

2021年国债期货投资策略

申银万国期货研究所 唐广华

2021年1月5日

政策终须转弯，债市风雨弥漫

——2021年国债期货投资策略展望

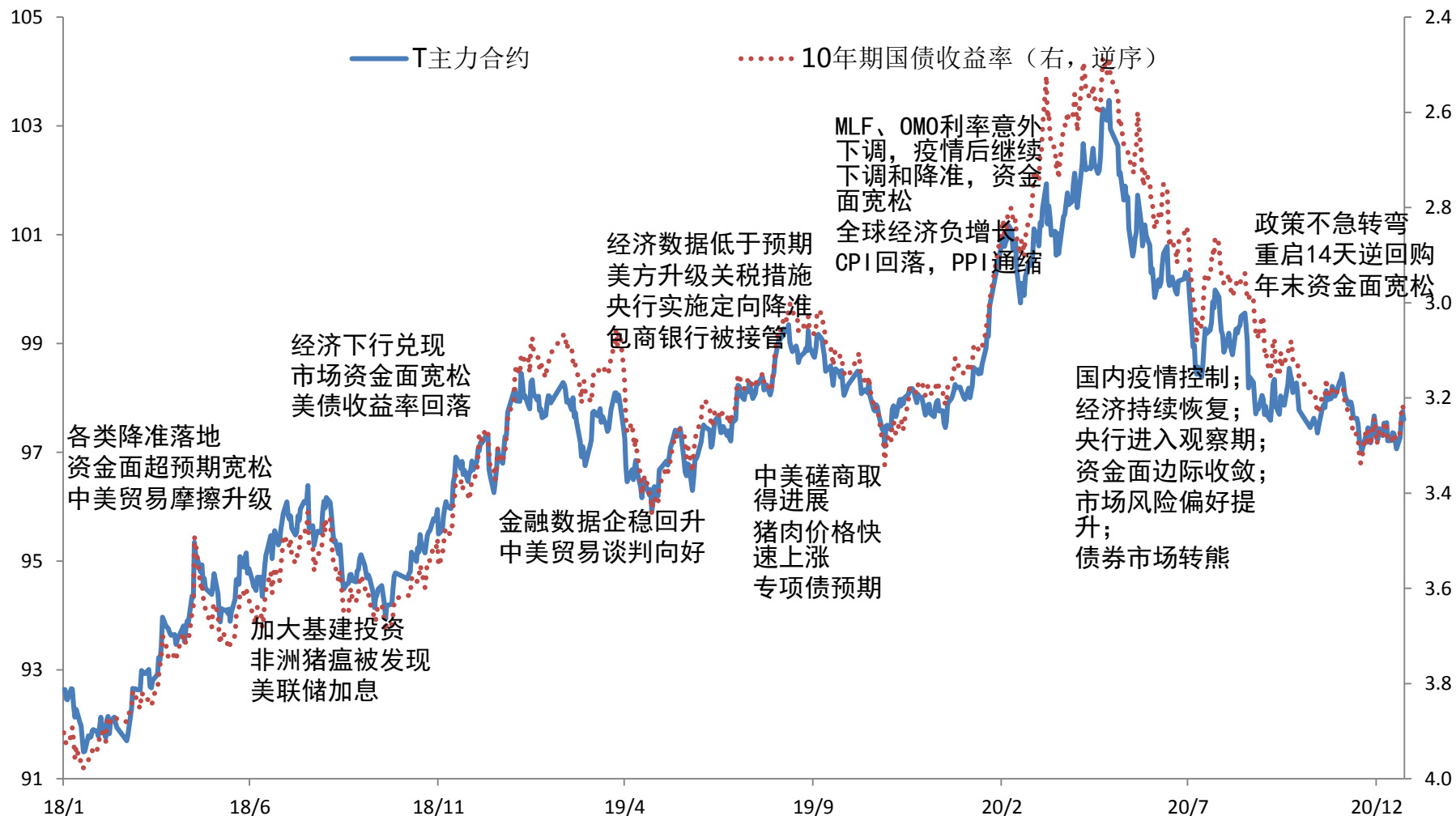
- 主要驱动因素：疫情不确定性，全球处于复苏过程中；国内投资消费继续回升，出口保持韧性，增速回到潜在水平；财政政策有所减弱，短期政策利率上调的概率较低，债券供需双降，在社融增速回落的情况下，市场资金面有可能紧张，债券继续处于熊市。
- 主要影响因素：
 - 1、疫情多次爆发，主要国家开始接种疫苗，制造业PMI不断改善，生产仍逐步恢复，预计在疫情逐步得到控制之后，全球处于复苏的过程中。
 - 2、房地产仍将保持温和上涨态势，基建继续托底经济，制造业投资有望继续恢复，汽车和升级类商品销售快速增长带动消费回暖，出口在高增长之后仍将保持韧性，物价维持低位，关注工业品价格，经济增速有望回到潜在水平。
 - 3、财政政策要积极可持续，提质增效，2021年将有所回落，央行货币政策不急转弯，短期政策利率上调的概率较低，在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速的要求下，预计M2和社融增速将有所回落，叠加经济回升的情况，市场资金面有可能紧张。
 - 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3.5%-3.6%附近，政策不急转弯下，对经济持续恢复支撑力度较大，债券熊市周期延长。
 - 预计价格主要运行区间：十年期国债收益率：3%-3.6%，T主力合约：96.1-99元；五年期国债收益率：2.85%-3.45%，TF主力合约：97.1-100.4元；二年期国债收益率：2.50%-3.3%，TS主力合约：98.9-100.9元。

主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济继续复苏，关注工业品价格
- 政策短期延续，终须转弯
- 供给需求双降略偏紧
- 债市观点与交易策略

5月份以来持续调整，12月份有所缓和

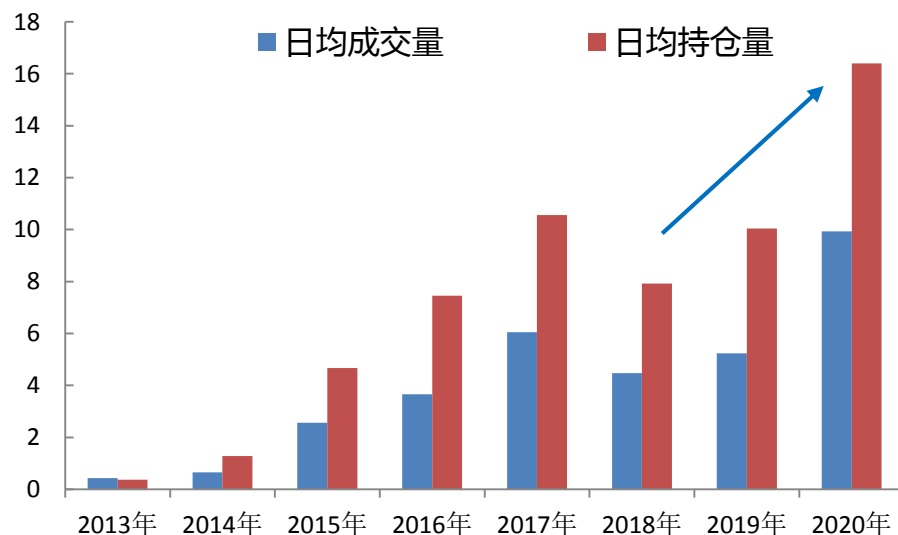
10年期国债期货主力合约价格与国债收益率走势（元，%）



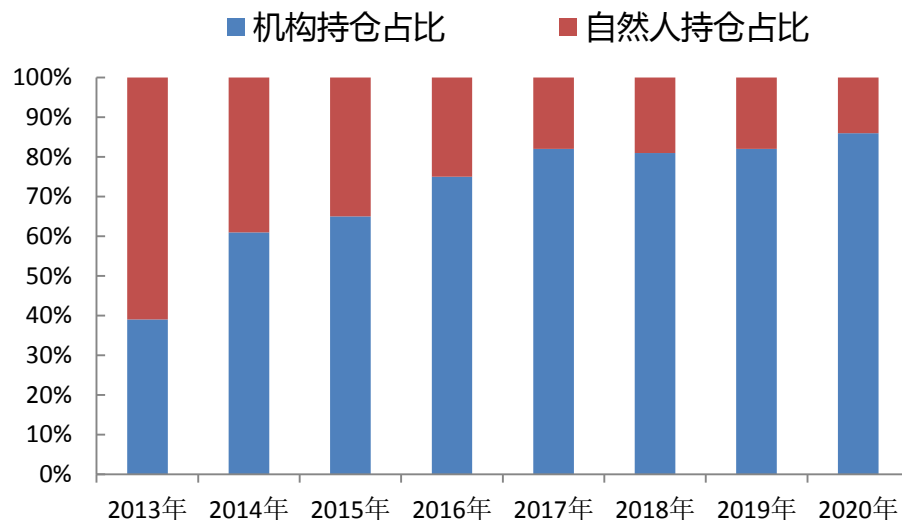
国债期货成交持仓量大幅增加，创上市新高

- 2020年，国债期货价格波动加大，投机和套保需求增加，加上五大行获准入市，日均成交和持仓量均出现较大幅度的提升。全年日均成交量为9.93万手，同比增加89.5%；日均持仓量为16.4万手，同比增加63.35%，持仓和成交量均创上市以来的新高。
- 国债期货机构投资者参与度持续上升，最新占比达到86%，已成为目前我国机构参与度最高的期货品种。
- 展望2021年，目前仅五大行入市，随着其他商业银行和保险机构等债券主要持有者逐步入市，国债期货市场活跃度将继续较大幅度提升。

国债期货日均成交量和持仓量（万手）

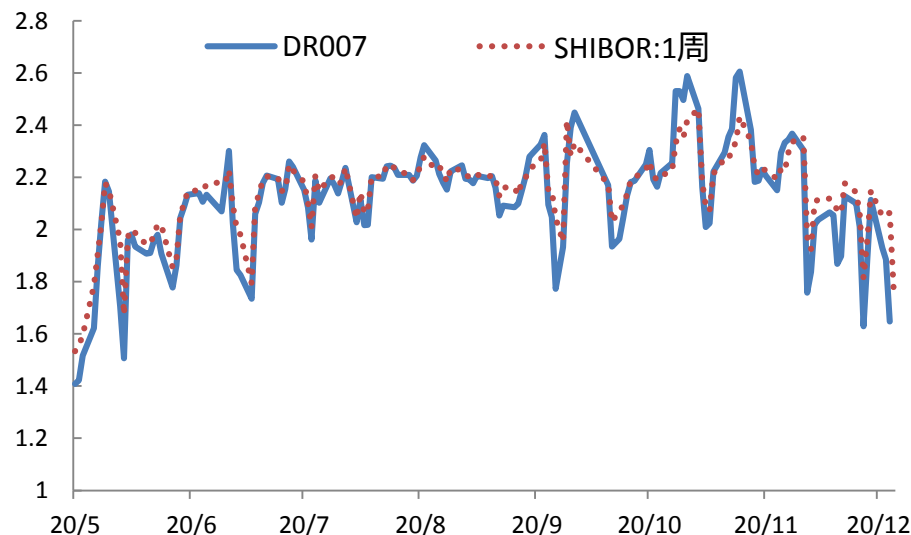


国债期货机构和自然人持仓占比（%）

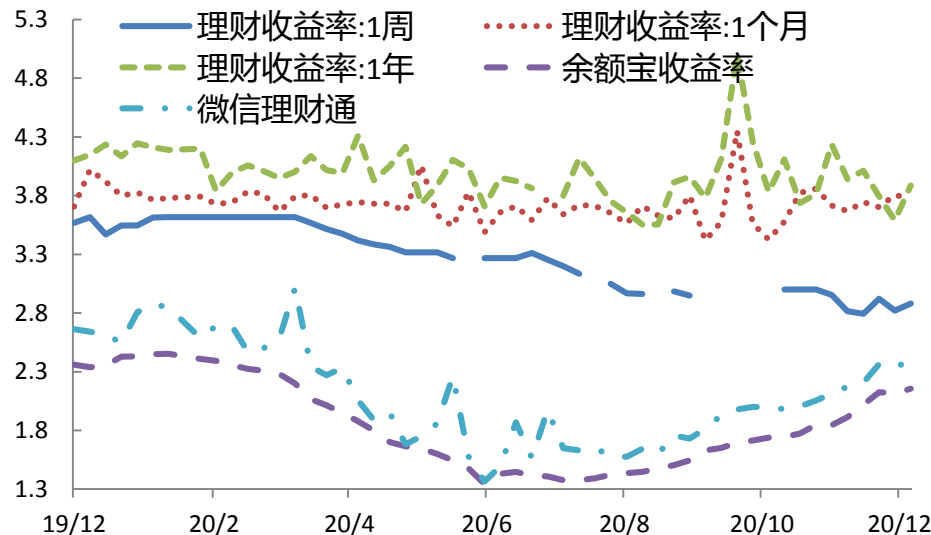


年末资金面宽松，理财收益率相对稳定

SHIBOR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

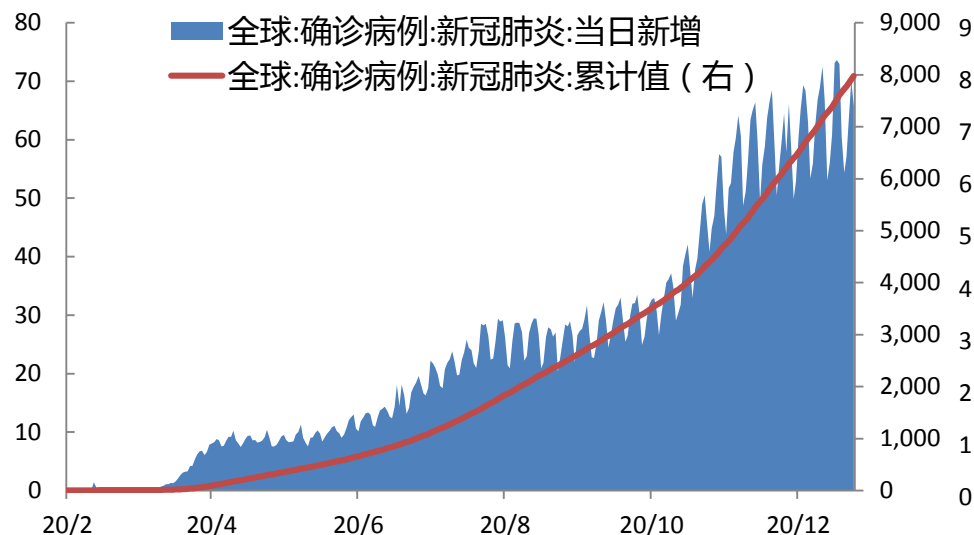
- 央行于11月末意外开展2000亿元MLF，并于12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高，近一个月来MLF净投放达到5500亿元。为维护年末流动性平稳，央行时隔三个月后重启14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面意图明确。
- 12月以来，银行间质押式回购DR007和SHIBOR1周利率均值维持在2%附近，低于公开市场操作利率2.2%的水平，也低于前两个月的均值水平，市场资金面偏松。
- 余额宝和微信理财通收益率回到2%上方，各短期限理财收益率相对稳定。

主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济继续复苏，关注工业品价格
- 政策短期延续，终须转弯
- 供给需求双降略偏紧
- 债市观点与交易策略

新冠疫情：多次爆发，全球创出新高

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）



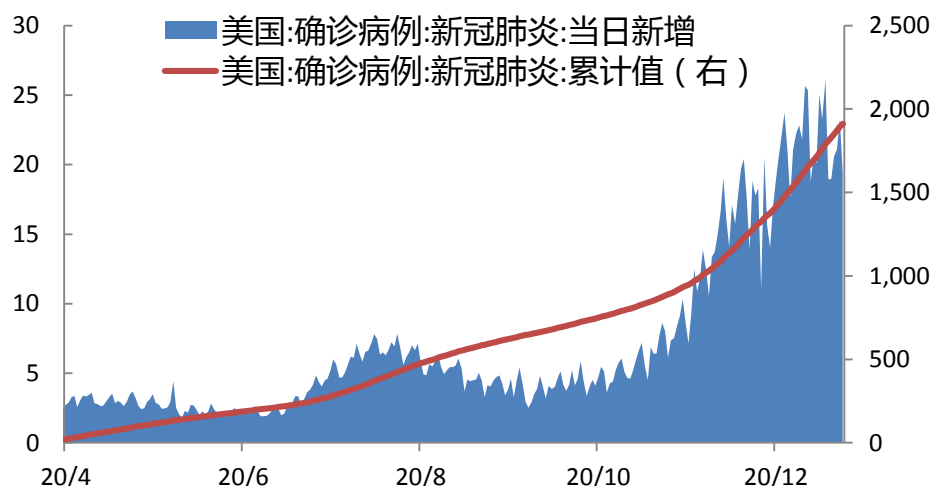
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 截至12月25日，全球累计确诊病例接近8000万例，累计死亡病例超过170万人。
- 四季度以来，海外疫情发生多次爆发，当日新增确诊和死亡病例均创出了历史新高。当前单日新增确诊病例维持在60万例左右，继续维持在高位，疫情仍在全球继续扩散，未见好转。

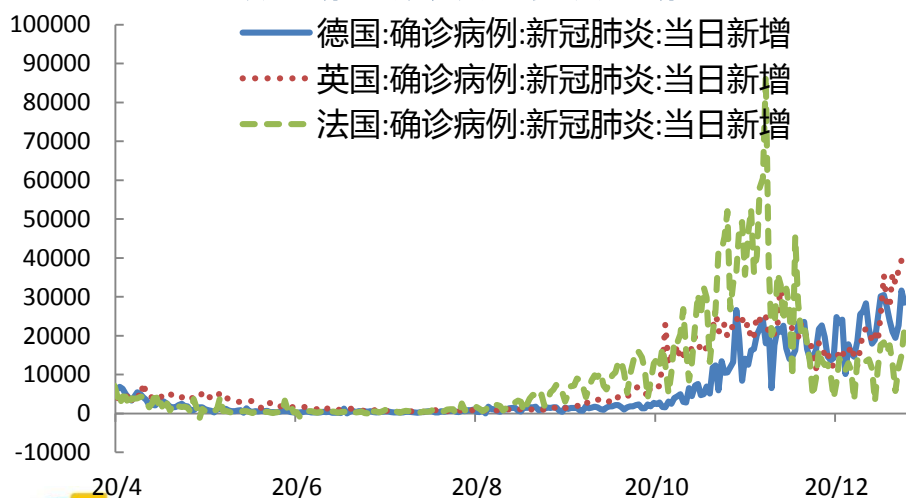
新冠疫情：主要国家不断恶化，出现病毒变种

- 从具体国家上看，美国单日新增人数维持在20万人，确诊病例接近2000万例；
- 11月份法国新增确诊病例大幅增加后有所回落。但英国出现病毒变种，新增确诊病例处于历史高位，德国新增确诊也大幅增加。
- 金砖四国俄罗斯、巴西、南非等发展中国家新增确诊病例也不断增加，有可能继续创出新高。

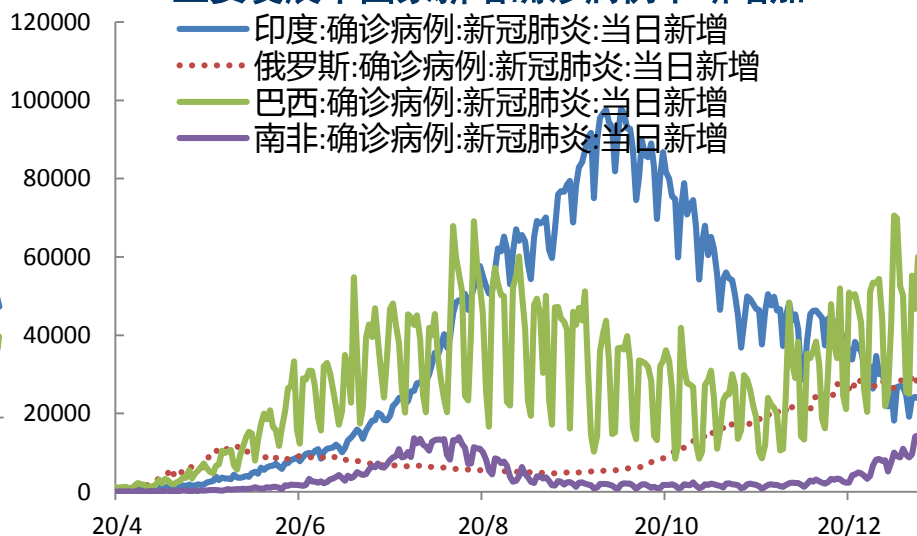
美国新增确诊病例维持高位



欧洲新增确诊病例多次创新高



主要发展中国家新增确诊病例不断增加



新冠疫情：主要国家开始接种疫苗

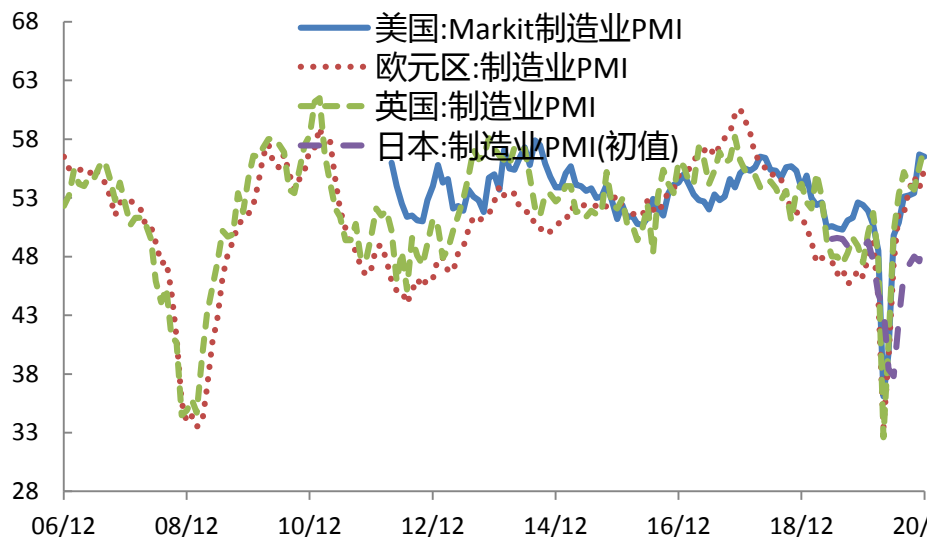
国家	接种疫苗疫苗进展
中国	12月21日宣布已经接种接近100万人次
俄罗斯	12月2日的新闻发布会表示已经接种超过10万人
美国	12月23日数据显示，目前已经有100.8万人接种第一剂疫苗。
欧盟	德国宣称欧盟所有国家将在12月27日启动接种程序；意大利也将在圣诞节至新年期间开始接种
日韩	21年3月启动接种
巴西	2021年1月-2月开始接种

资料来源：公开信息整理，申万期货研究所

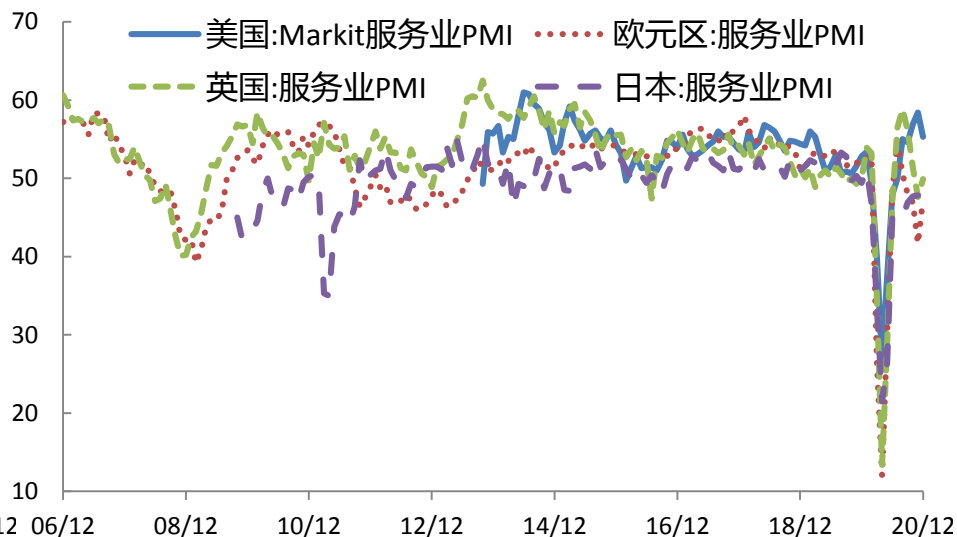
- 从接种节奏看，当前主要发达国家疫苗接种基本按计划有序进行，欧洲将启动大范围接种，明年一季度几乎所有欧美国家可能均启动接种。
- 在病毒变异不影响疫苗有效性以及保障疫苗产能供应情况下，明年上半年美国可能实现全民接种；在二季度至下半年阶段，少数发达国家可能实现国民完全接种；年底欧洲和日本可能实现全民覆盖；多数发展中国家则可能在2022年才能完成接种。

海外经济：生产继续恢复，服务业受影响更大

美欧英日等主要国家制造业PMI (%)



美欧英日等主要国家服务业PMI (%)



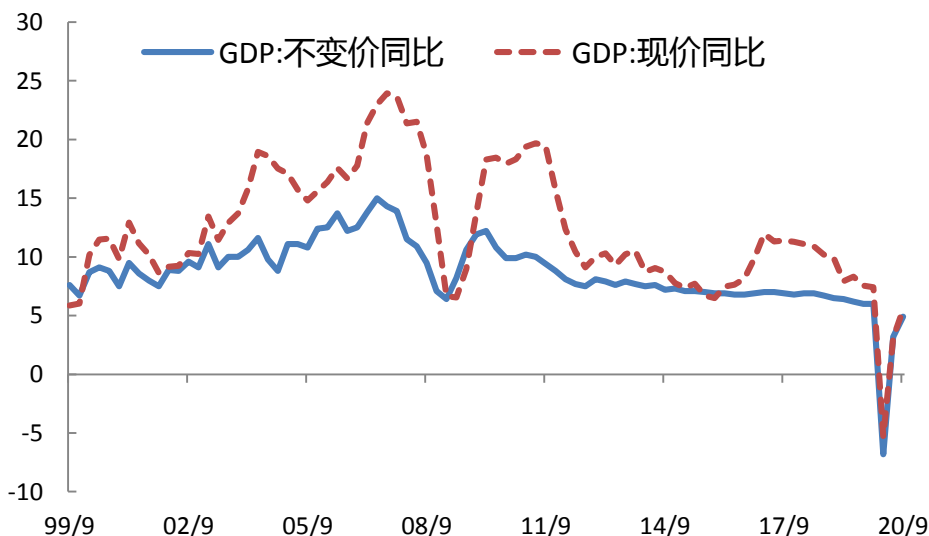
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 海外每日新增确诊病例维持高位，不过各国生产仍逐步恢复，12月份美国制造业PMI初值环比小幅回落，但仍高达56.3%，欧、英等国制造业PMI继续回升，维持在临界点上方。日本制造业PMI也继续回升，接近临界点。
- 相对于对工业生产，新冠疫情对居民的生活服务影响更大，受疫情扩散影响，12月份美国服务业PMI由上月的58.4%将至55.3%，欧英日等国服务业PMI持续位于临界点下方。
- 总体上，预计各国在疫苗接种后疫情有望逐步得到控制，全球处于复苏的过程中。

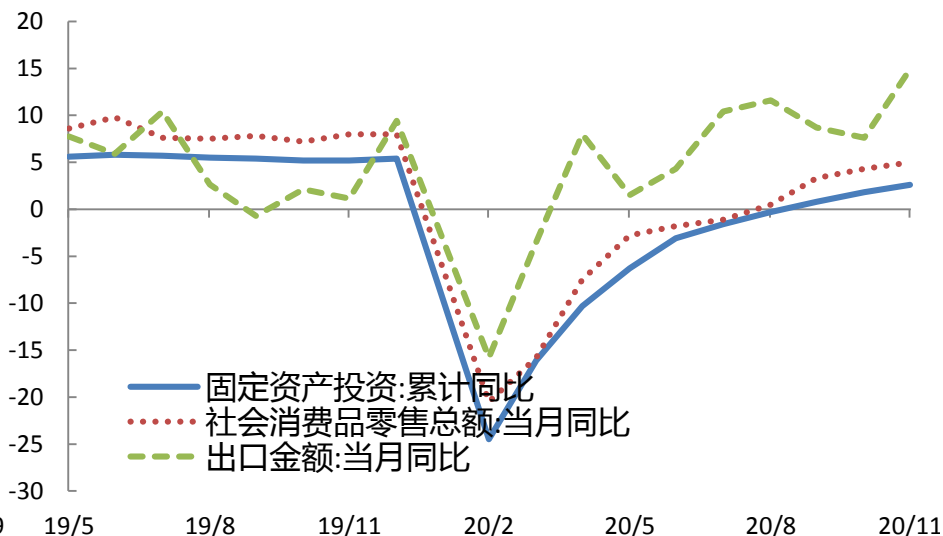
国内经济：投资出口快速回升带动经济持续恢复

- GDP一季度探底后快速恢复，三季度国内生产总值增长4.9%。
- 从分项数据来看，4月份以来出口保持较高增速，最新当月同比达到14.9%，投资累计同比自9月份开始转正，消费自8月份开始转正，最新当月同比达到5%。
- 四季度GDP将持续稳定回升，IMF也预测今年中国将成为主要经济体中唯一正增长国家。

GDP不变价和现价同比走势（%）



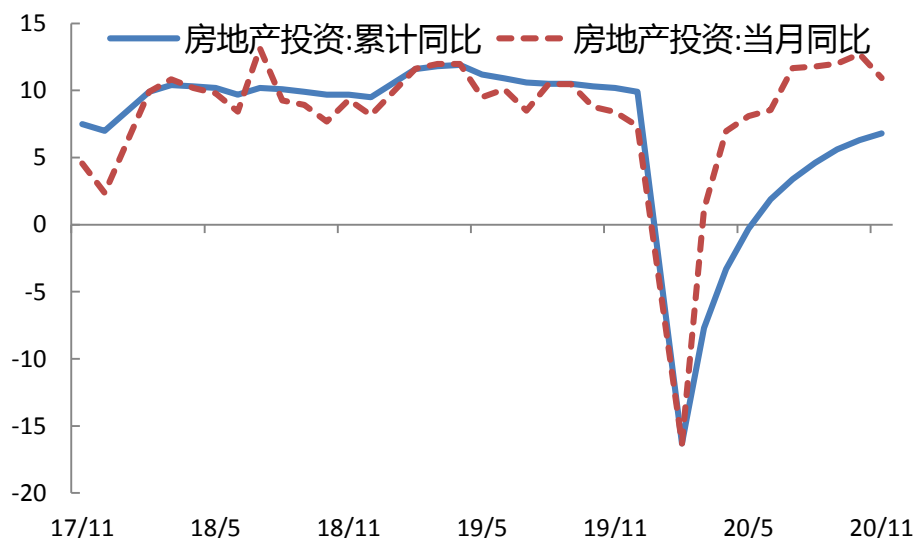
投资、消费和出口同比走势（%）



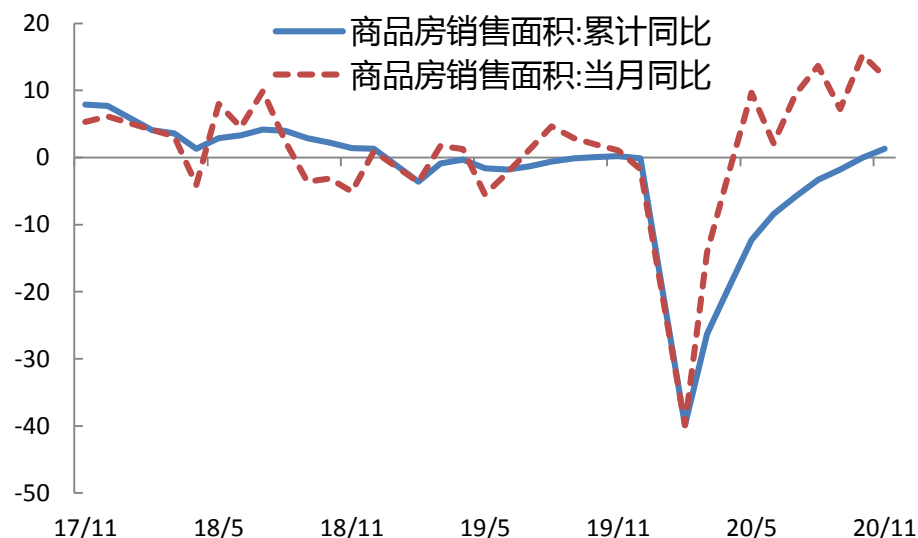
投资快速回升：房地产投资、销售大幅回升

- **房地产投资当月同比大幅回升。**1-11月份房地产开发投资增长6.8%，比1-10月份加快0.5个百分点；从当月同比数据看，11月份房地产投资增速为10.9%，比上月有所回落，但仍处于高位，房地产投资已经连续5个月维持在10%上方。
- **商品房销售大幅回升。**1-11月份商品房销售面积累计同比1.3%，比上月加快1.3个百分点；从当月数据看，11月份商品房销售同比为12%，比上月回落3.3个百分点，但仍维持在较高位置。

房地产投资累计和当月同比 (%)



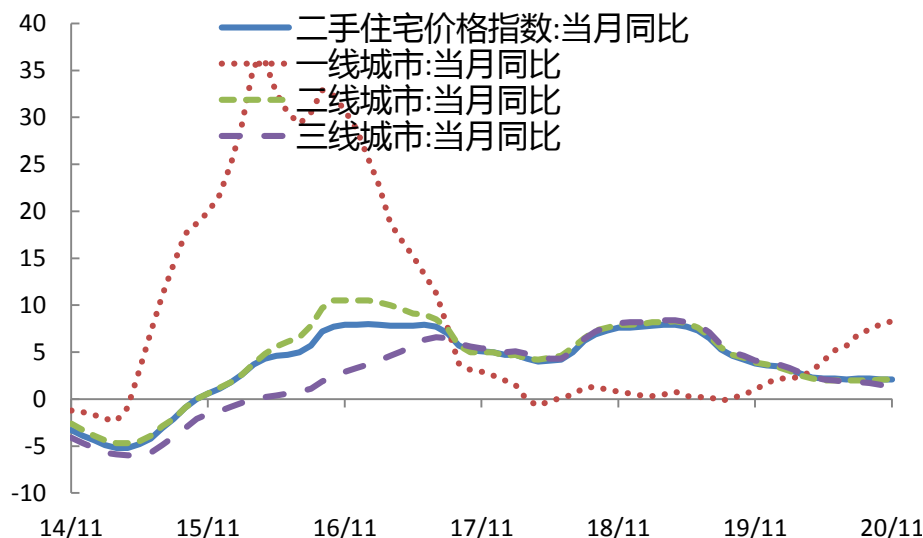
商品房销售面积累计和当月同比 (%)



投资快速回升：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，11月份同比上涨8.3%，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，但与往年的不太一样，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 (%)



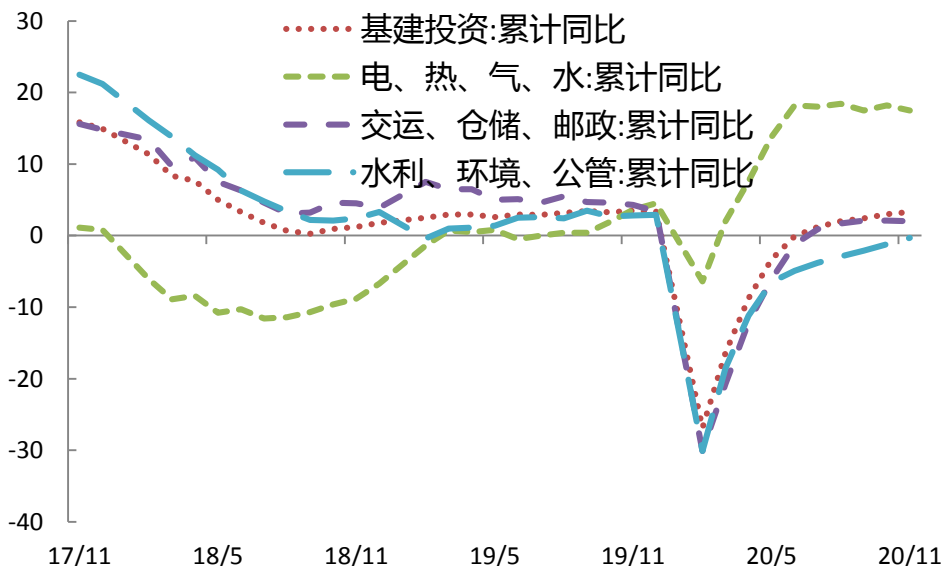
100大中城市成交土地面积和溢价率 (%)



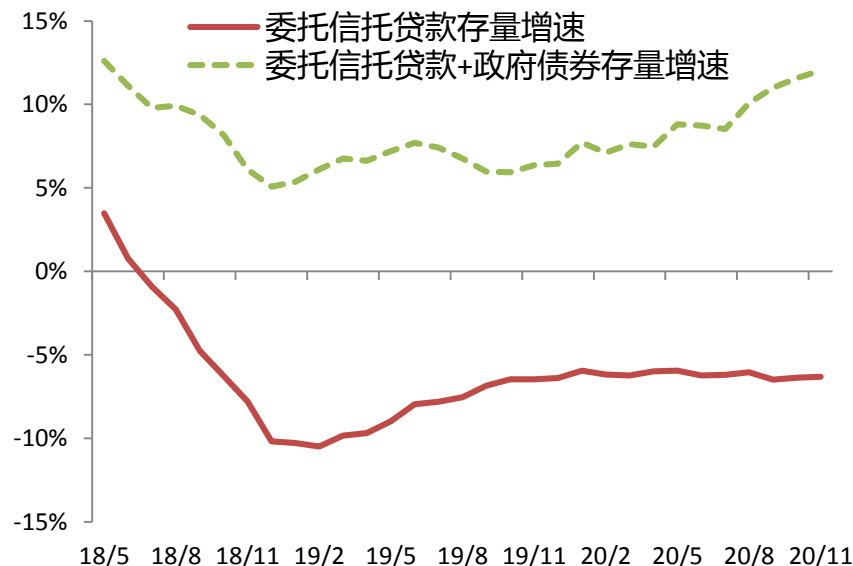
投资快速回升：基建投资托底经济

- 基建投资累计同比增速7月份开始转正，11月份累计同比增速为3.32%。电、热、气、水累计同比大幅回升至18%附近。
- 疫情后抗疫特别国债和地方政府债券的大量发行，包含政府债券的委托信托等于基建高度相关的社会融资规模存量同比增速已经回升至12.02%的高位，相关公共项目或将继续加速，基建投资的持续回升将为经济起到托底作用。

基建投资及分项累计同比 (%)



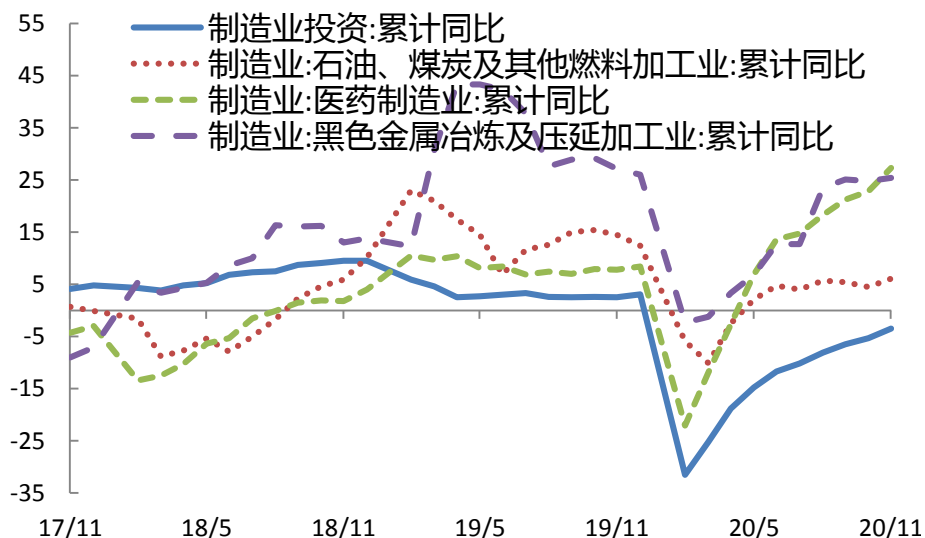
委托信托+政府债券存量增速 (%)



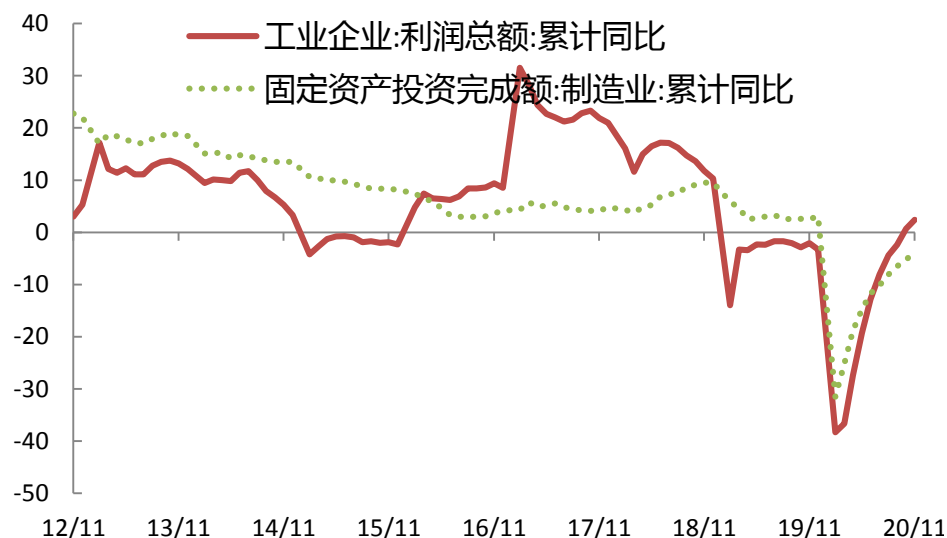
投资快速回升：制造业投资有望继续恢复

- 1-11月份制造业投资下降3.5%，降幅比1-10月份收窄1.8个百分点；从分项数据上看，受益于疫情，医药制造业投资累计同比大幅增加，黑色金属受益于房地产和基建投资企稳也大幅回升。
- 从工业企业累计利润来看，增速继10月份实现由负转正后稳步回升，1—11月份规模以上工业企业实现利润57445.0亿元，同比增长2.4%，增速比1—10月份加快1.7个百分点。从工业品价格来看，PPI指数降幅不断收窄，大宗商品价格普遍走强，工业企业利润和工业品价格对制造业投资有一定的领先作用，预计2021年制造业将处于恢复过程中，增速将恢复到疫情前的水平。

制造业投资及分项累计同比 (%)



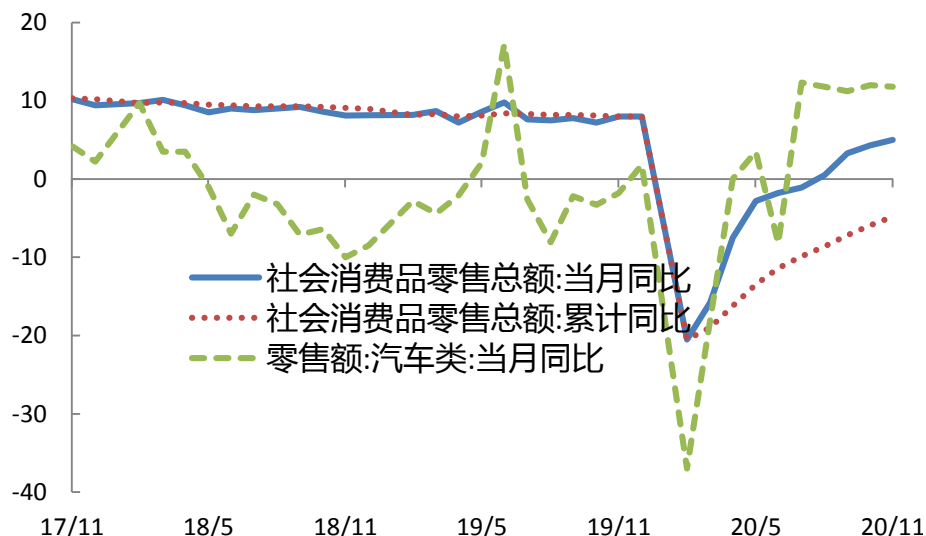
工业企业利润与制造业投资累计同比 (%)



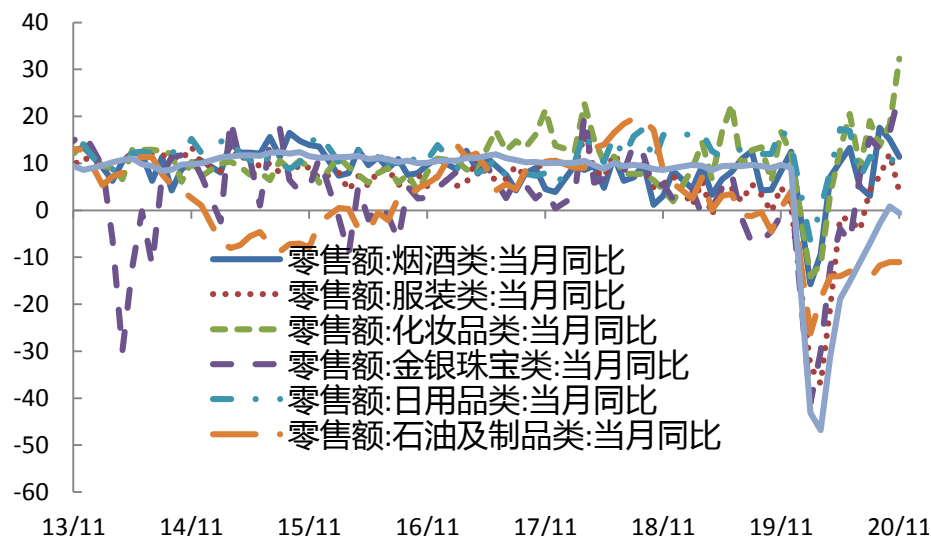
消费稳定恢复：汽车和升级类商品销售快速增长

- 消费稳定恢复。11月份社会消费品零售总额39514亿元，同比增长5.0%，比10月份加快0.7个百分点，汽车类商品同比增长11.8%，继续维持高位，市场持续回暖。
- 按消费类型分，通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品等消费升级类商品销售快速增长，比疫情前的增速还要高。
- 旅游业近五年来对GDP贡献率均超过10%，海外疫情未得到完全控制的情况下，加之政府政策支持，国内文旅餐饮需求后期有快速恢复的可能。
- 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 (%)



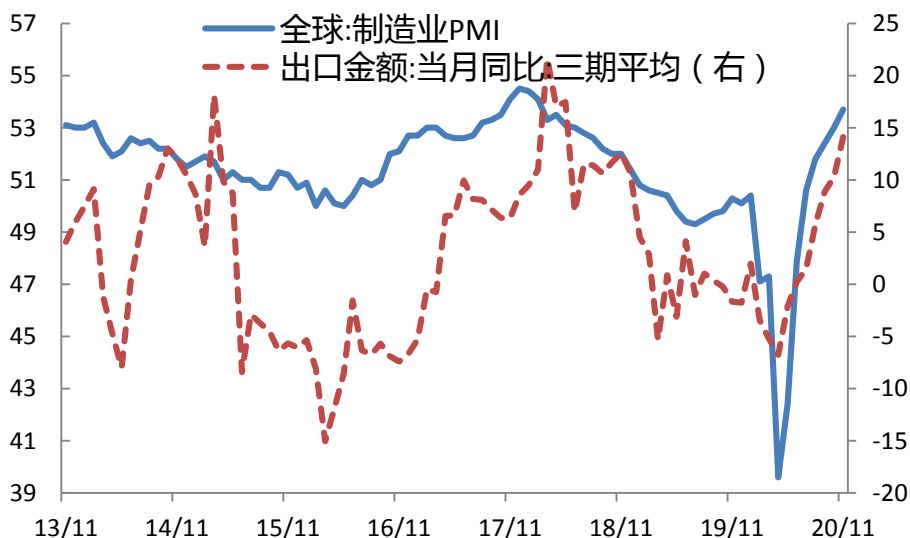
零售其他分项同比 (%)



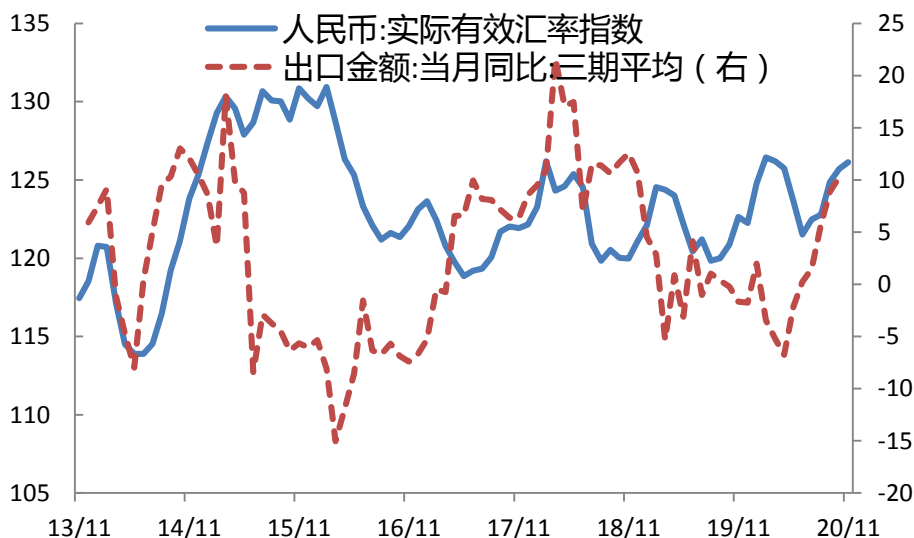
出口高速增长：高增长之后保持韧性

- **出口保持韧性。**11月份，货物进出口总额30919亿元，同比增长7.8%。其中，出口17995亿元，增长14.9%，继续保持较快增长势头，贸易结构持续优化。受疫情影响，国内制造业对海外有一定的替代作用，支撑出口的高速增长。
- **全球制造业PMI回升支撑出口保持韧性。**两者相关性高且制造业PMI领先出口金额走势约2个月左右。可以预期的是全球经济将继续复苏，支撑国内出口继续保持韧性。
- **人民币汇率走强削弱出口竞争力。**近期人民币兑美元升至6.5附近，人民币有效汇率指数升至2016年以来的高位126，一定程度上会削弱我国出口商品的竞争力。

全球制造业PMI与出口金额当月同比



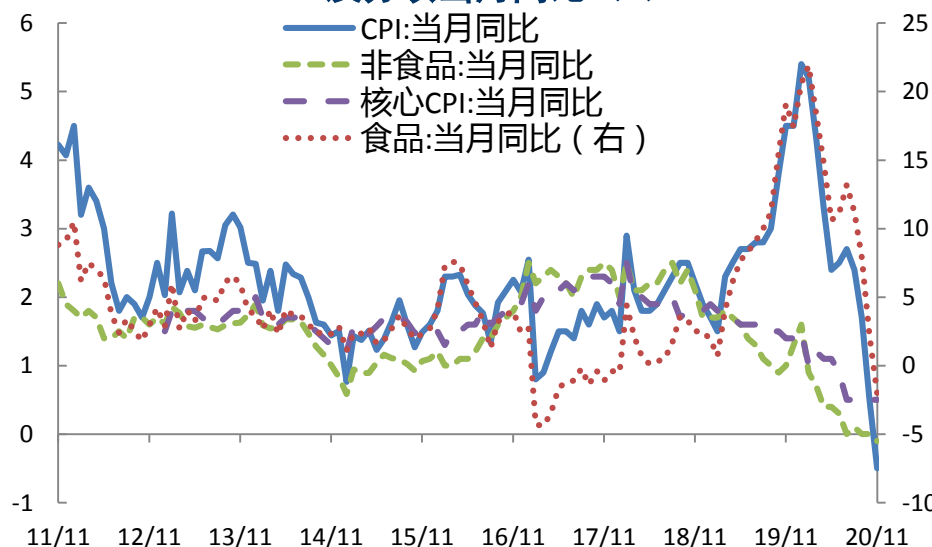
人民币有效汇率与出口金额当月同比



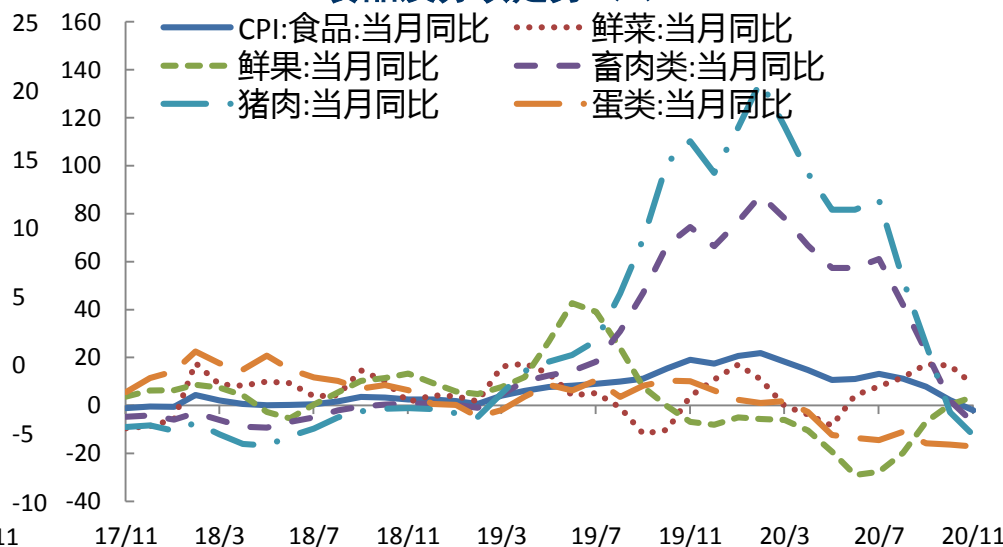
物价维持低位：CPI 全年逐月走低

- 11月份CPI同比下降0.5%，11年以来首次转负。1月份CPI同比上涨5.4%，是全年最高点，也是本轮CPI的最高点，后逐月走低。
- 从CPI的分类影响因素来看，影响CPI走势的最主要是食品价格，食品当月同比从年初最高的21.9%降至-2%。而食品中影响最大的是畜肉类中的猪肉价格，同比涨幅从年初的最高135.2%回落至-12.5%，是下降的最主要因素。
- 受疫情影响，非食品价格也是逐步回落，扣除食品和能源价格的核心CPI下降1个百分点至0.5%，不过已经连续5个月涨幅维持在0.5%，保持相对稳定。

CPI及分项当月同比 (%)



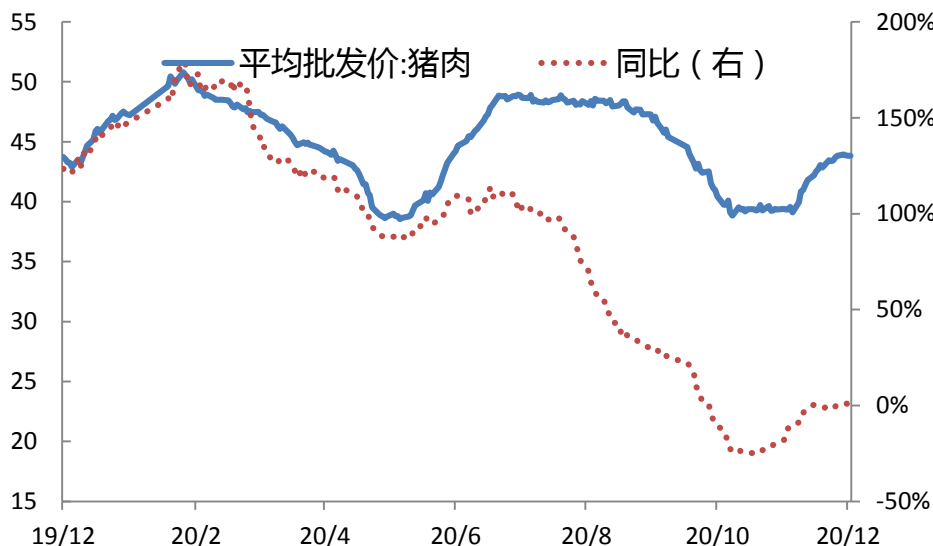
食品及分项走势 (%)



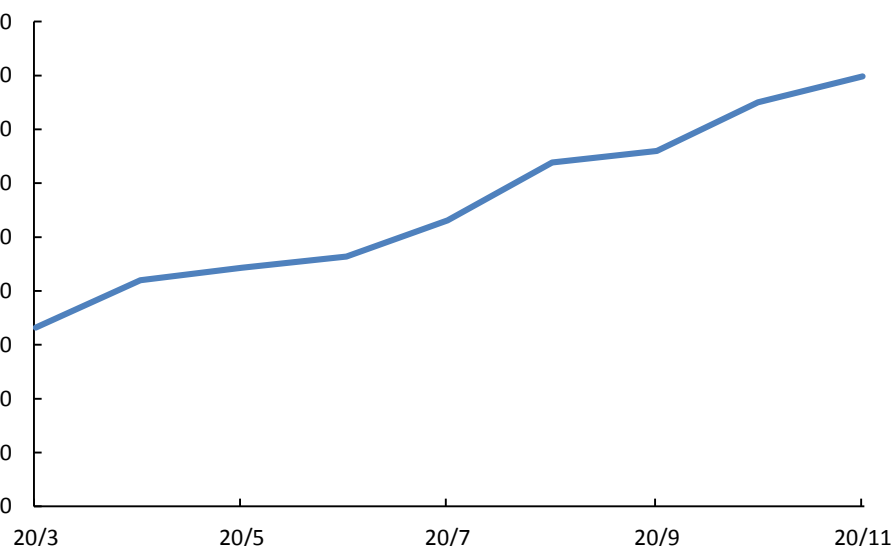
物价维持低位：生猪产能继续恢复，价格总体回落

- 虽然非瘟依旧在全国各地发生，但随着养殖集中度进一步提升和养殖户控制疫情能力的加强，生猪产能不断恢复将是2021年生猪市场的大基调。若是2021年非瘟能够得以稳定控制，预计肥猪年出栏量可能同比增加30%左右。
- 从后备母猪的销量情况来看，今年后备母猪销量不断增加，11月份样本企业后备母猪销量39900头，较3月份增加140%，但较非瘟发生前的2018年7月仍减少了47%。
- 在产能不断恢复的大背景下，生猪价格总体上将向非洲猪瘟发生前慢慢靠拢回落，但过程中由于非洲猪瘟的不断反复，价格的巨大波动依旧无法避免。

猪肉批发价及其同比



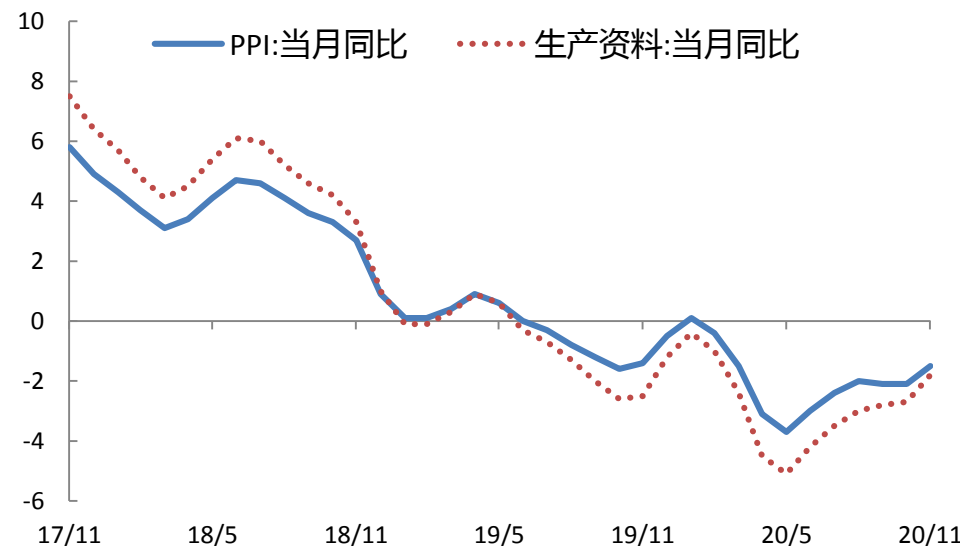
涌益咨询样本点后备母猪销量 (头)



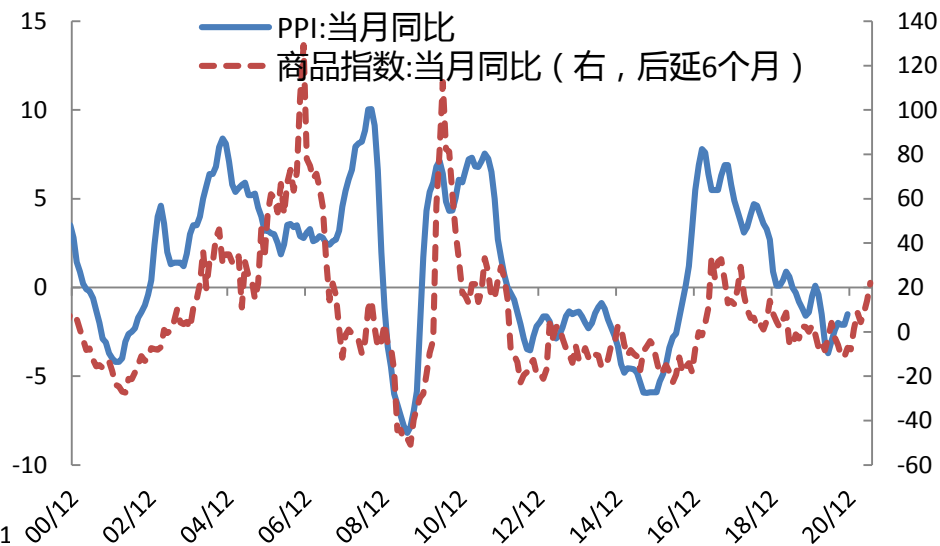
资料来源: Wind, 申万期货研究所

物价维持低位：PPI将由降转升

PPI及其分项当月同比 (%)



商品指数与PPI当月同比 (%)



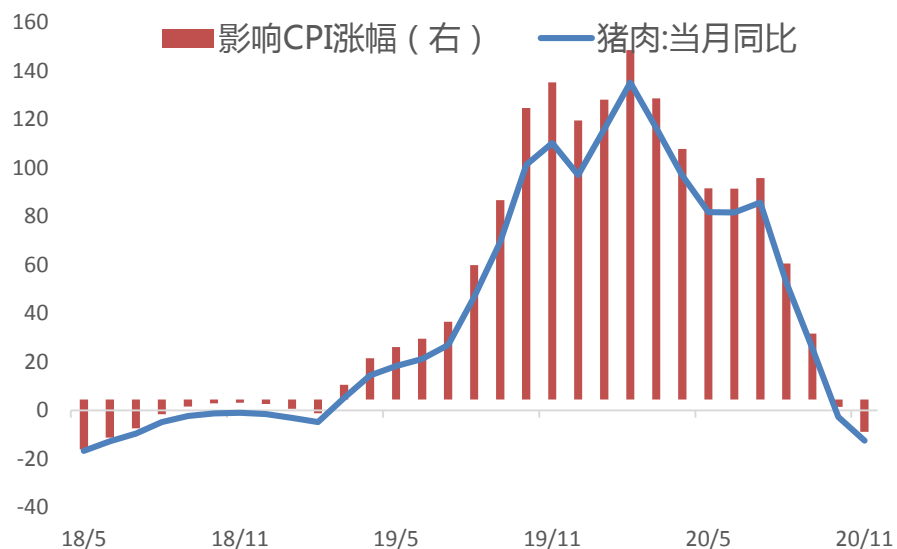
资料来源: Wind, 申万期货研究所

- 最新11月份PPI下降1.5%，降幅比上月收窄0.5个百分点，下半年以来持续收窄。主要是因为工业生产持续向好，市场需求继续恢复，黑色、铁矿石和有色金属等大宗商品价格延续上涨势头，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。最新大宗商品指数同比增速高达22%，随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，预计将带动PPI快速由降转升。

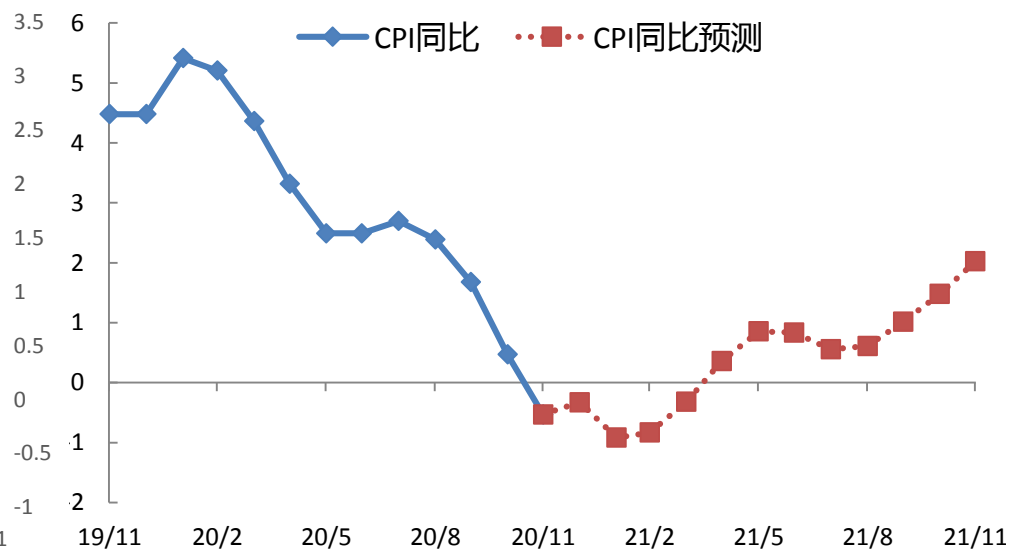
物价维持低位：CPI探底后逐步回升，关注工业品

- 即使假设猪肉价格维持现价，那么考虑翘尾因素和替代品的影响，猪肉及其替代品对CPI同比的贡献也将继续为负。
- 综合考虑春节错位等因素，2021年3月份之后CPI将逐步回升，下半年将加速回升。
- 不过整体上CPI涨幅应该在3%以内，通胀暂无压力，更多的需要关注PPI价格的快速回升。

猪肉当月同比及影响CPI涨幅（%）



CPI走势预测（%）

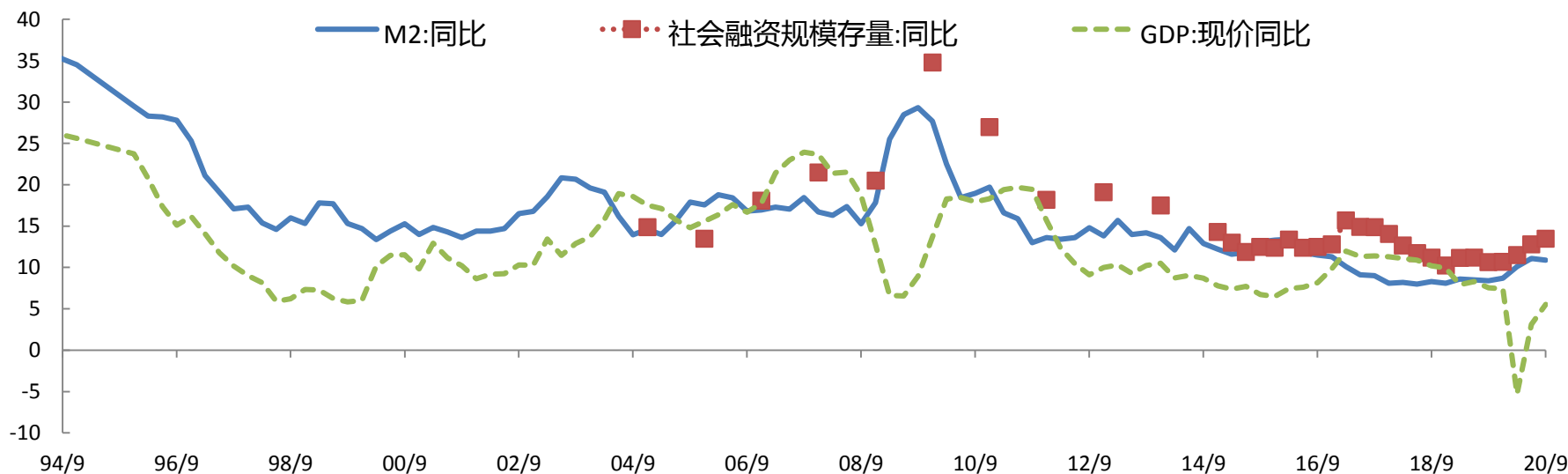


资料来源：Wind，申万期货研究所

展望2021：经济增速持续恢复至潜在增长水平

- 疫情多次爆发，主要国家开始接种疫苗，制造业PMI不断改善，生产仍逐步恢复，预计在疫情逐步得到控制之后，全球处于复苏的过程中。
- 房地产仍将保持温和上涨态势，基建继续托底经济，制造业投资有望继续恢复，汽车和升级类商品销售快速增长带动消费回暖，出口在高增长之后仍将保持韧性，物价维持低位，关注工业品价格，经济增速有望回到潜在增速水平。
- 在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速的要求下，预计M2和社融增速将有所回落。

M2、社会融资规模存量同比和GDP现价同比 (%)

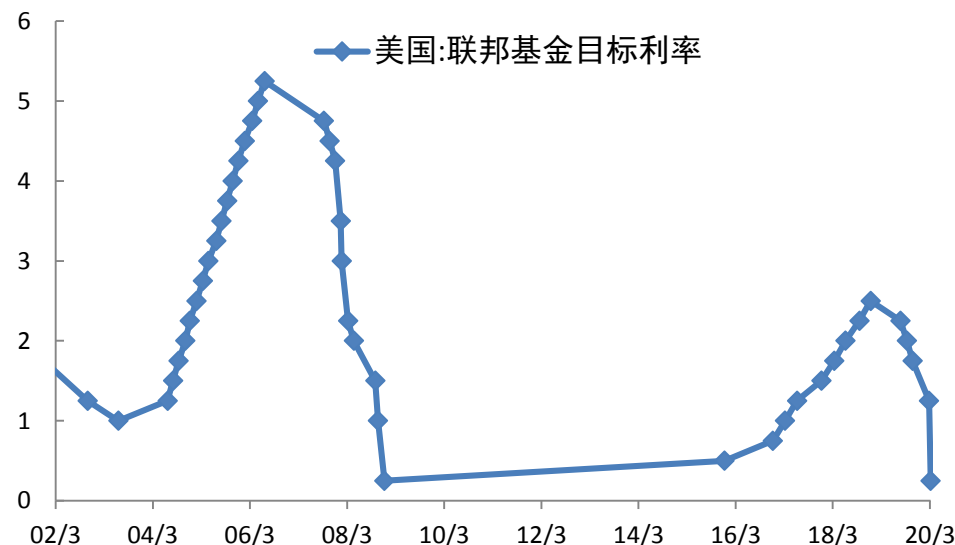


主要内容

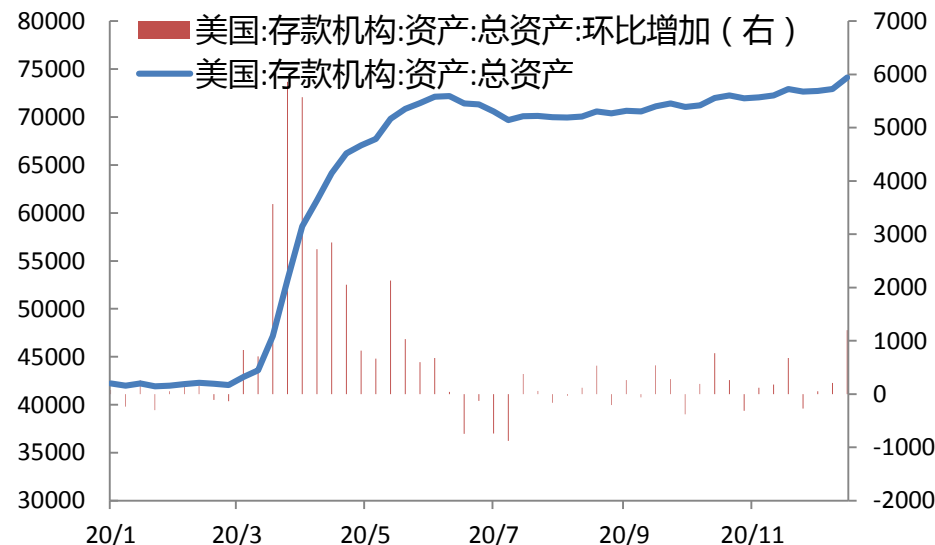
- 国债期货市场回顾
- 经济继续复苏，关注工业品价格
- 政策短期延续，终须转弯
- 供给需求双降略偏紧
- 债市观点与交易策略

海外政策：美联储资产负债表继续小幅扩张

美联储基金目标利率（%）



美国存款机构资产负债表（亿美元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 3月份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。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月份有所收缩。
- 下半年以来，资产负债表继续小幅扩张，美联储表示将继续购买债券，直至目标取得实质性进展，美联储官员们预计会维持0利率至2023年。

国内政策：今年以来货币政策官方表态

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。 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。
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 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 。银行体系整体 流动性比去年同期多9000亿元 。
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 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 。
4/3	人民银行公告	定向下调存款准备金率1个百分点 ，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 央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35% 。
5/22	政府工作报告	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会融资规模增速明显高于去年 。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	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会融资规模合理增长，实现稳增长和防风险长期均衡。
8/25	国务院政策例行吹风会	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会融资规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。
10/21	央行行长发言	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来 ，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。
11/26	货币政策执行报告	科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。
12/18	中央经济工作会议	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。

资料来源：新华网，人民银行

国内政策：疫情后降准“降息”频频出台

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

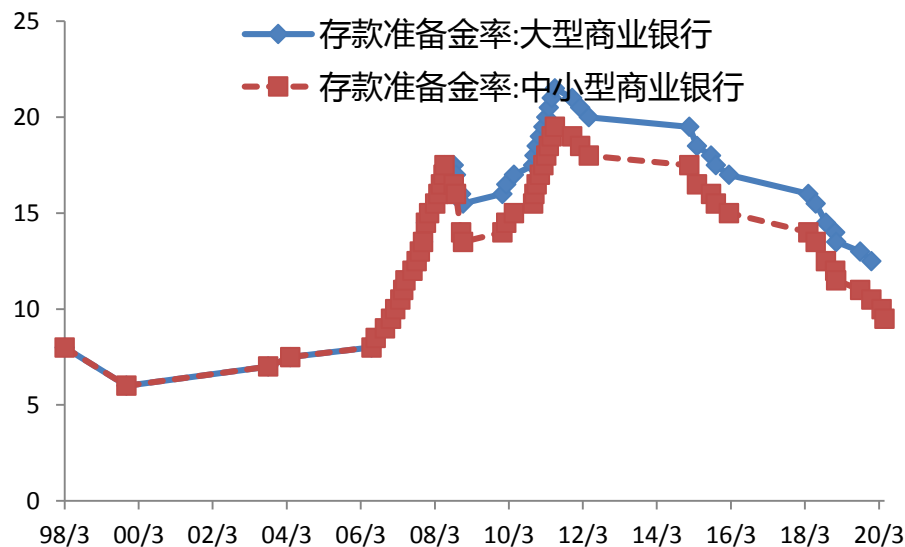
4月3日，增加再贷款额度
1万亿，降准1个百分点，
释放资金4000亿，下调超
额存准利率

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。
- 3月13日和4月3日两次定向降准，分别释放资金5500亿元和4000亿元。自4月7日起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%。

商业银行存款准备金率（%）

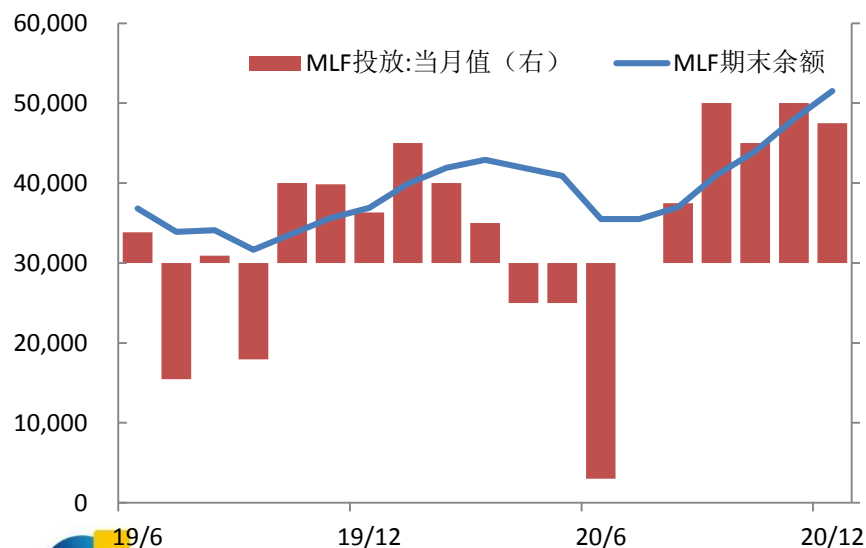


资料来源：Wind，申万期货研究所

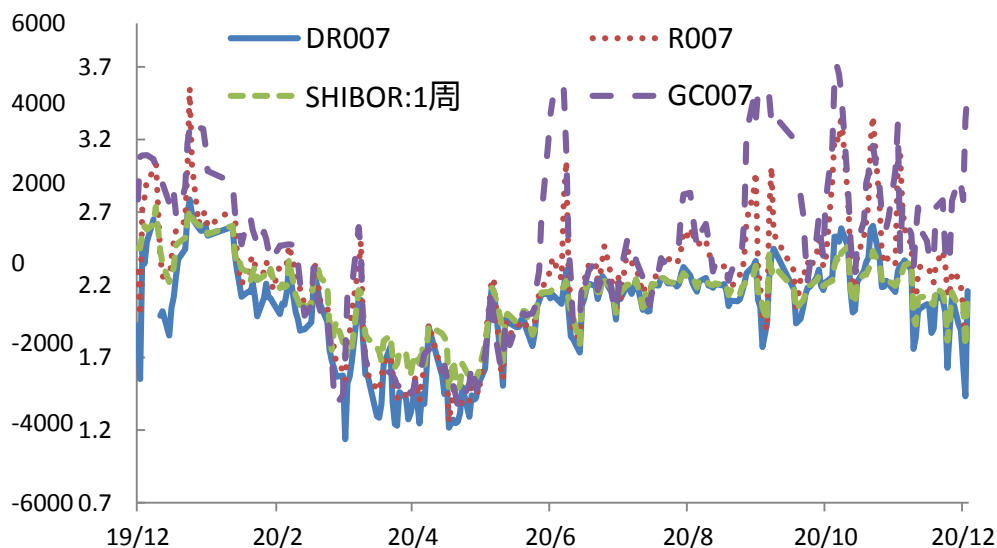
国内政策：目前央行操作稳健，呵护市场资金面

- 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利率也连续保持不变。11月份意外开展MLF，12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高。
- 央行为维护年末流动性平稳，连续开展14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面。除交易所回购利率外，其余货币市场利率均低于公开市场操作利率2.2%的水平，也低于前两个月的均值水平，市场资金面偏松。

MLF期末余额和当月投放值（%）



货币市场资金面（%）



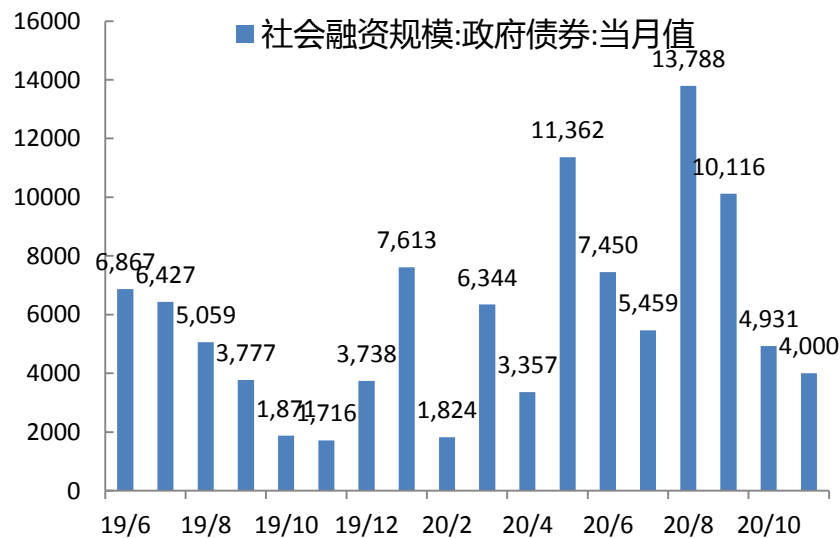
国内政策：财政政策采取特殊举措

- 疫情特殊时期，财政政策采取特殊举措，目标赤字率提升0.8个百分点，赤字规模增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债，增加的2万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制，主要用来直接惠企利民。同时较大规模增加地方政府专项债规模，扩大有效投资。
- 总体上看，截至到11月份，政府债务新增规模合计7.6万亿，其中抗疫特别国债和专项债券已于10月份之前发行完毕，有力对冲经济下行压力。

积极财政政策规模（亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
财政赤字率（%）	2.6%	2.8%	3.6%
中央财政赤字规模	15500	18300	18300
地方财政赤字规模	8300	9300	19300
抗疫特别国债	-	-	10000
地方政府专项债务	13500	21500	37500
合计	37300	49100	85100

政府债当月净融资额（亿）

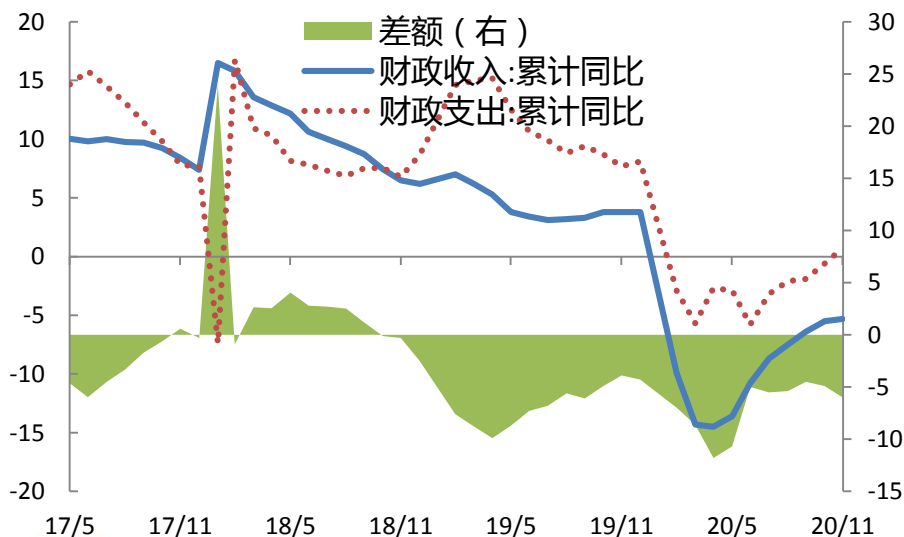


资料来源：Wind，申万期货研究所

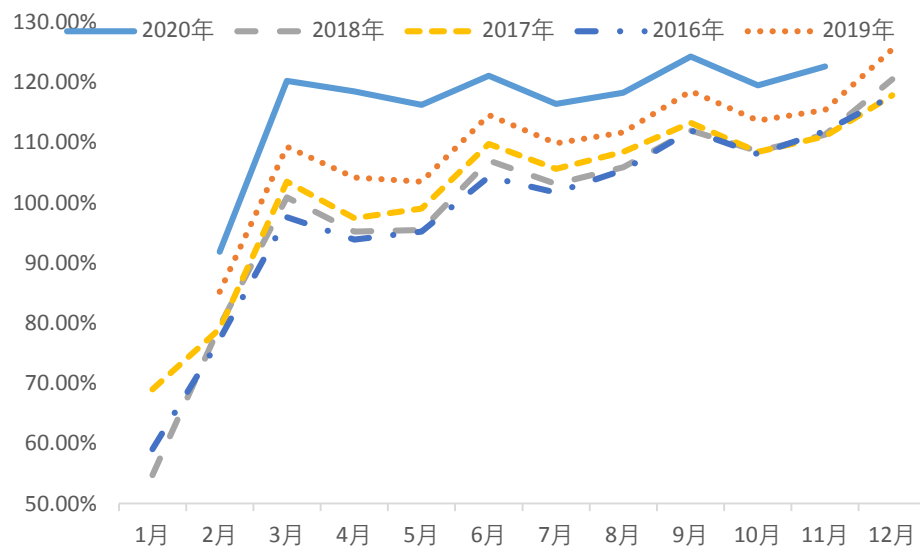
国内政策：财政收入增速为负

- 受疫情影响，财政收入增速持续为负。1-11月累计，全国一般公共预算收入169489亿元，同比下降5.3%。1-11月累计，全国一般公共预算支出207846亿元，同比增长0.7%。
- 2020年财政支出与财政收入比值持续高于往年，主要受疫情防控财政支出增加、减税降费措施、经济放缓等因素的影响，财政支出与财政收入比值处于同期高位。

财政收入与财政支出及差额同比 (%)



财政支出与财政收入比值 (%)



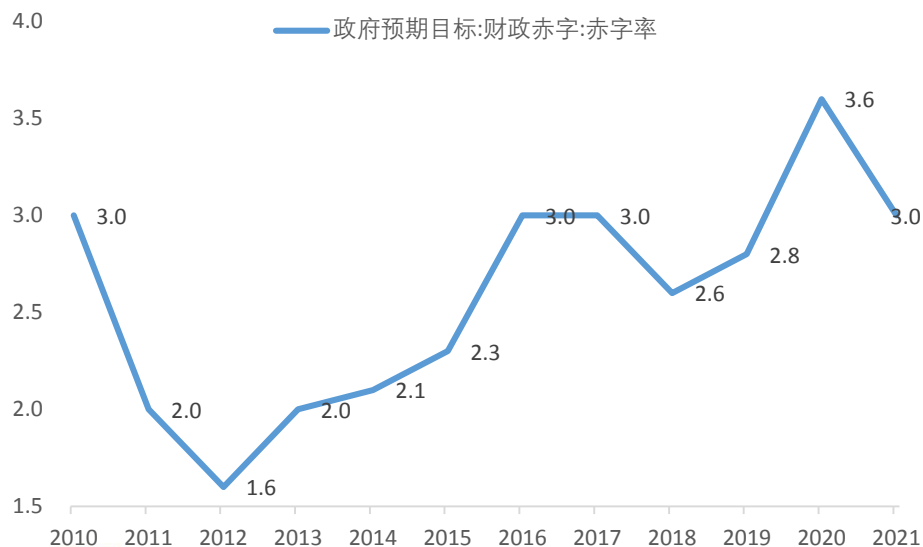
资料来源: Wind, 申万期货研究所

展望2021：财政政策提质增效可持续

- 中央经济工作会议指出要继续实施积极的财政政策。积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
- 预计2021年财政赤字将回落到3%，地方政府专项债规模介于2019年和2020年之间，约3万亿。政府债务合计规模约为6.3万亿，比2020年下降2.2万亿，比2019年增加1.4万亿，继续保持适度的支出强度，为经济提供支持。

政府预计目标赤字率

— 政府预期目标:财政赤字:赤字率

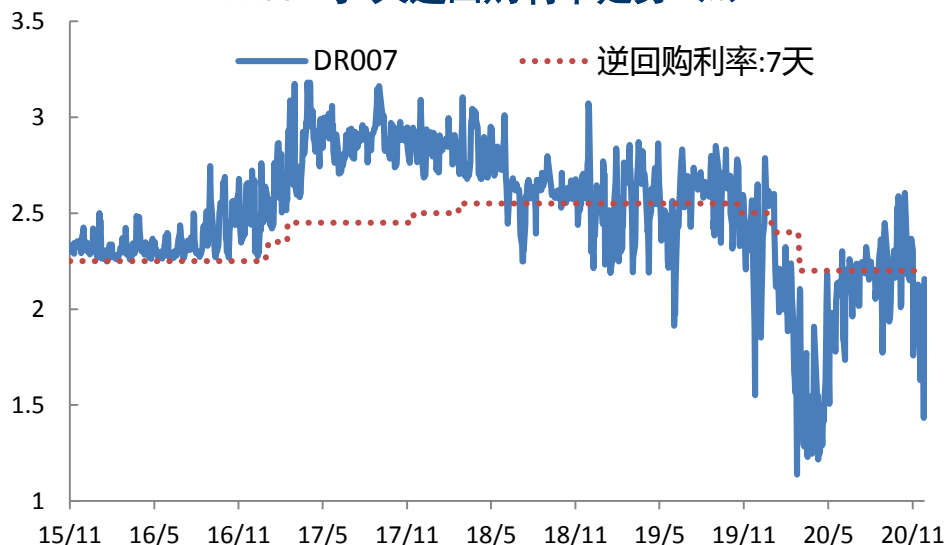


积极财政政策规模（亿元）

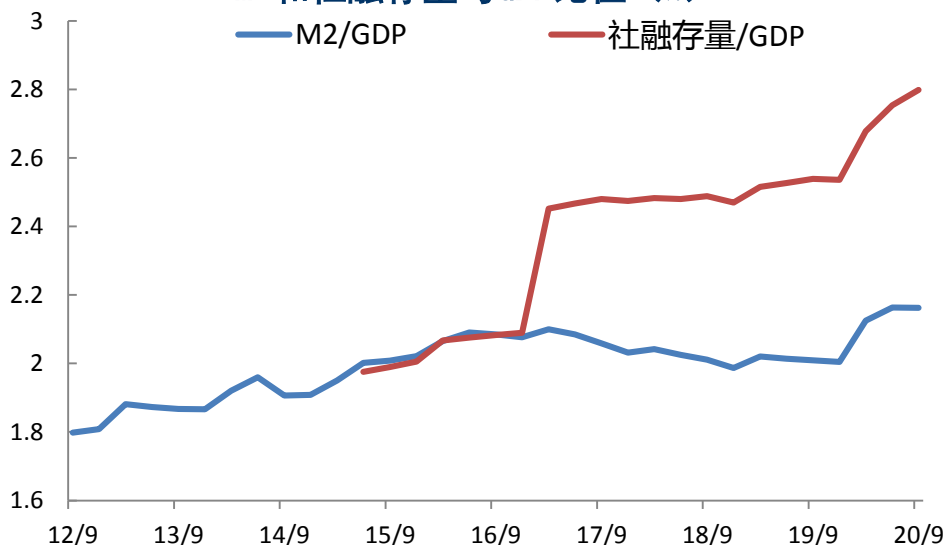
项目	2019年	2020年	2021年
财政赤字率（%）	2.8%	3.6%	3.0%
中央财政赤字规模	18300	18300	20000
地方财政赤字规模	9300	19300	13000
抗疫特别国债	-	10000	-
地方政府专项债务	21500	37500	30000
合计	49100	85100	63000

展望2021：货币政策不急转弯，杠杆率保持稳定

DR007与7天逆回购利率走势 (%)



M2和社融存量与GDP比值 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 中央经济工作会议指出要继续实施稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
- 在不急转弯的背景下，预计短期货币政策利率上调的概率较大。在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速的要求下，预计M2和社融增速将有所回落。

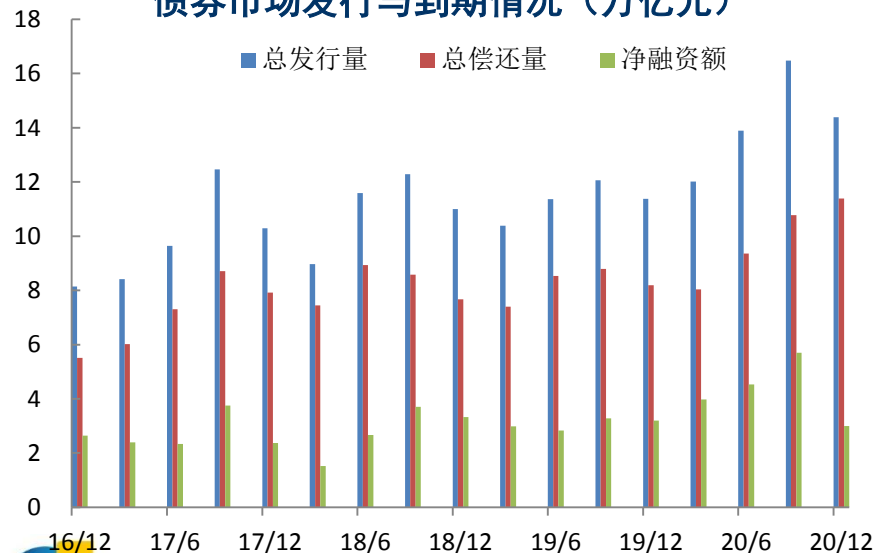
主要内容

- 国债期货市场回顾
- 经济继续复苏，关注工业品价格
- 政策短期延续，终须转弯
- 供给需求双降略偏紧
- 债市观点与交易策略

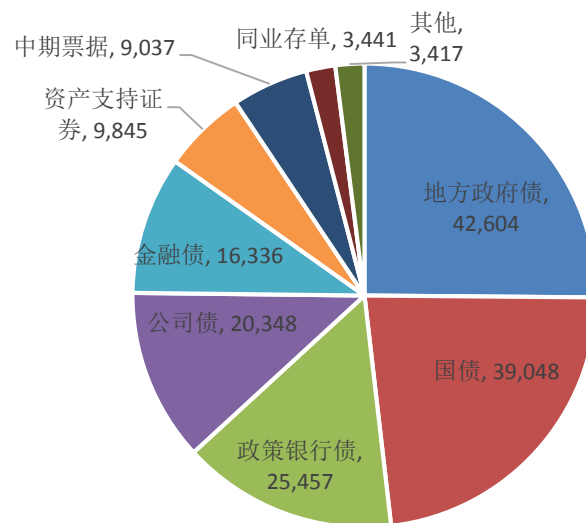
债券供给：利率债净融资额超过六成

- 截至2020年末，我国债券市场存量规模已经超过114万亿，全年债券总发行量为56.76万亿，总偿还量为39.55万亿，净融资额17.21万亿，比去年同期大幅增加40%。
- 从具体债券分布上看，疫情特殊时期财政政策采取特殊举措，赤字规模增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。全年地方政府债券和国债发行额度合计高达8.16万亿，加上政策性银行债2.5万亿元，实际利率债净融资额超过10万亿，占全年债券金融净融资额的比重达到63%。其他金融债1.6万亿，同业存单3441亿元。非银信用债方面，公司债净融资额达到2万亿，中期票据9037亿元，资产支持证券9845亿元。

债券市场发行与到期情况（万亿元）



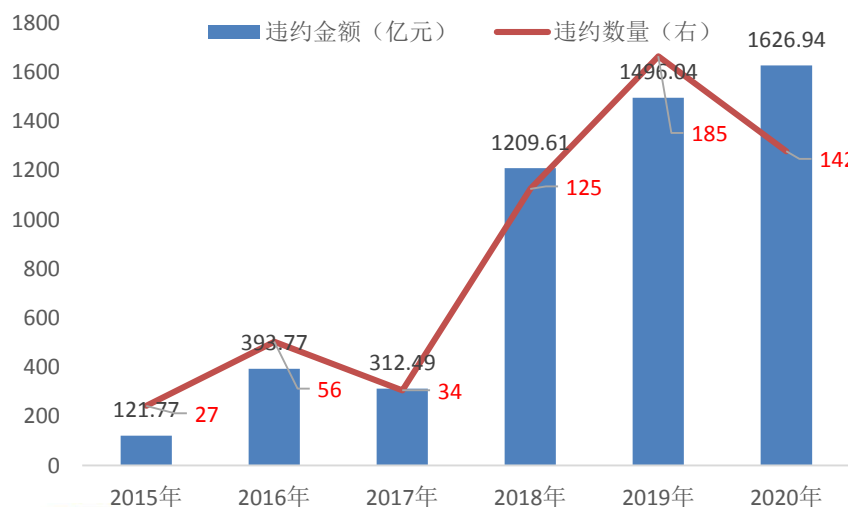
2021年各品种净融资情况（亿元）



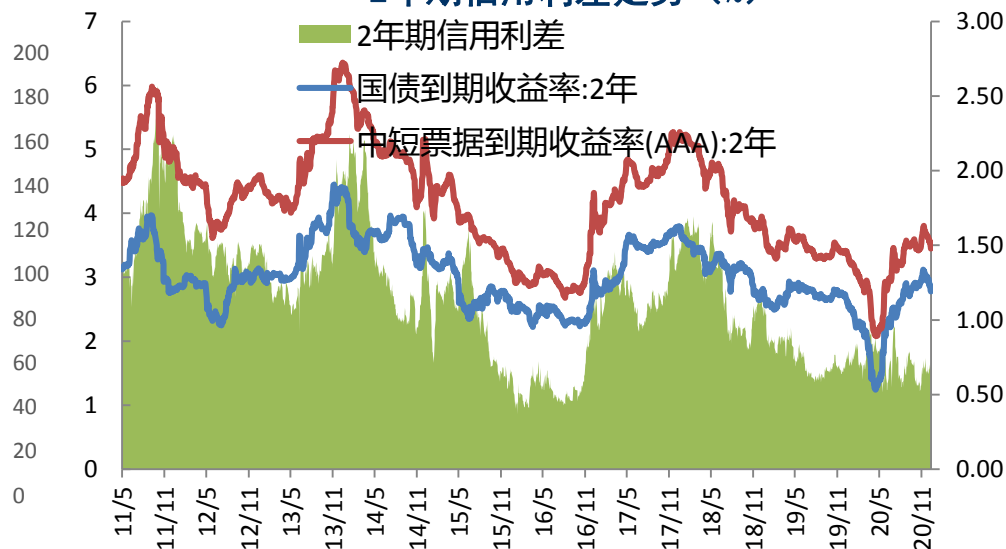
债券供给：信用违约继续，低等级利差扩大

- 债券违约继续。截至12月24日，违约债券142只，违约金额1626.94亿元，超过去年全年违约金额。值得注意的是近期华晨、永煤等地方国企和紫光集团等名企集中违约，引发市场连锁反应，苏宁易购、冀中能源等名企债券纷纷大跌。
- 10月份之后，受债券集中违约影响，低等级AA产业债、城投债和中票收益率均显著回升，信用利差扩大，对市场形成一定的冲击。
- 当前信用利差仍处于低位，一般熊市都会伴随着信用利差的走阔，违约情况将继续处于高位。
- 信用债投资建议短久期，精选个券，重点卡防经营恶化，负债率高、融资受限、交叉违约和低评级等债券。

债券违约只数和金额走势



2年期信用利差走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

债券需求：银行、广义基金是主要配置力量

- 2020年1-11月，各机构合计增加债券托管量为15.92万亿元，其中商业银行（含信用社）增加8.48万亿元，占增加债券的比例为56.46%，基金类增加4.22万亿元，占增加债券的比例为26.52%，较往年比例有所减少。境外机构增加8811亿元，占比为5.53%，是增幅第三大机构，证券公司增加7859亿元，保险机构自营增加1643亿元。

各持债主体持债规模（亿元）

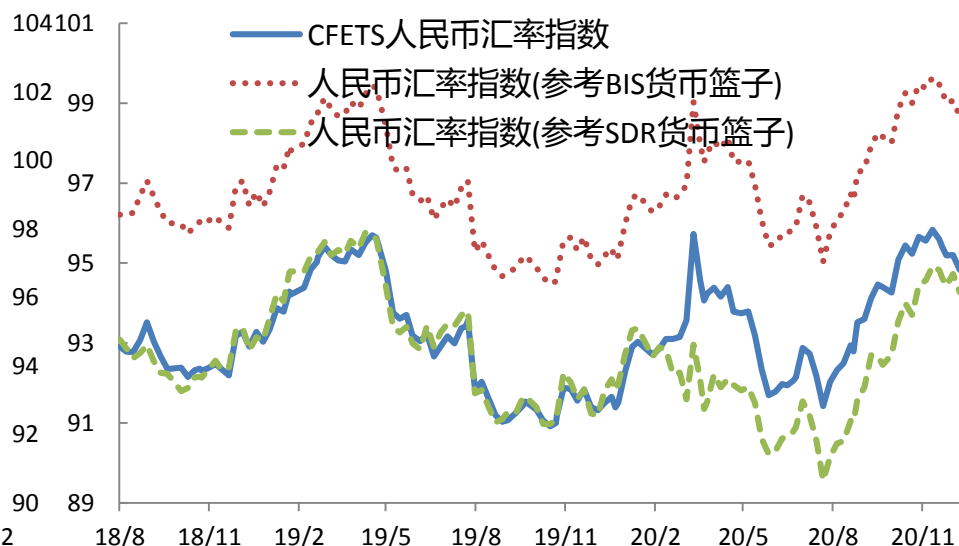
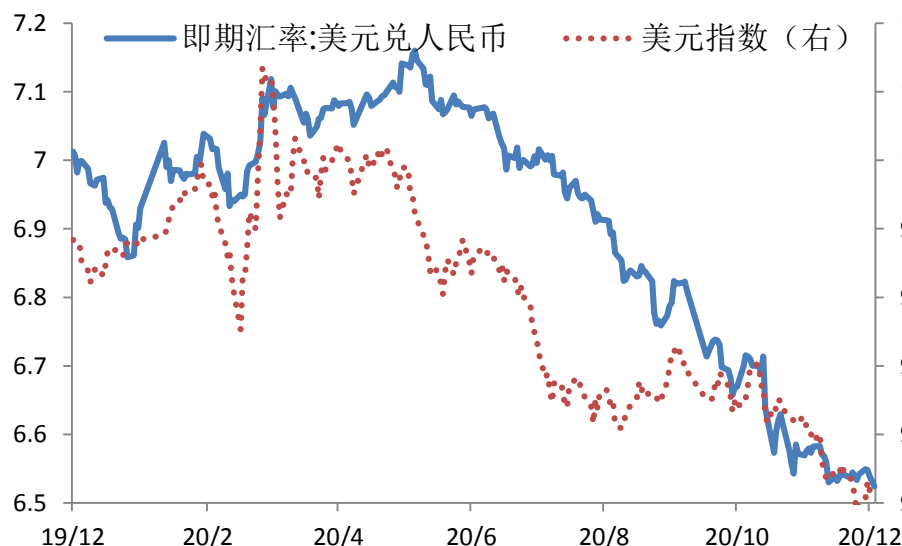
持债主体	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年11月末	变化
特殊结算成员	33,727	23,851	26,287	25,397	29,430	4,033
商业银行	320,878	362,447	417,726	471,836	553,926	82,091
信用社	11,256	9,505	9,373	12,181	14,899	2,718
非银金融机构	2,032	6,805	5,722	4,364	6,770	2,407
证券公司	4,901	6,492	9,156	9,223	17,082	7,859
保险机构	22,089	18,652	21,451	24,093	25,736	1,643
基金类	131,236	185,726	219,686	251,704	293,925	42,221
非金融机构	111	154	86	98	263	166
个人投资者	6,819	7,305	7,822	8,546	7,977	-570
交易所	18,122	18,618	17,726	18,745	23,606	4,861
境外机构	7,997	11,474	17,299	21,876	30,687	8,811
其它	24	34	47	257	3,252	2,995
合计	559,191	651,063	752,381	848,319	1,007,554	159,234

债券需求：美元贬值，人民币有所走强

- 美国新冠疫情继续扩散，美联储快速下调利率至0并启动财政刺激措施，美元指数承压，跌至90的低位。受美元贬值影响，人民币持续走强，升至6.5附近。
- 人民币汇率指数也不断走强，CFETS人民币汇率指数从年初低点91.39上涨至最新95.42附近，涨幅达4.18%，不过低于美元指数的全年跌幅的7.77%，人民币表现处于相对强势。

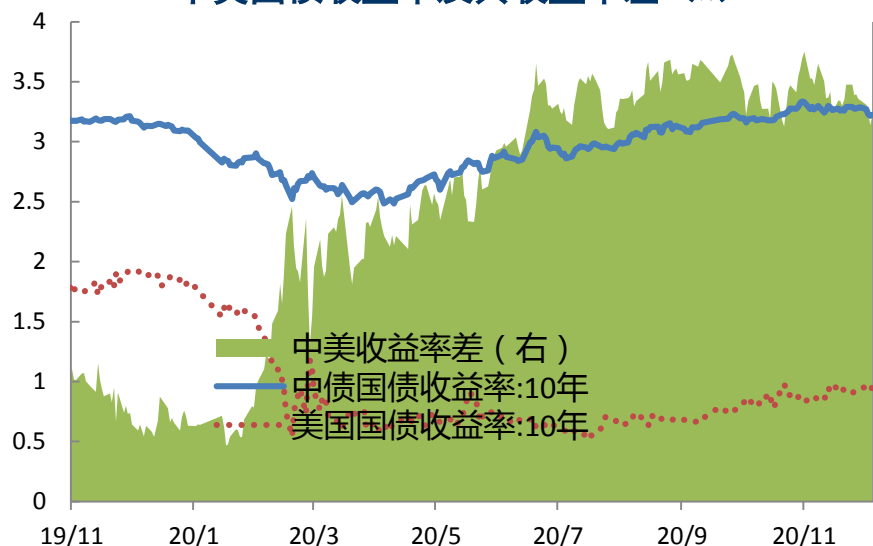
美元指数与美元兑人民币即期汇率

人民币汇率指数



债券需求：境内外利差扩大，权益市场保持强势

中美国债收益率及其收益率差 (%)



标普500和沪深300指数走势 (%)



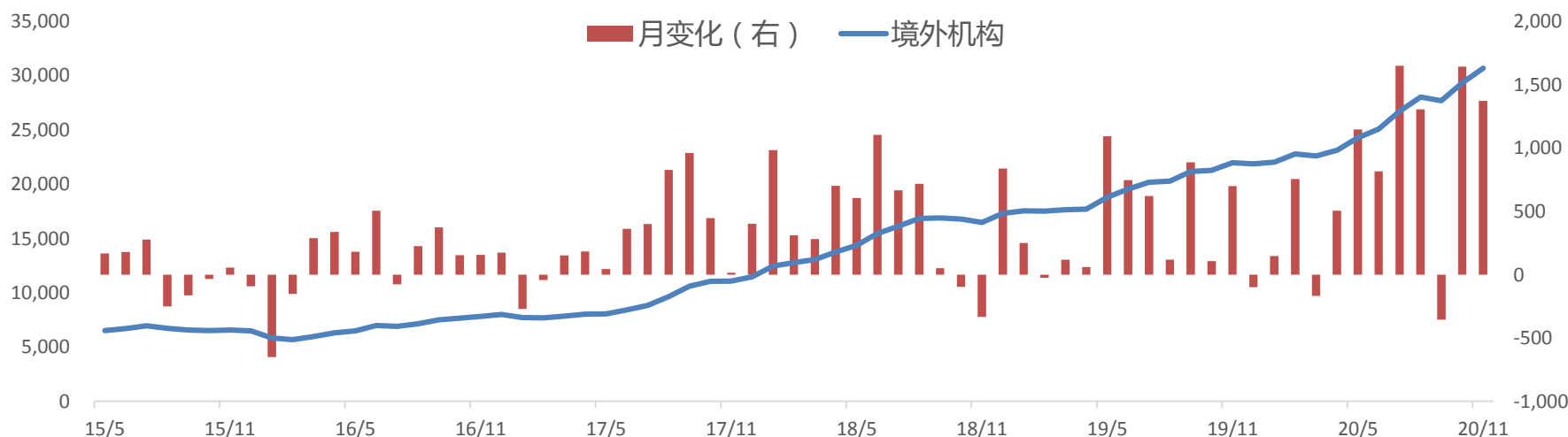
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 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。随着美国经济逐步复苏，风险偏好回升，美债收益率自低位回升，尤其是长端美债收益率回升明显。当前10年期美债收益率回升至0.9%附近，中美利差维持在230bp，处于历史高位，有利于人民币汇率稳定。
- 受益于疫苗接种取得进展和美国经济刺激计划落地，市场风险偏好回升，美股继续创出新高，国内权益市场也保持强势。

债券需求：内外利差扩大，境外机构持续增配

- **利差处于高位，配置价值凸显。**当前中美利差升至阶段性高位，而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。
- **境外机构持续增配境内债券。**截至2020年11月末，境外法人机构投资者持债规模突破3万亿元人民币，2017年以来境外机构持债规模快速增加。
- **境外机构持债占比仍偏低，且集中在利率债，空间可期。**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，%）



供需展望：2021年供需双降，略偏紧

- 根据预测，2021年政府债务合计规模约为6.3万亿，比2020年下降2.2万亿，比2019年增加1.4万亿。政策性银行债净融额2万亿左右，其他债券融资规模在6.7万亿左右，合计约15万亿。
- 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6.5万亿，基金类增加约5万亿。境外机构或继续增加国内债市配置，增持约1万亿元。
- 根据债券市场供给情况，债市供给压力比2020年小，但因为央行货币政策保持稳健，市场资金有可能发生波动，预计债券市场呈现供需双降略偏紧的情况，供需平衡表如下：

2021年债市供需平衡表（亿元）

债券类型	净融资额	持债主体	增加持债
一般国债	20,000	基金类	50,000
地方债	43,000	商业银行	65,000
政策性银行债	20,000	境外机构	10,000
金融债	20,000	其他	20,000
信用债	47,000		
总供给	150,000	总需求	14,5000

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
- 经济继续复苏，关注工业品价格
- 政策短期延续，终须转弯
- 供给需求双降略偏紧
- 债市观点与交易策略

债市观点：政策终须转弯，债市风雨弥漫

- 疫情多次爆发，主要国家开始接种疫苗，制造业PMI不断改善，生产仍逐步恢复，预计在疫情逐步得到控制之后，全球处于复苏的过程中。
- 房地产仍将保持温和上涨态势，基建继续托底经济，制造业投资有望继续恢复，消费有望继续回暖，出口在高增长之后仍将保持韧性，关注工业品价格，经济增速有望回到潜在增速水平。
- 财政政策将有所回落，央行货币政策不急转弯，短期政策利率上调的概率较低，预计M2和社融增速将有所回落，叠加经济回升的情况，市场资金面有可能紧张。
- 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3.5%-3.6%附近，政策不急转弯下，对经济持续恢复支撑力度较大，债券熊市周期延长。



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3.6%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。

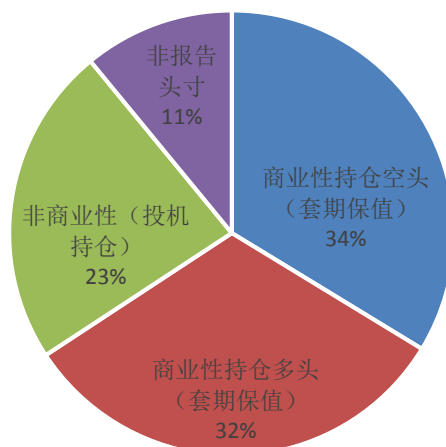


策略二：卖出套期保值对冲风险，管理产品净值

- **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。



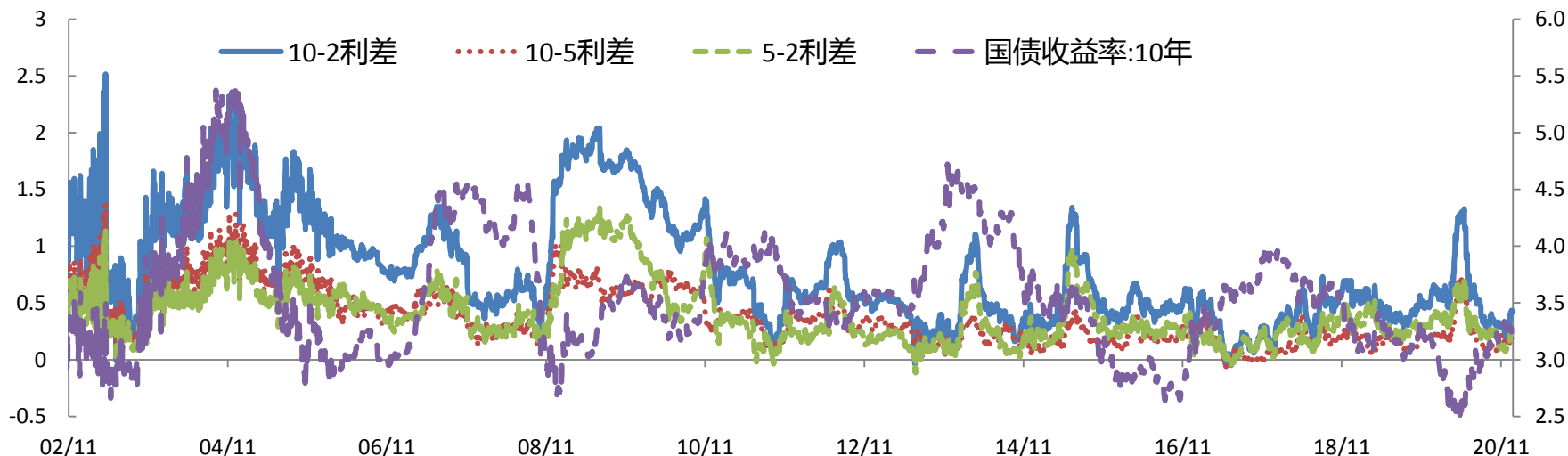
芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构



- **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。

2021年国债期货策略总结

策略建议一

阻力位做空

- 理由：全球经济复苏，国内经济回到潜在增速，政策不急转弯下，对经济持续恢复支撑力度较大，债券熊市周期延长。
- 策略：预计国债期货价格以下行为主，10年期国债收益率或回升至3.6%附近，国债收益率3.2%以下国债期货以做空为主。

策略建议二

套期保值

- 理由：债市进入熊市，国债期货价格波动加大。
- 策略：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，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，锁定相应价位。

策略建议三

关注跨品种套利

- 理由：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。
- 策略：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。