

疫情仍为当前主基调 期债支撑仍存

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 本月因新冠疫情发酵催生避险情绪，国债期货不断突破前期高点。同时海外疫情扩散，全球股市连日大跌，避险情绪推动美债收益率再创纪录新低，提振国内债市人气。
- ◆ 新冠肺炎疫情大范围蔓延，至今已有两个月。在疫情对消费需求造成冲击的情况下，一季度经济下行压力加大，货币政策边际宽松预期加强。一月份的消费、投资、进出口等数据均未公布，随后一二月部分数据将合并公布，目前新冠肺炎疫情在数据上对经济的影响还不明显
- ◆ 肺炎疫情影响在1月PMI指数中或未有充分体现，预计2月PMI指数将明显走低，宏观调节政策有必要及时响应，前期出台的逆周期调节政策将加快执行，稳增长、促销费等相关政策也有望提前加码。
- ◆ 总体来看，1月金融数据的全面超预期并未体现疫情的影响，就2月而言，春节叠加疫情冲击将对金融数据有所扰动。
- ◆ 1月CPI超预期回升，其中首要驱动因素是猪肉，1月PPI同比增速较前值提升主要受石油化工行业产品价格增速提升影响。2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。
- ◆ 总结来看，在新型冠状病毒的影响下，我国经济下行压力加大，同时面临着多方面的挑战。货币政策仍将保持稳健偏宽松的态势。在科学稳健逆周期调节力度的基调下，货币政策不会出现“大水漫灌”的情形。未来货币政策仍将在稳增长、调结构、防风险之间保持动态的平衡。
- ◆ 年初至今，地方债发行规模已经突破万亿元，今年一季度发行量有望创新高。为加快地方政府债券发行使用进度，经国务院决定并报全国人民代表大会常务委员会备案，近期财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元。
- ◆ 总体来看，经济何时恢复还有待确认，经济基本面依然承压，为国债带来支撑，但短期来看仍以震荡为主。

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

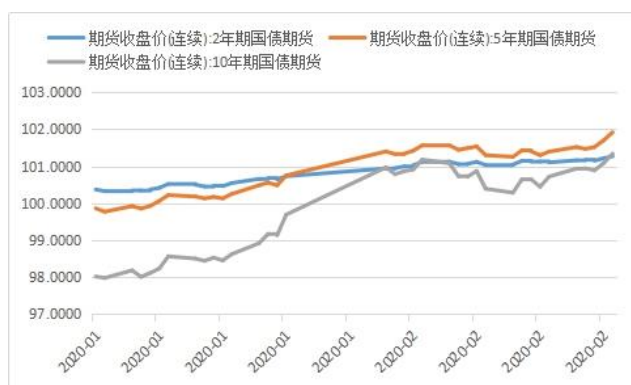
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

本月因新冠疫情发酵催生避险情绪，国债期货不断突破前期高点。春节过后的首个交易日国债期货大幅收涨，股市大跌，10年期主力合约涨1.37%报100.97元，创逾三年新高，盘中最大涨幅1.90%，随后避险情绪略有消化，股市有所回暖，债市略有回调。二月首周债市主要受市场疫情恐慌情绪主导，伴随着对经济基本面的担忧及对未来货币宽松政策的期盼。第二周国债期货延续前期利好兑现后的震荡行情。CPI影响有限，债市情绪释放殆尽，国债期货上行空间受限。2月17-21日国债期货延续前期利好兑现后的震荡行情，复工有序进行，股市有所修复，市场避险情绪缓解，股债跷跷板效应明显。2月的最后一周震荡依然延续，本月的最后一个交易日国债期货大幅收涨，10年期主力合约涨0.44%。十年期债本月累计涨1.51%；5年期主力合约本月累计涨0.84%。海外疫情扩散，全球股市连日大跌，避险情绪推动美债收益率再创纪录新低，提振国内债市人气。

图1. 国债期货整体高位震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 持仓量较为平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究

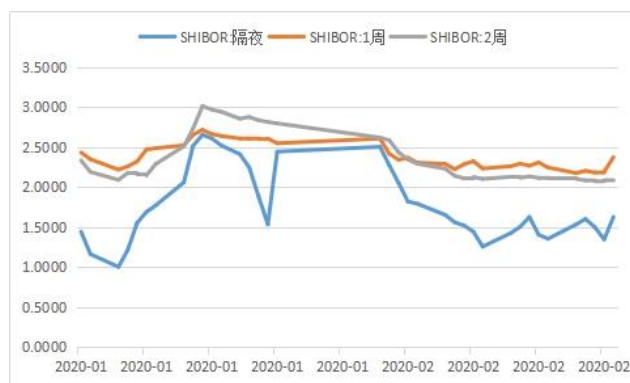
资金面方面，央行为应对疫情大规模投放流动性，资金面2月份整体维持极为宽松的态势，隔夜Shibor下行81.60BP至1.628%，7天Shibor跌17.50BP至2.374%，14天Shibor下行70.50bp至2.092%。

5年期国债期货主力合约TF2003与10年期主力合约T2003的价差整体维持震荡重心下移63BP。跨期价差T2003-T2006较年前下行0.31，TF2003-TF2006较年前下行0.01。

图3. 价差震荡下行



图4. Shibor略有上行



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）突发新冠肺炎疫情影响短期经济走向

新冠肺炎疫情大范围蔓延，至今已有两个月。受疫情影响，长假开盘后，全球股市和大宗商品大幅下行。此次传播规模和范围大于“非典”，影响程度和时间亦超过 2003 年。此次突发事件无疑对市场心态和预期也产生了一定的冲击，与非典时期外需拉动的总需求扩张不同，当前国内经济面临需求下滑的压力，经济缺乏非典时期的支撑动力，在疫情对消费需求造成冲击的情况下，一季度经济下行压力加大，货币政策边际宽松预期加强。由于二月份历来是经济数据的匮乏期，一月份的消费、投资、进出口等数据均未公布，随后一二月部分数据将合并公布，目前新冠肺炎疫情在数据上对经济的影响还不明显。

目前市场担心新冠病毒蔓延全球，海外避险情绪有所升温，对全球经济造成不利影响。从最新数据看，新冠肺炎在国外持续扩散，不过目前国内已经得到了很好控制，各类防疫措施取得积极成效。目前我国经济处于换挡期，新冠肺炎疫情给经济造成了较大不利影响，积极的财政政策、稳健的货币政策成为当下主旋律。

1、1月 PMI 小幅回落，疫情影响未充分显现

1月制造业 PMI 指数比上月小幅回落 0.2，小幅下跌至“荣枯线”，连续 3 个月保持扩张态势。主要是受到春节假期错位、工厂备产等多方因素影响，但整体经济运行趋于平稳，表明经济增长具有一定韧性。根据国家统计局的解读，“调查时点在 1 月 20 日之前，调查期间新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响尚未在调查中充分显现”。因此，本月数据反映了疫情爆发之前经济仍保持弱复苏的态势。从分项数据看，当月需求端略有上升，供给端扩张步伐放缓。

非制造业商业活动指数为 54.1%，前值 53.5%。非制造业商务活动回升，总体处于相对稳健的扩张过程中，延续了 2019 年四季度平稳较快增长趋势。服务业景气度小幅回升，建筑业景气度回升幅度较大。

考虑到本次调节截止于 1 月 20 日，肺炎疫情影响在 1 月 PMI 指数中或未有充分体现，预计 2 月 PMI 指数将明显走低，宏观调节政策有必要及时响应，前期出台的逆周期调节政策将加快执行，稳增长、促销费等相关政策也有望提前加码。

图 5. 制造业 PMI 小幅回落

图 6. 社融实现“开门红”



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(二) 金融数据超预期

1月，M2同比增长8.4%，预期8.6%，前值8.7%；新增人民币贷款3.34万亿元，预期2.82万亿元，前值1.14万亿元；社会融资规模新增5.07万亿元，预期4.29万亿元，前值2.1万亿元。社融实现“开门红”，主要得益于政府债券和企业中长期贷款。今年地方债额度提前下发，1月地方债发行量大增。1月初人行降准，增加银行的可投放资金。又因为存量贷款从3月起开始“换锚”挂钩LPR，预期贷款收益率下降，银行集中在年初增加了长久期的贷款投放量。1月M2低于市场预期8.6%，M1同比增速环比下行4.4pct至0。M1、M2增速放缓主要是受春节错位和疫情影响，去年春节在2月初，今年春节在1月末，企业存款发放工资和奖金导致其存款减少，疫情抑制了居民消费，导致居民存款难以回流至企业。而非银存款同比大幅多增，指向存款资金流向理财产品。

总体来看，1月金融数据的全面超预期并未体现疫情的影响，就2月而言，春节叠加疫情冲击将对金融数据有所扰动。向后看，短期金融数据或受疫情扰动，后续随着企业陆续复产复工，融资需求有所修复，或将带动社融增速进一步回升。预计3月起逐步恢复正常，整体一季度信贷供给有望维持平稳。

图7. CPI 持续攀升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8. PPI 有所回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

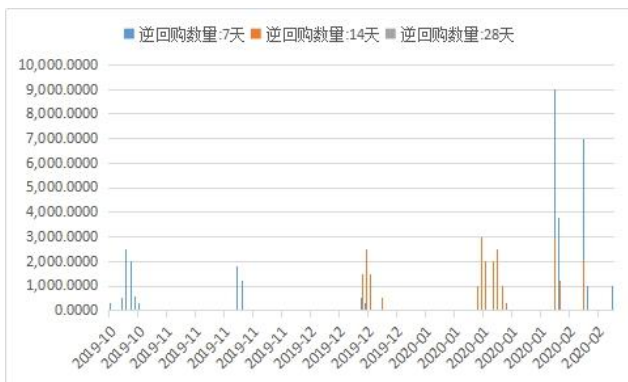
(三) CPI 超预期回升

1月CPI超预期回升，CPI同比5.4%（市场预期4.8%），前值4.5%。PPI同比0.1%（市场预期0.2%），前值-0.5%。1月食品分项同比涨幅由前值17.4%上升至20.6%，拉动CPI同比增速4.1个百分点（较前值提升0.7个百分点）。其中首要驱动因素是猪肉，受猪周期及基数效应影响，1月猪肉同比涨幅由上月的97%上升至116%。第二驱动因素是鲜菜，受季节因素、新冠疫情及基数效应影响，1月鲜菜同比涨幅由上月的10.8%上升至17.1%。非食品项涨幅扩大对CPI上行起到推动作用。1月非食品项同比涨幅由前值1.3%上升至1.6%，拉动CPI同比增速1.3个百分点（较上月提升0.2个百分点）。其中受春节前人口流动影响，交通工具用燃料分项当月同比增速上行6.6pct至7.2%，旅游分项当月同比涨幅扩大3pct至4.2%。受新冠疫情影响，1月医疗保健产品价格同比增速上升0.2个百分点至2.3%。

1月PPI较前值提升0.6个百分点。其中，生产资料价格同比-0.4%，较前值上行0.8个百分点；生活资料价格同比1.3%，较前值持平0.0。1月PPI同比增速较前值提升主要受石油化工行业产品价格增速提升影响。从前几大影响行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、化学原料和化学制品、有色金属冶炼和压延加工行业对PPI同比增速的拉动分别上升0.34、0.11、0.11、0.08、0.08个百分点。

前瞻地看，2月CPI将有所下行，PPI或再度陷入通缩。CPI方面，2月食品分项价格继续上涨，若疫情持续，还可能对春耕造成影响。具体来看，食品方面，受疫情影响，猪价上涨节奏发生变化，2月环比或大幅上涨，3—4月大概率回落；对食品项影响较大的水果、蔬菜等2月价格继续上行，3月或将有所回落；粮食生产受疫情影响较小，而且我国粮食储备较充足，很难发生粮食价格明显上涨现象；鸡肉和鸡蛋价格受禽流感影响有限。PPI方面，受新冠疫情导致的停工影响，生产与投资均受拖累，叠加石油价格回落，将使得PPI增长承压。

图9. 逆回购操作增量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图10. 流动性投放合理适度



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策保持宽松稳健态势

为应对疫情的影响，春节后首个交易日下调逆回购操作利率10BP，稳定市场预期。而且在2月2日破天荒地提前公布2月3日的操作额度，随后通过逆回购以及MLF向市场投放大量流动性，资金面持续维持宽松态势，稳定了市场情绪。此后，央行出台多项措施鼓励企业发债，设立专项再贷款3000亿元向疫情防控企业提供融资，并配合财政贴息政策保证企业实际融资成本降至1.6%以下，提高企业融资效率。

2月17日央行下调MLF利率10个基点至3.15%，20日2020年第二次贷款市场报价利率（LPR）：1年期LPR

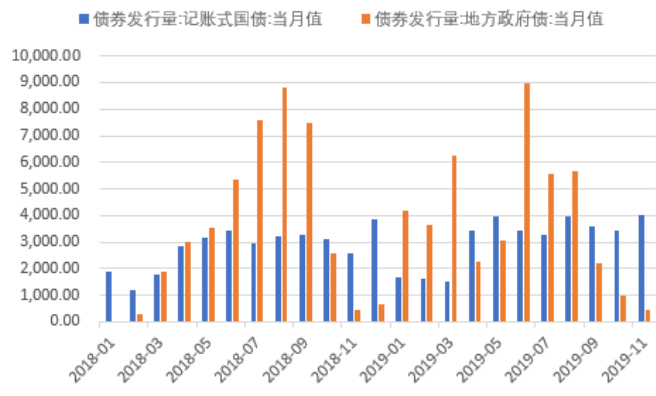
为 4.05%，比上期下降 10 个基点，5 年期以上 LPR 为 4.75%，比上期下降 5 个基点。自 2019 年 8 月 17 日央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制至今，MLF 利率共下调两次，上一次是 2019 年 11 月 5 日 1 年期 MLF 利率下调 5 个基点至 3.25%，当月 LPR 两个品种报价均同步下调 5 个基点，这一联动机制反映 MLF 政策利率对 LPR 的影响更加直接和有效，LPR 形成机制更加完善。

2020 年 2 月 19 日晚，人民银行发布《2019 年第四季度货币政策执行报告》。与以往不同的是，在新型冠状病毒肺炎蔓延的情况下，虽然目前疫情防控暂时取得一定成效，但政策仍需要助力经济恢复的阶段。整体上，中央政府和央行已明确意识到疫情对经济的影响，对中国经济的判断仍然是“必须认识到经济下行压力仍然较大”，同时报告对全球经济形势的展望有所改变“全球经济虽然有企稳迹象，但下行压力仍较大”。

报告中指出，“将疫情防控作为当前最重要的工作来抓，加大对新冠肺炎疫情防控的货币信贷支持”。同时开辟专栏分析宏观政策逆周期调节力度，“稳健的货币政策要灵活适度，加强逆周期调节、结构调整和改革的力度，保持物价水平基本稳定”。此次报告淡化了对于通胀的讨论，但仍然提及“坚决不搞大水漫灌”。

总结来看，在新型冠状病毒的影响下，我国经济下行压力加大，同时面临着多方面的挑战。而央行政策宽松的力度和方式将直接影响经济恢复的速度、力度以及结构。而在这种情况下，货币政策仍将保持稳健偏宽松的态势。在科学稳健逆周期调节力度的基调下，货币政策不会出现“大水漫灌”的情形。未来货币政策仍将在稳增长、调结构、防风险之间保持动态的平衡。

图 11. 地方债提前发行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 债跷跷板效应显著



资料来源：WIND 新纪元期货研究

三、地方债加快发行进度

年初至今，地方债发行规模已经突破万亿元，今年一季度发行量有望创新高。财政部数据显示，2020 年 1 月，全国发行地方政府债券 7850.64 亿元，全部为新增债券。其中，专项债 7148.21 亿元，占提前下达额度 12900 亿元的 55.4%，河南、四川等地已相继完成 2020 年首批专项债券发行工作。截至 27 日，2 月以来已发行 3430.03 亿元地方债。算上 1 月发行量，今年前两个月地方债发行额达 1.13 万亿元。今年一季度地方债创下历史同期最大发行量几无悬念。

受疫情影响，2 月首周现地方债发行“真空”；第二周，北京市近 700 亿元地方债“破冰”，但当周仅此一批；第三周，发行节奏明显加快，6 省发行共计超 700 亿元地方债。本月最后一周，地方债“扎堆”发行。2 月

26日以来单日发行规模都在500亿元以上（未发行债券以计划发行额算，下同），并呈递增趋势，28日计划发行额更是高达990.8亿元，料将周度发行额推升至2975.53亿元，月度发行规模也因此冲高至4420.83亿元。

为加快地方政府债券发行使用进度，经国务院决定并报全国人民代表大会常务委员会备案，近期财政部提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元。此前，2019年11月底财政部提前下达2020年新增专项债券额度1万亿元，其中东部地区4676亿元、中部地区2914亿元、西部地区2410亿元。由此，两次共提前下达2020年新增地方政府债务限额18480亿元，其中专项债务限额12900亿元。

当前，政策更加强调稳增长，基建重要性也愈发凸显。疫情影响下，需求回升可能主要依赖于基建投资。考虑到去年下半年陆续出台政策降低基建项目资本金比例以及允许地方债资金做资本金，地方债对基建投资的撬动作用将会提升。

四、外围再生波澜

（一）疫情全球蔓延

近日，新冠肺炎疫情在全球多地呈爆发式增长，公共卫生事件在全球多个国家蔓延引发市场避险情绪升温，同时对经济预期也产生负面影响，全球主要经济体国债收益率走低。近一周，海外特别是韩国、意大利、伊朗等疫情迅速加剧，全球疫情防控形势日趋严峻，引发社会与市场紧张情绪。韩国和日本是除中国外疫情最严重的两个国家，截止26日下午，韩国共确诊1146例新冠肺炎病例，日本共确认862例，两者合计占除中国外全球病例的70%。

受此冲击，原本脆弱的全球“弱复苏”预期蒙尘，新兴市场央行已开始应对，而市场对发达国家央行货币政策松动的预期也明显升温。本已处于高位的风险资产价格遭遇疫情冲击，避险情绪攀升，美元、黄金上涨，美债收益率下行，除美元外的货币汇率普遍出现调整。

第三部分 国债期货市场展望

此次突发事件无疑对市场心态和预期也产生了一定的冲击，在新型冠状病毒的影响下，我国经济下行压力加大，同时面临着多方面的挑战。而央行政策宽松的力度和方式将直接影响经济恢复的速度、力度以及结构。而在这种情况下，货币政策仍将保持稳健偏宽松的态势。在科学稳健逆周期调节力度的基调下，货币政策不会出现“大水漫灌”的情形。未来货币政策仍将在稳增长、调结构、防风险之间保持动态的平衡。一月份经济数据受疫情影响较小，对后续经济走势判断参考性不大，国内政策在做好疫情防控工作的同时，各地陆续复工复产。与此同时海外避险情绪有所升温，市场担心新冠病毒蔓延全球，对全球经济造成不利影响。从最新数据看，新冠肺炎在国外持续扩散，不过目前国内已经得到了很好控制，各类防疫措施取得积极成效。在连续投放流动性并调降政策性金融工具利率后，货币市场资金面较为宽松。总体来看，经济何时恢复还有待确认，经济基本面依然承压，为国债带来支撑，但短期来看仍以震荡为主。

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达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

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

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#