

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

瑞达期货张昕

从业资格号：F3073677

咨询资格证号：Z0015602

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：经济增长风险增加 货币宽松期债偏强

内容提要：

全球经济延续复苏态势，但进程不均衡。发达地区疫苗优势凸显，有望比欠发达地区更快实现平稳复苏。未来经济风险点在于，高传染性变异病毒的出现可能严重拖累复苏进程。我国国民经济保持稳定恢复发展态势，但边际改善程度减弱，7月下旬南京疫情扩散到多个省市，抗疫工作面临挑战。房地产、出口仍将在下半年发挥主要经济支撑作用，内需不足短期不易改观，基建仍待发力，受河南灾情以及南京疫情影响，经济增速会受到一定不利影响。通胀整体上可控，PPI向CPI传导较弱。汇率对国内货币政策的决策影响不大。货币政策有望适度宽松，实际贷款利率将稳中有降。8月资金面有一定压力，但专项债发行可能难以加速，压力不大。

10年期国债收益率已经跌至2.8%-2.9%区间，从历史数据看，下行空间预计将较为有限，底部或在2.7%附近，8月震荡区间预计在2.7%-3.0%之间，震荡偏下行。国债期货预计将震荡偏强，建议T2112多单继续持有。十年期国债期货主力合约T2112上行压力位在100.9，下部支撑位关注99.3；五年期国债期货主力合约TF2112上行压力位在101.5一线，下部支撑位关注100.3；二年期国债期货主力合约TS2112上行压力位在101.05一线，下部支撑位关注100.46。跨品种套利方面，五债与十债价差向下突破0.7、二债与十债价差向下突破0，可介入做多价差策略，目标位分别在1.5、1。

策略方案：

	操作策略	操作策略
操作品种合约	T2112	T2112、TS2112
操作方向	逢低做多	空 T 多 TS
入场点位	99.7 附近	0
出场点位	100.8 附近	1
盈亏比	2:1	2: 1

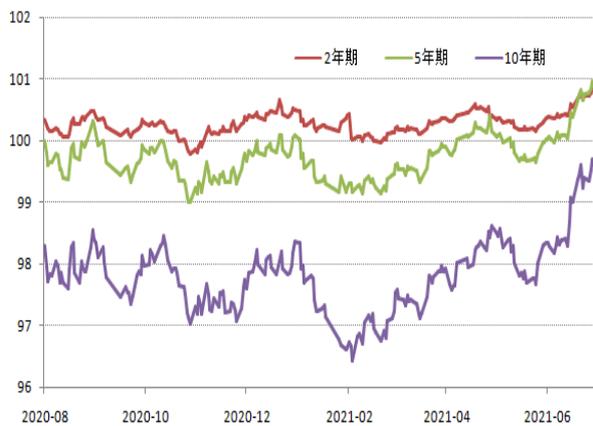
风险提示：

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

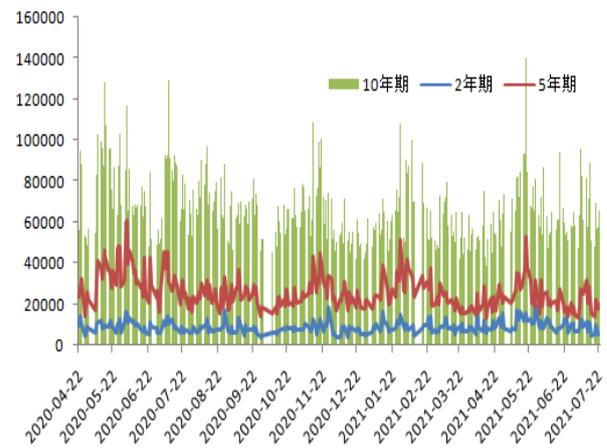
7月国常会意外决定降准，助力国债期货打破长达半月的盘整态势，随后A股下挫带来避险情绪，国债期货继续走高。截止7月29日收盘，十债主力报99.855，月度上涨1.46%，所有合约共成交141.1万手，环比增加11.2万手，日均持仓量增加15.2%至16.1万手；五债主力报100.985，月度上涨0.86%，所有合约成交量增加2.5万手至43.5万手，日均持仓量增长18.7%至7.4万手；二债主力报100.815，月度上涨0.39%，所有合约成交量减少2.4万手至18万手，日均持仓量增长4.9%至3.3万手。从价差上看，5月十年期国债期货主力与五年期国债期货主力、与二年期国债期货主力价差均收窄。

图1：三大国债期货主力收盘价



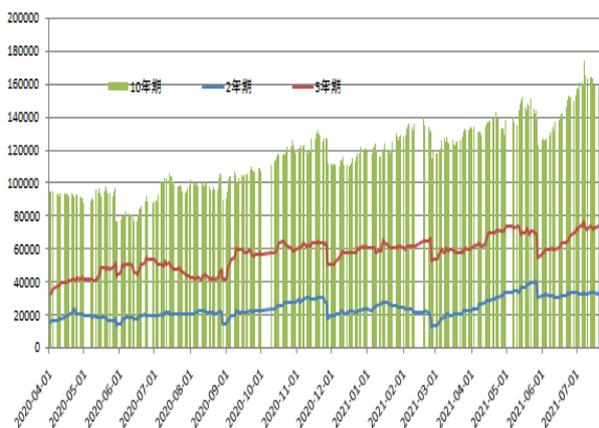
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图2：国债期货日成交量



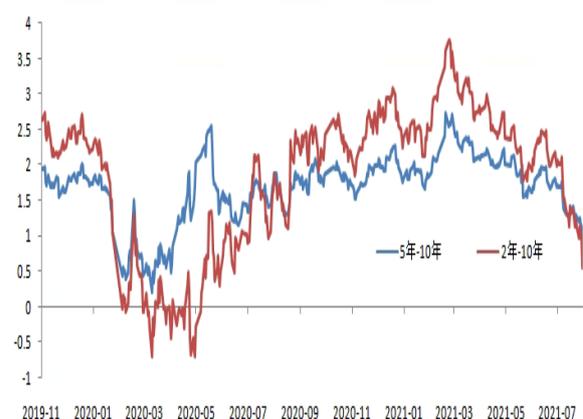
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

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

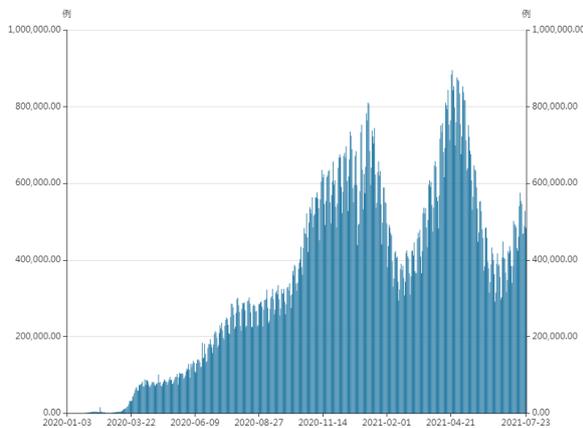


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

二、经济基本面分析

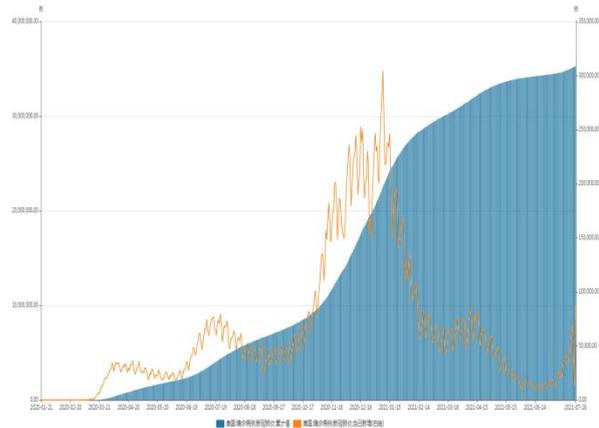
全球经济延续复苏态势，但进程不均衡。IMF 在 7 月 27 日发布的最新一期《世界经济展望》中，维持今年全球经济增速 6% 不变，下调了今年新兴市场和发展中经济体增速，特别是亚洲新兴经济体，同时上调了发达经济体的增长预测。疫苗获取能力已成为世界经济的主要断层。在疫苗接种上，发达国家疫苗接种进展快、发展中国家较慢的格局未变。目前欧美接种率达到 80% 以上，南美和亚洲的接种率过半，而非洲仅为个位数。7 月全球新冠疫情略有恶化，高传染性变异新冠病毒德尔塔毒株削弱现有新冠疫苗有效性，并加速扩散，导致欧美及亚洲部分国家疫情反弹。欧美多国因接种率高而放松防控措施，目前已经重启部分防控措施。印度、南美疫情有所缓解，但伊朗、印尼等其他亚洲国家疫情恶化。发达地区疫苗优势凸显，有望比欠发达地区更快实现平稳复苏。未来经济风险点在于，高传染性变异病毒的出现可能严重拖累复苏进程。

图 5：全球日新增确诊反弹



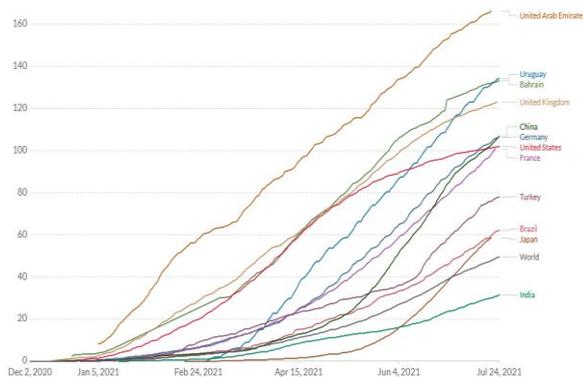
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 6：美国日确诊病例增加



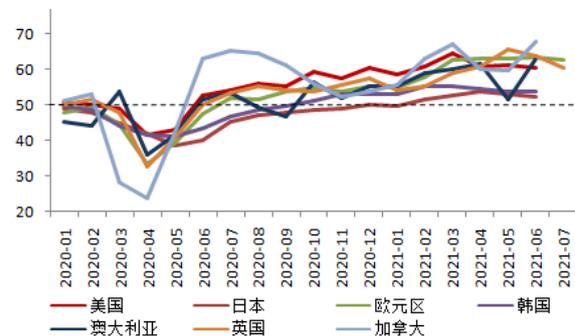
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 7：全球、中美新冠疫苗每百人接种剂数



资料来源：OurWorldInData

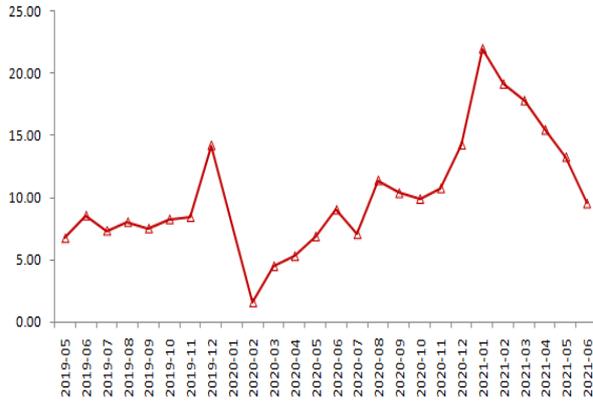
图 8：世界主要国家制造业 PMI



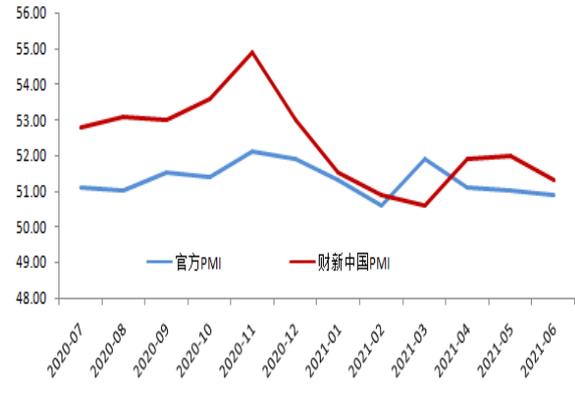
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 9：克强指数

图 10：中国制造业 PMI

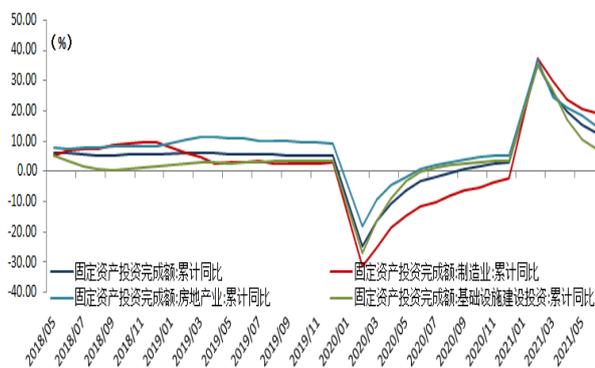


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院



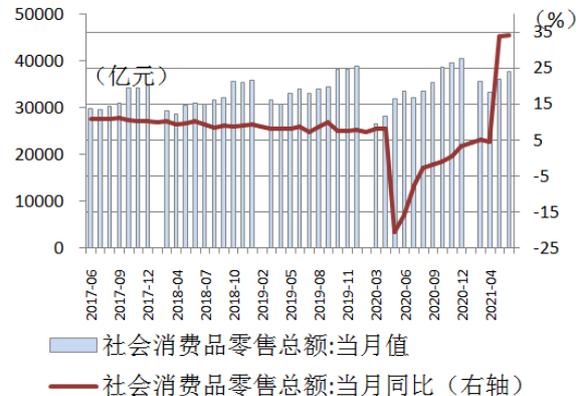
资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

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

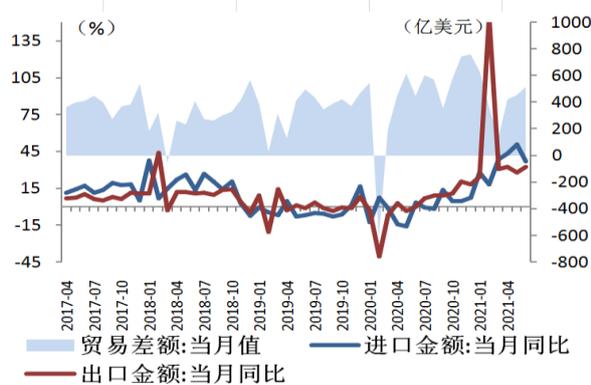


资料来源: Wind 资讯, 瑞达期货研究院

我国国民经济保持稳定恢复发展态势, 但边际改善程度减弱, 7 月下旬南京疫情扩散到多个省市, 抗疫工作面临挑战。投资方面, 1-6 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 255900 亿元, 同比增长 12.6%, 两年平均增速为 4.4%, 整体上恢复较弱。从结构上看, 房地产投资仍然强劲, 基建投资、制造业投资欠佳。1-6 月份, 全国房地产开发投资 72179 亿元, 同比增长 15.0%, 两年平均增速为 8.2%。6 月一线城市新房与二手房销售价格环比增幅微扩, 房地产行业在政策调控下仍维持一定热度, 仍为中国经济增长主要动力之一。贸易方面, 6 月我国进出口总值 3.29 万亿元, 同比超预期增长 22%, 实现连续第 13 个月同比正增长。以美元计, 6 月我国出口同比增长 32.2%, 得益于全球经济稳步修复, 海外消费依旧维持高位, 国内出口仍旧强劲。工业上, 6 月全国规模以上工业增加值同比增长 8.3%, 较上月回落 0.5 个百分点; 1-6 月份, 规模以上工业增加值同比增长 15.9%, 两年平均增长 7.0%, 略高于 2020 年疫情之前水平, 显示我国工业企业韧性较强, 抗风险抗压能力大, 生产经营在疫情后恢复良好。消费方面, 6 月社会消费品零售总额 37586 亿元, 同比增长 12.1%; 比 2019 年 6 月份增长 10.0%, 两年平均增速为 4.9%, 内需仍有提升空间。总体来看, 国内经济稳定恢

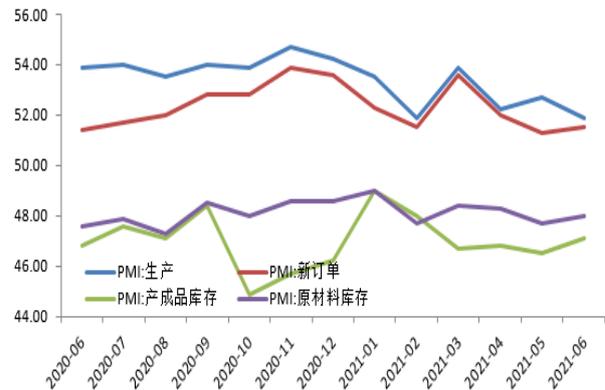
复态势没有改变，房地产、出口仍将在下半年发挥主要经济支撑作用，但这两项对经济的贡献度趋势上看将会下降，内需不足短期不易改观，基建仍待发力，受河南灾情以及南京疫情影响，经济增速会受到一定不利影响。

图 13：中国进出口数据



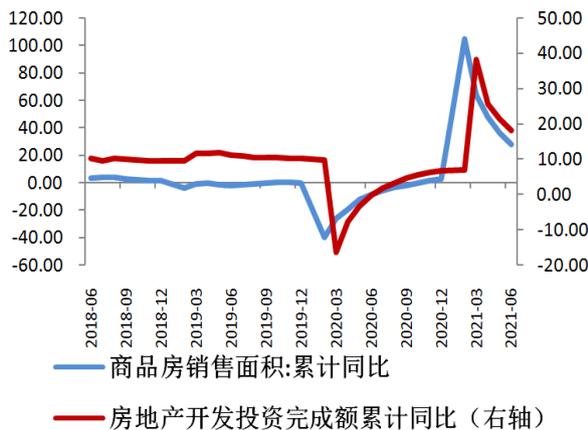
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 14：中国官方制造业 PMI 分项指标



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

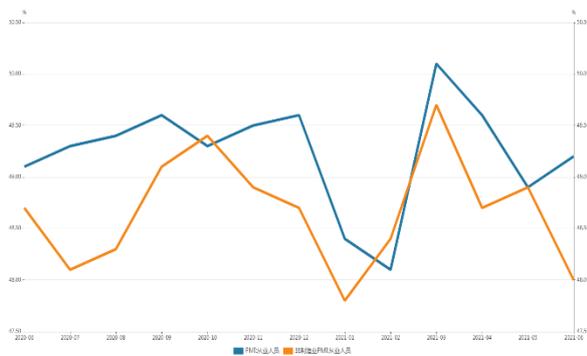
图 17：工业企业利润累计同比（%）

图 18：规模以上工业企业增加值增速

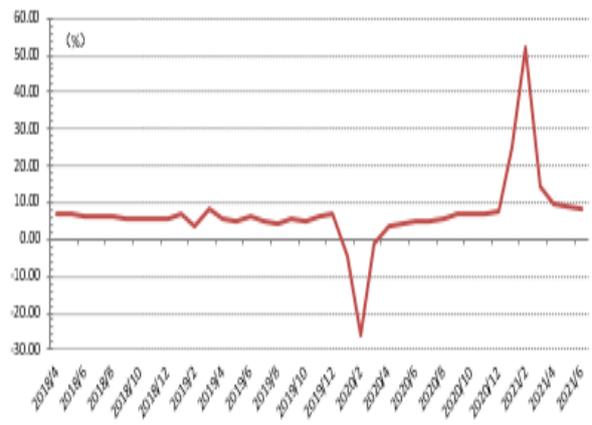


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 19：PMI 从业人员分项



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 20：30 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

物价方面，由于全球经济复苏、供需错配以及各国宽松货币政策持续，诸多国家面临通胀风险。我国的通胀压力仍在，部分大宗商品价格保持高位，铁矿石、钢材、动力煤等品种价格仍然强势，增加中小企业成本。数据显示，6 月我国 CPI 和 PPI 同比分别上涨 1.1%、8.8%，涨幅略有回落。CPI 同比较低，主要猪肉价格拖累，受生猪产能持续恢复、压栏肥猪集中出栏及消费需求季节性偏弱等因素影响，猪肉价格继续下降 13.6%。PPI 同比回落，一部分源于稳价政策，一部分源于基数效应。7 月黑色金属、有色金属及能化产品价格持续走高，农资价格上涨也值得注意。预计在政府强力调控政策下，以国内需求为主的大宗商品价格有望震荡一段时间。基数效应将会抵消今年的 PPI 同比增速，PPI 有望在 6 月、7 月形成年内峰值，全年呈现出“两头低、中间高”的走势。从物价方面看，通胀整体上可控，PPI 向 CPI 传导较弱。

图 21：中国 CPI 及 PPI 同比

图 22：PPI 分项同比



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

7月央行全面降准, 货币政策转向宽松。7月7日国常会意外决定, 针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响, 要在坚持不搞大水漫灌的基础上, 保持货币政策稳定性、增强有效性, 适时运用降准等货币政策工具, 进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持, 促进综合融资成本稳中有降。7月9日, 央行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点, 不含已执行5%存款准备金率的金融机构。全面降准措施大概释放长期资金约1万亿元, 有利于置换短期限和高成本的MLF, 释放低成本长期稳定资金, 增强金融机构资金配置能力, 降低银行成本来降低小微企业融资成本。

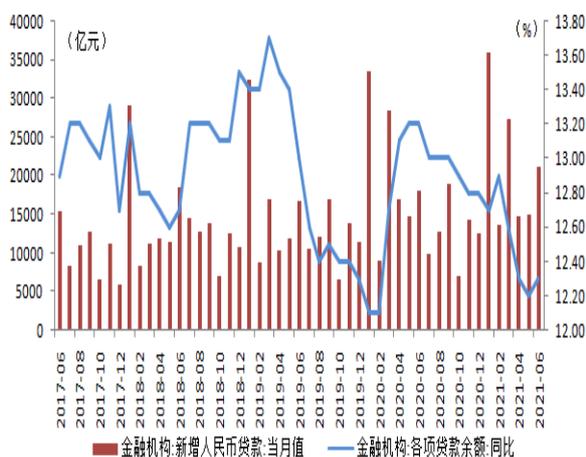
关于下一步货币政策的走向, 7月30日中央政治局会议指出, 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕, 助力中小企业和困难行业持续恢复。会议认为, 当前全球疫情仍在持续演变, 外部环境更趋复杂严峻, 国内经济恢复仍然不稳固、不均衡, 要做好宏观政策跨周期调节, 保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性, 统筹做好今明两年宏观政策衔接, 保持经济运行在合理区间。随后在7月31日, 央行在下半年工作会议上表示, 坚持稳字当头, 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 要求坚持稳字当头, 搞好跨周期政策设计, 把握好政策实施的节奏和力度。综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 引导贷款合理增长, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定。持续深化利率市场化改革, 促进实际贷款利率稳中有降。考虑到经济增速改善程度边际下降、需求不足与基建投资缓慢, 国内疫情有所反弹, 以及美联储未来收紧货币政策对我国外资流向的影响, 下半年货币政策有望适度宽松。

四、资金面分析

6月金融数据整体超预期，贷款结构继续改善，实体经济融资需求旺盛。数据显示，6月末社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11%。从结构上看，新增人民币贷款、非金融企业境内股票融资绝对值上同比增加最多，信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比减少量大。在新增人民币贷款中，居民部门增加8685亿元，同比少增1130亿元，反映了房地产调控加码后居民贷款放缓，后续居民中长期贷款或继续走弱；企业部门贷款同比多增5313亿元，中长期贷款需求强劲。6月政府债券净融资7475亿元，同比多增25亿元，政府债券发行并未明显提速。6月末M2同比增长8.6%，增速比上月末高0.3%，信贷派生能力的增强是M2回升的主要原因。下半年，金融将对实体经济提供更大力度支持，M2和社融增速或有所改善，与名义经济增长水平基本匹配。

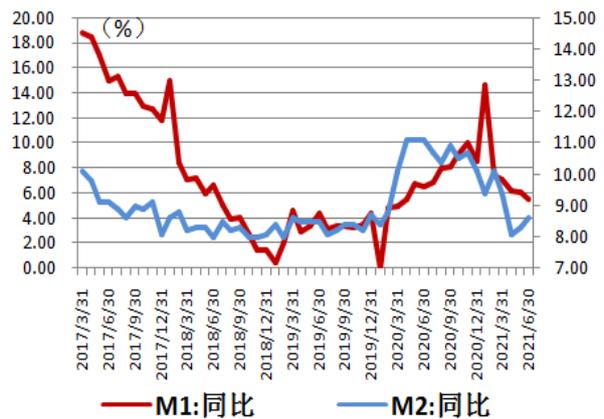
随着央行降准，7月银行间资金面从紧转松，尽管LPR保持不变，短端与长端利率下行明显。截至7月29日，14天期以内的银行间质押式回购利率悉数下行，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率分别比6月30日下降了28bp、19bp、20bp、20bp和18bp。

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

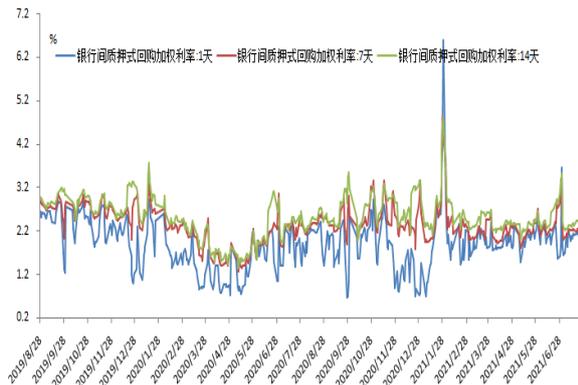


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

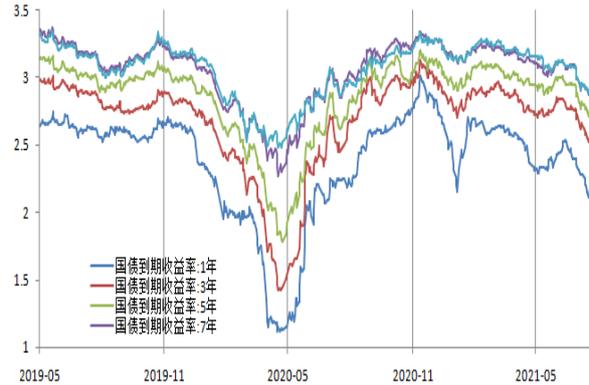
8月资金面有一定压力，不仅有7000亿MLF到期，而且地方专项债也可能加速发行，但压力不大。今年上半年地方专项债发行迟缓，仅完成全年额度三成。730中央政治局会议强调，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量，意味着专项债发行可能难以加速，发行将持续到四季度，甚至部分额度可能结转到明年发行。

图 25：银行间质押式回购利率

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

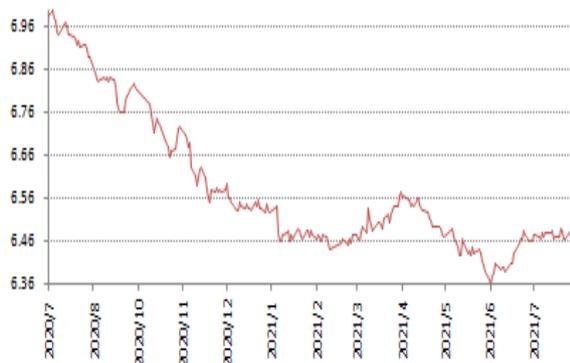


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

五、汇率分析

7月人民币兑美元汇率在6.48附近窄幅震荡，市场关注度降低。从基本面看，中美经济边际改善程度转向，美国正处在加速复苏期，就业改善，通胀抬升，美联储或于今年年底退出购债计划，而我国已经走过后疫情时期的高增速时期，德尔塔病株在国内多省发作，经济前景仍存风险，货币政策趋于维持宽松，尽管出口仍强劲，人民币走强基础并不牢固。美元指数仍有基本面支撑，难有趋势性走弱之势，人民币兑美元升值较难。下半年人民币兑美元汇率有望在6.5附近宽幅震荡，对国内货币政策的决策影响不大。

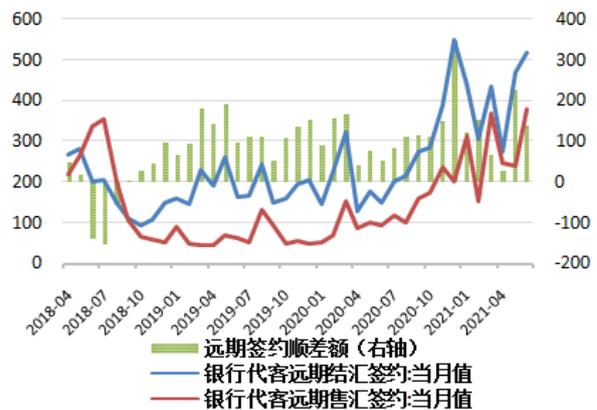
图 27：美元兑人民币中间价



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

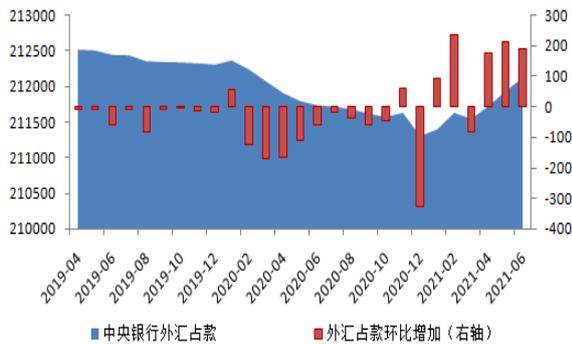
图 29：外汇占款及变动额

图 28：银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）

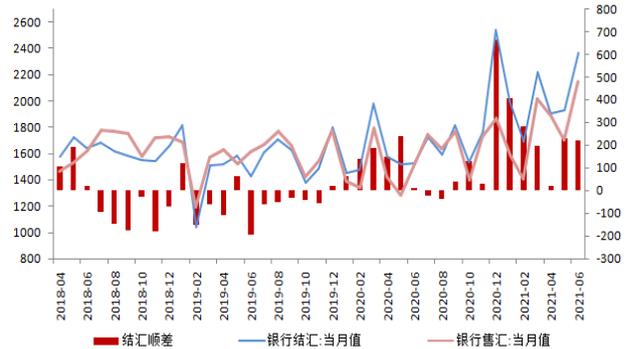


资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图 30：银行结售汇差额



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

六、8 月期债投资建议

全球经济延续复苏态势, 但进程不均衡。疫苗获取能力已成为世界经济的主要断层。发达地区疫苗优势凸显, 有望比欠发达地区更快实现平稳复苏。未来经济风险点在于, 高传染性变异病毒的出现可能严重拖累复苏进程。我国国民经济保持稳定恢复发展态势, 但边际改善程度减弱, 7 月下旬南京疫情扩散到多个省市, 抗疫工作面临挑战。房地产、出口仍将在下半年发挥主要经济支撑作用, 但这两项对经济的贡献度趋势上看将会下降, 内需不足短期不易改观, 基建仍待发力, 受河南灾情以及南京疫情影响, 经济增速会受到一定不利影响。通胀整体上可控, PPI 向 CPI 传导较弱。下半年人民币兑美元汇率有望在 6.5 附近宽幅震荡, 对国内货币政策的决策影响不大。货币政策有望适度宽松, 实际贷款利率将稳中有降。8 月资金面有一定压力, 但专项债发行可能难以加速, 压力不大。

10 年期国债收益率已经跌至 2.8%-2.9% 区间, 从历史数据看, 下行空间预计将较为有限, 底部或在 2.7% 附近, 8 月震荡区间预计在 2.7%-3.0% 之间, 震荡偏下行。国债期货预计将震荡偏强, 建议 T2112 多单继续持有。十年期国债期货主力合约 T2112 上行压力位在 100.9, 下部支撑位关注 99.3; 五年期国债期货主力合约 TF2112 上行压力位在 101.5 一线, 下部支撑位关注 100.3; 二年期国债期货主力合约 TS2112 上行压力位在 101.05 一线, 下部支撑位关注 100.46。跨品种套利方面, 五债与十债价差向下突破 0.7、二债与十债价差向下突破 0, 可介入做多价差策略, 目标位分别在 1.5、1。

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。