

## 后疫情时代 债市何去何从

## 宏观经济/国债

## 内容提要:

- ◆ 年初以来国债期货表现亮眼，接连创出新高，但4月29日以来却高位回落。随着央行降息降准落地，前期财政政策发力导致的利率债供给大幅增加以及经济环比改善等利空因素逐渐兑现，债市从4月的牛陡走向熊平。
- ◆ 一季度经济开局大降，今年《政府工作报告》没有提出全年经济增速具体目标，就业在各目标中排在首位。二季度以来经济指标改善，主要得益于地产、基建和汽车的带动，这也预示未来经济的反弹动力。后疫情时代经济复苏仍在持续，但改善力度仍待提升。
- ◆ 4-5月份，受全球口罩等防护用品需求的支撑，及部分提前其他国家复工所带来的替代需求，出口增速超预期。5月份进口低于预期主要源于国内需求逐渐改善，市场预期5月份进口增速应该好于4月，因此5月份的超预期下降可能源于供给的约束。
- ◆ 5月社融维持稳健，体现宽信用的持续。往后看，货币政策方向上也将维持宽松环境。从政府工作报告基调看，政策大概率不会“大水漫灌、急放急收”的情况，而将维持“细水长流”的模式，政策偏暖时间可能将较长，且将尤为关注资金是否直达实体经济。
- ◆ 下阶段，随着复工复产全面推进，供需有望保持平衡，物价水平将保持稳定，叠加去年CPI基数走高，通胀水平将继续呈现回落走势，为货币政策打开更大空间。
- ◆ 下半年将是财政和货币齐发力的政策组合，政策重心从“宽货币”到“宽信用”，一方面维持流动性合理充裕来避免政府债券发行利率大幅上行，另一方面通过信用宽松直达实体。
- ◆ 2020年地方债的发行节奏更加提前，2020年政府工作报告中提到，今年的新增专项债额度高达3.75万亿元，同时再提“提高专项债券可用作项目资本金的比例”，专项债作资本金可撬动的资金规模或进一步提高。
- ◆ 今年新冠肺炎疫情的全球性传播，市场避险情绪升温，冲击资本市场，令世界经济遭受重创。

## 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

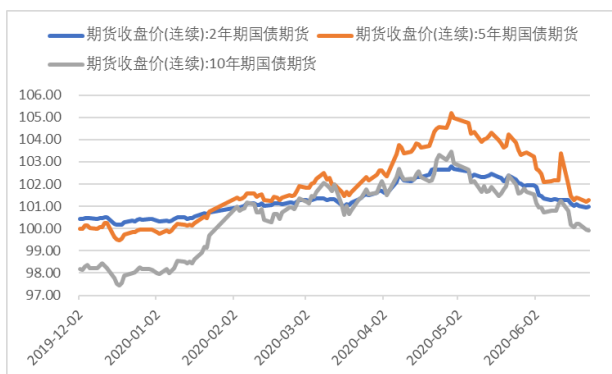
@neweraqh.com.cn

## 第一部分国债期货行情回顾

年初以来债市表现亮眼，接连创出新高，但4月29日以来却高位回落。现券方面，随着海外发达国家陆续复工、北京下调应急响应级别，主要国家长债利率纷纷上行，我国债市调整更加剧烈且短端大幅上行，主因供给冲击到来以及央行持续暂停投放抬升资金中枢。债市从4月的牛陡走向熊平，短端利率大幅上行95BP，期限利差回归3月上旬水平。一季度受疫情影响，国债收益率一路下破2.5%。5月以来，央行公开市场操作动态调整等因素叠加市场情绪发酵，10Y国债收益率一路上至近2.9%。后期6月中旬以来疫情反复，短期避险情绪带动全球利率有所回落。

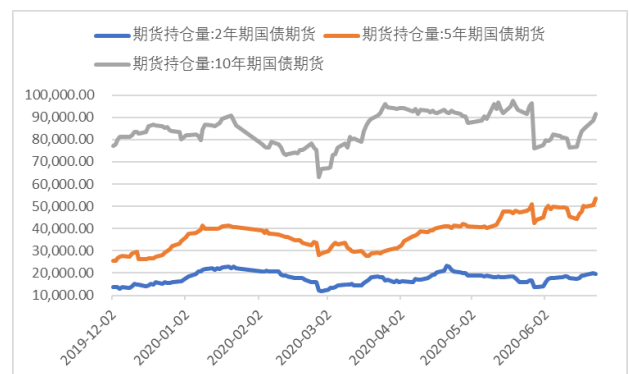
年初因新冠疫情发酵催生避险情绪，国债期货不断突破前期高点。春节过后的首个交易日国债期货大幅收涨，股市大跌。随后避险情绪略有消化，股市有所回暖，债市略有回调。二月债市主要受市场疫情恐慌情绪主导，伴随着对经济基本面的担忧及对未来货币宽松政策的期盼。随着复工有序进行，股市有所修复，市场避险情绪缓解，股债跷跷板效应明显。同时全球股市连日大跌，避险情绪推动美债收益率再创纪录新低，提振国内债市人气。3月国债期货始终维持高位震荡，一方面国内疫情缓解，复工复产有序开展，国内市场恐慌情绪有所缓解，前期利多兑现。另一方面随着新冠肺炎疫情在全球蔓延，避险情绪愈演愈烈，全球股市、商品等风险资产大跌，海外央行纷纷采用宽松政策，而我国央行降息落空，货币政策定力十足。四月受央行定向降准、下调超额存款准备金利率和逆回购利率影响，4月资金面宽松，各期限债券收益率以下行为主，各国债期货合约价格继续创出上市以来新高。4月29日国债期货开始高位回落，央行降息降准落地，前期财政政策发力导致的利率债供给大幅增加以及经济环比改善等利空因素逐渐兑现，期债市场情绪转向谨慎，进入观察期。央行5月、6月MLF缩量续作，MLF及LPR调降预期落空，再加上创新直达实体经济的货币政策工具，使得部分投资者预期发生变化，市场风险偏好不断回升等影响，国债期货再度跌至平台位置附近。

图1. 国债期货高位回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 持仓量有所上行

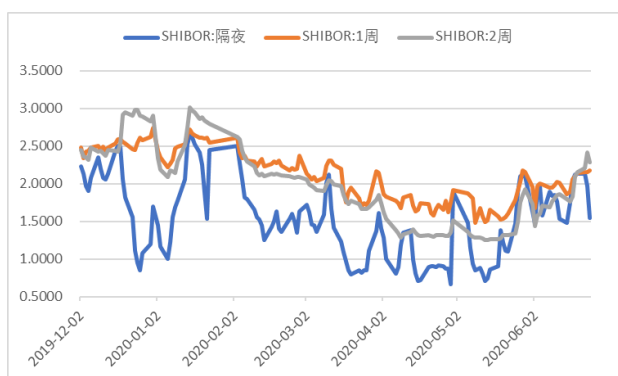


资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，今年上半年资金面呈现U型走势，表现为春节前期资金面有所收紧，随着春节期间疫情爆发，全民居家隔离等影响，央行货币政策较为宽松，市场流动性异常充足，而后随着疫情缓解，企业陆续复工复产，经济有所向好，央行进入货币政策静默期，资金面随后收敛，但总体来看2020上半年市场流动性处于合理充裕区间。Shibor方面，隔夜、7天和3个月利率，截至6月24日，分别报1.54%、2.17%和2.29；去年末，分别报1.20%、2.62和2.83；去年同期，分别报2.56%、2.82%和4.27%。

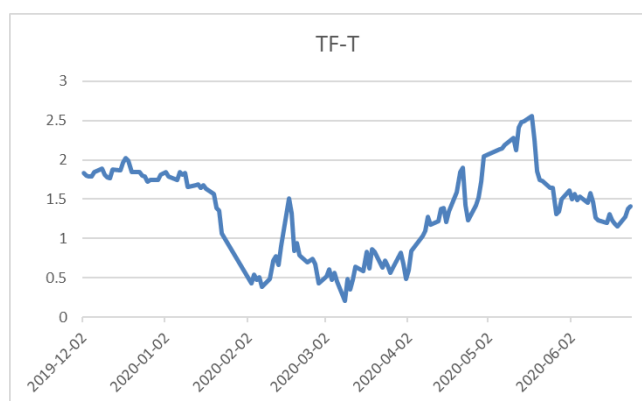
价差方面，截至6月24日，5年期国债期货主力合约TF2009与10年期主力合约T2009的价差整体维持震荡重心下移40.00BP。跨期价差T00-T01较去年底上行0.05, TF00-TF00较去年底上行0.065。

图3. Shibor 有所上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 价差维持震荡



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) 经济数据继续修复

一季度经济开局大降，今年《政府工作报告》没有提出全年经济增速具体目标，就业在各项目中排在首位。二季度以来经济指标改善，主要得益于地产、基建和汽车的带动，这也预示未来经济的反弹动力。最新公布的经济数据来看，5月份经济保持渐进修复态势，投资、消费及工业生产均保持增长趋势，其中社消及工业增加值数据略低于预期。供给端来看，5月工业生产恢复小幅不及预期，边际回升力度有所减弱，主要受消费品以及出口订单走弱所致。但基建类产品需求明显提升，单月同比增速达到8.3%，已远高于上年平均水平，带动投资成为引领经济复苏的重要推动因素。需求端来看，5月商品零售基本转正，可选消费景气度明显回升，餐饮和石油制品零售是拖累消费修复偏弱的主因。后疫情时代经济复苏仍在持续，但改善力度仍待提升。

## 1、工业增加值反弹速度放缓

5月全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较4月份回升0.5个百分点。1-5月累计工业生产仍下降，部分行业和产品回升力度减弱。5月工业增加值增速进一步提升的原因主要来自两方面：首先是内需修复，各地消费券、消费季等促消费政策叠加五一假期使得居民消费需求有所释放，中汽协数据显示，5月汽车产销分别环比增长4%和5.9%，同比分别增长18.2%和14.5%；其次是出口超预期，防疫物资出口及中国供给填补海外供给缺口是对冲外需冲击的两大逻辑，使得我国出口在短期内并不悲观。

总结来看，当前工业生产总体恢复向好，主要是受基建投资加快以及出口韧性较强的支撑，但与前两个月相比，反弹速度放缓，行业间分化加大后续隐忧仍存。一是行业和产品回升力度有所减弱，41个行业中有25个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑。二是消费品行业出现下滑，增速由上月的增长0.7%转为下降0.6%。三是出口订单不足，工业出口交货值由增转降，同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上。

## 2、消费需求继续回补

5月社会消费品零售总额同比名义下降2.8%（扣除价格因素实际下降3.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降3.5%。消费稳健修复但尚未实现同比正增。结构上的分化特征依旧比较明显。分类来看，必选消费增长较快，粮油、食品、饮料、日用品及通讯器材等同比增速均超过10%；可选消费缓慢复苏，汽车、地产相关商品销售低位增长。消费恢复较慢，未来只有弥补性修复而不会有报复性反弹。从环比看，今年3、4、5月分别增长0.66%、0.77%、0.79%，与2019年同期相比并没有太大差别，但1月却是大幅下行10.1%，从这个角度看甚至是弥补性消费的动力也不强。消费恢复慢，一方面和餐饮（占比9%左右且下滑幅度较大）、娱乐等行业仍然受到严控疫情措施的影响有关，短期来看大面积的放松还难以看到。另一方面则和失业率上升、居民收入增速放缓、谨慎预期上升（边际消费倾向下降）有较大关系。

汽车消费持续改善，5月汽车销量同比增长14.5%，其中乘用车增速时隔22个月后由负转正，商用车继续强势表现，增速高达48.0%。汽车同比增幅亮眼主要源于以下方面：第一，汽车消费刺激政策发挥一定作用，疫情期间压制的购车需求持续释放，购车补贴叠加商家优惠亦撬动了一部分有车群体的换车需求；第二，基建投资发力带动商用车需求高涨，重型货车和轻型货车均创下5月份销量新高；第三，去年5月处于国五国六切换期，去年同期基数较低。

5月非制造业PMI表现良好，零售业、餐饮业商务活动指数位于55.0%以上，餐饮等线下服务业仍有较大改善空间，但6月北京新发地再现疫情，居民防控意识和部分地区的疫情防控措施将再次加强，体育赛事、电影院的重新开放将再次延后，线下消费的修复节奏可能受到一定拖累。整体而言，消费的进一步修复可期，但未来结构分化的特征仍有望延续。

### 3、固定资产投资增速上扬

2020年1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）199194亿元，同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄4.0个百分点；5月份环比增长5.87%。分领域看，基础设施投资同比下降6.3%，制造业投资下降14.8%，房地产开发投资下降0.3%，降幅分别比1-4月份收窄5.5、4.0、3.0个百分点。从5月当月看，基建投资与地产投资持续上行，地产销售、新开工全面转正，成为固定资产投资中的亮点，制造业投资有所恢复但动力仍显不足。

房地产投资继续上行，销售、新开工全面转正。1-5月份，全国房地产开发投资45920亿元，同比下降0.3%，前值-3.3%。隐含的5月单月增速为8.1%，略超预期。其中，1-5月土地购置面积同比-8.1%，前值-12%。建工方面，1-5月，新开工面积同比增速-12.8%，前值-18.4%；竣工面积同比-11.3%，前值-14.5%；施工面积同比2.3%，前值2.5%。销售方面，1-5月，商品房销售面积累计同比-12.3%，前值-19.3%。资金来源方面，1-5月份，房地产开发企业到位资金同比下降6.1%，降幅比1-4月份收窄4.3个百分点，其中，国内信贷和自筹资金增速分别为-0.5%和-0.8%，其中定金与预收款、个人按揭贷款累计同比增速分别为-13.0%和-0.9%。5月各项地产数据不同程度修复回升，销售回暖大超预期，新开工和土地收入回升较快，施工小幅回落，竣工继续回升。商品房销售面积当月同比增速由-2.1%回升至9.7%，可能是由于因疫情积压的住房需求进一步得到释放。5月份30大中城市商品房成交面积同比-2.34%（前值-19.49%），推算出三四线非热点城市销售面积同比12.2%（前值0.5%），说明三四线非热点城市的商品房销售热度上升趋势较为明显。叠加拿地上升和政策效果，带动5月地产数据继续回暖。疫情对地产的需求、拿地、建工、销售和资金均产生较大冲击，导致上述数据呈现不同程度的下滑，随着5月经济活动快速修复，地产需求的自然修复和政策刺激效果逐步显现。

基建投资稳增长效应再现。1-5月含电力和不含电力的基建投资累计同比分别下降4.8%、6.3%，较1-4月分别回升4.0、5.5个百分点；5月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长6.0%、8.1%，较4月回升1.2、5.8个百分点。基建投资有所回升，主要原因有：第一，“积极的财政政策要更加积极有为”，前五个月专项债累计发行已超2.15万亿，五月份单月新增近万亿，专项债发行继续提速，基建开工速度加快；第二，5月份复工复产继续推进，拉动基建投资持续增长。今年政府债投向主要为交通运输、环保、市政等领域，有望对全年基建投资形成较好支撑。预计二季度末基建投资可转正。

制造业投资改善但仍然偏弱。1-5月制造业投资同比跌幅较前值收窄4.0个百分点至-14.8%；5月当月较前值加速收窄3.7个百分点至-3.0%。其中，1-5月高技术产业投资同比增长1.9%（1-4月为-3.0%，下同），高技术制造业投资同比增长2.7%（-3.6%），高技术服务业投资同比增长0.5%（-1.7%）。从目前的情况看，制造业投资复苏较为滞后，订单尤其是出口订单减少、PPI通缩导致部分企业再投资意愿不足，仅以维持现有生产为主，这也与复工3个月后的5月底仅有67.4%的企业达到正常生产水平八成以上是一致的。

展望后市，固定资产投资仍将是稳增长的重要手段。制造业投资属于顺周期行为，在国内内需存在较大下



行压力，外需萎靡负面影响逐渐体现，制造业投资难以大幅反弹。不过结构来看，高技术产业投资增长已经回正。基建投资是我国稳增长的重要抓手，财政政策的发力程度将决定基建投资的反弹幅度。近两个月来，财政刺激政策也在逐步落地。基建投资增速后续仍将继续回升，但难以超预期。房地产市场随着前期需求的滞后释放，房地产投资继续回暖的幅度料将放缓。

#### 4、防疫物资支撑出口韧性

以人民币计，中国5月出口同比增长1.4%，预期降3.2%，前值增8.2%；进口下降12.7%，预期降3.8%，前值降10.2%；贸易顺差4427.5亿元，增加60.6%。以美元计，5月出口同比下降3.3%，预期降9.8%，前值增3.5%；进口下降16.7%，预期降9.4%，前值降14.2%；贸易顺差629.3亿美元，增加52.9%。

5月出口数据超预期，机电等产品出口下降，纺织品出口仍强。4-5月份，受全球口罩等防护用品需求的支撑，及部分提前其他国家复工所带来的替代需求，出口增速超预期。分国别来看，5月对美、日出口均出现回落，对欧洲出口降幅收窄，对巴西和印度等国家出口降幅扩大，对医疗制品需求或是导致差异的主要原因。5月对美国出口同比增速降至-1.25%，对欧洲出口同比降幅收窄至-0.66%，对日本出口同比回落至11.18%，对东盟、印度、巴西出口增速分别回落至为-5.72%、-51.25%和-26.27%。从出口结构来看，机电产品和服装等出口持续下降，纺织品出口大幅增长。5月包含口罩在内的纺织品出口同比增长77.3%，较4月的49.3%进一步提升，劳动密集型产品出口依然疲弱。5月份美欧等发达国家重启经济，PMI降速放缓，但新冠疫情仍持续抑制海外需求。虽然5月我国出口增速仍超预期，部分或由于提前其他国家复工，所带来的替代需求，而主要原因仍是包含口罩在内的纺织品出口大幅增长。在受疫情影响全球需求大幅走弱的背景下，仅靠口罩等医疗制品的出口或难支撑我国出口增速的持续正增长。目前，欧美疫情数据仍高位震荡，随着美国部分地区及欧洲部分国家逐步重启经济，乐观情况下预计最早6月后外需或将边际改善。

5月份进口增速同比-16.7%，差于市场预期的-9.4%，降幅较4月扩大2.5个百分点。5月份进口低于预期主要源于国内需求逐渐改善，市场预期5月份进口增速应该好于4月，因此5月份的超预期下降可能源于供给的约束。5月份虽然欧洲的疫情出现拐点，并逐渐开启复工，但美国和新兴市场国家的疫情仍处于高位，尤其是新兴市场国家。我国主要从新兴市场进口中间品，这会对我国的进口带来较大负面影响。此外，从产品类型看，像产业链较长的产品进口增速下滑最为显著，如汽车和飞机。4月和5月我国汽车进口增速下滑超过50%，飞机进口增速下滑超过90%。此外，大豆进口增速高达25%，这意味着我国仍在积极的履行第一阶段贸易协议。

4、5月我国贸易顺差629.3亿美元，去年同期为顺差412亿美元。3月份国内外贸企业复工复产率大幅提升，前期因延期复工积压的出口订单陆续交付，进出口增速明显改善，贸易差额转为正值。4-5月份，由于口罩等防护用品的需求，支撑出口增速；而国际大宗商品价格下跌拖累进口，导致贸易差额大幅正增长。

展望后市，出口增速仍将承压，进口增速有望震荡改善。出口方面，海外需求萎缩的负面影响仍未完全体

现。参考韩国4月和5月的出口增速，下滑幅度均超过20%，我国出口数据最差的时刻还未到来。此外，本月防疫物资对出口拉动超过5个百分点，随着海外更多国家复工复产，防疫物资对出口的贡献可能正在接近峰值。进口方面，目前还主要受海外供给的约束，国内需求逐渐好转，将带动进口增速震荡改善。

## （二）社融及信贷维持高位，M2增速持平

央行公布5月金融数据，新增社融3.19万亿，前值3.09万亿，同比多增1.48万亿，社融存量同比增长12.5%，高于上月12%水平；新增人民币贷款1.48万亿，同比多增2984亿，委托贷款减少273亿，信托贷款减少337亿，债券净融资2971亿，同比多增1938亿，政府债券净融资1.14万亿，同比多增7505亿。5月M2同比增长11.1%，较上月持平。

新增社融基本符合预期，地方政府债券发行增加是重要支撑。5月新增社融3.19万亿，强于去年同期1.71万亿。其中，政府债券同比多增7543亿，成为社融的主要支撑；企业债券融资则环比少增6044亿回落至2971亿。

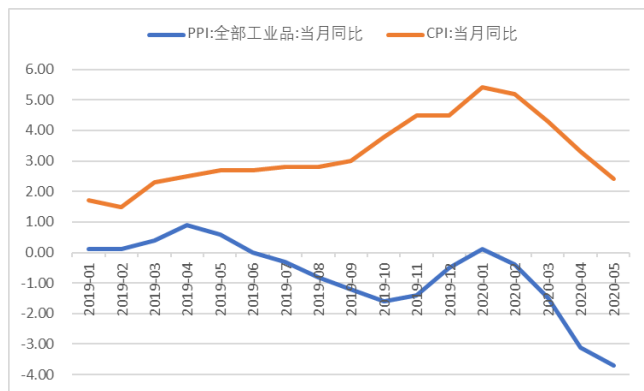
实体经济融资维持稳健，企业增量大于居民，侧面印证投资复苏快于消费。5月新增人民币贷款1.48万亿，较4月少增0.22万亿，但好于去年同期的1.18万亿。其中非金融企业贷款同比多增3235亿，居民贷款同比多增418亿。企业部门增量整体多于居民部门，和投资复苏快于消费也相吻合。

M1同比回升，社融与M2出现剪刀差。5月M1同比从5.5%升至6.8%，体现企业生产经营活动的持续改善。此外，5月社融同比增速升至12.5%，而M2同比持平于11.1%，且居民存款和企业存款均好于去年同期。社融与M2的剪刀差可能是因为5月地方债发行大幅增加但尚未支出，这与5月财政存款的明显增加相吻合。

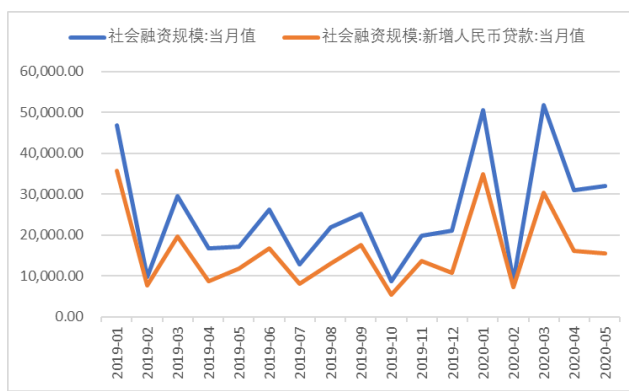
年内来看，政策或将“细水长流”，关注资金是否直达实体经济。5月社融维持稳健，体现宽信用的持续。往后看，货币政策方向上也将维持宽松环境。而需要注意的是，全国性大型银行单位结构性存款/单位存款近期快速上升，从2019年底的3.4%升至2020年4月的4.6%。这可能体现在宽松金融政策环境下，开始出现一些企业以低成本融资来购买理财或者结构性存款进行套利导致资金空转的迹象。从政府工作报告基调看，政策大概率不会“大水漫灌、急放急收”的情况，而将维持“细水长流”的模式，政策偏暖时间可能将较长，且将尤为关注资金是否直达实体经济。

图 5. CPI, PPI 分化

图 6. 社融符合预期



资料来源: WIND 新纪元期货研究



资料来源: WIND 新纪元期货研究

### (三) 物价持续回落

2020 年 5 月 CPI 同比 2.4%，前值 3.3%，市场预期 2.7%。PPI 同比-3.7%，前值-3.1%，市场预期-3.3%。5 月 CPI 趋势下行，食品项跌幅超预期。从同比角度来看，食类上涨 10.6%，非食品类上涨 0.4%。5 月 CPI 同比月较 4 月有所下降。从数据上来看，食品通胀回落明显，5 月份 CPI 食品价格同比增速从 4 月的 14.8% 下降到 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，是 CPI 回落的主要原因。从环比角度来看，食品类下降了 3.5%，非食品类与上月持平。食品中鲜菜和畜肉类环比下降较大，分别为 12.5%和 5.7%，同时分别贡献了 0.33%和 0.41%的 CPI 降幅（其中猪肉价格下降 8.1%，贡献约 0.37%）。其余分项涨跌互现，但贡献普遍较小。总体来说 5 月份食品项价格超预期回落以供给端为主导因素，而非食品类则由于居民可选消费意愿较弱导致需求端不足。

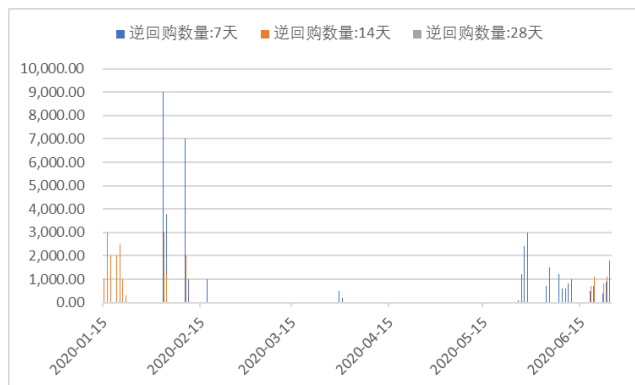
5 月 PPI 通缩边际缓解，原油价格反弹超预期。从同比角度来看，5 月 PPI 从 4 月的-3.1%下降到-3.7%，跌幅为 0.6 个百分点，小于前值 1.6 个百分点。生产资料价格同比下降 5.1%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，贡献约 3.79%的 PPI 降幅。环比角度来看，5 月 PPI 下降 0.4%，较前值收窄 0.9%。生产资料价格跌幅为 0.5%，缩小 1.3 个百分点，贡献约 0.36%的 PPI 降幅。其中，采掘工业、原材料工业，加工工业价格分别下降 1.7%、1.1%、0.2%。生活资料价格环比下降 0.3%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点，贡献了 0.07%的 PPI 降幅。PPI 总体来说受国际原油价格、中下游工业品国内需求使通缩压力有所缓解。短期 PPI 依然在负值区间但以企稳为主，长期价格动力仍需关注国内外需求以及国际油价恢复趋势。整体而言，5 月物价指数符合市场预期，但未来不确定性有所体现。

下阶段，随着复工复产全面推进，供需有望保持平衡，物价水平将保持稳定，叠加去年 CPI 基数走高，通胀水平将继续呈现回落走势，为货币政策打开更大空间。

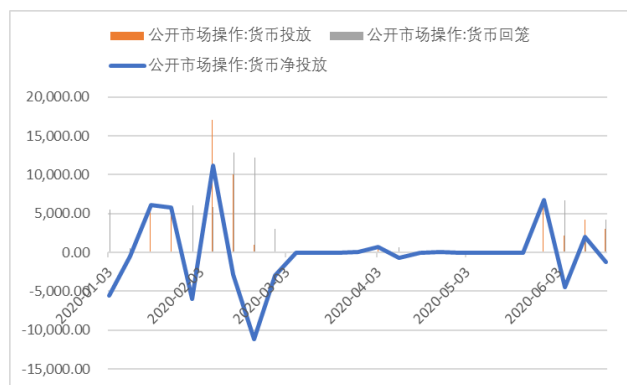
图 7: 逆回购投放适度

图 8: 流动性投放缩量





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、货币政策保持定力

央行一季度加大宽松力度来对冲疫情影响，二季度货币政策进入观察期，体现为4月中旬至5月央行连续37个交易日暂停逆回购操作，创2015年下半年以来最长暂停操作天数，六月MLF及LPR利率下调接连落空，表明央行疫情后货币政策维持谨慎操作。

2020上半年下央行3次降准释放资金1.75万亿元，并三次调整MLF利率，分别于节后第一个交易日央行下调7天和14天逆回购利率各10个bp至2.40%和2.55%。3月30日，央行继续下调7天期逆回购中标利率20BP至2.20%。6月18日14天期逆回购中标利率2.35%，较上期下调20基点。这次14天逆回购利率下调是跟随此前7天期逆回购利率同等幅度下调。

去年10月起，房贷利率“换锚”，5年期以上LPR成为房贷利率定价的重要依据。自房贷利率“换锚”以来，5年期以上LPR利率累计下降了20个基点，从4.85%降到了4.65%。从调整时间点来看，1年期LPR共下调5次，在2019年8月、9月、11月及2020年2月、4月分别下调6个基点、5个基点、5个基点、10个基点、20个基点；5年期LPR则共下调3次，在2019年11月和2020年2月分别下调5个基点，此外今年4月下调10个基点，其他时间则保持不变。今年以来，LPR共计下调两次，皆是“非对称下调”，即5年期以上LPR下调幅度小于1年期。自今年4月创下启动LPR改革以来最大单次降幅之后，LPR已连续两个月“按兵不动”。

下面我们对上半年央行操作进行梳理：央行新年降准，略超预期。1月1日，央行公告，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。央行同时表示，将继续实施稳健的货币政策，取向没有改变，降准是全面降准，直接支持实体经济，体现了逆周期调节，释放长期资金约8000多亿元，金融机构要积极运用降准资金加大对小微、民营企业的支持力度。

春节期间，疫情爆发，2月3日节后开盘，当周央行累计净投放13200亿元，并降低7D逆回购操作利率10BP。2月第2周至3月第4周，第一次逆回购空窗期，持续29个工作日，收总量，结构调整，央行调降MLF利率。进入2月中下旬，在市场还在疫情与宽松预期主导时，央行操作虽然继续进行了MLF降息，但在总量

和结构上进行了动态调整，减量、缩短、放长，直至3月30日逆回购空窗期结束。

4月第1周至5月第4周，第二次逆回购空窗期，持续41个工作日，收总量，结构调整，降MLF和TMLF利率。3月27日，政治局召开会议，要求“引导贷款利率下行”。但在4月1日至5月26日的41个工作日内，央行再次暂停了逆回购资金投放，进行了MLF和TMLF的降利率减量续作。

5月央行调降14D和MLF利率。5月最后一周，央行在市场2.75%点位月末净投放6700亿元，是两次空窗期以来最大额度单周净投放。进入6月后，央行公开市场操作增加，有放有收，继续降低操作利率，但总量上继续以小幅回笼为主，结构上通过7D+14D+MLF放短缩长。

6月1日央行宣布新创设两个直达实体经济的货币政策工具——贷款延期支持工具和信用贷款支持计划，通过SPV向地方法人银行提供再贷款，信用风险仍由商业银行承担。央行通过创新工具直接向实体经济发放信贷，相当于绕开宽货币直接宽信用，相对于定向降准其资金投放更加精准，也有利于降低地方法人银行负债成本。

6月17日至6月18日，国常会和陆家嘴会议发言，指引市场方向。2020年6月17日，李克强总理主持召开国务院常务会议。6月18日，第十二届陆家嘴论坛在上海开幕，刘鹤、郭树清、易纲、易会满等我国金融部门重要领导和专家出席并发表讲话。李克强在国常会部署要求，引导金融机构进一步向企业合理让利稳住经济基本盘；推动金融系统全年向各类企业让利1.5万亿元；综合运用降准、再贷款等工具保持市场流动性合理充裕等。刘鹤表示，稳健的货币政策要更加灵活适度；全力支持做好“六稳”、“六保”工作；风险应对要走在市场曲线前面等。易纲表示，要关注政策后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出；要加大不良贷款处置力度等。易会满表示，资本市场要坚定扩大开放；开放不应因疫情而放缓，应进一步加快等。

6月下旬以来，国内经济数据进入空窗期，关于央行货币政策的表态较多，基本都是安抚市场情绪，强调货币政策仍将保持合理充裕不会轻易转向，不断向市场吹暖风。李克强总理在国务院国常会上再提通过降准、再贷款引导利率下行。参考2017年9月到2020年3月的规律，“降准”可能于近期落地。从国常会提及降准，到后续央行落实的时间差来看，除普惠金融降准之外，一般在两周之内。

下一个阶段重点是基本面的情况。虽然是平衡保增长和防风险，但是并不代表货币政策转向，在这个过程中还需要紧扣基本面的数据来进行对应节奏的考虑。下半年将是财政和货币齐发力的政策组合，政策重心从“宽货币”到“宽信用”，一方面维持流动性合理充裕来避免政府债券发行利率大幅上行，另一方面通过信用宽松直达实体。

### 三、利率债供给压力

#### （一） 地方债发行提速

2020 年政府工作报告中提到，今年的新增专项债额度高达 3.75 万亿元，同时再提“提高专项债券可用作项目资本金的比例”，专项债作资本金可撬动的资金规模或进一步提高。

2020 年地方债的发行节奏更加提前，1-5 月合计发行 3.20 万亿元，相较于 2019 年同期的 1.94 万亿元增幅明显。从发行节奏来看，2019 年 11 月，财政部便提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，仅 2020 年 1 月地方债便合计发行 7850.6 亿元（一般债+专项债），较 19 年同比大增 87.8%；2-4 月份受制于发行限额，地方债的发行节奏有所放缓；但 5 月 6 日国务院常务会议提出“在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再按程序提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕”，政策指引下，5 月地方债发行再次放量，单月地方债发行突破 1.3 万亿元。

分债券类型来看，仅新增专项债就高达 2.16 万亿元，发行规模超去年全年；各地区地方债 1-5 月在拉长发行期限的同时，发行成本也较去年同期普遍下降，有效降低了地方政府的偿债压力。分地区来看，综合考虑各类型的地方债，广东省 2020 年 1-5 月的地方债发行总规模高达 2509 亿元（不含深圳），位居各地区第一；紧随其后的是山东（2201 亿元，不含青岛）、江苏（2126 亿元）和四川（1779 亿元）等地区。

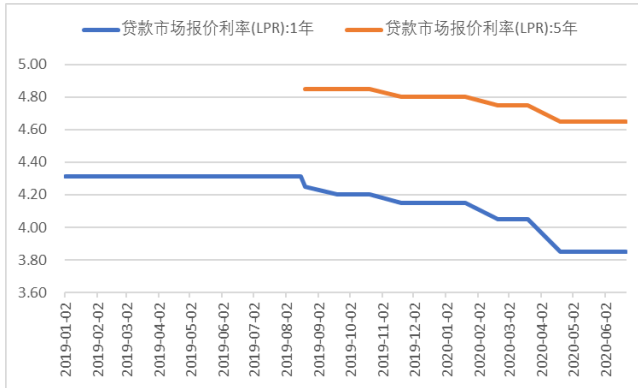
与往年同期相比，2020 年 1-5 月地方债的发行期限明显拉长。从地方债各期限发行规模的占比分布来看，2020 年 1-5 月 10 年期及以上偏长期限地方债的发行规模占比高达 84.8%，相较于 2019 年同期 45.5% 的占比明显增加。2020 年 1-5 月发行的 1.8 万亿元项目收益专项债中，基建类投向的规模占比超 8 成，且投向更趋多元化；而 2019 年全年的基建类投向占比不足 3 成，专项债对基建的撬动作用愈发凸显。

## （二） 抗疫特别国债发行

财政部决定发行 2020 年抗疫特别国债一期、二期，每期规模 500 亿元，6 月 18 日招标，并于 6 月 23 日起上市交易。这意味着特别国债市场化发行正式开启。从多方核实到，1 万亿特别国债将全部采取市场化发行的方式，并将于 7 月底前发行完毕。根据《政府工作报告》，今年将有 1 万亿元抗疫特别国债发行。此次 1000 亿元的发行规模大有小试牛刀的意思。今年特别国债发行时间将耗时 1 个半月，预计将会平滑发行，且与其他债券均衡配置。此外，抗疫特别国债还考虑了收益率曲线，以 10 年期为主，辅以 5 年、7 年期。为维持资金面的稳定，预计央行会通过货币政策进行对冲。财政部消息，为保障抗疫特别国债平稳顺利发行，将充分考虑现有市场承受能力，加强与一般政府债券发行的统筹，适当减少 6、7 月份一般国债、地方债发行量，为特别国债发行腾出市场空间，按照大体均衡的原则，尽可能平滑各周发行量，稳定市场预期。同时，财政部还将加强与人民银行等部门的协调配合，共同为特别国债发行创造良好市场环境。

图 9：改革后 LPR 逐渐下行

图 10：疫情全球性传播



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 四、疫情全球性传播

今年新冠肺炎疫情的全球性传播，市场避险情绪升温，冲击资本市场，令世界经济遭受重创，市场风险偏好下降。原油展开大跌，引发资本市场风险偏好骤降。避险资产黄金、债券继续走高。欧美经济体 PMI 齐创历史新低，市场风险偏好保持低迷，后续政策宽松有望加码。

三四月份海外疫情继续扩散，各国实施不同程度的交通管制，同时限制人群聚集活动，对世界经济和国际贸易投资带来巨大冲击。国际货币基金组织预计 2020 年全球经济将出现萎缩，全球经济预计将急剧收缩 3%，比 2008—2009 年金融危机期间的情况还要糟糕得多。主要国家已出台的经济救助政策，缓解部分企业和家庭现金流压力。但全球经济面临风险依然偏向下行，政策依然面临力度不足、时间滞后的风险。

随后海外复工，全球风险偏好抬升，主要国家长债利率均有所调整。6 月中旬以来，疫情存在反复，如美国部分复工洲病例反弹，短期避险情绪带动利率有所回落。全球疫情形势边际恶化，新增确诊人数创新高。截至 6 月 19 日，全球非中国累计确诊人数为 867.4 万人，环比增加 18.3 万人，全球新增确诊人数创下新高。分国家来看，巴西、印度疫情继续以较快的速度蔓延，而由于复工复产推进和游行也带来美国新增确诊人数边际上升，这是导致全球新增确诊近期创新高的主要原因。复工复产给美国疫情带来反复，如何在疫情防控 and 恢复经济之间取得平衡是关键。

截至 6 月 19 日，美国累计确诊人数 229.7 万人，环比增加 3.3 万人。上周美国每日新增确诊持续增加，疫情出现边际恶化。复工复产推进是导致美国新增确诊人数出现回升的主要原因。其中德克萨斯、加利福尼亚、佛罗里达等 6 个州的新增确诊人数持续回升并创下新高。这 6 个州的新增确诊比全美其他地区的新增确诊人数更高。美国并未因为疫情的反复而停止复工复产，而是继续推进，需要关注美国疫情可能存在二次爆发的风险。美国经济继续缓慢恢复。6 月 6 日至 13 日，美国粗钢产量同比下行 35.1%，跌幅较前一周小幅收窄。美国周度经济指数 WEI，在 6 月 13 日当周录得 -8.4%，跌幅较前值收窄 0.8 个百分点。

目前欧洲疫情可控，复工复产稳步推进。欧洲主要国际新增确诊人数已经回落至较低水平。英国疫情改善相对滞后，但总体疫情也在缓慢改善。上周花旗欧洲经济超预期指数跌幅继续收窄，欧洲经济情况较市场预期的差距也在继续收敛。欧洲疫情基本得到控制，随着复工复产的推进，其经济也将继续修复。

## 第三部分国债期货市场展望

经济持续修复的方向基本得到确定，疫情的影响逐渐散去，各项经济数据继续修复，今年政府工作报告中没有提出全年经济增速具体目标，是1994年以来首次。随着复工复产工作顺利开展，逆周期调节政策加大，二季度数据有所恢复。但疫情对于消费能力以及外需的冲击是客观存在的，后疫情时代经济复苏仍在持续，再加上疫情与国际关系较大的不确定性，基本面改善的过程中可能会出现反复，同时改善力度仍待提升。

通胀水平预计将继续呈现回落走势，为货币政策打开更大空间。在全球疫情爆发以及经济和金融动荡，中国央行通过维持谨慎的货币政策来为未来腾出空间，因此货币宽松并未结束，因此债牛之路并未真正结束。在当前基本面较弱的环境下出现转向的可能性不大，但央行从宽货币到宽信用的转变也体现出边际上收紧的意图。后续流动性水平仍将保持充裕，利率债供给压力之下大概率会有降准，但资金面最为充裕的时点可能已经过去。

疫情与国际关系较大的不确定性，基本面改善的过程中可能会出现反复。当前债市处于牛市和熊市的转换期，但疫情的不确定性依然可以期待降息降准阶段性行情出现，总体来说下半年国债期货仍以宽幅震荡为主。



## 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



