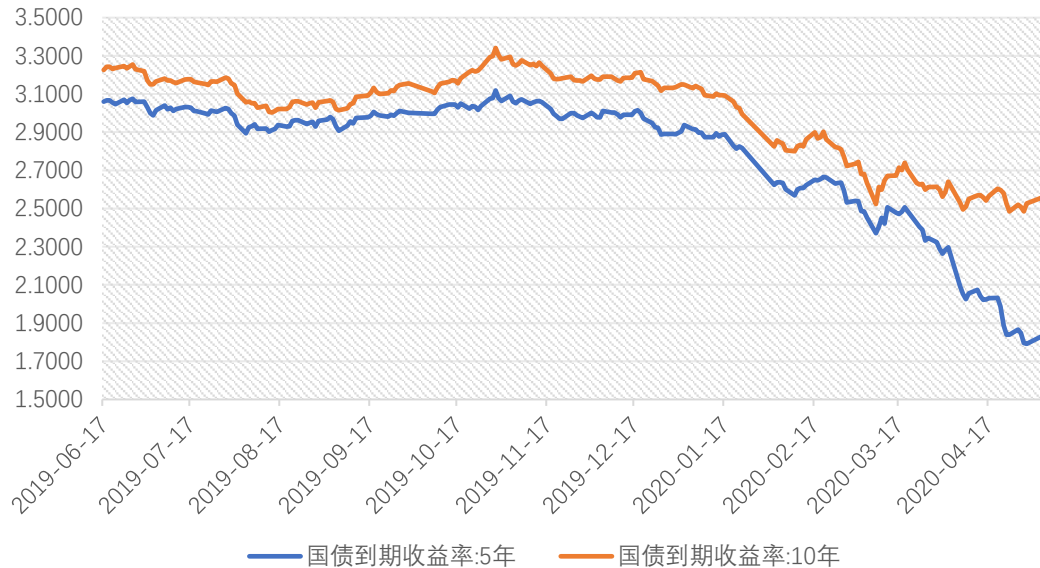


国债期货高位分歧加大 短期不具备转熊条件

方正中期期货 牛秋乐

近期国债期货总体保持强势，但在结构上有所分化，国债期货三品种中，二债与五债不断创出上市以来新高，但十债整体围绕高位震荡，上行动能有所放缓。5月初三品种价格出现急跌，但在相对表现上仍呈现上述的结构性特点，收益率曲线陡峭化程度不断抬升。



收益率继续走低的驱动力减弱

受疫情影响，一季度实际 GDP 同比增速降至-6.8%，这意味着今年的经济增长目标将会适度下调，预计经济增长目标将下调至 3%-4%的区间，二季度经济将处于继续修复的状态中，但未来上行的节奏仍将以温和复苏为主。产出端，维持被动加库存态势，尤其是制造业方面。需求端，投资增速逐步修复，主要受房地产投资与基建投资拉动，制造业则表现较弱。在政府扩大财政赤字、增加专项债规模、发行特别国债的政策组合下，基建投资修复的持续性和稳定性更好，资金制约减小也是基建投资回升得有利条件。消费需求方面，汽车等耐用品消费好转相对明显，补偿性消费叠加消费刺激政策，其持续性值得期待，但服务需求短期内迅速改善的可能性较低。国内财政、货币政策将保持双宽松格局，对市场收益率而言，将会是对冲的效果，并不会出现明显的方向性，但对经济的正面影响将抬升市场长端收益率。因此，从经济条件来看，债市的重要驱动因素之一，经济基本面已经越过低点，债市也将由原来的经济+政策双轮驱动模式进入单轮驱动，驱动力的减弱使得债市由全局性机会转向结构性机会，也即收益率曲线不同关键期限对政策的敏感度不同，在政策继续宽松的情况下期限利差的扩大。

利率债供给高峰到来

4 月份利率债三大券种发行同步放量，记账式国债、地方政府债与政策性银行债单月发行同比增速分别达到了 27.22%、26.51%和 28.08%。预计 5 月份利率债发行将继续放量，月内将迎来年内利率债供给的高峰。4 月下旬用于稳投资、补短板的第三批 1 万亿专项债额度正式下达至部分省市，并要求 5 月底前发行完毕。在 5 月下旬全国两会确定提高财政赤字空间后，国债发行规模也将面临集中发行，5-7 月份将迎来年内利率债的集中供给期。

全球市场收益率仍将维持低位

从外部条件来看，当前全球债市收益率水平仍然处于历史低位，全球疫情蔓延，经济陷入深度衰退以及货币政策宽松是收益率不断下行的主要原因。目前来看，二季度新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，由于疫情爆发的时间与防控力度不同，因此各国拐点出现的时间也不一致。中国疫情已经得到了有效控制，欧洲疫情也已经越过拐点，美国疫情处于大爆发阶段临近拐点，俄罗斯、巴西、印度等新兴市场延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，成为当前阶段的核心风险点。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情或于3季度出现明显的好转，经济恢复的时间将进一步后移。在经济陷入深度衰退的同时，通胀指标亦因疫情和原油价格战而大幅回落，全球通缩风险大幅提升，因此，超宽松的货币政策和财政政策仍将持续。

展望后市，国债期货长期上涨趋势并未破坏，从当前经济与政策来看，市场暂不具备转熊的条件，因此我们倾向于认为当前资产轮动是来自于疫情拐点后的市场风险偏好转变，但最终将重回基本面逻辑。操作上，建议继续捕捉品种间结构性机会，对于配置资金建议等待短期调整后的买入机会。