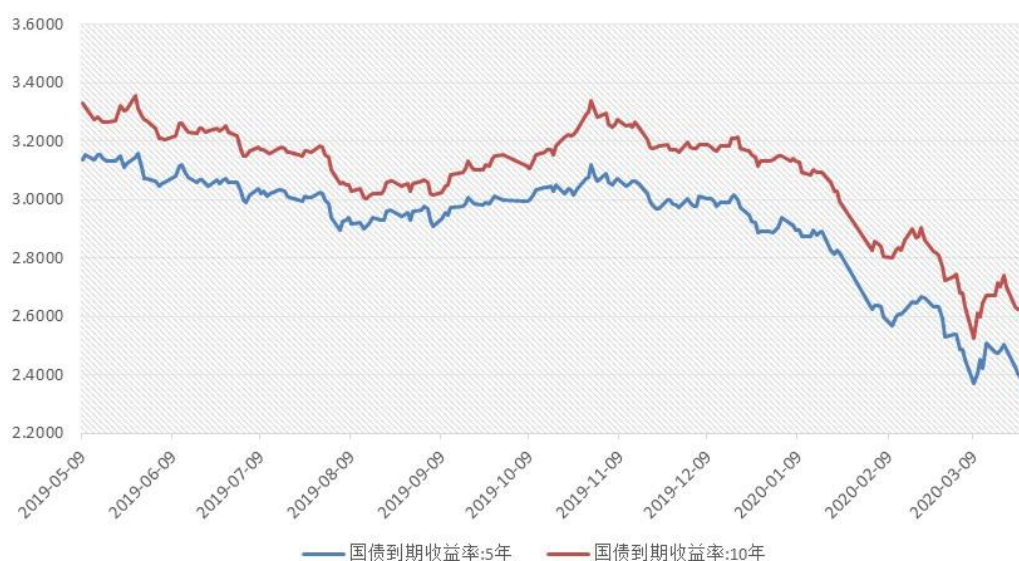


国债：全球政策宽松力度加码 国债期货有望保持强势

方正中期期货有限公司 牛秋乐

近期，全球公共卫生事件呈加速蔓延态势，叠加原油价格战影响，全球经济陷入衰退的概率大增，金融市场在心理因素与流动性双重打击下，出现大幅波动。为减轻疫情对经济的影响，稳定市场情绪，全球主要经济体财政与货币政策双向宽松，美联储推出无限量 QE 政策，G7 以及 G20 特别峰会在携手应对疫情、稳定世界经济方面达成重要共识，金融市场流动性危机得到明显好转，全球金融市场正从流动性危机模式逐步向常态回归，大类资产价格普遍反弹，但幅度与自身基本面以及政策联系紧密度息息相关。国债期货由于锚定于市场收益率水平，因此在当前政策宽松背景下继续获得支撑，市场收益率水平继续下行，国债期货价格不断走高。



图：国债到期收益率

数据来源：WIND 资讯，方正中期研究院整理

全球公共卫生事件蔓延 经济受到严重冲击

目前新冠肺炎引发的全球公共卫生事件已经成为经济领域的首要影响因素，虽然国内疫情已经得到有效控制，但全球疫情大流行仍然呈加速趋势，我国防输入压力持续加大。随着疫情的全面爆发，各国及地区均采取“封城”、“封国”等措施应对，旅游业、酒店业、交通业以及娱乐业均受到致命的冲击，服务业首当其冲，受影响幅度远超金融危机最严重时期，制造业受到的冲击也更加明显，各主要经济体服务业 PMI 和综合 PMI 均创历史新低。服务业和制造业是经济增长的核心动能，目前制造业和服务业均处于停滞且深度衰退中，全球经济在一、二季度将遭遇重创，预计美国、欧洲等主要经济体一季度会录得负增长，二季度不排除两位数负增长的可能。全球经济面临短期休克以及长期衰退的压力，这导致市场寻求安全资产规避风险，市场收益率水平不断走低。

全球央行开启新一轮降息潮和量化宽松政策

为应对疫情对实体经济以及金融市场的影响，全球央行开启新一轮降息潮和量化宽松政策，释放流动性，稳定金融市场。发达经济体中，美国连续两次紧急降息至零利率，并启动

“无限量 QE”政策，以应对市场流动性危机和企业债务危机。3 月 26 日晚，G20 集团历史上的首次视频峰会召开，将启动价值 5 万亿美元的经济冲击计划，强调“不惜一切代价”采用所有可行的政策工具，将新冠病毒大流行对全球经济和社会的损害降到最低。随着全球央行开启新一轮降息潮，超宽松的量化政策将会持续，这使得当前已经被压制极低位置的收益率水平继续下行，负收益率阵营继续扩大，利差因素凸显我国国债市场的比较优势。

产出与需求端同步收缩 国内收益率仍有下行空间

从公共卫生事件对国内经济的影响来看，产出端，中国 1-2 月规模以上工业增加值同比增速降至-13.5%。短期内制造业已经重新回到去库存阶段，且未来仍存在不确定性，尤其是海外疫情带来的风险可能更多拖累外向型制造业。需求端，投资增速方面，1-2 月城镇固定资产投资同比增速降至-24.5%，据测算，房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-16.33%、-26.86%、-31.50%。三大主要投资增速全面下挫，尤其是制造业投资回落更明显。随着国内疫情得到有效控制，复产复工明显加快，短期投资需求有望出现修复，尤其是作为稳增长重要抓手的基建，可能出现较强的修复力度，可继续关注地方债发行情况，而制造业投资还受到外需影响。消费需求方面，1-2 月社会消费品零售总额同比下降 20.5%，未来消费恢复的步伐仍取决于防疫措施解除的节奏，就业与收入下滑等也会对消费形成负面影响。综合当前经济条件与政策导向，我们认为国内市场收益率缺乏上行基础，这也是国债期货价格最重要的支撑来源。

总体来看，全球大规模的政策刺激效果开始显现，金融市场将由流动性冲击模式转向经济衰退影响，在经济下行与政策宽松的组合下，国债期货仍有上行空间。