

市场不确定性再抬升 期债再获支撑

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 整体来说十月份国债期货整体呈现震荡向上的态势，扰动因素增多。由于10月上旬资金到期较多，市场流动性偏紧，10年期国债利率突破3.2%最高触及3.23%。后随着央行公开市场超额续作、GDP数据低于预期、欧洲疫情再度恶化等消息发酵，十月的最后一周欧洲各国重启封锁措施，外围股指大幅波动，国内股市明显调整，期债反弹明显，市场做多情绪明显回暖。
- ◆ 2020年3季度GDP同比增速4.9%，增速较二季度回升1.7个百分点，略低于市场预期。虽然GDP增速略弱于市场一致预期，但是经济增长的内生性动能明显增强：消费与制造业投资的复苏降低了对基建投资的依赖，当然基建投资本身也低于预期。
- ◆ 随着国内疫情防控得当以及经济形势的转好，实体经济经营活力改善。9月信贷增量符合预期，政府债的高增带动社融增速进一步提升。
- ◆ 9月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品CPI和整体CPI涨幅收窄的主要原因，9月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费需求不足现象仍然严峻。9月PPI环比涨幅延续收窄，生产资料和生活资料PPI环比涨幅同步放缓。
- ◆ 货币政策中性预期进一步夯实。目前资金面紧势缓和，央行公开市场加大净投放力度，银行间市场资金面明显转暖，隔夜回购利率大幅下行逾26bp，七天则因跨月降幅稍小。除央行加大支持力度外，月末财政投放也助力，隔夜回购可跨月利率料将反弹，但无碍平稳跨月。
- ◆ 9月新增地方债发行依然维持在高位。截止到9月底，2020年新增专项债和新增一般债已发行33655.3亿元和9393.4亿元，年内尚有3844.7亿元新增专项债和406.6亿元新增一般债额度待发，地方债供给高峰将过。
- ◆ 疫情在全球部分地区进一步蔓延将会给经济反弹力度和延续程度形成压制。海外疫情有反弹的苗头，特别是欧洲。法国甚至严重程度超过前期。欧洲各国再次进入严防态势。

葛妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL：

geyan@neweraqh.com.cn

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

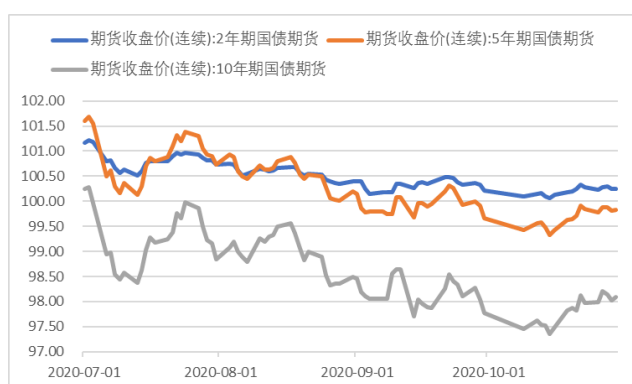
E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

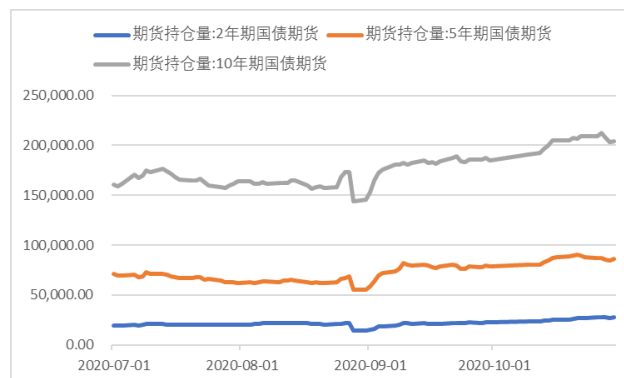
整体来说十月份国债期货整体呈现震荡向上的态势，八月首周共一个交易日，节后首日国债期货全线收跌，10年期主力合约跌0.34%，5年期主力合约跌0.24%，2年期主力合约跌0.13%。国内经济延续修复，高频数据指向内需有所修复但势头。海外疫情二次暴发，大选临近，短期扰动因素增多。由于10月上旬资金到期较多，市场资金利率不降反升，R007一举突破4%并继续上行。市场流动性偏紧，10年期国债利率突破3.2%最高触及3.23%。后随着央行公开市场超额续作、GDP数据低于预期、欧洲疫情再度恶化等消息发酵，10年期国债到期收益率从3.22%连续下行至3.17%，10月11日至16日国债期货总体维持弱势震荡态势，10年期主力合约周跌0.01%，5年期主力合约周跌0.03%，2年期主力合约周涨0.02%。10月18日至23日国债期货总体维震荡上行。十月的最后一周欧洲各国重启封锁措施，外围股指大幅波动，国内股市明显调整，期债反弹明显，市场做多情绪明显回暖。

图 1. 十月国债期货震荡上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量维持平稳



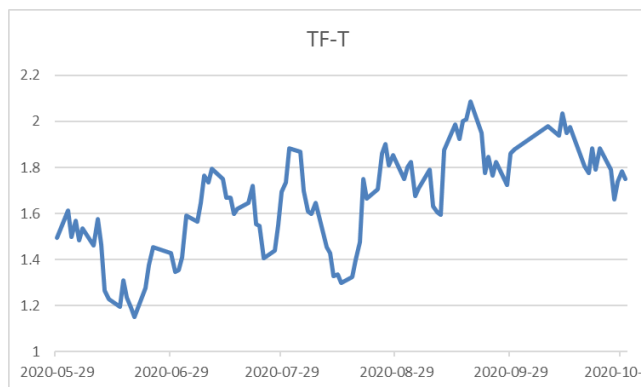
资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，10月上旬市场流动性偏紧，后随着央行公开市场超额续作，资金态势明显缓和。隔夜Shibor下行12.50BP至2.236%，7天Shibor涨8.70BP至2.418%，14天Shibor上行1.80bp至3.025%。

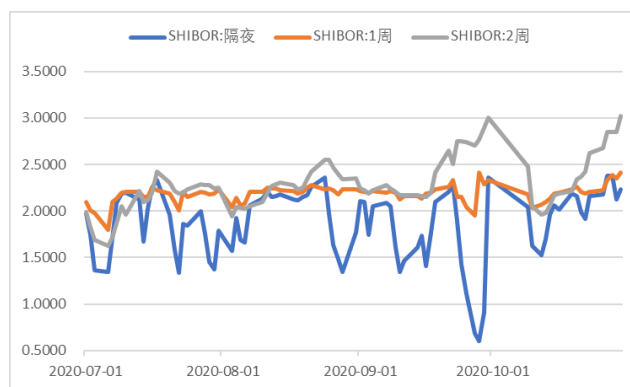
价差方面，5年期国债期货主力合约TF2009与10年期主力合约T2009的价差整体维持震荡重心下移13.00BP。跨期价差T2009-T2012较上月下行0.015，TF2009-TF2012较上月下行0.115。

图 3. 价差震荡下行

图 4. Shibor 维持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

第二部分宏观经济及政策分析

一、宏观经济回顾与展望

(一) 经济数据复苏趋势延续

2020年3季度GDP同比增速4.9%，增速较二季度回升1.7个百分点，略低于市场预期。前三季度GDP累计同比增长0.7%，年内转正。三大产业继续修复，第一产业同比已经回升至疫情前水平；三季度第三产业改善较快，经济结构内部调整加快。虽然GDP增速略弱于市场一致预期，但是经济增长的内生性动能明显增强：消费与制造业投资的复苏降低了对于基建投资的依赖，当然基建投资本身也低于预期。

1、工业增加值加速回升

9月规模以上工业增加值同比增长6.9%；1-9月工业增加值累计同比增长1.2%。工业增加值增速再次超出市场预期，经济持续恢复。行业大类看，制造业加速回暖，采矿业和公用事业小幅波动。汽车制造业继续维持高增。投资维持高位带动非金属矿物、橡胶塑料、金属制品回升较快。

2、社零大幅超预期

9月社零加速回升，同比增速为3.3%，较上月回升了2.8个百分点，高于市场预期。实际消费回升强劲。9月社零同比增速3.3%，较8月回升了2.8个百分点，高于市场预期。1-9月社零累计同比增速为-7.2%，较1-8月回升1.4个百分点。9月社零实际同比增速2.4%，较8月上升3.5个百分点，1-9月累计实际同比增长-9.1%，较1-8月上升1.5个百分点。9月实际社零增速较名义增速上升幅度更大。必需品消费在年初高增后逐步恢复正常增长节奏，粮油食品，日用品维持高增；可选品消费维持稳定增长，汽车消费景气度持续，服装鞋帽、家具增速不同程度改善。餐饮服务持续稳步改善，同比再度上行4.1个百分点至-2.9%。

3、投资年内首次转正

1-9月固定资产投资增速为0.8%，较1-8月回升1.1个百分点，为年内首次转正，1-9月民间固定资产投

资增速-1.5%，较1-8月回升1.3个百分点。9月固定资产投资增速年内首次转正，民间固定资产投资增速虽然尚未转正，但累计同比增速回升幅度更显著。

制造业投资增速回升幅度继续领跑，制造业投资累计增速为-6.5%，跌幅较上月收窄1.6个点；从制造业细分行业看，累计同比增速较8月明显上升的包括农副食品加工、医药、汽车、纺织、金属制品、交运设备、通用设备等行业。伴随工业企业利润的持续修复、制造业中长期贷款增速的持续向好，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。

基建回升速度低于预期。1-9月基建投资同比增长0.2%，增速较1-8月回升了0.5个百分点，整体低于市场预期。9月雨水天气较多或影响了开工进度；同时财政支出进一步落地转化为实际投资也或有1个月左右的滞后期，后续的财政支出仍有望延续9月较高的增速，预计能够支撑四季度的基建投资保持平稳增长，基建投资增速在四季度或有进一步提升空间。

房地产投资增速上升幅度有所收窄。1-9月房地产投资增速5.6%，较1-8月回升了1个百分点，其中东部地区累计同比增长6.5%、中部地区累计同比增长0.9%、西部地区累计同比增长8.1%，分别较1-8月回升1个百分点、2个百分点和0.2个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速6.1%、办公楼投资增速0.5%、商业地产投资增速-2.5%，分别较1-8月回升0.8个百分点、1.5个百分点和0.4个百分点。1-9月房地产新开工面积累计同比增长-3.4%，较1-8月上升0.2个百分点，施工面积同比增长3.1%，较1-8月下降0.2个百分点，竣工面积同比增长-11.6%，较1-8月下降0.8个百分点。整体来看，9月房地产土地市场有所回落，新开工面积增速虽然继续上行，但施工面积同比增速出现下行，房地产政策的收紧一定程度上开始影响土地购置面积和施工面积增速。

整体看，三季度经济继续走高，9月经济数据略弱于市场预期，预计四季度我国经济整体维持复苏趋势，但后期仍需关注结构变化。房地产边际转弱，后期重点关注基建投资增速以及消费复苏的持续情况。

4、外贸数据维持强劲

第三季度我国进出口8.88万亿元，同比增长7.5%。其中，出口5万亿元，增长10.2%；进口3.88万亿元，增长4.3%，三项数据均创下季度历史新高。单月数据方面，中国9月（以美元计）出口同比增9.9%，前值增9.5%；进口同比增13.2%，前值降2.1%。9月份我国出口维持较高增速，预计未来几个月我国出口增速总体稳定。

9月份出口表现基本符合预期，仍保持了较高的增速。分国别（地区）来看，我国对美欧日的出口增速总体稳定，对印度、巴西的出口增速显著改善。随着印度和巴西经济的修复，它们的进口需求也在改善。虽然全球疫情仍然严重，但防疫物资进口需求略有减少，我国纺织纱线、织物及制品的进口金额环比减少15.7亿美元。9月份摩根大通全球制造业PMI为52.3，好于前值51.8，全球经济继续修复。短期来看，即便我国防疫物

资出口有所减少，一般物资出口也有望随着全球经济的修复而有所改善，预计未来几个月我国出口增速大体稳定。

我国内需的改善导致9月份进口大增，未来几个月进口增速或大体稳定。从分国别（地区）来看，我国对主要经济体的进口增速均提高8-23个百分点，大概只有我国内需的改善才会导致这一结果。另外，我国对美国进口增速的提高幅度较大，达到23个百分点。我国加快了从美国的进口，这是我国进口提速的次要原因。9月份我国进口增速已经回升到较高水平，继续提高的可能性不大，不排除短期报复性消费导致进口回升过快。在我国经济稳步恢复的背景下，未来几个月进口增速或大体稳定。

进口修复是9月份贸易差额减少的主要原因，预计未来几个月大体稳定。9月份我国进口显著修复，而出口相对稳定，因此贸易差额环比减小219亿美元。未来几个月我国出口和进口大体稳定，预计贸易差额也大体稳定。

（二）社融超预期多增，M2增速提升

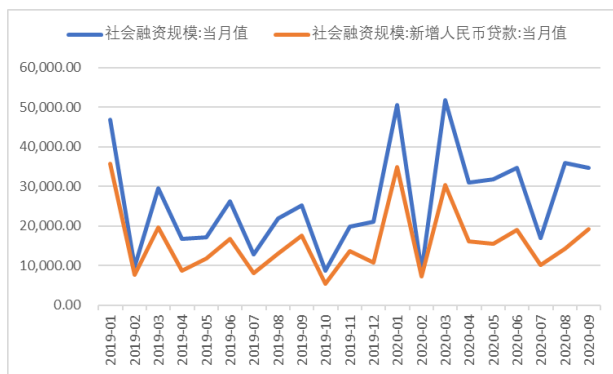
9月信贷同比多增，居民信贷延续改善趋势：9月信贷新增1.9万亿（包括非银贷款），符合之前预期，同比多增2116亿。其中，居民信贷持续修复，新增9607亿，同比多增2057亿。虽然9月企业信贷新增规模（9458亿）略低于去年同期（1.01万亿），票据延续压降态势减少2632亿，认为反映了企业信贷需求改善情况且信贷额度有限情况下，银行通过压降票据来腾挪信贷额度。企业一般信贷中，中长期信贷积极投放，9月新增1.07万亿，同比多增5043亿；企业短贷增1274亿，同比少增1276亿。展望10月，认为随着经济的逐步向好，银行信贷投放节奏更趋稳健，预计10月新增信贷规模为7000-8000亿（vs2019年10月6613亿）。

社融继续超预期多增，同比增速进一步提升：9月社融超预期多增，新增3.48万亿，同比多增9658亿，社融余额同比增速较8月提升0.2个百分点至13.5%。其中，政府债是带动社融增速提升的重要因素，9月新增政府债1.01万亿，同比多增6326亿。9月表外融资保持正增，未贴现承兑汇票、信托贷款和委托贷款三者合计新增26亿，同比多增1151亿。企业债新增1422亿，同比少增1009亿，或与企业债发行成本上行相关。股票融资规模新增1140亿，同比多增851亿。

9月存款同比多增，M2增速提升：9月新增人民币存款1.58万亿，同比多增8607亿。其中，企业和居民存款分别新增1.94万亿、1.01万亿，分别同比多增4004亿、5201亿；非银存款减少3177亿，但较去年同期少降4993亿。9月财政资金加快投放，财政存款减少8317亿，同比多降1291亿。在信贷延续高增、财政资金加速投放情况下，9月M2同比增速较8月提升0.5个百分点至10.9%。M1增速较8月提升0.1个百分点至8.1%，反映了企业经营活力仍处于改善通道中。

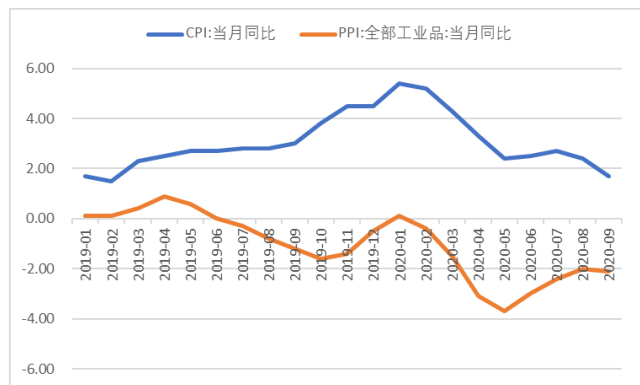
随着国内疫情防控得当以及经济形势的转好，实体经济经营活力改善。9月信贷增量符合预期，政府债的高增带动社融增速进一步提升。

图 5. 社融超预期多增



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. CPI 继续下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(三) CPI 继续下行，PPI 短暂回落

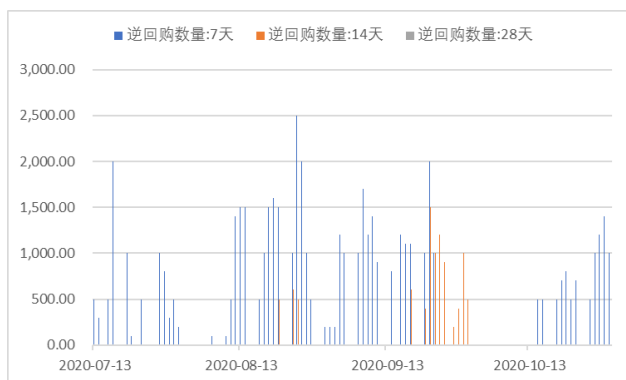
2020年9月CPI同比1.7%，前值2.4%，上年同期3.0%；9月PPI同比-2.1%，前值-2.0%，上年同期-1.2%。

9月猪肉价格走低，同比涨幅大幅下降，是带动食品CPI和整体CPI涨幅收窄的主要原因，9月非食品价格同比再现零增长，显示当前消费需求不足现象仍然严峻。9月CPI同比上涨1.7%，涨幅较上月大幅回落0.7个百分点，时隔19个月再次回到“1时代”，显示猪周期带来的本轮物价上涨已进入尾声。从影响物价变化的主要因素看，9月食品价格同比上涨7.9%，几乎贡献了本月CPI的全部涨幅（1.69%）。当月食品价格涨幅较上月回落3.3个百分点，也是本月CPI涨幅回落的主要原因。9月非食品价格与上年同期持平，涨幅比上月回落0.1个百分点，意味着食品之外的各类商品和服务价格总体上正处在通缩边缘，背后的原因是居民消费需求不振，并正在成为当前经济修复的主要拖累。

9月PPI环比涨幅延续收窄，生产资料和生活资料PPI环比涨幅同步放缓；当月生产资料PPI同比跌幅延续了6月以来的收敛趋势，但生活资料PPI同比涨幅明显回落，拖累当月PPI同比跌幅意外走阔。9月PPI环比涨幅从上月的0.3%降至0.1%，同比跌幅从上月的-2.0%扩大至-2.1%，结束了此前连续三个月的收敛过程，表现逊于预期。从大类来看，9月生产资料和生活资料PPI环比涨幅均较上月走弱0.2个百分点，且生活资料PPI环比转跌；同比方面，9月生产资料PPI同比跌幅延续了6月以来的收敛趋势，但生活资料PPI同比涨幅明显回落，成为当月PPI同比跌幅意外走阔的原因所在。

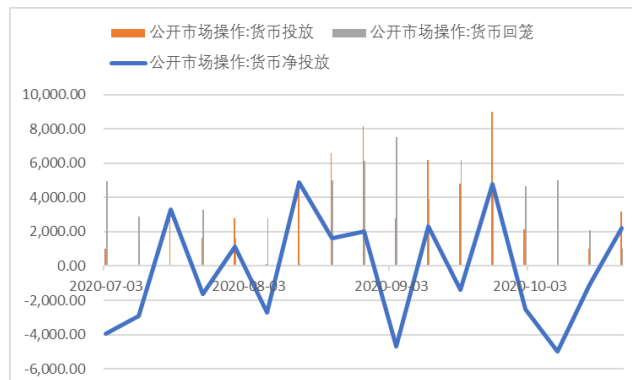
展望后期，总体来说预计10月供给不足对于CPI价格的影响将进一步收窄，肉类价格将维持小幅上涨，鲜果、鲜菜等9月涨幅较大的品种，涨幅有望回落。非食品项方面，出行最多的暑期同样已经过去，机票、宾馆价格涨幅有望在10月明显收窄，疫情虽然已经缓解，但对于非必须消费品的需求弹性恐难以和常年相比，非食品项价格的涨幅将遭遇天花板效应。PPI方面预计工业品物价整体处于反弹阶段，预计10月PPI将保持稳定。

图7：逆回购加码



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8：流动性投放增加



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策回归常态化

近期货币政策再度受到市场关注，易纲行长提到“要把握货币政策总阀门”，这种总量上的定调一定程度上会引发市场对货币政策紧缩的猜测，但是实际上从目前货币政策的前瞻性来看，年底之前货币政策都不会退出，且在美国大选之后货币政策还可能根据情况做出调整。

货币政策中性预期进一步夯实。央行公布10月LPR报价。其中，1年期品种报3.85%，5年期以上品种报4.65%，均与上月持平。自从4月开始，货币政策逐步从超级宽松状态回归常态，在缺乏降准、降息的引导下，LPR报价已经从5月到10月连续六个月维持不变。货币政策回归常态以来，银行负债端紧张逐步显露，在政府债券发行放量、财政支出节奏较慢和压降结构性存款的多重压力下，银行暴露出缺存款问题，超储率走低、同业存单利率快速攀升。从8月起央行流动性投放方式回归逆回购+MLF，大额超额续作MLF，加大净投放规模，以缓解银行负债荒，资金利率虽然维持在政策利率附近水平运行。同业存单量价齐升显示银行负债紧张问题没有得到实质性缓解，银行负债成本上升阻碍LPR下行。

LPR报价持续走平，货币政策中性预期进一步夯实。货币政策回归常态，降息、降息政策退出，LPR报价长期维持不变，货币政策调整到位后将维持中性。10月14日，货币政策司司长孙国峰在2020年第三季度金融统计数据新闻发布会上讲到“央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，市场利率围绕央行政策利率运行，利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”，再次明确了货币政策将维持中性。孙司长提及年内金融让利目标能顺利完成，目前较低的超储率水平对央行政策的影响相对有限，都说明后续不管是利率还是准备金政策的空间都比较小。后续货币政策还是以OMO、MLF和再贷款再贴现等政策工具对冲资金面波动为主，LPR报价在维持六个月不变后，未来一段时间大概率仍将维持不变。

目前资金面紧张缓和，央行公开市场加大净投放力度，银行间市场资金面明显转暖，隔夜回购利率大幅下行逾26bp，七天则因跨月降幅稍小。除央行加大支持力度外，月末财政投放也助力，隔夜回购可跨月利率料将反弹，但无碍平稳跨月。

三、地方债供给高峰将过

9月新增地方债发行依然维持在高位。截止到9月底，2020年新增专项债和新增一般债已发行33655.3亿元和9393.4亿元，年内尚有3844.7亿元新增专项债和406.6亿元新增一般债额度待发，地方债供给高峰将过。2020年9月合计发行地方债7208.9亿元，其中新增专项债发行规模高达4686.7亿元。2020年1-9月合计来看，地方债发行5.68万亿元，高于2019年同期的4.18万亿元。

2020年9月地方债的加权发行期限继续维持在高位（14.72年），地方债的发行成本继续上行，加权票面利率为3.64%（去年同期加权发行期限为14.42年，加权票面利率为3.52%）。2020年9月发行的项目收益专项债中基建类投向规模为1489.2亿元，占比40.6%，而棚改专项债发行规模不减（1657.4亿元，在项目收益债中占比45.1%），对专项债中基建类投向空间继续形成挤压。将2020年1-9月合计来看，有近7成投向基建领域，较2019年同期（占比26.2%）提升明显，专项债对基建的撬动作用愈发凸显。

9月专项债用作项目资本金情况来看，2020年9月专项债用作项目资本金的案例为121例，涉及当月发行的专项债规模235.4亿元，9月新增专项债用作资本金的比例约5.0%。分地区来看，山东（61.4亿元，不含青岛）、安徽（36.3亿元）和重庆（31.4亿元）专项债用作资本金的规模位居前三位。2020年1-9月合计来看，专项债用作资本金的项目达960个（剔除重复项目），涉及专项债规模超2450亿元。

四、外围仍存不确定性

疫情在全球部分地区进一步蔓延将会给经济反弹力度和延续程度形成压制。海外疫情有反弹的苗头，特别是欧洲。法国甚至严重程度超过前期。欧洲各国再次进入严防态势。

欧洲各国重启封锁措施无疑是影响市场的重磅因素之一，其中法国情况最为严峻，法国总统马克龙（Emmanuel Macron）宣布将于周五（10月30日）起再度实施全国范围封锁，并持续至12月1日。而德国将从11月2日起实施较现行措施更加严格的社交接触禁令，经济复苏的进程被打断。美元指数受益于此升至两周高位93.64；黄金失守1890美元至日内低位1869美元，创一个月以来新低。国三大股指跌幅均超3%，道指和标普500指数创6月11日以来最大单日跌幅。封锁措施重启给市场带来不确定性，经济复苏仍需时间。

与此同时，目前市场关注的焦点在于财政刺激方案的出台。下周将迎来美国大选，目前选情依然扑朔迷离。从近期市场走势来看，美国大选及新一轮财政刺激法案仍为影响市场短期走势的重要分力，而这一方面市场不确定性仍存。因此，在疫情加剧和财政刺激落空的多重影响下，外围股市持续低迷不振。

第三部分国债期货市场展望

国内三季度 GDP 数据略低于预期，不过工业生产仍在加速，消费恢复形势较为良好，投资增速年内首次转正，房地产投资增速继续显著回升，加上社会融资规模等金融数据好于预期，预计四季度经济增速将持续稳定回升。但国内结构性、体制性、周期性矛盾并存，境外疫情蔓延、全球政治经济格局的不确定性为我国经济发展带来一定的挑战。央行仍会综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。

三季度经济数据公布后，市场进入了基本面数据的消息真空期。当前海外疫情加剧，新增确诊人数维持高位，刺激计划协议存在分歧，大选前较难落地。近期政府债券发行压力尚存，工作日安排也较为紧凑，造成月内资金利率中枢有所上行。外围股指大幅波动，国内股市明显调整，期债反弹明显，市场做多情绪明显回暖，短期避险情绪支撑下，国债期货反弹有望延续。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构**公司总部**

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968-801
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518034
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

常州营业部

电话：0519-88059977
邮编：213161
地址：常州市武进区湖塘镇延政中路16号B2008、B2009

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

北京东四十条营业部

电话：010-84261939
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510050
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

成都高新营业部

电话：028-68850216
邮编：610041
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼