

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：疫情扩散全球抗疫 期债牛市正在途中

内容提要：

新冠疫情蔓延至多个国家，全球经济前景堪忧，经济政策有望转向。国内疫情对旅游住宿业、餐饮业、房地产业、交通运输业、影视业等冲击比较大，这些行业一季度损失至少在2万亿。相比非典，此次政府出手更快，措施更为严厉，疫情持续时间也会较短。疫情对第一季度经济冲击最大，随着疫情稳好转好，二季度经济有望恢复。为实现今年的经济增长目标，中央加大逆周期调节力度，在积极财政政策与宽松货币政策的共同加持下，今年的经济增速有望恢复至5.8%-5.9%。当前新冠病毒疫情在全球蔓延，风险资产价格缺乏有力支撑，国债的避险需求与配置需求增加，而境外国债需求也将有明显改善，整体上看国债配置需求强劲。总体上看，支撑国债期货上行的因素众多，3月10年期国债收益率有望继续回落至2.6%左右。操作上，国债期货可保持偏多思路，逢低买入6月合约。T2006上行压力位在101.9，下部支撑位关注100.15；TF2006上行压力位在101.9一线，下部支撑位关注100.9。由于10年期国债期货与2年期国债期货价差维持在低位，可考虑多2年期空10年期期债套利策略。需密切跟进疫情变化，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	T2006	多 TS2006，空 T2006
操作方向	多	套利
入场点位	100.7	0
出场点位	101.7	1
止损点位	100.2	-0.3

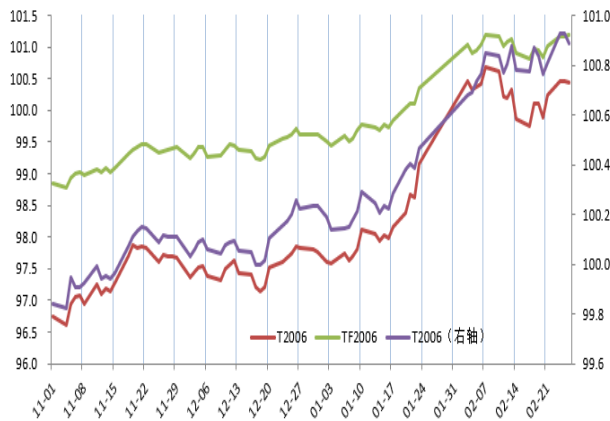
风险提示：

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、2月国债期货行情回顾

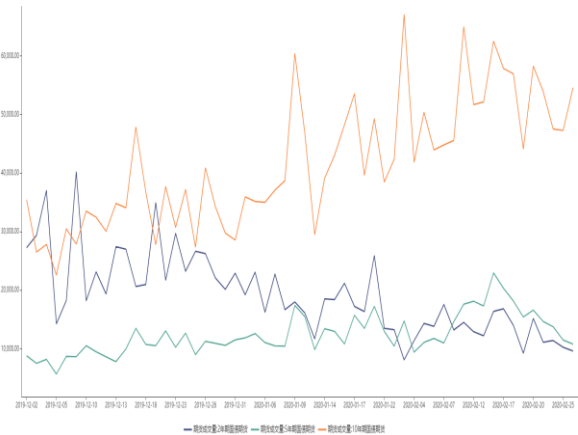
2月新冠疫情影响贯穿金融市场始终，从2月3日春节后首个交易日的恐慌情绪发泄，到疫情逐步好转，政策焦点转向经济，金融市场随之大幅波动。因疫情对一季度经济打击大，为保经济增长，央行调降逆回购利率、MLF利率与LPR，并向市场投放大量流动性，国债期货节后一直高位震荡。2月26日收盘，十债主力报100.435，月度上涨1.30%，三月份合约共成交94.6万手，持仓量下降1.1万手至7.55万手；五债主力报101.180，月度上涨0.82%，三月份合约成交27万手，持仓量下降0.7万手至3.36万手；二债主力报100.890，月度上涨0.42%，成交23.2万手，持仓量下降0.63万手至1.58万手。与此同时，TS2006与T2006的价差收窄至零附近，处在历史低位。

图1：T2006、TF2006、TS2006日收盘价



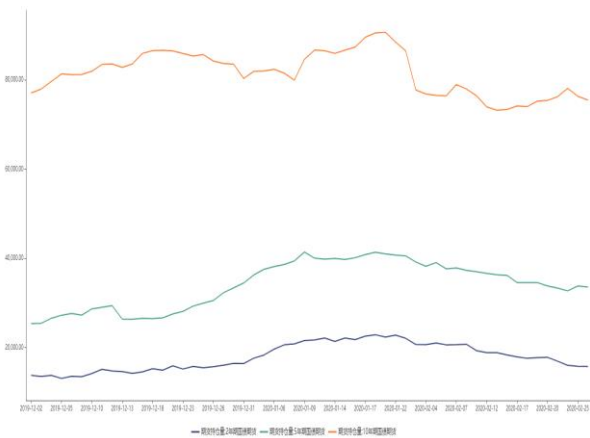
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图2：国债期货日成交量



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图4：2年期债与10年期债6月合约价差

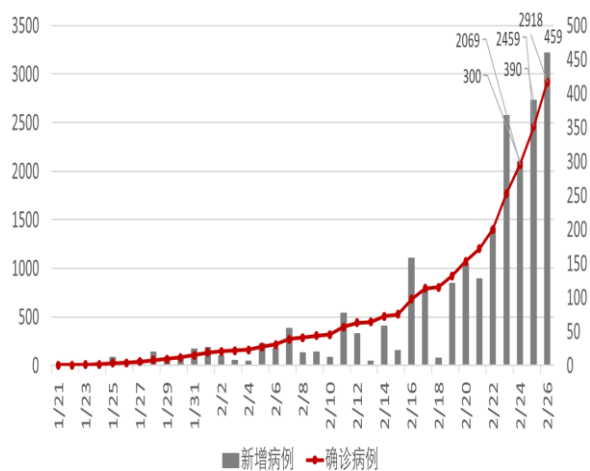


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

二、经济基本面分析

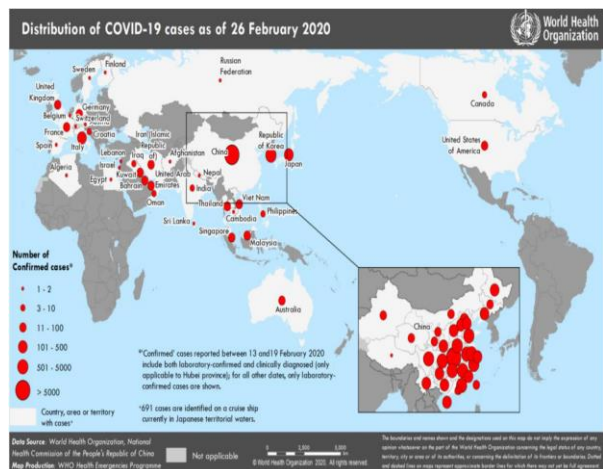
随着中美达成第一阶段协议，全球贸易不确定性下降，但新冠疫情蔓延至多个国家，全球经济前景堪忧。截至2月27日13点，除中国外，全球共有40个国家发现确诊病例，共3548例。WHO表示，中国境外日新增新冠肺炎病例已超过中国境内。疫情较为严重的韩国、日本、意大利、伊朗、美国、新加坡等国，均已出台部分防护措施。对阻断传染病最有效的办法是隔离，隔离势必会影响经济的正常运行，带来经济损失。IMF认为，疫情会放慢世界经济的发展，2020全球经济增速预计为3.2%（比1月预期下调0.1个百分点），但目前病毒传播复杂，仍有诸多不确定因素，医疗体系薄弱的国家更易受到影响。除了新冠疫情，新兴经济体面临偿债高峰，也存在较大风险隐患。在货币政策上，全球主要央行仍然保持宽松导向，去年11月至今保持宽松政策按兵不动的居多，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行、澳大利亚央行、印度央行、韩国央行等均宣布维持基准利率不变。值得注意的是，新冠疫情在中国境外正在发酵，市场担忧情绪已经弥漫，虽然各国经济政策尚未因疫情而改变，但不排除有改变的可能，尤其是韩国和日本。在世界分工高度发达的当前，疫情对一国的影响，尤其是全球化程度深的国家，势必会波及到全球。

图5：中国以外全球病例



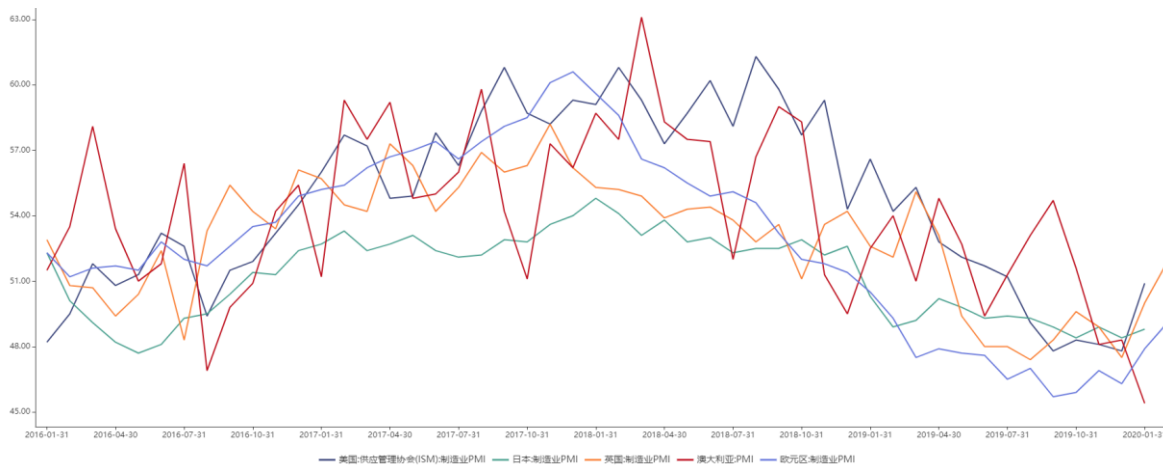
资料来源：WHO，瑞达研究院

图6：全球病例分布



资料来源：WHO，数据截至2020年2月26日

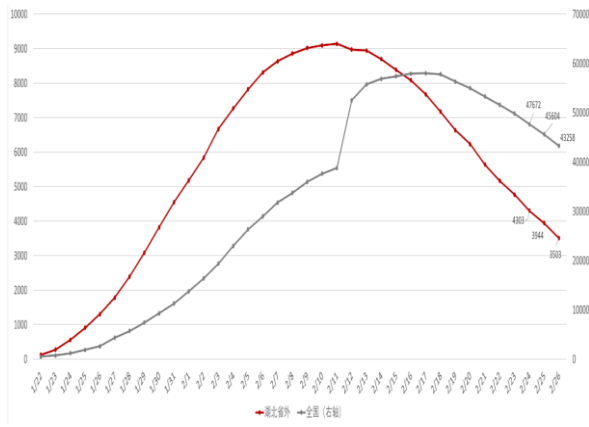
图7：世界主要国家制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

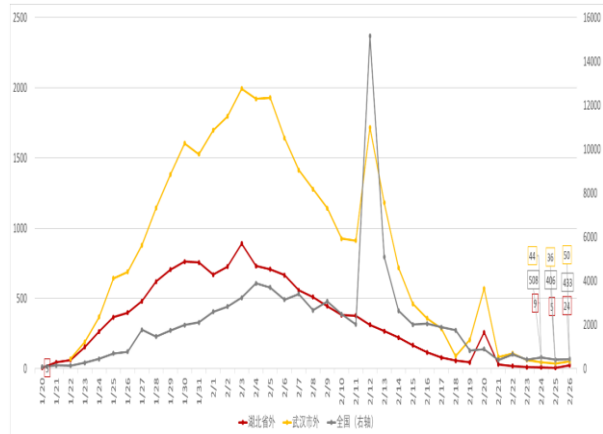
新冠疫情对中国经济以及经济政策影响很大。2019 年底，新型冠状病毒疫情爆发，值春运期间，武汉疫情扩散至全国各地。全国 31 省市均启动重大突发公共卫生事件一级响应，交通阻断，人流、物流阻隔，复工复产及开学延迟，导致春节期间旅游住宿业、餐饮业、房地产业、交通运输业、影视业等受到重大打击。全国新增确诊病例在 2 月 5 日前后出现拐点，全国累计确诊病例在 2 月 22 日前后出现拐点，随着疫情逐步得到控制，政策重心也从疫情转移至经济上。2 月 12 日政治局常委会会议，认为疫情形势已经出现积极变化，开始提“差异化防控策略”，开始提及经济工作与十三五规划，督促央企国企“有序”复工复产。2 月 19 日-21 日，政治局常委会会议及政治局会议，认为“防控工作已经取得了阶段性成效”，强调要完善差异化防控策略，强调推动复工复产的重要性。2 月 23 日总书记在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上表示，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，关系到全面建成小康社会和完成“十三五”规划，关系到我国对外开放和世界经济稳定，进一步具体部署了复工复产工作。会议强调，“积极的财政政策要更加积极有为”，“要继续研究出台阶段性、有针对性的减税降费政策”，“扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构”，“稳健的货币政策要更加注重灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置”。在一季度经济增速下滑已成定局的情况下，要保住全年增速，剩余三个季度的经济增速需要大幅提高。近期中央与地方密集出台保经济政策，鼓励复工复产，目前各地复工复产进度较快，交通恢复情况较好，景区、饭店等已陆续营业，多省下调公共卫生事件一级响应。由于疫情发生突然，1 月经济数据尚未反映出疫情变化，因此拿 1 月经济数据分析未来经济走势意义不大。

图 8：新冠肺炎中国现有确诊病例



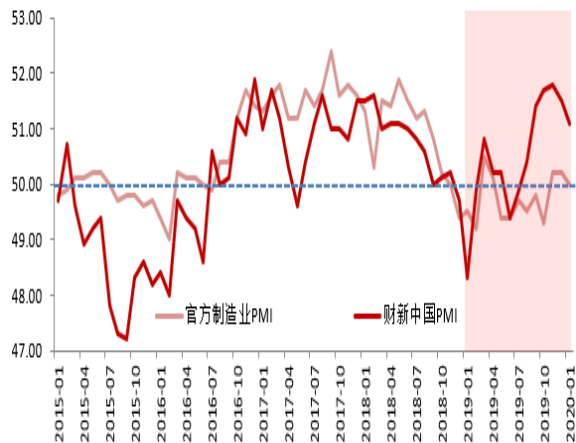
资料来源：国家卫健委，瑞达研究院

图 9：新冠肺炎中国新增确诊病例



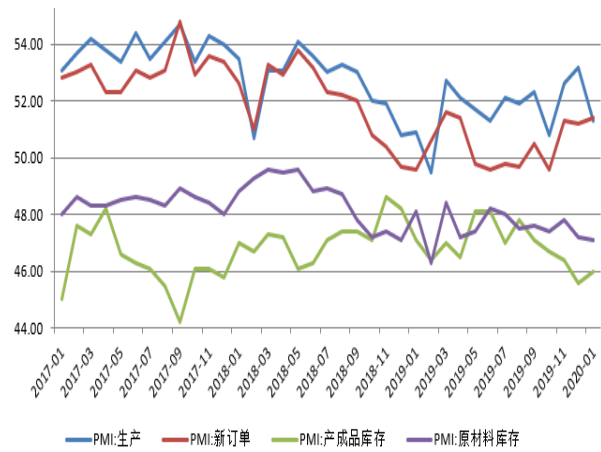
资料来源：国家卫健委，瑞达研究院

图 10：中国制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 11：中国官方制造业 PMI 分项

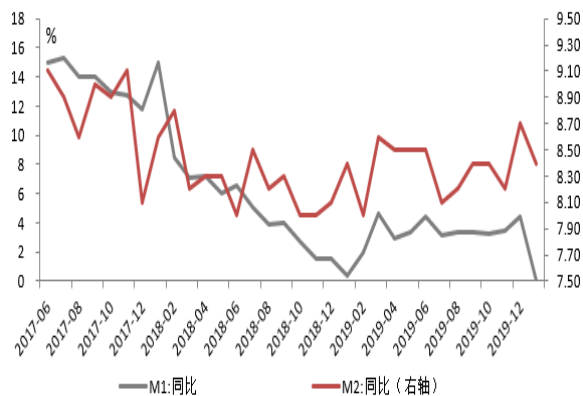


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

本次疫情冲击比较大的行业是旅游住宿业、餐饮业、房地产业、交通运输业、影视业，损失可以从各行业公布的数据来计算。根据全联房地产商会最新统计，2020 年春节期间，新冠肺炎疫情影响导致全国酒店、旅游行业亏损超 5500 亿元。中国旅游研究院院长戴斌表示，预计 2020 年国内旅游收入将负增长 20.6%，全年减收 1.18 万亿元。据恒大研究院数据，仅春节 7 天，全国餐饮业损失就达 5000 亿。交通方面，1 月 10 日至 2 月 18 日春运 40 天，全国铁路共发送旅客 2.1 亿人次，同比减少 1.96 亿人次，下降 48.3%，累计退票达到 1.15 亿张；截至 2 月 16 日，民航春运期间累计旅客运输量 3806.1 万人次，比去年春运同期减少 45.1%，中外航空公司共办理退票 2000 万张，票面金额超过 200 亿元。国际航空运输协会表示，新冠病毒的爆发有可能使亚太地区航司 2020 年的收入损失达到 278 亿美元。灯塔数据显示，同比去年（大年三十至正月二十六），中国电影市场已经损失 113.66 亿元票房。中国人民银行参事盛松成预计，第一季度房地产销售的损失可能达到 1.44 万亿元人民币。将这些数据累加，一季度以上行业的损失至少在 2 万亿。相比非典，此次政府出手更快，

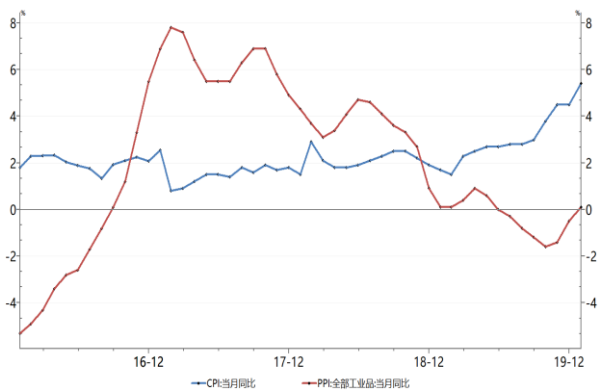
措施更为严厉，疫情持续时间也会较短。疫情对第一季度经济冲击最大，随着疫情稳好转，二季度经济有望恢复。常规年份，春节后一周全国便开始复工复产，但今年春节过后近四周，全国复工复产率仍未达到100%，尤其是中小企业，复产率近有30%。但近期中央与地方密集出台保经济政策，鼓励复工复产，目前各地复工复产进度较快，交通恢复情况较好，景区、饭店等已陆续营业。多地把基建作为抓手，北京市、福建省、河南省、云南省、江苏省等地发布了2020年重大项目投资计划清单，总投资额合计逾11万亿元，其中基建投资仍是重要部分。2月11日财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，根据中央的指示，将会有更多阶段性、有针对性减税降费政策出台，地方政府专项债规模将扩大。此外，在“房住不炒”的主基调下，各地分城施策，已经有超过20个省市发布多项涉及房地产领域的政策，维持当地房地产市场稳定发展意图明显。在积极财政政策与宽松货币政策的共同加持下，今年的经济增速有望恢复至5.8%-5.9%。目前国内疫情形势乐观，但境外疫情不确定程度高，可能会影响外贸。

图 12：货币供应量 M1、M2 同比



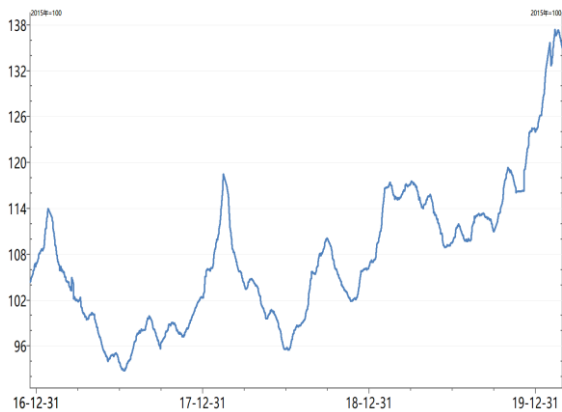
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 13：中国 CPI 及 PPI 同比



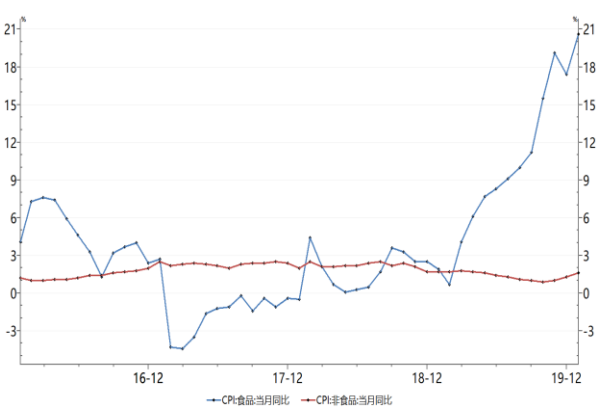
资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 14：农产品批发价格 200 指数大涨



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 15：CPI 中食品项同比大涨



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

从目前复工的情况看，本次疫情对国内物价的影响将较为短暂。受交通、物流、人流阻隔影响，部分地区农产品供给能力下降，春节期间食品类价格尤其是肉类、鲜菜涨价幅度较大。1月畜肉类价格同比上涨76.7%，鲜菜价格同比上涨17.1%，共影响1月CPI同比3.83个百分点。整体看，1月CPI同比上涨5.4%，CPI环比上涨1.4%；1月PPI同比上涨0.1%，环比持平。除去食品类，1月核心CPI同比仅上涨1.6%，基本处于通缩状态。随着疫情稳定，恐慌性需求下降，供应逐步恢复，CPI将会逐步回落。就一季度来说，CPI有望创新高，PPI受基数效应以及疫情影响有望在零附近徘徊。

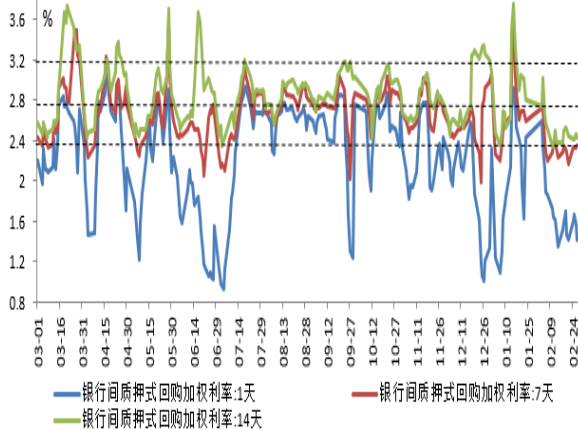
三、资金面分析

1月金融数据表现良好，金融对实体经济支撑作用增强。1月新口径下社会融资规模增量3.49万亿元，处于历史较高水平，新增专项债7148亿，较去年同期大增，且基建类规模投向超八成，有助于缓解基金领域的资金约束。1月新增人民币贷款3.34万亿元，其中新增企业中长期贷款1.66万亿，比去年同期多增2600亿，新增居民中长期贷款7491亿元，连续3个月明显超季节性，显示信贷结构持续改善。M2同比增长8.4%，M1同比零增长，主要受春节因素扰动。

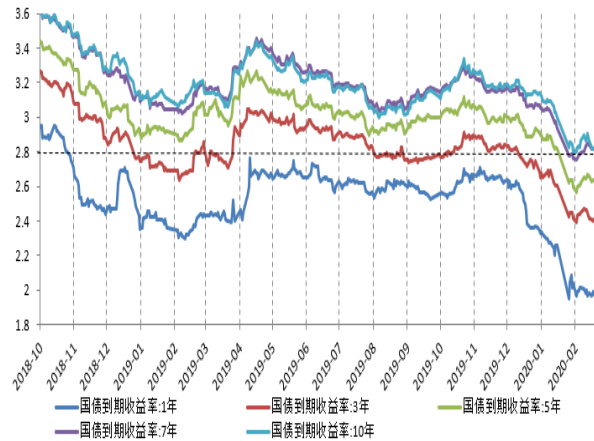
2月货币环境宽松，货币市场资金利率与资本市场利率在月初大降，随后保持稳定。春节后，央行调降逆回购利率、MLF利率与LPR，向市场投放大量流动性，并在前期基础上增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%，一系列宽松措施令资金面宽松。2月收益率曲线更加陡峭，截止2月27日，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率较1月最后一个交易日分别下降26.62bp、21.01bp、22.04bp、12.96bp和22.30bp，短端利率降幅更大。受疫情影响，一季度市场资金需求量大。央行已经表示，对普惠金融服务达标的银行择机定向降准，继续推进LPR改革，引导整体市场的利率以及贷款的利率下行。预计3月国债利率有望继续下行，资金面维持宽松。

图 16：银行间质押式回购利率 2 月下降

图 17：中证主要期限国债到期收益率 2 月下降



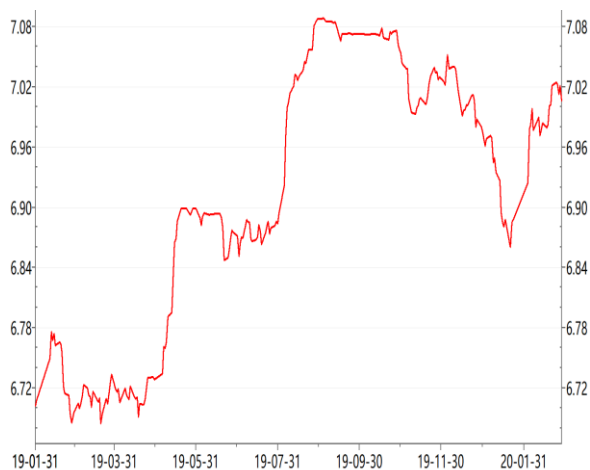
资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院



资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

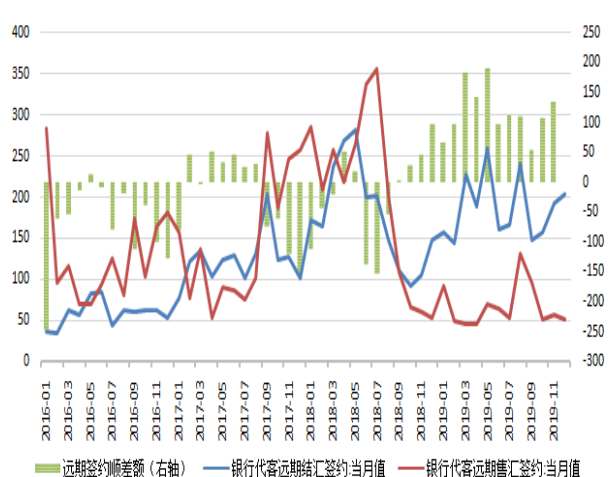
人民币兑美元汇率在 2 月继续走贬, 中间价从 1 月 23 日的 6.8876 升至 2 月 27 日的 7.0215。人民币贬值一方面是因为美元指数走强, 另一方面则是因为疫情导致市场对中国经济预期转差且央行货币政策加码宽松。随着全国新冠疫情好转, 中央加大积极财政政策和宽松货币政策的力度, 经济前景预期有所提升, 而其他国家疫情蔓延, 中国经济相比之下较为强势, 也利于人民币稳定。且今年中国金融业全面对外开放, 在稳外资和稳外贸的双重任务下, 人民币有望保持稳定。近期在岸人民币大概率在 7 附近窄幅徘徊, 汇率问题不会成为当前货币政策的牵绊。

图 18: 美元兑人民币中间价



资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

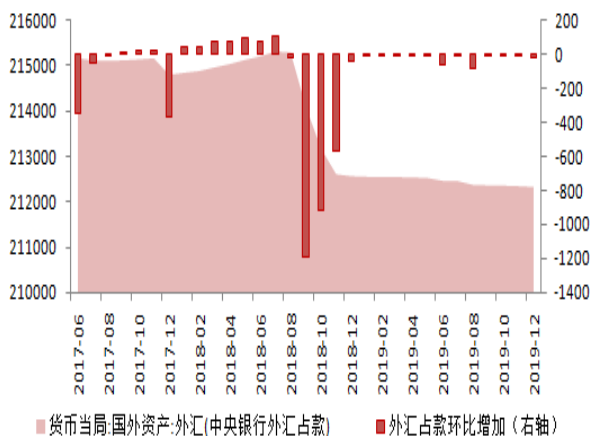
图 19: 银行代客远期结售汇签约金额 (亿美元)



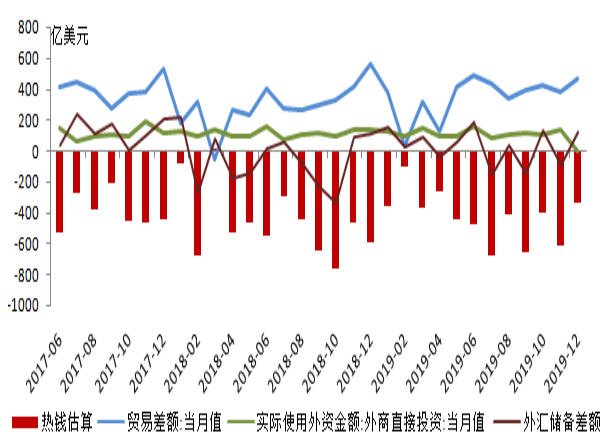
资料来源: Wind 资讯, 瑞达研究院

图 20: 外汇占款及变动额

图 21: 热钱估算



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

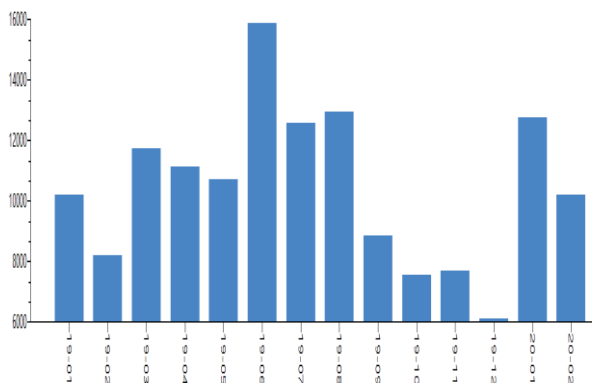


资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

四、国债配置需求分析

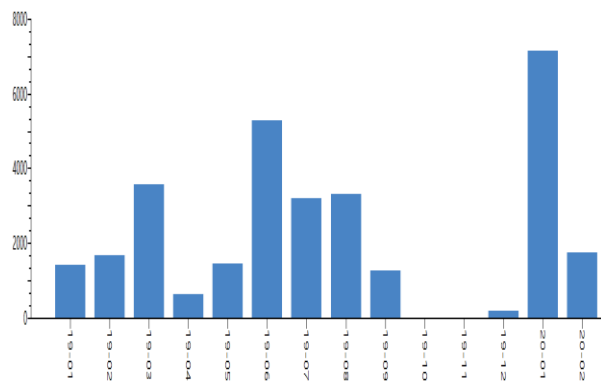
国债期货的配置需求主要来自避险需求和投资需求。当前新冠病毒疫情在全球蔓延，市场避险需求增加，在全球疫情进入遏制阶段之前，A 股有可能下行，打压市场信心，将会同时贡献国债的避险需求和投资需求。尽管今年专项债发行规模会扩大，规模可能达到 3 万亿，但国债的境外需求将会增加。去年 4 月中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数，9 月摩根大通宣布将从 2020 年 2 月 28 日起分 10 个月将若干流动性好的中国国债纳入多只基准债券指数。2 月 28 日起 9 只中国国债纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数系列，单以 GBI-EM GD 规模保守估计，未来 10 个月流入中国债市的资金约 200 亿美元，每月约 20 亿美元，折算成人民币分别约为 1400 亿元和 140 亿元。而富时罗素预计将在 3 月份宣布是否将中国债券纳入其相关指数，市场机构预计纳入的概率比较高。而且，人民币汇率维稳，也有利于境外机构增加对国债的配置。整体上看，3 月市场对国债的配置需求偏强。

图 22：利率债总发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

图 23：专项债发行（亿元）



资料来源：Wind 资讯，瑞达研究院

五、3 月期债投资建议

新冠疫情蔓延至多个国家，全球经济前景堪忧，经济政策有望转向。国内疫情对旅游住宿业、餐饮业、房地产业、交通运输业、影视业等冲击比较大，这些行业一季度损失至少在 2 万亿。相比非典，此次政府出手更快，措施更为严厉，疫情持续时间也会较短。疫情对第一季度经济冲击最大，随着疫情稳中转好，二季度经济有望恢复。为实现今年的经济增长目标，中央加大逆周期调节力度，积极财政政策更加积极，货币政策更加灵活适度。财政部再次提前下发专项债额度，多地把基建投资作为抓手，维持房地产市场稳定，而央行调降逆回购利率、MLF 利率与 LPR，向市场投放大量流动性，并在前期基础上增加再贷款再贴现专用额度，还将引导整体市场的利率以及贷款的利率下行。在积极财政政策与宽松货币政策的共同加持下，今年的经济增速有望恢复至 5.8%-5.9%。当前新冠病毒疫情在全球蔓延，风险资产价格缺乏有力支撑，国债的避险需求与配置需求增加，而境外国债需求也将有明显改善，整体上看国债配置需求强劲。总体上看，支撑国债期货上行的因素众多，3 月 10 年期国债收益率有望继续回落至 2.6% 左右。操作上，国债期货可保持偏多思路，逢低买入 6 月合约。T2006 上行压力位在 101.9，下部支撑位关注 100.15；TF2006 上行压力位在 101.9 一线，下部支撑位关注 100.9。由于 10 年期国债期货与 2 年期国债期货价差维持在低位，可考虑多 2 年期空 10 年期期债套利策略。需密切跟进疫情变化，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。