

# 经济持续恢复，期债下行为主 ——国债期货篇

分析师：唐广华（F3010997，Z0011162）

2020.9.25

# 经济持续恢复，期债下行为主

## ——2020年四季度国债期货投资策略展望

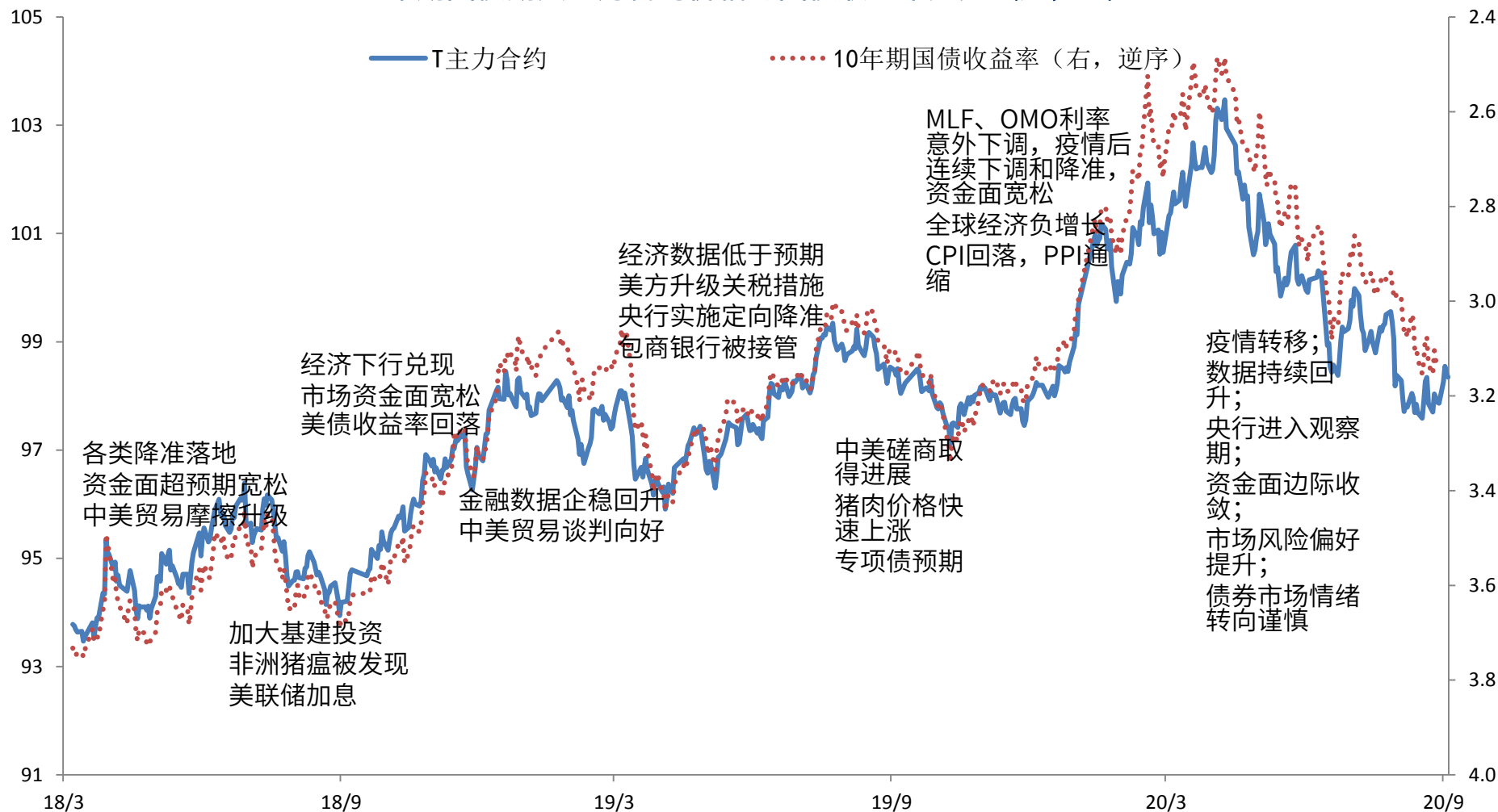
- 主要驱动因素：疫情不确定性、全球主要国家制造业不断改善、国内投资快速回升、社融增速持续高位、央行货币政策继续保持中性，债券供给压力也将持续存在。
- 主要影响因素：
  - 1、疫情二次爆发，但海外主要国家制造业PMI不断改善，美国就业市场转好，市场需求和供给持续回升；美联储资产负债表快速扩张后保持相对稳定。
  - 2、国内房地产投资大幅回升，社融增速维持高位，政府债券融资大幅增加，基建投资有望继续快速回升，消费首次转正，升级类商品销售额快速增长，电影票房基本恢复，餐饮也有回暖迹象，为经济持续恢复提供支持。
  - 3、央行货币政策继续保持中性，主要会通过公开市场保持流动性合理充裕，10月份债券供给压力也将持续存在，资金面有可能扰动。
  - 4、总体上预计债市收益率以上行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.3%附近。
  - 预计价格主要运行区间：十年期国债收益率：2.9%-3.3%，T主力合约：96.6-99.8元；五年期国债收益率：2.8%-3.2%，TF主力合约：99.2-100.8元；二年期国债收益率：2.5%-3%，TS主力合约：99.8-100.8元。

# 主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济稳定恢复，社融持续向好
- 通胀暂无压力，货币政策中性
- 地方债收尾，资金面扰动
- 债市观点与交易策略

# 5月份以来国债期货价格持续调整，回到疫情前

10年期国债期货主力合约价格与国债收益率走势（元，%）

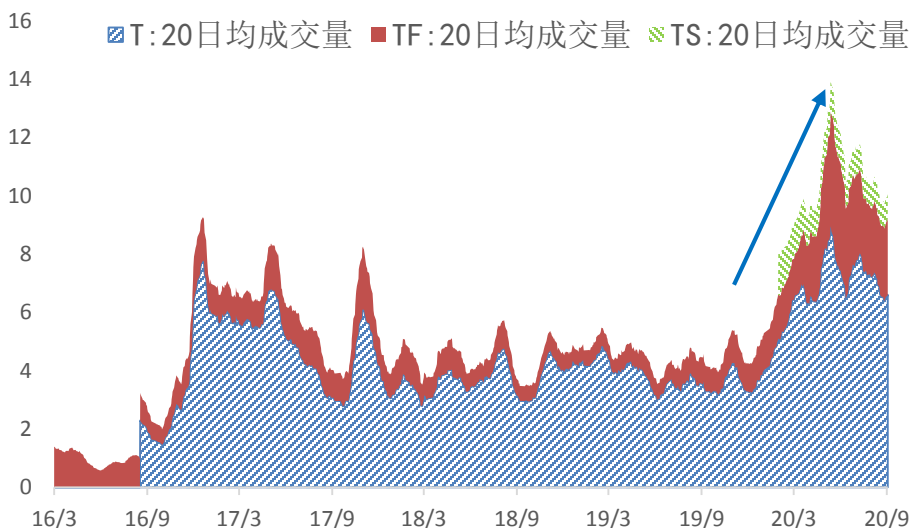


# 国债期货成交有所回落，持仓量创历史新高

- 三季度，国债期货价格持续调整，投机需求有所减少，成交量有所回落。不过套期保值等各类策略需求增加，加上五大行获准入市，带动国债期货持仓量继续增长。三季度国债期货日均成交量为10.59万手，环比上季度回落6.2%；国债期货日均持仓量为16.82万手，环比上季度增长8.2%，均创下历史新高。
- 目前仅四大行入市，随着银行保险等机构逐步入市，国债期货市场活跃度将出现较大幅度提升。

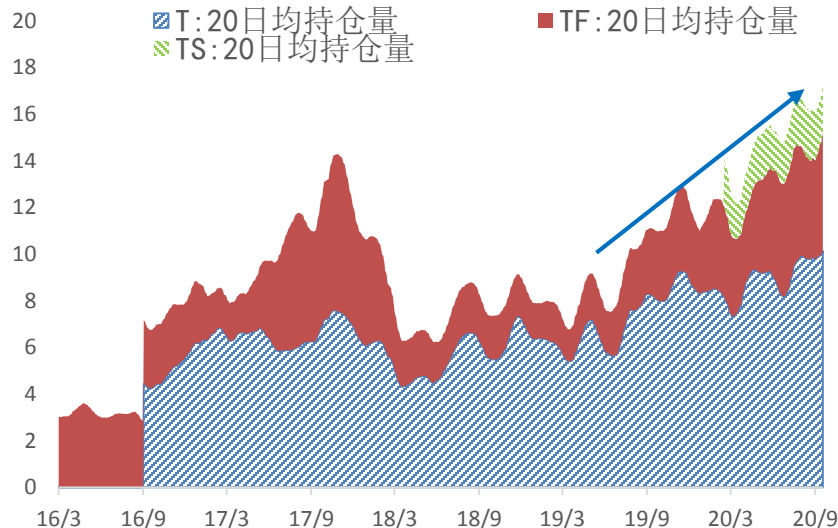
各国债期货日均成交量（手）

■ T: 20日均成交量 ■ TF: 20日均成交量 ■ TS: 20日均成交量



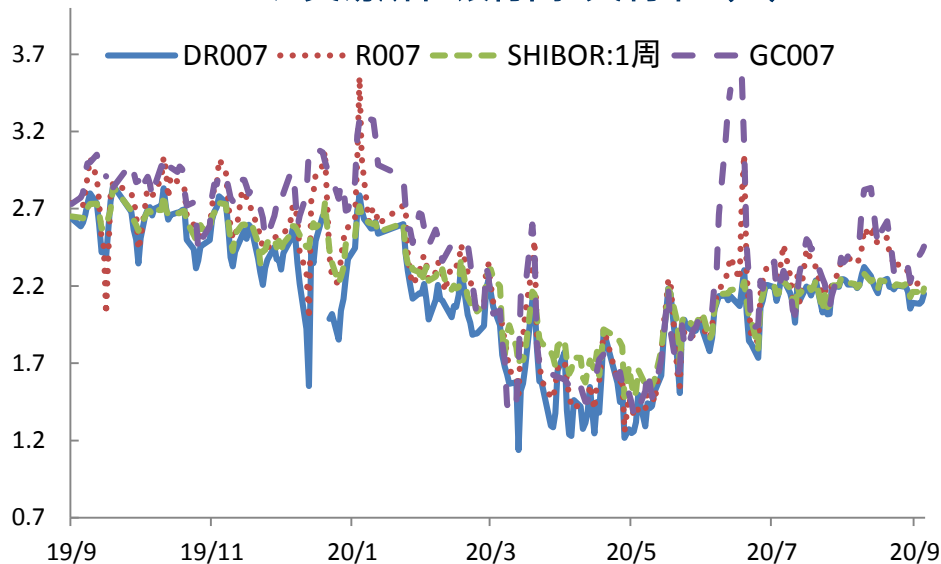
各国债期货日均持仓量（手）

■ T: 20日均持仓量 ■ TF: 20日均持仓量 ■ TS: 20日均持仓量

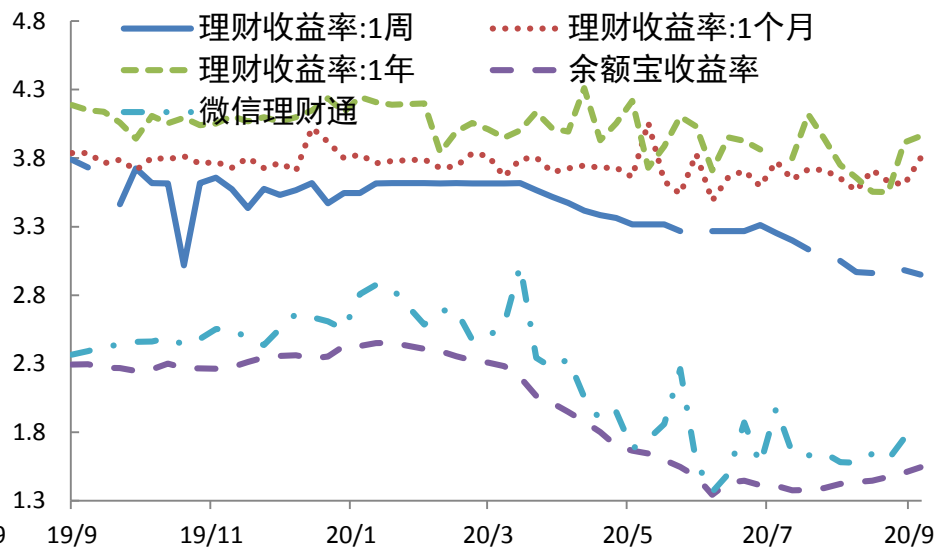


# 资金面保持相对平稳，短端理财收益率走高

SHIBOR、交易所和银行间7天利率 (%)



各期限理财和货币基金收益率 (%)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

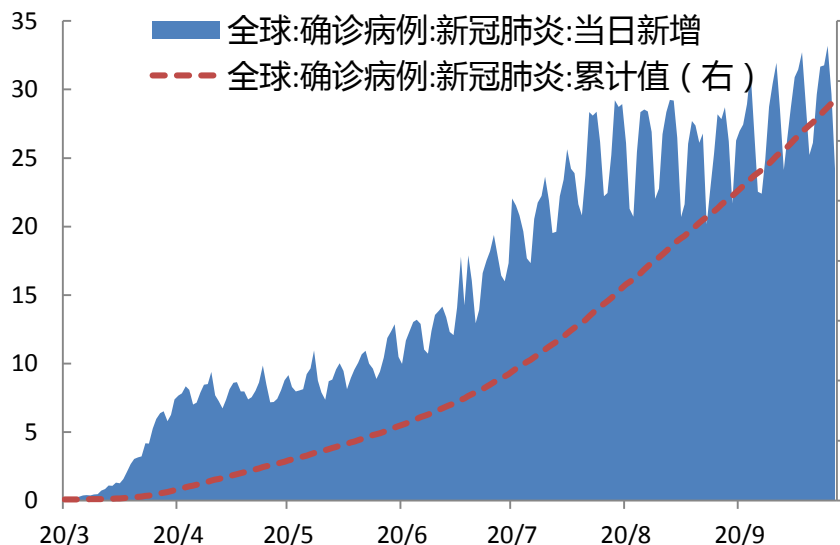
- 近两个月，央行连续超额续作MLF，资金面保持相对平稳，隔夜利率均值在1.8%左右，SHIBOR、交易所和银行间7天利率回到2%-2.2%左右水平。
- 各短期限理财收益率小幅走高，余额宝和微信理财通收益率回到1.5%上方，1个月和1年期理财收益率有所回升。

# 主要内容

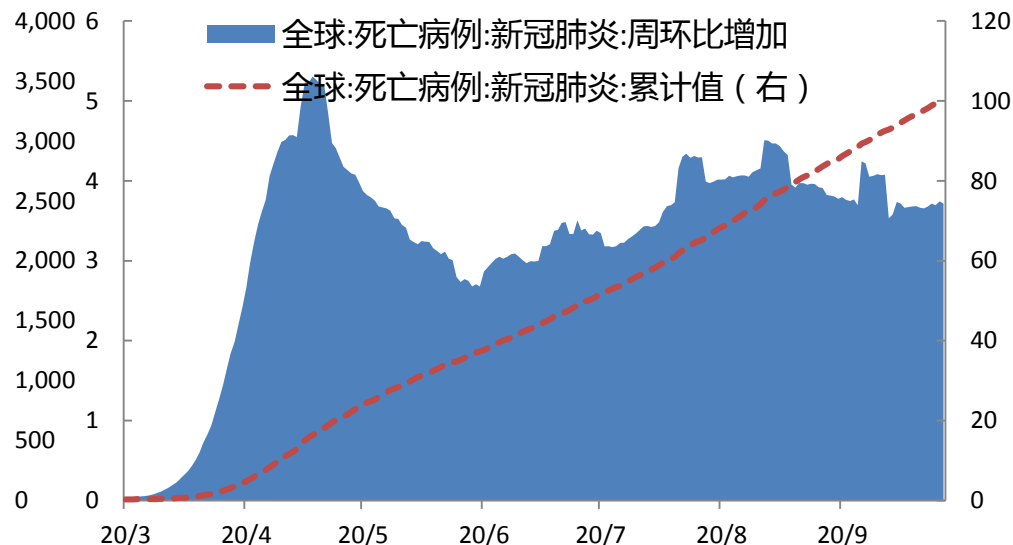
- 国债期货市场回顾
- 经济稳定恢复，社融持续向好
- 通胀暂无压力，货币政策中性
- 地方债收尾，资金面扰动
- 债市观点与交易策略

# 疫情：确诊维持高位，未见好转

全球新冠肺炎当日新增确诊病例（万人）



全球新冠肺炎死亡病例（万人）



资料来源：Wind，申万期货研究所

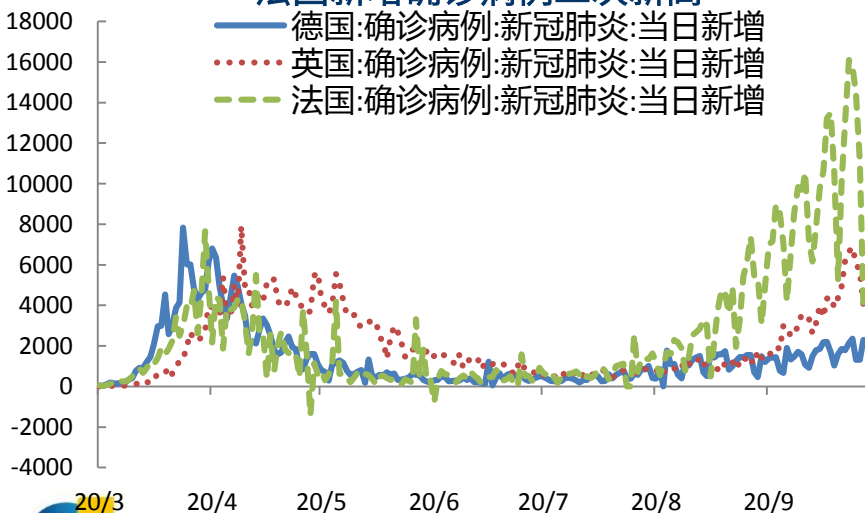
- 截止9月25日，全球累计确诊病例超过3300万例，现有确诊病例757万例，累计死亡病例超过100万人。
- 当前单日新增确诊病例持续超过30万例，继续维持在高位，疫情仍在全球继续扩散，未见好转。



# 疫情：欧洲二次爆发，发展中国家不断恶化

- 从具体国家上看，美国单日新增人数维持在3-4万人，确诊病例超过700万例；
- 欧洲出现二次爆发，法国单日新增确诊病例增至万人，英国单日新增确诊病例大幅回升，创历史新高；
- 金砖四国中印度单日新增不断增加，增至10万人，巴西等发展中国家新增确诊病例也不断增加，维持高位。

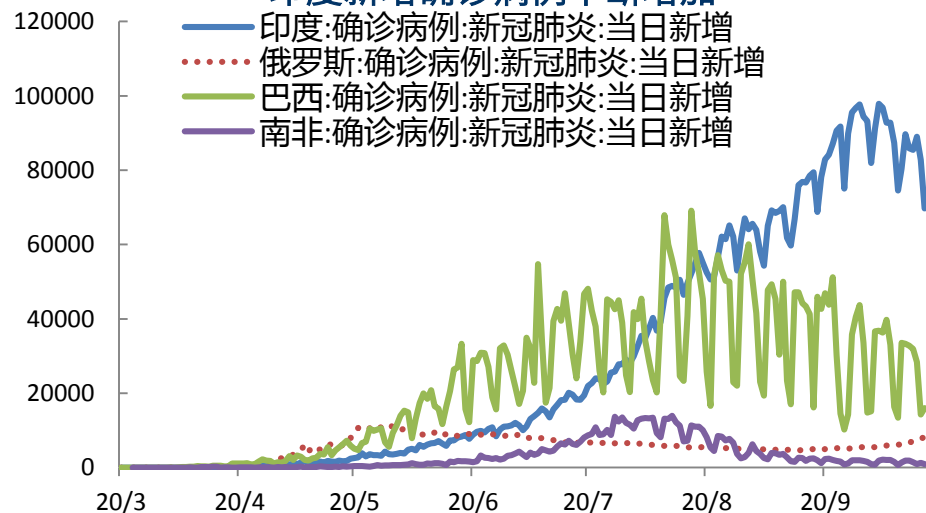
## 法国新增确诊病例二次新高



## 美国新增确诊病例维持高位

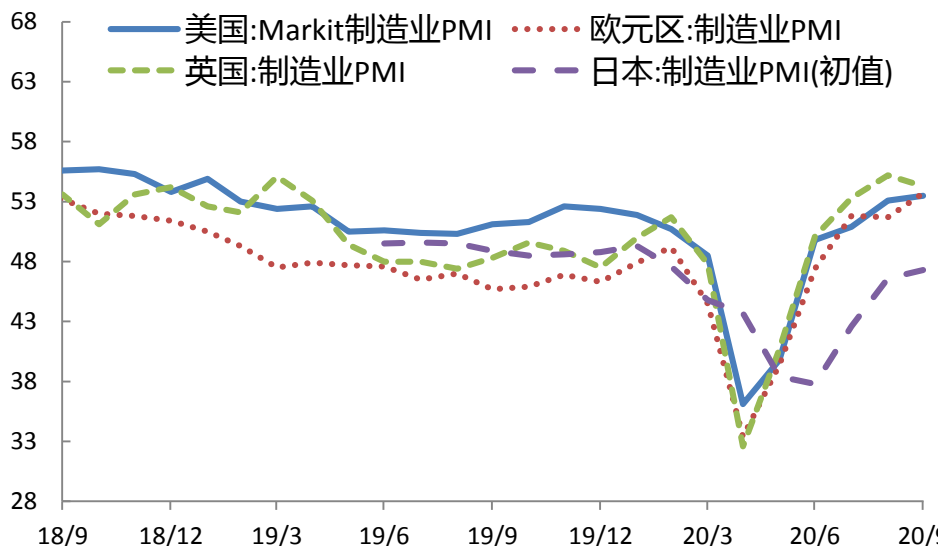


## 印度新增确诊病例不断增加

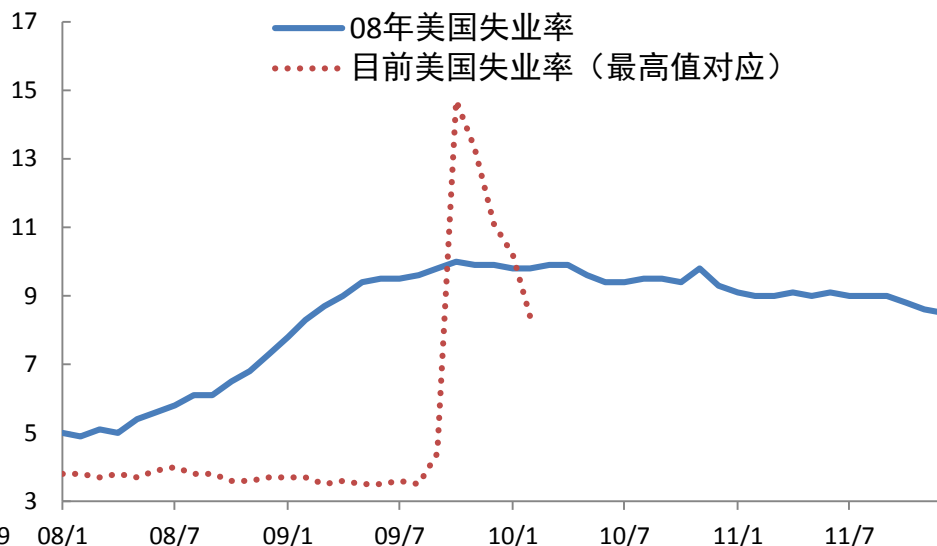


# 境外：制造业PMI快速回升，美就业市场持续转好

美欧英日等主要国家制造业PMI (%)



美国当前失业率和08年对比



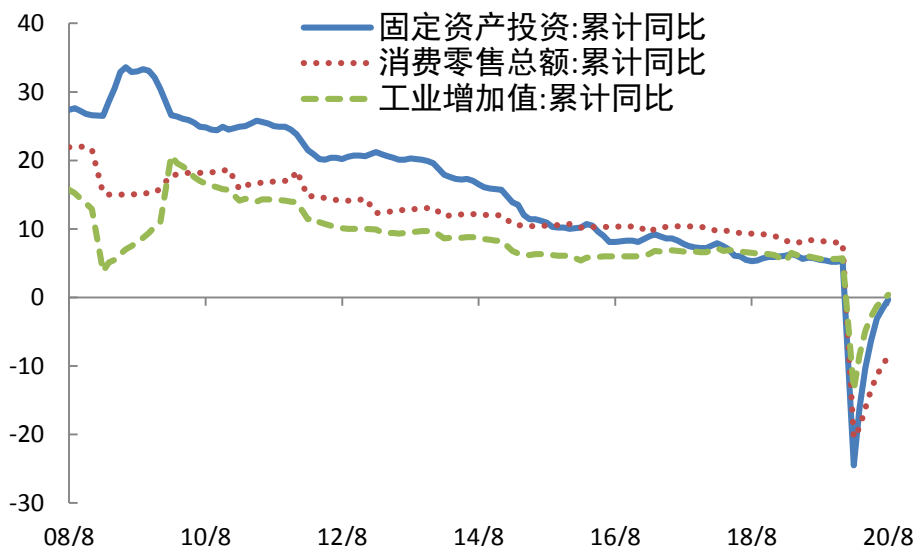
资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 海外每日新增确诊病例维持高位，且欧洲疫情二次爆发引发市场担忧，不过随着各国生产逐步恢复，9月份美、欧、英等国制造业PMI维持在荣枯线上方，日本制造业PMI也继续回升。
- 8月份美国非农新增就业再次增加137万人,略超市场预期的135万。失业率相应从10.2%回落至8.4%，连续四个月下降，已经降至次贷危机时的下方。
- 全球经济继续修复，市场对经济恢复增长的信心不断增强。

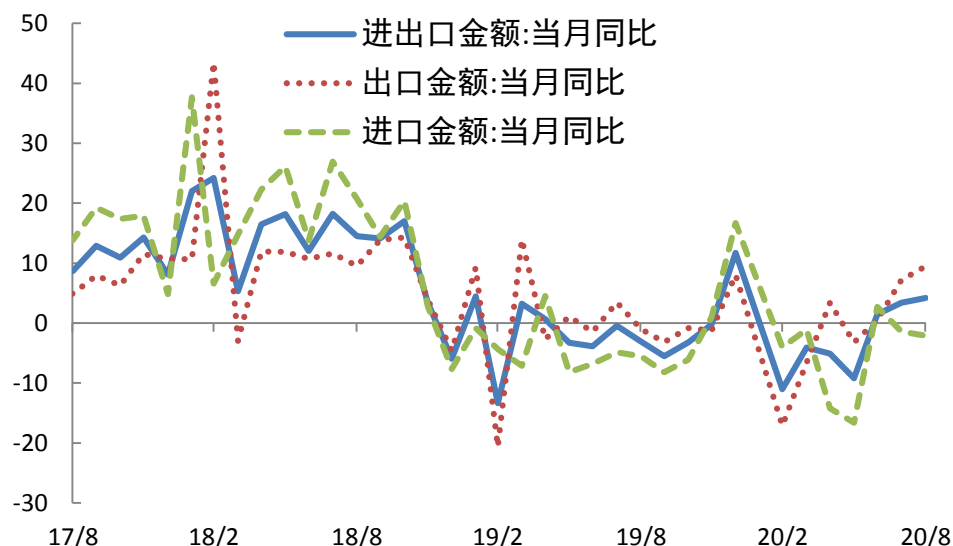
# 境内：经济稳定恢复，出口保持韧性

- **国民经济稳定恢复。**统计局公布的1-8月份数据显示，固定资产投资累计同比降幅收窄至-0.3%，比上月收窄1.3个百分点；社会消费品零售总额同比降幅比1-7月份收窄1.3个百分点至-8.6%；全国规模以上工业增加值累计同比增长0.4%，增速比7月份加快0.8个百分点，首次由负转正。
- **出口保持韧性。**8月份货物进出口总额28839亿元，同比增长6.0%。其中，出口16502亿元，增长11.6%；进口12336亿元，下降0.5%。

投资、消费和工业增加值累计同比走势 (%)



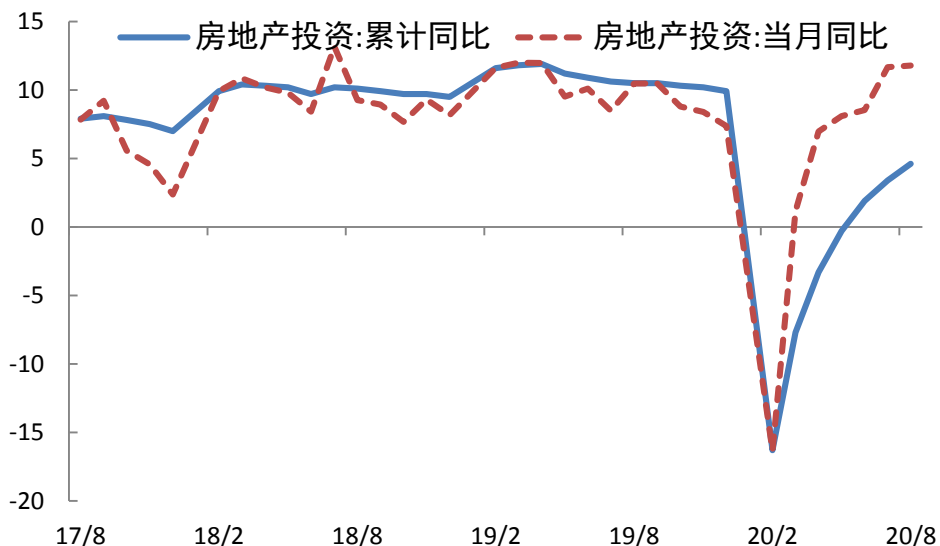
进出口当月同比 (%)



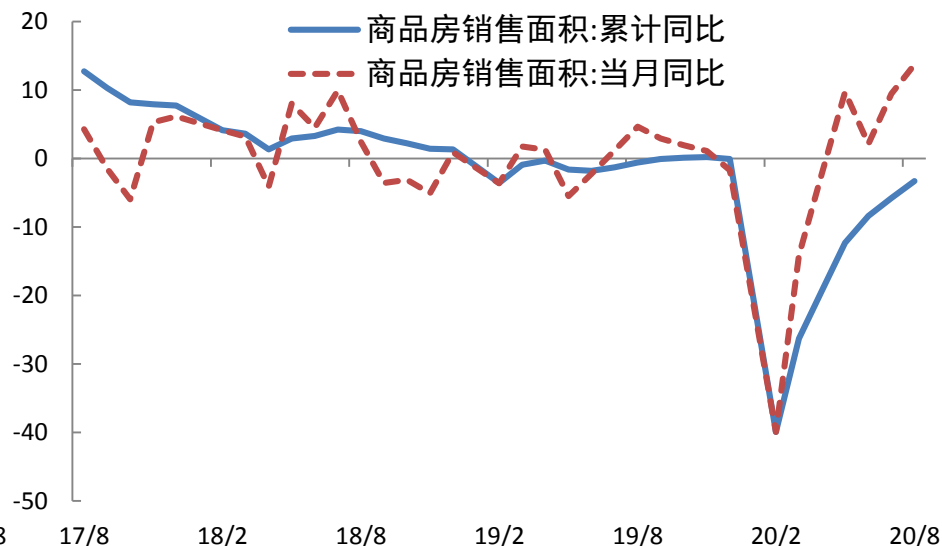
# 经济稳定恢复（1）：房地产投资、销售大幅回升

- **房地产投资当月同比大幅回升。**1-8月份房地产开发投资增长4.6%，比1-7月份加快1.2个百分点；从当月同比数据看，8月份房地产投资增速为11.8%，创2019年5月份以来的新高。房地产投资已经连续2个月维持在11%上方。
- **商品房销售大幅回升。**1-8月份商品房销售面积累计同比为负的3.3%，比上月收窄2.5个百分点；从当月数据看，8月份商品房销售同比为13.7%，比7月份回升4.2个百分点，创2017年7月份以来的新高。

房地产投资累计和当月同比（%）



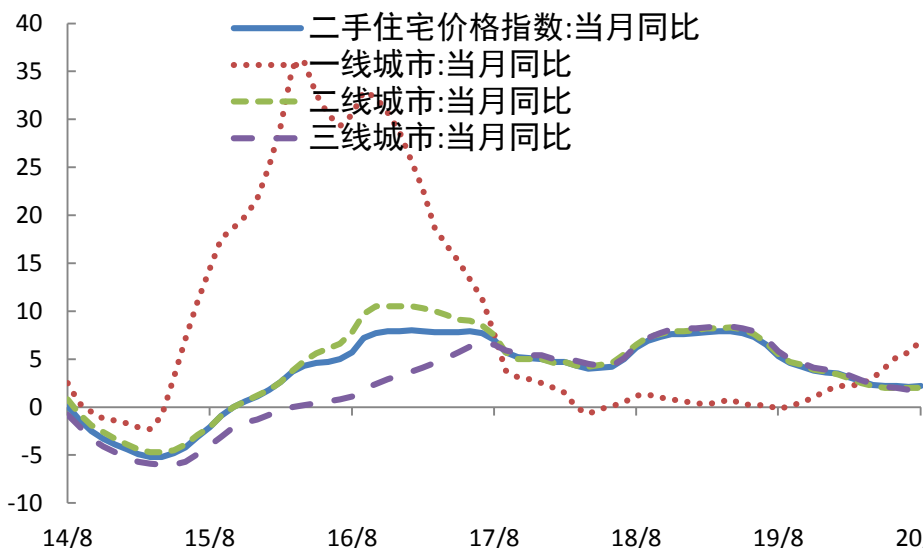
商品房销售面积累计和当月同比（%）



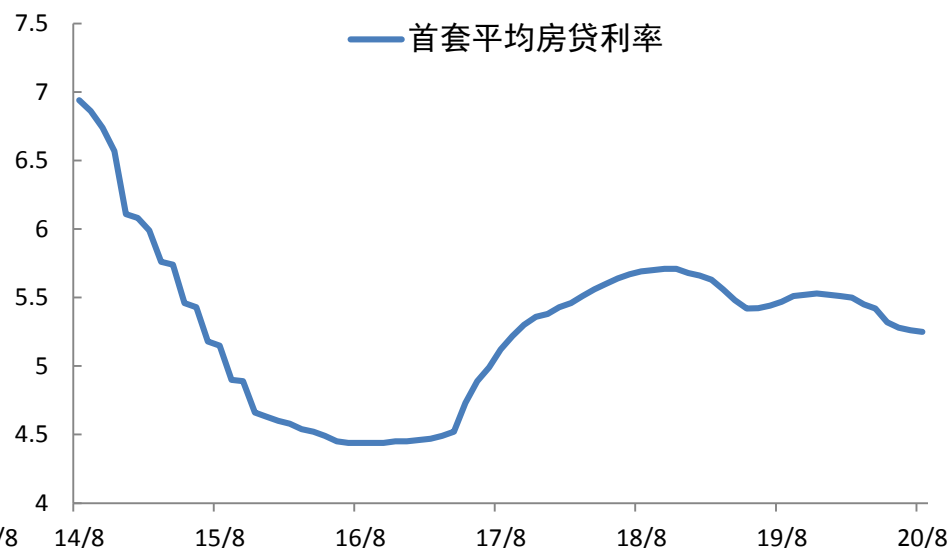
# 经济稳定恢复（1）：一线城市领涨，各地温柔调控

- **一线城市房价显著上涨。**受政策影响，去年起深圳房地产价格率先上涨，今年疫情后，央行多次下调政策利率，首套房贷利率不断走低，带动一线城市房价显著上涨，8月份同比上涨6.9%，持续回升。
- **坚持房住不炒定位，落实城市主体责任：**官方层面坚持房住不炒的定位，各地调控政策频出。深圳、东莞、宁波、杭州、南京、海口、无锡、沈阳、常州、成都等地限购政策相继出台。调控与往年的不太一样，这次不是一刀切，行动都偏温柔。价量齐升下，房地产有望继续保持温和上涨态势，房地产投资和销量继续回升，促进经济稳定恢复。

二手房房地产市场价格 (%)



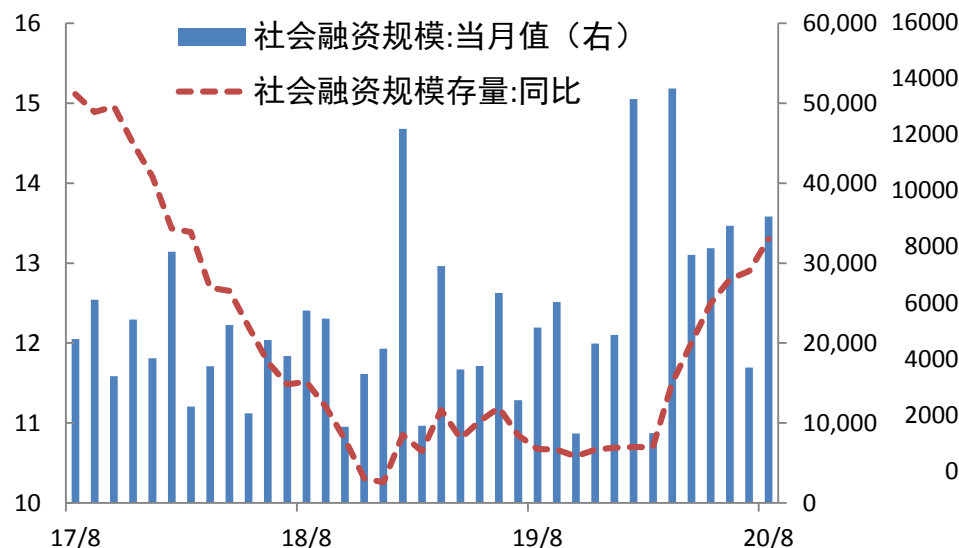
首套平均房贷利率 (%)



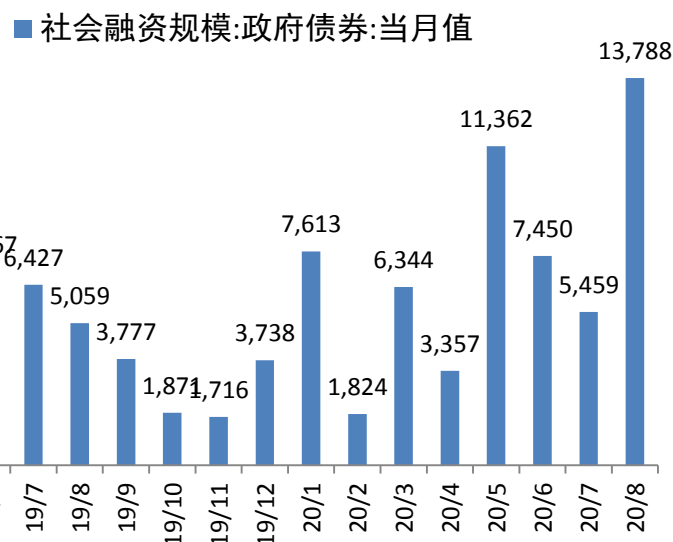
## 经济稳定恢复（2）：社融持续回升支撑经济发展

- 社融分项全面多增，增速创2018年以来新高。8月社会融资规模增量为3.58万亿元，比上年同期多1.39万亿元。具体来看，各分项均有所增加，其中最主要来源于政府债券，当月新增1.38万亿，同比多增8741亿元，占社融当月新增的比例的63%；其他贷款、未承兑汇票、委托贷款、信托贷款、企业债券融资等分项同比均有所增加
- 8月末社会融资规模存量至276.74万亿元，同比增长13.3%。比上月高0.4个百分点，比去年同期高2.6个百分点，创2018年2月份以来的新高，显著高于二季度GDP名义增速的3.11%，为经济持续恢复提供支持。

社会融资规模当月值与存量同比走势（%，亿元）



社会融资规模中政府债券当月值（亿元）



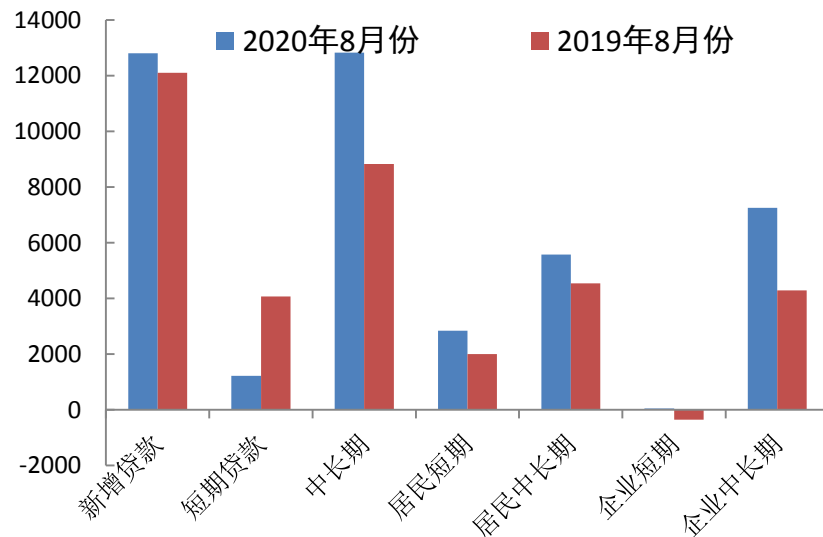
## 经济稳定恢复（2）：社融持续回升支撑经济发展

- 按照财政部的要求，地方政府专项债将力争在10月底前全部发行，当前地方债尚余12470亿元待发行；国债尚余4273亿元待发行，那么10月份发行的地方债规模将超过万亿，加上国债规模，比去年同期1万多亿元，继续带动社融存量增速维持高位。
- 8月份新增人民币贷款比去年同期略微增加，中长期贷款当月增加12823亿元，比去年同期增加3998亿元，一方面房地产市场持续回暖，销售保持较快增速，二是企业融资需求增加，商业银行中长期信贷投放意愿也较强，预计后期将继续保持，支撑经济发展。

政府债券发行情况（亿元）

项目	2020年计划 发行规模	2020年1-9 月已发行	2020年待发 行
中央财政赤字规模	18300	20093	4273
抗疫特别国债	10000		
地方财政赤字规模	19300	36889	12470
地方政府专项债务	37500		
合计	85100	68357	16743

社会融资规模中政府债券当月值（亿元）



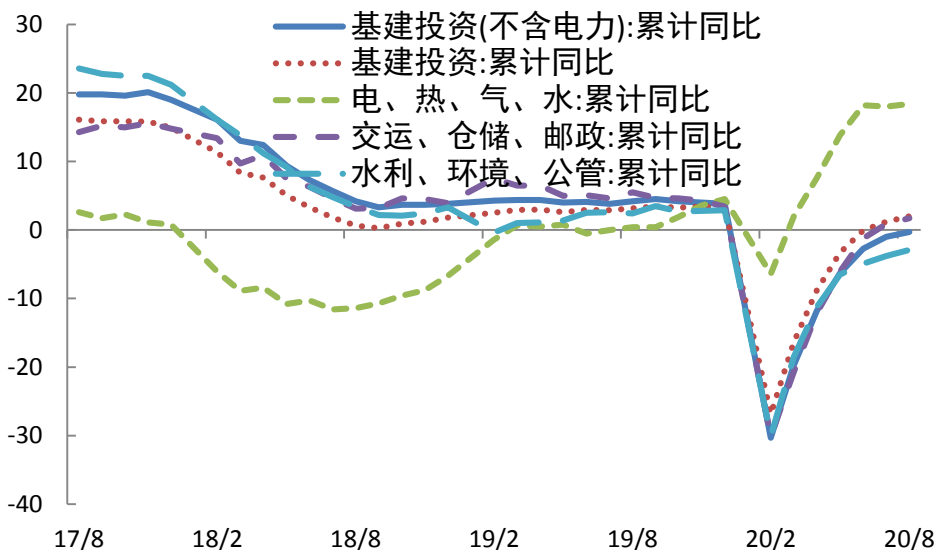
资料来源：Wind, 申万期货研究所



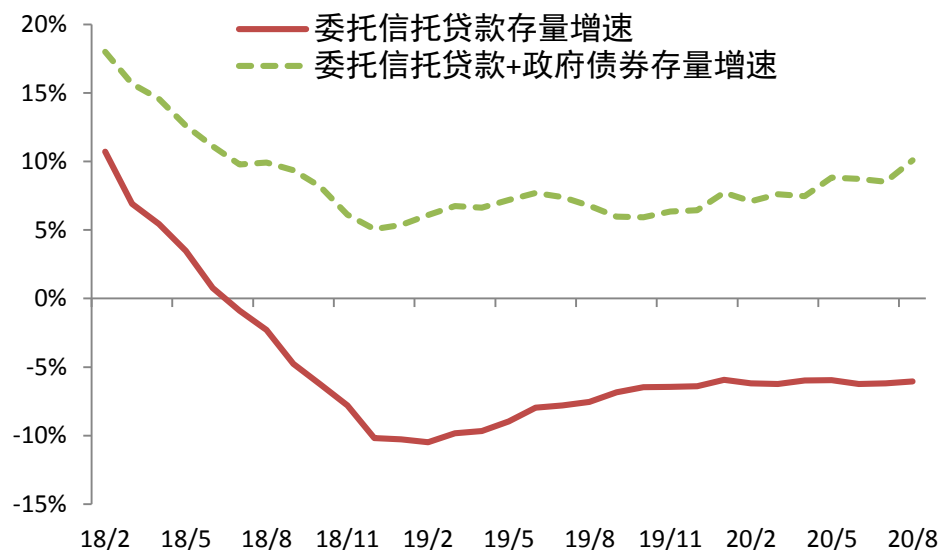
## 经济稳定恢复（3）：基建投资托底经济

- 基建投资降幅继续收窄，8月份累计同比降幅收窄至0.3%。电、热、气、水累计同比大幅回升至18.4%。
- 从社会融资总额数据来看，代表基建投资委托贷款增速自2018年以来持续回落，目前仍处于低位，但随着疫情后抗疫特别国债和地方政府债券的大量发行，包含政府债券的存量同比增速已经回升至10.08%的高位，同时9-10月份专项债将加快发行，相关公共项目或将继续加速，基建投资的快速回升将为经济起到托底作用。

基建投资及分项累计同比 (%)



委托信托贷款+政府债同比增速

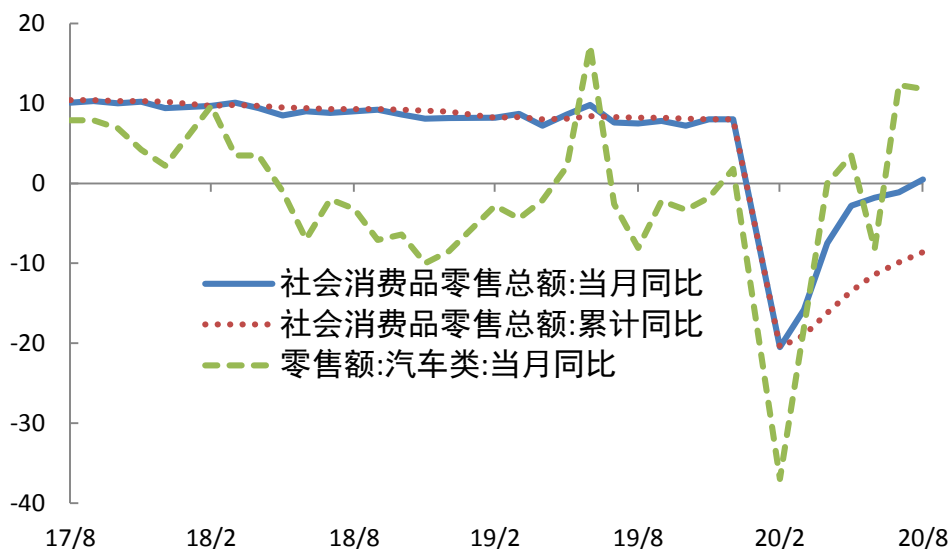




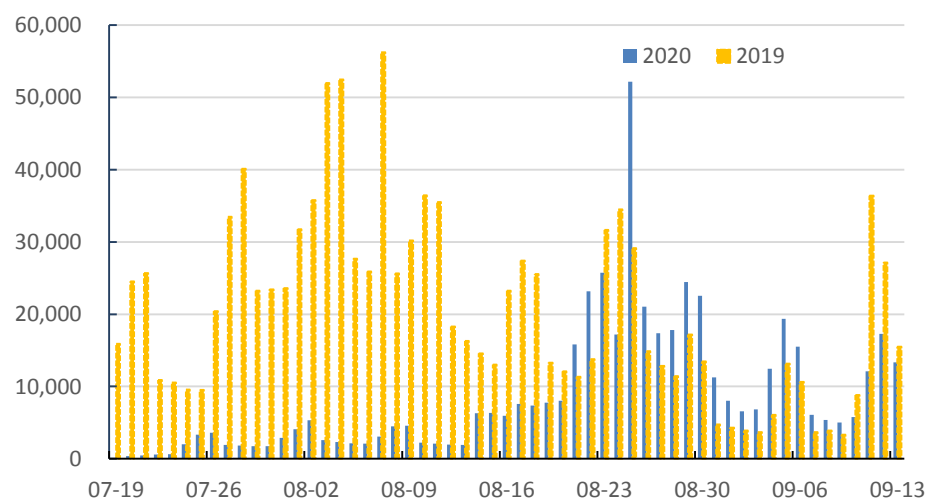
## 经济稳定恢复（4）：消费首次转正，电影票房恢复

- 消费首次转正。社会消费品零售总额同比增长0.5%，增速年内首次由负转正。消费升级类商品，如通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类销售较快增长，汽车类商品零售额当月同比连续2个月维持2位数上方。餐饮消费也有回暖的迹象。
- 同时，1-8月份，全国网上零售额同比增速加快，同比增长9.5%。8月份以来电影票房也基本恢复到去年同期水平。
- 消费的回暖有助于国内经济内循环的实现，稳定经济增长。

社会消费品零售总额当月及累计同比（%）



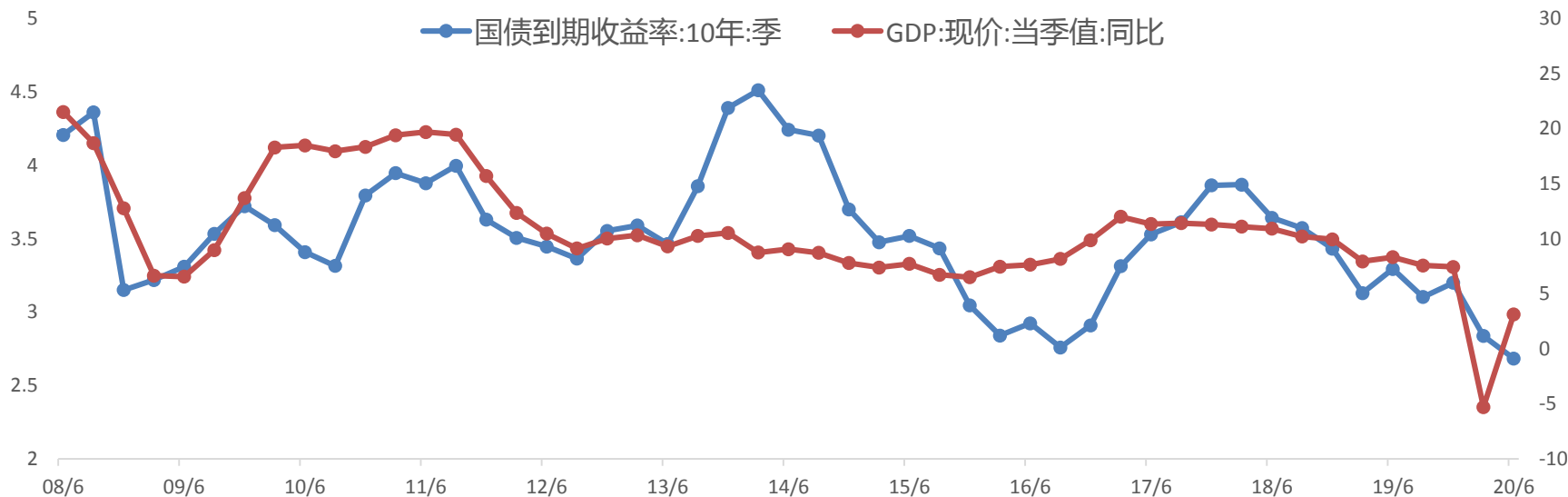
近两年电影票房对比（万元）



# 经济持续恢复，债市收益率回升

- 海外主要国家制造业PMI不断改善，美国就业市场转好，市场需求和供给持续回升；
- 房地产投资大幅回升带动国内经济稳定恢复；社融增速维持高位，政府债券融资大幅增加，基建投资有望继续快速回升，为经济持续恢复提供支持；
- 消费首次转正，升级类商品销售额快速增长，电影票房基本恢复，餐饮也有回暖迹象；总体上，疫情的影响逐步减弱，经济持续恢复，将利空债市，带动收益率不断回升。

GDP与国债收益率走势 (%)



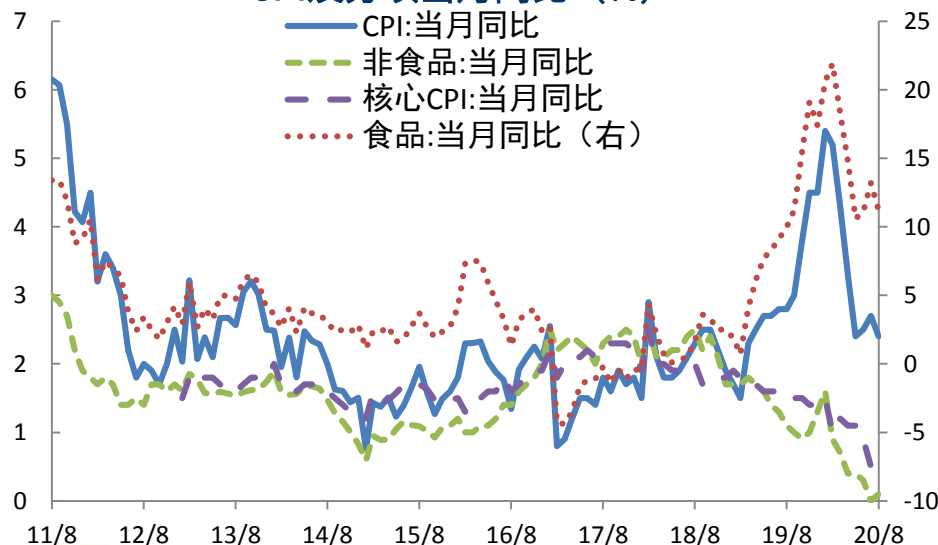
# 主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济稳定恢复，社融持续向好
- 通胀暂无压力，货币政策中性
- 地方债收尾，资金面扰动
- 债市观点与交易策略

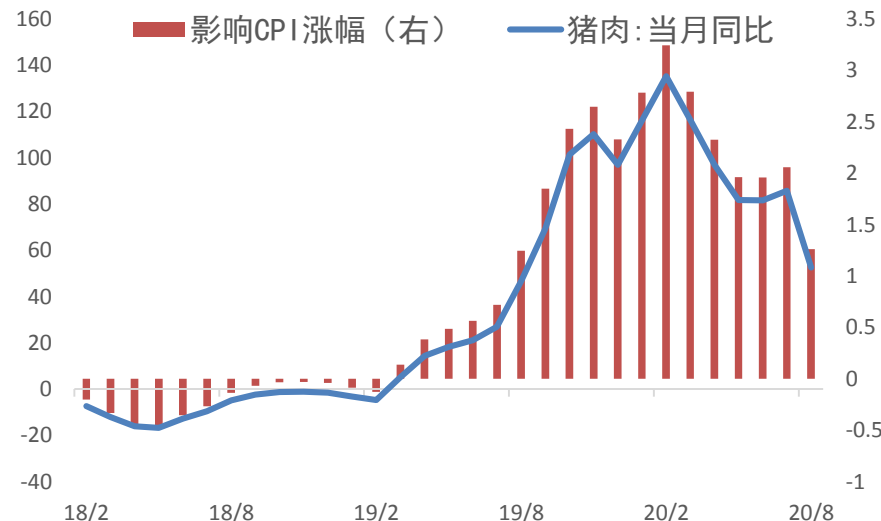
# 物价：猪价回落是带动CPI走低的主要因素

- 8月份CPI同比上涨2.4%，涨幅比上月回落0.3个百分点。
- 受去年对比基数影响，猪肉价格上涨52.6%，涨幅比上月大幅回落33.1个百分点，影响CPI的涨幅由上月的2.06个百分点降至1.26个百分点，大幅回落0.8个百分点，带动CPI再度回落，是下降的最主要因素。
- 非食品价格由上月持平转为上涨0.1%。不过，生活必需品价格基本稳定，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅与上月相同，继续保持稳定。

CPI及分项当月同比 (%)



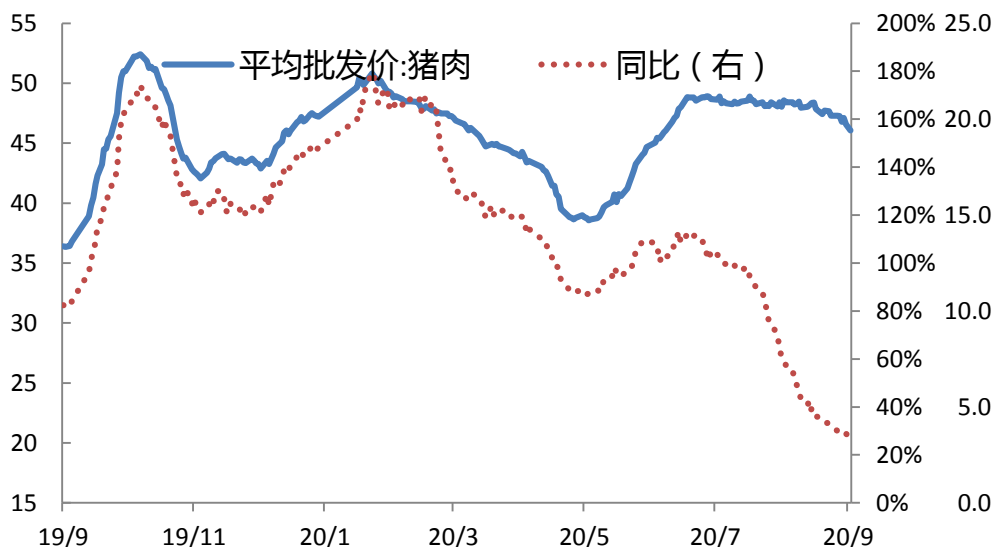
猪肉同比及影响CPI涨幅 (%)



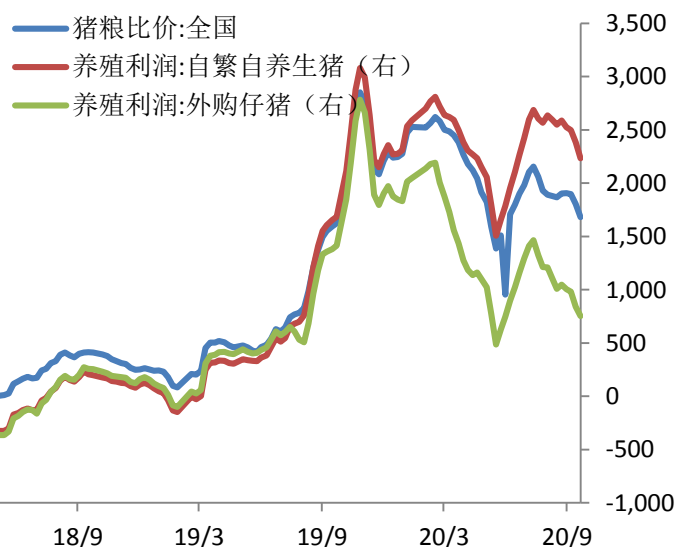
# 物价：猪价同比大幅回落

- 年初，受春节假期和新冠肺炎疫情影响，猪肉价格有所走高，但未突破去年11月份的新高，随着各地交通管制结束，猪肉已经开始回落。
- 5月份随着疫情影响减弱，餐饮逐步恢复，加上洪水等因素影响，猪肉价格有所回升，升至阶段性高点附近。
- 当前，生猪养殖利率处于高位，猪肉存栏量和能繁母猪不断增加，猪肉供需失衡逐步缓解，预计猪肉价格将逐步回落，同比数据受基数影响，年底可能回落至0。

## 猪肉批发价及其同比



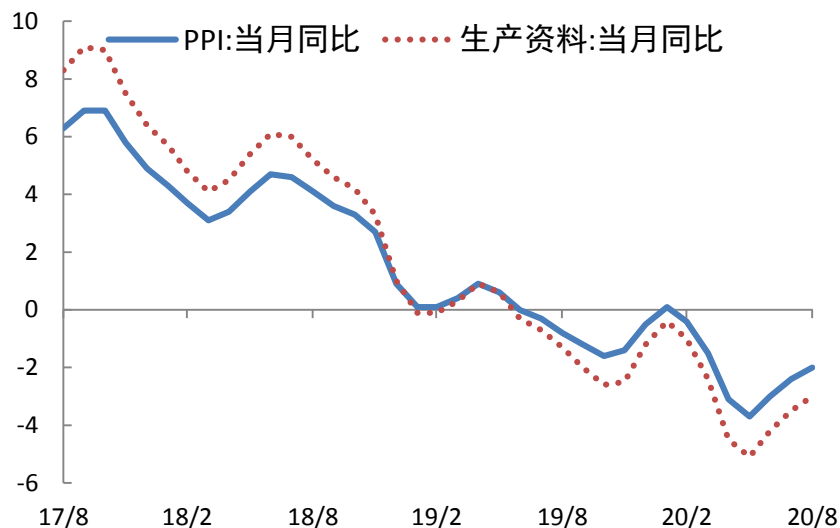
## 猪粮比价和养殖利润



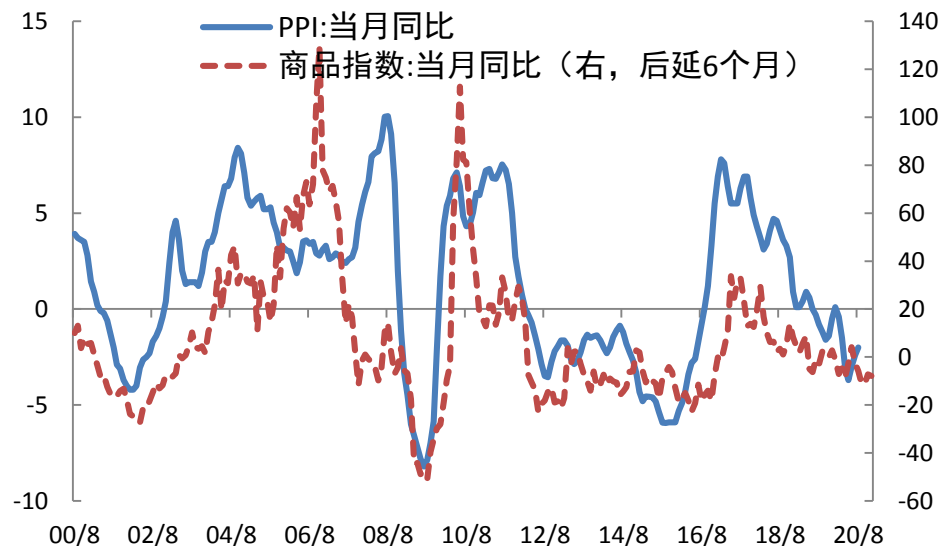
资料来源: Wind, 申万期货研究所

# 物价： PPI降幅继续收窄

PPI及其分项当月同比 (%)



商品指数与PPI当月同比 (%)



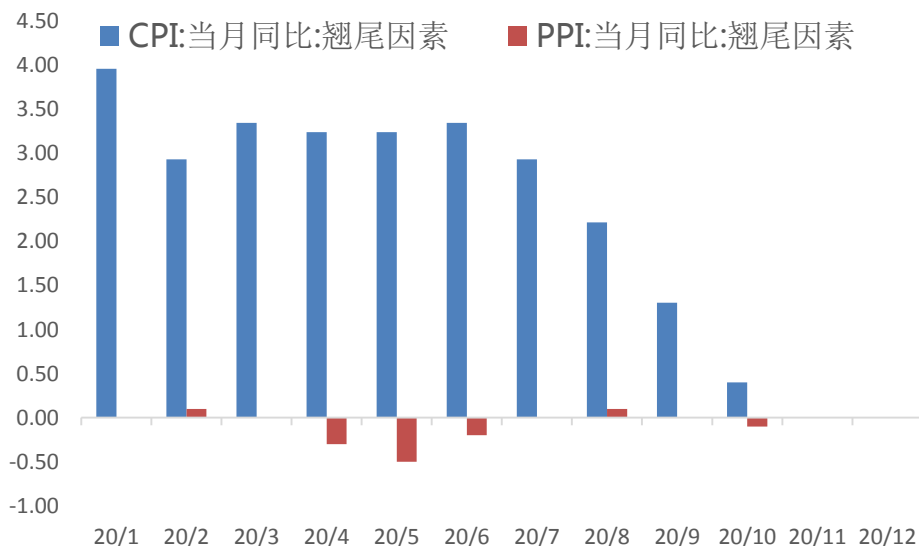
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 最新8月份PPI下降2.0%，降幅比上月收窄0.4个百分点，连续3个月收窄，主要是因为工业生产持续向好，市场需求继续恢复，原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。
- 从历史数据来看，大宗商品指数与PPI当月同比相关性较高，且商品指数当月同比大约领先PPI当月同比6个月左右。随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，国际大宗商品价格指数转为上行，预计将带动PPI降幅继续收窄。

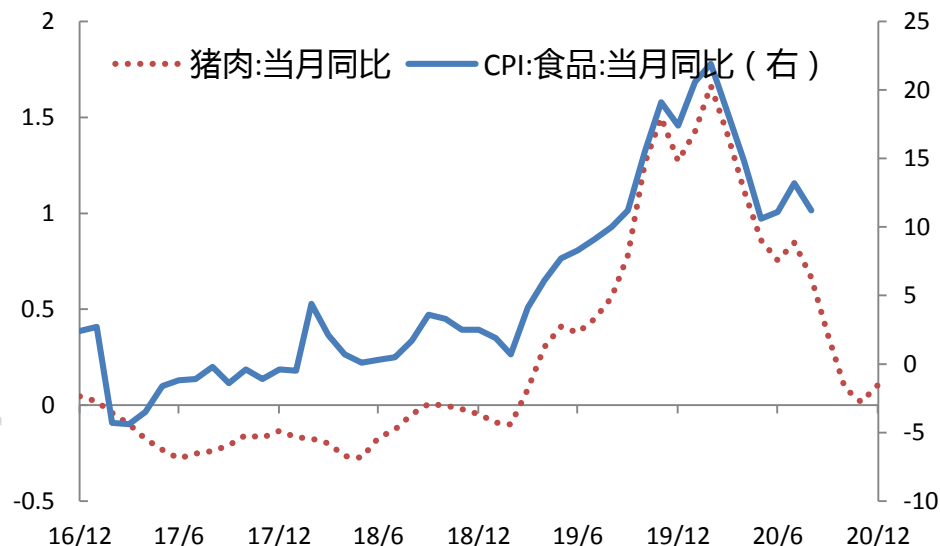
# 物价：CPI继续回落，通胀暂无压力

- 1月份CPI创新高后，2月份已经开始回落，3月份国内疫情高峰已经过去，猪肉供需失衡状态也逐步缓解，猪肉价格将逐步回落，预计将带动食品价格回落。
- 受疫情影响，全球经济下行压力加大，近期海外大宗商品价格尤其是原油价格出现明显回落，PPI同比由升转降，后期PPI仍将维持低位，带动CPI中非食品价格回落。
- 综合看，考虑到CPI同比翘尾因素下半年将快速回落，预计1月份为全年CPI为高点，后续将逐步回落，央行货币政策空间加大。

CPI和PPI当月同比翘尾因素 (%)



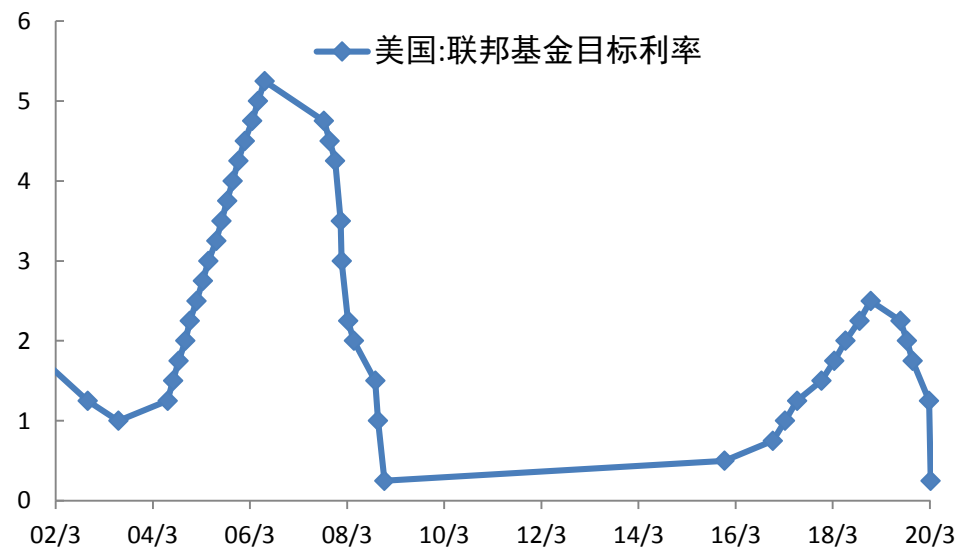
猪肉与CPI食品走势预测 (%)



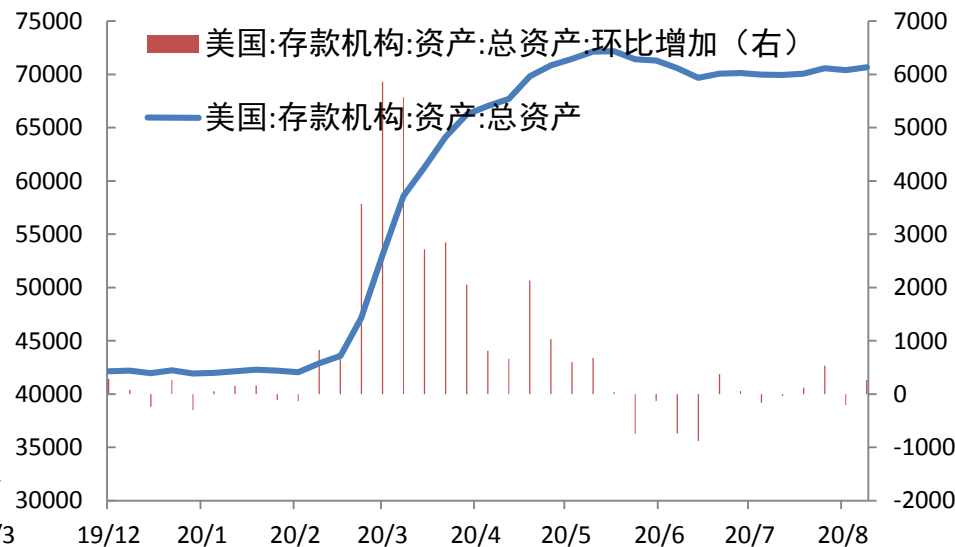
资料来源：Wind, 申万期货研究所

# 货币政策：美联储资产负债表保持稳定，略微收缩

美联储基金目标利率 (%)



美国存款机构资产负债表 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 美联储利率已经降至0%-0.25%的低位，同时启动量化宽松计划，推出 unlimited 按需买入美债和MBS计划。利率会议决议显示支持美国零利率政策维持到2022年底的成员占绝对多数。
- 美联储资产负债表此前快速扩张，不过4月份之后扩张速度有所放缓，5月份之后开始有所收缩，目前保持相对稳定，最宽松的时刻已经过去。美联储一致通过将修改其多年来的政策框架，放弃先发制人地加息以遏制通胀上升的做法。



# 货币：今年以来央行各项政策及态度

时间	来源	内容
2/1	五部委联合通知	人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局联合出台了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，内容包括五部分，共30条措施。 <b>人民银行设立3000亿元专项再贷款，实施优惠贷款利率，加强对重要医用、生活物资重点企业的金融支持。</b>
2/3	人民银行公告	为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，2020年2月3日中国人民银行将 <b>开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，并下调各操作期限中标利率10bp。</b> 银行体系整体 <b>流动性比去年同期多9000亿元。</b>
3/13	人民银行公告	3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上 <b>定向降准共释放长期资金5500亿元。有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，每年还可直接降低相关银行付息成本约85亿元。</b>
4/3	人民银行公告	<b>定向下调存款准备金率1个百分点</b> ，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在 <b>央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。</b>
5/22	政府工作报告	<b>稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。</b> 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
8/7	货币政策执行报告	<b>稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社融规模合理增长，实现稳增长和防风险长期均衡。</b>
8/25	国务院政策例行吹风会	<b>稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。</b>

# 货币政策：5月份之后，央行操作趋于中性

2月1日-2月3日，  
3000亿专项再贷款，1.2万亿公开市场操作，并下调操作利率10bp

3月13日，定向降准0.5-1个百分点，释放资金5500亿元

4月3日，增加再贷款额度1万亿，降准1个百分点，释放资金4000亿，下调超额存准利率

2月26日，再贷款再贴现5000亿元，下调支农支小再贷款利率0.25%

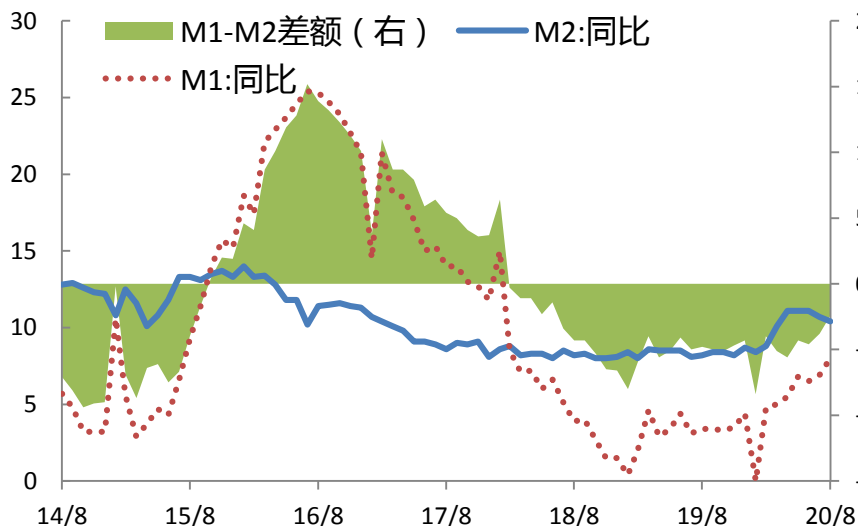
3月31日，下调公开市场操作利率20bp

- 疫情发生后，央行货币政策宽松力度加大，多次增加再贷款额度、降准和下调政策利率。
- 但5月份以来，央行连续暂停公开市场操作，政策利率下调预期落空，6月份央行MLF操作净回笼5400亿元，7月份仅等额续作到期MLF资金。
- 8月份起央行开始超额续作MLF，当月净投放1500亿元，9月份净投放4000亿元，但随着地方债的大量发行，资金面仍小幅收敛，LPR利率也连续5个月保持不变。

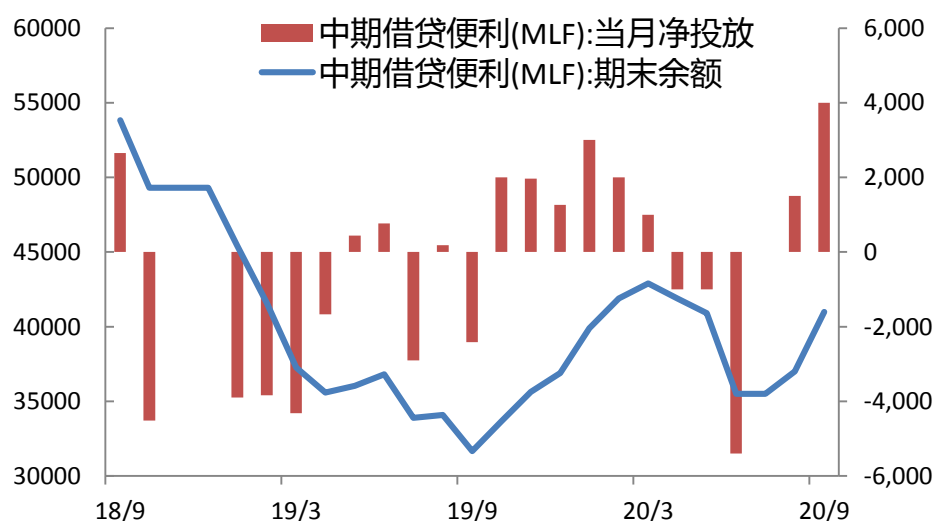
# 货币政策：货币增速连续回落

- 8月份M2余额增速为10.4%，略低于市场预期，比上月回落0.3个百分点，连续两个月回落。5月份以来，M2同比增速在快速增长之后，逐步保持稳定，7月份以来开始逐步回落，主要是央行货币政策逐步转向中性的结果。此前，政治局会议也删除了运用“降准、降息”的表述，强调精准导向。
- M1余额增速为8%，环比增加1.1个百分点，同比增加4.6个百分点，M2与M1差持续收窄，企业融资持续回升，投资活动不断增强。

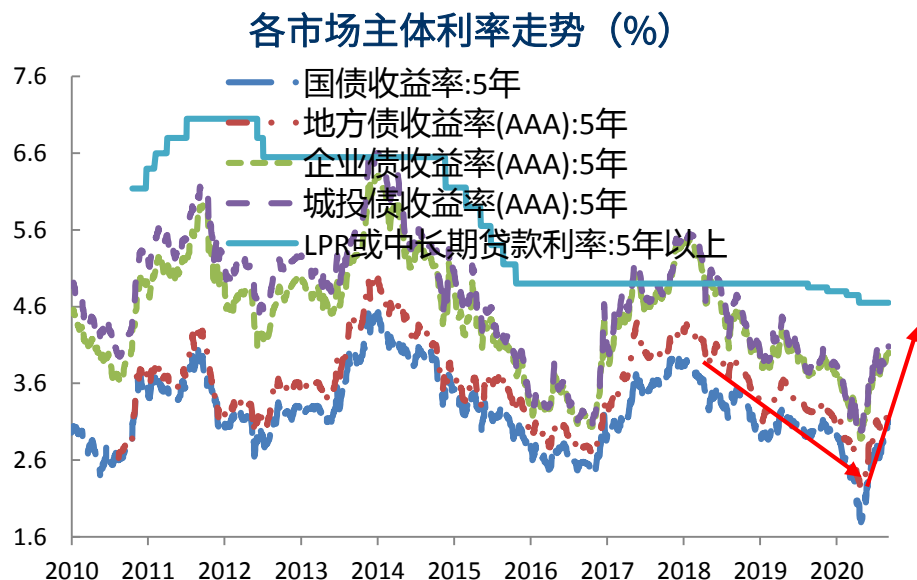
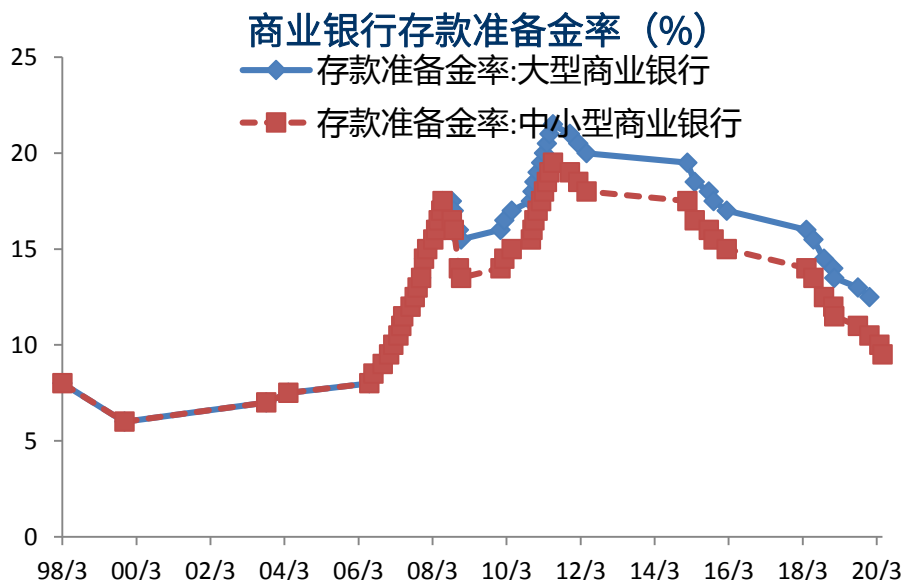
M2、M1及其差额同比走势



央行公开市场操作 (亿元)



# 货币政策：定向措施保持资金面合理充裕



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 央行第二季度货币政策执行报告继续保持稳健的货币政策更加灵活适度的思路，但强调了要精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，实现稳增长和防风险长期均衡。
- 当前疫情影响仍未消除的情况下，央行不会持续收紧货币政策，八九月份连续加大公开市场操作和净投放MLF，保持流动性合理充裕。
- 但随着国内经济稳定恢复，宽信用效果显著，央行货币政策虽然有空间但不会轻易动用，在不发生大系统性风险的情况下再次“降准、降息”概率较低。

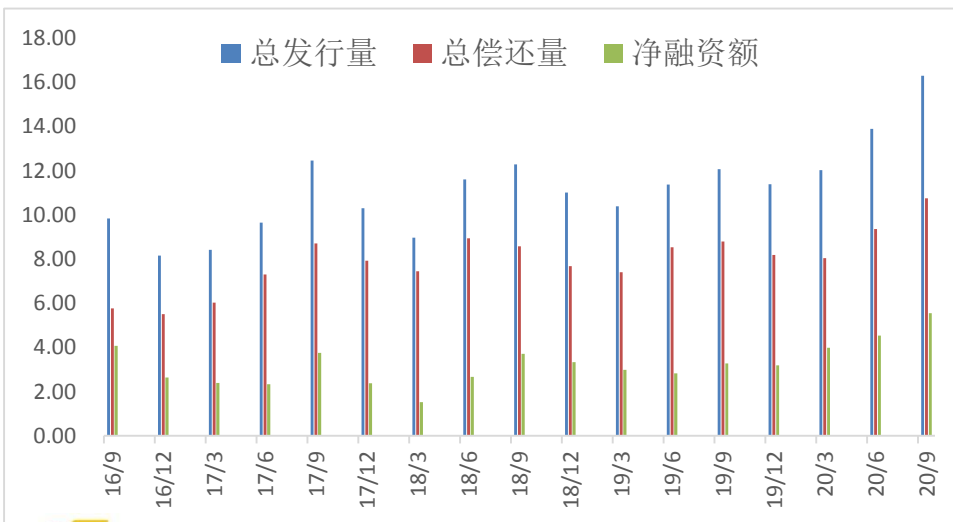
# 主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济稳定恢复，社融持续向好
- 通胀暂无压力，货币政策中性
- 地方债收尾，资金面扰动
- 债市观点与交易策略

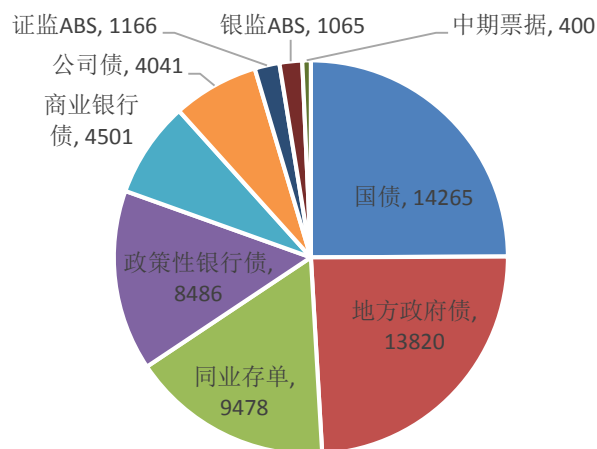
# 供给：利率债净融资额大幅增加

- 截止9月末，我国债券市场存量规模已经超过110万亿，三季度债券总发行量为16.29万亿，总偿还量为10.74万亿，净融资额5.55万亿，比去年同期大幅增加69.54%，比上季也环比增加22.46%。
- 从具体债券分布上看，由于抗疫特别国债和地方政府债大量发行，三季度净融资额方面，国债1.43万亿元，地方债1.38万亿元、政策性银行债8486亿元；三季度资金面有所收敛，银行同业存单和商业银行债券发行显著增加，同业存单净融资额为9478亿元，商业银行债为4501亿元；公司债、中期票据、短期融资券等信用债融资额度合计为3032亿元，比上季度有所减少。

债券市场发行与到期情况（万亿元）



三季度净融资分品种情况（亿元）

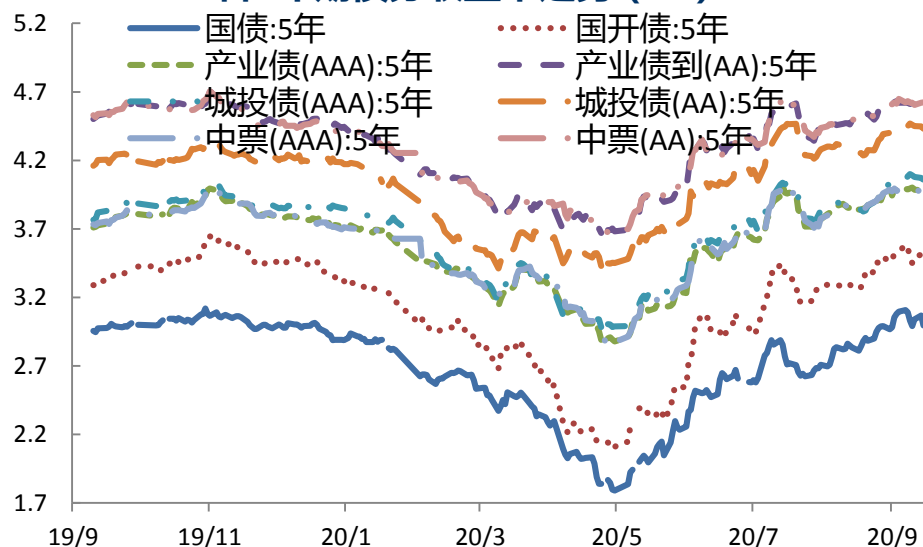




# 供给：信用债违约继续，利差收窄

- 近一个月，各债券收益率普遍上行。信用债收益率上行幅度略低于利率债。其中5年期国债、国开债分别上行16.6bp和17.5bp；各等级企业债、城投债和中票收益率上行约10-15bp，信用利差略有收窄。
- 债券违约继续。截止9月25日，违约债券94只，违约金额1128亿元，首次违约家数17家，略低于去年同期，值得注意的是泰禾和天津房地产集团出现违约，规模超百亿，恒大地产也出现负面信息。
- 尽管信用利差收窄，但信用违约仍不断出现，且延伸到房地产领域，虽然看好房地产市场，但要精选个券，对于负债率高、融资受限、评级下调和低评级等债券要重点卡防。

各5年期债券收益率走势 (%)



违约金额与违约只数 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 需求：银行、广义基金是主要配置力量

- 2020年1-8月，各机构合计增加债券托管量为13.09万亿元，其中商业银行（含信用社）增加7.11万亿元，占增加债券的比例为54.4%，基金类增加4.14万亿元，占增加债券的比例为31.6%，证券公司增加7172亿元，占比达5.48%，境外机构增加6152亿元，占比为4.70%，保险机构自营略有减少。

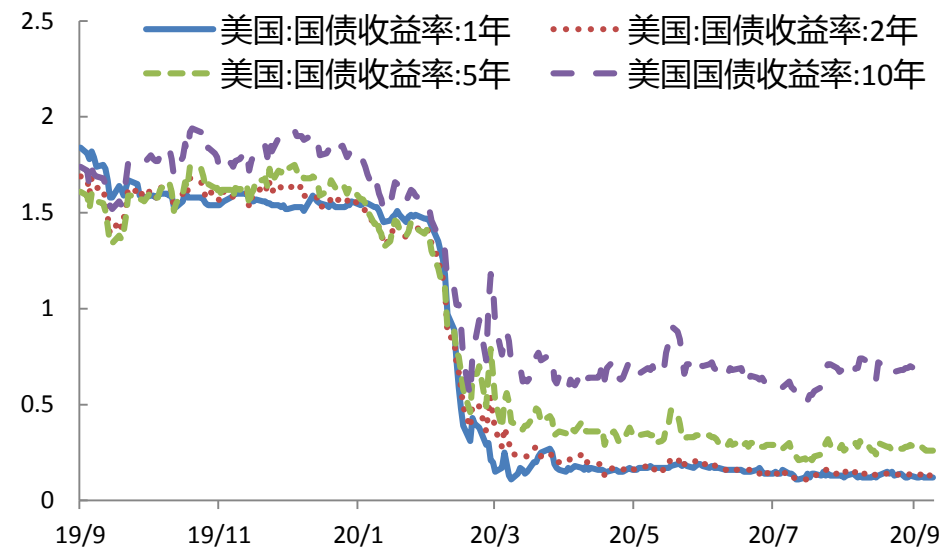
各持债主体持债规模（亿元）

持债主体	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年8月末	变化
特殊结算成员	33,727	23,851	26,287	25,397	27,858	2,461
商业银行	320,878	362,447	417,726	471,836	540,145	68,310
信用社	11,256	9,505	9,373	12,181	15,069	2,888
非银金融机构	2,032	6,805	5,722	4,364	5,631	1,267
证券公司	4,901	6,492	9,156	9,223	16,395	7,172
保险机构	22,089	18,652	21,451	24,093	23,305	-788
基金类	131,236	185,726	219,686	251,704	293,069	41,365
非金融机构	111	154	86	98	270	172
个人投资者	6,819	7,305	7,822	8,546	7,710	-837
交易所	18,122	18,618	17,726	18,745	20,479	1,734
境外机构	7,997	11,474	17,299	21,876	28,029	6,152
其它	24	34	47	257	1,234	977
合计	559,191	651,063	752,381	848,319	979,193	130,874

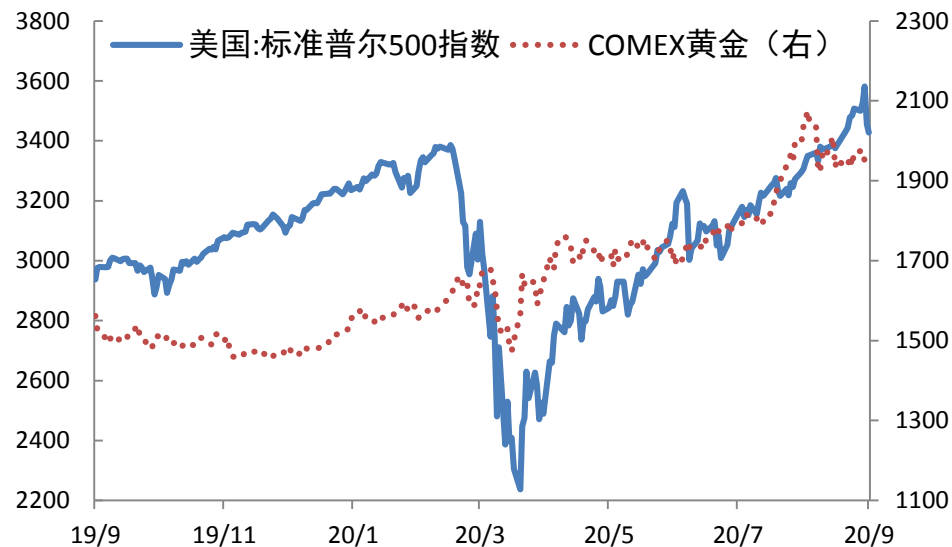


# 需求：美债收益率低位企稳，美股黄金高位回落

美国国债收益率走势 (%)



美国标普500指数与黄金价格走势



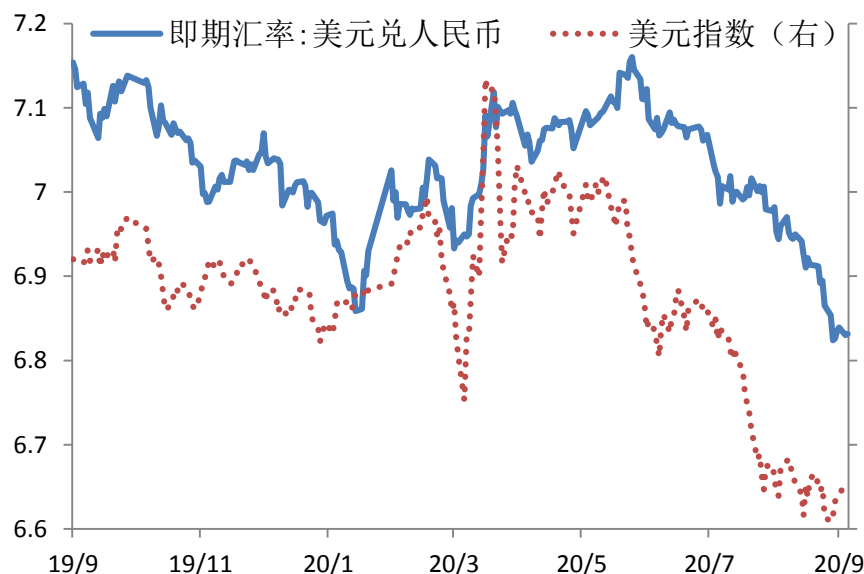
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 当前美国1年期国债收益率维持0.1%的低位，若美联储不实行负利率，基本上下跌空间有限。
- 市场担心美联储货币政策退出，美债收益率开始逐步低位企稳。近期美股和黄金从高位回落。

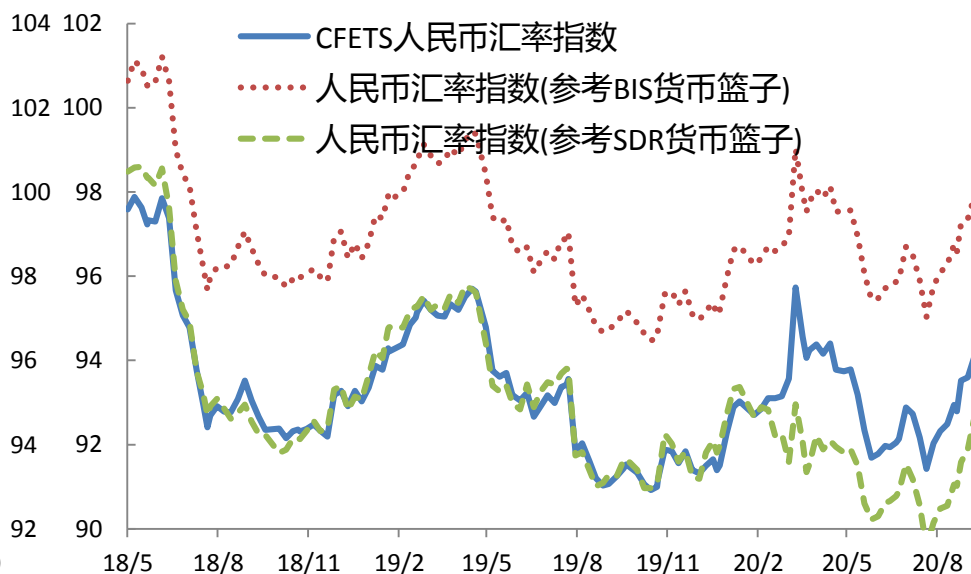
# 需求：美元贬值，人民币有所走强

- 三季度，美国新冠疫情继续扩散，美联储一致通过将修改其多年来的政策框架，放弃先发制人地加息以遏制通胀上升的做法，市场预期美联储会在长时间内保持低利率，美元指数承压。受美元贬值影响，人民币有所走强，升至6.75附近。
- 人民币汇率指数也不断走强，CFETS从低点91.42上涨至94.12附件，涨幅达2.95%，不过低于美元指数的跌幅，人民币表现处于相对强势。

## 美元指数与美元兑人民币即期汇率

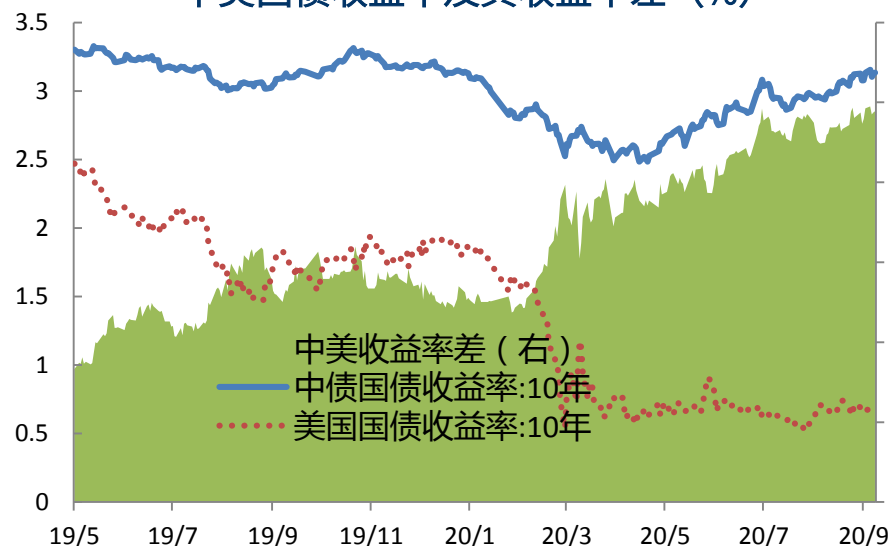


## 人民币汇率指数



# 需求：境内外利差扩大，权益市场波动加大

中美国债收益率及其收益率差 (%)



标普500和沪深300指数走势 (%)



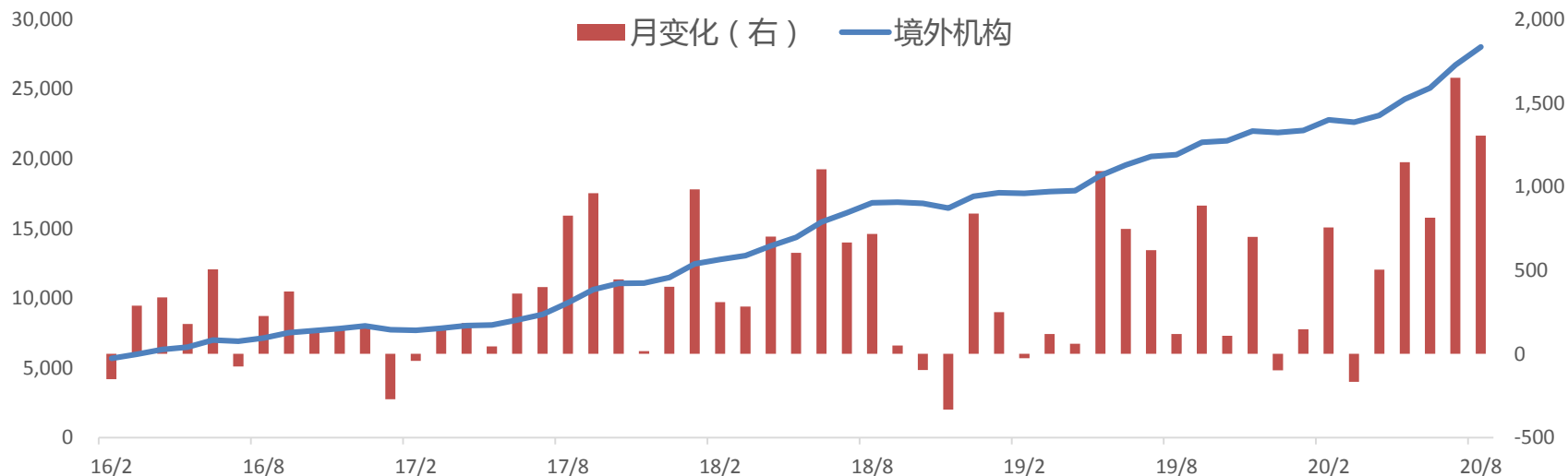
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 10年期美债收益率回升至0.7%附近，中美利差超过230bp，处于历史高位，有利于人民币汇率稳定，相比较而言，境内债券也存在较高的配置价值。央行取消QFII/RQFII投资额度限制，延长债券交易时间至20:00，便于境外机构参与。
- 近期国内外权益市场有所调整，特朗普誓言将削弱中美经济联系，中印边境冲突升级，避险情绪升温，市场波动加大。

# 需求：内外利差扩大，境外机构配置空间可期

- **利差处于高位，配置价值凸显。**疫情发生后，美债收益率大幅走低，中美利差升至阶段性高位，其他多国国债收益率则维持低位甚至为负。当前人民币汇率保持相对强势，相对于美、日、德、英等主要国家债券市场来看，国内债券市场配置价值凸显。
- **境外机构持债占比仍偏低，且集中在利率债，空间可期。**截至2020年8月末，境外法人机构投资者持债规模2.8万亿元人民币，近三年境外机构持有国内债券规模快速增加。不过相比美日等国，当前境外机构持债占比仍偏低，且集中在利率债，随着金融业对外开放措施加大，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场，彭博花旗、摩根、富时债券指数相继纳入，境外机构持债规模具有较大的提升空间。

境外机构持债规模及变化（亿元，%）



# 供需：10月份仍是地方债发行高峰期

- 按照财政部的要求，地方政府专项债将力争在10月底前全部发行，参考往年惯例，地方政府一般债也会在10月底前发行完毕，那么10月份发行的地方债规模将超过万亿，加上国债规模，债券供给压力持续存在。
- 从持债主体上来看，利率债的发行对象更多的商业银行，预计增加约1.8万亿，基金类增加约0.6万亿。境外机构或继续增加国内债市配置，四季度增持约2000亿元。
- 根据债券市场供给情况，预计四季度初债市供给压力比较大，年底压力较小，但面临市场资金面的扰动，债券市场呈现供需两旺略偏紧的情况，供需平衡表如下：

四季度债市供需平衡表（亿元）

债券类型	净融资额	持债主体	增加持债
一般国债	4200	基金类	6,000
地方债	12,500	商业银行	18,000
政策性银行债	5,000	境外机构	2,000
信用债	5,000	其他	5,000
其他	5,000		
总供给	31,700	总需求	31,000

资料来源：中国债券信息网，上海清算所，申万期货研究所

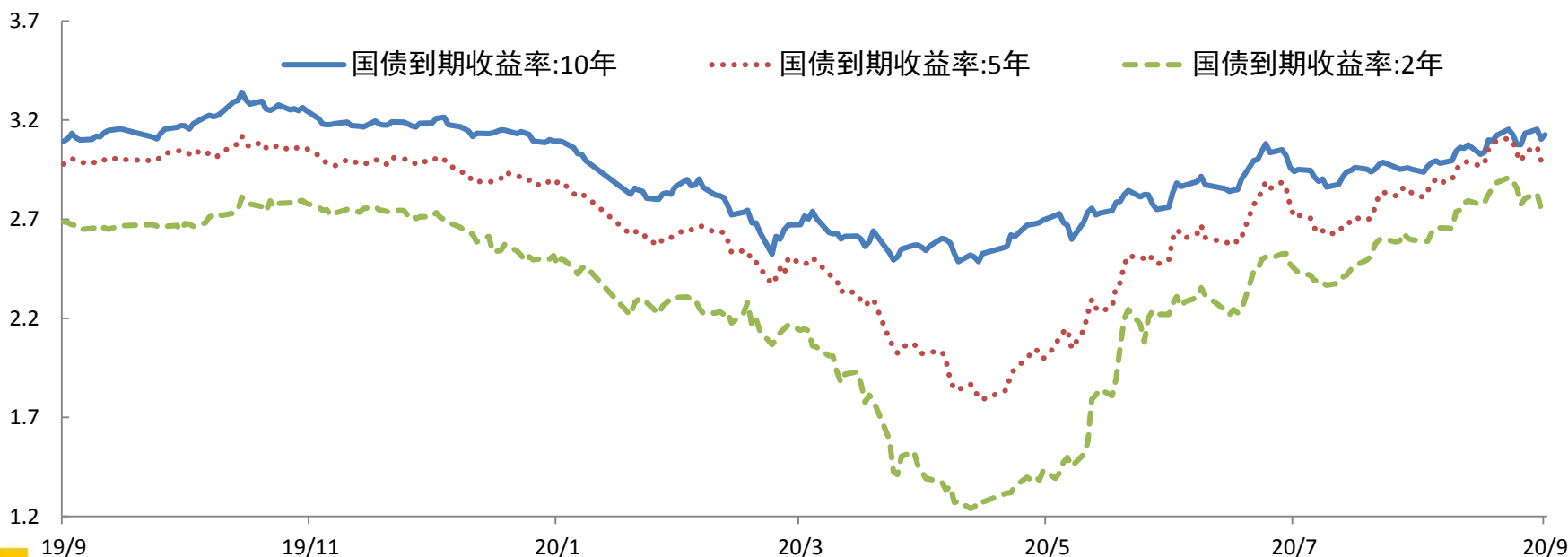
# 主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济稳定恢复，社融持续向好
- 通胀暂无压力，货币政策中性
- 地方债收尾，资金面扰动
- 债市观点与交易策略

# 债市观点：经济持续恢复，期债下行为主

- 主要逻辑：1、海外主要国家制造业PMI不断改善，美国就业市场转好，市场需求和供给持续回升；2、房地产投资大幅回升带动国内经济稳定恢复；3、社融增速维持高位，政府债券融资大幅增加，基建投资有望继续快速回升，为经济持续恢复提供支持；4、消费首次转正，升级类商品销售额快速增长，电影票房基本恢复，餐饮也有回暖迹象；5、央行货币政策继续保持中性，超额续作MLF之后“降准、降息”概率降低，更多的会通过定向措施保持流动性合理充裕；6、美联储资产负债表快速扩张后保持相对稳定；7、10月份债券供给压力也将持续存在。总体上预计债市收益率以上行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.3%附近，操作上建议短久期，适度加杠杆。

10年和5年、2年国债收益率走势 (%)





# 策略一：做空国债期货合约

- 预计国债期货价格仍以下行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.3%附近。建议国债期货各合约以做空为主，总仓位控制在20%左右。





## 策略二：卖出套期保值对冲风险，管理产品净值

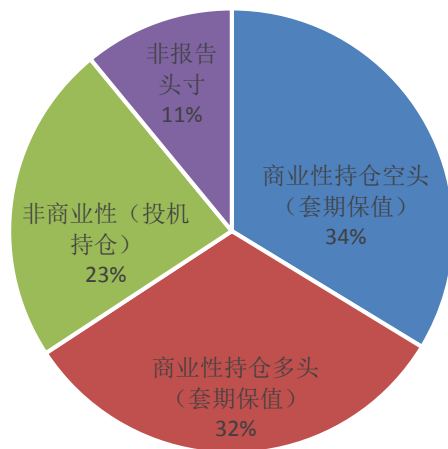
➤ 持有现券或承销、做市对冲风险，锁定利润：通过卖出国债期货获得盈利锁定利润。

➤ 构建久期中性债券组合：资管产品要求打破刚性兑付，实行净值化管理背景下，近期部分银行理财产品净值转负，可通过债券现货和期货组合设计收益相对稳定的资管产品。

➤ 控制借款成本：需要在将来借入款项的投资者用来防范利率的上升。



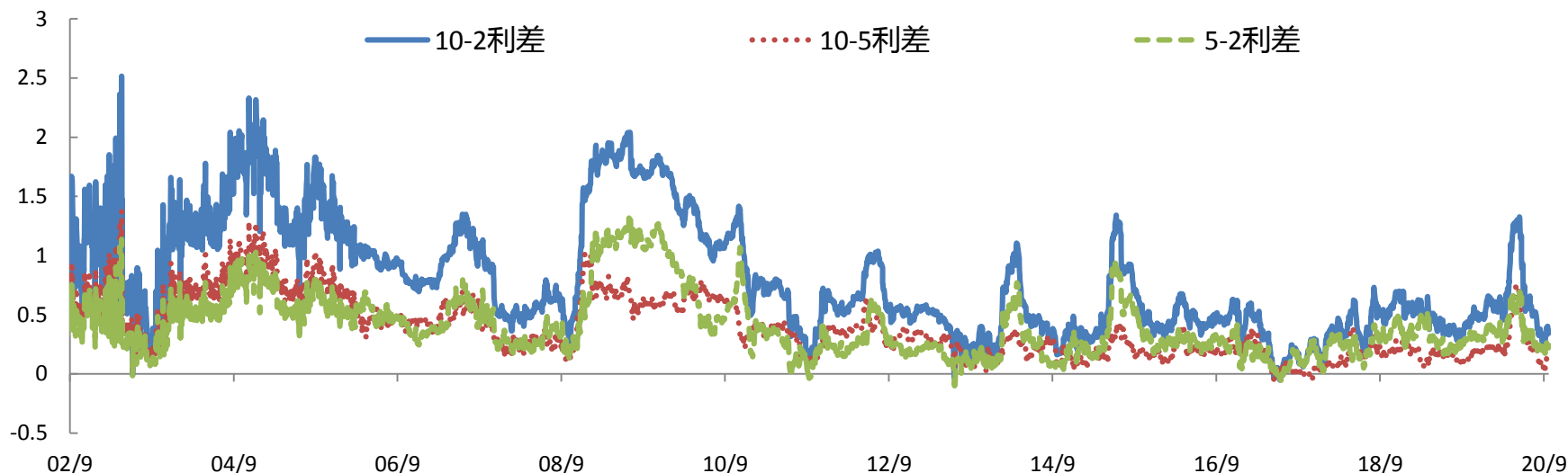
芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构



➤ 锁定未来买入债券的成本。投资预期将来买入债券，预期利率下行，则可以先在国债期货市场买入期货，锁定未来买入现券的成本。

## 策略三：关注跨品种套利机会

10年和5年、2年国债收益率利差走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 结合行情，考虑到短端资金面保持合理充裕，短端国债收益率上行空间有限，而随着国内经济数据持续改善，长端债市有可能继续回升，长短端利差有望扩大，国债收益率曲线将可能陡峭化。因此可以考虑做多短端，做空长端国债期货套利，即卖出10年期国债期货，同时买入2年期国债期货进行跨品种套利。

# 2020年四季度国债期货策略总结

## 策略建议一

### 做空为主

- 预计四季度国债期货价格以下行为主，10年期国债收益率或回升至3.3%附近，操作上以做空为主。

## 策略建议二

### 关注卖出套期保值策略

- 债市进入熊市，国债期货价格波动加大，建议金融机构关注疫情和经济基本面的变化，结合自身需求，参照套期保值策略采取相关套期保值操作，以锁定相应价位。
- 通过卖出国债期货获得盈利锁定利润，规避持有现券或承销、做市风险。

## 策略建议三

### 关注跨品种套利，做多TS/TF，做空T

- 随着国内经济数据持续改善，长端债市有可能继续回升，长短端利差有望扩大，国债收益率曲线将可能陡峭化。
- 可以考虑做多短端，做空长端国债期货套利，即卖出10年期国债期货，同时买入2年期国债期货进行跨品种套利。

# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。