



孙玉龙

国债研究员

电话: 0755-23982459

邮箱: sunyl@wkjyqn.cn

国债：柳暗花明又一村

摘要：

2020 年一季度，国内爆发新冠疫情，市场极度恐慌，担忧经济再度下行，央行为了稳定市场情绪，降息降准齐上阵，投放大量流动性，导致利率从 1 月以来持续下行近 60bp，债市迎来狂欢时刻。3-4 月，疫情蔓延全球，全球股市大跌，美股多次熔断，风险偏好跌入冰点，虽然 3 月中旬出现过因美元荒导致的利率上行，但很快因全球央行的放水而再度进入下行通道。进入 4 月末，全球疫情拐点出现，伴随着复工复产的推进和逆周期政策的落地，经济迎来反弹，PMI 重回 50 并超预期，债市因此急转直下，利率从 5 月初开始持续向上反弹近 35bp。

站在当下，利率和国债期货几乎均回到了疫情前的水平，资产价格居然完全不计入疫情的影响，着实有些不理性的了，毕竟疫情虽然控制了，但对经济的负面影响不可能就此忽略。本报告首先预测了下半年的经济形势，通过高库存数据判断出经济难以反弹至疫情前的正常水平；然后阐述了对央行货币政策的看法，认为既然经济反弹力度有限，那么当前边际收紧的资金面在下半年有望重回宽松，主因债券供给高峰会过去，且央行仍会放松货币以稳经济，降准降息有望在下半年落地；在预判了经济和流动性的基础上，本文得出了下半年利率有望再度下行甚至跌破前低的结论，国债期货可以积极布局多单，布局时机有两个：债券供给拐点显现；央行释放货币进一步宽松的信号。

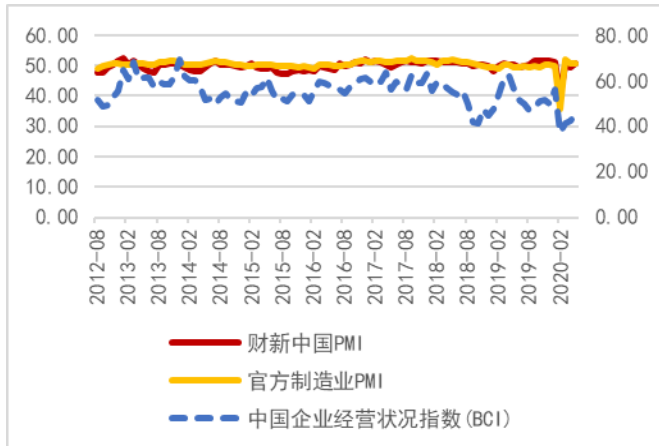
对于套利策略，本文极力推荐多 TF 或 TS，空 T 的跨品种价差套利策略，进场时机需要等到市场产生货币再度宽松的预期。主要原因有二：一是近期在货币宽松力度不及预期的情况下，短端利率上行幅度大于长端，导致期限利差下降了不少；二是随着未来经济复苏乏力的迹象显现，下半年的某个时候货币政策仍会再度放松，且债券供给对流动性的扰动也会减弱，届时短端利率望再次加速下行。

总结下来，本文的结论就是：经济反弹力度有限，流动性将重回宽松，目前国债期货处于 V 形反弹的左侧，短期以空头思路对待，中期关注债券供给拐点或央行货币政策信号带来的做多机会，同时，关注做陡利率曲线的套利机会。

经济：去库压力不小

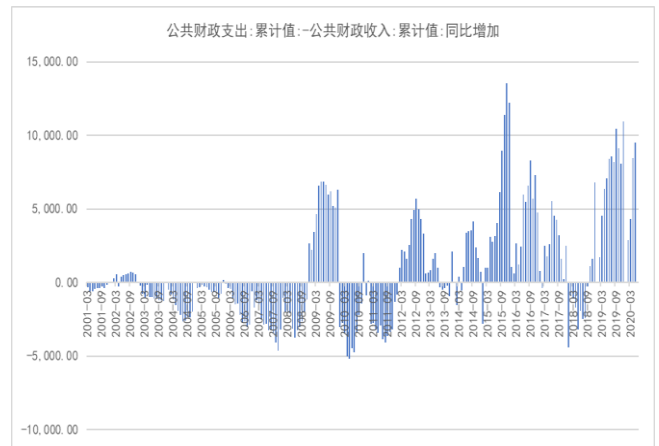
一直以来，PMI 和 BCI 均对经济有较好的领先作用，图 1 显示，三个指标均在 4 月明显见底回升，PMI 回到 50 以上的扩张区间，预示短期内经济在积极回暖，背后的推动因素主要包含两个方面：一是疫情拐点后复工复产的推进；二是各项积极政策逐步落实，体现为货币、财政和信贷的进一步宽松。

图 1: PMI 和 BCI 于 4 月触底回升



资料来源：Wind、五矿经易

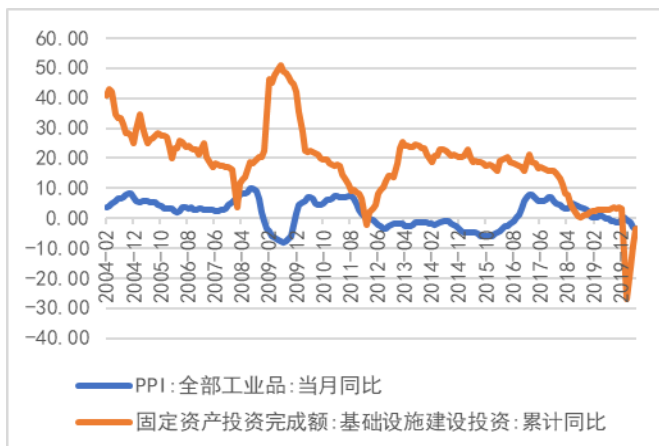
图 2: 财政政策发力明显



资料来源：Wind、五矿经易

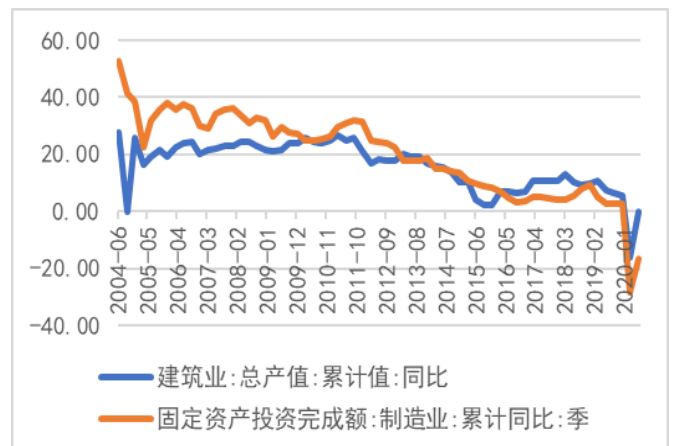
当前市场最大的分歧在于：在如此大力的逆周期调节政策的支持下，经济能否回到疫情前的水平，甚至超越去年同期水平？我们认为很难。国内三驾马车中，消费是慢变量，出口和投资几乎同步，故投资始终是能带动经济复苏的最快的马车。而投资中，基建投资是逆周期发力的重要支点，制造业投资则是顺周期项，故只有房地产投资才能成为后疫情时代经济快速大幅回升的推手。

图 3: 基建起到对冲经济的作用



资料来源：Wind、五矿经易

图 4: 制造业投资滞后于建筑业产值增速

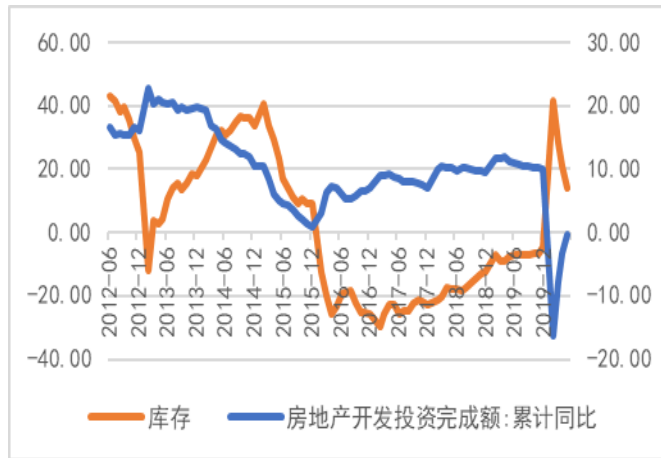


资料来源：Wind、五矿经易

而在房住不炒和居民杠杆加无可加的局面下，房地产拉动经济大幅反弹的愿望大概率会落空。图 5 显示受疫情的影响，连续四个月下行的房地产库存依然处于较高的水平，图 6 表明工业产

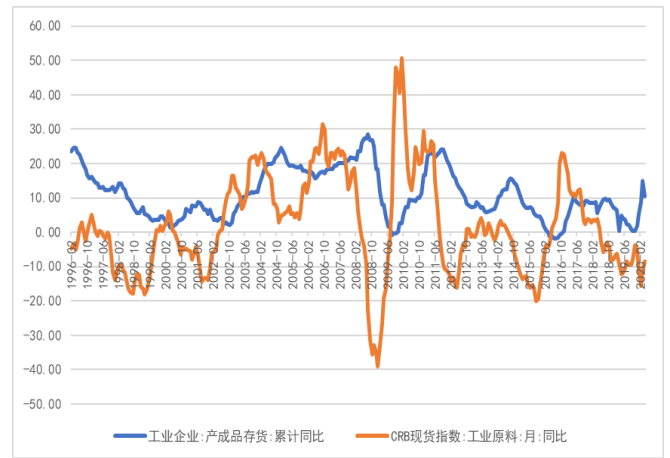
成品存货也因为疫情的影响挤压了较高的库存，目前仍面临不小的去库压力，使得补库周期再被推迟。

图 5：房地产累积了较高的库存



资料来源：Wind、五矿经易

图 6：工业去库压力较大



资料来源：Wind、五矿经易

高库存数据表明，疫情完全改变了此前经济本已步入的补库进程，复工复产和逆周期政策带动供给快速回升的同时，却并未解决有效需求不足的问题，导致即使疫情拐点出现，经济也很难反弹至疫情前的水平，未来通缩风险依然不小。

货币：短紧长松

我们总结的央行政策目标主要有四个：稳通胀、稳汇率、稳信用和稳金融杠杆。

首先，根据历史经验，货币政策的首要目标应该是稳通胀，通缩必定伴随货币宽松，通胀可能会导致货币紧缩，在通胀稳定的基础上才会关注其他目标；

其次，我们很少看到央行会收紧货币去稳定汇率，甚至回顾历史数据会发现，人民币贬值阶段还常常伴随着货币宽松，背后的逻辑可能是人民币贬值时期，国内经济基本面通常不好，货币政策还是会放松以稳定经济。预计未来中美摩擦仍会反复，但大可不必担忧央行因汇率贬值而收紧货币。

图 7：通缩必定伴随货币宽松

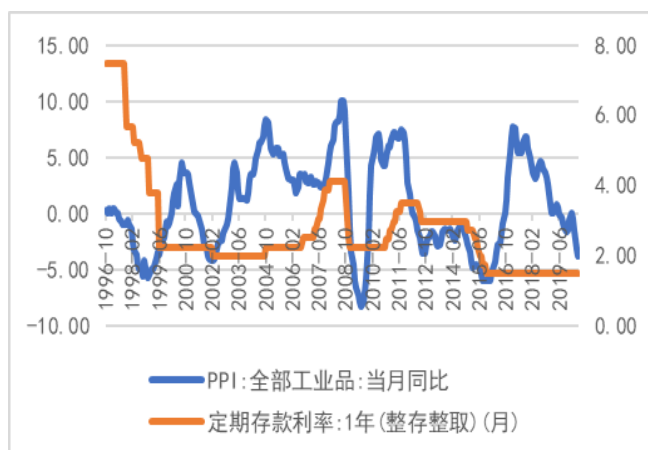
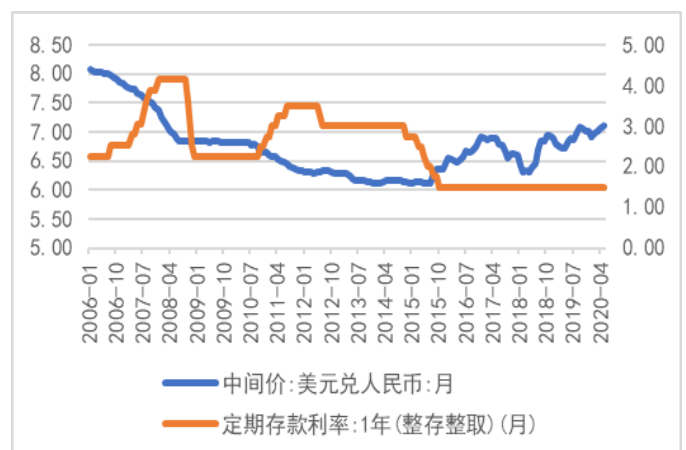


图 8：人民币贬值常伴随货币宽松



资料来源：Wind、五矿经易

资料来源：Wind、五矿经易

最后，信用和金融杠杆分别对应实体融资和银行间市场融资，在经济稳定之际，央行可能会将注意力放在这两方面以防范金融市场的系统性风险，典型的例子是 17 年紧货币去杠杆，最近也发生了类似的事情，我们看到了央行在经济企稳，社融进一步放量和金融杠杆再度上扬的情形下，为了抑制金融套利活动，放缓了宽松的步伐。

图 9：社融增速进一步提升

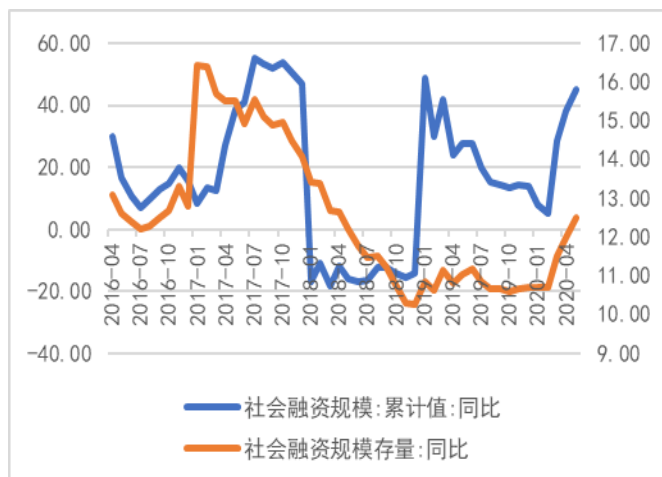


图 10：隔夜回购占比接近 16 年高点



不过，央行的首要目标还是稳通胀（经济），前面提到经济反弹力度并不大，央行仍有必要在较长时间内维持宽松的货币政策基调，流动性收敛不具有持续性，未来有望重回宽松，降准降息均有望落地。

利率：短上长下

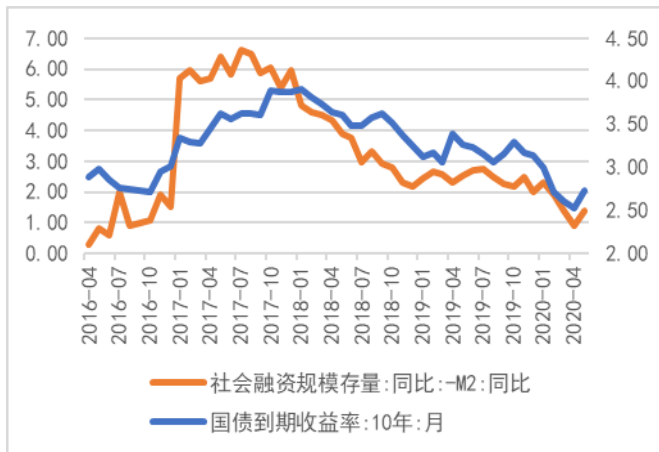
对于国内的 10 年期国债利率而言，既反映名义经济的预期，又被银行间市场的流动性预期决定，经济与流动性相辅相成，共同驱动利率运行。一个基本分析思路是：名义经济上行，融资需求旺盛，货币宽松退出，流动性收紧，利率上行；名义经济下行，融资需求疲软，货币宽松加码，利率下行。

利率被银行间市场的流动性预期决定，图 12 展示资金面与利率的相关性较高，近期流动性边际收敛也确实带动了利率的重新上行。近期资金面的扰动主要来源于债券供给的上升，且预计仍会持续，由于未有进一步宽松的货币信号释放，导致当前流动性边际趋紧的状态仍将维持一段时间，带动国债利率继续上行。

银行间市场的流动性又被货币和信用的变动所决定，其实就是货币供求决定利率的意思。如果用宏观指标近似衡量的话，可以用 M2 表示货币供给，社融代表货币需求，社融-M2 确实对利率有较好的领先作用（如图 11 所示，通常是一个季度），4 月以来该指标的上行证明利率短期内仍处于反弹阶段。

图 11：社融-M2 领先于利率

图 12：流动性对利率的决定性意义



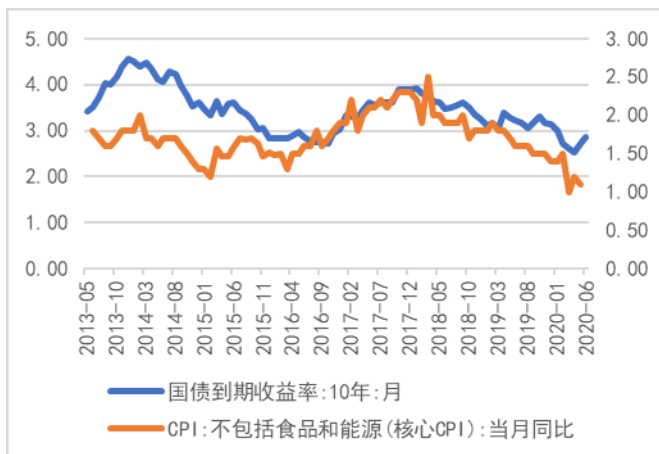
资料来源: Wind、五矿经易



资料来源: Wind、五矿经易

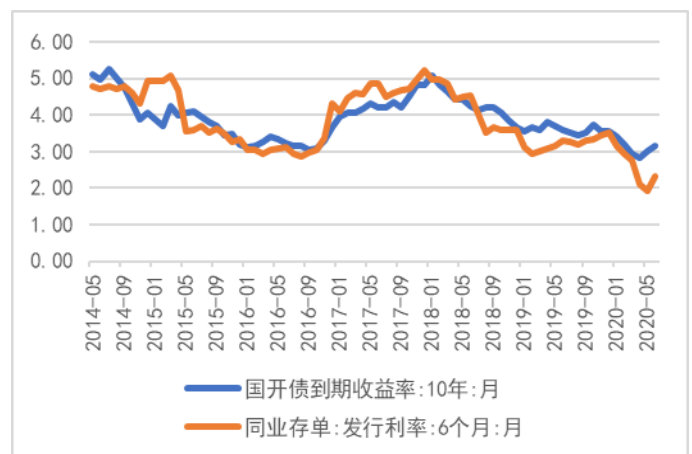
在短期反弹后,利率有望在下半年的某个时候再度下行,主要原因有两点:一是经济长期下行趋势不改,利率也有望追随;二是资产端国开债利率仍高于负债端同存利率,促使配置盘有很强的动力买国债。乐观预计,若有风险事件的配合,不排除利率年底跌破前低的可能性。

图 13: 反映经济的核心 CPI 持续下跌



资料来源: Wind、五矿经易

图 14: 资产端国开债利率仍高于负债端同存利率



资料来源: Wind、五矿经易

期债: 短空长多

前面已经对经济和货币进行了详尽的分析,总结下来就是,经济短期企稳,但力度有限;流动性边际收敛,但下半年有望重回宽松。对应的国债期货单边策略便是:短期内经济企稳,流动性边际收敛的格局还在持续,4-5月介入的空单继续持有,但不建议加仓,因为在利率已经上行35bp的情形下加仓空单的赔率较低;在下半年债券供给高峰褪去或再度出现经济疲软(如PMI下滑)促使央行释放货币进一步宽松的信号之际,再考虑做多国债。

图 15: T 合约已接近疫情前的价格水平

图 16: 10 年国债利率已接近疫情前的水平



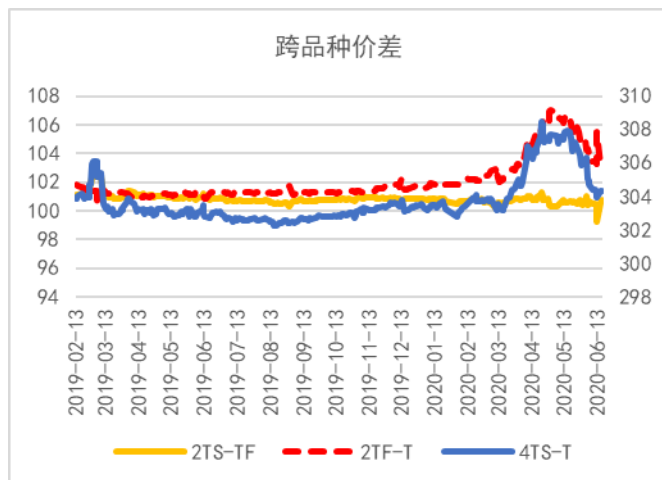
资料来源：Wind、五矿经易



资料来源：Wind、五矿经易

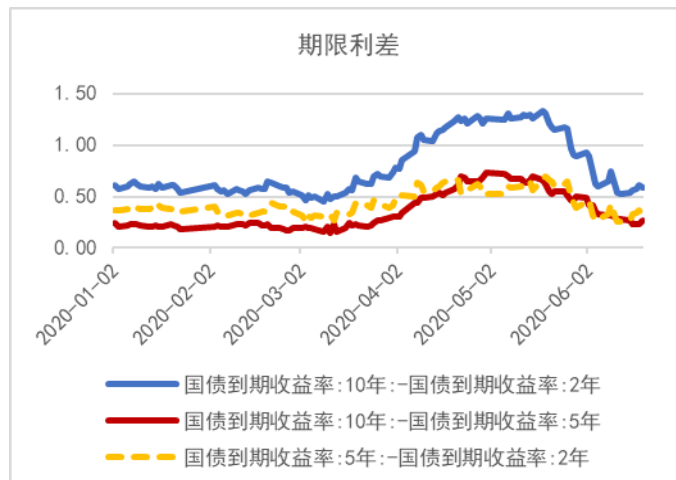
套利方面，我们首先推荐关注做陡利率曲线的机会，即多 TF 或 TS，空 T 的策略，进场时机需要等到市场产生货币再度宽松的预期。主要原因有二：一是近期在货币宽松力度不及预期的情况下，短端利率上行幅度大于长端，导致期限利差下降了不少；二是随着未来经济复苏乏力的迹象显现，下半年的某个时候货币政策仍会再度放松，且债券供给对流动性的扰动也会减弱，届时短端利率望再次加速下行。

图 17：2TF-和 2TS-T 的价差持续探底



资料来源：Wind、五矿经易

图 18：期限利差持续收窄



资料来源：Wind、五矿经易

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究所信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿经易期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿经易期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿经易期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

五矿经易期货分支机构

深圳总部

深圳市福田区益田路6009号新世界中心48层
电话：400-888-5398 0755-83753764
传真：0755-82078340 0755-82078331

深圳营业部

深圳市福田区深南大道兴业银行大厦2103
电话：0755-82771926
传真：0755-82078331

上海分公司

上海市浦东新区浦东南路855号世界广场16楼E、F、D座
电话：021-58784550
传真：021-58784523

北京分公司

北京市海淀区首都体育馆南路6号3号楼12层1253室、1254室
电话：010-68331355
传真：010-68332068

上海松林路营业部

上海市浦东新区松林路357号22楼D-E座
电话：021-68405160
传真：021-68405231

北京广安路营业部

北京市丰台区安安路9号院6号楼408、409
电话：010-6418532
传真：010-64185842

广州营业部

地址：广东省广州市天河区珠江西路17号广晟国际大厦24 楼2407
电话：020-29117582
传真：020-29117581

天津营业部

天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广场2101-2102
电话：022-87381178
传真：022-87381912

成都锦江营业部

四川省成都市青羊区锦里东路2号宏达大厦11楼F座
电话：028-86131072
传真：028-86132775

重庆营业部

重庆市江北区江北城西大街25号平安财富中心11-1
电话：023-67078086
传真：023-67078396

郑州营业部

地址：郑州市郑东新区商都路南、心怡路西正岩大厦号楼4层407

南通营业部

江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室

电话：0371-65612583

传真：0371-53386955

杭州营业部

浙江省杭州市江干区万银大厦1408室

电话：0571-81969928

传真：0571-81969930

济南营业部

山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室

电话：0531-83192255

传真：0531-83192262

大连营业部

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2011号、2106B号

电话：0411-84800452

传真：0411-84806601

西安营业部

陕西省西安市新城区新科路1号新城科技产业园

电话：029-62662718

传真：029-62662700

宁波营业部

浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼12-2室

电话：0574-87330527

电话：0513-81026015

传真：0513-81026015

浙江台州营业部

浙江省台州市黄岩区劳动北路黄岩总商会大厦11层

电话：0576-89880996

传真：0576-89880987

青岛营业部

山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼409

电话：0532-85780820

传真：0532-85774997

长春营业部

吉林省长春市人民大街4111号兆丰国际11层1102室

电话：0431-89665686

传真：0431-82660077

昆明营业部

云南省昆明市盘龙区北京路与北辰大道交口西南角领域时代大厦A栋13层2室

电话：0871-63339750

传真：0871-63331782