

一诺千金·德厚载富

Investment report of futures market 2020

2020年度 期货市场 投资报告

行稳致远，进而有为
——国债期货 2020 年二季报

刘晓艺，从业资格证号：F3012593、投资咨询从业证书号：Z0012930

2020. 4. 10

品种季报——期债（TS、TF、T）

行稳致远，进而有为

刘晓艺

金融衍生品分析师

liuxiaoyionly@ydqh.com.cn

一德期权部

电话：（022）58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编：300042

内容摘要

2020 年一季度受新冠疫情影响，经济预期走弱，流动性大量投放，资金推动国债收益率大幅下行，国债期货屡创新高。二季度国债期货整体趋势不改，但一些不确定性因素值得关注。

核心观点

- 疫情的扩散影响全球产业链运转和贸易活动，二季度内需修复过程中会伴随外需冲击。
- 在稳经济而非强刺激的政策宗旨下，预计经济反弹力度有限。积极的财政政策或以增加支出的形式创造需求改变企业预期，货币政策配合财政政策将保持流动性合理充裕。此前超额准备金利率下调后货币市场利率中枢有望下降，并带动债券收益率进一步走低，短期债市预计维持强势。
- 当前，商业银行面临负债成本刚性与央行要求加大信贷投放并降低实体融资成本两难问题，如何修复银行净息差将左右商业银行对债券的配置力量，成为中期债券走势不确定性。
- 由于海外经济衰退风险的增强，境外机构将增加国债的配置。中美利差和期限利差高位下，十债收益率有望挑战新低。
- 短期看，资金面维持宽松确定性较强，短债收益率可能进一步下行带动期限利差继续走扩。中长期看，高期限利差和中美利差为做平曲线提供较高安全垫。

目录

1. 黑天鹅事件接连发生，期债大涨屡创新高.....	3
1.1 肺炎疫情引领行情，避险和汇率成为核心.....	3
1.2 资金面维持宽松，期限利差大幅走扩.....	3
2. 内需修复外需冲击，经济增长压力犹存.....	4
2.1 复产复工速度加快，投资消费环比修复.....	4
2.2 海外衰退风险增加，外部冲击再添变数.....	5
3. 政策思路不同以往，托底稳定非强刺激.....	6
3.1 增长数字目标淡化，政策组合打破传统.....	6
3.2 财政政策成为主角，货币宽松予以配合.....	7
4. 利率债供给明显放量，银行配置需要观察.....	9
4.1 债券发行节奏加快，供给冲击不容忽视.....	9
4.2 银行负债压力仍存，外资活跃度有望提升.....	10
5. 低利率时代来临，债市慢牛行情可期.....	12
5.1 短期债市维持强势，中期不确定性仍存.....	12
5.2 收益率曲线先陡后平，操作注意安全边际.....	13
免责声明.....	14

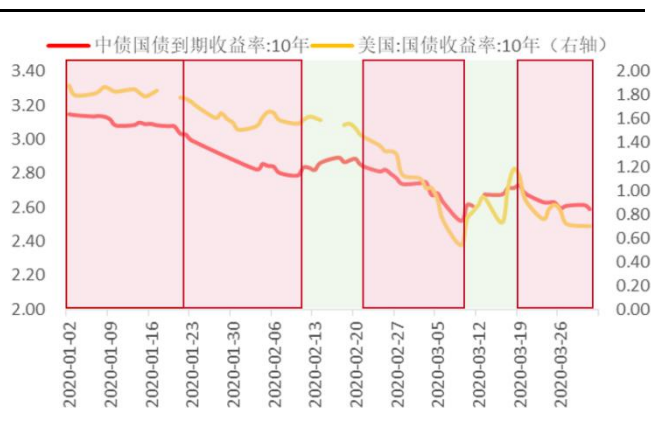
1. 黑天鹅事件接连发生，期债大涨屡创新高

1.1 肺炎疫情引领行情，避险和汇率成为核心

2020 年一季度黑天鹅事件频发，其中新冠疫情成为引领债市的主逻辑。经济预期悲观，货币政策宽松，流动性充裕推动债券收益率快速下行，国债期货屡创新高。整个一季度，十年国债收益率自 3.15% 下行至 2.6%，下行幅度高达 55BP。由于国内政策的预期和海外风险事件的发生，中债和美债收益率联动性大增，期货投资者在单边做多的持仓过程中面临较大的波动。

分阶段看，一季度十年国债收益率出现三次快速下行和两次明显调整。年初到 1 月上旬，资金面宽松，叠加摊余成本法大量建仓，3-5 年利率债受到追捧，而十年国债收益率仅小幅下行；1 月 20 日至 2 月 10 日，伴随新冠疫情在国内爆发，十年国债收益率快速下行；2 月 10 日至 2 月 20 日，国内疫情防控措施开展，财政部提价下达新增地方政府债务限额释放宽信用政策信号，人民币兑美元贬值破 7，十债小幅调整 10BP；2 月 20 日至 3 月 9 日，海外疫情爆发，避险情绪升温，中债跟随美债收益率快速下行，国际油价意外暴跌，十债收益率突破 2.6%；3 月 9 日至 19 日，美元流动性紧张，外资大量抛债换取流动性，中债收益率上行 20BP；3 月 19 日至 31 日，美元流动性缓解，海外疫情继续蔓延，国内市场开始关注外部冲击，债市重回上涨。

图 1.1：中美十年期国债收益率（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 1.2：人民币兑美元即期汇率与美元指数



资料来源：wind，一德期权部

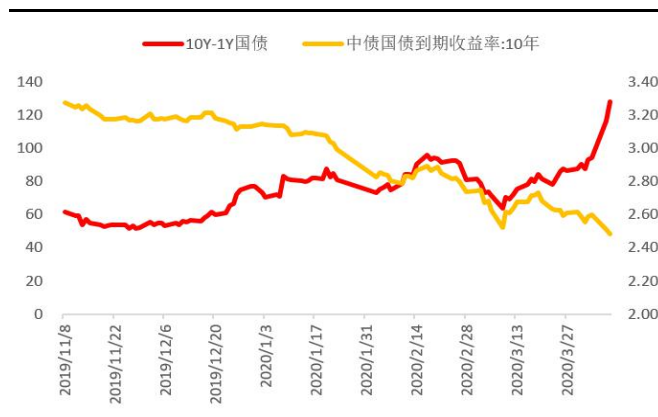
1.2 资金面维持宽松，期限利差大幅走扩

一季度 10 年-1 年国债期限利差整体走扩 10BP。具体来看，年初到春节前，资金面宽松，叠加摊余成本法影响基金大量建仓中短期利率债，期限利差走扩 10BP 至 80BP；节后到 2 月末，

央行投放大量流动性，期限利差继续走扩至 90BP；2 月末到 3 月上旬海外疫情爆发，避险情绪下长债收益率大幅下行压缩期限利差 20BP；3 月中旬至 3 月末，资金面大幅宽松，隔夜回购利率一度下行至 1% 以下，期限利差再度走扩至 90BP。一季度无风险利率大幅走低，但信用利差并没有跟随下行，以 3 年期品种为例，AA+ 和 AA 级中票信用利差分别上行 30BP。

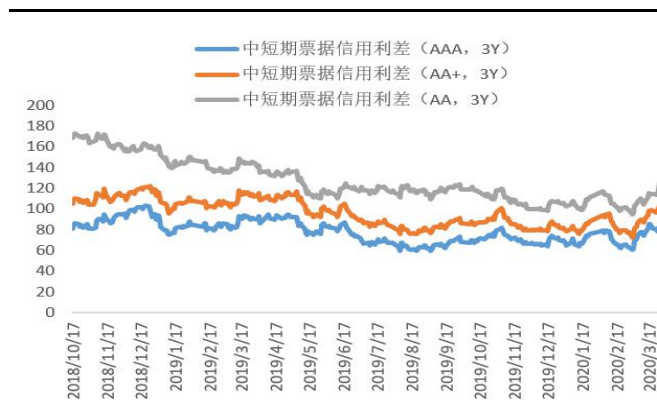
当前十年国债已经下行到历史低位，并突破 2016 年低位 2.6%，历史最低点出现在 2002 年 6 月为 2.34%。在海外疫情爆发引发全球经济衰退预期下，中债能否创造历史新低备受关注。

图 1.3：国债期限利差（BP）



资料来源：wind，一德期权部

图 1.4：信用利差（BP）



资料来源：wind，一德期权部

2. 内需修复外需冲击，经济增长压力犹存

2.1 复产复工速度加快，投资消费环比修复

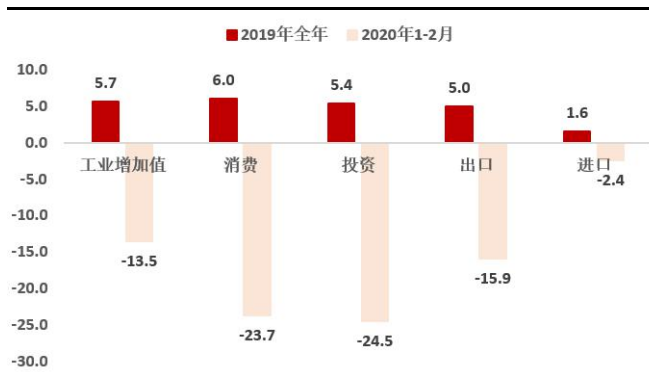
2020 年一季度国内疫情爆发后，政府果断采取各种交通管制措施和隔离措施，国内疫情迅速的得到控制，由此付出的代价是生产、投资、消费活动的大幅收缩。1-2 月工业增加值、投资、消费和出口的同比跌幅在 10%-20% 之间。3 月以来，伴随国内复产复工速度加快，规模以上企业平均开工率达到 95% 以上，六大集团日均耗煤量持续回升，预计 3 月开始企业生产将明显改善。

从信贷数据来看，一季度虽然受到疫情影响，但 1-2 月社融增速稳定在 10.7%，其中企业中长期贷款增速连续 6 个月同比上升，说明疫情对企业部门信贷影响有限。另外，2 月以来，政府密集出台基建支持政策，包括加大地方债额度、要求推进重大项目建设、将农用地转建设用地审批权限下放，显示出政府在经济下行压力加大背景下，着力加快基建投资稳定经济增长的意图。由于财政部下达 2020 年专项债额度提前，1-3 月专项债发行额度 11040 亿明显高于去年同期水平，同比增幅 154%。目前专项债在基建投资的比例已经达到 85%，二季度随着新增额度的

再度下发以及央行 PSL 的投放，投资资金有望保持快速增长，拉动基建投资增速回升。

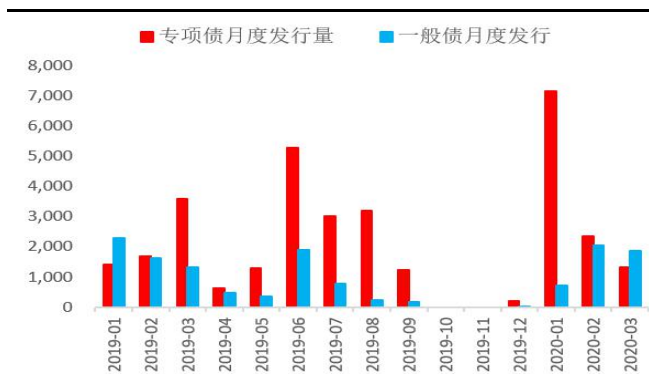
在交通运输逐渐恢复后，消费情况也将出现明显好转。近期各地密集出台促进消费政策，包括对汽车和家电消费鼓励的相关政策，部分地区甚至发放消费券补贴重点商品消费。

图 2.1：一季度主要经济数据同比增速（%）



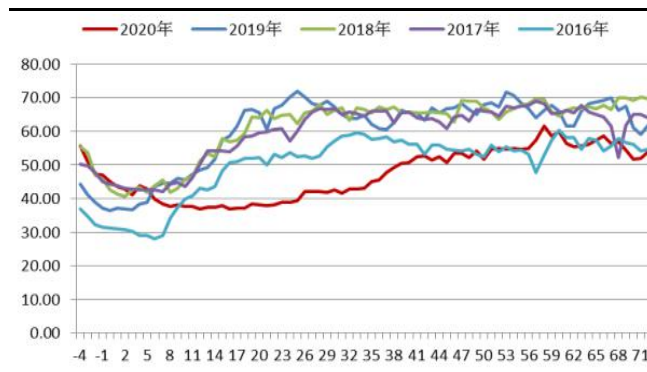
资料来源：wind，一德期权部

图 2.3：地方债月度发行量（亿元）



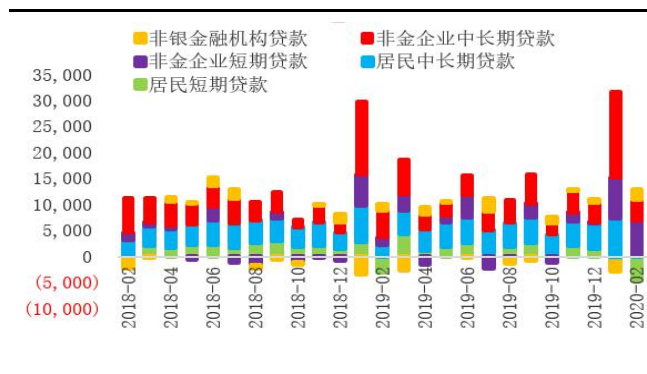
资料来源：wind，一德期权部

图 2.2：六大发电集团春节前后日均耗煤量（万吨）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：各部门每月新增贷款（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

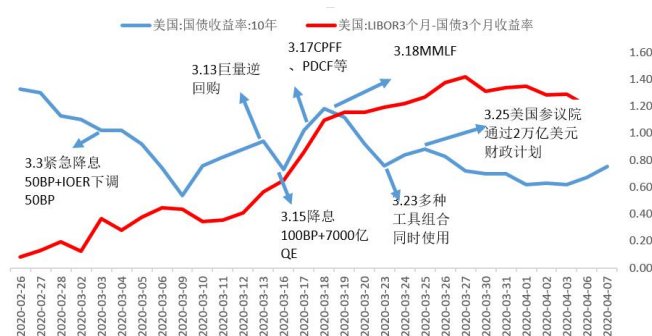
2.2 海外衰退风险增加，外部冲击再添变数

2 月末海外疫情进入爆发阶段，美股多次熔断，并一度引发美元流动性危机，美债和黄金等资产遭到无差别抛售。美联储及时采取有效措施向金融市场输血，包括紧急降息、无限量 QE、启用 PMCCF、SMCCF、TALF、MMLF、CPFF 等工具补充市场流动性，并扩大与多国央行间的货币互换规模等。3 月美国国会出台 2 万亿美元支出方案，用于 COVID-19 防疫的公共卫生支出，以及补贴经济活动暂停期间家庭的日常支出和企业存续所需的现金流。同期，欧洲央行也推出了天量资产购买计划，以及各国分头实施的财政求助措施。但同美国一样，目前财政和货币政策更多属于托底和救助性质，并不是出于拉动投资或扩大总需求的目的。

目前看美元流动性危机得到解决，但伴随流动性指标的回落，美债收益率下跌、高收益企业债信用利差维持高位、就业人数锐减（3 月美国新增非农就业人数减少 70.1 万人，接近 2009

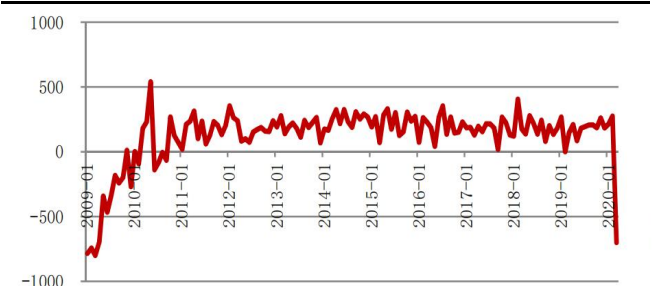
年金融危机后减少 80 万人的峰值），说明经济潜在的下行压力和企业违约风险上升。欧洲多国企业债务问题同样不乐观，一旦美欧信用市场危机爆发对于实体经济将二次冲击。从 3 月官方制造业 PMI 看，新出口订单仅回升至 46.4，说明外需收缩压力开始显现。目前看海外疫情二季度大概率延续，大量出口订单的减少将影响出口型企业复工进度，制造业投资反弹力度有限。

图 2.5：美国十年债券收益率与 TED 利差（%）



资料来源：wind，一德期权部

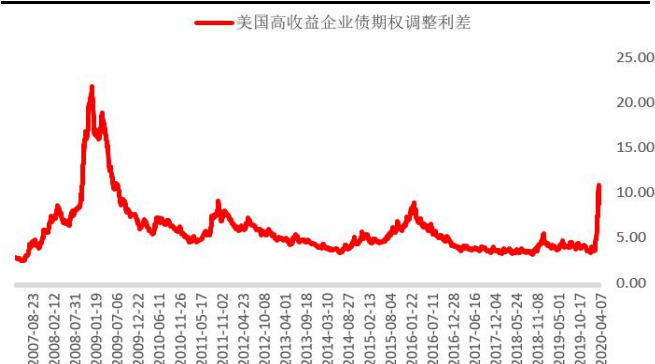
图 2.7：美国非农就业人数（千人）



时间	3月	2月	1月	12月	去年同期
新增非农就业	-701	275	214	184	147

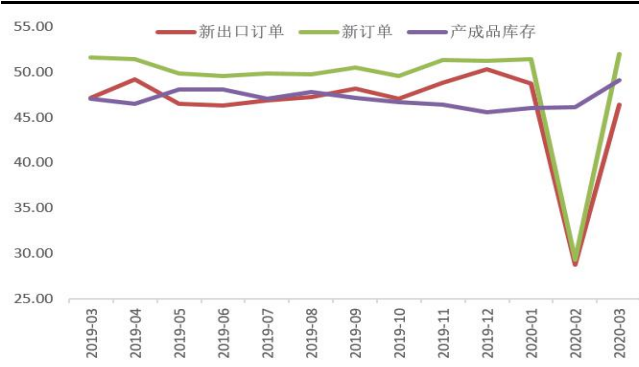
资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：美国高收益企业债期权调整利差（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.8：制造业 PMI 分项指标（%）



资料来源：wind，一德期权部

3. 政策思路不同以往，托底稳定非强刺激

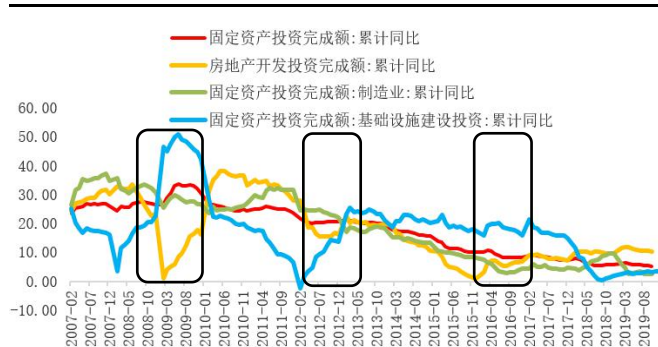
3.1 增长数字目标淡化，政策组合打破传统

2020 年作为“十三五”规划收官之年，GDP 要完成较十年前翻番的目标，需要达到全年 5.6% 的增速。在一季度经济明显放缓的情况下，二至四季度经济增长要达到这一目标，需要更强的刺激力度。回顾历史几轮稳增长政策，“地产+基建”投资刺激通过居民、企业和政府部门加杠杆方式有效拉动经济快速回升。例如 2008 年金融危机导致外需不足，四季度 1000 亿基建投资计划出台，年末国务院发文鼓励商品房消费和融资并推出“四万亿”信贷政策，2009 年 3 月允许城投债融资为基建投资提供更多资金保障，GDP 增速在 2009 年四季度回升至 11.9%。类似

的还有 2012 年基建刺激和地方房地产调控放松, 2016 年 PPP 撬动基建投资和棚改货币化消化房地产库存。从最终结果来看, 地产+基建的政策组合见效快, 但伴随宏观杠杆率的不断攀升, 传统刺激措施对经济的拉动效果逐渐减弱。

从近期监管层释放信号看, 当前政府不倾向与大规模刺激经济, 并赋予全面建成小康社会更丰富的内涵, 即“打赢脱贫攻坚战”“巩固疫情防控成果”。3 月 27 日政治局会议强调降低疫情损失、完成脱贫任务、保证就业, 由此可见当前政府对经济增长具体数字要求淡化, 逆周期政策调节的目标是稳经济而非强刺激。在政策强调“房住不炒”的原则下, 房地产市场资金支持 and 开发商投资难有改善, 意味着房地产投资引擎的熄灭。本轮经济政策组合可能是稳定就业、基建对冲和消费刺激。

图 3.1: 固定资产投资增速 (%)



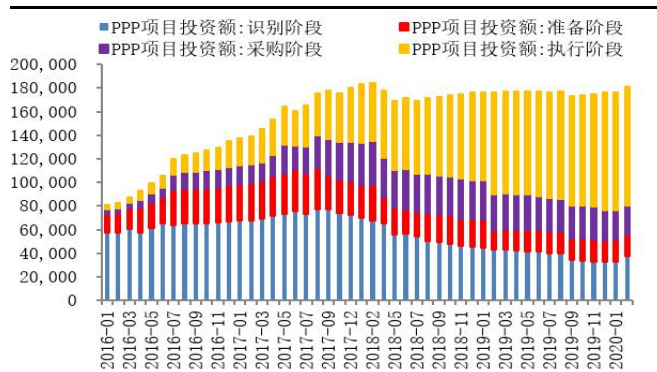
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.2: GDP 增速 (%)



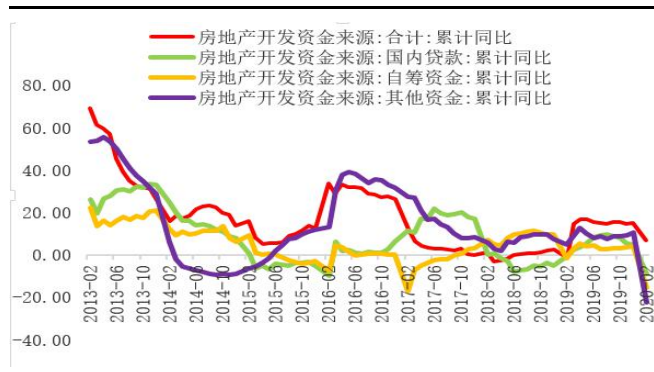
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.3: PPP 项目投资额 (亿元)



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.4: 房地产开发资金来源同比增速 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

3.2 财政政策成为主角, 货币宽松予以配合

新冠疫情的爆发对于服务业、建筑业和外贸行业影响最为明显, 尤其是抗风险能力较弱的

中小企业经营更加困难。由于小微企业和民营企业是吸收就业的主力军，能否度过疫情期间的经营困难关乎全社会就业的稳定。3 月以来，监管层积极促进复工复产和人员返岗，货币政策通过定向降准、增加再贷款额度、下调再贷款利率的方式给予小微企业信贷支持，教育部扩大硕士研究生招生，种种举措均旨在缓解就业压力。

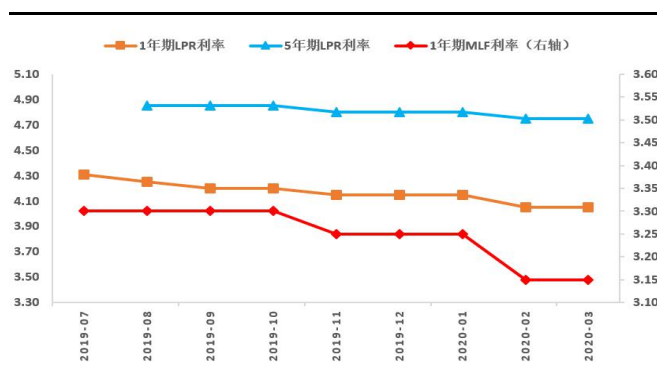
在当前总需求收缩的压力下，投资实体的赚钱效应较弱，同时面临的不确定性和风险较大。若货币政策不断降低融资成本给实体注入流动性，可能进一步增加资金在金融市场中空转的可能。一季度银行理财收益率与信用债利差走扩，意味着企业发债购买银行理财收益可观。若要改变资金在金融市场空转迹象，需要财政政策“更加积极有为”，以扩大财政支出创造更多需求。此前政治局会议明确提出提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方专项债规模的三大举措。二季度伴随地方债和特别国债发行，预计货币政策将以降准或公开市场投放的形式予以流动性配合。此前超额准备金利率下调后货币市场利率中枢有望下降，并带动债券收益率进一步走低。

图 3.5: 2019 年四季度至 2020 年一季度货币政策

日期	货币政策工具
20191016	无到期量情况下意外投放2000亿MLF
20191105	央行开展4000亿MLF，并下调利率5BP至3.25%
20191118	央行开展1800亿7天OMO，并下调利率5BP至2.5%
20191218	500亿7天逆回购+1500亿14天逆回购（下调5BP至2.65%）
20200101	自1月6日降准0.5%，释放长期资金8000多亿
20200203	对冲当日到期量OMO投放12000亿，并同时下调7天和14天公开市场操作利率10BP
20200217	MLF利率下调10BP至3.15%
20200226	在已设立3000亿元疫情防控专项再贷款基础上，增加再贷款再贴现5000亿元，用于中小银行加大对中小微企业支持；下调支农、支小再贷款利率0.25%至2.5%；2020年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠性小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金
20200313	自3月16日普惠金融定向降准释放5500亿流动性
20200330	下调7天期逆回购中标利率20BP至2.20%
20200403	定向降准1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，同时自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%

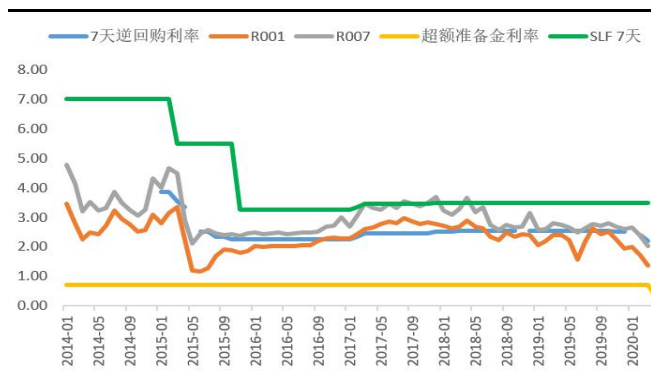
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.7: LPR 报价利率 (%)



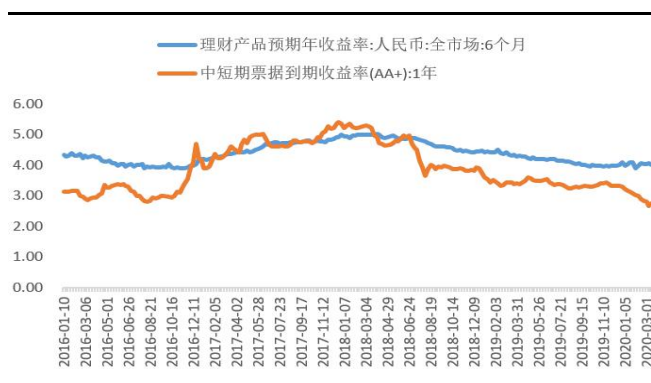
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.6: 货币市场利率及政策利率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.8: 银行理财收益率与 1 年期短融收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

4. 利率债供给明显放量，银行配置需要观察

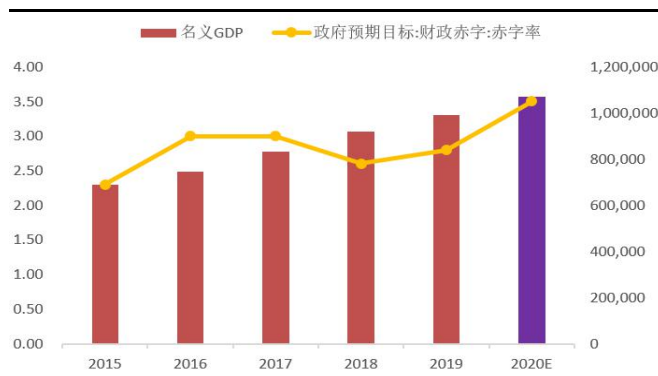
4.1 债券发行节奏加快，供给冲击不容忽视

疫情对一季度经济影响较大冲击，3月27日政治局明确提出后期将财政政策将更加积极——适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模，这意味着全年利率债的发行量将超出此前市场预期。按照3.5%财政赤字、1万亿的特别国债发行量和3.5万亿专项债发行规模计算，年内利率债净融资将达到9.5万亿，2020年全年利率债净供给同比增加2.35万亿。

由于一季度国内疫情爆发，地方债的发行明显放缓，2月和3月地方债分别发行4379亿元和3875亿元，低于1月7850亿元。截止3月31日，地方债净融资1.51万亿，完成2020年提前下达的新增地方债务限额18480亿的82%。由于今年两会延期，新增专项债额度无法估计。我们参考去年同期净融资规模，加上目前剩余的地方债新增额度和地方债到期量，估算二季度地方债发行量至少1.2万亿元。国债和政金债一季度分别发行7350亿元和1.18万亿元，按照历史同期发行量占全年发行量占比估算，二季度发行量分别在1.7万亿和1.04万亿左右。因此，

不能忽视二季度利率债 4 万亿的发行量（环比多增 4000 亿）对债券走势扰动。

图 4.1：财政赤字率（%）



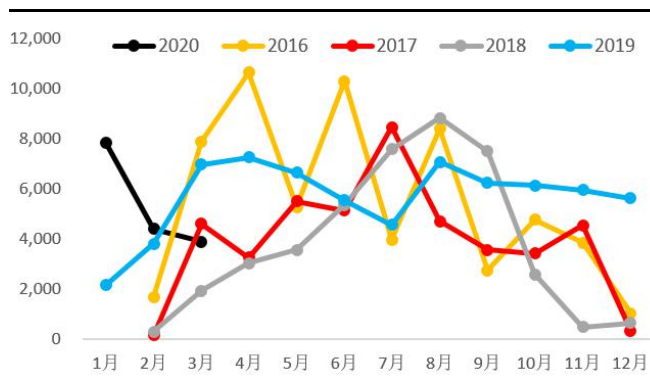
资料来源：wind，一德期权部

图 4.2：利率债净融资（亿元）

	2018年	2019年	2020年E
财政赤字率	2.60%	2.8%	3.5%
中央财政赤字	15500	18300	25000
地方财政赤字	8300	9300	12500
特别国债发行	—	—	10000
国债到期量	22200	24094	23644
地方债到期量	8400	13151	20757
政策性银行债到	24746	24384	25506
国债发行规模	37700	42394	58644
一般地方债发行	33046	33684	33257
地方专项债发行	13500	21500	35000
政策性银行债发	34649	37745	38260
利率债净融资	63549	73694	95254

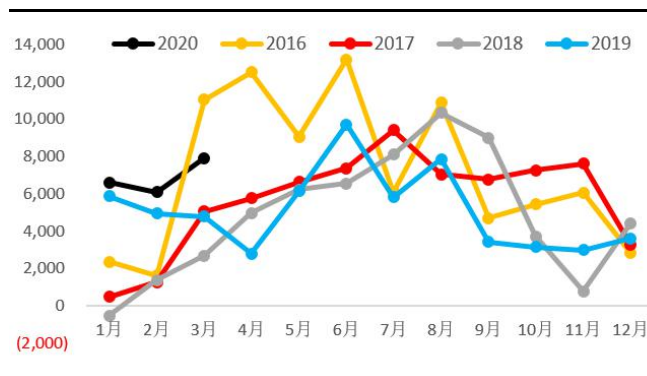
资料来源：wind，一德期权部

图 4.3：地方债月度发行量（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.4：利率债发行月度净融资（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

4.2 银行负债压力仍存，外资活跃度有望提升

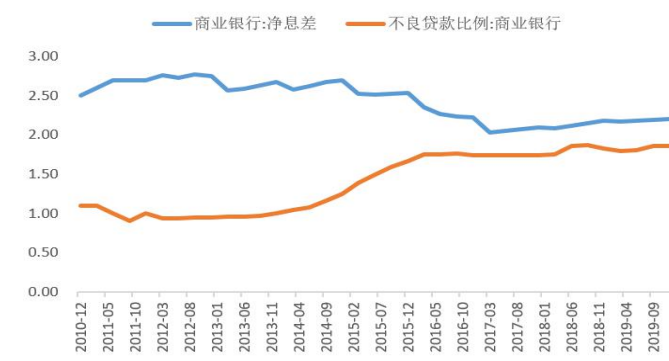
2019 年下半年来，央行多次调降公开市场利率有助于商业银行负债成本的降低，但由于公开市场操作同时作用于资产和负债两端，且同业负债相对存款在银行负债中占比较低，实际上商业银行负债成本下降缓慢。在当前内外经济增长压力和负债稳定的情况下，央行引导商业银行让利实体经济——降低社会融资成本并加大信贷投放，无疑会增加商业银行的经营压力。

从历史数据看，净息差下行背景下，商业银行往往减少信贷投放导致社融增速收缩，最为典型的是 2014 年到 2015 年。社融持续下滑后，商业银行往往会增强表外融资（如果政策放松表外融资限制）或者增加购买金融产品方式增厚收益。在货币宽松给予实体信贷支持的宗旨下，若要维持信贷社融高增速，要么放松对地产和非标等融资限制（意味着实体融资成本或上升），要么减轻商业银行的负债压力——直接调降存款准备金率或放松相关考核指标。如果采用前者，

收益比较优势下银行将增加对实体贷款的倾斜，减少配债，债市的调整压力将到来；如果采用后者，负债端放松将带动资产端收益率下行，净息差修复将促进商业银行信用扩张，资金利率低位下债券收益率有望进一步走低。当然，如果放弃对信贷扩张的追求，实体经济对资金需求的下降将带动债券收益率的下行。以上三种情况推演，我们认为后期缓解银行负债压力的可能性较大。

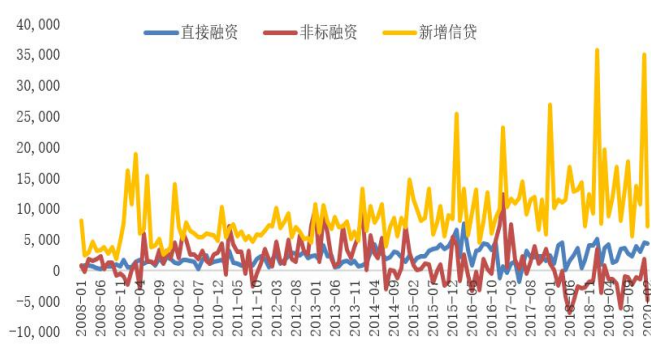
二季度海外疫情扩散情况下，全球经济衰退风险提升。参考 2008 年金融危机经验，一旦资产转入对经济衰退的定价，美债收益率将快速下行。但当前十年美债收益率已经跌破 1%，全球负利率债券规模屡创新高，各国央行货币宽松空间较为有限。人民币汇率维持稳定假设下，出于息差绝对优势考虑，境外机构对中债的配置力度将有增无减。二季度十年国债收益率能否挑战新低一方面取决于商业银行负债压力能否缓和，另一方面外资配置可能成为重要的推动力量。

图 4.5: 商业银行净息差和不良贷款比例 (%)



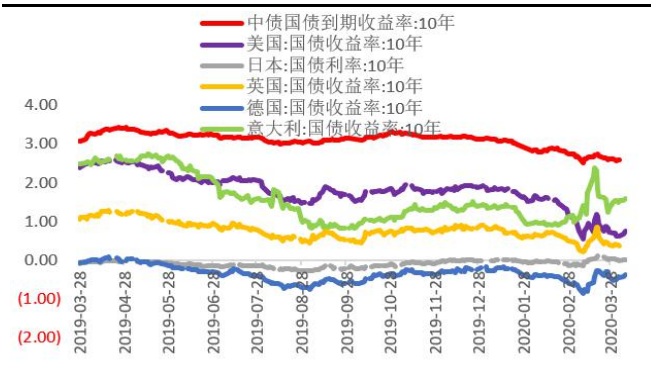
资料来源: wind, 一德期权部

图 4.6: 社会融资各分项当月增加值 (亿元)



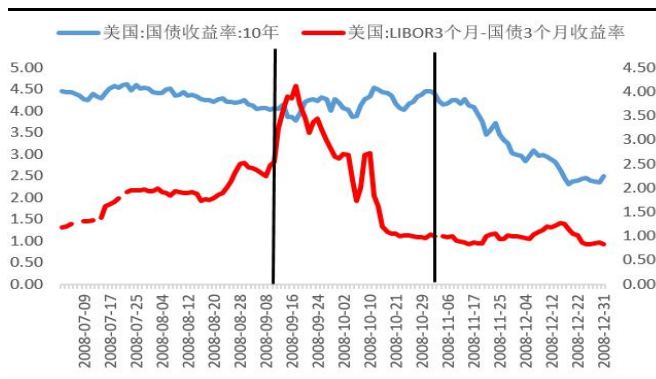
资料来源: wind, 一德期权部

图 4.7: 主要国家主权债券收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 4.8: 2008 年金融危机时期美债走势 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

5. 低利率时代来临, 债市慢牛行情可期

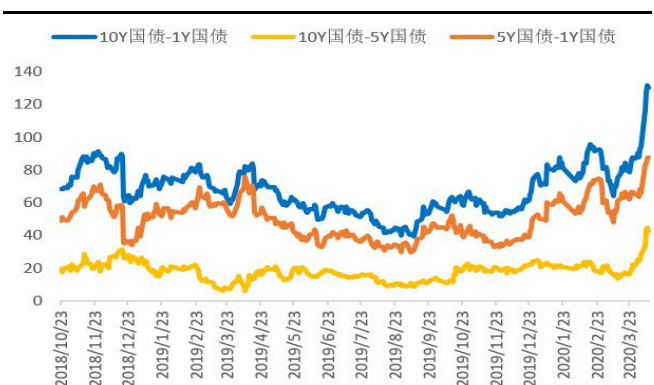
5.1 短期债市维持强势, 中期不确定性仍存

疫情的扩散影响全球产业链运转和贸易活动, 二季度内需修复过程中会伴随外需冲击。在稳经济而非强刺激的政策宗旨下, 预计经济反弹力度有限。积极的财政政策或以增加支出的形式创造需求, 改变企业预期, 货币政策配合财政政策将保持流动性合理充裕。此前超额准备金利率下调后货币市场利率中枢有望下降, 并带动债券收益率进一步走低, 短期债市预计维持强势。中期看, 商业银行面临负债成本刚性与央行要求加大信贷投放并降低实体融资成本两难问题。在维持信贷社融高增速的前提下, 要么放松表外融资或不再强调实体融资成本降低的目标, 要么减轻商业银行负债压力。前者意味着更多资金流向实体, 减少配债, 利空债市; 后者在刺激信贷投放的同时帮助降低预期收益目标, 有利于商业增强债市的配置。长期看, 随着国内经济发展不再追求高增速, 利率有望较长时间维持低位, 或许意味着低利率时代已经到来。

5.2 收益率曲线先陡后平，操作注意安全边际

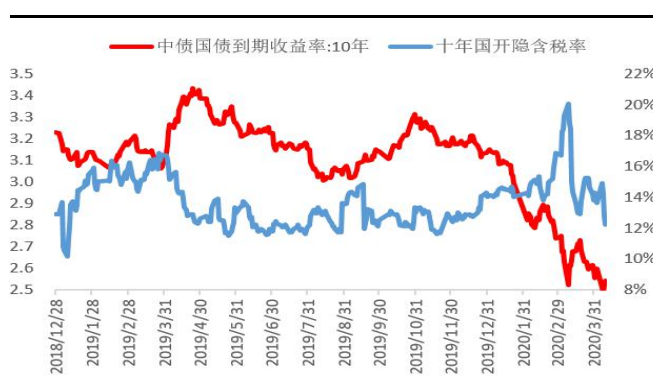
在前期央行投放大量流动性、下调公开市场利率、超额准备金利率等一系列操作后，当前国债收益率曲线已经非常陡峭，投资者对于期限利差何时走缩较为关心。目前看，资金面维持宽松确定性较强，短债收益率可能进一步下行，而经济反弹预期以及银行负债成本的担忧短期制约长端收益率下行，期限利差可能继续做阔。二季度，市场预期差可能来自经济反弹力度有限，届时商业银行或主动下调预期收益目标，加码长债配置。此外，境外投资者加快中债购买，以及二季度利率债供给的阶段性冲击，都可能驱动期限利差压缩。投资者可以关注上述信号，把握曲线套利机会。

图 5.1：国债期限利差（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 5.2：十年国开隐含税率（%）



资料来源：wind，一德期权部

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673