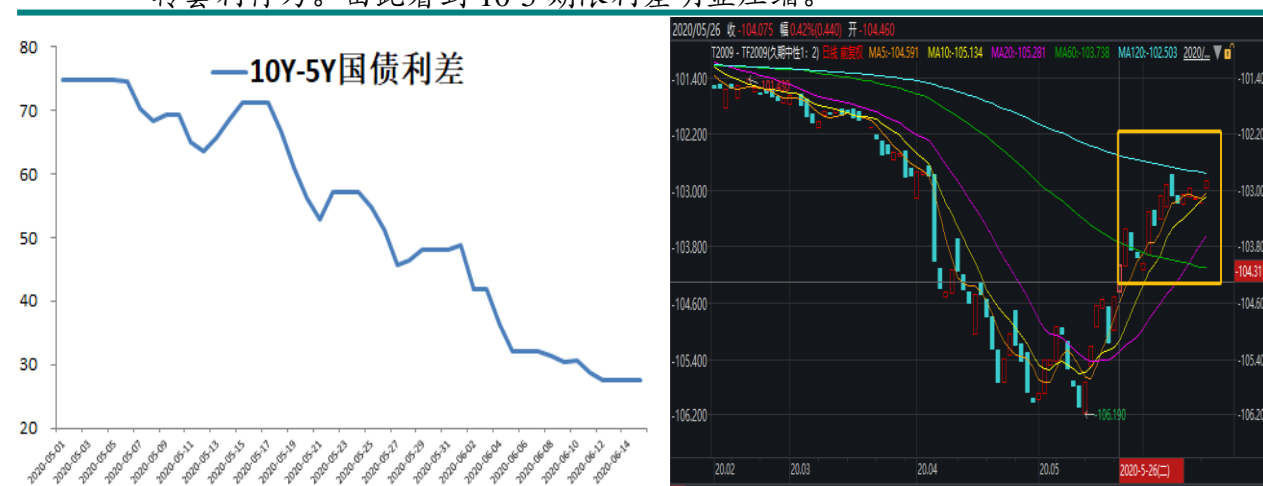


新湖国债策略：做点平总没有错

逻辑梳理：5月26日推荐该策略，当时进场点位为-104.3（久期中性配比），当前点位为-102.8元，目前看盈利可观。其主要逻辑在于，政府工作报告定调全年经济底线思维，不搞强刺激，同时提出将通过降准、降息、再贷款等手段，引导M2及社融增速明显高于去年，推动利率持续下行。叠加内外需疲弱拖累，未来经济数据修复进程大概率低于预期，基本面以及政策层面对长端债市有支撑。报告也提到防止资金空转套利。因此我们看到此前央行有意引导短期资金成本上行，以打击资金空转套利行为。由此看到10-5期限利差明显压缩。



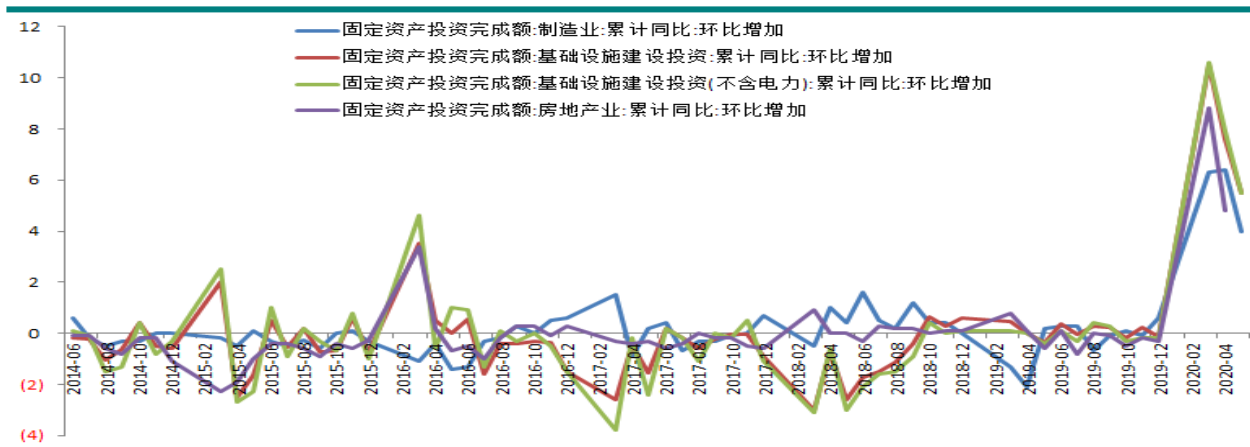
策略建议：当前来讲，最新5月数据证实经济数据修复存在反复，接下来的经济格局大概率处于经济弱复苏+疫情有反复+风险偏好整体下行的局面。因此期限利差大概率继续压缩，收益率曲线将继续呈现平坦化。因此建议继续多T2009，空TF2009。（久期中性配比 1：2）。同时由于当前期限利差距离历史中分位以及均值还有接近10BP空间，相较前期接近60BP空间大幅缩小，因此建议此前重仓者适量止盈，轻仓可继续持有。建议期限利差缩窄至20BP左右时，逐渐止盈离场。

1、经济确认弱复苏，长端利率不存在大幅上行基础

截至昨日，5月其他主要经济数据都已经公布，尽管供给和需求两端都在继续回暖。但受内、外需拖累，经济修复动能有所转弱。复工复产以来上游生产端和原材料消耗恢复明显，但下游终端消费需求恢复缓慢，叠加雨季等因素，上游的反弹已经开始出现乏力迹象。此外，从6月以来高频数据已经看出经济修复动能有继续放缓迹象。比如从生产端看：发电耗煤、高炉开工、产能利用率以及汽车半钢胎开工率都继续转弱。而从需求端看：受季节性降雨等影响，水泥价格开始下跌，水泥磨机开工率以及出货量都继续走弱；螺纹钢库存去化边际放缓。整体看，经济供过于求的格局并没有发生根本性改变，总需求不足仍然是当前经济面临的主要问题。后续上下游之间的矛盾以及流动性边际收紧的影响将逐步

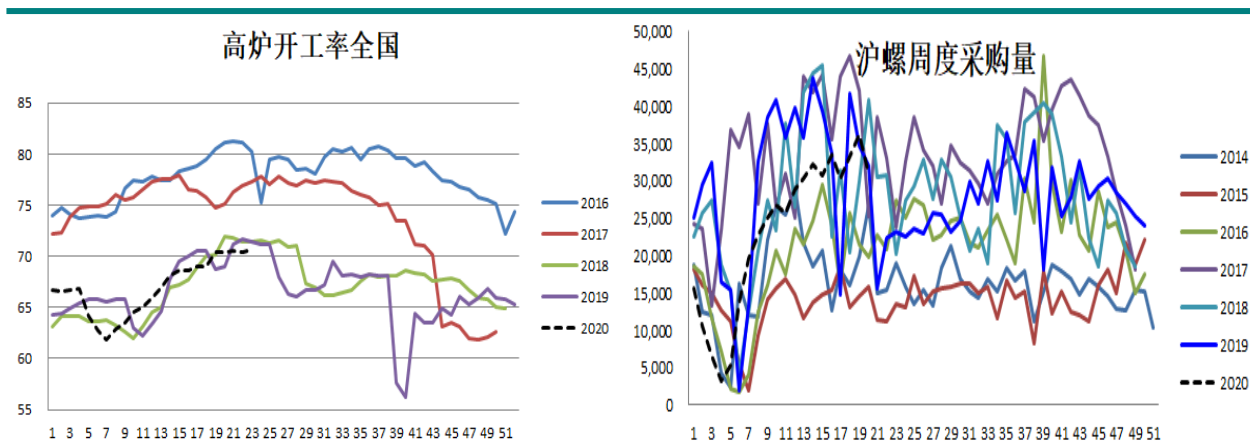
显现出来，进一步制约经济 V 型反弹的力度和斜率，数据不超预期便是利好债市。中期来看，随着美国大选日临近，特朗普可能会再度发难中国，需关注中美摩擦的不确定性，尤其进口生鲜检测出新冠病毒的情况下，中美贸易第一阶段协议的完成可能也面临一些障碍。

图 1：内外需疲软拖累不减，经济数据改善的幅度继续放缓



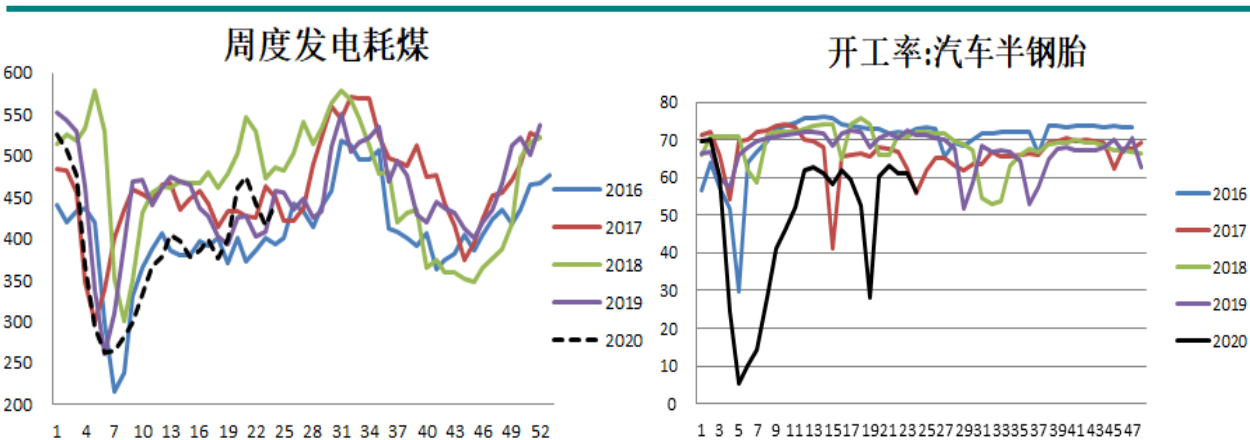
资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图 2：生产端继续放缓：螺纹相关数据走弱



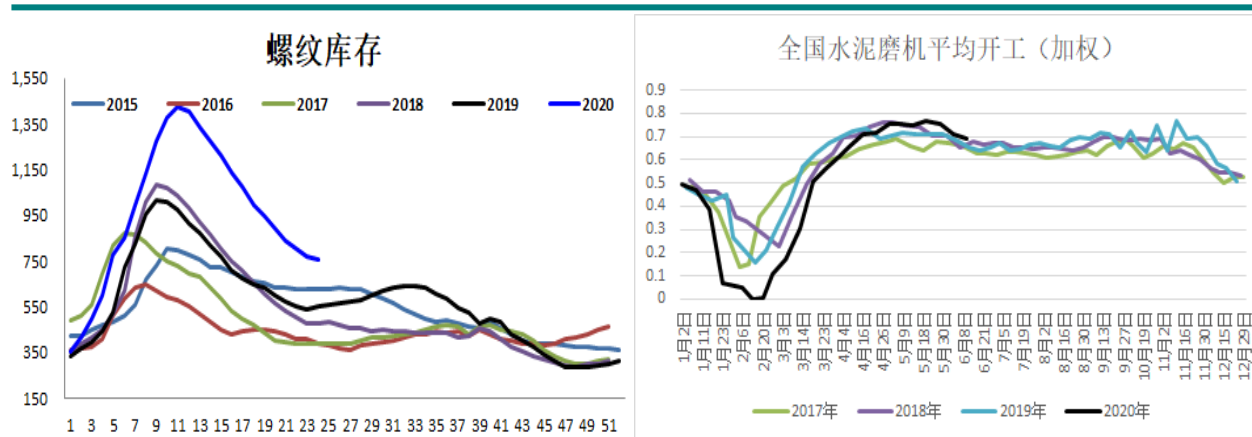
资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图 3：生产端继续放缓：发电耗煤以及半钢胎开工率走弱



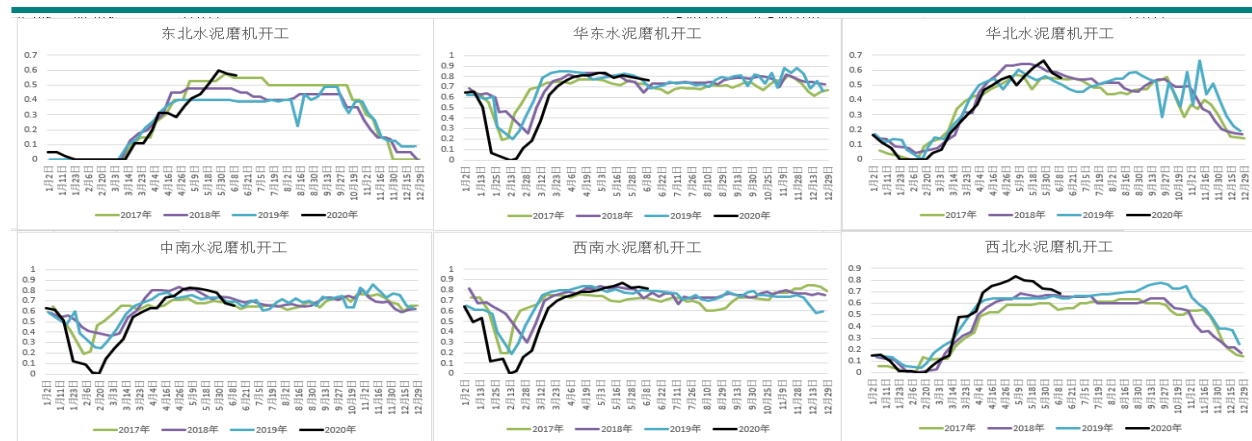
资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图 4：需求端继续放缓： 螺纹库存以及水泥磨机开工均走弱



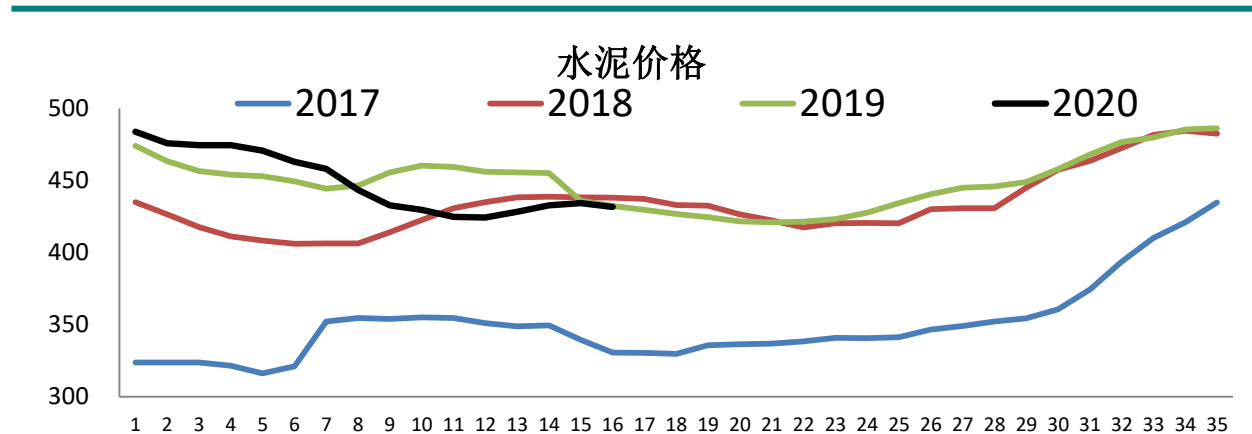
资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图 5：各地水泥磨机开工均走弱



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

图 6：雨季等因素影响，水泥价格开始走弱



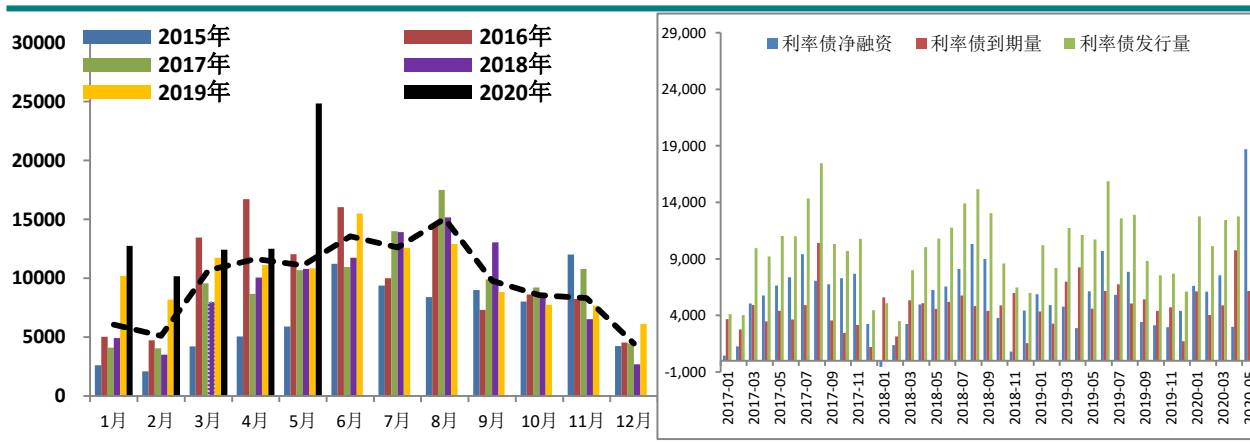
资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

2、利率债供给压力最大阶段已经过去，未来供给压力边际放缓

昨日财政部公布特别国债发行计划：6 月 18 日分别发行 5 年期 500 亿元和 7 年期 500

亿元特别国债。剩余的预计在7月底发完。市场担心特别国债市场化发行造成供给冲击。一方面，鉴于接下来的经济格局是经济弱复苏+疫情有反复+风险偏好整体下行，同时预计央行会通过公开市场操作等方式维持宽松的流动性；另一方面，前期已经大量发行地方政府债，6-7月即使叠加1万亿的特别国债，预计6-7月单月的地方债+国债的净发行额不会高于5月份。整体判断特别国债发行不会从供给端对债市造成大的冲击，但可能存在短期情绪上的冲击。

图7：利率债供给高峰期已过，未来供给边际放缓

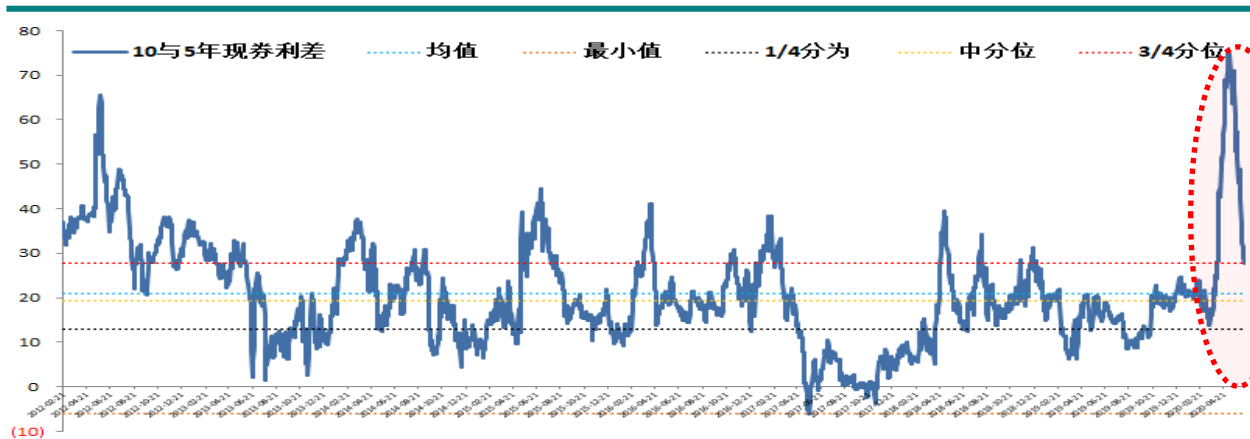


资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

3、均值回归特性下，期限利差大概率收敛。

从长短期利率利差来看，前期受央行下调超额存款准备金利率以及财政发力限制长端利率下行空间，导致期限利率大幅走高。随着政府工作报告定调引导利率下行的同时也要防止“套利”现象，以及政府工作报告中财政政策发力低于预期，中长端利率下行制约解除。此外，资产5月下旬以来，10-5年的期限利差大幅收敛，但目前仍在2012年以来的中分位以及均值以上。根据以往经验，期限利差有均值回归的特性，因此未来大概率收敛至中分位附近。目前期限利差为28BP，距离中分位以及均值20BP，仍有接近10BP空间。仍有一定继续做平收益率曲线的空间。

图8：均值回归下，未来期限利差大概率继续收敛



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议万桶仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。