

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

瑞达期货李祺

从业资格号： F3063997

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：经济修复速度下降 平台震荡将成常态

内容提要：

10月欧美疫情因天气转冷快速反弹，经济前景难言乐观。中国本土病例零星发作，随着经济逐步回归正常，边际改善程度减弱。受信贷与社融规模大增、专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，国内经济四季度将继续反弹，年内正增长基本无忧。但在收入约束下报复性消费并未出现，强势外需缺乏可持续性，就业压力较大，且疫情二次爆发的风险犹存，复苏态势仍面临考验。物价方面，短期内通缩与通胀发生的概率均不高，年底CPI预计将进一步回落，PPI跌幅收窄可能性较小，低通胀将会增加货币政策相对宽松的持续时间。在中国经济基本面强势的支撑下，人民币汇率有望保持强势，但受美国大选影响，人民币仍有贬值风险，整体看下个月会在6.75附近波动，不会影响货币政策制定。年底政府债券发行以及银行信贷下降，11月资金面将维持中性。货币政策基调并未发生改变，10月央行再次强调稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，意味着后期货币信贷环境宽松趋势将不再延续。10月份各期限国债收益率都在寻顶，3.3%基本上可以确定是10年期国债收益率的顶部。参考近几年国债收益率的表现，年内10年期国债收益率预计会在2.9-3.3%之间震荡，而5年期国债收益率也将区间震荡。在操作上，10月国债期货可继续保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。在T2012突破下行通道上轨后，多单持有，在98.5、98.8、99.2分批减仓。一旦压力位被确认，可空单介入。目前套利策略的机会较少，在利率下行期，5年期与10年期、2年期与10年期国债的价差通常会收窄，依据此条规律，在国债期货上方压力位确认后可做空5年期与10年期、2年期与10年期国债价差。

策略方案：

	区间操作策略
操作品种合约	T2012
操作方向	高抛低吸
价格区间	97-98.8
盈亏比	2:1
入场点位	在区间边界附近

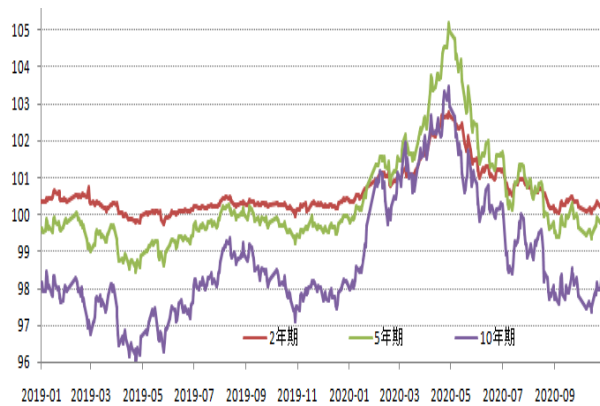
风险提示：

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、10月国债期货行情回顾

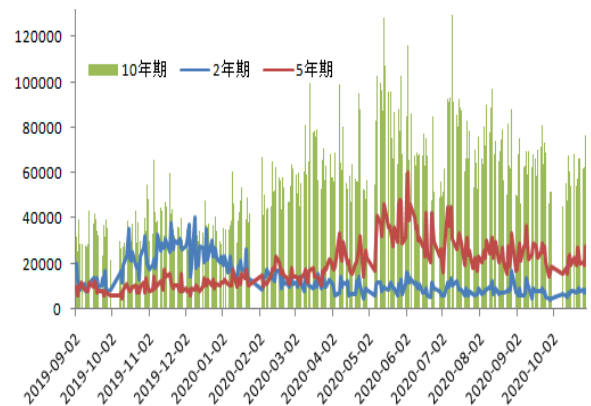
10月国债期货窄幅震荡，日均成交量整体一般，但持仓量有所上升。10月29日收盘，十债主力报98.030，月度上涨0.26%，所有合约共成交91万手，环比下降近49.1万手，持仓量增加1.2万手至11.9万手；五债主力报99.815，月度上涨0.16%，所有合约成交量下降22.2万手至32万手，持仓量增加0.1万手至5.8万手；二债主力报100.245，月度上涨0.02%，所有合约成交量减少5万手至10.9万手，持仓量增加0.5万手至2.7万手。从价差上看，10月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差仍处在高位，但小幅回落。

图1：2年期债、5年期债与10年期债主力收盘价



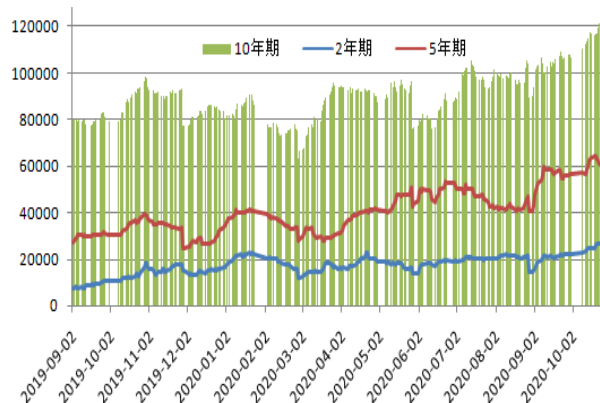
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



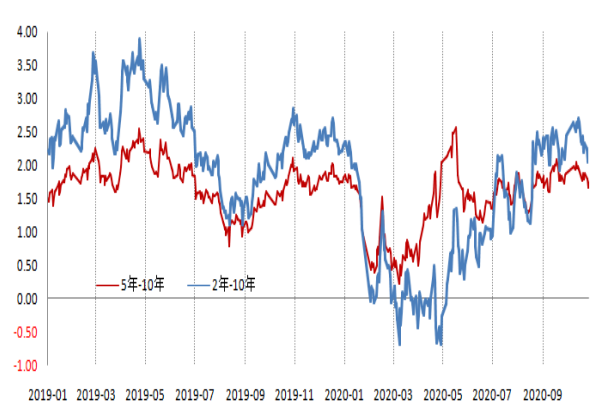
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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



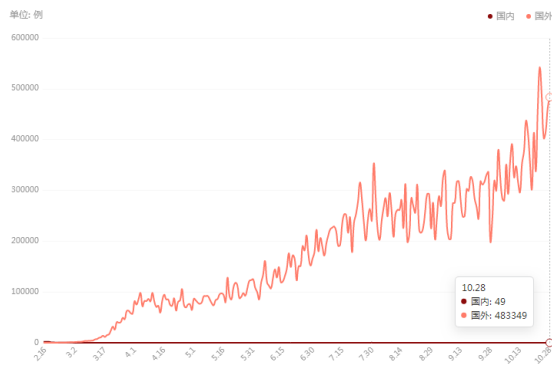
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

随着北半球进入秋冬季节，欧洲与北美疫情在10月迅速恶化，使得全球新增确诊人数大增。美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间10月29日12时11分，全球累计确诊

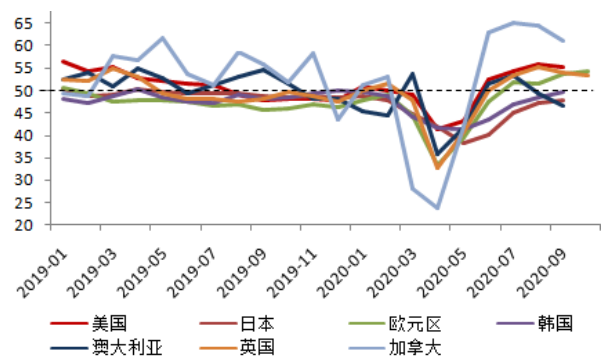
超 4477 万例，累计死亡人数超 117.9 万例。其中美国累计确诊 912 万人，印度累计确诊 804 万人，巴西累计确诊 546 万人，排在前三位。一个月内，全球新增确诊增加近 1150 万，较上月的 815 万增幅继续扩大，日新增达到 38.3 万人。新增确诊最多的三个国家为美国、法国、印度，10 月底分别日新增 7.7 万、3.3 万和 3.1 万。从地区看，美国日新增确诊人数不断创下年内新高，欧洲疫情反弹较快，法国、英国、意大利、波兰、俄罗斯、西班牙、捷克、德国、比利时日新增确诊均已上万，南美新增确诊病例逐日减少，印度新增确诊人数持续回落。欧洲多国开始实施新一轮宵禁和封锁，防疫措施较之前更为严格。新的经济封锁措施将会再度对经济造成较大负面影响，从欧美股市的表现看，市场对经济前景的乐观程度下降。IMF 在 10 月发布的《全球经济展望》中上调了全球经济 2020 年的经济预期，从萎缩 5.2% 调整为萎缩 4.4%。不过疫情前景不明，经济前景仍难言向好。

图 5：全球新增确诊



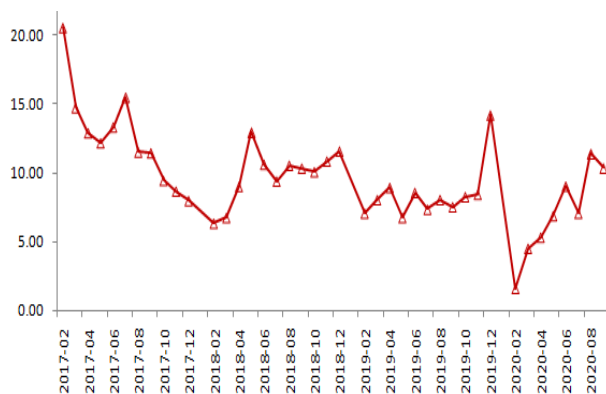
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图 6：世界主要国家制造业 PMI



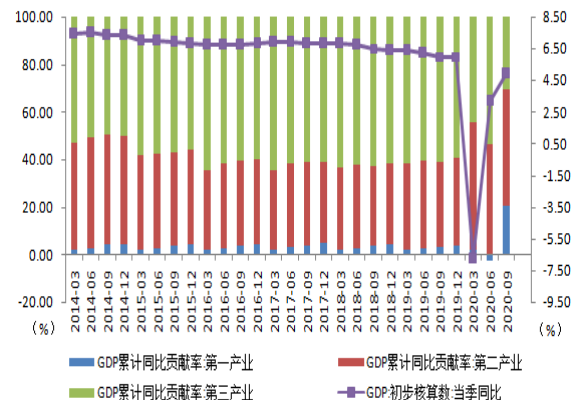
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：克强指数



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

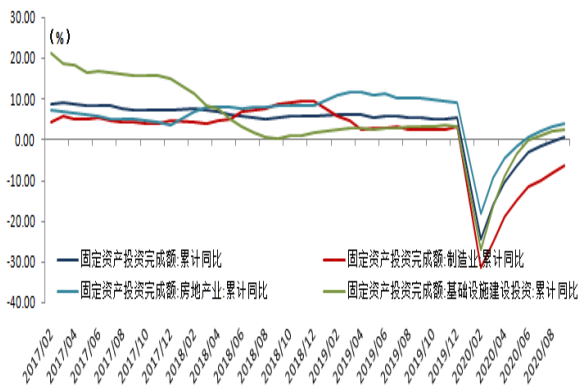
图 8：中国 GDP 同比及产业结构贡献



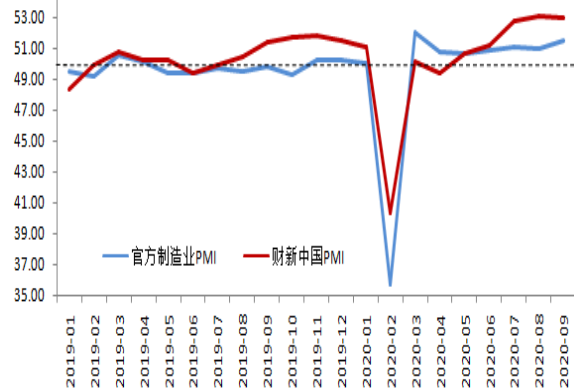
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国固定资产投资累计同比

图 10：中国制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



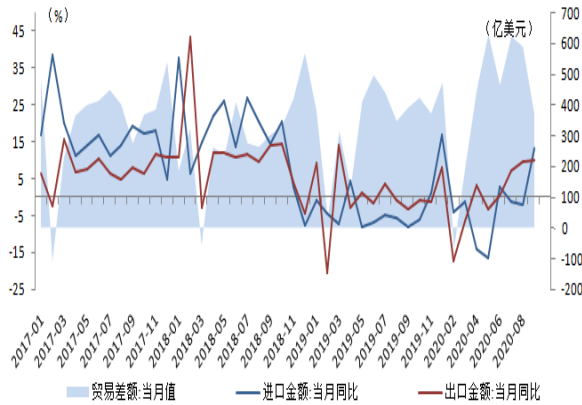
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

中国本土基本以零星地区零星病例为主，经济延续恢复趋势。三季度 GDP 同比增长 4.9%，较二季度增速增加 1.7 个百分点。投资上，房地产投资与基建投资仍然是反弹最快的类别。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）436530 亿元，同比增长 0.8%，比 1-8 月份提升了 1.1 个百分点。其中，民间固定资产投资 243998 亿元，下降 1.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；全国房地产开发投资 103484 亿元，同比增长 5.6%，比 1-8 月提高 1 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.2%，比 1-8 月份提升了 0.5 个百分点。消费上，9 月社会消费品零售总额 35295 亿元，同比名义增长 3.3%，增速比 8 月加快 2.8 个百分点。餐饮收入跌幅继续收窄，饮料类(22.0%)、烟酒类(17.6%)、化妆品类(13.7%)、金银珠宝类(13.1%)、文化办公用品类(12.2%)与汽车类(11.2%)商品零售领涨。工业增加值上，9 月份规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月加快 1.3 个百分点，其中采矿业增加值同比增长 2.2%，较上月加快 0.6 个百分点；制造业增长 7.6%，加快 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%，较上月回落 1.3 个百分点。进出口方面，9 月份，以美元计，出口同比增长 9.9%，基本符合预期，进口同比超预期大增 13.2%，贸易顺差 370 亿美元。9 月企业盈利延续改善势头，当月全国规模以上工业企业实现利润总额 6464.3 亿元，同比增长 10.1%，增速比 8 月回落 9.0 个百分点。在这些数据中，只有工业增加值同比增速提升，投资与消费数据的边际改善程度持续回落。

随着经济逐步迈入正规，经济边际改善的程度将持续减弱。虽然年内正增长几乎无悬念，预计全年增速在 2.5%左右，不过防疫常态化约束国内经济修复，秋冬季防范疫情反弹的压力较大。而且就业问题以及民生问题挑战大，非制造业 PMI 从业人员指数持续低于 50 荣枯线，近三个月的数据均低于前两年同期水平，在收入约束下，报复性消费并未出现。欧美疫情恶化，外需仍然疲弱，国内经济修复速度下降，就业压力较大，消费仍然不足，复苏态势仍面临考验。受信贷与社融规模大增、

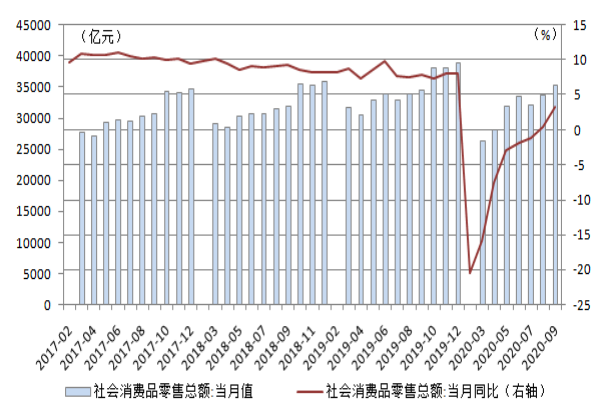
专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，国内经济四季度将继续小幅反弹，但需警惕出现第二波疫情，我们认为四季度经济边际改善程度会比三季度要小。

图 11：中国进出口数据



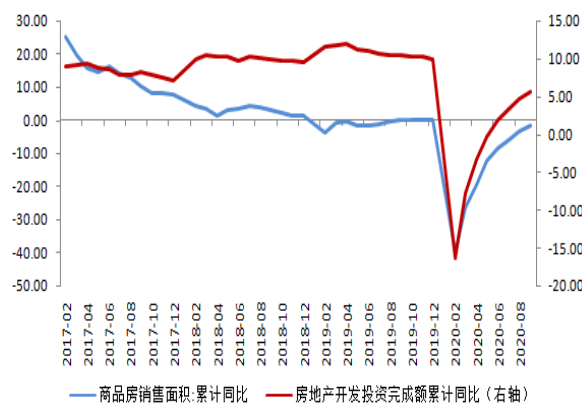
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 12：中国社会消费品零售销售数据



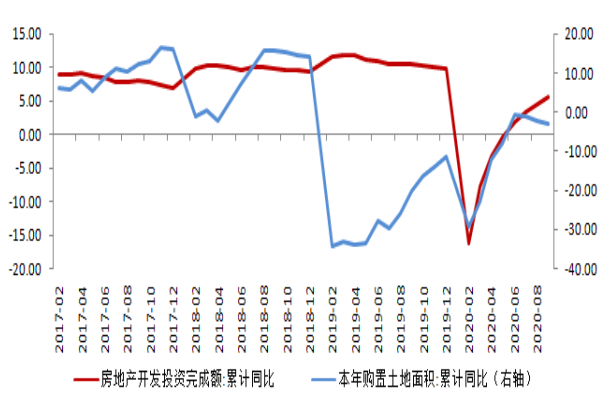
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 13：商品房销售面积与房地产开发投资同比



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：房地产开发投资与土地购置面积



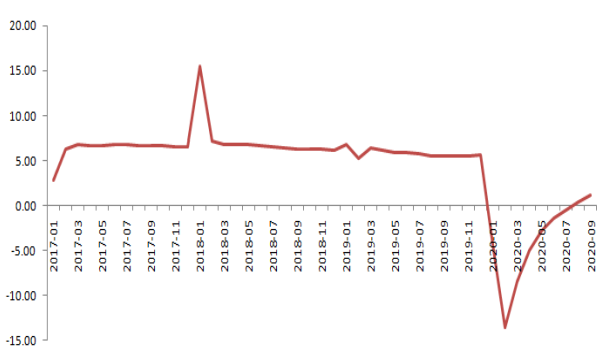
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 15：工业企业利润累计同比



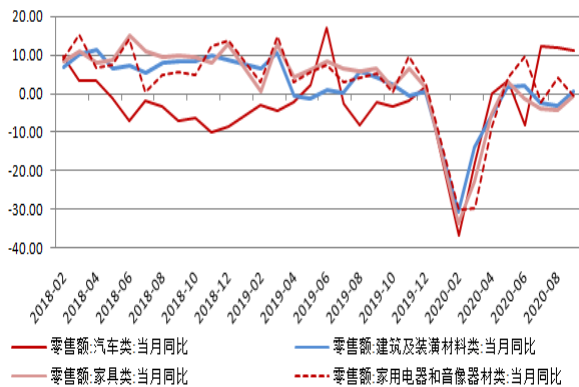
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

图 17：零售销售额部分分项指标



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 18：30 中大城市商品房成交面积（万平方米）

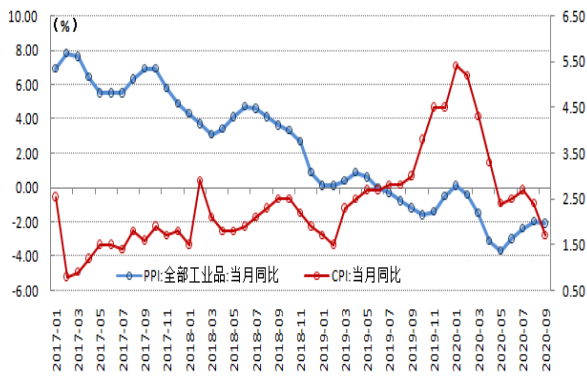


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

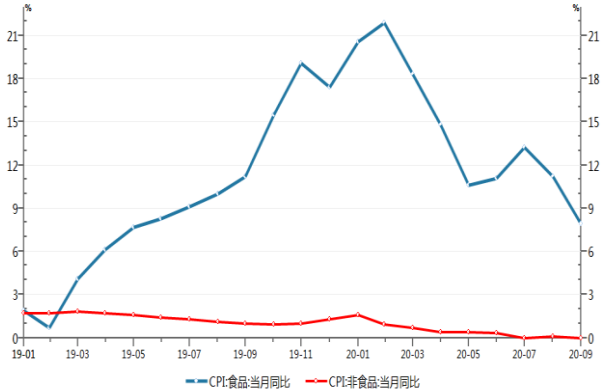
9 月物价稳中回落，扣除食品和能源的 CPI 仍然是通缩，PPI 跌幅略有扩大。9 月 CPI 同比涨幅缩窄 0.7 个百分点至 1.7%，其中食品价格同比上涨 7.9%，非食品价格持平，分别比 8 月下降 3.3 个百分点、0.1 个百分点。食品价格涨幅收窄，主要因猪肉涨幅回落，同比涨幅从上月的 52.6% 降至 25.5%，影响 CPI 上涨约 1 个百分点。不过年内生猪养殖规模不断扩大，四季度猪肉价格回落概率较高，且去年同期基数较高，猪价对 CPI 的拉动作用将继续减弱。年内疫情导致需求走弱是主导物价走势的主要因素，预计年底 CPI 将进一步回落。9 月能源、有色、黑色等大宗商品价格回落，使得 9 月份 PPI 同比降幅扩大 0.1 个百分点至 2.1%，环比仅上涨 0.1%。分行业出厂价格看，黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业环比上涨最多，分别为 9.4%、6.2%，涨幅并不大，而且有三分之一以上的主要行业出厂价格没有实现环比正增长。同比看，9 月石油和天然气开采业仍然领跌，跌幅扩大至 26.2%，之后分别是石油、煤炭及其他燃料加工业-16.9%，化学纤维制造业-15.6%，煤炭开采和洗选业-7.5%，涨幅改善较大的是黑色金属采选业。10 月，工业品、农产品、有色、能化板块均冲高回落，PPI 同比跌幅收窄的可能性不大。不过后续随着基建与房地产共同发力，工业品价格有望获得支撑。从物价方面看，近几个月内通缩与通胀发生的概率均不高，低通胀将会增加货币政策宽松的持续时间。

图 19：中国 CPI 及 PPI 同比

图 20：CPI 中食品项与非食品项同比



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

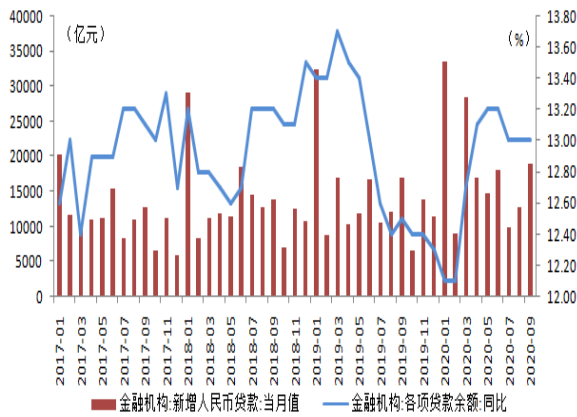
三、货币政策分析

10月21日举行的2020金融街论坛年会上,央行表示,稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向,把好货币供应总闸门,适当平滑宏观杠杆率波动;将全面增强金融普惠性,进一步提升金融体系对中小微企业、弱势群体等重点领域的支持力度。货币政策表态延续了此前的论调,这意味着后期货币信贷环境宽松趋势将不再延续,信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向,而定向降准、调降基准利率的可能性均不大,无风险利率预计将保持在较高区间内波动。从10月央行维持LPR利率不变以及公开市场操作上看,年底货币政策将继续延续当前的基调。

四、资金面分析

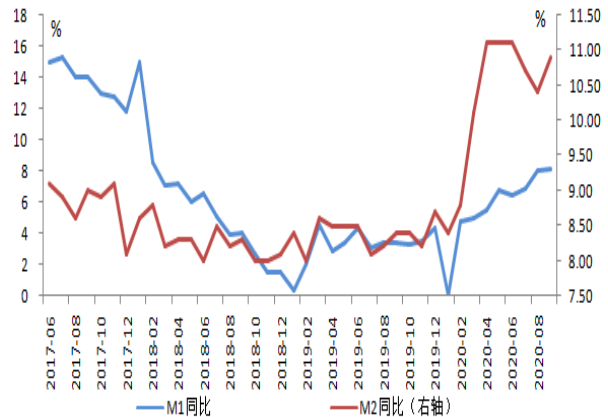
9月社会融资规模增量3.48万亿元,比上年同期增加9630亿元。其中政府债券净融资同比多增6326亿元,较上月峰值略有下降,贡献度仍然最高。从信贷结构看,居民短期、中长期贷款继续增加,企业中长期贷款增加但短期贷款与票据融资继续走弱,说明居民消费需求与购房需求增加,基建项目持续发力,资金空转套利行为受限,信贷结构持续改善。9月M2同比增长10.9%,比8月扩大0.5个百分点,主要原因在于信贷持续扩张以及财政加速投放。从利率数据来看,10月1年期、3年期、7年期和10年期国债收益率较9月最后一个交易日分别上升了12.54bp、2.49bp、4.79bp和2.98bp,5年期国债收益率下降了7.62bp。与前几个月相比,长端国债收益率上涨速度明显下降。根据政府报告中的新增信贷目标,四季度还剩余3.5万亿元左右的额度。随着政府专项债接近尾声以及信贷投放量的下降,11月和12月的社会融资规模将会下降。

图 21: 新增人民币贷款与贷款余额增速



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

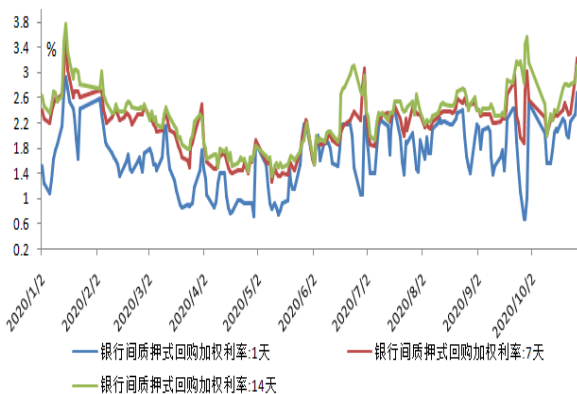
图 22: 货币供应量 M1、M2 同比



资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

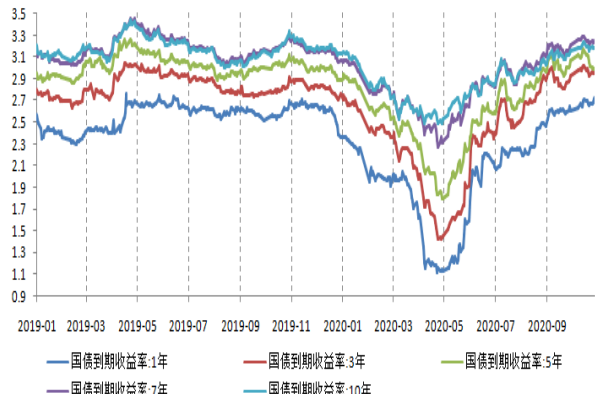
受十一假期后资金回流影响, 10 月前半月货币市场资金面较为宽裕, 但后半月有所收紧, 银行间市场短端利率回落后小幅上扬。央行在公开市场的净投放保持克制, 主要以稳定资金面为主。财政部曾表示, 力争地方政府专项债在今年 10 月底前发行完毕。2020 年新增专项债 3.75 万亿元, 截止 10 月 30 日, 专项债累计发行完成 3.56 万亿元, 尚余不到 2000 亿元等待发行。尽管不排除年底会提前下达明年新增专项债的发行额度, 不过新的发行额度在年底前发行的可能性较小。年底政府债券发行以及银行信贷将下降, 11 月资金面维持中性的概率较高。

图 23: 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 24: 中证主要期限国债到期收益率



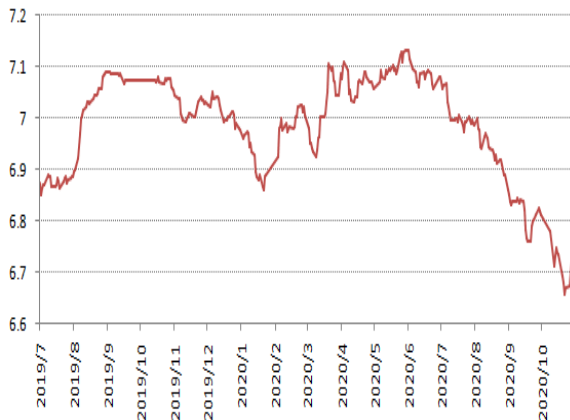
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

五、汇率分析

人民币兑美元汇率在 10 月继续走高, 中间价从 9 月 30 日的 6.8101 升至 10 月 30 日的 6.7260。期间为了缓解人民币升值过快, 央行先是在 10 月 12 日将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0, 继而在 10 月 27 日发公告称陆续主动将人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”

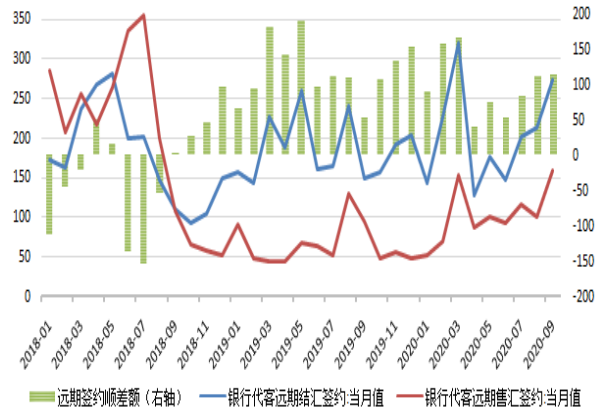
淡出使用。在央行两次行动表态之后，人民币升值速度确实有所缓解，不过升值趋势并未扭转。从基本面上看，中国疫情防控得力、经济复苏态势良好、货币政策较为克制、中美利差走扩等均能构成对人民币的支撑。不过人民币升值预期强烈、贬值预期强烈，都不符合央行保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的目标。此外，11月美国大选将选出新的总统，中美摩擦风险不可忽视，一旦摩擦加剧，人民币走强预期会被改变。而今年中国金融业全面对外开放，在稳外资和稳外贸的双重任务下，人民币升值空间不会太大。11月在岸人民币兑美元汇率的波动重心可能在6.75附近。从目前看，汇率对货币政策的决策影响不大。

图 25：美元兑人民币中间价



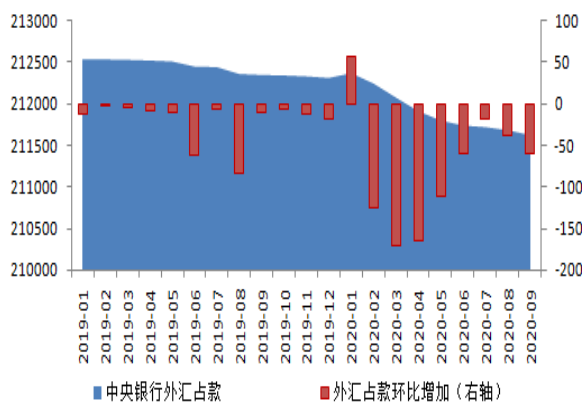
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 26：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



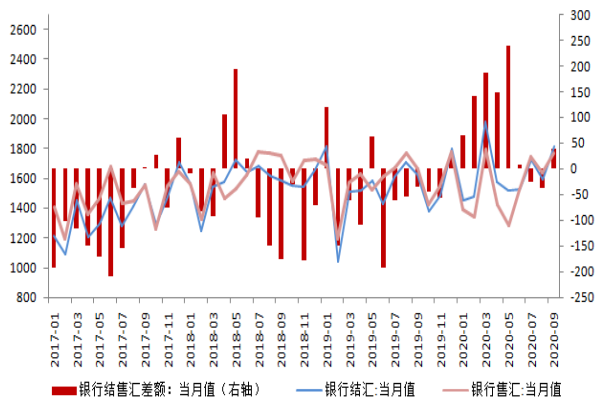
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 27：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：银行结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、11 月期债投资建议

10 月欧美疫情因天气转冷快速反弹，经济前景难言乐观。中国本土病例零星发作，随着经济逐

步回归正常，边际改善程度减弱。受信贷与社融规模大增、专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等影响，国内经济四季度将继续小幅反弹，年内正增长基本无忧。但在收入约束下报复性消费并未出现，强势外需缺乏可持续性，就业压力较大，且疫情二次爆发的风险犹存，复苏态势仍面临考验。物价方面，短期内通缩与通胀发生的概率均不高，年底CPI预计将进一步回落，PPI跌幅收窄可能性较小，低通胀将会增加货币政策宽松的持续时间。在中国经济基本面强势的支撑下，人民币汇率有望保持强势，但受美国大选影响，人民币仍有贬值风险，整体看下个月会在6.75附近波动，不会影响货币政策制定。年底政府债券发行以及银行信贷下降，11月资金面将维持中性。货币政策基调并未发生改变，10月央行再次强调稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，意味着后期货币信贷环境宽松趋势将不再延续。

10月份各期限国债收益率都在寻顶，3.3%基本上可以确定是10年期国债收益率的顶部。参考近几年国债收益率的表现，年内10年期国债收益率预计会在2.9-3.3%之间震荡，而5年期国债收益率也将区间震荡。从技术面上看，T2012仍处在从5月开始的下行通道内，目前正在试探通道上轨。一旦突破，第一压力位可关注98.5，第二压力位可关注98.8，第三压力位可关注99.2。在操作上，10月国债期货可继续保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。在T2012突破上轨后，多单持有，在第一、第二、第三压力位分批减仓。一旦压力位被确认，可空单介入。目前套利策略的机会较少，在利率下行期，5年期与10年期、2年期与10年期国债的价差通常会收窄，依据此条规律，在国债期货上方压力位确认后可做空5年期与10年期、2年期与10年期国债价差。

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。