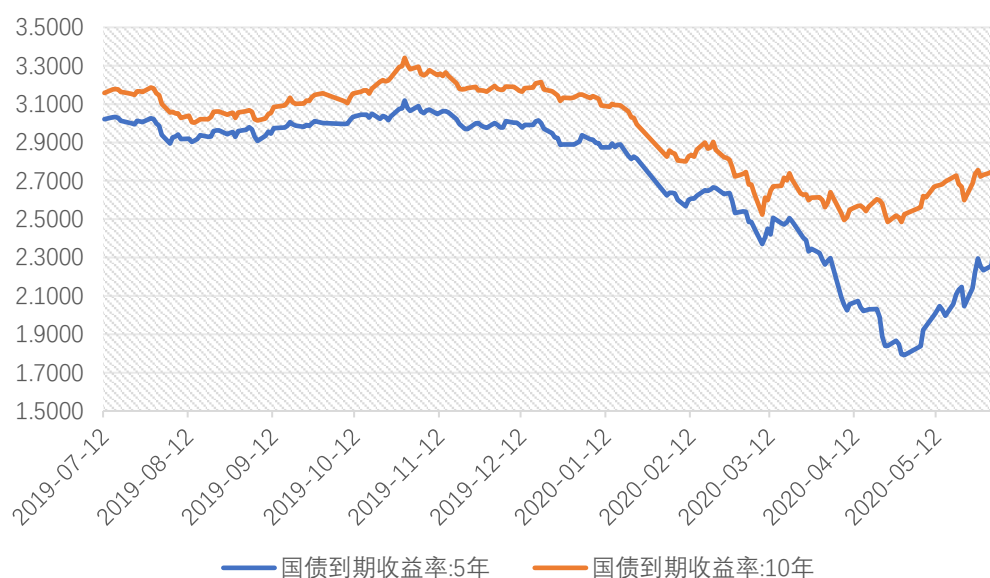


国债市场波动加大 阶段性底部有望到来

方正中期期货 牛秋乐

5月份以来国债期货价格深度调整，截至6月初，国债期货三品种价格已经逼近春节前后的水平，相当于已经回吐了绝大部分因疫情冲击以及政策宽松所带来的收益率空间。现券市场，10年期国债收益率自低位已经上行超30BP，而随着市场收益率曲线平坦化变化，短端调整幅度更大，5年期国债收益率4月底以来上行幅度超过55BP，2年期国债收益率则已经上行超65BP。随着市场收益率反弹走高，国债期货价格大幅下跌，尤其是中短端的2年期和5年期品种自年内高位的跌幅分别达到1.2%和2.3%，10年期品种自高点的跌幅则达到2.4%。从国债市场收益率曲线来看，5月中以来市场收益率曲线呈现显著的“熊平”状态，短端与长端收益率全面回升，短端收益率上行幅度更加明显，收益率曲线呈现显著的平坦化趋势。以衡量收益率曲线形状的10年/5年国债收益率比值来看，该比值自1.4上方已经回落至1.2以下，接近1.1左右的历史均值上沿。



图：国内市场收益率存在显著超调

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理



图：国债期货价格连续走低
数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

经济补偿性修复降低债市想象空间

二季度以来，随着复产复工的推进，国内经济进入补偿性修复阶段，各项经济数据自低位连续回升。随着各项经济条件逐步好转，债市的重要驱动因素——经济基本面已经越过低点，市场的驱动因素由经济下行+政策宽松的双轮驱动模式进入政策配合经济修复的新阶段。经济的补偿性修复降低债市的想象空间，且随着经济走出低谷，债市收益率再创前低的可能性大大下降，这意味着本轮牛市行情已经步入尾端，但熊市条件显然还不具备，尤其是经济重新回到正常增长轨道仍需较长时间，在全球经济陷入深度衰退的大环境下，所需的时间周期可能更长。



图：PMI 指数保持在 50 以上
数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

产出端，4 月份规模以上工业增加值重回正增长，同比增长 3.9%。另外，先行指数连续三个月处于扩张区间，5 月官方与财新制造业 PMI 指数分别录得 50.6 与 50.7，PMI 数据仍在荣枯线上，制造业生产活动继续复苏的趋势未变。产出端数据的修复符合预期，决策层不断要求加快复工复产进度，货币政策也持续宽松给企业注入流动性。产业链逐步复苏增加产出活力，产出端从底部逐步复苏的态势大概率将会延续。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。1-4 月城镇固定资产投资累计同比增速为-10.3%，较前值-16.1%明显改善，4 月当月，房地产、基建、制造业投资增速分别为 6.97%、4.78%、-6.75%。房地产投资对总投资继续起带动作用的同时，基建投资的支持力度明显增强。在政府扩大财政赤字，发行特别国债，大幅提高地方政府专项债的资金支持下，未来基建投资将有进一步加速的空间，但制造业投资仍需要观察海外需求的变化情况。消费需求方面，1-4 月社会消费品零售总额同比增速为-16.2%，较前值-19%有一定修复。随着国内各项限制聚集的防疫政策解除，耐用品消费将有较大的回补需求。

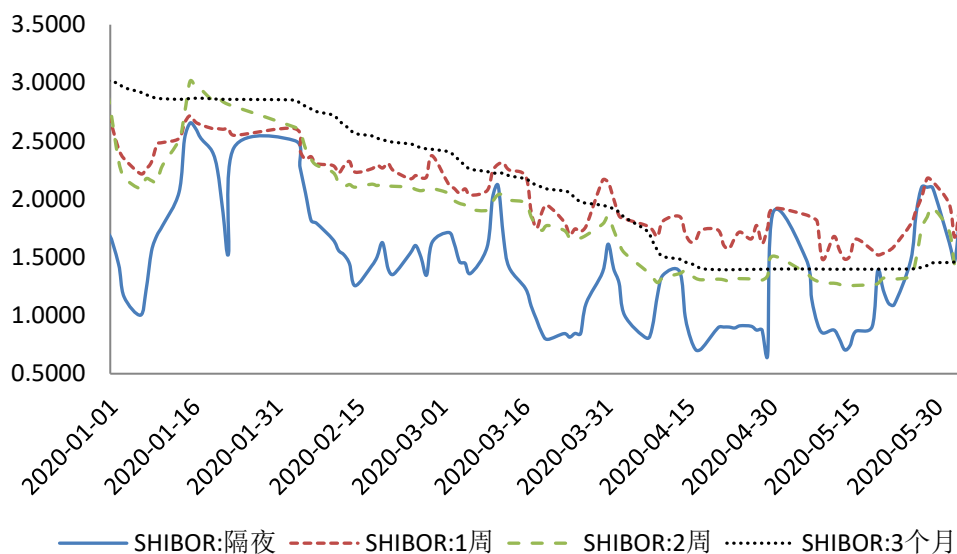
因此，从经济条件来看，债市的重要驱动因素之一，经济基本面已经越过低点，这也是 5 月份国债期货大幅走低的主要因素之一。但从下半年以及全局来看，当前疫情以及贸易方面的不确定因素仍然较多，经济补偿性修复后恢复速度将逐步减速，因此对收益率的压力与正常的经济复苏是有本质区别的。叠加全球经济仍处于深度衰退过程中，国内经济重回正常增长区间预计需要较长的时间周期。

央行创新货币政策工具

货币政策上，由于 5 月以来央行继续暂停公开市场逆回购投放，对于月内到期的 MLF 仅进行了量减价平的续作，政策性金融工具利率以及 LPR 报价利率均未出现下调，市场一度认为货币政策的放松力度开始减弱，在五月份降准与降息预期落空后，市场对于货币政策边际收紧呈现较大的担忧，并引发中短端收益率水平的快速回升。5 月末，央行重启逆回购资金投放，结束连续近两个月的静默期，且投放规模逐日增加，月末当周公开市场累计净投放 6700 亿元，市场情绪一度出现好转，但 6 月初央行则再度出台重磅政策，也再次导致市场对货币政策预期发生改变。

6 月初央行创设两个直达实体经济的货币政策工具。“普惠小微企业贷款延期支持工具”与“普惠小微企业信用贷款支持计划”，央行新的政策工具一方面解决了中小银行资金来源问题以及在普惠贷款投放和延期上的积极性，另一方面也避免了资金在金融体系内的空转，具有直达实体经济的效果。但从债券投资上来讲，可能意味着货币政策由“总量到结构”，由“宽货币转向宽信用”，可能低成本杠杆资金来源的收缩，从而对市场形成利空。

我们认为，当前市场对于货币政策的预期已经过于谨慎，结构性货币政策并不能完全代替总量性政策，尤其是在大规模政府债券需要发行的情况下，总量性政策仍然可期，6 月份央行大概率再次进行降准并下调政策性金融工具利率。



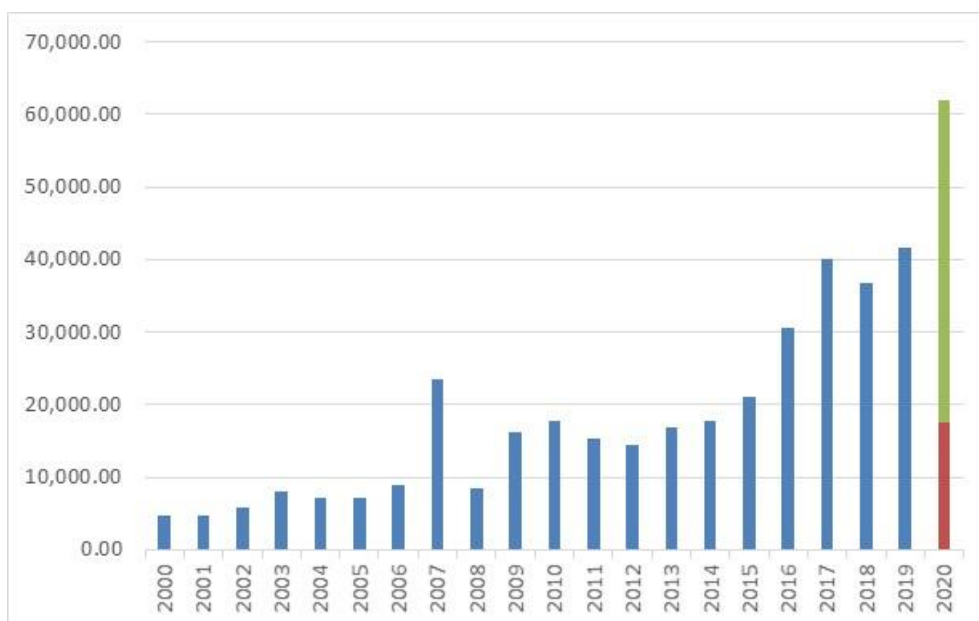
图：货币市场资金利率低位回升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

利率债供给压力大增

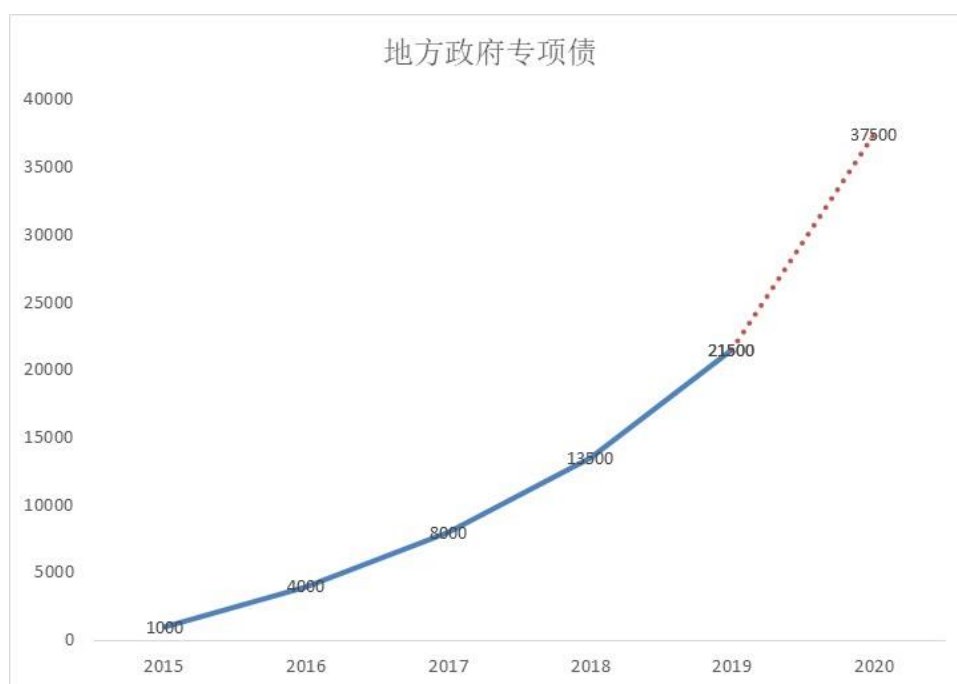
为了提升财政政策的政策空间，发挥债券市场直接融资功能，年内债券市场供给规模有较大幅度的提升。5 月份以来国内利率债供给压力大幅增加，当月债券发行规模同比增长 137.77%，其中地方政府债券单月同比大增超 3 倍。5 月份全国两会政府工作报告中，在财政政策方面，对今年赤字率按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券规模拟安排 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，并提高专项债券可用作项目资本金的比例，因此 5 月份以及 6-7 月份都将是年内利率债的集中供给期。现券市场，一级市场建行-万得银行间债券发行指数 5 月份自 52 附近迅速反弹至 56 上方，一级市场发行利率跟随二级市场走高。我们预计，随着一二级市场收益率水平的快速上行，货币政策将继续放松以配合债券发行以及财政政策的实施，当前市场收益率缺乏持续上行基础。

债券发行方面，中央结算公司发布数据显示，截止 2020 年 5 月底，各类债券发行人累计在全国性债券市场上发行本币债券合计 8.39 万亿，同比增长 36.55%。其中 5 月当月发行规模达到 2.73 万亿元，同比增长 137.77%。利率债方面，1-5 月份发行国债 1.85 万亿元，同比增长 51.74%；地方政府债 3.20 万亿元，同比增长 65.13%；政策性银行债 2.13 万亿元，同比增长 18.95%。从年内发行来看，三大债种中，地方政府债增长最为显著，国债增长也非常明显。从 5 月份单月来看，三大券种继续放量，尤其是地方政府债发行规模同比大增超三倍，其中，记账式国债、地方政府债与政策性银行债单月发行规模分别为 6773 亿元、13024 亿元与 4814 亿元，同比增速分别达到了 71.33%、327.99% 和 58.15%。另外，除国内投资者外，海外机构继续加仓国内债券，5 月底境外机构的人民币债券托管面额达到 21130.72 亿元，较 4 月份环比增长 1119.36 亿元，同比增长 31.20%。目前全球市场债券收益率普遍偏低，部分发达国家国债收益率处于零附近，甚至进入负值区间，在人民币币值相对稳定，债券收益率较高，对海外机构仍有较强的吸引力。



图：国债发行规模预估大幅提升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理



图：地方政府专项债规模大增

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

行情展望

展望后市，国债期货三品种价格均未跌破 2018 年以来牛市行情形成的上行趋势线，国债期货牛市行情尚未破坏，因此，我们对于国债期货牛市尾端的判断暂未调整。在连续调整后，国债期货于趋势线上方将逐步获得支撑，目前期现货市场调整已经较为充分，市场直接转熊的条件尚不具备，短期继续下跌空间有限，我们不建议继续追空，对于激进投资者以及

配置需求，建议逐步左侧建仓，捕捉波段性交易机会。