

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观金融小组

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：经济重启走向正轨 期债回调风险增加

内容提要：

4月新冠疫情在境外快速蔓延，欧美疫情已经到达顶峰，多国宣布了复工计划，5月、6月经济有望大幅恢复。受新冠疫情影响，国内一季度经济整体回落较多，417中央政治局对经济形势判断严峻，提出加大逆周期调节力度，并放松了对达成今年经济目标的口风。随着复工复产的推进，3月经济表现好于2月，4月有望继续上一个台阶。在5月两会召开之前，417会议精神将是指导央行操作的总基调，调降准备金率以及存贷基准利率的操作均可期。而物价回落、人民币汇率稳定将为央行提供加码宽松的空间，且当前新冠疫情尚未结束，市场担忧风险资产价格二次探底，国债的避险需求与配置需求不减。但如果4月经济恢复良好，后续货币政策加码宽松的力度可能会下降，资金面边际收紧，国债利率下行空间受限，为国债期货带来回调风险。5月需重点关注4月经济数据和两会对经济目标的设定。操作上，国债期货单边做多策略风险加大，短线可保持谨慎偏多思路，逢低买入9月合约，适当增加套利策略，密切跟进经济进展与政策变化，调整策略。

策略方案：

	单边操作策略	套利操作策略
操作品种合约	TS2009	多 TS2009，空 T2009
操作方向	多	套利
入场点位	102.2	0
出场点位	103.2	1.2
止损点位	101.7	-0.5

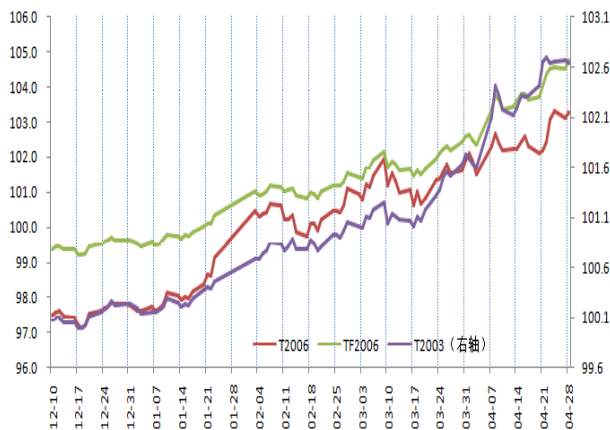
风险提示：

对于投资这门学问来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

一、4月国债期货行情回顾

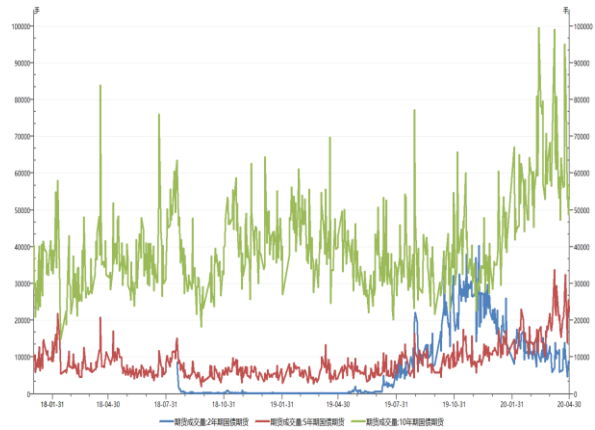
4月欧美新冠疫情相继达到顶峰，复工复产计划出台，市场避险情绪大降，全球股市V型反弹。国内一季度经济数据出炉，加之疫情在境外快速扩散，高层对经济形势担忧加剧，货币政策宽松加码，主要期限国债收益率纷纷下降，助推国债期货价格走高。4月30日收盘，十债主力报102.940，月度上涨1.00%，三个月份合约共成交133.3万手，下降11万手，持仓量减少0.6万手至8.7万手；五债主力报104.985，月度上涨2.33%，三个月份合约成交量大增13万手至46.5万手，持仓量增加1万手至4.1万手；二债主力报102.670，月度上涨0.92%，成交量下降6万手至18.9万手，持仓量增加0.2万手至1.9万手。

图1：T2006、TF2006、TS2006日收盘价



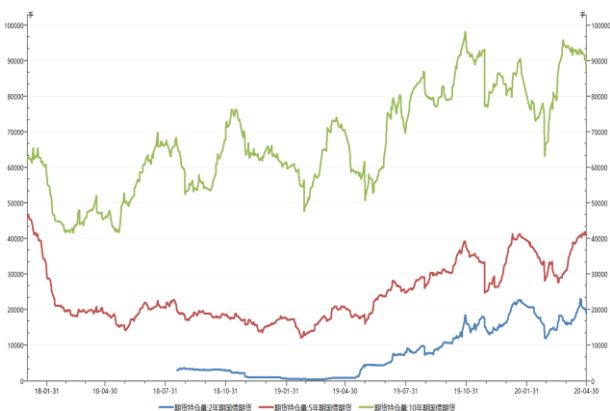
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



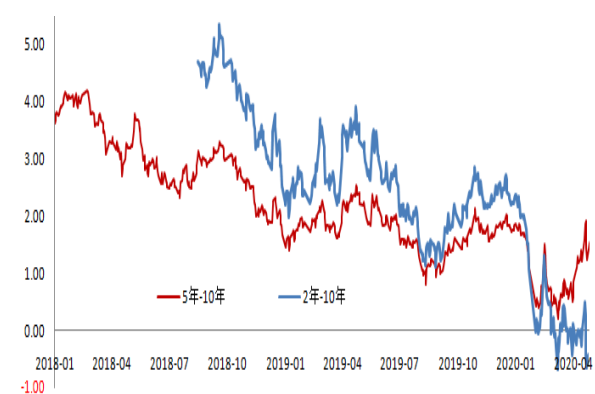
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图4：国债期货主力之间的价差



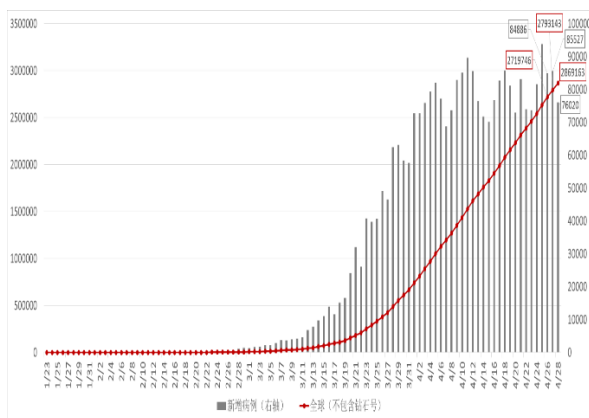
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

4月新冠疫情在境外快速蔓延，确诊病例呈指数型增长。据世卫组织统计，截至4月29日17点，全球累计确诊病例达到3018952例，较一个月前增加了2384117例。美国取代欧洲，成为新冠疫情新的震中。新兴经济体的疫情呈快速扩散之势，巴西、土耳其因早起忽视防控，目前确诊人数大幅攀升。印度、俄罗斯3月底才陆续开展防控措施，预计未来一段时间内新增病例也将逐步上升。医疗条件不足、人口密度较大等因素将使部分发展中国家面临疫情失控的威胁。不过，欧美疫情已经到达顶峰，多国宣布了复工计划，5月、6月经济有望大幅恢复。

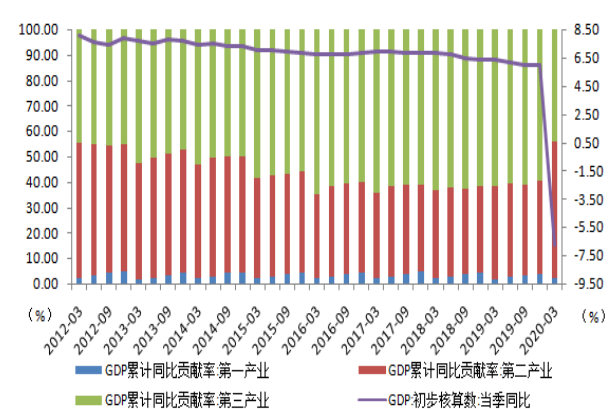
各国采取的防控措施限制了商业活动，导致消费需求及企业投资大幅减少，大范围的停工停产给全球供应链带来压力，国际贸易也大幅放缓。在主要经济体中，美国一季度经济增速下滑4.8%，失业人数急速飙升，占经济总量高达80%的服务业更是受到巨大冲击，消费者信心指数暴跌。其他国家或地区如日本、欧元区、英国经济在疫情暴发前已出现萎缩或停滞，在疫情影响下，经济均面临前所未有的下行压力。对于新兴经济体来说，疫情蔓延令其面临汇率贬值风险以及偿债风险。虽然在应对经济冲击上，全球央行纷纷降息，各国政府也陆续出台大规模经济刺激政策，但这仍旧无法阻止全球经济陷入衰退。IMF、世贸组织等多家国际权威机构预测2020年全球经济将出现比金融危机时期更为严重的萎缩，但2021年会有大幅反弹。

图5：中国以外全球确诊病例（钻石号除外）



资料来源：WHO，瑞达期货研究院

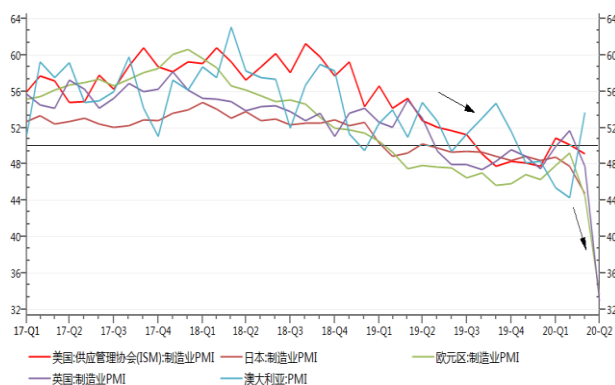
图6：中国GDP同比与三大产业贡献度



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

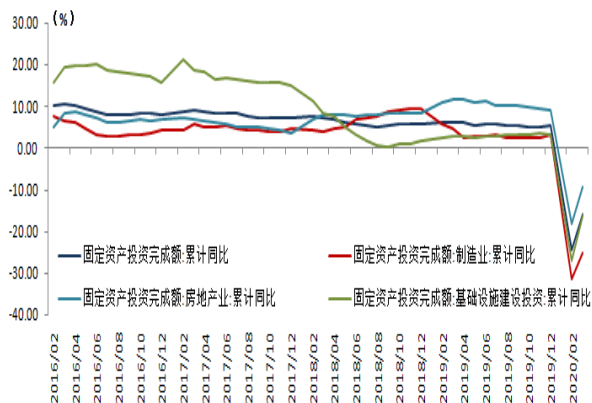
图7：世界主要国家制造业 PMI

图8：中国制造业 PMI



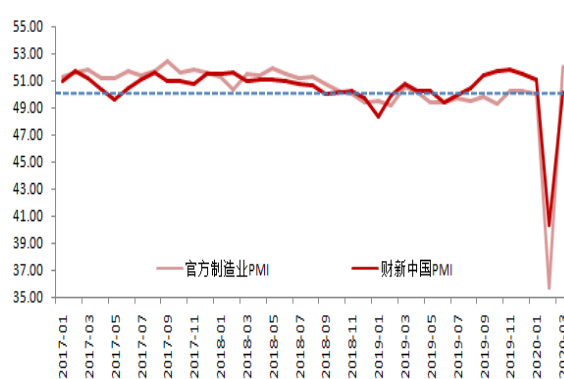
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图9: 中国固定资产投资累计同比



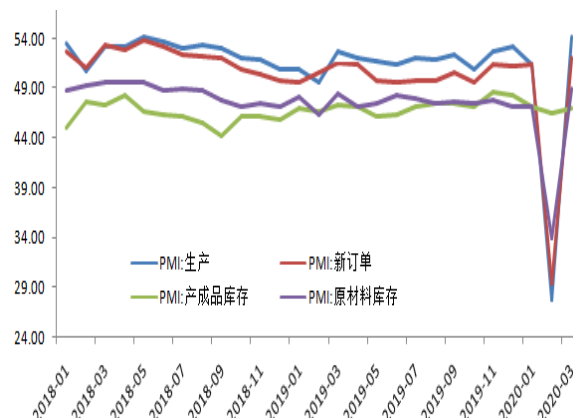
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

新冠疫情对中国经济影响巨大，一季度经济整体回落较多，加大了市场对于经济前景的担忧。尤其是海外疫情在3月份、4月份不断恶化，国际环境发生了很大变化。国内疫情防控开始于1月下旬，在2月中上旬疫情得到控制之后，下旬复工复产的力度逐步加大。因此1-2月的数据体现的是疫情对经济的冲击，并未显示复工复产的信息。3月份的数据能更多体现的是复工复产情况，也即经济恢复的情况。从4月公布的3月份数据看，3月经济有一定改善，多项数据较1-2月都有改善，但GDP增速仍创下了负6.8%的低记录。投资上，1-3月份，全国固定投资增速同比下降16.1%，降幅比1-2月收窄8.4个百分点，其中基建投资在3月回升幅度最大，降幅较1-2月份收窄10.6个百分点至-19.7%。消费上，3月社会消费品零售总额名义同比下降15.8%，较1-2月跌幅收窄4.7个百分点。工业增加值上，3月规模以上工业增加值同比实际下降1.1%，降幅较1-2月大幅收窄12.4个百分点。进出口方面，3月份，以美元计，出口同比降6.60%，进口同比下滑0.90%，较1-2月降幅分别收窄10.6、3.1个百分点，均大幅好于市场预期。但疫情对企业利润的负面影响为得到有效



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图10: 中国官方制造业 PMI 分项

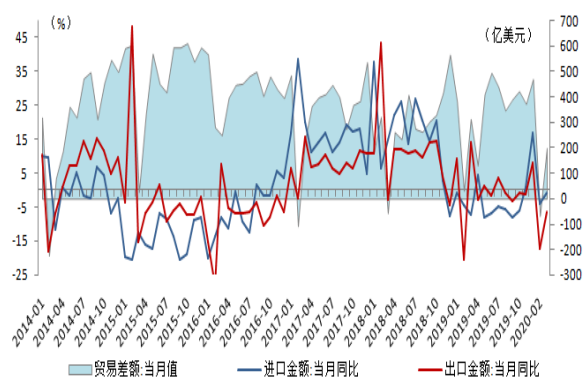


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

缓解，3月全国规模以上工业企业实现利润总额7814.5亿元，同比下降36.7%，降幅只比1-2月份收窄了1.6个百分点，盈利形势不容乐观。

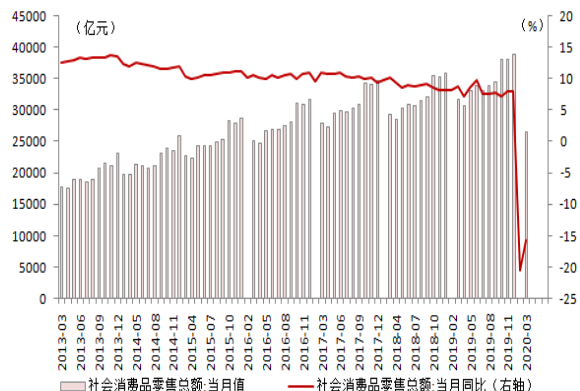
随着一季度经济数据逐步出炉，中央对经济的看法发生了转变。2月23日统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议提出，经济社会不能长时间停摆，这关系到实现全年经济社会发展目标任务。3月27日的中央政治局会议指出，“力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”。到了4月17日的中央政治局会议，高层已经不再提完成全年经济社会发展目标任务，对经济的看法变成“当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作”、“维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”，而且还首次提出了“六保”。我们假定剩下三个季度的GDP实际增速分别为2%、5%和10%，那么全年增速将是3%，这也意味着今年的经济增速目标很可能会下调，不会是5.8%-6%。从417中央政治局会议的表述中，也能看出端倪。

图 11：中国进出口数据



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

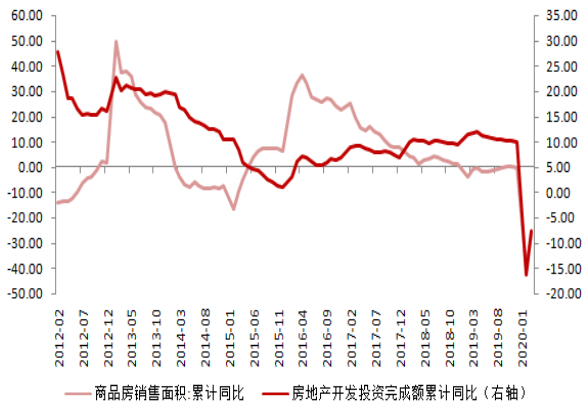
图 12：中国社会消费品零售销售数据



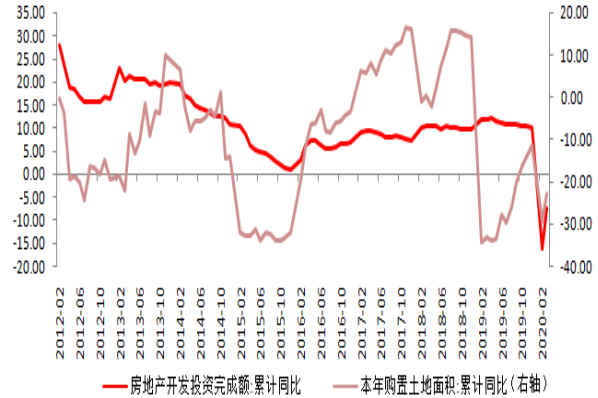
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13：商品房销售面积与房地产开发投资同比

图 14：房地产开发投资与土地购置面积

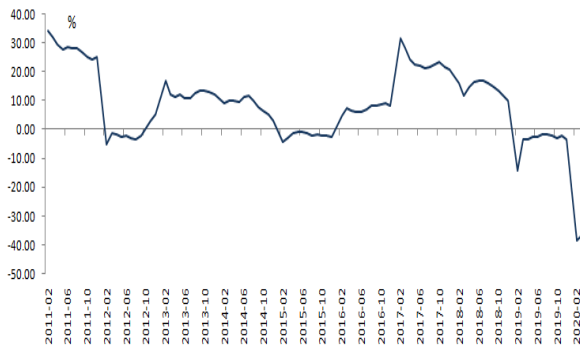


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



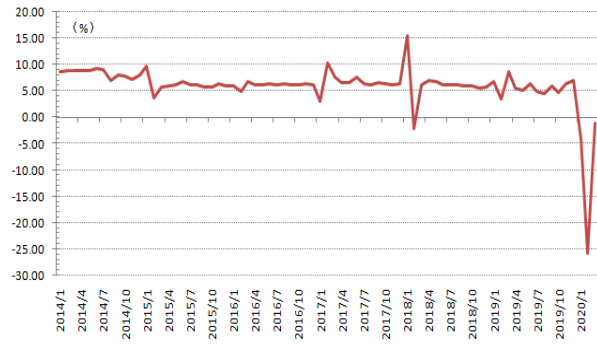
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 15: 工业企业利润累计同比



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

图 16: 规模以上工业企业增加值增速

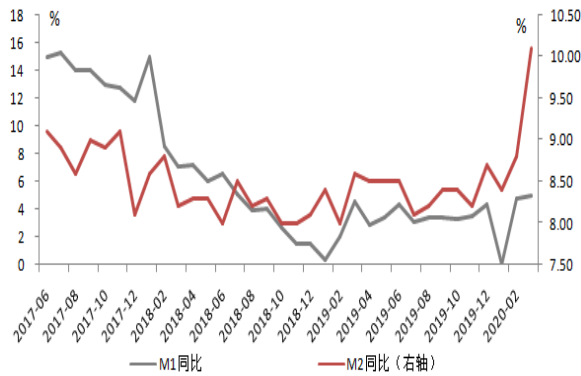


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

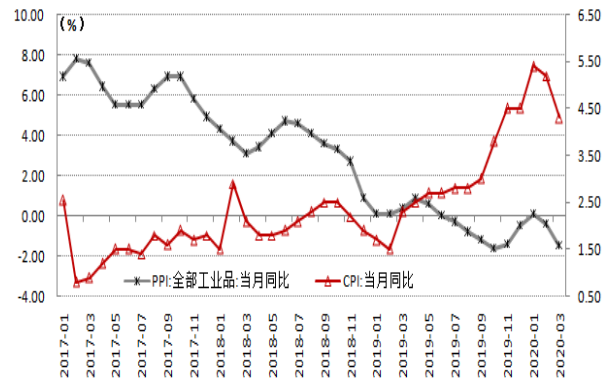
为对冲新冠疫情对经济的负面冲击, 中央拟加大逆周期调节力度, 提高赤字率, 发行抗疫特别国债, 增加地方政府专项债券, 运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕, 引导贷款市场利率下行, 把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。同时, 积极扩大国内需求。5 月 22 日人大会议召开在即, 对经济目标的表述至关重要。人大会议召开前的一段时间, 国内政策导向仍将以 417 中央政治局会议精神为准, 积极财政政策与宽松货币政策加码都不会缺席。这段时间, 4 月经济数据将陆续出炉, 也有利于中央对经济发展形势的判断。考虑到境外疫情距离结束还很远, 国内很多产业全球化程度较高, 境外经济疲弱势必会加大国内经济复苏的难度, 中央对经济前景的判断不会太乐观。但经济目标会下调多少, 非常值得关注, 这关系到下半年逆周期调节的力度。

图 17: 货币供应量 M1、M2 同比

图 18: 中国 CPI 及 PPI 同比

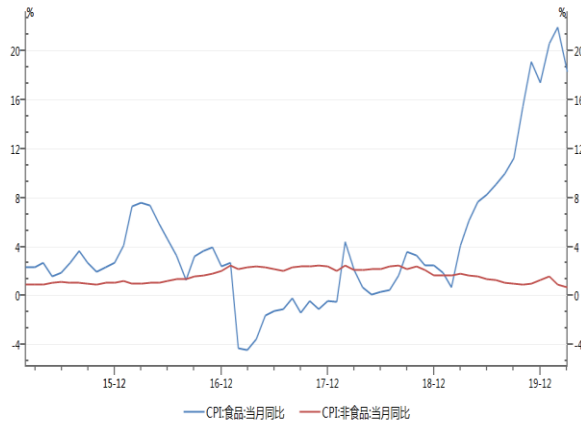


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



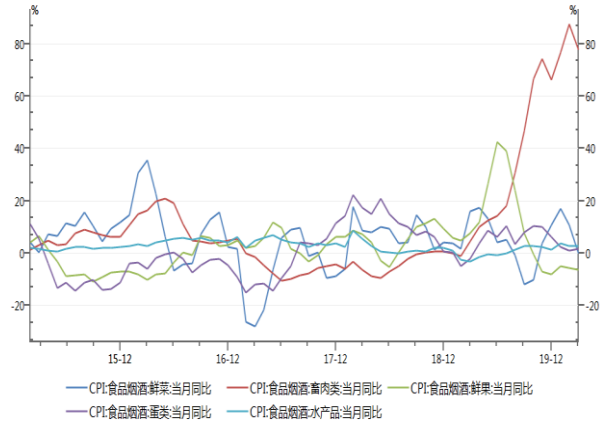
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19: CPI 中食品项同比大涨



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20: CPI 中食品项部分细项同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

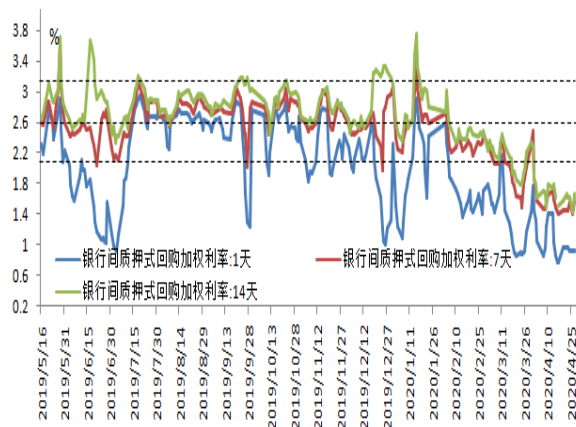
复工复产的积极效果逐渐显现，市场供需逐渐平衡，3 月 CPI 同比明显回落。食品价格由上月环比上涨 4.3% 转为下降 3.8%，其中，鲜菜和猪肉环比降幅较大。春季时令菜上市量增加，物流运输成本下降，鲜菜价格下降 12.2%；随着生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度，猪肉价格下降 6.9%。猪肉价格高企以及鼓励养猪的政策频出，年内生猪养殖规模正在不断扩大，预计到四季度猪肉价格将会回落。年内疫情导致需求走弱将是主导物价走势的主要因素，预计 CPI 涨幅将进一步回落，呈现出前高后低的态势。受国际大宗商品价格下行等因素影响，3 月份 PPI 同比降幅较上月扩大了 1.1 个百分点。分行业来看，原油、钢材和有色金属等行业产品价格降幅有所扩大。其中，石油和天然气开采业降幅扩大 21.3 个百分点至 -21.7%；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点。短期来看，国内企业逐步恢复复工复产，内需也逐渐恢复，将在一定程度上支撑 PPI。不过由于海外疫情的进一步蔓延，且石油价格仍处于低位，因此 PPI 短期或继续承压。

三、资金面分析

得益于中央出台的一系列扶持实体经济的政策，银行加大信贷投放力度，3月金融数据超预期反弹。3月社会融资规模增量5.16亿元，比上年同期增加2.2万亿元；新增人民币贷款2.85万亿元，同比多增1.16万亿元，居民新增贷款与企业新增贷款双双增加，企业中长期贷款新增9643亿元，融资需求恢复；M2同比增长10.1%，增速分别比上月末和上年同期高1.3个和1.5个百分点。到了4月，整体货币政策环境更加宽松，货币市场资金利率与资本市场利率均大幅下行。政策制定者对经济前景欠佳的判断，促进央行3月底以来不断加码宽松货币政策。

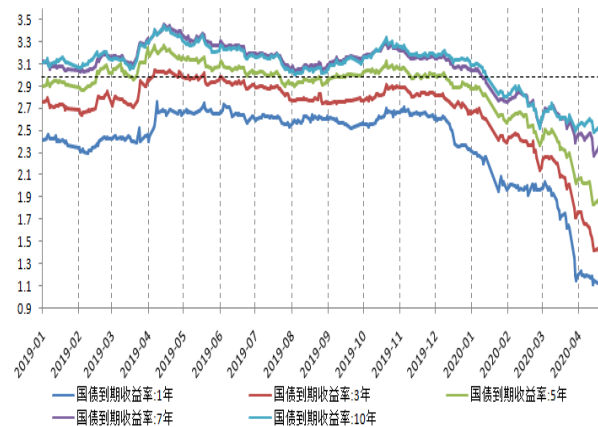
春节后，央行先是通过逆回购向市场投放大量流动性，小幅降低7年期回购利率、MLF利率和LPR，之后又通过再贷款、再贴现和降准操作缓解资金压力。但2月底至3月中旬，央行操作明显偏少，观望政策效果的意图较为明显。待327中央政治局会议之后，央行又进行了一波宽松操作，尤其是417中央政治局会议之后，利率下调幅度加大，从10个基点的降幅增加到20个基点的降幅。4月各期限国债收益率均下行明显，截止4月30日，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较3月最后一个交易日分别下降57.30bp、56.60bp、49.81bp、24.34bp和7.36bp。

图 21：银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 22：中证主要期限国债到期收益率

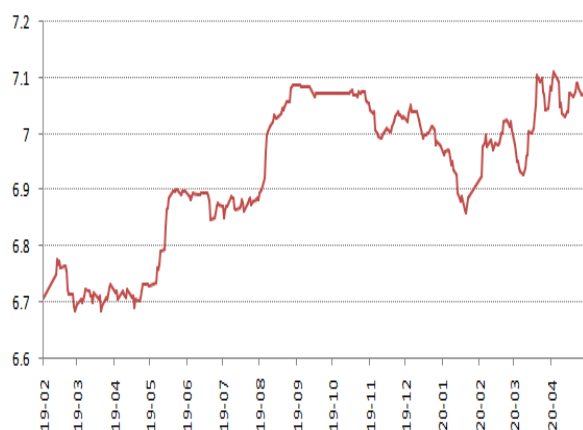


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

人民币兑美元汇率在4月窄幅波动，中间价在7.05附近徘徊。本月人民币的走势跟美元指数区间波动有一定关系，美元流动性缓解之后，美元指数回落至98.8-100.7区间，没有明确方向。国内疫情处于防控阶段后期，复工复产时间早进度也快，而其他国家疫情蔓延，中国经济相比之下较为

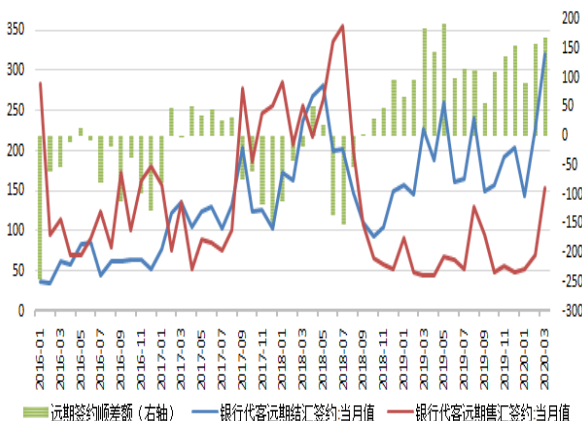
强势，利于人民币稳定。且今年中国金融业全面对外开放，虽然人民币走贬有利于出口，但在稳外资和稳外贸的双重任务下，人民币有望保持稳定，不会贬值太多。近期在岸人民币的波动重心有望抬高至 7.1 附近，整体可控，对货币政策牵绊小。

图 23：美元兑人民币中间价



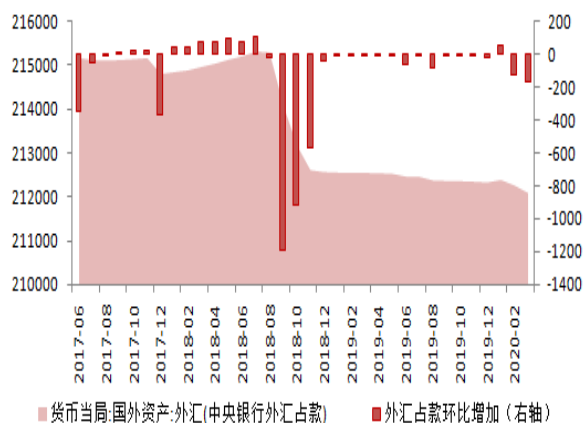
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 24：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



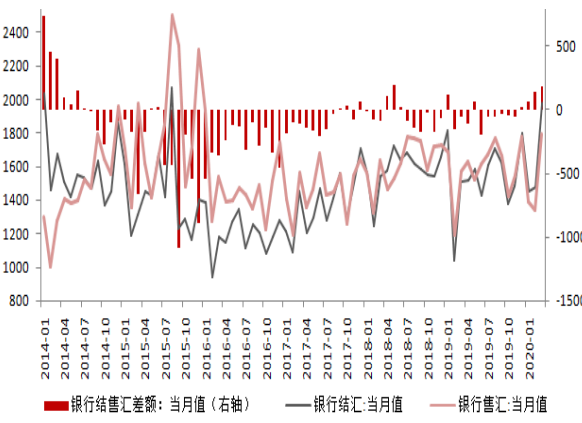
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 25：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：银行结售汇差额



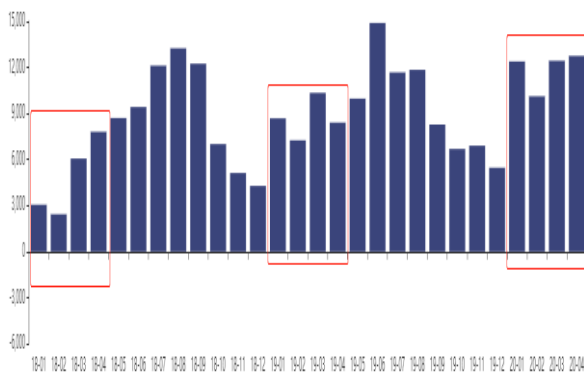
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

根据 417 中央政治局的精神，“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”，预计后续还有调降准备金率以及存贷基准利率的操作，5 月国债利率仍有下行空间。风险在于，如果 4 月经济恢复良好，后续货币政策加码宽松的力度可能会下降，资金面边际收紧，国债利率下行空间受限。

四、国债配置需求分析

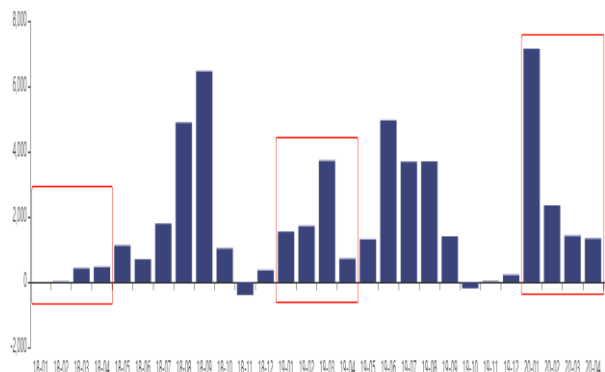
国债期货的配置需求主要来自避险需求和投资需求。新冠疫情尚未结束，尽管全球股市反弹，市场仍在担忧股市会有第二波下探，市场避险需求仍在。A 股反弹力度较弱，上市公司一季报陆续出炉，利润同比下滑的公司占比大，也将会影响市场信心，贡献国债的投资需求。今年财政部提前下达了 2020 年部分新增地方政府债券额度 28480 亿元，包括一般债券 5580 亿元、专项债券 22900 亿元。对于第三批 1 万亿元专项债，财政部要求力争在 5 月底发行完毕。作为今年基建投资的主要增量资金来源，今年的专项债规模有望达到 3 万亿，会分流一部分国债的需求。但国债的避险需求和投资需求较强，专项债的影响不会太大。整体上看，5 月市场对国债的配置需求仍偏强。不过，今年特别国债的发行量也会增加，利率债规模大增，为降低还款压力，利率抬升的空间也将受限。

图 27：利率债总发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：专项债发行（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、5 月期债投资建议

4 月新冠疫情在境外快速蔓延，美国取代欧洲，成为新冠疫情新的震中。疫情防控措施限制了商业活动，尽管全球央行纷纷降息，各国政府也陆续出台大规模经济刺激政策，仍旧无法阻止全球经济今年陷入衰退。但欧美疫情已经到达顶峰，多国宣布了复工计划，5 月、6 月经济有望大幅恢复，多个机构预测 2021 年世界经济将有大幅反弹。受新冠疫情影响，国内一季度经济整体回落较多，加大了市场对于经济前景的担忧。尤其是海外疫情在 3 月份、4 月份不断恶化，国际环境发生了很大变化。随着复工复产的推进，3 月经济表现好于 2 月，4 月有望继续上一个台阶。政策导向上看，417 中央政治局对经济形势判断严峻，提出加大逆周期调节力度，并放松了对达成今年经济目标的口风。在 5 月两会召开之前，417 会议精神将是指导央行操作的总基调，调降准备金率以及存贷基准利率的操作均可期。而物价回落、人民币汇率稳定将为央行提供加码宽松的空间，且当前新冠疫情尚未

结束，市场担忧风险资产价格二次探底，国债的避险需求与配置需求不减。但如果4月经济恢复良好，后续货币政策加码宽松的力度可能会下降，资金面边际收紧，国债利率下行空间受限，为国债期货带来回调风险。5月需重点关注4月经济数据和两会对经济目标的设定。

操作上，国债期货单边做多策略风险加大，短线可保持谨慎偏多思路，逢低买入9月合约，适当增加套利策略。T2009 上行压力位在 103 一线，下部支撑位关注 102；TF2009 上行压力位在 104.8 一线，下部支撑位关注 103.8；TS2009 上行压力位在 103.2 一线，下部支撑位关注 102.2。套利策略建议多 2 年期空 10 年期操作，合约选择 9 月合约。需密切跟进经济进展与政策变化，调整策略。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。