

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

从政府工作报告看期债交易机会

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：5月中上旬国债期货出现一轮快速调整，除了利率债供给压力和经济数据环比改善影响，两会是否会出现大规模经济刺激计划的担忧也是市场调整的重要原因。上周全国两会召开及政府工作报告发布，定调全年经济目标和下一阶段政策走向，为接下来期债走势指明方向。

经济增长目标淡化，中期市场分歧恐加大

4月以来，国内经济恢复速度加快。从近期公布的经济数据看，4月生产、投资、消费数据全面回升，其中工业增加值同比增长3.9%，增速由负转正，固定资产投资和消费同比下滑10.3%和16.2%，降幅环比收窄。尽管内需出现明显改善，但海外疫情的持续发酵令外需前景堪忧。当前美欧等发达经济体疫情发展逐渐放缓，但俄罗斯、巴西、印度等新兴经济体疫情不断升温。考虑外需对经济增长的不确定性影响，以及国内经济的高质量发展要求，今年两会不设经济增速目标，然而这不意味着放弃经济修复。2020年政府专注于“六保”和“六稳”，其中稳就业需要经济增长恢复作为抓手，中长期经济仍需回升至一定水平。但由于不设立经济增长目标，经济状态的阶段性判断可能因缺乏参考目标而加大投资者分歧。

财政对冲力度加大，中期关注经济改善情况

从政府报告中“积极的财政政策更加积极，稳健的货币政策要更加灵活适度”的措辞可见，逆周期调节政策将继续加码，下一阶段宽信用仍是经济的主旋律。

今年财政赤字规模3.76万亿、新增专项债规模3.75万亿和1万亿抗疫特别国债，三项加总较去年增加3.6万亿。尽管1万亿的特别国债规模大幅低于此前预期的4-5万亿，但财政政策对冲力度有增无减。2020年新增专项债规模超预期，报告中再提“提高专项债可用作项目资本金的比例”，后期基建投资对冲经济下滑力度有望进一步增强。在地方财政收入增长压力下，多增的1万亿财政赤字和1万亿特别国债划归地方，以及政府压减一般性支出，保证重点领域支出和民生支出，有利于优化财政支出结构，扩大有效投资。对于债券市场而言，中期经济超预期改善的可能将加大，届时收益率或面临上行压力。

货币政策延续宽松，期限利差有望压缩

从疫情以来的金融数据中，货币政策宽松效果可见一斑。继3月金融数据超预期后，4月信贷、社融、M2全面走强，说明宽信用效果已经开始显现。但从政府工作报告措辞来看，今年“M2和社融增速明显高于去年”的要求明显高于去年“M2和社融增速与名义GDP相匹配”的要求，宽信用目标下货币政策将延续宽松。从实体经济角度看，降低实体融资成本、稳定企业经营、保证就业，需要货币政策宽松给予支持；从地方政府角度看，财政收支压力加大情况下，降低无风险利率有利于缓解地方债务压力；从汇率角度看，在外部需求大幅收缩的背景下，货币政策进一步宽松也有利于为国内经济修复提供较为稳定的环境。长期来看，长端收益率下行仍有空间。

值得注意的是，本次报告在提降准降息的同时，也提到防止资金空转套利，创新直达实体的政策工具。这意味着后期央行可能一方面通过下调MLF利率继续引导LPR利率下行，降低实体企业中长期融资成本，另一方面

可能会加强短端收益率管理，继续暂停公开市场逆回购投放，避免流动性过于宽松引发机构加杠杆行为，而以降准和 MLF 操作作为流动性投放方式，对冲资金面阶段性紧张。由此，中长期看期限利差大概率压缩，收益率曲线呈现牛平变化。不过，短期来看，在基本面继续修复、降准降息预期以及宽信用政策加码影响下，收益率曲线可能进一步陡峭。

综上所述，笔者认为在年内宽信用的主旋律下，货币政策仍有放松空间，为实体经济恢复提供更加宽松的融资环境和更低融资成本，长期看长端收益率下行趋势不改。考虑中短期国内经济仍处修复阶段和逆周期政策加码作用下，长端收益率仍然面临一定上行压力。

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