

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

避险情绪发酵，
债市仍是避风港

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



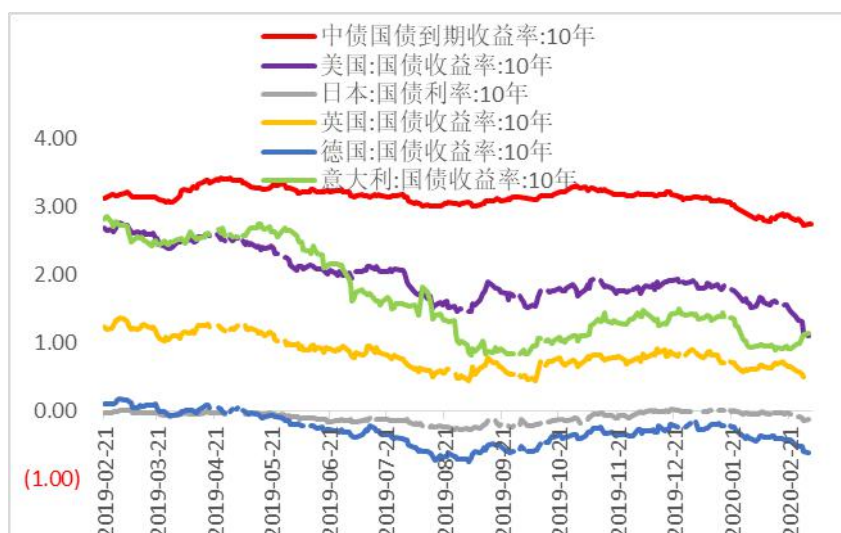
摘要：近期，国内疫情发展向好，但海外疫情不断发酵，市场风险偏好回落。本周初，海外多国开启降息操作，叠加国内经济增长压力，国内货币政策宽松预期强烈，国债期货走势节节攀升。

多国开启降息操作，中债配置价值凸显

2月下旬开始，日本、韩国、意大利、伊朗等国新冠疫情确诊病例数快速上升，同时欧洲和中东多国出现意大利和伊朗的输入病例。截止3月3日，除中国外，全球70多个国家出现新冠肺炎确诊病例累计确诊人数超过10000例。海外疫情的扩散引发权益市场大幅调整，避险情绪升温，十年美债收益率不断下行创历史新低。

面对金融市场的剧烈波动和经济前景的不确定性，包括澳大利亚、马来西亚、美国在内的多个国家已经开启降息操作。3月3日晚，美联储声明“新冠病毒对经济构成了不断变化的风险”，“为支持实现最大的就业率和价格稳定目标”，决定下调基准利率50个基点，同时降低超额准备金率50个基点至1.1%。此次降息幅度符合预期，但降息时间提前超出预期值得关注。历史上美联储紧急降息50基点及以上，往往预示美国经济衰退风险处于较高水平，比如互联网泡沫破裂后2001年1月降息50个基点、2001年“9.11”袭击后当月降息50个基点、次贷危机蔓延2008年1月降息75个基点，此后美股下跌风险仍然较大，而债市在避险情绪下收益率仍有下行空间。目前市场预期年内美联储仍有1-2次降息操作，延缓衰退到来。

此前七国集团（G7）财政部长和央行行长发表声明，正在密切监视新冠病毒扩散及对市场经济状况的影响，承诺使用所有适当的政策工具实现强劲可持续的增长并防范下行风险。目前来看，美联储的提前降息打破非美国国家货币宽松的掣肘，未来几周日本和欧洲央行或开展跟调操作。当前日本和德国国债收益率已经进入负利率区间，美国十年国债在降息后跌破1%，从国债收益率绝对水平上看，中债配置价值凸显。另外，考虑日、德、英、美等国基准利率下调空间已经不大，而中国利率下调仍有足够空间。因此，无论从债券配置价值还央行操作空间看，境外资金加速配置中国国债的动力增强，或助力国债收益率进一步下行。



国内复产复工加快，国债中期上行承压

与海外疫情形成鲜明对比，国内疫情自 2 月下旬明显好转。同时，政策重心逐渐由疫情防控逐渐向经济增长倾斜。从已经公布 2 月官方制造业 PMI 数据来看，疫情对于生产和需求两端同时施压，一季度 GDP 大幅下滑可能性较大。考虑 2020 年全面建成小康社会和“十三五”收官之年的经济增长目标，后续逆周期调节政策有望继续加码，财政政策和货币政策仍有进一步发力空间。

近期监管层对就业问题格外重视，不论是此前政治局会议“就业优先”的表述，还是近期人社部宣布硕士生扩招，政策意图可见一斑。目前尽管大型企业的复工情况较为乐观，但中小企业复工情况仍不乐观。根据国资委数据，截止 2 月 26 日，剔除强制延迟的央企所属子企业复工率达 97.9%。但人口流动指标显示，2 月 22 日-29 日劳动力输入性区域（广东、浙江、江苏、上海、北京）人口迁入规模仅为去年同期 25%，而劳动力输出性区域（河南、山东）人口迁出仅为去年同期 25.5%。作为解决就业的主力军，中小企业目前用工荒和用工难的问题亟待解决，预计政策将继续加强对小微企业支持力度。

此外，注意到自 2 月下旬开始，地方债发行开始加快，3 月伴随着复工复产加快，基建投资大概率迎来修复，二季度国债面临上行压力。近期，投资者需要密切复工数据及地方债发行节奏。考虑地方债发行需要货币政策宽松给予配合，以及当前中小企业债务成本下调的迫切性，3 月降准降息仍然可期，短期货币宽松支撑利率维持低位。但需要注意的是大面积复工最快或在 3 月末恢复，市场对于基建投资的修复预期可能会提前反映，国债收益率继续下行空间有限。操作上，现券交易盘可顺势而为，配置盘建议观望，国债期货多单继续持有。

综上所述，我们认为海外疫情的扩大促使多国央行开启降息操作对冲经济下行风险，为国内货币政策进一步宽松提供有利条件。无论当前中美利差水平，还是后续央行利率下调的空间上来看，中债配置价值凸显，海外经济不确定性前景下，避险资金或更加青睐中债配置，助推债券收益率下行。国内疫情发展向好使得政策目标逐渐向稳增长倾向，逆周期调节政策将继续加码。考虑当前稳增长和稳就业压力，货币政策预计进一步宽松，3 月降准降息可期，十年期国债收益率有望突破 2016 年低位。但中期来看，伴随着复工加速恢复，3 月基建大概率修复，国债收益率面临上行压力，当前操作不宜盲目追高。建议前期多单继续持有，新单保持观望。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673