“六保”之中的“保基层运转”的要求。地方政府专项债从去年的 2.15 万亿元提升 1.6 万亿元至 3.75 万亿元。货币政策方面，《政府工作报告》对 M2 和社融余额同比增速的表述从“与名义 GDP 增速相匹配”变为“增速要明显高于去年”。

因此，从经济条件来看，二季度以来，随着复产复工的推进，国内经济进入补偿性修复阶段，各项经济数据自低位连续回升。随着各项经济条件逐步好转，债市的重要驱动因素——经济基本面已经越过低点，市场的驱动因素由经济下行+政策宽松的双轮驱动模式进入政策配合经济修复的新阶段。经济的补偿性修复降低债市的想象空间，且随着经济走出低谷，债市收益率再创前低的可能性大大下降，这意味着本轮牛市行情已经步入尾端，但熊市条件显然还不具备，尤其是经济重新回到正常增长轨道仍需较长时间，在全球经济陷入深度衰退的大环境下，所需的时间周期可能更长。

		2017年		2018年		2019年		2020年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要预期目标	国内生产总值	6.5%	6.9%	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保
	CPI涨幅	3%左右	1.6%	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1351万人	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上
	农村贫困人口					1000万以上	减少1109万	全部脱贫
	城镇调查失业率	-	-	5.5%以内	4.8%-5.1%	5.5%左右	5.3%以下	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	3.90%	4.5%以内	3.80%	4.5%以内	3.62%	5.50%
	单位国内生产总值能耗	下降3.4%以上	下降3.7%	下降3%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	单位国内生产总值能耗继续下降
	宏观杠杆率	-	-	基本稳定	-	基本稳定	-	-
	财政赤字	3%	3%以内	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%
	财政赤字率	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元
	对地方一般性转移支付规模	9.50%	10.10%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-
	广义货币M2同比	8.20%	8.20%	8.10%	8.10%	与名义GDP增速相匹配	8.70%	增速要明显高于去年
	社融余额同比	12%左右	12%	合理增长	9.78%	10.69%	10.69%	
政策	地方专项债券	8000亿元	8000亿元	1.35万亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿
	减税	3500亿元左右	超过3800亿元	8000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	新增减税降费约5000亿元
	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元				
地产	棚户区住房改造	完成600万套	609万套	完成580万套	626万套	-	-	新开工改造城镇老旧小区3.9万个
	进城落户	1300万人以上	1330万人	1300万人	1390万人	-	-	-
基建	铁路建设投资	8000亿元	8010.4亿元	7320亿元	8028亿元	8000亿元	8029亿元	增加资本金1000亿
	公路水运投资	1.8万亿元	22707亿元	1.8万亿元	22973.7亿元	1.8万亿元	23451亿元	-
	水利在建投资	-	-	1万亿	10141亿元	-	-	-
	新建改建农村公路	20万公里	28.5万公里	20万公里	31.8万公里	20万公里	29万公里	-
	中央预算内投资	安排5076亿元	5076亿元	安排5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿

图 2-11：2020 年政府工作报告目标
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

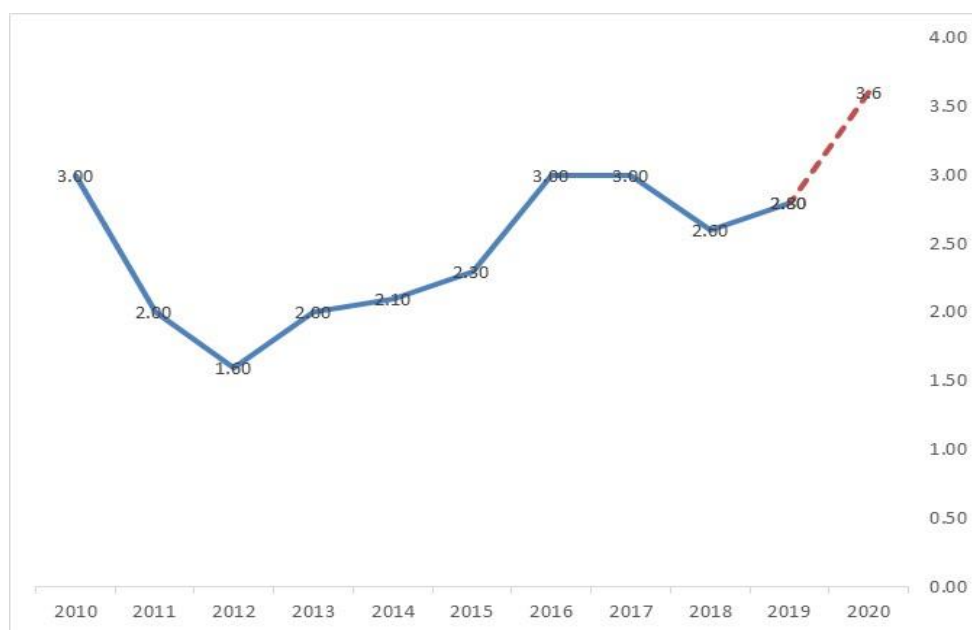


图 2-12：国内财政赤字率大幅提升
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

第三部分 货币政策由全局宽松转向精准滴灌

一、超常规货币政策应对疫情冲击

2020 年上半年国内货币政策保持宽松，其中 1-4 月份为配合抗疫需求，各项货币政策呈现超常规宽松，5-6 月份随着疫情得到有效控制，国内复产复工进度较快，货币政策出现边际收紧，政策方向由总量性政策过渡至更加精准的结构性政策。

传统货币政策中，上半年央行分别在 1 月 6 日、4 月 15 日以及 5 月 15 日连续三次降准或定向降准，释放长期资金 1.2 万亿。连续两次降低政策性金融工具利率 30bp 引导 LPR 报价利率同步走低。另外，特殊时期采取特殊政策，上半年央行连续三次投放再贷款、再贴现额度共 1.8 万亿，有效降低了疫情期间实体企业的融资成本。另外，4 月 3 日央行将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。超额存款准备金利率可以看做是银行持有资金的机会成本，也是利率走廊的实际下限。下调以后会刺激银行把资金更多用于信贷投放，增加对中小企业的信贷融资。这也是 08 年以来，时隔十二年央行再次动用这个工具。

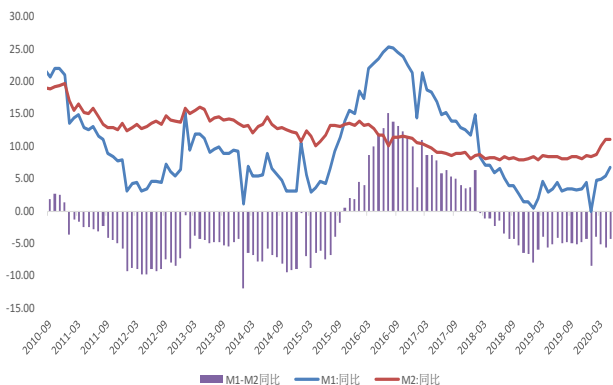


图 3-1: 货币供应增速回升

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

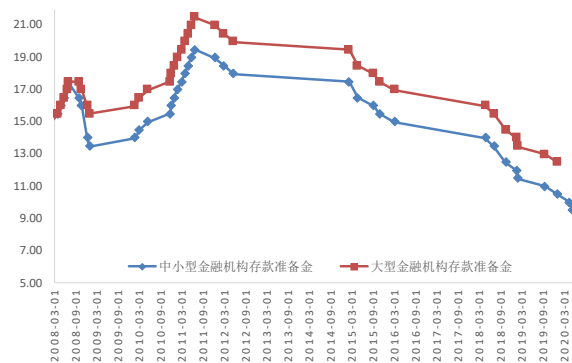


图 3-2: 存款准备金率连续下调

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

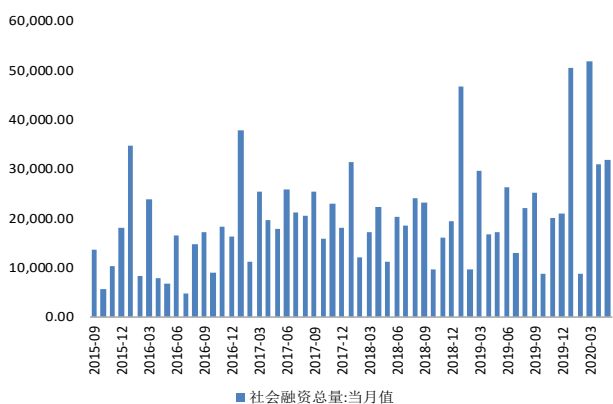


图 3-3: 社会融资总量大幅增加

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

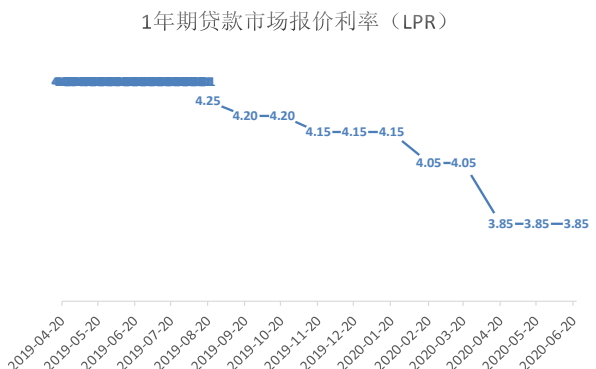


图 3-4: LPR 报价利率继续走低

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

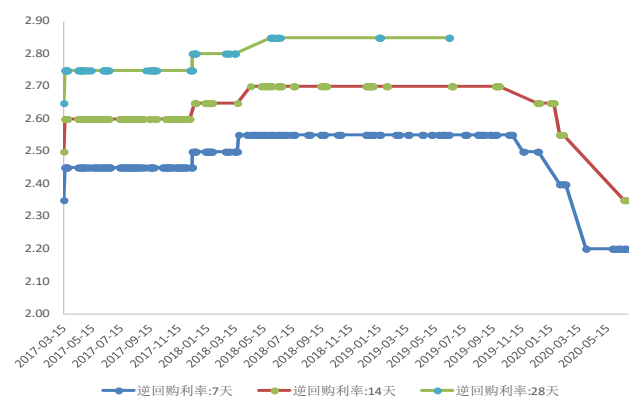


图 3-5: 逆回购操作利率第三次下调

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

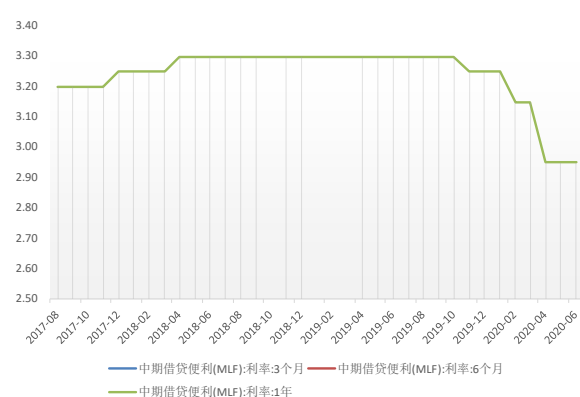


图 3-6: 中期借贷便利（MLF）操作利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

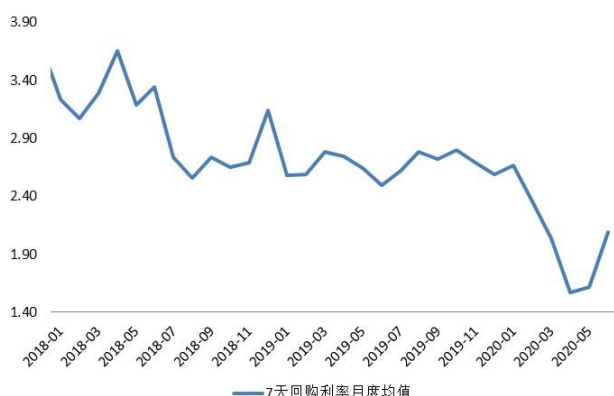


图 3-7：7 天回购利率月度均值再创新低

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

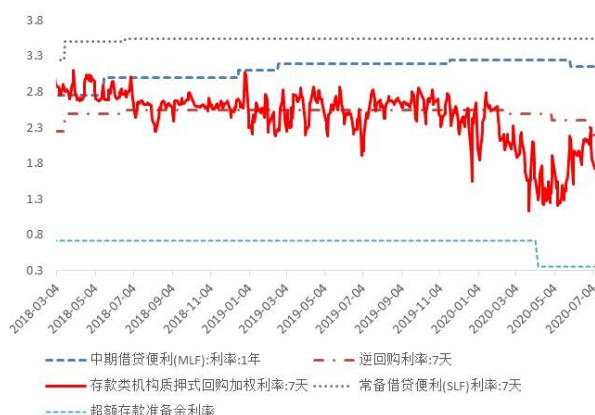


图 3-8：货币市场资金利率逐步抬升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

二、货币政策面临正常化需求

5 月份以后国内货币政策开始出现边际收紧，为打击资金空转以及结构性存款的大规模虚增，央行通过降低短期资金供应，抬高资金利率的方式降低杠杆收益空间。另外，窗口指导商业银行，要求其在年底前大幅压降结构性存款规模，防范资金在金融体系内空转套利。在公开市场操作上，5 月以来央行连续暂停公开市场逆回购投放，降低 MLF 续作规模，市场预期的政策性金融工具利率以及 LPR 报价利率均未出现下调，引发中短端收益率水平快速回升。虽然总量性政策出现了暂停和收紧，但结构性、创新型货币政策继续出台。5 月 28 日，李克强总理在全国两会后的答记者问中，针对当前货币政策提到，“没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。所以我们采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉、下准药。钱从哪里来、用到哪里去，都要走新路。”也就是说当前国内货币政策需要进行创新。6 月初央行“创新直达实体经济的货币政策工具”，创设两个直达实体经济的货币政策工具。一个是“普惠小微企业贷款延期支持工具”，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元；另一个是“普惠小微企业信用贷款支持计划”，预计可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约 1 万亿元。央行新的政策工具一方面解决了中小银行资金来源问题以及在普惠贷款投放和延期上的积极性，另一方面也避免了资金在金融体系内的空转，具有直达实体经济的效果。但从债券投资上来讲，意味着货币政策由“总量到结构”，由“宽货币转向宽信用”的转变，从而对市场形成利空。7 月初央行再次下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，支持地方政府专项债补充中小银行资本金，系列政策仍然以降低实体企业融资成本，增强金融体系服务实体经济的能力为主要目标。617 国务院常务会议指出，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。在货币政策上，提及“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，预计下半年总量政策上，央行仍有 1-2 次降准以及 1 次政策性金融工具利率下调，但在时点可能需要等到经济数据出现显著放缓或者疫情再次出现大幅反弹，近期总量性政策预计将继续引而不发，以结构性政策推动实体经济融资成本下降。

政策导向上，央行二季度货币政策例会指出“稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。”在总量政策上提出要“坚持总量政策适度”。结构性货币政策上提出要“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好 1

万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好新创设的直达实体工具”。相比于今年一季度的例会，本次例会删除了“控通胀”、“逆周期调节”等政策方向性词汇，新增了“坚持总量政策适度”、“坚持稳中求进总基调”、“形成与国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局”等新更富灵活性的词汇。目前来看，央行已经开始有意引导国内货币政策的正常化，在全球主要央行基本上已经将全部政策空间用尽的情况下，我国央行目前尤其珍视货币政策正常化的空间。

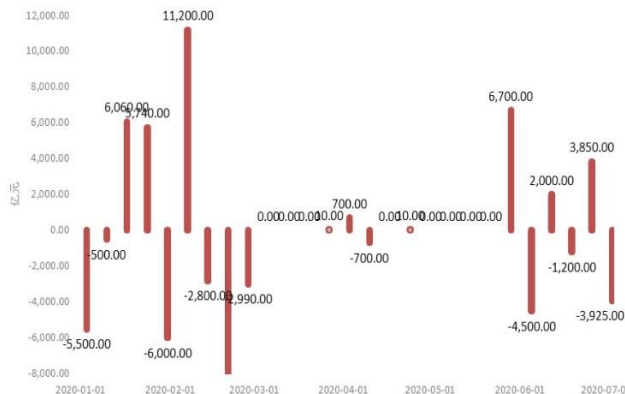
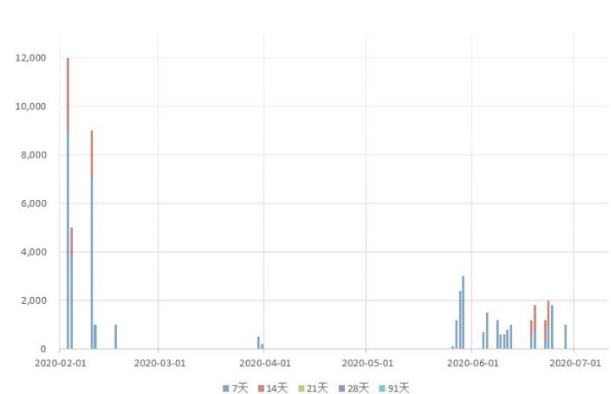


图 3-9: 公开市场净投放

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

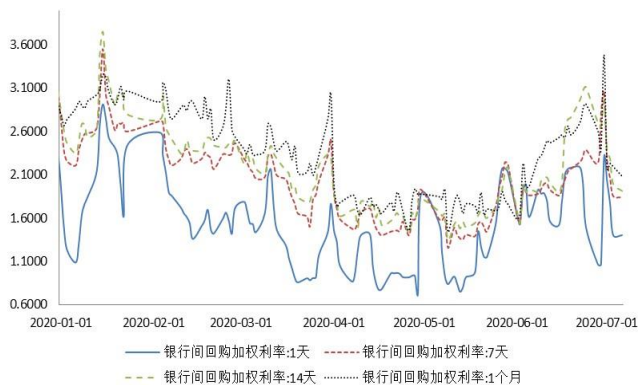


图 3-15: 银行间回购加权利率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

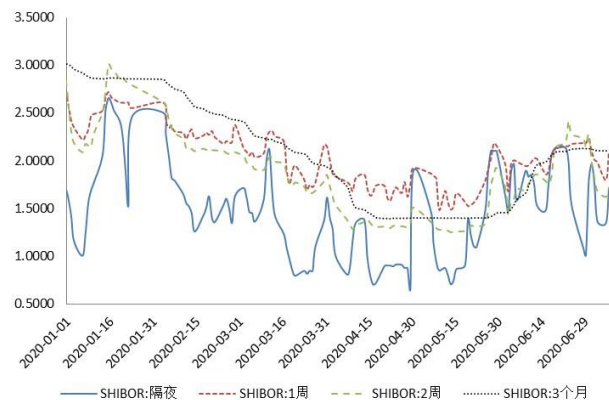


图 3-16: 银行间同业拆借利率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

第四部分 利率债供给规模大增 年内发行高峰已过

2020 年上半年债券市场成为国内逆周期调控，支持抗疫以及扩大基础设施建设的重要工具。为了提升财政政策的空间，发挥债券市场直接融资功能，2020 年上半年债券市场供给规模大幅提升，5 月份全国两会政府工作报告中，在财政政策方面，对今年赤字率按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券规模拟安排 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，因此 5 月份以及 6-7 月份都将是年内利率债的集中供给期。供给压力成为 5-6 月份国债期货价格下跌的主要因素之一。

债券发行方面，中央结算公司发布数据显示，截止 2020 年 6 月底，各类债券发行人累计在全国性债券市场上发行本币债券合计超 10 万亿，同比增长 27.24%。利率债方面，上半年发行记账式国债 2.53 万亿元，同比增长 62.13%；地方政府债 3.49 万亿元，同比增长 22.88%；政策性银行债 2.63 万亿元，同比增长 26.22%。从净融资额来看，5 月份为上半年利率债净融资高峰，单月净融资额达到 1.87 万亿，其中地方政府专项债单月发行规模超万亿，成为发行融资的主力，截至 6 月底地方政府专项债已经完成发行接近 2.4 万亿，距 3.75 万亿的发行安排尚有 1.35 万亿的发行空间。另外今年 1 万亿的特别国债全部采用市场化方式发行，有别于前两次特别国债主要采用定向发行的方式，与市场形成预期差的同时，也构成较大的供应压力。根据财政部公布的 2020 年三季度国债发行计划，7 月累计将发行 11 期抗疫特别国债，包括 8 期 10 年、2 期 5 年、1 期 7 年期，整体发行节奏仍然较为紧凑。这在短期势必会形成一定的供给压力，但我们近期不断强调，由于特别国债募集的资金在下达和使用上速度较快，资金将迅速回流银行，7 月份发行和回流叠加后供给压力将不断减轻。为保障抗疫特别国债平稳顺利发行，财政部称将适当减少 6、7 月份一般国债、地方债发行量，为特别国债发行腾出市场空间。预计 6-7 月份整体净融资额将低于 5 月份供给高峰。因此，特别国债发行所带来的供应压力更多来自于市场的预期差，且资金直达市县基层，因此从银行体系来看，供应压力只是阶段性的。预计受特别国债以及地方政府专项债发行影响，7-8 月份利率债供给规模仍然较大，但净融资额较 5 月份将有明显下降。因此债市已经越过年内的供给高峰，下半年来自于供给方面的压力将逐步下降。

从债市定位和市场需求来看，4 月 9 日中共中央、国务院也指出要加快发展债券市场，稳步扩大债券
请务必阅读最后重要事项

市场规模，丰富债券市场品种，债券市场的重要性大幅提升，当前国内债券市场发行与定价的核心在于基准收益率与信用利差的确定。在4月9日中央出台的第一份要素市场化配置文件中特别提出，稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨，提高债券市场定价效率，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。这说明当前国内利率市场化和债券市场国际化已经进入到攻坚和收尾阶段。另外，除国内投资者外，海外机构继续加仓国内债券，共有近900家境外法人机构进入银行间债券市场，覆盖全球60多个国家和地区，持有人民币债券规模约2.6万亿元。目前全球市场债券收益率普遍偏低，部分发达国家国债收益率处于零附近，甚至进入负值区间，在人民币币值相对稳定，债券收益率较高，对海外机构仍有较强的吸引力。

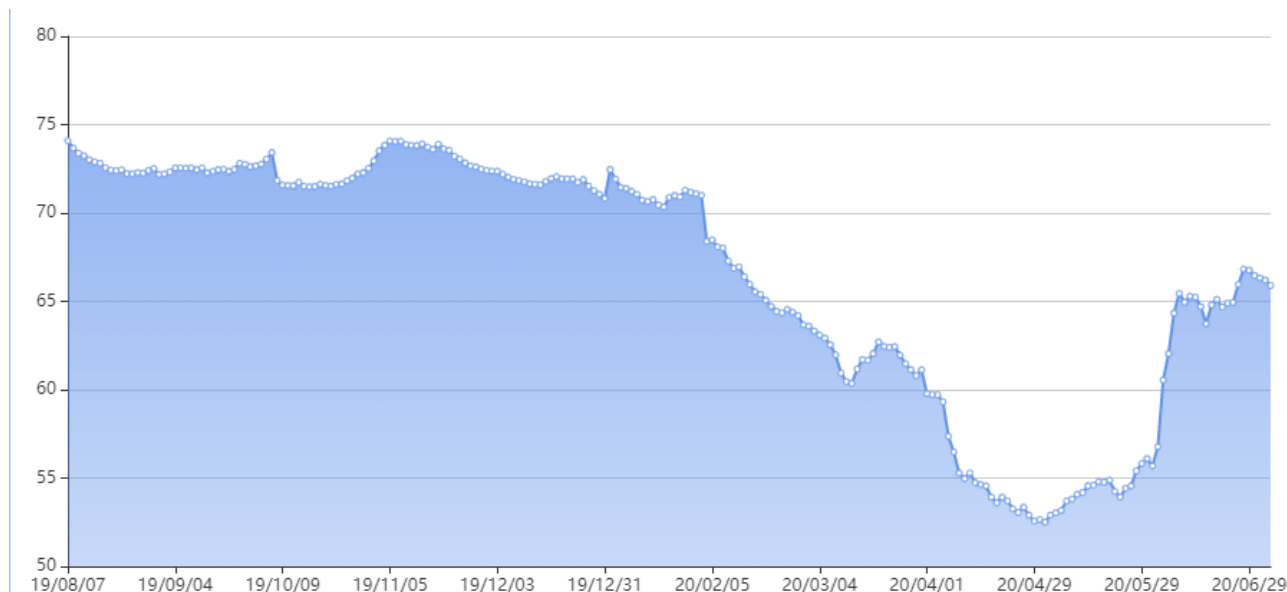


图 4-1: 建行-万得银行间债券发行指数

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

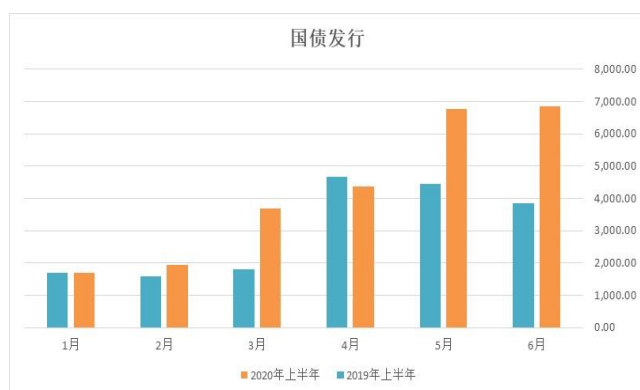


图 4-2: 国债发行发行量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

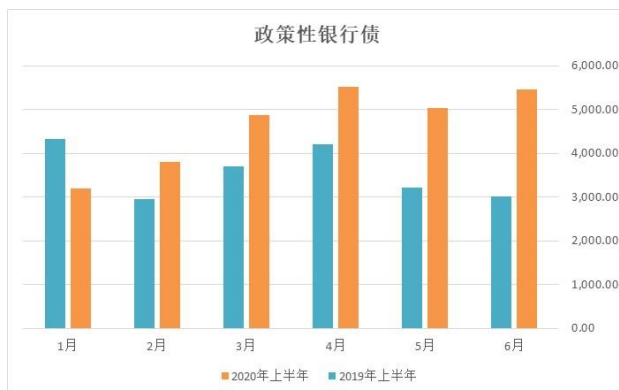


图 4-3: 政策性银行债发行量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

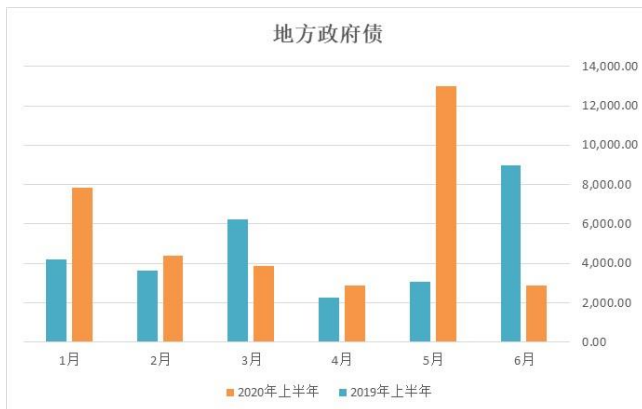


图 4-4: 地方政府债券发行量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

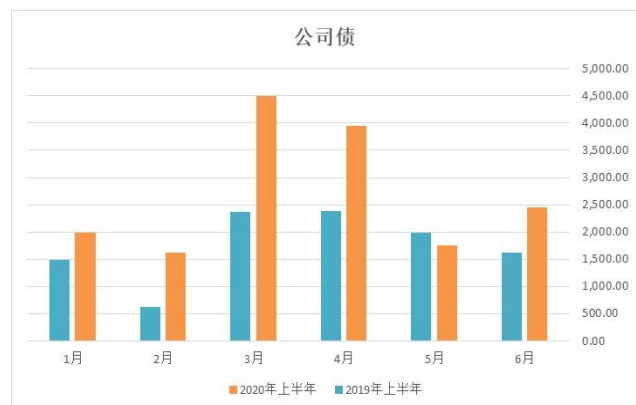


图 4-5: 公司债发行量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

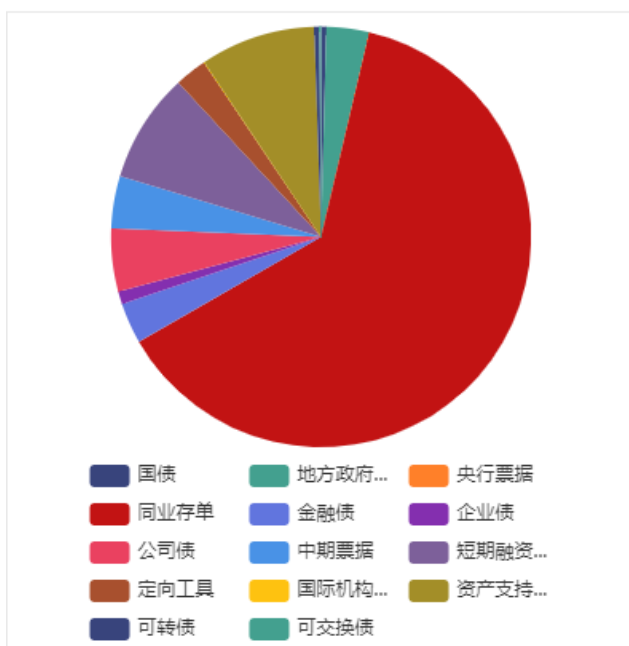


图 4-6: 2020 年上半年主要债种发行结构

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

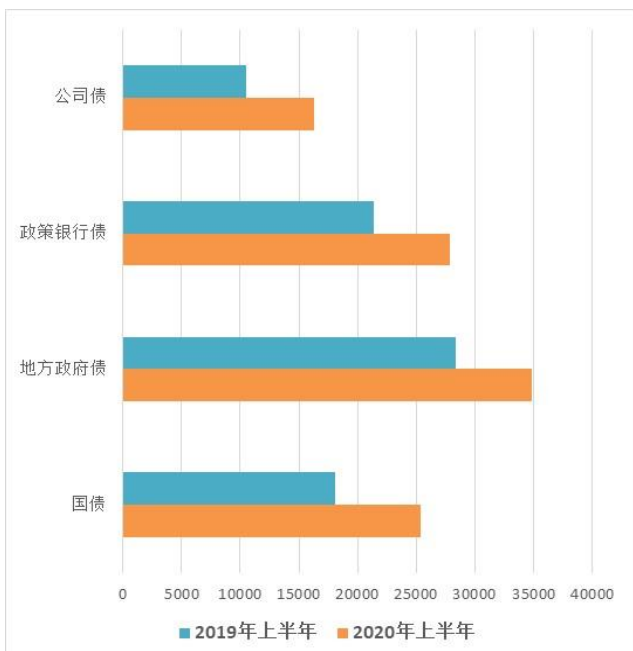


图 4-7: 主要债种发行对比

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

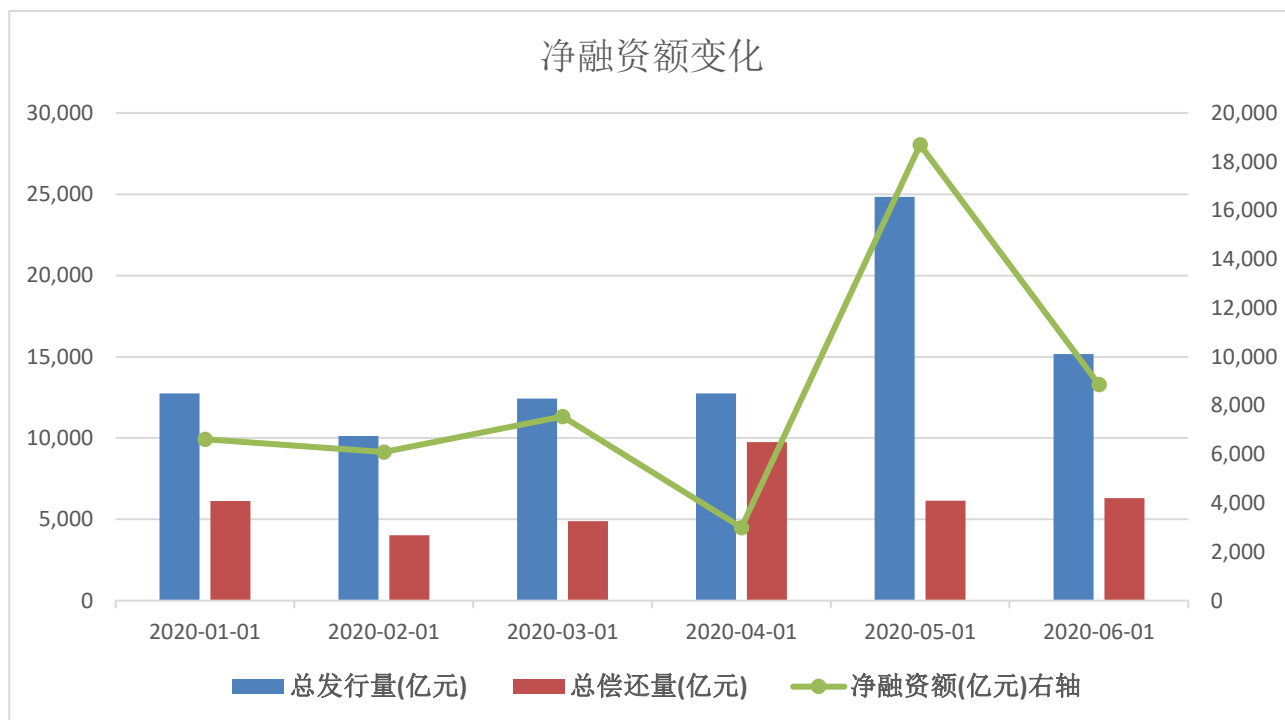


图 4-8: 5 月份为利率债净融资高峰
数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

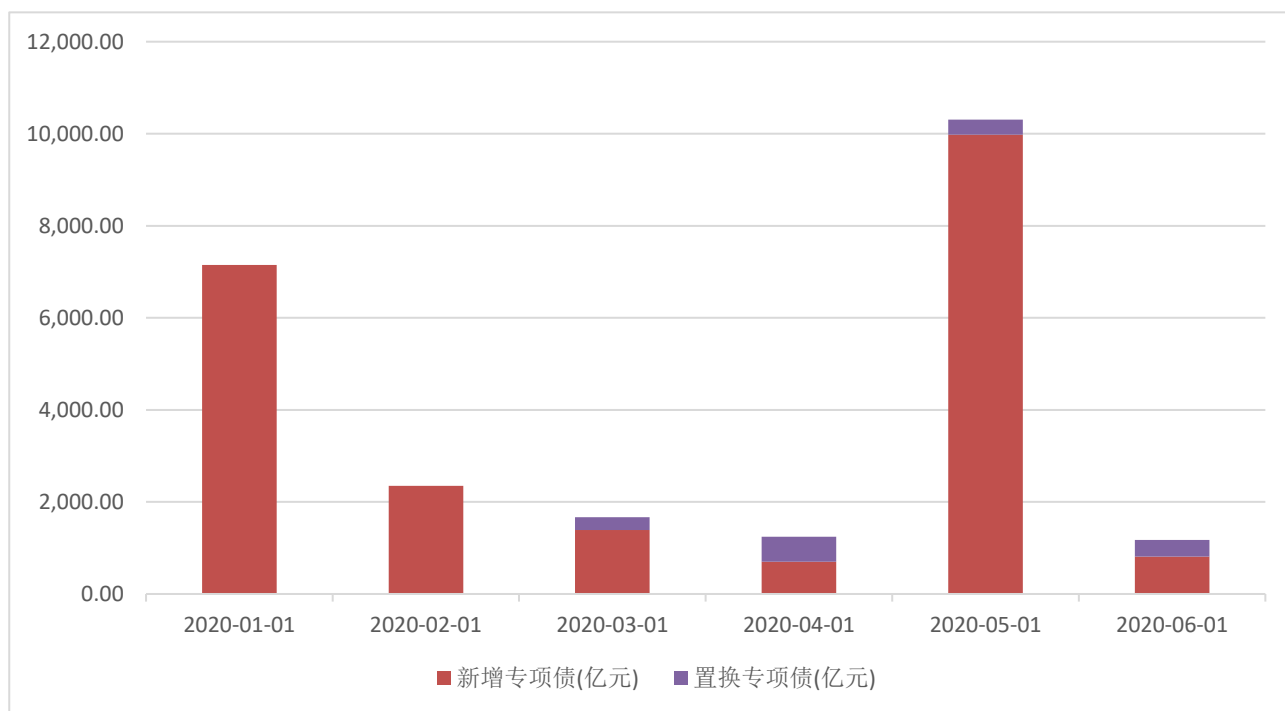


图 4-9: 5 月份地方政府专项债发行规模超万亿
数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

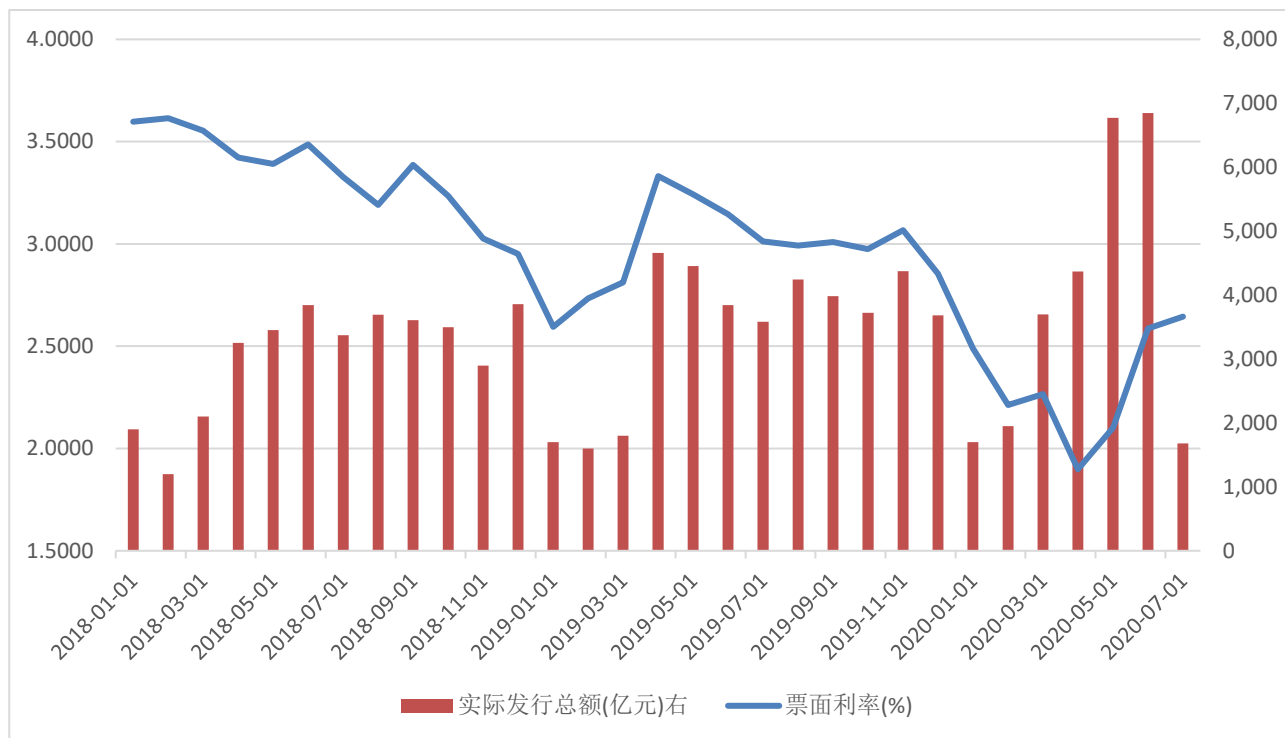


图 4-10: 5 月以后国债发行收益率大幅反弹
数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

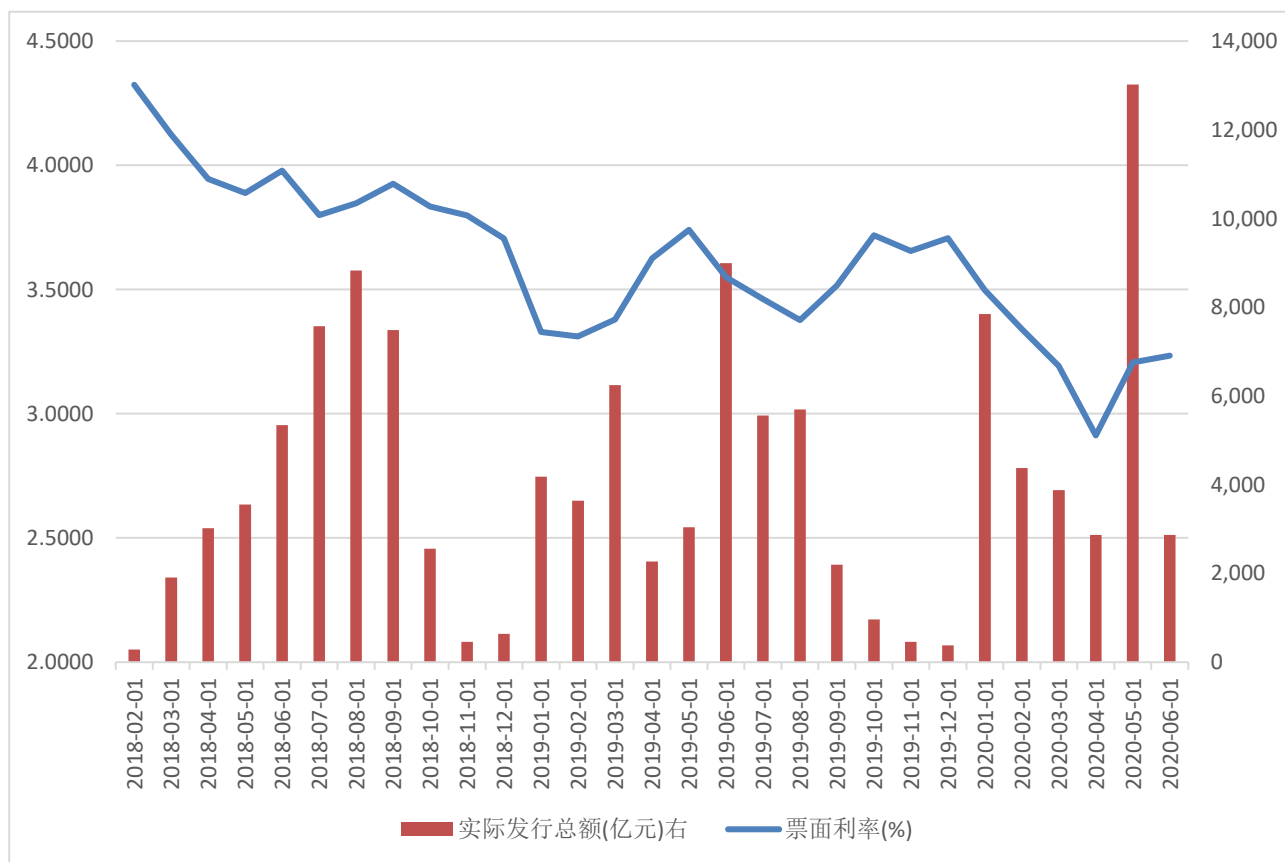


图 4-12: 地方政府债发行收益率底部回升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

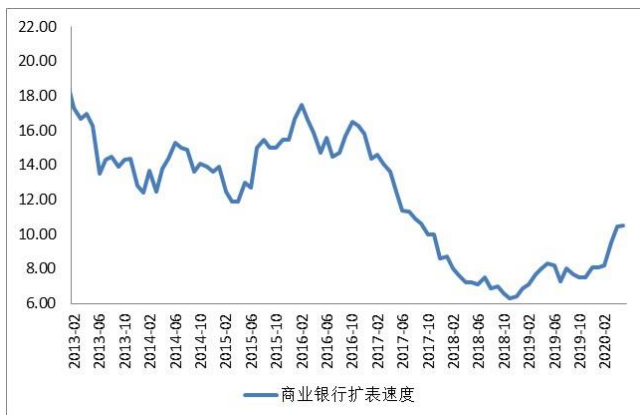


图 4-13：商业银行扩表速度

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

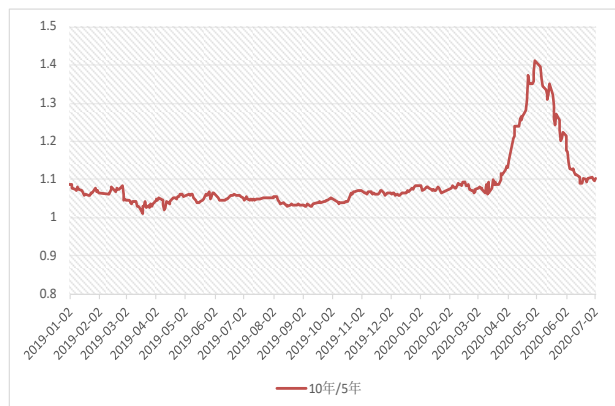


图 4-14：中债银行间国债指数

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

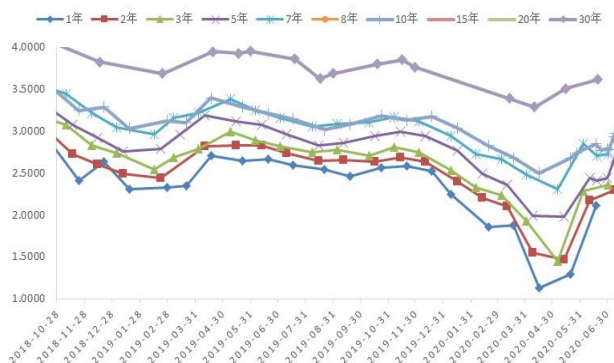


图 4-15：国债中标收益率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

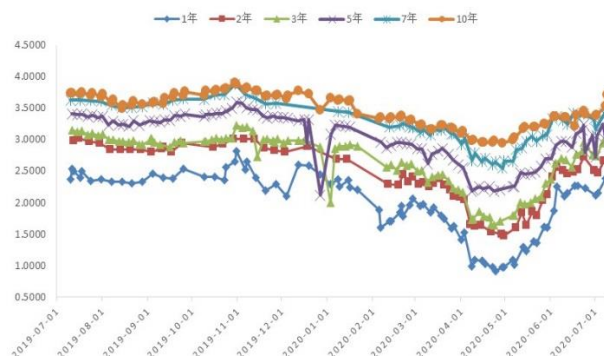


图 4-16：政策性银行债中标收益率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

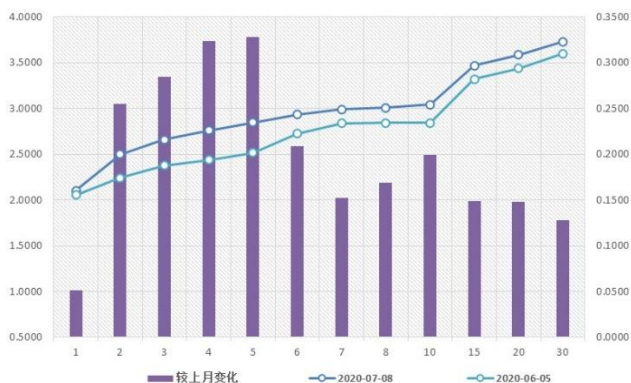


图 4-17：国债收益率期限结构平坦化上移

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

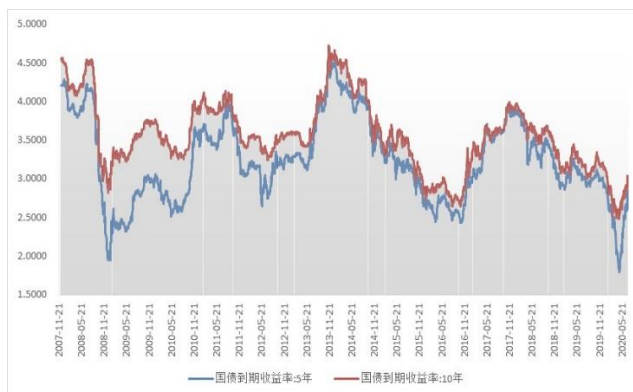


图 4-18：国债收益率 V 型反弹

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

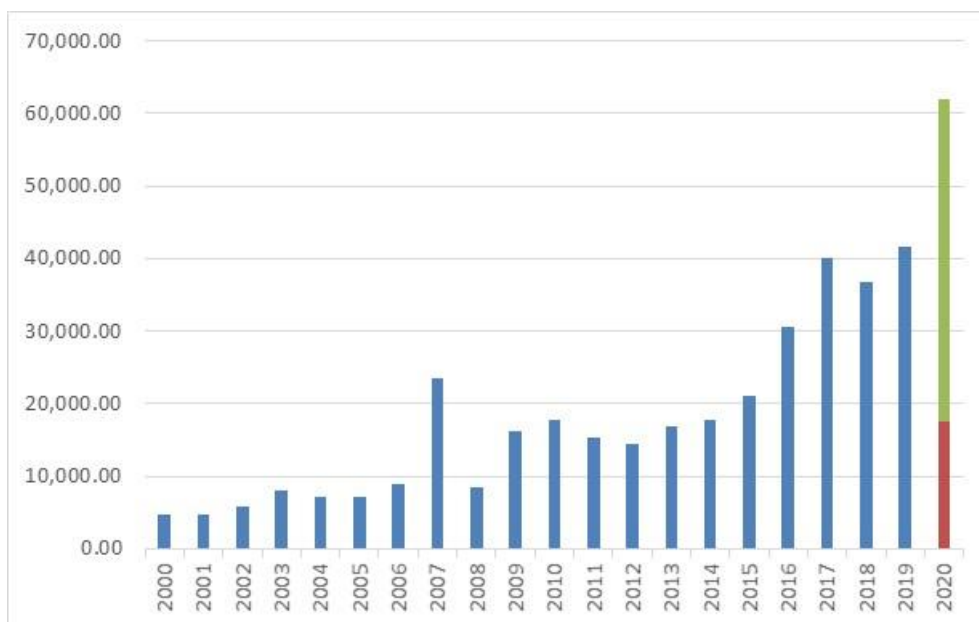


图 4-19：国债发行规模预估大幅提升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

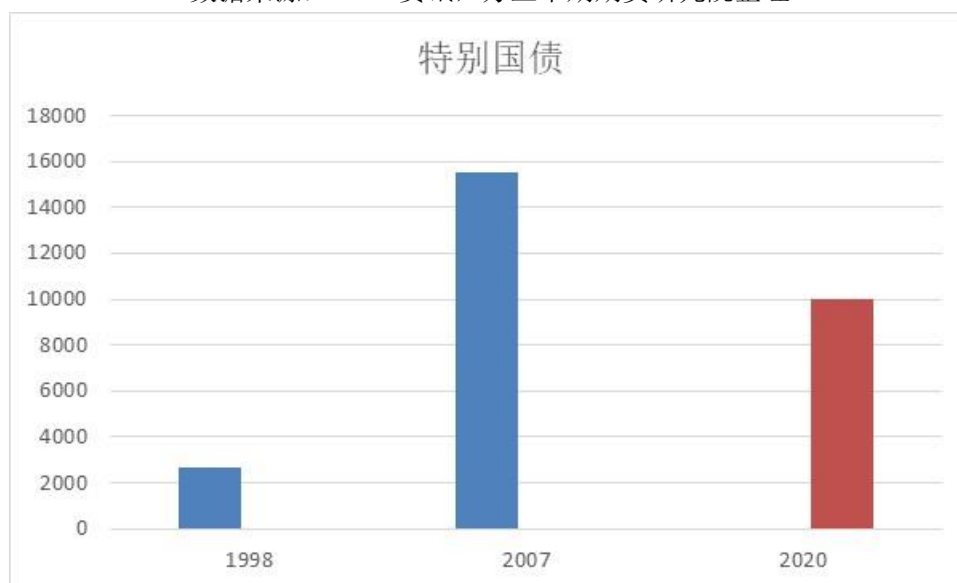


图 4-20：特别国债发行情况

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图 4-21：地方政府专项债规模大增

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

第五部分 全球经济遭受重创 债市收益率维持低位

2020 年上半年新冠在全球范围内呈现疫情大流行，我国防输入压力持续加大。随着疫情的全面爆发，各国及地区均采取“封城”、“封国”等措施应对，旅游业、酒店业、交通业以及娱乐业均受到致命的冲击，服务业是首当其冲的，受影响幅度也是远远超金融危机最严重时期。制造业受到的冲击也更加明显，各主要经济体服务业 PMI 和综合 PMI 均创历史新低。服务业和制造业是经济增长的核心动能，目前制造业和服务业均处于深度衰退中，全球经济在一、二季度遭遇重创，美国、欧洲等主要经济体一季度经济录得负增长，二季度不排除出现两位数负增长的可能。全球经济面临短期休克以及长期衰退的压力。为应对疫情对实体经济以及金融市场的影响，2020 年上半年全球央行开启新一轮降息潮和量化宽松政策，释放流动性，稳定金融市场。3 月 26 日，G20 集团历史上的首次视频峰会召开，宣布启动价值 5 万亿美元的经济冲击计划，而且强调“不惜一切代价”采用所有可行的政策工具，将新冠病毒大流行对全球经济和社会的损害降到最低。发达经济体中，美国连续两次紧急降息至零利率，并启动“无限量 QE”政策。4 月 9 日美联储公布 2.3 万亿美元的额外救助计划，包括启动旨在帮助中小企业以及州和地方政府的计划。此外，美国联邦储备委员会宣布更新二级市场企业信贷工具(SMCCF)，首次在二级市场直接购入单个公司债券。疫情发生以来，美联储资产负债表规模突破 7 万亿美元，在无底线的 QE 下，未来该规模可能会达到 10 万亿美元以上。美联储无底线宽松，无疑是全球买单，联储政治化蜕变，疫情结束后通胀压力可能会非常大。欧洲方面，为缓和欧元区金融环境收紧的问题，欧洲央行采用史无前例的抵押品措施，宣布暂时性抵押品宽松措施，将希腊政府债券纳入抵押品。日本方面，日本首相宣布七个地区进入紧急状态，内阁会议 4 月 7 日通过历史最大规模经济刺激计划，总额达 108 万亿日元。据不完全统计，今年以来降息的发达国家主要包括美国、英国、澳大利亚、

加拿大、挪威、韩国、新西兰等。新兴国家也继续宽松，此前周期中降息次数和幅度就较发达国家更高，印度尼西亚、巴西、俄罗斯、南非、印度今年以来都有过降息举动。随着全球央行开启新一轮降息潮，超宽松的量化政策将会持续，这使得当前已经被压制极低位置的收益率水平继续下行，负收益率阵营继续扩大。

因此，从外部条件来看，当前全球债市收益率水平仍然处于历史低位，全球疫情蔓延，经济陷入深度衰退以及货币政策宽松是收益率保持低位的主要原因。目前，中国疫情已经得到了有效控制，欧洲疫情也已经越过拐点，欧洲疫情已过拐点，处于疫情缓和期；美国二次疫情非常明显，这会阻碍美国经济的复工复产进程。俄罗斯、巴西、印度等新兴市场延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，特别是巴西和俄罗斯，成为当前阶段的核心风险点。巴西、印度和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，大面积蔓延，疫情短时间内将会难以有效控制。新兴市场疫情的大爆发对于世界的影响较为严重。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情或于3季度出现一定好转，但需谨防疫情在秋冬季的再度爆发。特效药以及疫苗仍是疫情最终受控的希望。疫情对全球二季度经济冲击最为严重，随着各国相继重启经济，下半年全球经济弱复苏将会开启并且持续进行。

考虑到2019年在全球债市收益率普遍下行的情况下，我国国债收益率水平几乎没有变化，突出的反映是国内外利差水平迅速放大。新冠疫情发生后，虽然我国国债收益率明显走低，但全球主要经济体国债收益率同样大幅走低，目前，美国、德国、日本等国10年期国债收益率继续保持在历史低位，英国、意大利甚至印度、巴西等新兴市场国家近期10年期国债收益率还有不同程度的下行。反观国内，以10年期国债收益率为例，截至7月初，收益率水平较4月底低位以来已经上行超55BP，重回3%上方，基本上已经回到年初1月份的水平。短端2年期、5年期收益率上行幅度更大，分别较4月底低位上行超120bp和100bp，均已回到1月份的水平。中美十年期国债收益率利差已经达到230BP以上，较2月初以来已经扩大近120BP，该价差已经超过2011年高点，并创出历史新高。对比来看，国内债券的估值优势和配置价值依然非常明显。

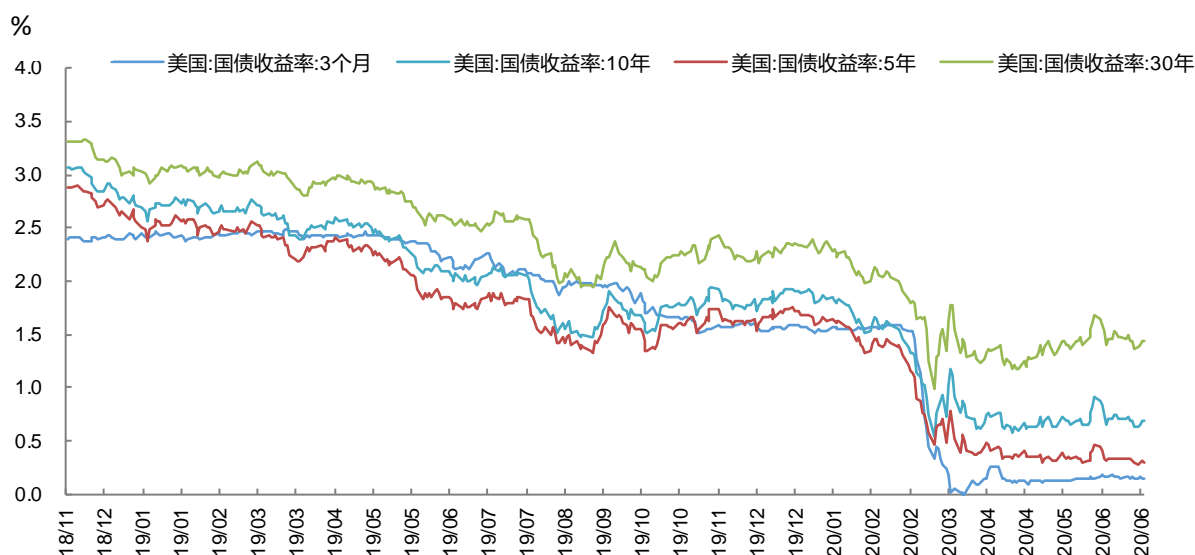


图 5-1：美国国债收益率变动情况

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

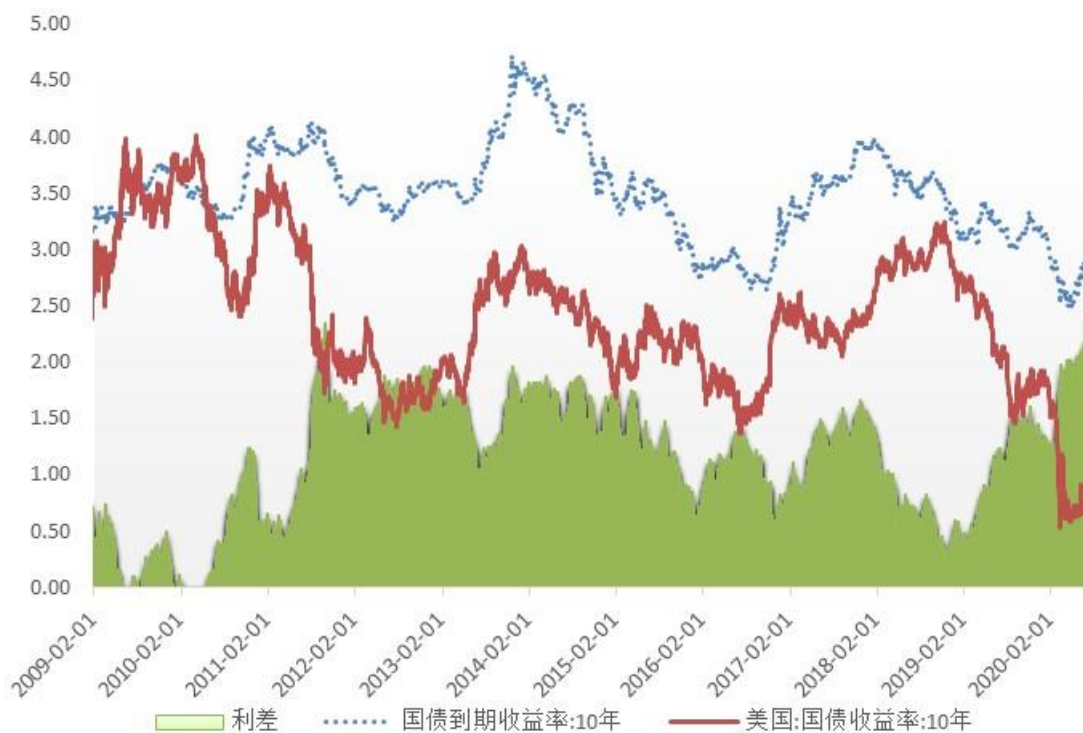


图 5-2：中美国债收益率利差维持高位
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

第六部分 期货价格技术与展望



图 6-1：10 年期国债期货走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理



图 6-2：5 年期国债期货走势
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-3：2 年期国债期货走势
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

2020 年上半年国债期货价格出现大幅波动，其中 1-4 月份价格大幅冲高，5-6 月份快速回落，虽然价格波动幅度较大，但仍处于 2018 年年初以来的上行趋势中，且价格运行周期与前三次周期在时间维度上基本相当。截至 7 月初，国债期货三品种价格已经逼近年初水平，相当于完全回吐了疫情对经济的冲击以

请务必阅读最后重要事项

及政策宽松所带来的收益率空间。从技术来讲，7月初国债期货三品种价格均出现一定程度的破位，即跌破了2018年初以来形成的上行趋势线，国债期货牛市行情遭到一定破坏，这可能预示着本轮牛市行情的结束，后期市场面临方向性选择。鉴于当前的经济与政策条件，国债期货直接转熊的条件尚不具备，下半年大概率转为宽幅震荡行情，目前市场收益率仍缺乏持续上行基础，建议关注国债期货低位买入机会。

TF主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	-0.53%	-0.87%	1.72%	2.28%	3.77%
波动率(年化)	3.70%	4.61%	3.85%	2.87%	9.83%
振幅	1.79%	4.18%	5.44%	6.09%	2.39%
T主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	-0.90%	-1.52%	2.20%	2.89%	5.33%
波动率(年化)	4.01%	4.99%	5.08%	4.01%	12.65%
振幅	1.70%	3.77%	5.73%	6.67%	3.74%
TS主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	
涨跌幅	-0.26%	-0.49%	0.80%	1.09%	
波动率(年化)	1.94%	2.53%	2.03%	1.49%	
振幅	0.93%	2.09%	2.58%	3.08%	

图 6-4：国债期货交易统计（截止 2020 年 6 月 30 日）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

跨期套利机会上，国债期货当季与次季价差主要反映市场对于两个时点经济基本面的预期差。4-5 月份国内各项经济数据快速回升，但边际恢复速度开始下降，市场修复对于远端经济过于乐观的预期，近远期高价状态差得以修复，目前来看，该价差已经回到合理区间，阶段性操作空间不大。

跨品种套利机会上，由于货币政策收紧的担忧，中短端收益率上行幅度大于长端，导致国债期货 2 年期与 5 年期品种调整幅度明显大于 10 年期品种。以 5 年期品种与 10 年期品种之间的价差为例，随着收益率曲线的形状平坦化，该价差已经重回均值附近。后期收益率曲线有望重新陡峭化，中短期品种交易机会更大。建议可适当做多中短端品种，做空长端品种，捕捉短端与长端间跨品种价差再次扩大的机会。

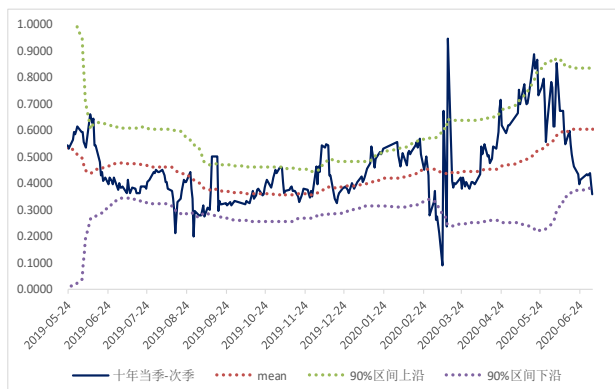


图 6-5: 10 年期国债期货当季-次季价差走势
数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-6: 五年期国债期货当季-次季价差走势
数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-7: 两年期国债期货当季-次季价差走势
数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-8: 五年期与十年期国债期货价差走势
数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

第七部分 总结全文和下半年操作建议

2020 年上半年国债期货价格出现大幅波动，其中 1-4 月份价格大幅冲高，5-6 月份快速回落，虽然价格波动幅度较大，但仍处于 2018 年年初以来的上行趋势中，且价格运行周期与前三次周期在时间维度上基本相当。截至 7 月初，国债期货三品种价格已经逼近年初水平，相当于完全回吐了疫情对经济的冲击以及政策宽松所带来的收益率空间。

上半年国债期货价格波动虽大，但紧密围绕经济、政策和供给三条主线运行。1-4 月份国内经济受疫情冲击，各项经济数据大幅下滑，国内货币政策紧急转向宽松，双重因素基本确定了年内收益率的低点。5 月份之后随着国内经济数据逐步修复，货币政策边际收紧，利率债供应压力大幅提升，国债市场收益率水平不断走高。下半年国内经济将继续修复性增长，但将呈现边际递减的态势，经济重新回到正常增长轨道仍需较长时间，在全球经济陷入深度衰退的大环境下，所需的时间周期可能更长，市场收益率缺乏持续上行基础。下半年央行货币政策宽松步伐料继续放缓，预计下半年仍有 1-2 次降准以及 1 次政策性金融工具利率下调，但在时点可能需要等到经济数据出现显著放缓或者疫情再次出现大幅反弹，总量

性政策预计将继续引而不发，以结构性政策推动实体经济融资成本下降。供给方面，5 月份为上半年利率债净融资高峰，受特别国债以及地方政府专项债发行影响，7-8 月份利率债供给规模仍然较大，但净融资额较 5 月份将有明显下降，债市已经越过年内的供给高峰，下半年来自于供给方面的压力将逐步下降。

展望后市，7 月初国债期货三品种价格均出现一定程度的破位，即跌破了 2018 年初以来形成的上行趋势线，国债期货牛市行情遭到一定破坏，这可能预示着本轮牛市行情的结束，后期市场面临方向性选择。鉴于当前的经济与政策条件，国债期货直接转熊的条件尚不具备，下半年大概率转为宽幅震荡行情，目前市场收益率仍缺乏持续上行基础，建议关注国债期货低位买入机会。

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
