



作者：金融衍生品组 牛秋乐

执业编号：F0268914（从业） Z0002616（投资咨询）

联系方式：010-68578820/ niuqiule@foundesc.com

成文时间：2021年4月16日星期五

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

国债：债市已至周末 卷土重来应可知

——2020 年国债市场回顾与 2021 年展望

方正中期期货研究院 牛秋乐

目 录

摘要	1
第一部分 国债长期走势和 2020 年行情总结	2
一、国债市场长期走势分析	2
二、国债期货年度走势分析	5
第二部分 2021 年经济前高后低 关注利率债上半年配置机会	6
一、2021 年经济向常态回归 基数效应导致前高后低	6
二、国内物价保持温和 2021 年通胀压力不大	10
第三部分 2021 年信用条件有望收紧 正常化货币政策继续推进	11
一、2021 年货币政策继续向常态回归	11
二、2021 年信用条件将逐步收紧	14
第四部分 2021 年利率周期拐点有望到来	18
第五部分 全球低利率环境延续 内债相对配置价值较高	23
第六部分 期货价格技术与展望	25
第七部分 总结全文和 2021 年度操作建议	29

摘要

2020 年国债期货价格大幅波动，由于疫情冲击改变了国内经济运行节奏和货币政策方向，债市跟随经济与政策变化呈现牛熊转换。从利率周期来看，2020 年债市仍处于 2018 年初以来的利率周期过程中，截至 2020 年 4 月末，本轮利率周期的牛市阶段共持续两年零四个月的时间，2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的熊市阶段，基于我们对于 2021 年国内经济的预期，市场收益率水平有望在 2021 年二季度达到高点，结束 2008 年以来的第四轮利率周期，随后开启新一轮的利率下行周期。因此，2021 年将是利率周期的转换年，新旧交替下市场收益率将迎来拐点。

回顾年内债市运行，可以将市场划分为三个阶段：1-4 月份利率超常规放松下，国债期货价格大幅冲高，收益率水平创下本轮周期低点；5-9 月份政策边际收紧，国债期货价格快速回落，收益率重回年初水平；10 月份之后，各项政策进入正常化阶段，国债期货开启筑底过程，市场收益率水平在配置价值与交易价值中寻顶。债市运行大致可以从经济、政策、供需、避险几个维度来刻画，这也是我们“两条主线+两条辅线”债市判断逻辑中的核心。两条主线即经济和政策，其搭配决定了债市的大方向。两条辅线一是供需关系，二是避险因素，其会对债市短周期的运行产生较大的冲击。

从经济与政策逻辑来看，2020 年 1-4 月份呈现“经济弱+政策宽松”的组合，双轮驱动下国债期货强势上涨，市场收益率水平创下本轮利率周期低点。2020 年 4-9 月份则呈现“经济快速修复+政策边际收紧”的组合，两条驱动因素同时转向导致国债期货价格连续下跌，市场收益率水平快速回升。2020 年 9 月份之后，两条主线的组合逐步形成“经济继续恢复+政策回归正常”的新阶段，债市对于经济数据的反应逐步钝化，收益率水平也进入寻顶阶段。2020 年国内货币政策已经出现三次转向或者边际转向，国内货币政策也完成超常规宽松-边际收紧-重回正常化的转变，2021 年在基数效应下国内经济增速水平有望达到 9% 左右，总量性与结构性货币政策将顺势继续有序退出。但基于经济前高后低的总体判断，货币政策显著收紧的概率较低。我们认为，2021 年结构性货币政策逐步回收与总量性政策保持稳定将是货币政策的主要搭配。

从债券市场发行与融资来看，2020 年为了支持抗疫工作，提升财政政策的实施空间，两会大幅提高赤字率目标至 3.6%，财政赤字规模比 2019 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安排 3.75 万亿元，比 2019 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。从利率债供给与净融资角度来看，2020 年利率债融资规模大幅增长，净融资压力对二级市场收益率形成向上压力，从 2020 几次融资高峰来看，2020 年 5 月份地方政府债集中发行，2020 年 6-7 月份特别国债市场化发行，2020 年 8 月份地方政府债券发行再次迎来井喷，单月利率债发行与净融资规模均为年内以及历史次高点，2020 年 9 月份一般国债发行规模大增。在供给压力下，2020 年 5-9 月份利率债收益率显著上行，国债期货价格持续下跌。2021 年国内信用条件面临收缩，政府债券发行规模料有所下降。融资规模下滑以及配置价值提升，对于利率债来讲，2021 年供需条件将显著好于 2020 年。

从国内外市场相对估值价值来看，全球主要央行货币政策在较长时间内将继续保持宽松，预计 2021 年美联储超低利率水平保持不变，财政政策将会更加积极，新任总统上任后不排除推出 2 万亿美元以上的财政刺激。欧央行和日本央行同样有继续保持宽松的空间。在经济逐步修复的背景下，各国债市收益率陡峭化程度料进一步提升，短端收益率在宽松政策下仍将继续保持低位，长端利率在经济预期向好下料逐步上行。考虑到 2020 年在全球债市收益率普遍大幅下行的情况下，我国国债收益率较年初水平还有不同程度上行，突出的反映是国内外利差水平迅速放大。中美 10 年期国债收益率仍有 230BP 以上的利差空

间，利差水平在 2020 年扩大了近 110BP，该价差已经超过 2011 年高点，并创出历史新高。即使 2021 年海外经济修复加快，长端收益率快速回升，国内外巨大的利差水平同样可以提供较大的安全边际。对比来看，国内债券的估值优势和配置价值依然非常明显。

展望 2021 年，国内经济将进一步向常态回归，由于基数效应影响显著，2021 年经济同比数据的可预期性更强，全年经济将呈现前高后低的走势，国内财政货币政策的支持力度也会相应弱化，在不产生所谓“政策悬崖”的情况下，特殊时期出台的政策将陆续退出，国内信用条件面临收缩，因此货币条件预计将保持适度宽松。基于对经济“前高后低”的判断，以及政策方向的预期，我们认为利率债将在 2021 年上半年迎来转机。结合我们对于利率周期和经济周期的跟踪，下一轮利率周期的起点以及市场收益率的拐点预计将在 2021 年二季度到来，我们预计 10 年期国债收益率运行的区间在 2.8%-3.6%之间。

第一部分 国债长期走势和 2020 年行情总结

一、国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究，利率周期与经济周期密切相关，经济周期决定了利率周期并领先于利率周期，但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降（利率走低）-（政府、企业、居民）加杠杆-经济回升-利率上行-（政府、企业、居民）降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式，一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如，一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期，每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期（库存）构成。因此，我们一般观察的短期周期往往表现为 3-4 年左右一个轮回。以债市为例，2008 年以来国内共经历四轮利率周期，每轮周期持续 3-4 年左右的时间，其中包含一轮利率的下行（牛市）与上行（熊市）过程。目前我们正处于 2008 年以来第四轮利率周期过程中，该周期起始于 2018 年初，其中利率下行阶段为 2018 年初至 2020 年 4 月份，2020 年 5 月份以来市场已经进入利率上行阶段，以利率周期或者库存周期 3.5 年（40 个月）来测算的话，本轮利率周期将于 2021 年年中左右结束，市场有望开启新一轮利率周期。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

第一轮利率周期以 2008 年国际金融危机爆发为起点，受国际局势影响，国内 GDP 增速自 2008 年初的两位数增长迅速回落，至 2009 年一季度最低下滑至 6.4%。为避免经济硬着陆，2008 年下半年国内推出 4 万亿财政刺激政策，央行也将存款基准利率水平从 4.14%降至 2.25%，国债市场收益率大幅下行，10 年期国债收益率自 2008 年初的 4.4%最低降至 2.67。大量的资金供给与超低的利率水平刺激政府部门、企业部门和居民部门集体加杠杆，整体社会债务水平大幅上行。为抑制经济过热的势头，2010 年下半年开始国内紧急加息，1 年期定期存款基准利率水平由 2010 年中的 2.5%迅速上调，并在 2011 年中达到 3.5%的水平，10 年期国债到期收益率则由迅速上行至 4%以上，债务成本的大幅走高迫使企业与居民部门降低自身成本，经济过热的局面得到遏制。

第二轮利率周期自 2012 年开始，国际上欧洲五国债务危机愈演愈烈，并拖累欧洲经济大幅下滑。内外需求同步回落，国内投资、消费、进出口大幅下行，GDP 增速自 08 年金融危机以来首次跌破 8%，全年

GDP 增速创出 13 年新低。在此背景下国内政府推出了一系列稳增长措施，保 8 成为当年的重要任务。当年存款准备金率两次下调，基准利率水平也由 3.5% 经过两次降息达到 3%。国家推出一系列稳定投资增长的政策组合，加快项目审批，基建投资迅速发力，规模远超 2008 年的 4 万亿投资。各地房地产政策也进行了放松，包括在住房公积金和贷款额度进行放款，提供税费优惠，鼓励首套购房，居民部门和政府部门杠杆水平迅速回升。10 年期国债到期收益率水平从 4% 以上在 2012 年年中最低降至 3.3% 以下。2013 年下半年开始，国内经济小周期回升，但实体行业产能过剩问题突出，银行不良贷款风险激增，房地产泡沫在部分城市出现破裂，金融体系内资源错配期限错配严重，资金成本迅速提升，企业再次进入被动去杠杆，10 年期国债收益率迅速升至 4.7% 以上。

第三轮利率周期从 2014 年开始，企业大规模去产能、降库存，房地产各指标均现负增长，实体经济快速下滑，中国经济进入供给收缩期。2014-2015 年国内央行通过 6 次降息将基准利率水平由 3% 降至 1.5%，大型金融机构存款准备金率也由 20% 降至 17%，对应的 10 年期国债收益率水平由 3.5% 以上在 2016 年初最低降至 2.7% 左右。供给侧产能主动去化叠加 2015 年底中央经济工作会议提出的“三去一降一补”供给侧改革政策推进，2016 年供给收缩与国际经济复苏需求提升出现错配，大宗商品价格大幅上行，国内外经济也呈现周期性回升。实体行业投资回升，房地产价格大幅上行，带动利率水平走高。去杠杆政策在金融体系演变成监管的不断加强，2017 年 10 年期国债收益率水平由 3% 最高升至 3.9% 以上。2017 年下半年我们曾预测，利率已经处于十年来第三轮利率周期的后半部，当利率上行触发各部门主动去杠杆，企业利润大幅收缩，经济再次出现失速风险时，将是利率顶部区间。这些预测在 2018 年基本得以验证。

第四轮利率周期从 2018 年初开始，全球经济受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突频繁等因素影响，国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足，全球主要央行开启新一轮量化宽松之路，全球市场收益率水平不断走低。国内经济增速也处于台阶式下滑过程中，外部不确定性较强，内部复苏进程缓慢，市场收益率受到宏观经济条件的约束。本轮牛市周期共持续两年零四个月的时间，2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的上行阶段，基于我们对于 2021 年国内经济的预期，市场收益率水平有望在 2021 年二季度达到高点，结束 2008 年以来的第四轮利率周期，随后开启新一轮的利率下行周期。因此，2021 年将是新的利率周期的开始，市场收益率将迎来拐点。

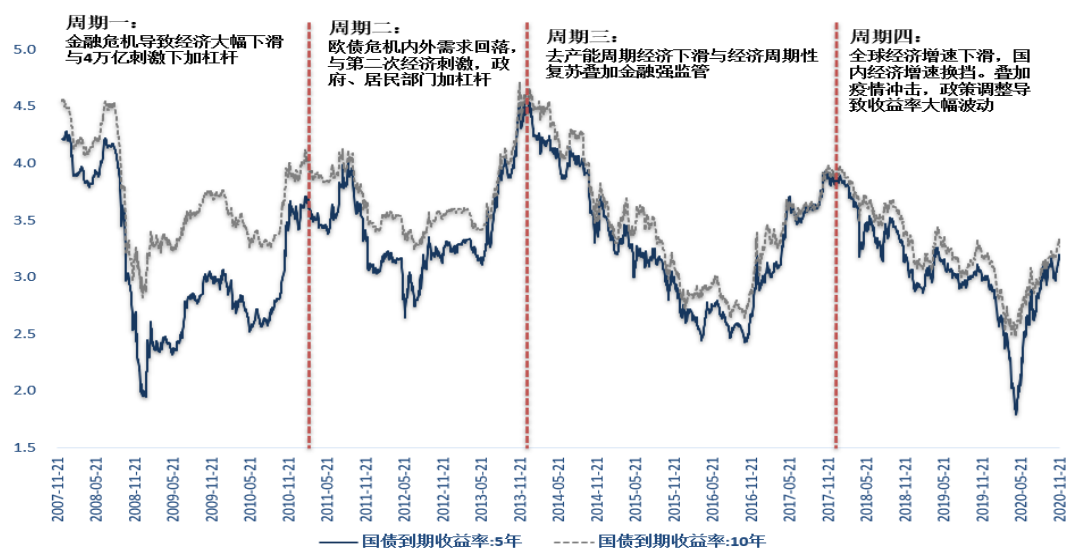


图 1-1：08 年来第四轮利率周期步入尾声
数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

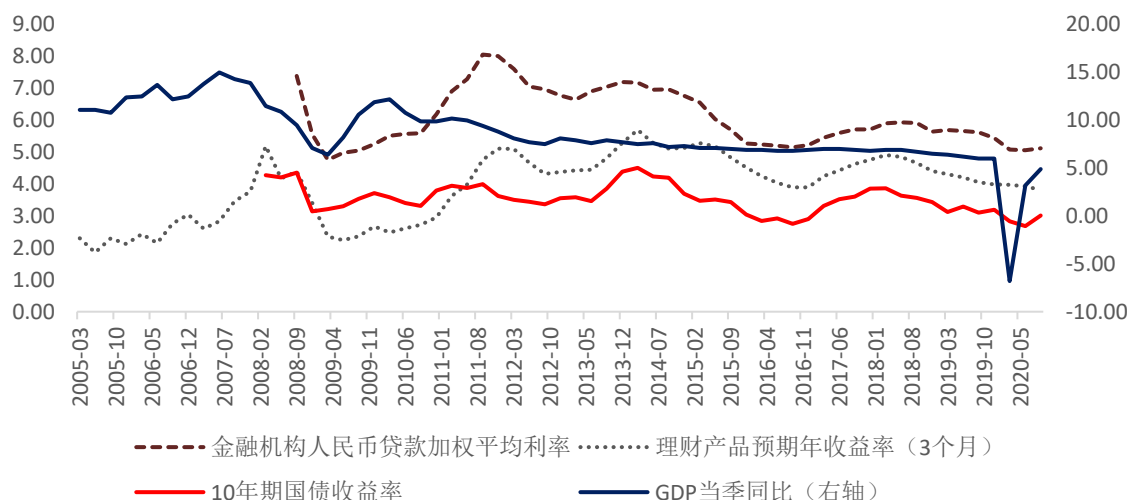


图 1-2：收益率水平跟踪经济周期运行
数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

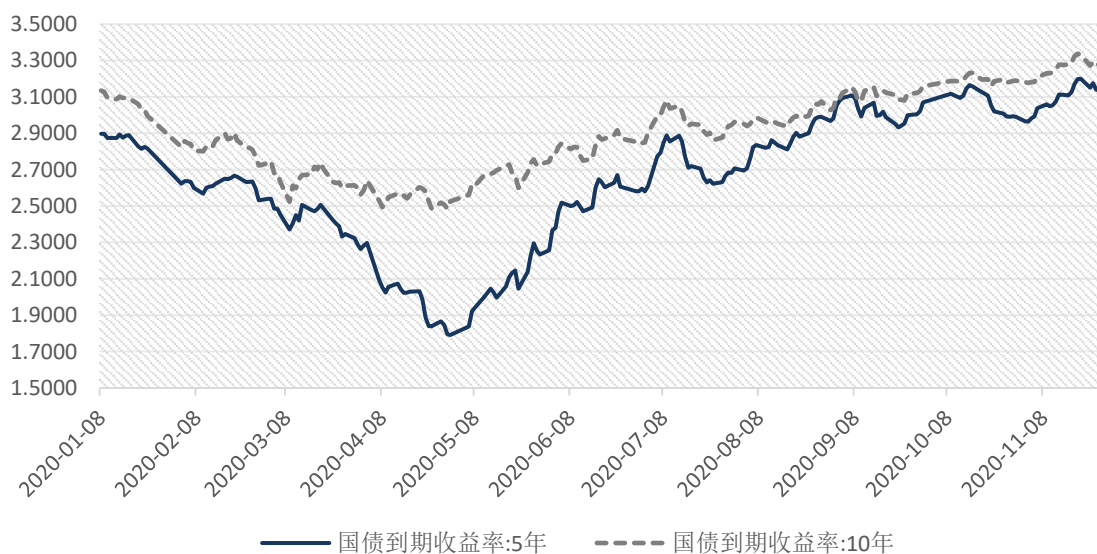


图 1-3：2020 年国债市场收益率呈“V 型”表现
数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

二、国债期货年度走势分析

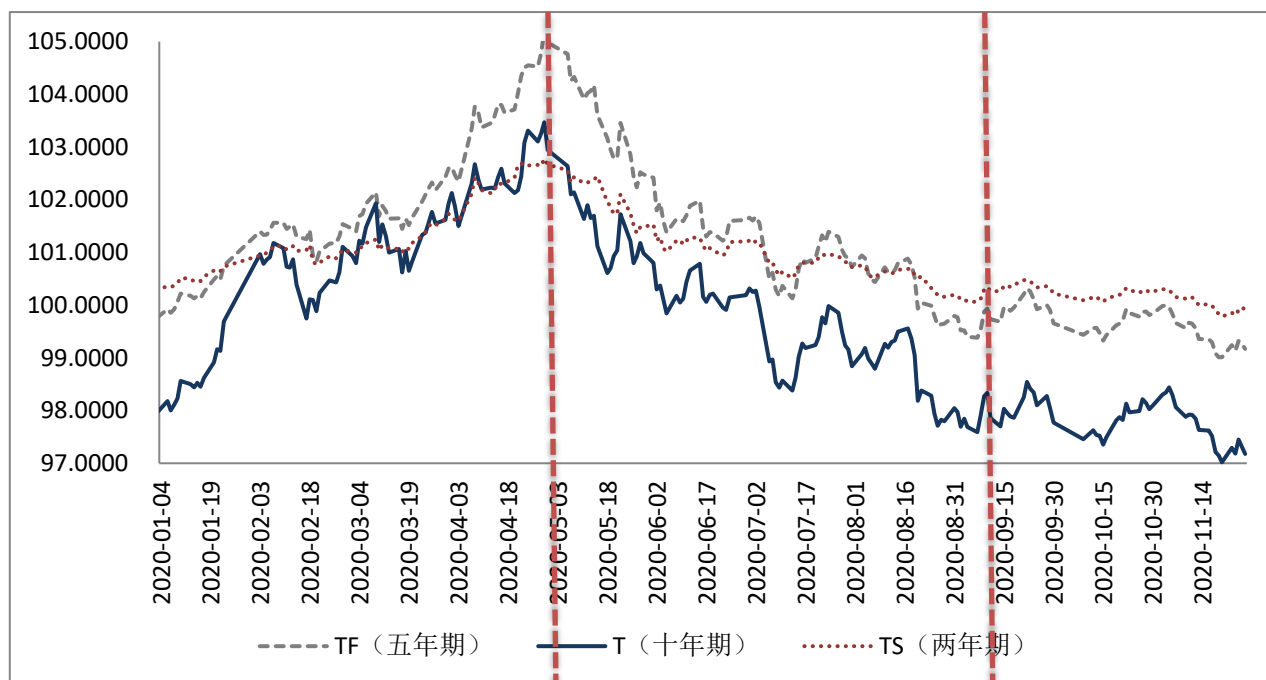


图 1-4：国债期货三品种价格走势

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

年内债市跟随国内经济与政策大幅波动，市场也发生了一轮牛熊转换。回顾年内债市运行，可以将市场划分为三个阶段，1-4 月份利率超常规放松下，国债期货其中价格大幅冲高，收益率水平创下本轮周期低点；5-9 月份政策边际收紧，国债期货价格快速回落，收益率重回年初水平；10 月份之后，各项政策进入正常化阶段，国债期货开启筑底过程，市场收益率水平在配置价值与交易价值中寻顶。

第一阶段：1-4 月份市场收益率大幅走低，国债期现券价格大幅冲高

主要触发因素在于年初新冠疫情加速蔓延，叠加原油价格战影响，全球经济陷入衰退，全球市场收益率同步下行。国内央行货币政策从“审慎”转向“积极”，连续两次下调政策性金融工具利率 30BP，进而带动 LPR 报价利率下行；央行连续 3 次降准或定向降准；将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%；连续三次共投放 1.8 万亿专项再贷款资金。系列政策组合拳下，国内 10 年期国债收益率向下突破 3% 后大幅走低，最低下探至 2.5% 左右，国债期现券价格大幅走高。

第二阶段：5-9 月国内经济快速修复，市场收益率低位回升

5 月份之后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。央行有意引导货币市场资金利率回归正常水平，防范资金在金融体系内空转套利。730 政治局会议后，货币政策更加强调灵活适度，精准导向，货币政策重回正常化。由于经济条件的持续好转、货币政策边际收紧以及利率债供应压力较大，国债市场收益率水平快速回升，国债期货价格深度调整。5 月份超

万亿地方政府专项债集中发行，利率债净融资额创年内新高。6-7 月份 1 万亿特别国债全部采取市场化发行。8 月份地方政府债发行再次放量，叠加国债的供应，利率债发行与净融资规模迎来年内第二个高峰，10 年期国债收益率向上突破 3%。国债期货于 8 月底重回年初水平，基本抹去了年内因疫情对经济的冲击和政策宽松所带来的涨幅。

第三阶段：10 月之后各项利空因素逐步弱化 国债期货进入筑底阶段

10 月份之后，在市场收益率经历了一轮“V 型”反转后，疫情以及非正常化货币政策对债券市场的影响已经基本结束，市场进入年内的第三个阶段。该阶段具体表现为债市对经济数据的反应钝化，市场配置价值凸显，交易驱动逻辑欠缺。从债市自身来看，国内外利差水平保持高位，国债收益率已经超过年初水平，配置价值已经显著提升。从利率债发行融资来看，5-9 月份都是利率债发行融资高峰期，之后逐步回落，因此供给因素对债市的压力明显减轻。但国内经济继续好转，各项政策也未出现在此放松迹象，市场缺乏核心驱动因素仍然欠缺。因此，在较长时间内市场收益率水平仍将在配置价值与交易驱动中寻顶。

第二部分 2021 年经济前高后低 关注利率债上半年配置机会

一、2021 年经济向常态回归 基数效应导致前高后低

从长期走势来看，国债期货仍处于 2018 年初以来的利率周期过程之中，本轮利率周期已经延续 3 年的时间，从收益率水平在周期内所处的位置来看，目前处于本轮利率周期的收益率上行阶段。由于利率周期紧密围绕着经济周期运行，从过去十几年的经验来看，每轮利率周期的跨度基本在 3-4 年左右，其中就包含一轮利率下行和上行的过程，并与短周期的库存周期紧密契合。本轮利率周期中，收益率下行的牛市阶段从 2018 年年初开始至 2020 年 4 月末结束，共持续两年零四个月的时间。2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的上行阶段，也即熊市阶段。基于我们对于 2021 年国内经济的预期，市场收益率水平有望在 2021 年二季度达到高点，结束 2008 年以来的第四轮利率周期，随后开启新一轮利率周期的利率下行阶段。因此，2021 年本轮利率周期将进入尾声，市场也将开启新一轮的利率周期，收益率水平将迎来拐点。

未来债市的表现仍然取决于国内经济与政策的导向，这也是我们“两条主线+两条辅线”债市判断逻辑中的核心。两条主线即经济和政策，其搭配决定了债市的大方向。2020 年 1-4 月份呈现“经济弱+政策宽松”的组合，双轮驱动下国债期货强势上涨，市场收益率水平创下本轮利率周期低点。2020 年 4-9 月份则呈现“经济快速修复+政策边际收紧”的组合，两条驱动因素同时转向导致国债期货价格连续下跌，市场收益率水平快速回升。目前来看，两条主线的组合逐步形成“经济继续恢复+政策回归正常”的新阶段，债市对于经济数据的反应逐步钝化，收益率水平也进入寻顶阶段。两条辅线一是供需关系，二是避险因素。2020 年债券市场融资功能被赋予重要定位，政府债券发行规模大幅增加，供给因素在融资高峰期间对市场形成较大压力，2021 年同样需要关注国内债券发行规模以及融资高峰期对市场的影响。避险因素对债市来讲主要体现在短期影响，当前全球政治、经济格局仍然面临较大的不确定性，中东地区局势不稳，美伊关系继续恶化，中美关系发展都会在局部市场上对市场形成较大冲击，该因素同样需要关注。回顾 2020 年国内经济与政策变化，可以大致分为两个阶段：

2020 年 1-4 月份，疫情对经济全面冲击阶段，国内经济大幅衰退，政策全面转向宽松。

2020 年年初，疫情突然爆发并在全球多国广泛蔓延，经济运行节奏被强行打破，下游消费行业，尤其是餐饮、旅游、交通、娱乐等行业受到休克式打击；上游原材料以及中游劳动密集型行业等也因人员流动受限，开工复产延迟等受到明显影响。国内经济在 2020 年一季度受到严重冲击，除国内变量外，海外疫情快速发展，外需对我国经济也形成间接的负面影响。经济运行节奏的改变导致政策重心调整，稳经济重新成为短期政策的核心，货币政策也从防风险转向支持实体经济，对冲信用风险。

为了降低疫情对国内经济的影响，国内出台大量刺激经济的政策，最高层会议基本保持一周一开的频率。4月17日中共中央政治局召开会议，以“极不寻常”、“前所未有”来形容今年国内经济面临的市场环境。首提“六保”，即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。为了激发市场需求，在外部环境不确定性大幅增加的情况下，稳定内需的重要性大大提升。2020 年 2 月份国内密集出台一系列投资计划，基建投资快速上马有利于国内经济迅速从低位回升至正常水平，对经济形成显著的拉动作用。2020 年 3 月底，经国务院同意，国家发展改革委、中宣部、财政部等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出 19 条举措，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等 6 个方面促进消费扩容提质，助力形成强大国内市场。在投资方面，2020 年 3 月 31 日国务院常务会议提出，要进一步增加地方政府专项债规模，再提前下达一定规模的专项债。另外，为了增强专项债再撬动投资方面的杠杆效果，2020 年专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至 25%，此前该比例为 20%。除专项债外，“327 政治局会议”提出发行特别国债支持新基建投资。在刺激消费需求方面，在保持房地产政策定力的情况下，汽车产业由于在制造业中涉及范围广，涉及链条长，带动效果明显，成为国家乃至地方刺激消费的重要抓手。3 月 31 日国务院常务会议上，为促进汽车消费，会议确定，一是将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。二是中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。三是对二手车经销企业销售旧车，从 5 月 1 日至 2023 年底减按销售额 0.5%征收增值税。在稳定外需方面，4 月 7 日国务院常务会议决定，推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易等系列举措，积极应对新冠肺炎疫情疫情影响，努力稳住外贸外资基本盘。在国际疫情发展以及政治格局调整过程中，稳内需的重要性位居首位，消费稳则内需稳，内需稳则经济稳。另外，为了降低疫情对企业特别是中小微企业的影响，减轻疫情期间企业负担，稳定社会就业。国务院常务会议确定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响。国内也积极推进企业复工复产。国内政策支持力度较大，这将有助于降低疫情期间实体企业受到的影响，精准稳妥推进复工复产则可以把疫情对实体经济造成的影响降到最低。系列政策有效稳定了疫情期间的国内经济，尤其是为中小企业“留的青山，赢得未来”提供了重要的政策保障，为之后经济的快速修复提供了基础。

2020 年 4 月份以后，国内经济进入补偿性修复阶段，经济增速快速反弹，各项政策逐步退出。

2020 年 4 月份之后，随着国内疫情逐步得到控制，企业复工复产加快，经济受影响的程度将随之下降，各项经济数据底部回升，国内经济运行路径呈现“V 型”表现，与此同时，疫情期间出台的各项政策开始逐步退出。2020 年 7 月底中央政治局会议以及央行二季度货币政策执行报告确立了政策方向，即对经济更加乐观，要求从长期考虑当前遇到的问题，从持久战的角度加以认识。加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。政策则更加克制，强调灵活适度，精准导向，稳增长与防风险兼顾。我们认为三、四季度各项经济数据将继续回升，但边际恢复速度将逐步递减。在国内经济、外部条件不发生显著变化的情况下，国内货币政策继续延续“正常化”，即保持不紧不松的状态，不紧是因为国内经济仍未恢复至正常区间，外部经济复苏缓慢也会拖累国内经济增长步伐。不松则是为了防范金融风险以及通

请务必阅读最后重要事项

胀压力，为未来的不确定性预留政策空间。2020年8月17日国务院常务会议要求，继续落实好金融支持政策。保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用。期间国内经济从生产端到需求端、从必需品到可选消费、从制造业到服务业完成了快速修复，截至2020年年末，疫情对于经济的影响已经明显弱化。

从数据上来看，2020年国内经济呈现“V型”表现，前三季度GDP累计同比增速0.7%，同比增长实现转正。分季度看，一季度下降6.8%，二季度增长3.2%，三季度增长4.9%。中性预期下，四季度GDP增长6.0%，全年累计增长在2.2%左右，即使四季度GDP达到最乐观的8.0%以上的水平，全年累计增长也在2.8%以内，可见年内经济受疫情影响仍较为明显。2020年《政府工作报告》中，财政赤字从2019年的2.76万亿元增加1万亿元至3.76万亿元；赤字率从2019年的2.8%提升至3.6%，另外发行1万亿元特别国债；地方政府专项债从2019年的2.15万亿元提升1.6万亿元至3.75万亿元。报告弱化了对经济增长的硬约束，提升了失业率目标，并加大财政政策和货币政策力度，对M2和社融余额同比增速的表述从“与名义GDP增速相匹配”变为“增速要明显高于去年”。政策支持下国内各项经济数据均呈现触底快速回升态势。具体来看，1-10月规模以上工业增加值同比增长1.8%。中国1-10月固定资产投资（不含农户）同比增长1.8%，其中1-10月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为6.3%、3.01%、-5.3%，均处于持续改善过程中；中国1-10月社会消费品零售总额累计同比增长-5.9%。从数据来看，产出端持续修复，企业部门利润继续好转，投资需求不断改善，必需品和耐用品消费回归正常，服务消费仍在改善，国内经济总体向好态势不变。目前产出继续位于主动加库存阶段。需求端，消费需求持续改善的确定性较高，消费需求正成为拉动经济的主要动力。替代效应下，外需仍将具备一定韧性。投资需求表现合理，低基数暂时提振房地产投资增速，基建投资进一步改善可能性较高，制造业投资仍够维持增长。

2021年预计国内经济继续恢复并向潜在增速回归，在基数效应下全年经济增速料呈现前高后低表现，2021年一、二季度经济数据受到基数效应影响较大，中性预期下一季度GDP增速有望达到15%以上，二季度仍有8%-9%左右的高增速，三、四季度经济受基数效应的影响逐步弱化，GDP增速回归之6%-7%的水平，全年经济增长有望达到8%以上。



图 2-1: 国内 GDP “V 型” 反弹

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

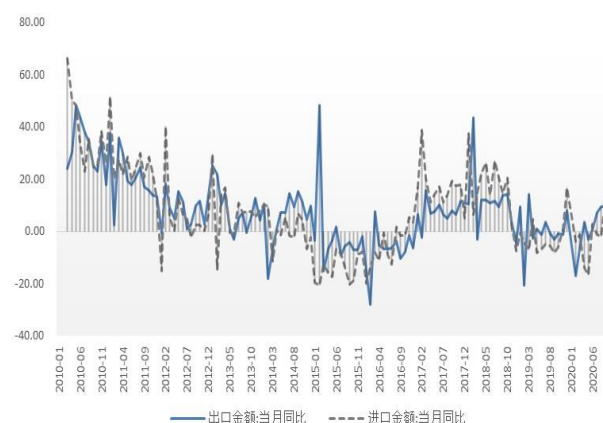


图 2-2: 外贸表现好于预期

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-3: 地产与基建支撑投资增长

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-4: 消费需求快速回升

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-5: 工业增长恢复正常

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 2-6: 制造业景气程度扩张

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP 同比增速	18.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.69%
	16.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.28%
	14.00%	8.00%	7.00%	6.00%	8.37%
	12.00%	8.00%	7.00%	6.00%	7.97%
	10.00%	7.00%	6.00%	6.00%	7.05%

图 2-7: 2021 年中国经济增长预测值

数据来源: 方正中期期货研究院预测

总体来讲, 2020 年是国内全面建成小康社会的决胜之年, 也是十三五计划的收官之年, 年内国内外经济遭遇到前所未有的挑战, 新冠疫情在全球蔓延对实体经济造成严重冲击。国内有效的疫情防控使得经济在一季度大幅衰退后迅速恢复, 成为全球唯一实现正增长的主要经济体, 各项政策也率先回归正常化。我们认为, 疫情改变了经济运行的节奏, 但不改变经济运行的趋势, 国内经济由高速增长向高质量增长的趋势未变。2021 年国内经济将进一步向常态回归, 由于基数效应影响显著, 2021 年经济同比数据的可预期性更强, 全年经济将呈现前高后低的走势, 国内财政货币政策的支持力度也会相应弱化, 在不产生所谓“政

策悬崖”的情况下，特殊时期出台的政策将陆续退出，国内信用条件面临收缩，因此货币条件预计将保持适度宽松。基于对经济“前高后低”的判断，以及政策方向的预期，我们认为利率债将在 2021 年上半年迎来转机。结合我们对于利率周期和经济周期的跟踪，下一轮利率周期的起点以及市场收益率的拐点预计将在 2021 年二季度到来，我们预计 10 年期国债收益率运行的区间在 2.8%-3.6%之间。

二、国内物价保持温和 2021 年通胀压力不大

在债券市场研究框架中，物价是不可忽视的重要参考因素，一是物价水平会直接改变市场的实际利率，从而影响市场的配置行为，在物价过高时，市场往往会要求更高的收益补偿，收取固定利息的债券市场难以有较好的表现。二是在物价过高时将对央行的货币政策空间形成制约，政策紧缩会提高货币市场率，进而对广谱收益率形成向上的拉动作用。近些年由于恶性通胀出现的概率已经越来越低，物价与市场收益率水平的相关度也在不断下降。

2020 年国内物价水平总体平稳，通胀压力不大，受翘尾因素以及肉价周期影响，CPI 增速总体呈现前高后低态势。国内 CPI 同比增速从年初的 5.4% 回落至 10 月份的 0.5%，PPI 增速则呈现探底回升的态势，由 1 月份的 0.0%，最低回落至 5 月份的 -3.7%，10 月份回升至 -2.1%。从判断 CPI 最重要的猪肉价格来看，8 月生猪出栏量加速后，猪肉价格增速持续位于下降通道中，猪周期已经进入到存栏回升、利润回落、价格下降的周期过程中。工业品端，中国经济仍处于主动加库存阶段，对大宗原材料需求增长仍能够支持价格水平修复。PPI 修复方向不变，价格和产出的回升均有助于企业收入和盈利水平的持续改善，以及资产负债表修复。结合产出和价格来看，主动加库存的经济周期阶段继续，财政宽松带动基建、服务消费持续改善、外需韧性超预期等影响下，未来经济运行方向依然向上，这有利于 PPI 走升。从货币角度来看，虽然全球市场投放大量流动性，但资金主要沉淀于金融资产层面，推升广义通胀的上行，但在狭义的商品领域影响并不显著，这从全球股票与债券市场的表现可见。另外国内货币超发并不明显，且已经率先实现货币政策的正常化，物价大幅上行风险不大。2021 年通胀逻辑将从“CPI 回落、PPI 回升”，转向“CPI 企稳回升、PPI 继续修复”。2021 国内出现通胀或通缩的风险均不大，有助于货币政策集中于对宏观经济条件的应对，而不至于陷入两难格局，因此物价与债市收益率的相关度仍将保持低水平。

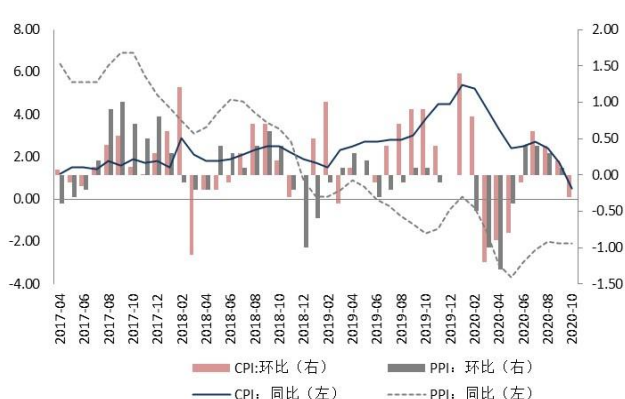


图 2-8: 国内物价数据

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

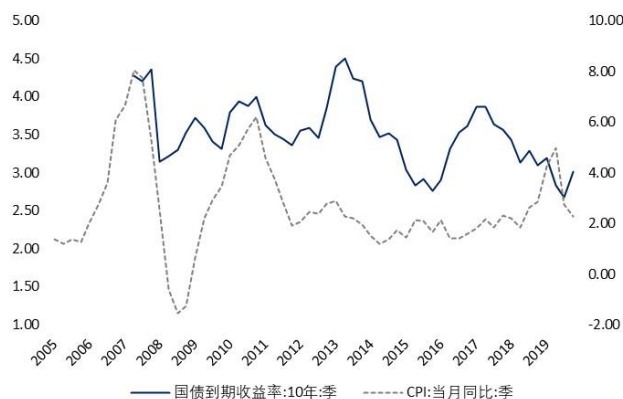


图 2-9: CPI 与国债收益率相关性

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

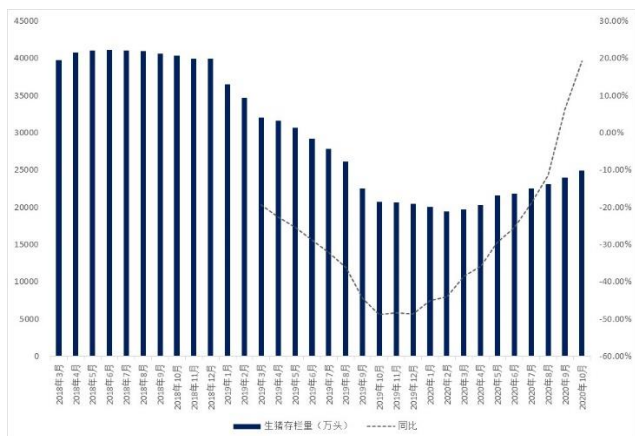


图 2-10: 生猪存栏量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

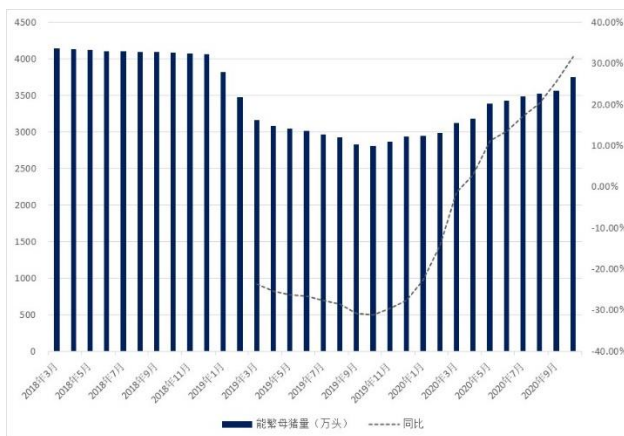


图 2-11: 能繁母猪量

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

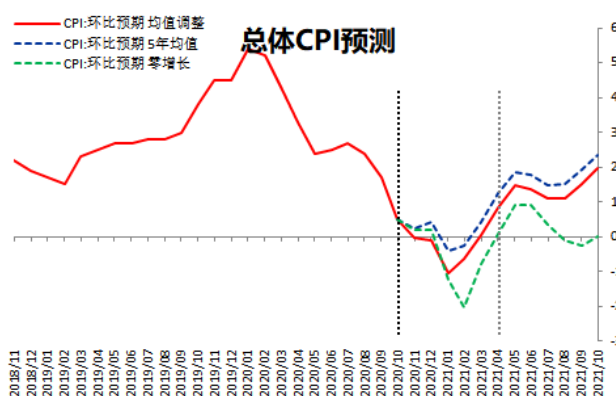


图 2-12: 2021 年 CPI 预测

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

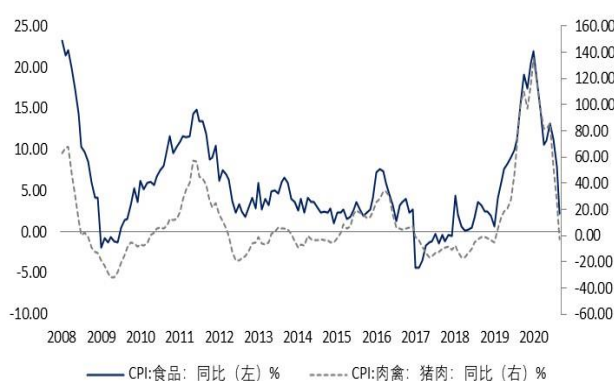


图 2-13: 猪肉价格对物价影响

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第三部分 2021 年信用条件有望收紧 正常化货币政策继续推进

一、2021 年货币政策继续向常态回归

2020 年在疫情冲击下, 国内货币政策在稳定经济, 支持实体企业方面发挥了重要作用。随着国内疫情得到有效控制, 疫情期间推出的总量型以及结构型货币政策也将逐步退出。2020 年国内货币政策跟随经济与疫情发展共发生三次比较明显的转向, 货币政策的变化也加大了国债期货的波动幅度。具体梳理年内货币政策转变的时点以及对市场的影响如下。

第一次调整: 2020 年 2-4 月份由于疫情爆发, 国内经济陷入停滞, 货币政策紧急转向宽松, 通过降准、调降政策性金融工具利率、提供专项再贷款、再贴现政策向市场投放大量流动性, 有效发挥了“六保”的重要目标, 尤其是“保居民就业、保基层运转、保市场主体”, 为国内经济“留的青山、赢得未来”提供了重要的货币条件支撑。货币政策紧急转向宽松, 超常规的货币政策在托底实体经济的同时, 债券市场收

益率大幅走低，国债期货价格创出年内高点。

327 政治局会议以及国常会相继出台各项重磅政策，要求积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，在此基础上推出三项重磅政策，适当提高财政赤字率、发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。这些政策的落均需宽松的货币政策配合，因此，2020 年一季度央行货币政策从“审慎”再次转向“积极”。传统货币政策中，疫情期间央行连续三次降准或定向降准，释放长期资金 1.2 万亿；连续两次降低政策性金融工具利率 30bp，引导 LPR 报价利率同步走低；连续三次投放再贷款、再贴现额度共 1.8 万亿，有效降低了疫情期间实体企业的融资成本。另外，时隔十二年央行再次动用超额存款准备金利率工具，将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，作为银行持有资金的机会成本，以及利率走廊的实际下限。超额存款准备金利率下调会刺激银行把资金更多用于信贷投放，增加对中小企业的信贷融资。这也是我们上述 1-4 月份疫情期间的超常规货币政策。

第二次调整：2020 年 5-6 月份，由于国内疫情受控，各项经济数据快速回升，经济恢复显著好于预期，而金融层面出现“监管套利、空转套利”的迹象，为了降低资金在金融体系内的空转，货币政策出现显著的边际收紧。短期资金供应明显缩量，公开市场操作连续暂停，有意抬高货币市场资金利率，降低杠杆收益空间。货币政策收紧，短期资金供应明显下降，央行有意引导货币市场资金利率向政策利率靠拢，货币市场资金利率快速回升，并向中长期市场收益率传导，现券市场收益率呈现“熊平”表现，国债期货大幅调整，且短期品种（2 年期、5 年期）表现明显弱于长期品种（10 年期）。

政策上，2020 年 5 月份以后国内货币政策开始出现边际收紧，为打击资金空转以及结构性存款的大规模虚增，央行通过降低短期资金供应，抬高资金利率的方式降低杠杆收益空间。另外，窗口指导商业银行，要求其在年底前大幅压降结构性存款规模，防范资金在金融体系内空转套利。在总量性政策上，2020 年 5 月份后基本没有新的政策出台。在短期资金投放上也保持了高度的克制，有意引导货币市场资金利率回升。虽然总量性政策出现了暂停和收紧，但结构性、创新型货币政策继续出台。2020 年 5 月 28 日，李克强总理在全国两会后的答记者问中，针对货币政策提到，“没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。所以我们采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉、下准药。钱从哪里来、用到哪里去，都要走新路。”也就是说国内货币政策需要进行创新。2020 年 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”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”，通过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，意味着货币政策由“总量到结构”，由“宽货币转向宽信用”的转变，从而对市场形成利空。7 月初央行再次下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，支持地方政府专项债补充中小银行资本金，系列政策仍然以降低实体企业融资成本，增强金融体系服务实体经济的能力为主要目标。

第三次调整：在货币政策实现扭偏后，2020 年 7-10 月份在政策导向上更加强调“正常化”，在全球主要央行政策工具消耗殆尽的情况下，我国央行尤其珍视尚存的货币政策空间。各项政策“更加灵活适度、精准导向”，在保证市场利率围绕政策工具利率波动的同时，有意压降两者之间的价差。国内货币政策政策“以我为主”，同时密切配合财政政策实施。2020 年 10 月份 2020 年金融街论坛年会、第二届“外滩金融峰会”相继举办。刘鹤在金融街论坛年会开幕式上发表主旨演讲时表示，我国主要经济指标逐季度向好，实现全年经济正增长是大概率事件。要坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策稳定。大力发展多层次资本市场。央行党委书记郭树清指出，要从四方面重塑金融发展新优势，坚定不移推进金融服务业对外开放，充分发挥科技进步对提升金融效率巨大作用。央行行长易纲表示，坚持稳健的货币政策，坚定支持市场主体稳就业；货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动。在货币政策正常化的背景下，

请务必阅读最后重要事项

央行主要通过短端资金的收放对冲市场需求变化，同时落实已有政策的实施落地，货币政策料保持不松不紧的均衡状态。

政策上，央行二季度货币政策例会指出“稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。”在总量政策上提出要“坚持总量政策适度”。结构性货币政策上提出要“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好新创设的直达实体工具”。相比于2020年一季度的例会，二季度例会删除了“控通胀”、“逆周期调节”等政策方向性词汇，新增了“坚持总量政策适度”、“坚持稳中求进总基调”、“形成与国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局”等新更富灵活性的词汇。央行开始有意引导国内货币政策的正常化，在全球主要央行基本上已经将全部政策空间用尽的情况下，我国央行目前尤其珍视货币政策正常化的空间。

2020年8月初，中国人民银行发布《2020年第二季度中国货币政策执行报告》，报告中，对国内经济的判断中，认为经济展现出“强劲韧性”，“下半年有望回到潜在增长水平”。对于物价，认为“不存在长期通胀或通缩的基础”。因此，对未来货币政策的表述为“更加灵活适度、精准导向”，与730政治局会议表述一致，删除了一季度“逆周期调节”的表述。下半年货币政策将更加取向正常化，在政策工具上将更加倚重结构性货币政策工具，实现直达实体经济的效果。随后在央行电视会议、新华社采访等多个场合连续就货币政策进行表态，即“货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已经出台的稳企业保就业各项政策落实见效”。8月17日国务院常务会议要求，继续落实好金融支持政策。保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。随后8月25日，人民银行副行长刘国强在银保监会国新办新闻发布会上表示，下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。货币政策司孙国峰提出了三个不变，即“稳健货币政策的取向不变、保持灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变。”

总体来看，2020年国内货币政策已经出现三次转向或者边际转向，国内货币政策也完成超常规宽松-边际收紧-重回正常化的转变，2021年在基数效应下国内经济增速水平有望达到9%左右，总量性与结构性货币政策将顺势继续有序退出。但基于经济前高后低的总体判断，货币政策显著收紧的概率较低。我们认为，2021年结构性货币政策逐步回收与总量性政策保持稳定将是货币政策的主要搭配。政策变化仍需密切关注全球疫情变化，国际经济同步复苏状态以及全球流动性宽松下，国际大宗商品价格对国内的输入效应可能会限制政策的宽松力度。



图 3-1: 货币供应量

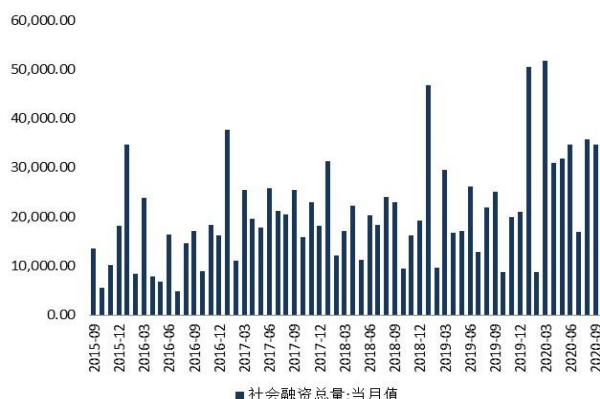


图 3-2: 社会融资总量

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

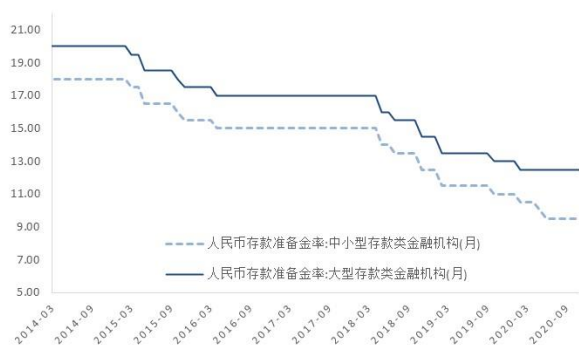


图 3-3: 存款准备金率

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

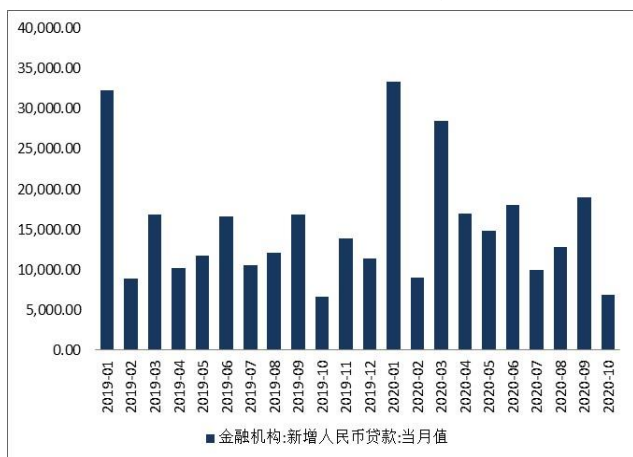


图 3-5: 新增人民币贷款

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

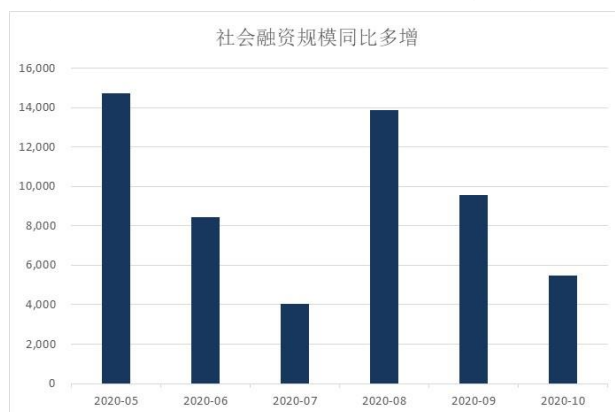


图 3-4: 社融同比多增

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

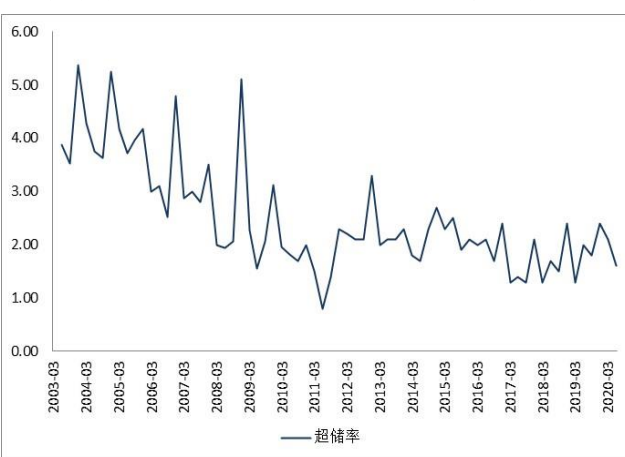


图 3-6: 超额存款准备金水平

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

二、2021 年信用条件将逐步收紧

2020 年国内在信用层面出现显著扩张，债券市场发行规模创历史新高、信贷投放显著放量。为了支持中小企业，年内对中小微企业贷款进行延期还本付息；连续三次提供总量共 1.8 万亿的专项再贷款额度；创设两个直达实体的货币政策工具——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；并将资管新规的过渡期延长至 2021 年末。上述工具或政策将于 2021 年陆续到期或退出，国内信用条件面临收缩压力，考虑到 2020 年下半年“华晨”“永煤”等信用风险事件持续发酵，并在阶段性对市场流动性形成较大冲击，2021 年国内信用风险不容小觑。具体来看，风险来自四个方面：

1、中小微企业贷款风险暴露，银行不良资产上升。2020 年疫情对中小微企业形成较大打击，尤其是资金链断裂风险大幅提升，为了帮助企业度过困难时期，为经济“留的青山，赢得未来”，保居民就业，各国纷纷出台各种类型的企业支持政策。国内方面，为了降低疫情对企业特别是中小微企业的影响，不仅阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费。还对中小微企业的贷款进行延期还本付息，其中，经营情况良好的企业在疫情后逐步恢复正常运营，但也有部分经营不善的企业仍然面临较大的违约风险，该部分风险将在 2021 年集中暴露，形成银行的不良资产，从而对银行的资产负债质量和资本充足率形成压力。

2、专项再贷款逐步到期，企业负债成本面临上行。2020 年疫情发生后，央行分别在 2 月 1 日、2 月 25 日和 3 月 31 日分别提供 3000 亿元、5000 亿元和 1 万亿元三笔专项再贷款额度，用于支持抗疫，支持中小微企业，以及支持企业复工复产。上述再贷款对银行来讲成本极低，投放贷款利率分别不高于 2.85%、4.35%和 5.5%。上述贷款再 2021 年陆续到期后，对企业来讲会带来更高的负债成本。

3、资管新规过渡期将在 2021 年底到期。大资管新规在 2018 年发布，原本设置两年过渡期在 2020 年底正式实施，2020 年 7 月份经国务院同意，人民银行会同发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局等部门，充分考虑今年以来疫情影响的实际情况，在坚持资管新规政策框架和监管要求的前提下，审慎研究决定，延长过渡期至 2021 年底，同时建立健全激励约束机制，完善配套政策安排，平稳有序推进资管行业规范发展。延长过渡期主要为了统筹年内稳增长与防风险的平衡，降低存量资产处置对金融机构和市场的压力。2021 年金融机构为完成资管新规要求，存量资产到期以及处置也会对信用条件形成压力。

4、疫情期间结构性政策将逐步退出。2020 年国内央行实施并创设了一系列结构性货币政策，精准滴灌支持实体企业，如，6 月 1 日央行创设两个直达实体的货币政策工具——“普惠小微企业贷款延期支持工具”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”，通过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。2021 年随着经济回归正常，延期还本以及信用贷款支持力度预计将逐步退出，届时对部分企业的还款压力以及贷款的可获得性均会构成挑战。

另外，金融机构负债短缺，同业存单收益率持续走高是 2020 年下半年债市重要的压力来源之一。由于 2020 年金融机构宽信用，金融让利实体行业，年初资金在金融体系内空转套利、监管套利的迹象明显。2020 年 4 月份国内商业银行结构性存款规模超 12 万亿，较年初大增近 2.5 万亿。其中，企业结构性存款规模大幅增加引发监管关注，疫情期间银行体系提供给企业的低息贷款并未真正流向实体，而是以结构性存款的方式进行套利重新流回银行。为此，银保监会窗口指导部分大中型银行，要求在 9 月 30 日前，将结构性存款的规模压降至上年末的三分之二。因此，下半年以来压降结构性存款，叠加政府债券发行等因素，导致国内商业银行普遍面临负债短缺难题，其中中小银行面临的压力较大。数据显示，截至 10 月末，国内中小型银行资金来源中，结构性存款规模 4.9 万亿，较 4 月份高点 7.9 万亿已经压超 3 万亿元，较年初水平也下降 1.29 万亿元；全国性大型银行资金来源中，10 月末结构性存款规模 3.05 万亿，较 4 月份高点 4.23 万亿，压降近 1.18 万亿元，较年初水平也有近 4000 亿元的降幅。因此，压降结构性存款对中小银行的压力更大。为了弥补负债短缺难题，各银行不得不加大同业存款发行力度，截至 11 月底，国有银行、股份制银行、农商行 1 年期同业存单到期收益率分别达到 3.31%，3.37%和 3.48%，全面超过同期限政策性金融工具利率（MLF）2.95%的收益率水平。为缓解金融机构中长期资金短缺问题，央行连续对到期的 MLF 进行超额续作，2020 年 6 月份至 11 月份投放规模逐月提升。央行三季度货币政策执行报告种提到“要保持短、中、长期流动性供给和需求均衡”，由于中产期资金短缺，同业存款发行利率大幅走高，作为中短期的信用品种以及长期利率品种的重要定价参考，其直接提升了市场整体的收益率水平，是国债期货价格走低的重要因素，股票市场估值水平的提升也因此受到抑制。央行提前投放 MLF 驰援中长期资金需求，一是能够通过抑制 CD 利率水平的继续上行来降低整体市场的收益率水平。二是操作思路的转变也会变相提振市场信心。我们预计，2021 年央行将逐步引导市场的 CD 利率水平向 MLF 政策利率靠拢，结构性资金紧张问题有望逐步缓解。

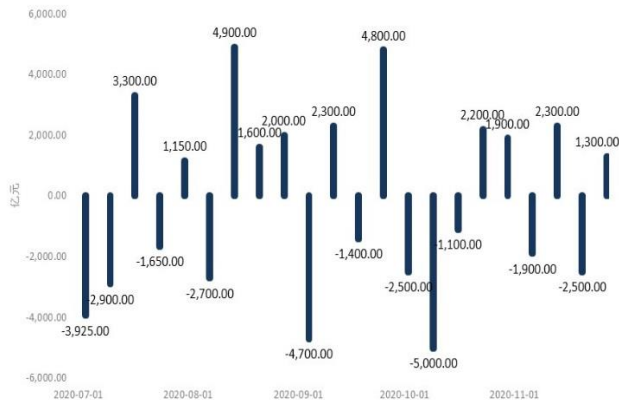


图 3-7: 公开市场净投放

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 3-8: 逆回购操作利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

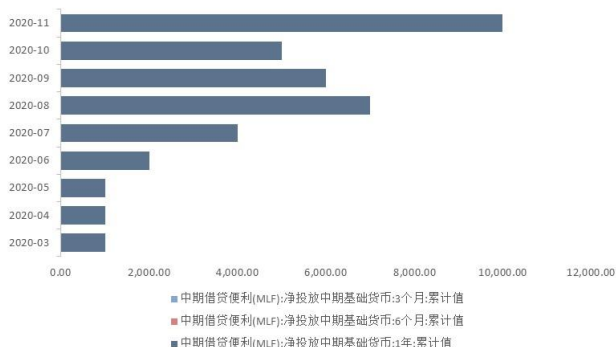


图 3-9: MLF 净投放

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 3-10: MLF 操作利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

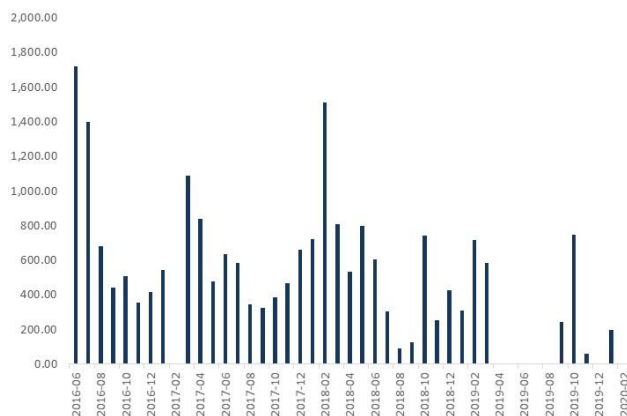


图 3-11: 抵押补充贷款 (PSL) 投放

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

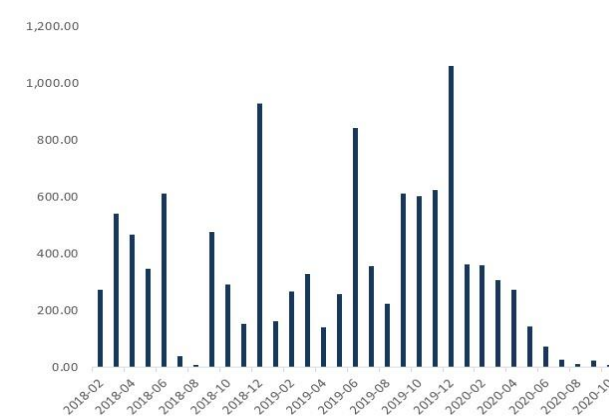


图 3-12: 常备借贷便利 (SLF) 操作利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

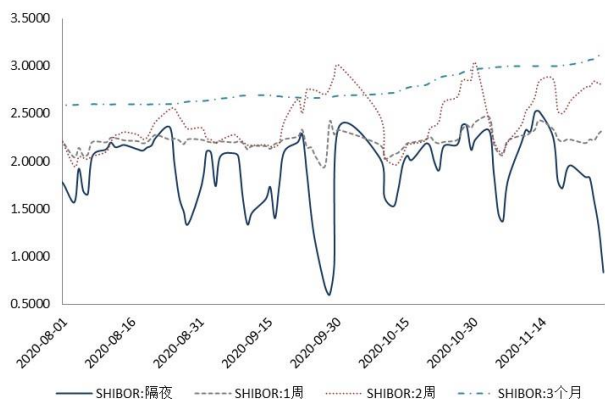


图 3-13: 银行间同业拆借 (SHIBOR) 利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

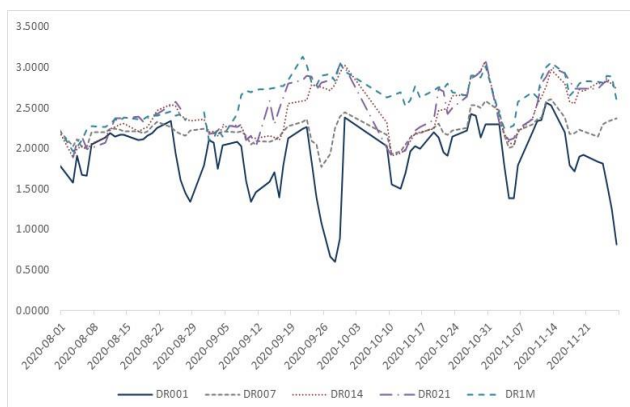


图 3-14: 银行间同业拆借利率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

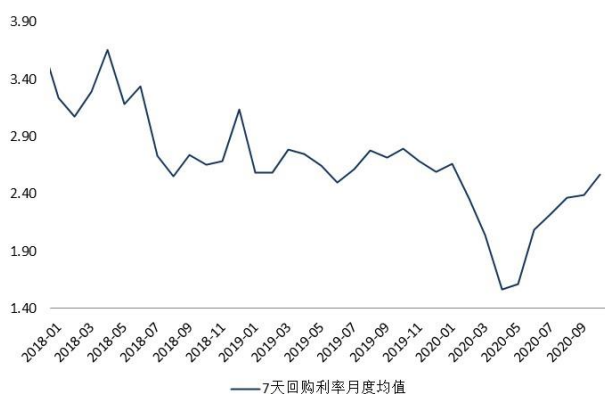


图 3-15: 7 天回购利率月度均值

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 3-16: 利率走廊

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

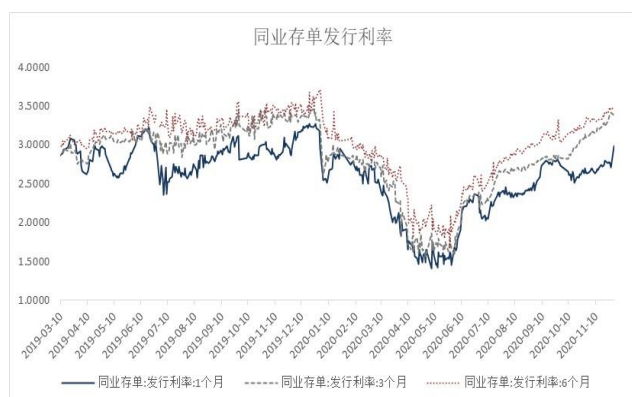


图 3-17: 同业存单发行利率大幅走高

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

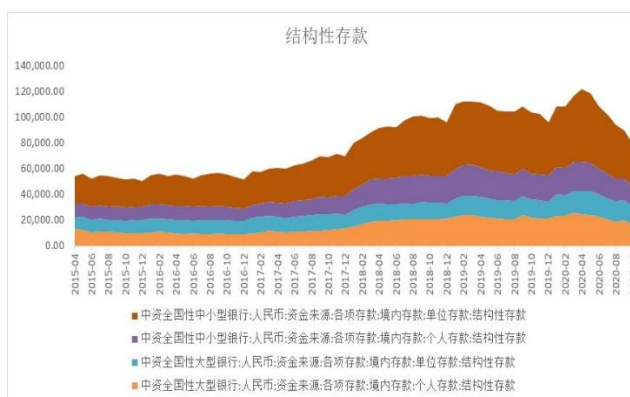


图 3-18: 银行压降结构性存单导致负债短缺

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

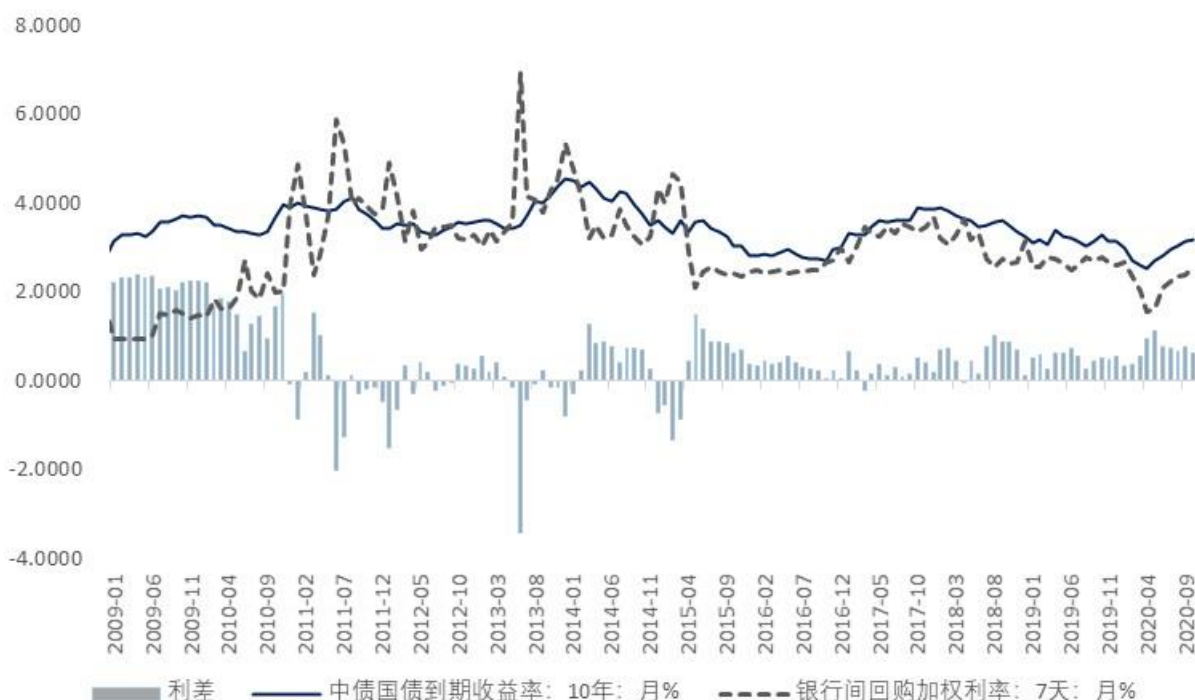


图 3-19：短期与长期收益率相关度提升

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

第四部分 2021 年利率周期拐点有望到来

2020 年为了支持抗疫工作，提升财政政策的实施空间，全国两会对于赤字率大幅提高赤字率目标至 3.6%，财政赤字规模比 2019 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安排 3.75 万亿元，比 2019 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。从利率债供给与净融资角度来看，年内利率债融资规模大幅增长，净融资压力对二级市场收益率形成向上压力，从年内几次融资高峰来看，5-9 月份利率债发行持续处于集中供给期。5 月份的供给高峰主要为地方政府债的集中发行，6-7 月份则主要为国债尤其是特别国债的市场化发行，8 月份地方政府债券发行再次迎来井喷，单月利率债发行与净融资规模均为年内以及历史次高点，9 月份为特别国债发行让路的一般国债发行规模大增。在供给压力下，5-9 月份利率债收益率显著上行，国债期货价格持续下跌。

债券发行方面，截至 2020 年 11 月底，各类发行人在全国性债券市场上发行债券合计 45740 只，规模超 52 万亿，较去年同期增长 26.7%。净融资额达到 16.4 万亿，较去年同期增长 60%。利率债方面，1-11 月份发行总额为 17.6 万亿元，同比增长 50%，净融资额 10 万亿元，同比增长超 75%。其中发行国债 6.3 万亿元，同比增长 66%；地方政府债 6.3 万亿元，同比增长 46%；政策性银行债 5 万亿元，同比增长 39%。从净融资额来看，5 月份为上半年利率债净融资高峰，单月净融资额达到 1.87 万亿，其中地方政府专项债单月发行规模超万亿，成为发行融资的主力。8 月份则为下半年利率债净融资高峰，单月净融资额达到 1.59 万亿，地方政府债单月发行额近 1.2 万亿，贡献了 9400 亿元的净融资增量。如果从全口径来看，8 月份国内债券市场总发行规模近 6 万亿，总偿还规模 3.6 万亿，净融资额超 2.3 万亿，为年内高位，也是历史新

高。从地方政府专项债发行来看，截至 11 月底，年内新增专项债累计发行规模超过 3.56 万亿，距离 3.75 万亿的预定规模不足 2000 亿元。年内连续融资高峰对市场形成较大的供给压力，一二级市场收益率水平均有显著回升。预计随着年内利率债净融资高峰结束，利率债供给压力将有明显的季节性回落。

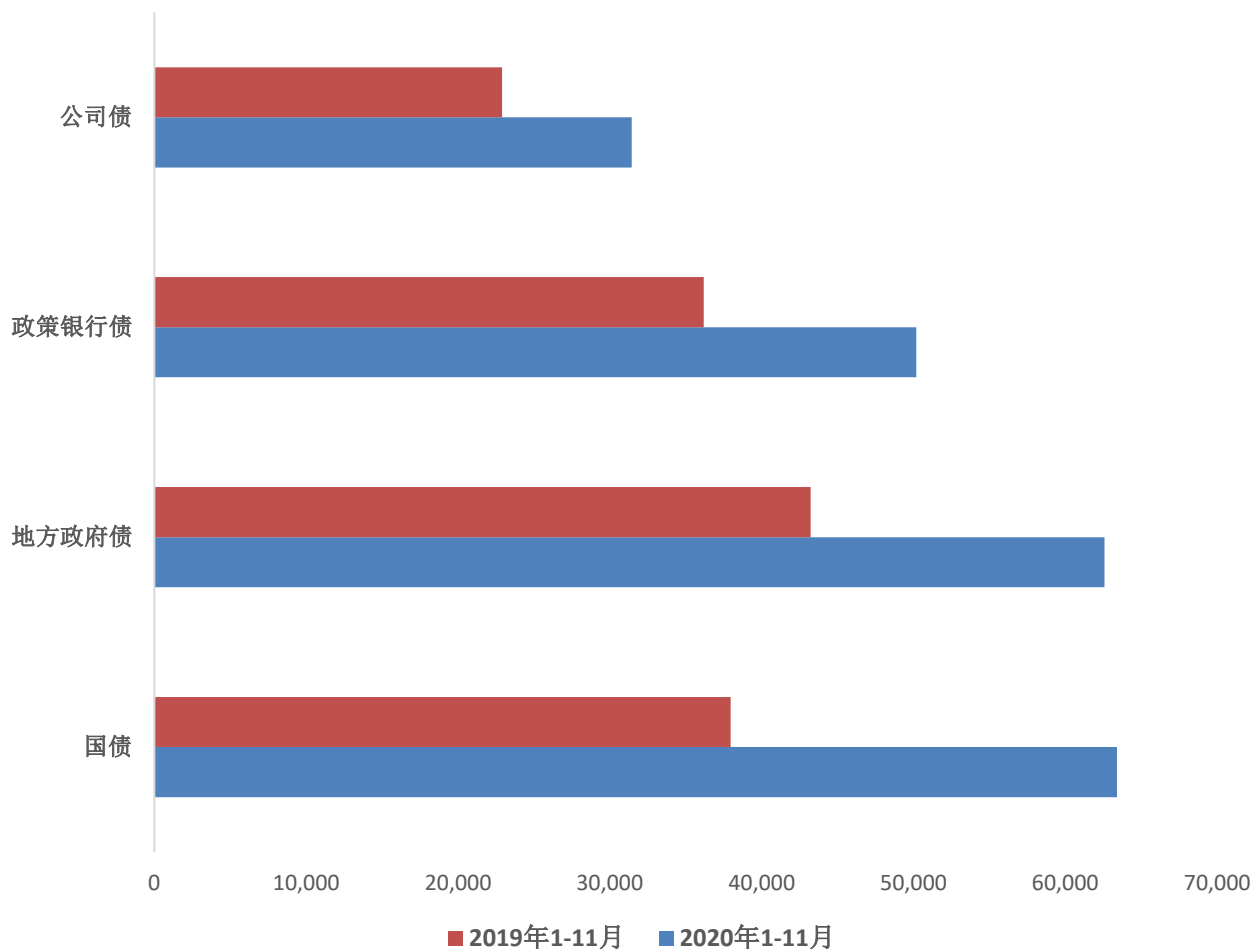


图 4-1：2019-2020 债券发行对比

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

从二级市场来看，2020 年现券市场收益率呈“V 型”表现，截至 11 月末，10 年期国债收益率报 3.24%，年内最低曾下探至 2.48%，目前已高于年初 3.15% 的水平；5 年期国债收益率报 3.06%，年内最低曾下探至 1.79%，目前已高于年初 2.90% 的水平；2 年期国债收益率报 2.96%，年内最低曾下探至 1.27%，目前已高于年初 2.54% 的水平。从收益率曲线结构来看，10 年/5 年国债收益率比值年内大幅波动，由于货币政策的调整，市场收益率形态经历了先陡峭化后平坦化的过程，也为年内曲线交易提供了两轮空间巨大的交易机会。当前债券市场收益率结构较为平坦，未来无论是经济好转，或者货币政策重新宽松，收益率曲线结构都有重新走陡的可能。我们认为，目前债市调整已经较为充分，现券市场收益率已经高于年初水平，从配置的角度以及性价比上来看，当前收益率水平已经具备明显的配置价值。2021 年国内经济前高后低，上半年收益率冲高即是配置良机，国内利率周期将在 2021 年年中迎来周期轮换，市场收益率也会形成周期性拐点，对应利率债将会是熊牛转换的重要节点。我们维持对于 10 年期国债收益率 2.8%-3.6% 区间的判断。



图 4-2: 建行-万得银行间债券发行指数

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

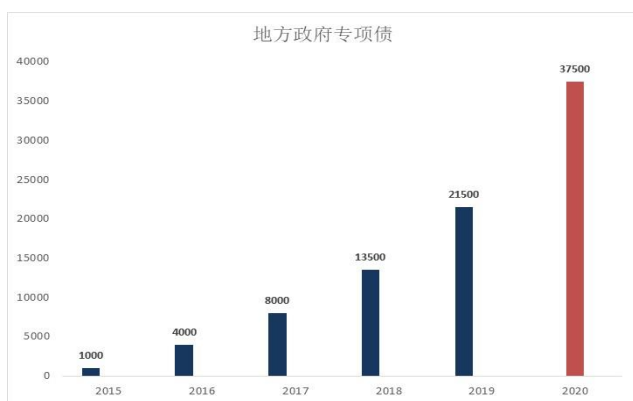


图 4-3: 专项债发行规模大增

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

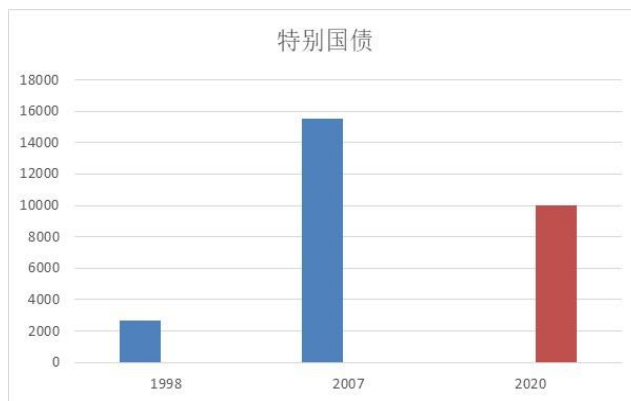


图 4-4: 1 万亿特别国债

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

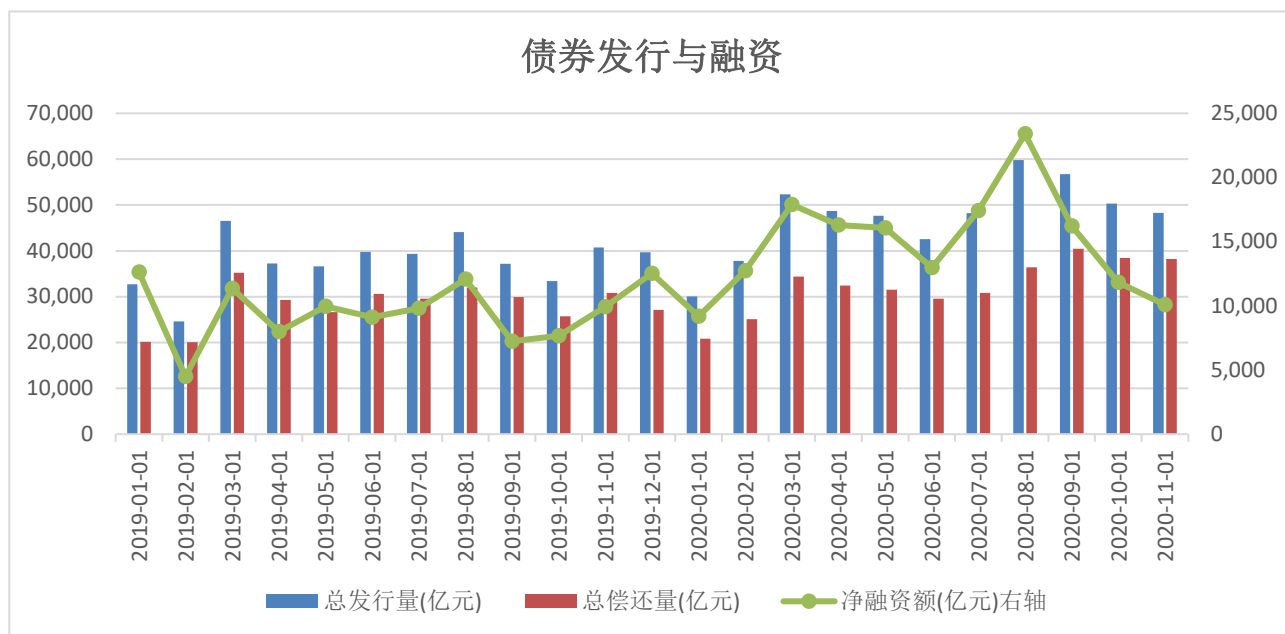


图 4-5: 债券发行与净融资规模

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

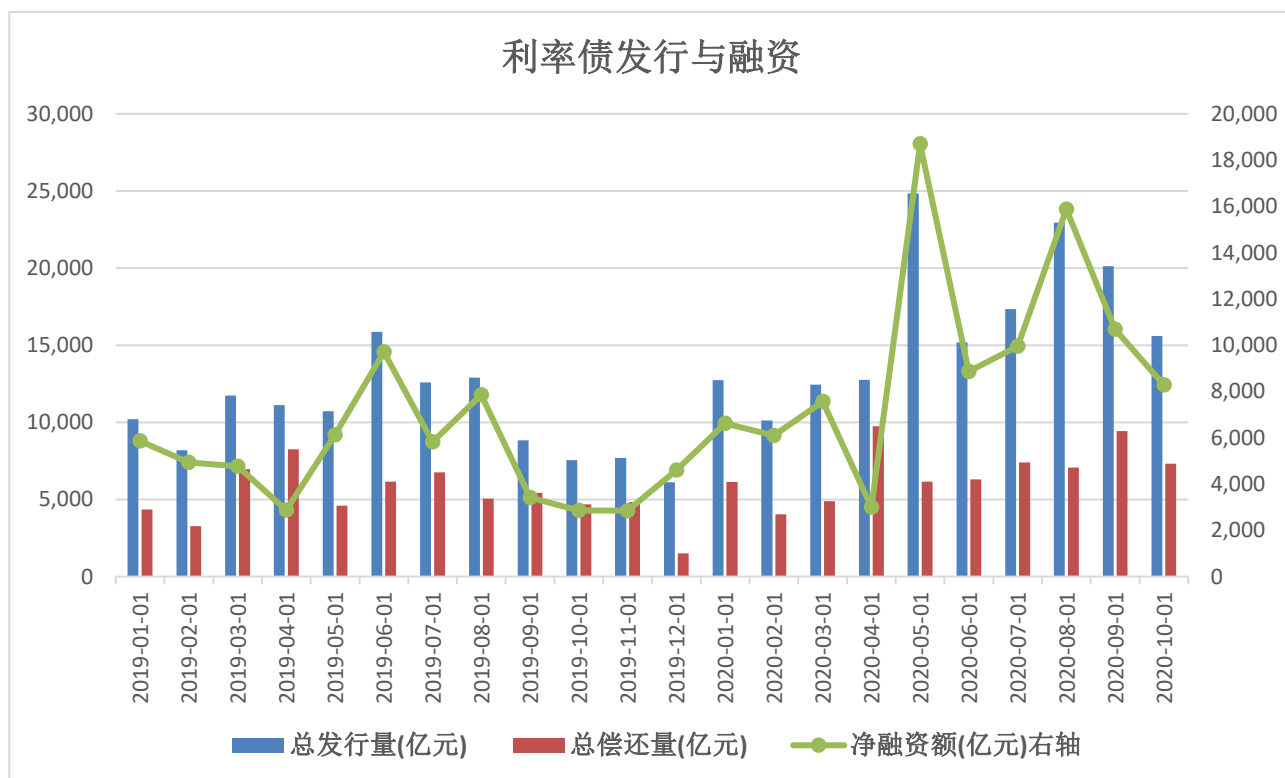


图 4-6: 利率债发行与融资

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-7: 国债发行收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-8: 政策性银行债发行收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 4-9: 国债发行规模保持高位

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

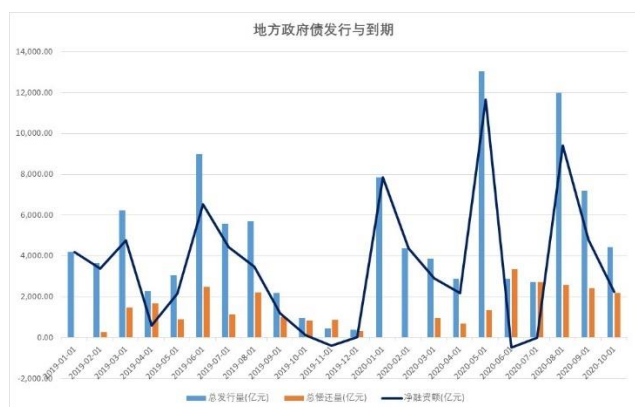


图 4-10: 地方政府债发行规模大幅提升

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

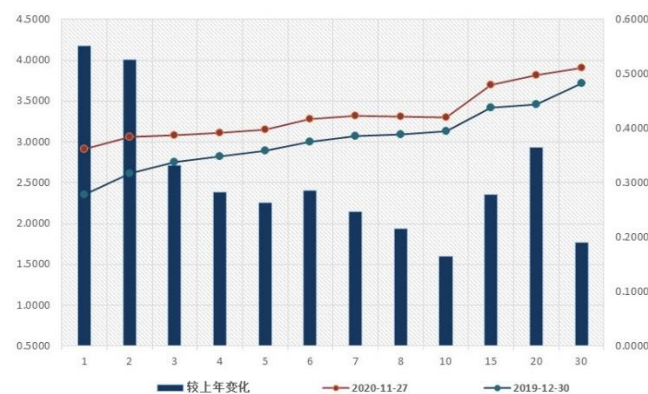


图 4-11: 国债收益率整体上行

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

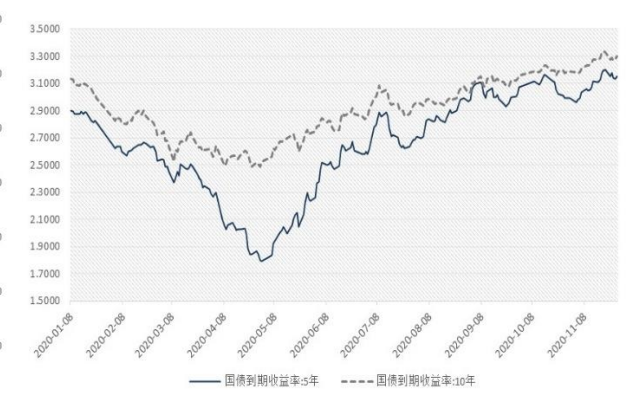


图 4-12: 国债收益率“V型”反转

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

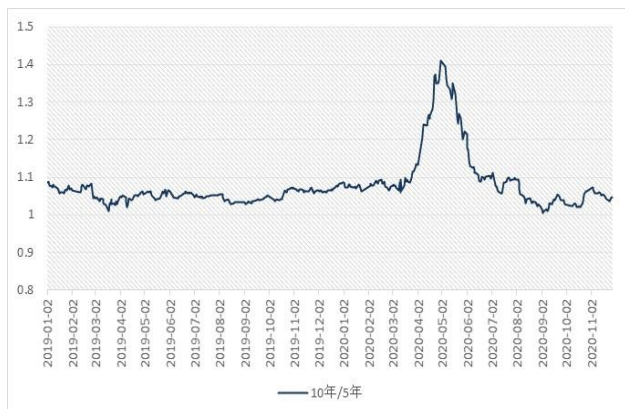


图 4-13: 国债收益率曲线陡峭化程度大幅波动
数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

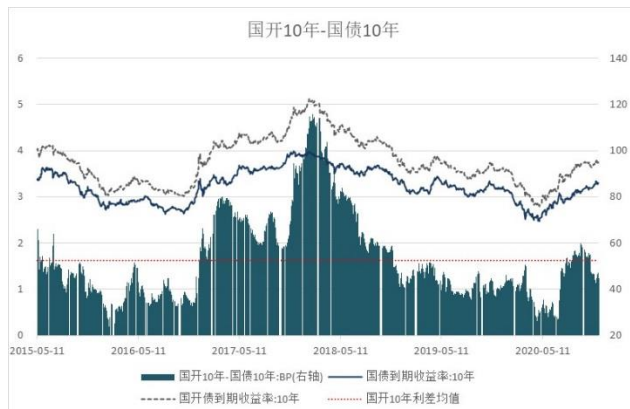


图 4-14: 国开-国债利差处于历史均值
数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第五部分 全球低利率环境延续 内债相对配置价值较高

2020 年新冠疫情在全球范围内全面爆发, 并对全球经济形成沉重打击。全球经济在一、二季度遭遇重创, 美国、欧洲等主要经济体一、二季度经济录得负增长。全球经济面临短期休克以及长期衰退的压力。为应对疫情对实体经济以及金融市场的影响, 2020 年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。3 月 26 日, G20 集团历史上的首次视频峰会召开, 宣布启动价值 5 万亿美元的经济冲击计划, 而且强调“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。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, 9 月份美联储修改货币政策框架, 引入平均通胀率目标, 使得宽松政策可以在更长时间内延续。财政政策方面, 美国政府陆续推出四轮共 3 万亿美元的财政刺激政策, 为企业发放贷款、为民众发放现金。截至 2020 年 11 月底, 第五轮财政刺激政策处于僵持状态, 预计新任总统上任后将推出。疫情发生以来, 美联储资产负债表规模突破 7 万亿美元, 在无底线的 QE 下, 未来该规模可能会达到 10 万亿美元以上。欧洲方面, 为缓和欧元区金融环境收紧的问题, 欧洲央行采用史无前例的抵押品措施, 宣布暂时性抵押品宽松措施, 将希腊政府债券纳入抵押品, 欧央行加大量化宽松政策力度, 不断加大购债规模, 2020 年 12 月份仍有进一步加大宽的可能。日本方面, 分别于 2020 年 4 月 7 日、6 月 12 日推出两轮经济刺激计划, 总额已超过 230 万亿日元, 占到日本 GDP 的 40%, 目前仍在继续加大宽力度, 允许无限量购债。据不完全统计, 今年以来降息的发达国家主要包括美国、英国、澳大利亚、加拿大、挪威、韩国、新西兰等。新兴国家也继续宽松, 此前周期中降息次数和幅度就较发达国家更高, 印度尼西亚、巴西、俄罗斯、南非、印度今年以来都有过降息举动。随着全球央行开启新一轮降息潮, 超宽松的量化政策持续, 全球市场收益率水平均被压至极低位置, 负收益率阵营不断扩大。

预计 2021 年美联储货币政策将继续保持宽松, 目前的超低利率水平保持不变, 财政政策将会更加积极, 美国新任总统上任后不排除推出 2 万亿美元以上的财政刺激。欧央行和日本央行同样有继续保持宽松的空间。在经济逐步修复的背景下, 各国债市收益率陡峭化程度料进一步提升, 短端收益率在宽松政策下仍将继续保持低位, 长端利率在经济预期向好下料逐步上行。考虑到 2020 年在全球债市收益率普遍大幅下行的情况下, 我国国债收益率较年初水平还有不同程度的上行, 突出的反映是国内外利差水平迅速放大。中美 10 年期国债收益率仍有 230BP 以上的利差空间, 利差水平在 2020 年扩大了近 110BP, 该价差已

经超过 2011 年高点，并创出历史新高。即使 2021 年海外经济修复加快，长端收益率快速回升，国内外巨大的利差水平同样可以提供较大的安全边际。对比来看，国内债券的估值优势和配置价值依然非常明显。

因此，2020 年海外投资者继续加大对我国债券的配置力度，根据中央结算公司统计数据显示，截止 2020 年 11 月末，境外机构投资者的债券托管量大幅增长，11 月境外机构债券托管面额为 27663.36 亿元，同比上涨 47.88%，相较上年末上涨 47.38%，是境外机构投资者连续第 24 个月增持中国债券，并不断刷新历史纪录。外汇交易中心数据显示，截至 2020 年 11 月底，以法人为统计口径，467 家境外机构投资者通过结算代理模式入市，11 月新增 7 家；612 家境外机构投资者通过债券通模式入市，11 月新增 16 家。外资大幅流入国内一方面与国内外利差较大，内债投资价值提升，同时对于国内经济和人民币信心增强有关。另一方面，这也与国内债券对外开放程度的提升有关，此前国内债券市场已经相继纳入彭博巴克莱全球综合指数，并被纳入摩根大通全球新兴市场多元化债券指数（GBI-EM GD）和富时世界国债指数（WGBI）观察名单，这使得人民币债券将成为继美元、欧元和日元之后的第四大计价货币债券。2020 年中国债券开放程度进一步提升，2 月 28 日起，9 只中国国债将纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数系列，本次纳入将在 10 个月内分布完成，并为国内债券市场引来约 300 亿元的指数追踪资金。当前国内外利差水平依然较高，中美 10 年期国债收益率利差仍处于历史高位附近，叠加美元贬值、人民币升值趋势，国内债券的相对配置仍然较高，也将继续吸引海外投资者加大配置力度。



图 5-1：美债收益率变化

数据来源：bloomberg，方正中期期货研究院整理



图 5-2：欧债收益率变化

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

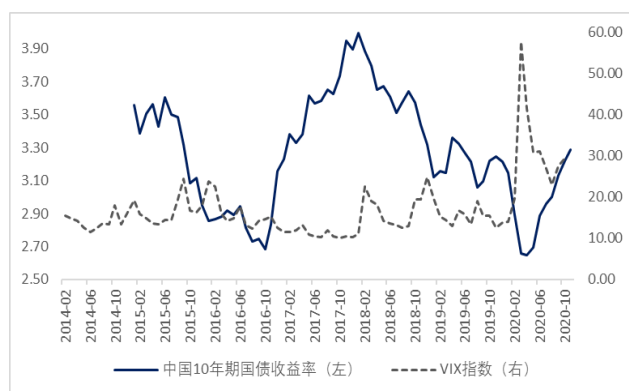


图 5-3：市场情绪与国债收益率的关系

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

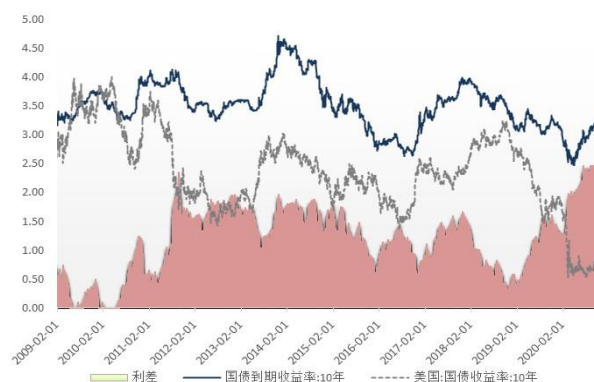


图 5-4：中美国债利差创历史高位

数据来源：Wind 资讯，方正中期期货研究院整理

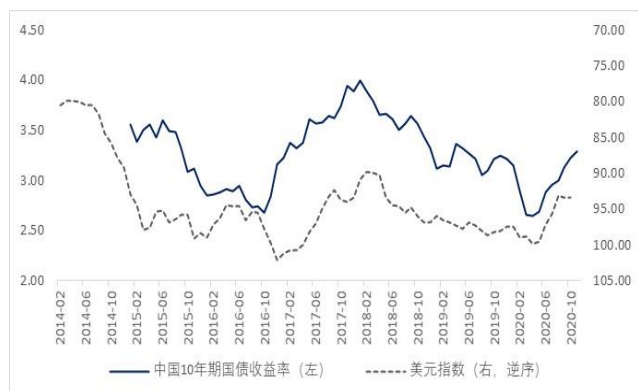


图 5-5: 美元指数与国债收益率

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-6: 境外机构不断增持国内债券

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第六部分 期货价格技术与展望

2020 年国债期货价格大幅波动, 其中 1-4 月份价格大幅冲高, 5-9 月份快速回落, 之后进入底部震荡阶段。从技术上来看, 国债期货价格在 2020 年 7 月份向下突破 2018 年初以来形成的上行通道, 预示着上轮牛市行情宣告结束, 市场进入一轮利率周期的熊市阶段。以黄金分割来看, 目前十债已经调整至上轮牛市涨幅 50%附近, 五债调整幅度更大, 已经达到 61.8%附近, 从技术上来看, 该位置附近均具备一定支撑, 市场也存在阶段性止跌的可能。拉长周期来看, 在一轮利率周期中, 牛市行情往往能够达到 2-2.5 年, 熊市行情则在 1-1.5 年, 虽然本轮调整速度较快, 但调整时间上显然不够。以一轮利率周期 3.5 年 (40 个月) 来进行粗略测算, 国债市场调整可能需要延续至 2021 年中, 这也和我们对于 2021 年国内经济的判断相一致。阶段性国债期货存在反弹需求, 2021 年国债期货可能进一步向下方探底, 预计十年期国债期货价格底部在 97.5 附近, 五年期国债期货价格底部在 98 附近, 两年期国债期货价格底部在 99 附近, 短端进一步下跌空间相对有限。

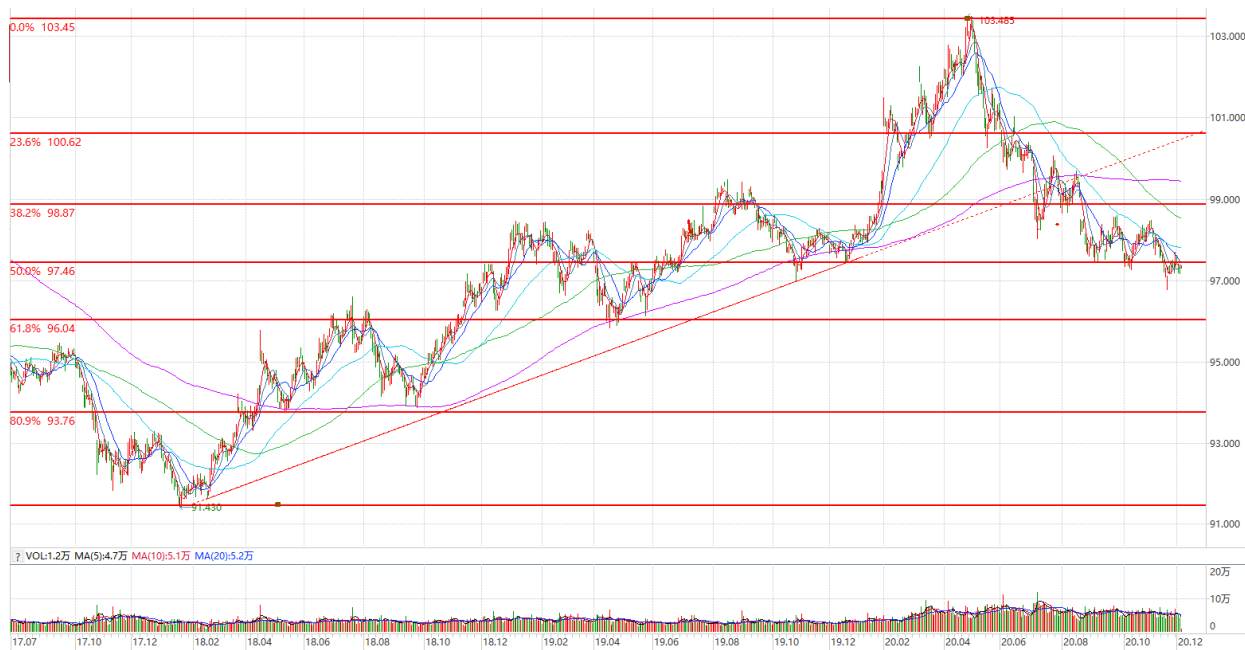


图 6-1：10 年期国债期货
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-2：5 年期国债期货
数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

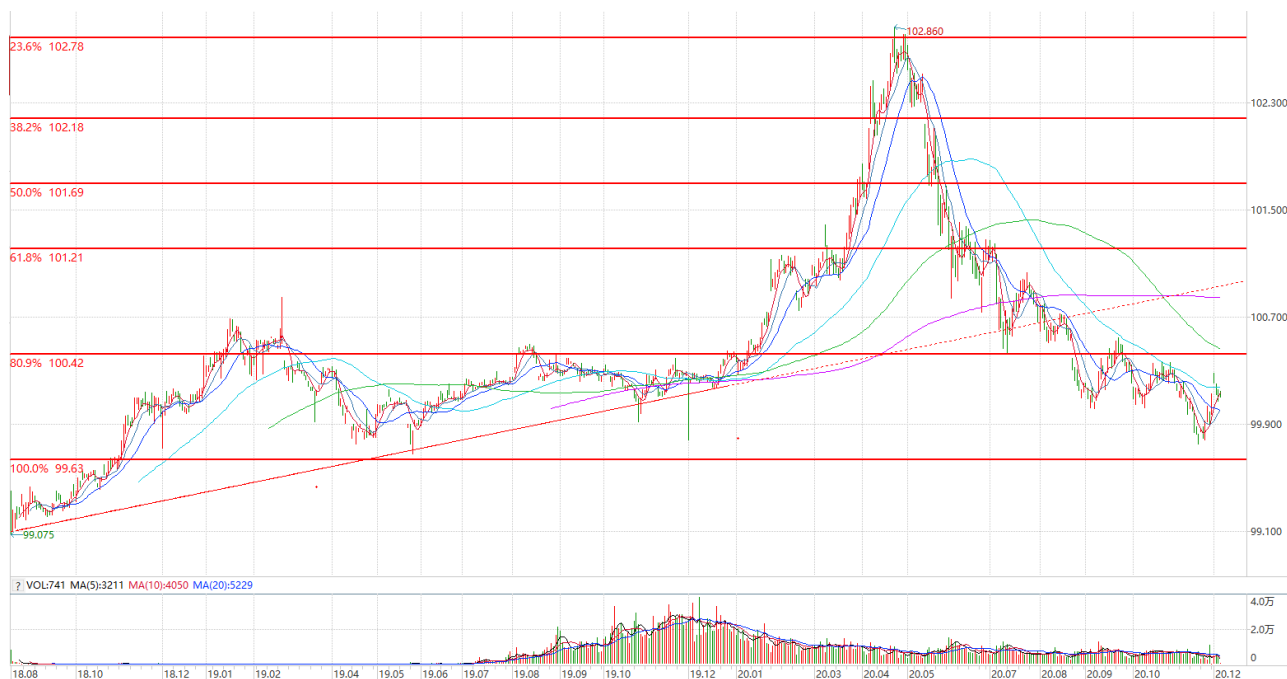


图 6-3：2 年期国债期货

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

TF主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	-0.22%	-0.17%	-2.26%	-0.05%	3.22%
波动率(年化)	2.61%	2.39%	3.10%	3.37%	9.97%
振幅	1.32%	1.68%	3.35%	6.52%	2.52%
T主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年
涨跌幅	-0.47%	-0.37%	-2.80%	-0.39%	5.03%
波动率(年化)	3.19%	3.36%	3.96%	4.45%	12.96%
振幅	1.76%	1.88%	4.26%	6.87%	3.79%
TS主力					
	1个月	3个月	6个月	1年	
涨跌幅	-0.14%	-0.06%	-1.19%	-0.15%	
波动率(年化)	1.20%	1.07%	1.33%	1.64%	
振幅	0.61%	0.79%	1.64%	3.10%	

图 6-4：国债期货交易统计（截止 2020 年 11 月 30 日）

数据来源：Wind 资讯、方正中期研究院整理

跨期套利机会上，国债期货当季与次季价差主要反映市场对于两个时点经济基本面的预期差，另外在移仓过程中多空双方的移仓节奏对于跨期价差也有较大影响。2020 年 1-3 月份，疫情对国内经济形成较大

短期冲击，但远端经济预期受影响相对较少，当季合约大幅上涨，但次季合约涨幅相对滞后，跨期价差快速扩大。4-5 月份国内各项经济数据快速回升，但边际恢复速度开始下降，市场修复对于远端经济过于乐观的预期，近远期高价状态差得以修复，并不断走低。期间跨期价差的几次波动主要源于主力合约换季，多空主力移仓时间的不同导致跨期价差在换季过程中的变化不一致，在市场牛市或者基差水平较高是，多头相对占优，空头率先移仓会导致跨期价差先升后降，这在年内前两个移仓过程中表现明显。11 月底国债期货移仓则由于市场熊市，基差水平极低，多头率先移仓，导致跨期价差先降后升。2021 年随着经济修复速度放缓，近远端经济差缩小，跨期价差料从低位逐步回升。

跨品种套利机会上，主要体现经济预期和货币政策变化对收益率曲线形态的影响。2020 年 1-3 月份，国内货币政策紧急转向超常规宽松，短端收益率大幅回落，收益率曲线陡峭化程度大幅提升，TS-TF、TF-T、TS-T 跨品种价差均大幅走高。2020 年 4 月份后由于货币政策收紧的担忧，中短端收益率上行幅度大于长端，导致上述价差快速回落。上述跨品种交易因不同品种久期不同，并非无风险套利。在久期相对中性下，建议关注曲线交易机会，如 4*TS-T、2*TF-T、2*TS-TF 等，2020 年由于货币政策变化，收益率曲线经历了一轮显著的陡峭化和平坦化过程，上述交易均实现了非常好的收益率。目前收益率曲线平坦化程度较高，2021 年国内收益率曲线有望重新走陡，建议密切关注曲线交易机会。

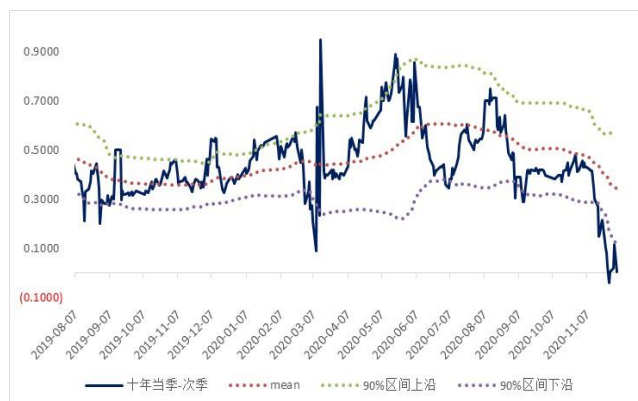


图 6-5: 跨期策略（十年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

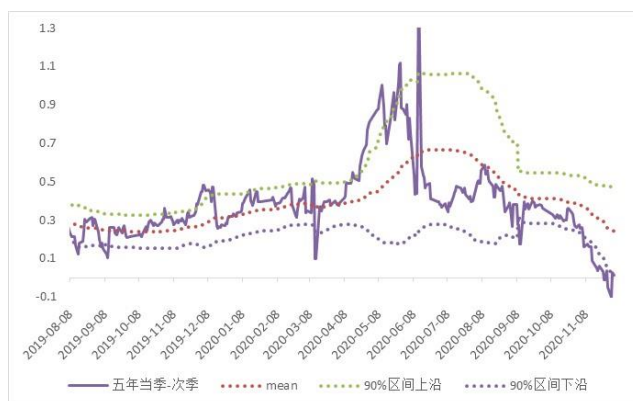


图 6-6: 跨期策略（五年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

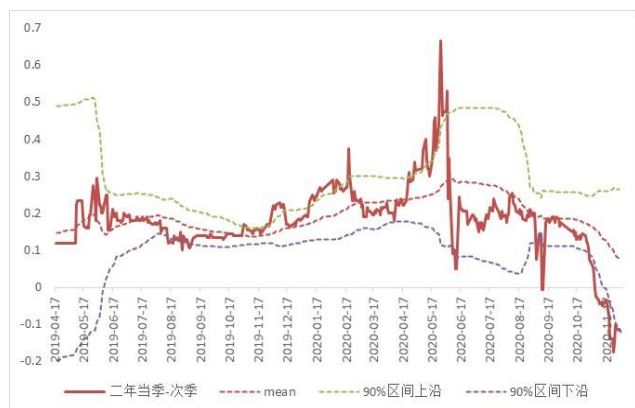


图 6-7: 跨期策略（二年当季-次季）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

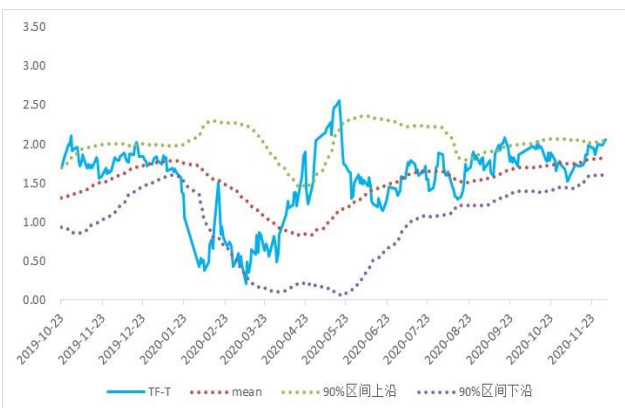


图 6-8: 跨品种策略

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

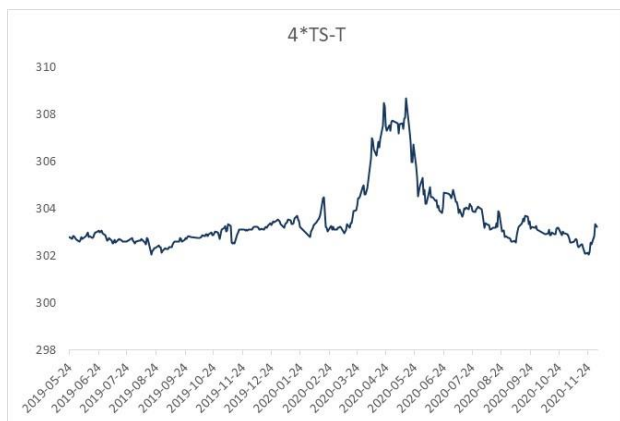


图 6-9：曲线策略 4*TS-T

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

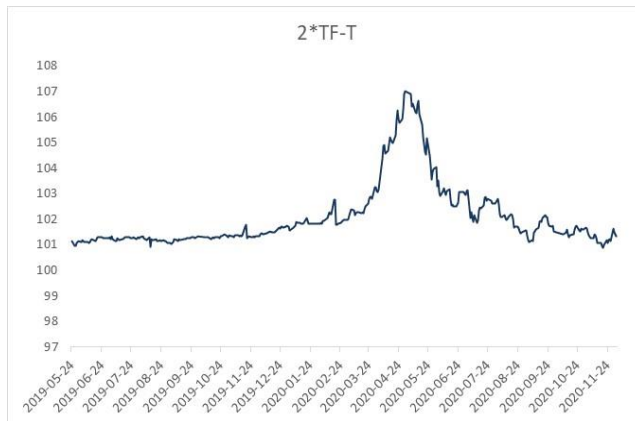


图 6-10：曲线策略 2*TF-T

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

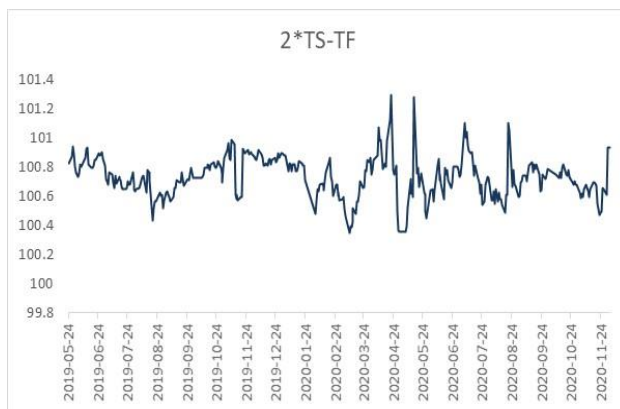


图 6-11：曲线策略 2*TS-TF

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

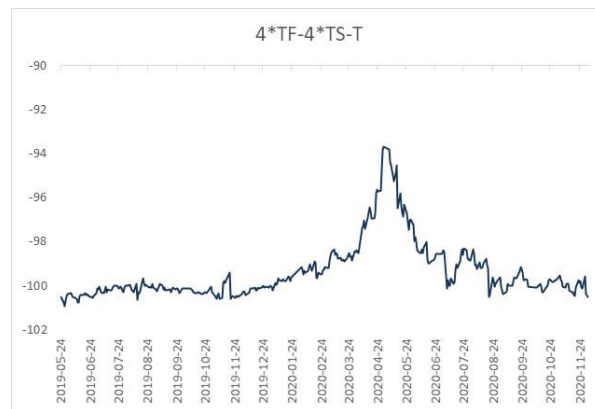


图 6-12：曲线策略（蝶式）

数据来源：wind 资讯、方正中期研究院整理

第七部分 总结全文和 2021 年度操作建议

2020 年国债期货价格大幅波动，由于疫情冲击改变了国内经济运行节奏和货币政策方向，债市跟随经济与政策变化呈现牛熊转换。2020 年国内经济与国债市场收益率均呈现“V 型”表现，节奏保持一致，国债期货价格则呈现倒“V 型”表现。2020 年疫情发展决定经济表现，进而决定政策导向，该逻辑基本可以解释债市运行的主导方向；债券发行与融资情况以及国内外市场风险偏好变化则可以在节奏以及幅度上帮助短期投资决策，从而把握次要运行逻辑。

从利率周期来看，本轮利率周期自 2018 年初以来开始已经运行近三年的时间，2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升，市场正式进入本轮利率周期的熊市阶段，基于我们对于 2021 年国内经济的预期，市场收益率水平有望在 2021 年二季度达到高点，结束本轮利率周期，随后开启新一轮利率周期的利率下

行阶段。因此，2021 年将是利率周期的转换年，新旧交替下市场收益率将迎来拐点，也为市场中长期配置提供良机，对于金融机构来讲，2021 年可择机在收益率高点对未来配置需求提前进行买入保持，锁定较高收益率。

展望 2021 年，国内经济将进一步向常态回归，由于基数效应影响显著，2021 年经济同比数据的可预期性更强，全年经济将呈现前高后低的走势，国内财政货币政策的支持力度也会相应弱化，在不产生所谓“政策悬崖”的情况下，特殊时期出台的政策将陆续退出，国内信用条件面临收缩，因此货币条件预计将保持适度宽松。基于对经济“前高后低”的判断，以及政策方向的预期，我们认为利率债将在 2021 年上半年迎来转机。人民币比值稳定叠加国内外巨大的利差水平同样可以提供较强的安全边际，吸引海外投资者持续加大对于我国国债的配置力度。结合我们对于利率周期和经济周期的跟踪，下一轮利率周期的起点以及市场收益率的拐点预计将在 2021 年二季度到来，我们预计 2021 年 10 年期国债收益率运行的区间在 2.8%-3.6%之间。

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
