

一 诺 千 金      德 厚 载 富

# 一德期货 研究报告

—— (专题) ——

政策指引逐渐明朗，

债券走势无需悲观

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：**近期国债期货持续调整，纷繁的消息面和摇摆的市场风险偏好令国债期货日内波动明显加大。从近期监管层释放的信号来看，当前政策的重心和方向并没有改变，债市不必悲观。

### 货币政策尚未转向，市场信心有待恢复

5月至今，国债市场持续调整，十年期国债收益率一度反弹至2.88%，高于春节后首个交易日收益率2.82%。同时，信用债发行也受到较大影响。5月社融中债券融资规模环比下行6281亿元至2971亿元，信用债取消发行金额占比上升至5.6%。6月前三周发行情况显示，债券融资情况仍不乐观。从调整原因来看，市场预期是近期债券走势的关键。一方面5月开始监管层打击资金空转套利使得公开市场投放表现较为克制，6月抗疫特别国债的市场化发行加剧流动性边际收紧的预期，另一方面央行推出创新直达实体经济的政策工具，令部分投资者担忧宽信用可能脱离宽货币实现。

然而，从近期监管层释放的信号来看，当前政策的重心和方向并未改变，后期货币政策宽松窗口有望再度打开，市场信心将逐渐恢复。6月17日国常会召开，要求通过降低贷款和债券利率等手段，实现金融机构向企业合理让利1.5万亿元，综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。由此可见，下一阶段经济政策重心仍是宽信用和降成本两方面，货币政策还将保持流动性合理充裕以助力实体经济恢复，此前市场对货币政策的疑虑将被打消。

### 海外疫情仍在发展，经济修复可能放缓

5月经济继续修复，但需求端的恢复不及生产端迅速。工业生产在地产和基建投资拉动下继续回暖，制造业投资改善微弱，消费品价格涨幅回落影响下，消费回升力度有限。从6月的高频数据来看，终端需求好坏参半，工业生产维持稳定。考虑4-5月经济环比改善较快或因前期疫情防控阶段压制的需求释放，6月经济修复速度可能放缓，成为债市的潜在利多因素。

另外，近期北京新发地疫情出现后，虽然国内采取了及时的控制和排查措施，但当前仍处于密切接触者排查阶段，防控措施的加大或延缓消费恢复进度。海外方面，目前美国每日新增确诊病例维持2万以上，巴西、印度等国的新增确诊病例数也未见拐点，市场对于疫情二次爆发担忧未消。投资者需要继续关注国内经济修复节奏和海外疫情发展情况。

### 短期降准有望落地，期债逢低布局多单

宽信用和降成本的政策目标下，货币政策将维持宽松基调，配合财政政策助力实体经济继续恢复。在利空逐渐释放后，债市短期或维持震荡。考虑端午节前资金需求增加，临近年中资金面季节性紧张，7月作为传统的缴税大月资金面存在压力，以及1万亿特别国债在7月底前发行完毕，降准有望短期内落地。不过，需要注意的是，降准后隔夜利率可能很难回到1%附近。无论是617国常会“防止资金跑偏和空转”的要求，还是618陆家嘴金融论坛“不搞大水漫灌”的措辞，都透露着资金面难现4月那样大幅宽松的信号。因此，国债收益率下行空间有

政策指引逐渐明朗，债券走势无需悲观  
2020. 06. 20

限。如果参照疫情前十年国债收益率 3% 水平，考虑疫情期间政策利率下调 30BP，当前长债价值已经偏低。预计短期内十年国债收益率在 2.6%-2.9% 区间震荡。

综上所述，我们对于国债期货短期走势并不悲观。政策信号明朗后，市场悲观情绪有望扭转。考虑内外需求拖累，6 月经济修复放缓可能是短期债市的一个潜在利多。当前长债价值估值偏低，建议做多十年期国债期货。

## 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