

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

瑞达期货王骏翔

从业资格号： F3025058

投资咨询从业资格号：

Z0014251

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：货币政策重中长期 期债震荡局面难改

内容提要：

7月全球新冠疫情恶化，震中在美国、南美和印度。除美国外，主要发达国家经济重启后恢复较快，国际贸易活动活跃度有所上升。但受制于疫情，全球供应链仍不够顺畅，全球经济恢复到年初仍有很大困难。国内经济恢复情况较好，投资与消费是年内经济增长的主要抓手，外需疲弱，保民生保就业任务艰巨。物价没有通缩和通胀风险，人民币汇率也没有单边大幅涨跌的风险，对货币政策影响小。7月中央政治局会议透露出更加注重中长期经济战略的看法，指出货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。“宽信用”+“宽货币”将是下半年货币政策的总体基调。在银行流动性边际收紧的情况下，shibor、逆回购利率回升但贷款利率下降，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。定向降准预计频率降低，调降基准利率的可能性预计不大，无风险利率保持在区间内波动。10年期国债收益率预计仍会在2.7-3.1%之间震荡，投资机会偏少。在操作上，8月国债期货可保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。T2012上行压力位在100.5，下部支撑位关注98.4；TF2012上行压力位在101一线，下部支撑位关注99.8；TS2012上行压力位在102一线，下部支撑位关注100.4。套利策略暂不推荐。

策略方案：

| | 区间操作策略 | 区间操作策略 |
|--------|------------|----------|
| 操作品种合约 | T2012 | TF2012 |
| 操作方向 | 高抛低吸 | 高抛低吸 |
| 价格区间 | 98.4-100.5 | 99.8-101 |
| 盈亏比 | 2:1 | 2:1 |
| 入场点位 | 在区间边界附近 | 在区间边界附近 |

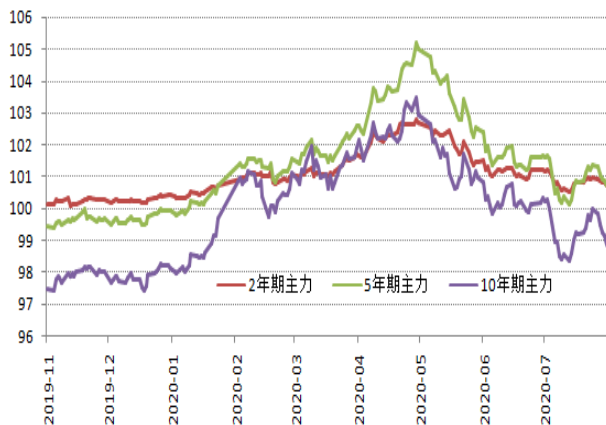
风险提示：

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、7月国债期货行情回顾

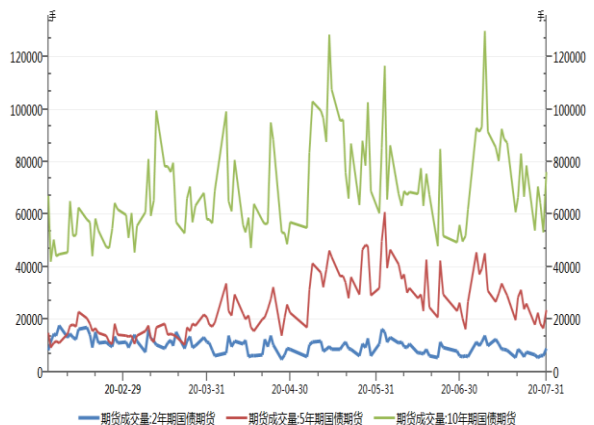
7月境外疫情继续恶化，国内新疆、大连有少量确诊病例发生，经济局面整体稳定，经济复苏加快，货币政策边际收紧，A股热情高涨，债市继续回落。7月31日收盘，十债主力报98.840，月度下跌1.47%，三月份合约共成交177万手，增加37.8万手，持仓量增加1.34万手至10.2万手；五债主力报100.725，月度下跌0.92%，三月份合约成交量减少5.33万手至64万手，持仓量下降1.09万手至4.2万手；二债主力报100.725，月度下跌0.49%，成交量减少9547手至17.8万手，持仓量减少564手至1.53万手。7月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力价差、与二年期国债期货主力价差没有明显走扩或者收窄。

图1：T2009、TF2009、TS2009日收盘价



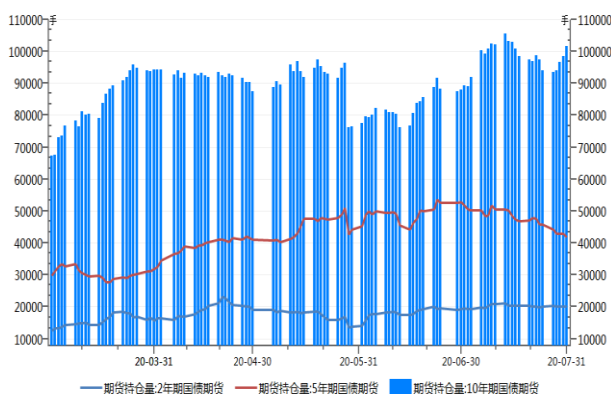
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



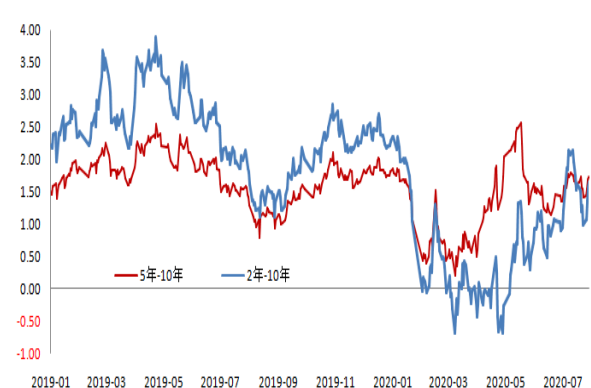
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

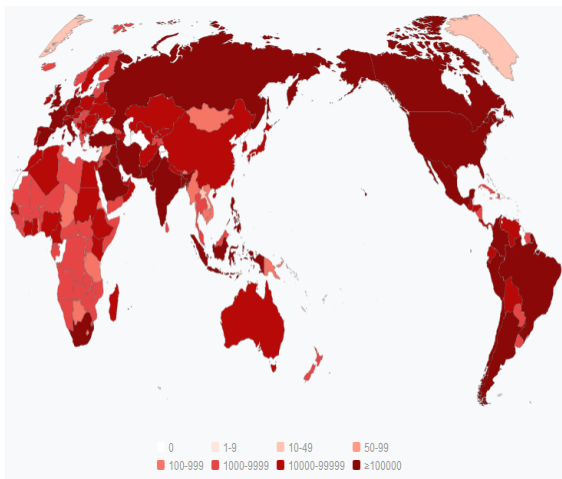


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

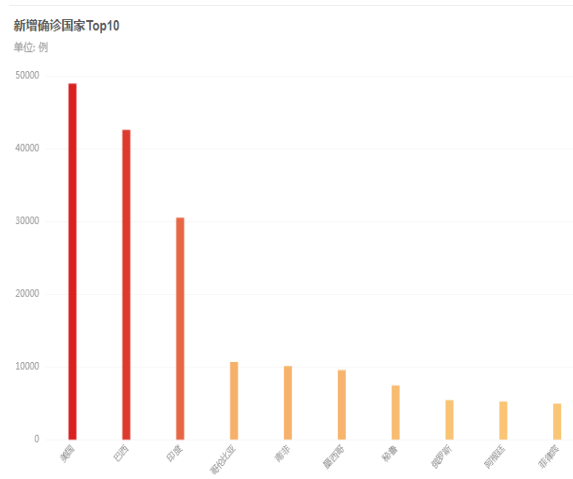
7月全球新冠疫情恶化，美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间7月31日6:34，全球累计确诊超1715.34万例，累计死亡超66.97万例。一个月内，新增确诊增加近690万，较上月的420万增幅扩大，日新增达到22.25万人。从地区看，欧洲疫情持续缓和，美国疫情反弹，南美、印度成为新的震中，防控压力很大。欧洲多国加速复工复产，经济出现强劲反弹迹象。美国受疫情影响，复工复产速度较慢，经济复苏步伐也较为缓慢。日韩等东亚国家率先走出疫情影响，全面进入复工复产阶段。南美、非洲等多国仍在紧密抗疫当中，经济停摆范围较大。从全球看，除美国外，主要发达国家经济重启后恢复较快，国际贸易活动活跃度有所上升。但受制于疫情，全球供应链仍不够顺畅，全球经济恢复到年初仍有很大困难。

图5：全球累计确诊



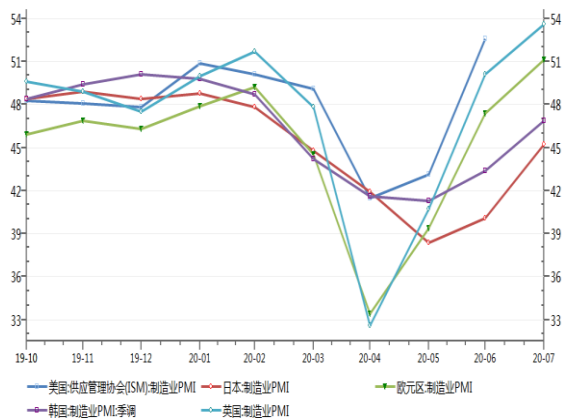
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图6：新增确诊国家前十



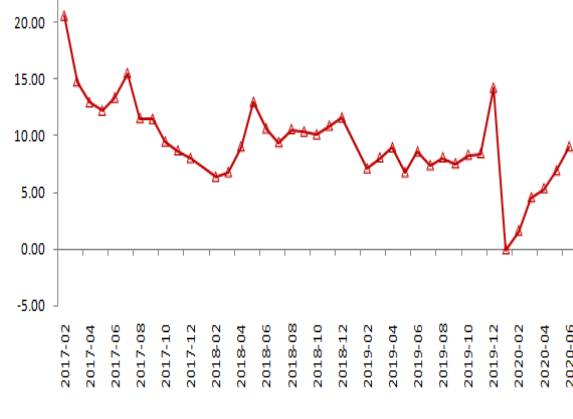
资料来源：百度疫情实时大数据报告

图7：世界主要国家制造业 PMI



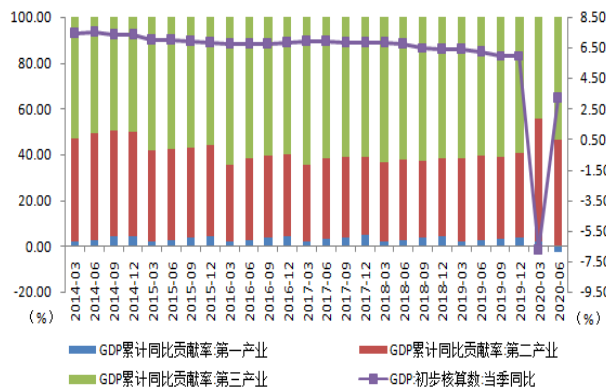
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图8：克强指数



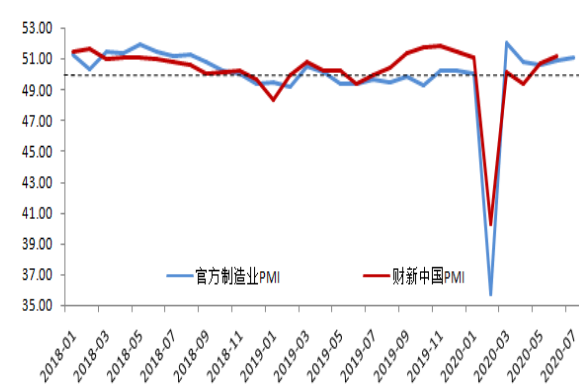
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：中国季度 GDP 同比



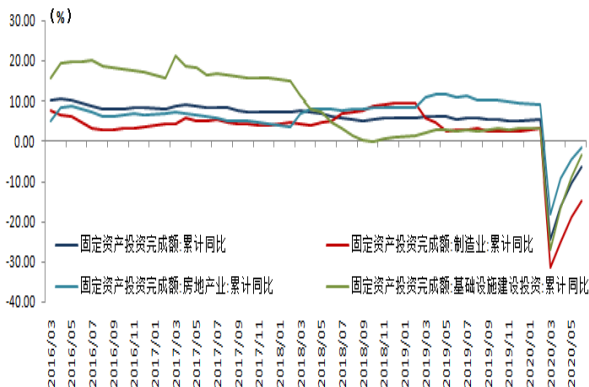
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 10：中国制造业 PMI



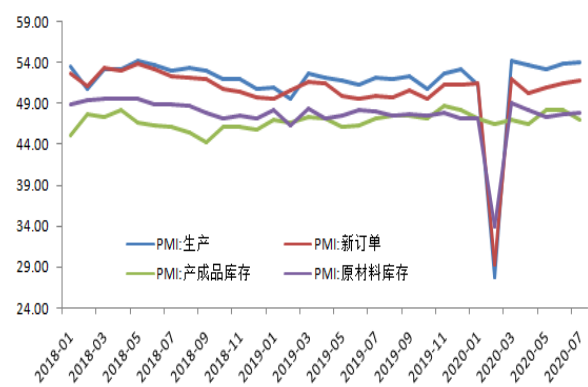
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 11：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

图 12：中国官方制造业 PMI 分项



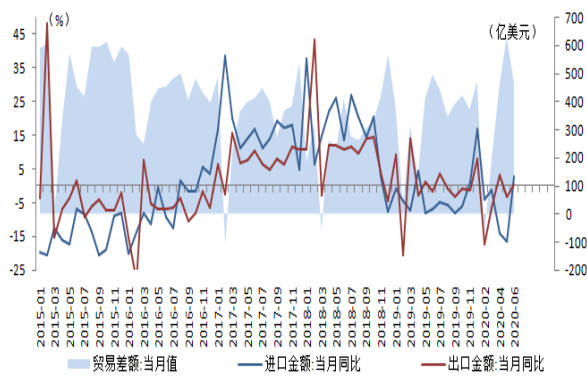
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

中国经济在疫情中展现出强劲韧性，二季度经济持续复苏，投资、消费、进出口数据继续改善。二季度 GDP 同比转负为正，达到 3.2%，远好于预期。投资上，房地产投资与基建投资反弹最快。1-6 月份，全国固定资产投资（不含农户）281603 亿元，同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点；其中，民间固定资产投资 157867 亿元，下降 7.3%，降幅收窄 2.3 个百分点；全国房地产开发投资 62780 亿元，同比增长 1.9%，1-5 月为下降 0.3%；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 2.7%，降幅比 1-5 月份收窄 3.6 个百分点。消费上，6 月社会消费品零售总额 33526 亿元，同比名义下降 1.8%，降幅比上月收窄 1 个百分点。工业增加值上，6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，较 5 月加快 0.4 个百分点。进出口方面，6 月份，以美元计，出口同比增长 0.5%，进口同比增长 2.7%，贸易顺差 449 亿美元，出口与进口同比均好于前值。6 月企业盈利改善明显，当月全国规模以上工业企业实现利润总额 6665.5 亿元，同比增长 11.5%，增速

比5月加快5.5个百分点。更加高频的数据，如日耗煤量，5月以来已经与去年持平，甚至还有增加，而7月30中大城市的地产成交面积也高于去年同期，显示经济活力仍在不断提升。不过国内餐饮、旅游等行业恢复有限，上半年人均可支配收入实际下降1.3%，非制造业从业人员指数连续22个月低于50荣枯线，就业问题以及民生问题挑战大。在外需疲弱的大环境中，在疫情防控常态化的前提下，经济复苏的主要抓手是投资和消费，整体上看复苏态势不会改变，但仍面临较大压力。

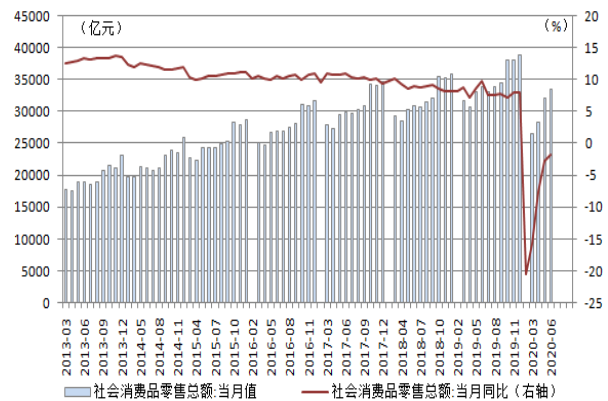
综合投资、消费与外贸三个方面来考虑，国内三季度与四季度有望继续大幅反弹。此外，上半年的信贷和社融数据将在下半年显现效果，专项债额度增加并提前发行、财政赤字率提高等财政措施，也将对下半年的经济增长提供有力支撑。在一季度负增长，二季度可能零增长，三四季度逐步恢复的情景下，国内GDP全年增速有望保住3%。

图 13：中国进出口数据



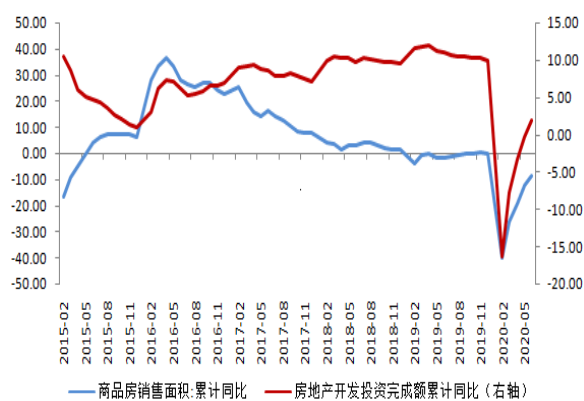
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：中国社会消费品零售销售数据



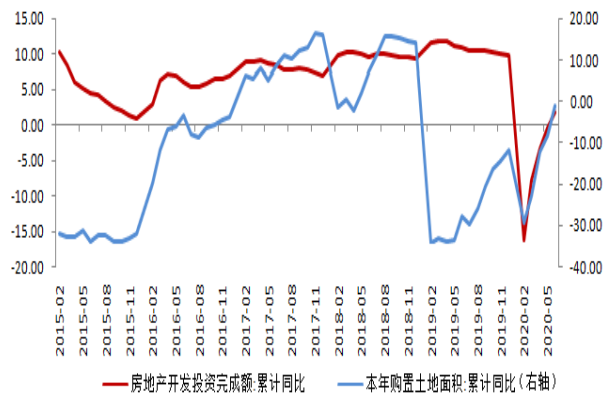
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 15：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

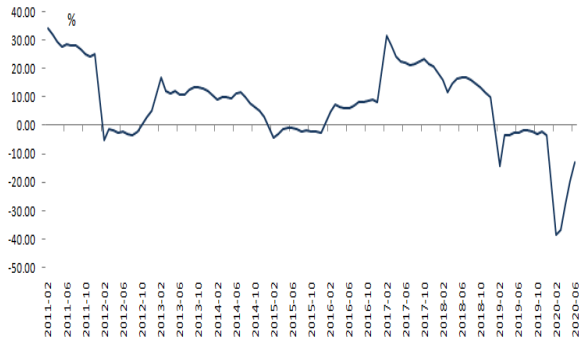
图 16：房地产开发投资与土地购置面积



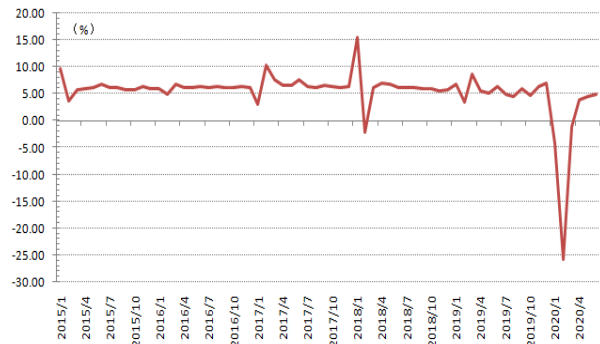
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 17：工业企业利润累计同比

图 18：规模以上工业企业增加值增速

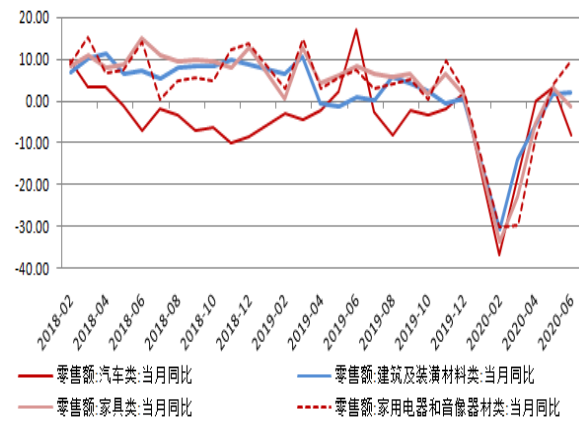


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院



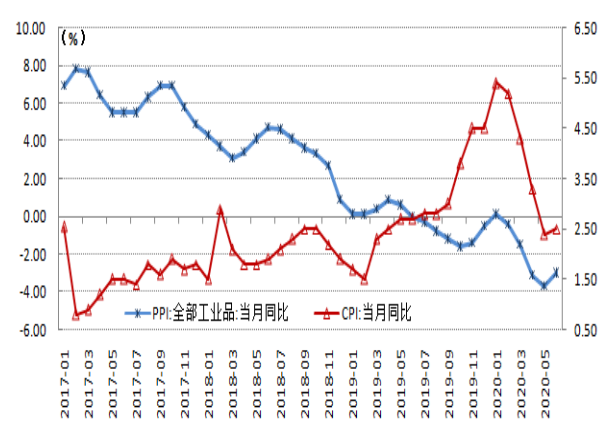
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19：零售销售额部分分项指标



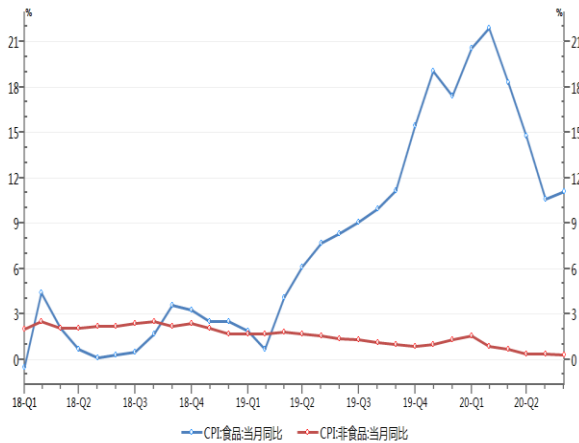
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 20：中国 CPI 及 PPI 同比



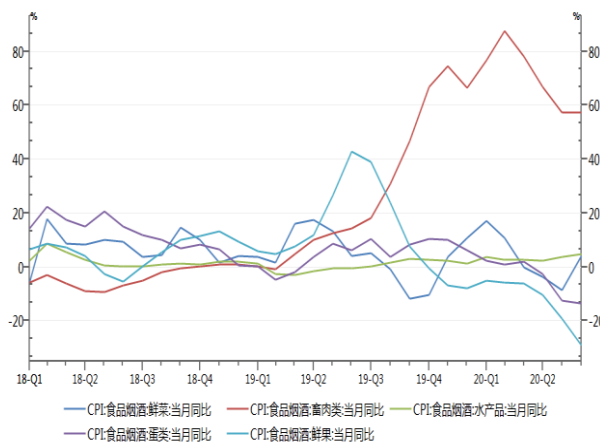
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 21：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

图 22：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

疫情因素基本消退，6 月物价整体小幅回升。6 月 CPI 同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 2.5%，其中食品价格同比上涨 11.1%，非食品价格上涨 0.3%，分别比 5 月上漲 0.5 个百分点、下降 0.1

个百分点。食品价格反弹，主要因其中鲜菜、水产品涨幅较大，肉类同比涨幅与上月相差不大，鲜果与蛋类降幅较大。7月南方洪灾严重，肉类价格有一定反弹。不过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。且去年同期基数较高，猪价对CPI的拉动作用将逐步减弱。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。受能源、有色、黑色等大宗商品价格回升影响，6月份PPI同比下降3%，降幅较上月收窄0.7个百分点，环比年内第一个月转正。分行业出厂价格看，石油和天然气开采业环比上涨最多，达38.2%，其次是黑色金融矿采选业，环比上涨2.9%。同比看，6月石油和天然气开采业领跌，跌幅达39.1%，之后分别是石油、煤炭及其他燃料加工业-21.6%，化学纤维制造业-14.5%，煤炭开采和洗选业-9.3%。7月以来，大宗商品全面反弹，工业品、农产品、贵金属均创新高。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，下半年通缩与通胀发生的概率均不高，不会是货币政策关注的重心。

三、货币政策分析

7月30日召开的中央政治局会议认为经济复苏力度好于预期，指出货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。会议没有提降准降息，对中小微企业的支持的基调没有改变。

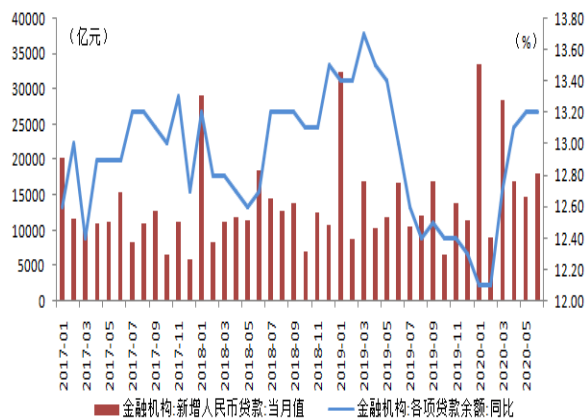
在半年报中我们指出，如果没有突如其来的新冠疫情，今年的货币政策大概率仍然以稳健略宽松为主，疫情改变了货币政策原有的运行轨道。早在6月18日，易纲行长在陆家嘴论坛已经表示，疫情应对期间的金融支持政策是阶段性的，要注意激励约束相融，关注政策后遗症，保持总量适度，并提前考虑相关工具的适时退出。7月政治局会议更加明确了中央的态度，即更加注重中长期发展。我们仍然认为，短期政策以中长期政策为界限，当短期政策和中长期政策冲突时，以中长期政策为准。在当前银行流动性边际收紧的情况下，SHIBOR、逆回购利率回升但贷款利率下降，信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向。定向降准预计频率降低，调降基准利率的可能性预计不大，无风险利率保持在区间内波动。

四、资金面分析

受企业融资需求恢复、政府基建和居民购房行为加快修复的驱动，6月金融数据再度超预期走高，宽信用效果显著。6月金融数据体现了“宽货币边际收紧”与“宽信用”并行的特点。

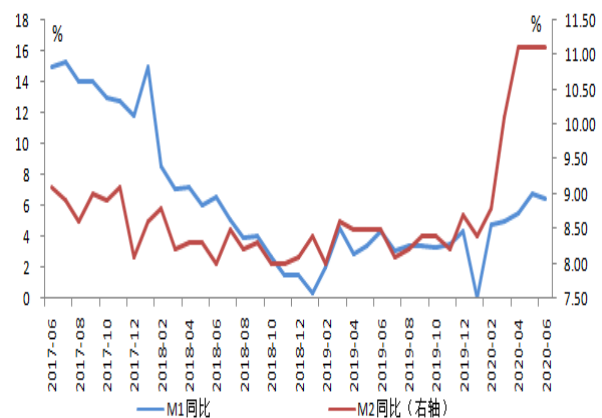
6月银行间市场短端利率继续回升，显示宽货币政策边际收紧。央行在公开市场净回笼5600亿元，各期限shibor均走高。但6月社会融资规模增量3.43万亿元，比上年同期增加0.81万亿元。其中，信贷贷款同比多增2515亿元，企业直接融资同比增2256亿元，政府债券同比多增533亿。6月新增人民币贷款1.81万亿元，同比多增1500亿元，其中，居民新增中长期贷款6349亿元，较去年同期多增1491亿元，企业新增中长期贷款2043亿元，也明显高于去年同期。数据与消费反弹、房地产销售回升以及稳增长政策导向下基建类投放增加相吻合。6月M2同比增长11.1%，增速与前值持平，比上年同期高2.6个百分点。从长端利率看，6月，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较5月最后一个交易日分别上升56.81bp、45.14bp、34.70bp、19.69bp和10.96bp。

图 23：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 24：货币供应量 M1、M2 同比



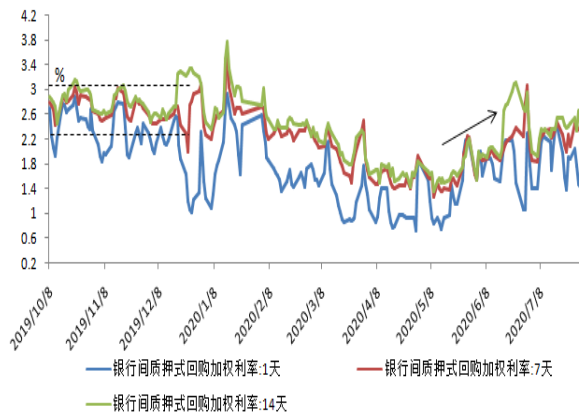
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

7月份金融市场仍然延续了宽信用政策，但宽货币政策边际略有放松。7月央行公开市场净回笼6177亿元，主要因端午节后资金面较为宽松，本月14天期逆回购利率下调20个基点，整体上看，短端利率有所下降。截止7月31日，隔夜、7天期、14天期银行回购加权利率分别下降了37.84bp、72.65bp和56.42bp。国债利率涨幅放缓，7月，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较5月最后一个交易日分别上升11.87bp、15.26bp、12.68bp、12.00bp和12.10bp。

8月逆回购以及MLF到期量不大，资金回笼压力较小，央行公开市场操作投放流动性的动力不强。近期财政部发布通知，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。按照计划，2020年安排新增专项债券3.75万亿元，截至7月中旬已发行新增专项债2.24万亿元，尚

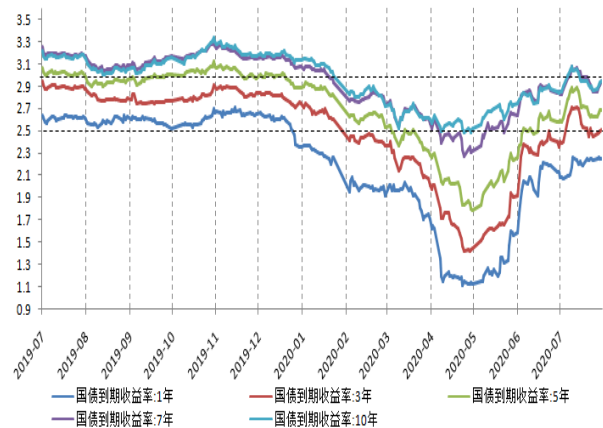
余约 1.5 万亿元等待发行。考虑到财政政策发力需要低成本融资支持，当前资金利率可能存在小幅下行的空间。8 月货币市场资金利率有上涨可能，但中长期国债利率上涨空间有限。

图 25：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 26：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

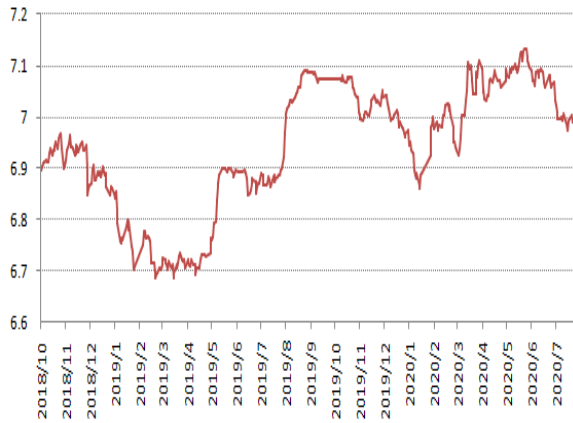
人民币兑美元汇率在 7 月大幅升值，中间价从 6 月 30 日的 7.0795 升至 7 月 31 日的 6.9848，走高 947 个基点。本月人民币走势一方面与美元走低有关，一方面与中国股市走强有关。7 月美元指数大跌 4.03%，一边是美国疫情恶化，CPI、PPI、密歇根大学消费者信心指数等经济数据欠佳，一边是欧洲疫情不断好转，多个国家实现零新增，制造业 PMI、服务业 PMI、CPI、消费者信心指数、投资者信心指数、经济景气指数、零售销售、商品贸易数据等均好于预期，而且欧洲还达成了财政援助计划。A 股与人民币汇率并没有非常直接的关系，两者之间的关联主要是情绪和预期上的。7 月上证综指大涨 10.9%，机构与散户看多后市的居多，风险情绪高涨，牛市的悄然来临增加了市场对经济的信心。

短期内美元与中美关系将会主导人民币走势一段时间。就美元来说，目前美元指数缺乏基本面以及技术面的支撑，仍有走低空间，利于人民币走强。中美关系不确定性较高，夹杂美国大选，中美关系缓和的概率较低，人民币有贬值冲动。这两者的影响一正一反，作用在人民币上，将会令人民币的贬值与升值空间均有限，不过贬值的概率要高过升值概率。一旦美元止跌回升，人民币兑美元即期汇率有望回归至 7.1 附近。

从长期看，中国经济持续复苏，经济前景预期相对较好，中国央行货币宽松力度相比美联储更加克制，且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，人民币贬值空间不大。

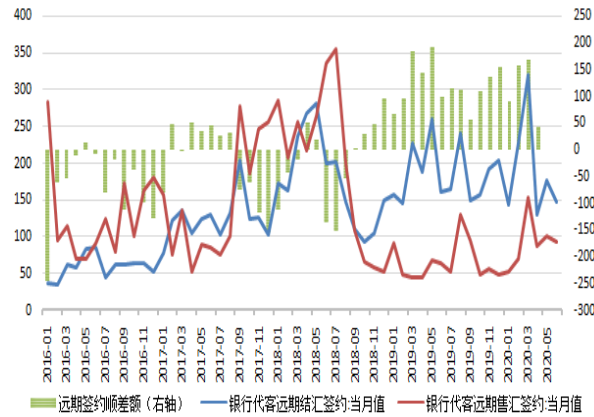
我们维持下半年在岸人民币兑美元汇率大概率在 7.1 附近窄幅徘徊的观点不变，汇率问题不会成为当前货币政策的牵绊。

图 27：美元兑人民币中间价



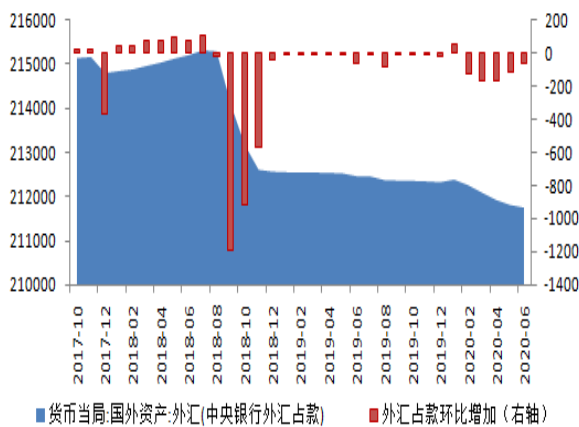
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 28：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



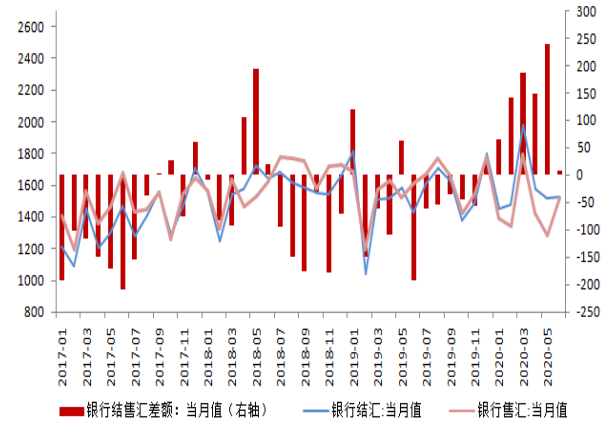
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 29：外汇占款及变动额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 30：银行结售汇差额



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

六、8 月期债投资建议

7 月全球新冠疫情恶化，震中为美国、南美和印度。除美国外，主要发达国家经济重启后恢复较快，国际贸易活动活跃度有所上升。但受制于疫情，全球供应链仍不够顺畅，全球经济恢复到年初仍有很大困难。国内经济恢复情况较好，投资与消费是年内经济增长的主要抓手，外需疲弱，保民生保就业任务艰巨。物价没有通缩和通胀风险，人民币汇率也没有单边大幅涨跌的风险，对货币政策影响小。7 月中央政治局会议透露出更加注重中长期经济战略的看法，指出货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合

融资成本明显下降。“宽信用”+“宽货币”将是下半年货币政策的总体基调。在银行流动性边际收紧的情况下，shibor、逆回购利率回升但贷款利率下降，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。定向降准预计频率降低，调降基准利率的可能性预计不大，无风险利率保持在区间内波动。10年期国债收益率预计仍会在2.7-3.1%之间震荡，投资机会偏少。

在操作上，8月国债期货可保持区间操作思路，在波动区间上下限之间进行操作。T2012上行压力位在100.5，下部支撑位关注98.4；TF2012上行压力位在101一线，下部支撑位关注99.8；TS2012上行压力位在102一线，下部支撑位关注100.4。套利策略暂不推荐。

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。