

过往不泣，未来不惧

——国债期货 2020-2021 年度报告

摘要：

2020 注定是不平凡的一年，农历新年前夕，新冠疫情突然来袭。疫情发生以后，习近平总书记亲自指挥部署，多次作出重要指示批示。家成了抗击病毒的前沿阵地，全民一心向病毒发起进攻。由于疫情给社会生活按下了“暂停键”，经济形势急剧恶化。在经济下行和恐慌情绪共同作用下，国债收益率大幅下行，国债期货不断冲高。为应对疫情的冲击，逆周期调控政策不断加码，经济逐步企稳回升。同时，疫情防控取得阶段性胜利，政策开始回归常态化，国债收益率开始调整，国债期货转而下行。

2021 年，在基数效应的作用下，GDP 增速前高后低已成为市场一致预期。制造业继续改善，基建面临一定压力，地产仍保持韧劲，通胀压力整体可控，但通胀预期不容忽视。货币政策相机抉择，财政政策回归常态。债券发行总量回落，压力有所减缓。债务风险问题需要关注。此外，美国将开启一轮新的政治周期，对市场的扰动依旧。在全球环境复杂严峻，存在诸多不稳定性和不确定性的背景下，债券市场的扰动因素也变得更加复杂。2021 年，国债期货全年以震荡为主，波动较 2020 收敛，整体料相对温和，把握波段机会。2020 年即将过去，过往无需过度纠结，但需回顾与反思。未来也无需惧怕，总结历史经验，以好的心态迎接 2021 的到来。

正文

1. 回首 2020

2020 年，国债收益率呈现 V 字形走势。2020 年 1-4 月由于新冠疫情的冲击、央行综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具投放中长期流动性，在货币政策宽松加码等因素的影响之下，国债收益率明显回落，国债期货不断冲高。10 年期国债收益率在 4 月下探至 2.48% 的低位。4 月底，随着国内经济修复预期、货币政策边际放缓、债券供给放量、资金中枢提高，现券利率转而向上，国债期货快速下行。10 年期国债收益率最高到达 3.35%。

图 1：国债收益率呈现“V”型



数据来源：Wind，弘业期货

图 2：10 年国债期货“先上后下”

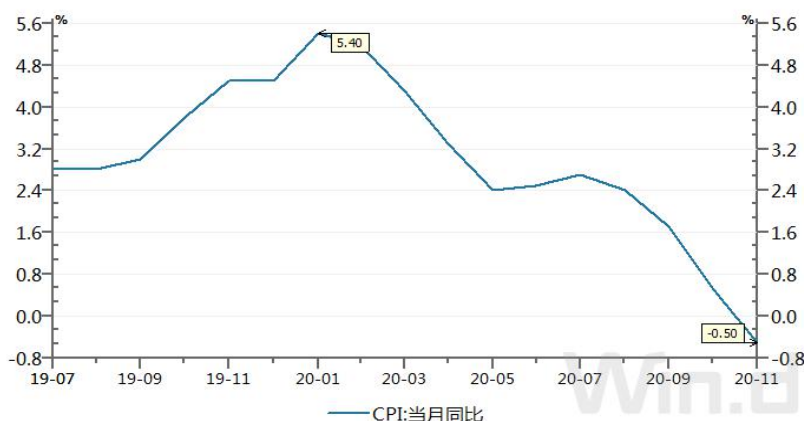


数据来源：Wind，弘业期货

2020 年央行元旦发布降准公告，于 1 月 6 日调节金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 亿元。央行全面降准，并加大跨年资金投放。美国和伊朗的摩擦引发中东地缘政治紧张局势不断升级，推动市场避险情绪升温，国债收益率震荡下行，国债期货不断走高。在经历长期的协商之后，中美第一阶段贸易协议终于正式签署，市场以愉悦的心态迎接农历新年的到来。

未曾想到的是一场将会席卷全球的疫情悄然而至。突如其来且百年未有的重大疫情给社会生活按下了“暂停键”。疫情发生以后，习近平总书记亲自指挥部署，多次作出重要指示批示。在新冠疫情影响下金融市场延迟一周开市。为了应对金融市场的流动性冲击，央行在开市前预告将进行 1.2 万亿元公开市场逆回购投放。开市当日，央行在进行逆回购操作时，分别下调 7 天期和 14 天期逆回购利率各 10BP。春节休市期间市场压抑的情绪在开市首日得到宣泄。10 年国债收益率下行 15BP，10 年国债期货大涨 1.37%。之后公布的 CPI 数据“破 5”给国债期货带来一些打击，叠加传闻 MPA 中房地产信贷考核调整，期债有所回调。在国内疫情出现明显向好的情况下，海外疫情却开始扩散，带动全球市场恐慌情绪升温，成为了第二波国债期货上行的主要推动力。为应对疫情爆发，美联储非常规降息 50BP。市场认为美联储紧急操作是在暗示美国经济风险压力，美债收益率不断创新低。随后海外市场流动性出现问题，美联储降息至零利率并推出 QE 计划。

图 3：CPI 数据“破 5”



数据来源：Wind，弘业期货

3 月 16 日央行进行普惠金融定向降准,同时对股份制商业银行额外降准 1 个百分点用于发放普惠金融领域贷款。3 月 30 日,受季末因素的影响,资金面有所收紧。央行下调 7 天期逆回购利率 20BP。本来下调逆回购利率,而且幅度不小,应该对期债利好。然而在当时的环境和时间点上,逆回购利率下调引发市场对于存款基准利率调降落空的担忧,国债期货一度直线拉升后快速回吐所有涨幅。不过央行货币政策委员会委员、清华大学金融与发展研究中心主任马骏表示,此次下调标志着人民银行进一步加大逆周期调节力度。31 日关于座谈会上的“建议今年不再设定 GDP 增长目标”,市场对经济基本面悲观预期再起,推动 2 年和 5 年期债再创新高。

4 月,国新办发布会上的“存款利率是利率体系里的一个‘压舱石’”的表述,让前期市场一直预期的存款基准利率下调落空。然而出乎意料的是,央行突然放出大招“定降+超额存款准备金率”调整。尽管离上一次降准时隔 20 余天,但是超额存款准备金利率的下调却是 12 年来首次。央行的本意是调降超额准备金率倒逼商业银行进行信贷投放,意在引导实体利率下行。不过超额存款准备金利率的下调,也为隔夜资金利率打开下行空间。

5 月,国内疫情逐步得到控制,经济基本面开始修复,而且利率债供给压力较大,创历史单月最大供给。流动性较之前相比有所收紧,资金价格持续上行。市场对债券供给担忧叠加市场期望的货币进一步宽松未出现开始压制期债的表现。2020 年政府工作报告没有提及全年经济增速具体目标,并表示抗疫特别国债发行规模为 1 万亿,给予市场一定的喘息机会。中美之间的大国博弈并未因为第一阶段贸易协定签署而结束,仍然是债市需要关注的扰动因素。

6 月,央行创设两个直达实体经济的货币政策工具,市场对于创新工具的解读存在分歧。国内经济延续修复态势,贸易摩擦带来的扰动依旧,而美国出现新冠疫情反弹迹象,美股暴跌油价重挫。两会时提及的“降准”未出现,国常会又再次传递“降准”信号。6 月 18 日,在第十二届陆家嘴论坛上,刘鹤副总理和一行两会罕见同台发声,市场宽松预期开始转变。由于处在半年时间点上,央行启动 14 天期逆回购操作提前满足市场跨半年末流动性需求,以稳定市场预期。一篇署名为“余初心”的文章的出现还是使得市

场情变得低落。月末，央行宣布将下调再贴现再贷款利率，不过对期债利好有限。

图 4：股债“跷跷板”



数据来源：Wind，弘业期货

图 5：上证指数



图 6：10 年国债期货



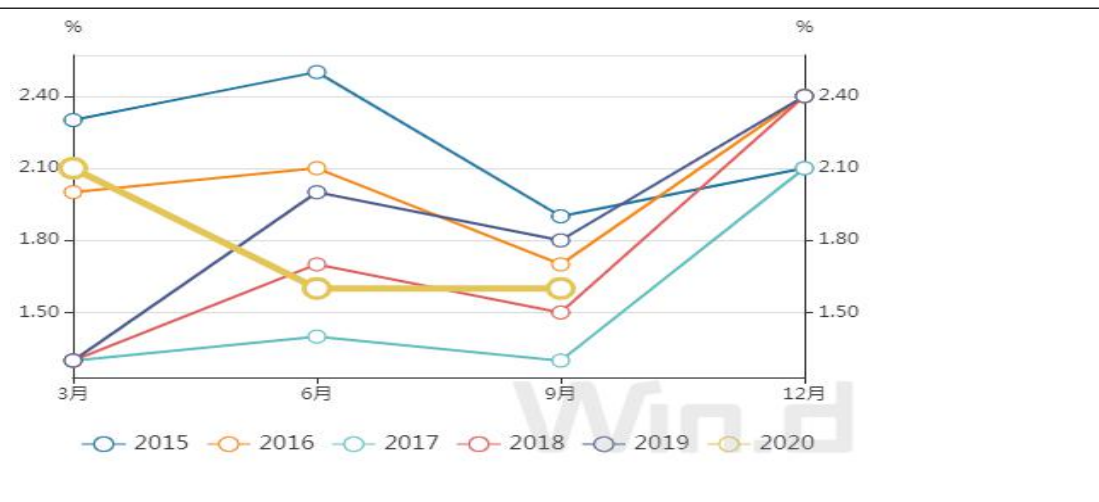
数据来源：Wind，弘业期货

7 月，国内经济修复加速推进，市场对经济基本面复苏预期乐观。6 月已经开始启动的抗疫特别国债，财政部要求在 7 月底之前发行完毕，这导致大量一般国债和地方债为特别国债让路从而推迟发行，市场对后续供给压力忧心。虽然股债大多数时候呈反向变动，但是股债跷跷板并非总是存在，有时候也会呈现“双杀”“双牛”。7 月初股债“跷跷板”效应明显，伴随着股

市快速上涨，国债期货一路下跌。7月中旬，股市结束了快速上涨行情，国债期货在中美关系紧张，避险情绪的推动下开始反弹。7月底，财政部表示，力争10月底发完专项债。随后的政治局会议，货币政策从“稳健”转变为“更加灵活适度、精准导向”。

8月公布的数据多不及预期，经济修复斜率有所放缓。流动性方面，央行通过大量逆回购投放及加量续作MLF，维持资金面相对稳定的态势，流动性环境维持紧平衡。由于超储率偏低、缴税缴款因素的影响，资金利率中枢有所续升。8月中下旬，资金面的紧张还是给市场带来了冲击，国债期货从8月中下旬开始一路下跌。14天期逆回购工具的重启反倒让市场情绪更加紧张。14天逆回购操作一般都是用于季末和春节期间，维稳特殊时点的资金面。当14天逆回购出现在8月的时候，市场就猜想不断，央行此举是否意在锁短放长、抬高资金利率，变相加息。

图 7：超储率偏低

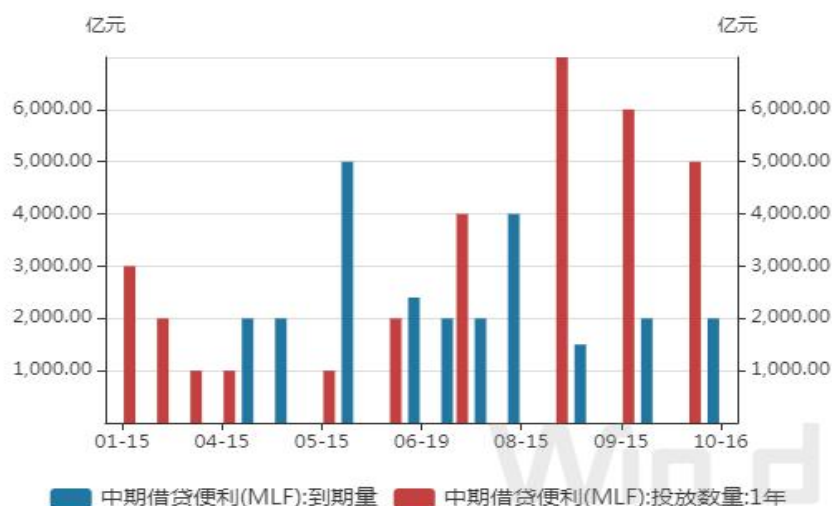


数据来源：Wind，弘业期货

9月，国债期货呈现震荡态势。刚进入9月央行就开始在公开市场净回笼，传递出不想进一步宽松的信号，市场不安的情绪推着国债收益率上行，突破3.1%关口，并一度达到3.16%。随着央行超额续作4000亿MLF，市场悲观情绪有所改善。加上海外市场的影响，避险情绪有所上升。9月25日，富时罗素宣布将中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI），将于明年10月生效。到目前为止，全球三大主流指数均已将中国债券纳入其中。

自 2019 年中国债市纳入全球重要债券指数之后，境外机构买盘力量明显走高。

图 8：MLF 超额投放



数据来源：Wind，弘业期货

由于国庆假期因素，10月的交易日较少。今年国庆和中秋假期叠加，节日气氛浓厚，假期间旅游业出现明显恢复。在全国人民欢度“双节”期间，海外市场并不平静。欧美新冠疫情新增病例数持续上升，特朗普确认感染新冠，不过很快特朗普病情好转，市场风险偏好回升，不仅推动美债收益率上行，也给美国大选增加了不确定性。12日，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。19日公布的三季度GDP及9月经济数据，仅第三季度GDP增长低于预期，而且在当时资金面较为紧张的情况，期债却表现出不一般的“韧劲”。一方面是经济增长预期的变化，另一方面是期债在长时间的下跌后，开始“抢反弹”。

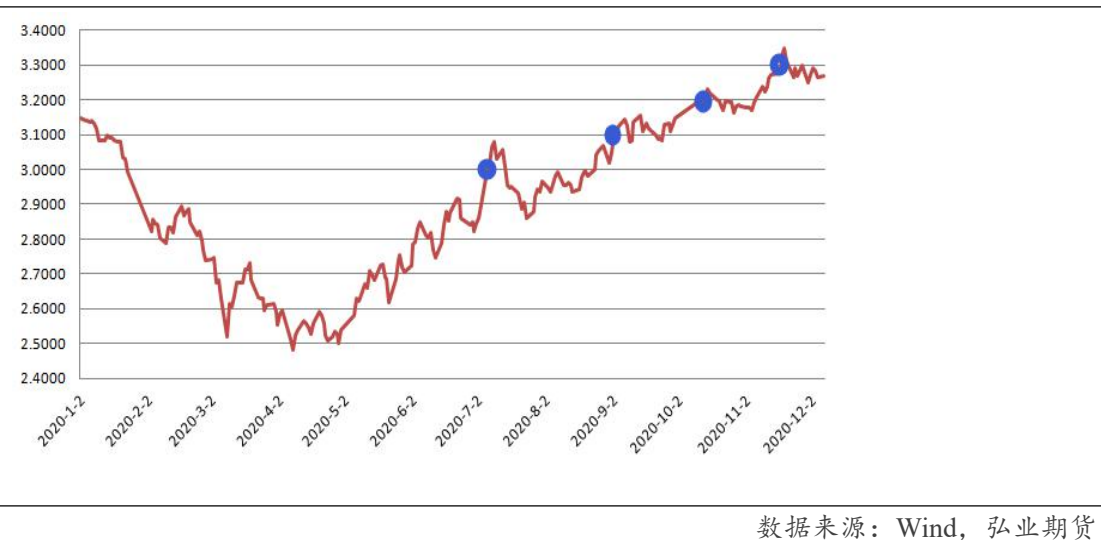
11月的焦点当属“美国大选”和“信用冲击”。11月3日是美国全国选民的投票日，美国内部分裂严重，选情十分焦灼，大选的情况成为当时全球市场风险偏好的一个关键变量，而且“中国牌”一直都是特朗普政府的选择，所以美国大选就成了市场关注的重点。美国大选犹豫一部“美国大片”，剧情波折且轰轰烈烈，带动着市场情绪不断变化。继10月底，拥有“AAA”主体评级，省属国企华晨违约后，11月10日，同样为“AAA”信用等级的永煤发生实质性违约，引起了信用债市场巨震，进而波及到整个债市。直到11月22日，金融委第四十三次会议上“严厉处罚各种逃废债行为”的定

调，终于给当时债券市场惶惶不安的各方参与者吃了颗定心丸。由于“AAA”评级的国企频频出险，投资者们对于国企债券投资“信仰”逻辑也开始重塑。

图 9：存单利率冲高企稳



图 10：10YTM 不断突破年内高点



12 月，压制债市表现的存单利率开始回落，此前结构性存款压缩，存单“量价齐升”。为缓解信用风险事件的冲击带来的流动性风险，央行在 11 月 30 日超常规的进行 MLF 操作。2020 年以来，央行仅在每月 15 日前后进行 MLF 操作，以强化了其作为 LPR 报价指引的定位。央行意外开展 MLF 不仅在情绪上对债市有所提振，而且覆盖 12 月初公开市场的到期。15 日，央行进行 9500 亿 MLF 投放，连续第 5 个月超额续作 MLF，且成为 MLF 史

上单日规模最大操作。在央行贴心的呵护下，流动性保持稳定，信用债违约带来的波动缓和，流动性风险有所缓解。

2. 展望 2021

2.1. 经济基本面：经济渐进修复

2020 注定是不平凡的一年，农历新年前夕，新冠疫情突然来袭。一般春节是餐饮住宿、旅游交通、饮食娱乐等行业的黄金时期，但今年新型冠状病毒引起的肺炎疫情发生在春节期间，全国各地取消聚集性的活动，实施交通管控，全民居家抗疫。受到疫情的影响，居民消费意愿减弱，而春节延期开工也对产出带来影响。为了抑制疫情所造成的成本都对一季度经济增长形成拖累。2 月公布的官方制造业 PMI 为 35.7%，非制造业 PMI 录得 29.6%，而一季度 GDP 增速出现罕见的负增长为-6.8%，经济形势呈现急剧恶化的情况。

图 11： PMI 急剧回落



数据来源：Wind，弘业期货

新冠肺炎是百年来影响范围最广的全球性疫情。疫情暴发初期新冠常被与“非典”进行相比，然而新冠病毒的传染性更强、致病率更高。在经济下行压力和市场恐慌情绪的共同驱动下，债市收益率出现快速下行。尽管疫情给中国经济带来较大下行压力，但是在有效抗击疫情措施下，中国在短时期内

控制住了疫情。随着复工复产的持续推进，逆周期调控政策效果显现，经济开始企稳回升，GDP 同比增速由负转正。

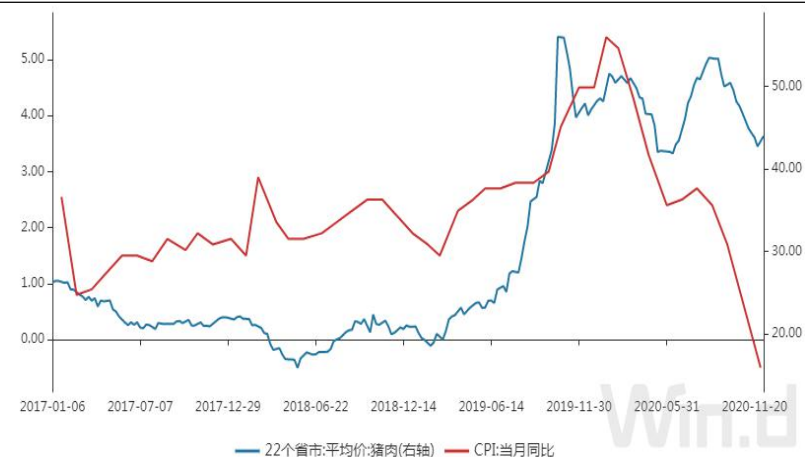
图 12：进出口贸易走势



数据来源：Wind，弘业期货

2020 年出口的表现完全超出了市场预期。由于全球疫情蔓延，而我国率先控制住疫情，海外一些疫情严重的国家对于防疫物资、医疗设备等需求拉动出口增速。2021 年，出口方面仍存有支撑，但是随着疫苗的普及，海外经济逐步恢复，出口方面同样存在制约。进口在全球疫情得到有效控制后将会有所改善。此外，还要关注中美第一阶段贸易协定的执行情况。RCEP 的落地降低了全球贸易的不确定性，也将会为中国外贸提供相对的稳定性。

图 13：猪价推动 CPI



数据来源：Wind，弘业期货

依然记得 2019 年 10 月，高频数据显示的猪肉价格环比涨幅大超预期，市场上关于 CPI “破 4”，甚至“破 5”的声音不绝于耳。而这一轮的猪价暴涨远非历史可比，上涨的幅度远远超过历次猪价高点，猪肉价格现出“疯涨”。随着猪肉供需的改善，8 月以来猪肉价格持续回落。不论是去年还是今年猪肉价格大幅波动对 CPI 影响仍然是“一枝独秀”。CPI 按照“5 年大调，1 年小调”的原则进行基期轮换，上一次调整是 2016 年。从趋势上来看，食品权重不断的下调，而服务权重不断的上升。需要注意的是，虽然 11 月 PPI 同比仍然处于负区间，但是环比转涨。随着国内经济稳步复苏，国外经济逐渐恢复，2021 年 PPI 趋于回升，尽管整体通胀压力可控，但通胀预期不容忽视。

2020 年，中美两国在应对疫情的政策上有所不同，美国侧重于“补居民”，而我国侧重于“补企业”，这主要是由于环境背景的不同。尽管我国疫情控制迅速，加快推进复工复产，但是居民消费情况仍旧不佳。在疫情影响淡化后，2021 年消费将会继续恢复。2021 年，制造业将继续改善，基建将面临一定压力。在“三条红线”政策调控和“房住不炒”基调下，地产无法持续乐观，但仍将保持韧劲。在基数效应下，2021 年国内经济增长将呈“前高后低”走势。随着国内国际双循环，经济将逐步迈向高质量发展。

2.2. 政策面：货币政策相机抉择，财政政策回归常态

2020 年，为应对疫情的冲击，货币政策更加灵活，财政政策更加积极有为，逆周期调节力度空前，债务规模和杠杆率出现阶段性上升，毕竟稳住基本面必要性毋庸置疑。随着宏观经济复苏态势稳定，政策恢复将逐步常态化。其实在国内疫情得到有效控制后，货币政策已经开始回归正常化，遏制空转套利脱实向虚势头。不过当前经济仍在修复，并未达到收紧货币政策的条件。三季度货币政策执行报告姗姗来迟，重提“把握货币供应总闸门”和“不搞大水漫灌”，强调“不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，指出“疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力”，提出“宏观杠杆率保持平稳，稳妥推进风险化解任务”。近期信用债违约引发信用收

缩，市场恐慌情绪上升，市场波动加大，为避免出现系统性风险，短期仍需央行“呵护”。

图 14:实体经济部门杠杆率



图 15:非金融企业部门杠杆率



图 16:居民部门杠杆率

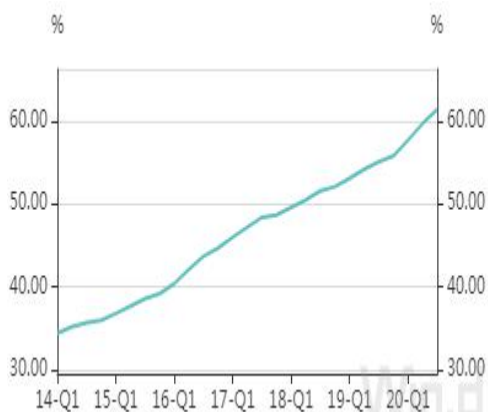


图 17:政府部门杠杆率



数据来源：WIND 弘业期货

2020年5月，“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”首次提出。“两会”期间，习近平总书记再次强调，要“逐步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”。10月，党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。

12月，政治局会议分析研究2021年经济工作，可以说是中央经济工作会议的前奏。2015年供给侧改革提出之后，政策强调供给端的调整。12月的政治局会议提出的“需求侧改革”引人注目。12月18日召开的中央经济工作会议，为2021年的宏观经济工作定调，对2020年的收官形势给予肯定的同时，提示内外部环境依然存在许多不确定性。会议提出，明年宏观政策

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，以高质量发展为“十四五”开好局。

展望 2021 年，随着经济逐步恢复，宏观政策从逆周期对冲逐步转向“定向调控”。货币政策将在稳健的基础上更加灵活精准，在平衡政策目标中相机抉择，兼顾“稳杠杆”和“防风险”。财政政策回归常态，此前大幅提高的赤字率和地方政府专项债将会下调，特别国债将退出。在国内大循环为主题，国内国际双循环背景下，政策对需求侧管理的关注度提升，将会形成供给侧和需求侧相互促进的更高水平动态平衡。

2.3. 债券供给：总量回落，压力缓解

2020 年，债券供给问题一度成为影响国债期货走势的主要因素之一。为对冲新冠肺炎疫情给中国经济带来的下行压力，原本积极的财政政策更加积极，中央和地方大幅提高支出力度。5 月，由于对债券供给压力的担忧，市场情绪趋于谨慎。之后“两会”确认，财政赤字率按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元。为扩大有效投资，2020 年安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比 2019 年增加 1.6 万亿元，增加规模历年最高。此外，发行 1 万亿元抗疫特别国债。

根据财政部要求，抗疫特别国债从 6 月中旬开始发行，7 月底之前发行完毕，大量一般国债和地方债为特别国债推迟发行。在特别国债发行告一段落后，此前为特别国债“让路”的一般国债和地方债再次登场。2020 年，利率债发行规模大幅增加，国债是发行规模增加最多的品种。根据财政部公布的数据显示，今年新增一般债发行计划已完成 100%；1-11 月全国累计发行新增专项债券 3.55 万亿元，发行进度 95%，发行规模同比增加 1.42 万亿元，增长 67%；已发行专项债券资金已支出 3.32 万亿元，占发行规模的 94%。展望 2021，基于经济稳步复苏，财政政策回归常态，债券发行总量将回落，供给压力有望缓解。

2.4. 海外市场：扰动依旧

2020 年是美国大选年，四年来在特朗普“不按牌理出牌”的折磨下，全球各国都对美国大选报以极高的关注。目前美国大选结果已成定局，与特朗普不同的是，拜登支持多边自由贸易，对外将重回全球化立场。拜登当选意味着短期中美关系存在边际改善，但是从中美关系的中长期来看，这种改善有限。虽然对华的策略可能不同，但是对华压制的目标并不会有所改变。待拜登就职后将在财政和货币方面有所行动，这是关系到美国经济和全球市场情绪的变量之一，而实施的规模将受到美国国会控制权归属的影响。

当前海外仍深陷疫情泥潭之中，12 月 19 日全球新增确诊病例 61.62 万例，其中美国新增确诊病例 19.63 万例，截止目前，全球累计确诊 7629 万例，累计死亡 168.55 万例。2020 年全球经济增速深度下行，目前新冠肺炎疫苗取得重大进展。2021 年，伴随着疫苗投入使用并普及后，全球疫情将会得到有效控制，疫情对全球经济的负面影响缓解，全球主要经济体将会呈现修复，外部经济环境将会转好。在此过程中，不论海外的经济情况，还是中美关系变化，或者放大到国际关系发展，这些对国内债市的扰动是难以避免。

2.5. 期债后市展望

总的来看，2021 年 GDP 增速前高后低，货币和财政回归常态已形成市场一致预期。由于基数的效应，GDP 同比指标的效果有限。2020 年表现出超预期的出口，主要得益于中国疫情控制有效，经济在全球属于“一枝独秀”。在全球疫情负面消退，海外经济呈现修复态势，出口在存有支撑的同时也会面对压力。明年基建面临一定压力，制造业继续改善，地产仍保持韧劲，消费将继续恢复。通胀压力可控，但通胀预期不容忽视。债务风险是一个关注点，信用风波引发的流动性问题，需要货币政策针对性的给予支持。货币政策将在稳健的基础上相机抉择，财政政策在积极的基础上回归常态。而明年债券发行总量预计将回落，供给压力有望缓解。

当前海外债市利率仍处于较低水平，而我国债市利率已回到较高位置，中美债市利差处于相对较高水平，而且中国债券市场对外开放便利度持续提升，更是加大中国债市对海外资金的吸引力。2021 年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，是“十四五”开局之年。在国内大循环为主题，国内国际双循环新格局下，将会确保“十四五”开好局。美国将开启一轮新的政治周期，海外经济情况和国际关系发展对市场的扰动依旧。在全球环境复杂严峻，存在诸多不稳定性和不确定性的背景下，债券市场的扰动因素也变得更加复杂。展望 2021 年，国债期货全年以震荡为主，整体波动较 2020 收敛，表现料相对温和，把握波段机会。2020 年即将过去，过往无需过度纠结，但需回顾与反思。未来也无需惧怕，总结历史经验，以好的心态迎接 2021 的到来。

研究员

史珂

从业资格证号：F3007722

投资咨询证号：Z0015049

邮箱：shike@ftol.com.cn

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。