

2020年11月报

华安期货  
投资咨询部  
国债期货小组

曹晓军 高级分析师

从业/投资咨询证号

F3008012/Z00109

34

闫丰 首席分析师

从业/投资咨询证号

F0251054/

Z0001643

电 话 :

0551-62839161

Email:tzxx@haqh.co

m

网址 :

[www.haqh.com](http://www.haqh.com)

华安期货温馨提示 :

## 物价及供给压力减轻，债市或逐步回暖

----2020年11月国债期货市场展望

2020年10月30日

### 要点提示：

- 1、期债10月份触底回升。
- 2、国内经济指标继续向好。
- 3、利率债供给压力逐步减轻。
- 4、物价稳步回落，货币政策稳健。
- 5、欧洲疫情加重，避险情绪再升温。

### 市场展望与投资策略：

**国内物价水平回落，通胀压力缓解。**随着疫情防控形势向好，夏季汛情影响消退，以及国内复产复工推进，特别是生猪产能逐步恢复，物价水平从高位稳步回落。通胀压力大大缓解，货币政策空间较为充足。

**货币政策。**贷款基础利率（LPR）连续六个月未作调整。度过三季度末，资金面总体重回宽松；央行持续通过常规的逆回购、国库定存、MLF等操作来调整市场流动性。

**利率债供给结构有所变化。**10月份，地方债、政策性银行金融债发行减量，国债供给较之前恢复。总体，随着经济逐步回暖，抗疫特别国债发行结束，专项地方债年度发行接近尾声，利率债供给规模总体回落。

**欧洲等地区疫情加重，体现在金融市场上，欧洲权益资产普跌。**欧洲新冠肺炎病例激增，德法两国相继宣布第二次全国“封城”，打击需求前景。原油库存数据也显示过剩加剧。

**综合来看，利率债供给压力减轻，通胀压力缓解，国际疫情反复带来避险情绪，均对债市有支撑。建议轻仓持有十年期国债期货多单。对于大类资产配置的投资人，或者持有固收类资产的投资人，建议在投资组合中加入国债期货，增强组合头寸的抗风险能力。**

## 一、10 月期债行情回顾

2020年10月，期债走出触底回升态势。至10月27日收盘，五年期主力合约TF2012收报99.875元，当月累计涨幅0.22%；十年期主力T2012收报98.215元，当月累计涨幅0.45%；十年期品种走势略强。从驱动因素看，物价指标回落、资金面重回宽松、国际疫情反复等因素是债市回升的动力。

图1：五年期国债期货10月触底回升

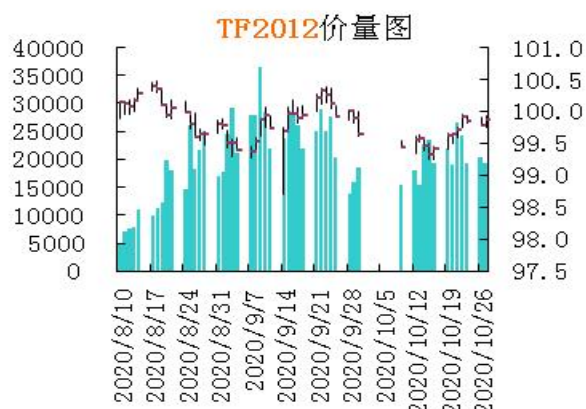
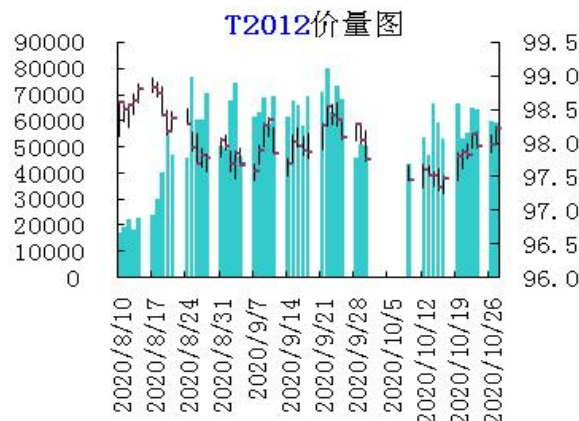


图2：十年期国债期货10月触底回升



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

## 二、利率及债券行情分析

### 2.1 质押式回购市场

2020年10月，截至10月27日，当月质押式回购交易共成交48.9万亿元（8月和9月累计成交额分别为82.9万亿元和90.9万亿元）；受国庆假期影响，10月交易日减少，这可能是造成交易额下降的重要原因。

图3：资金利率—SHIBOR

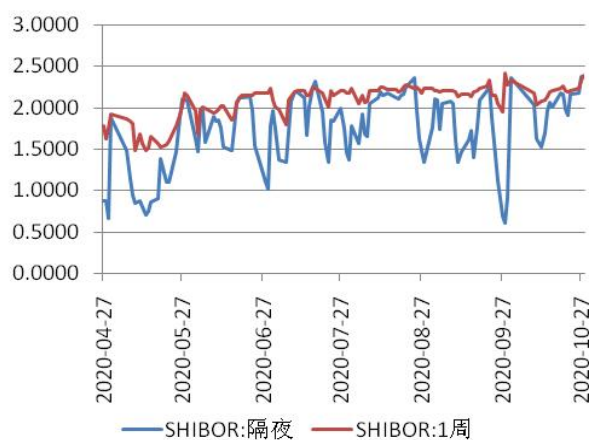
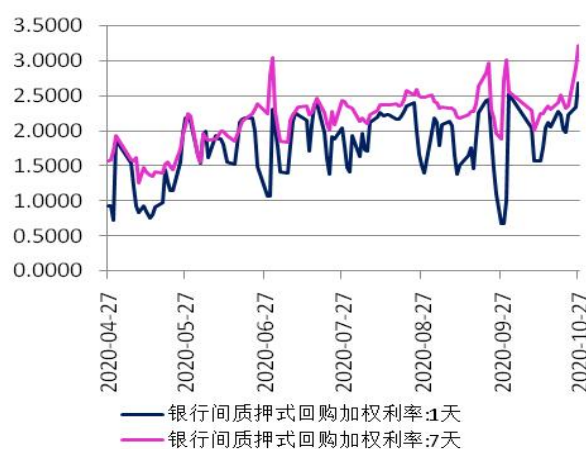


图4：资金利率-银行间质押式回购加权利率



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

利率水平方面，长假后资金集中到期带来短暂的流动性压力。总体看，各期限利率保持平稳。质押式回购7天加权平均利率，8月为2.3762%，9月为2.3323%；

10月中上旬基本保持持稳，10月26日、27日，7天回购利率有明显攀升，分别为2.9084%和3.2181%，随后又回到低位。

## 2.2 利率债现券市场情况

10月份，截至10月28日，利率债一级市场，记账式付息国债共发行七次，实际发行规模4833.8亿元，比计划规模多273.8亿元，比9月份增加578亿元；贴现国债发行五次，总规模逾2000亿元，有三个月和六个月两种期限。地方政府债券发行3470.3744亿元，比9月规模减少约3700亿元。政策性金融债发行2720.8亿元，比9月规模减少2000多亿元。总体看，10月份，利率债发行规模较9月份减少；分类别来看，国债发行规模略增，地方政府债和政策性银行金融债规模明显减少。

图5：10年期国债收益率10月先升后降

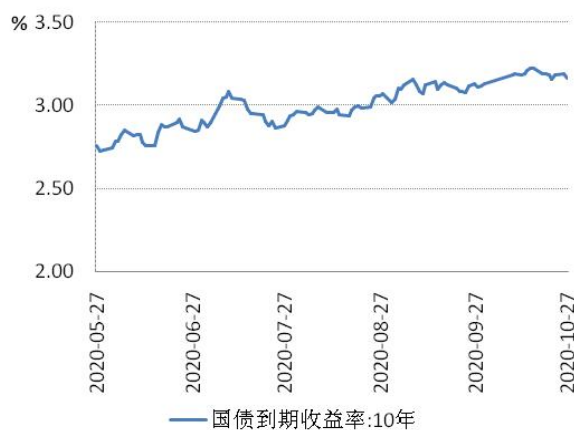


图6：10年期国债发行利率



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

图7：收益率曲线的变化

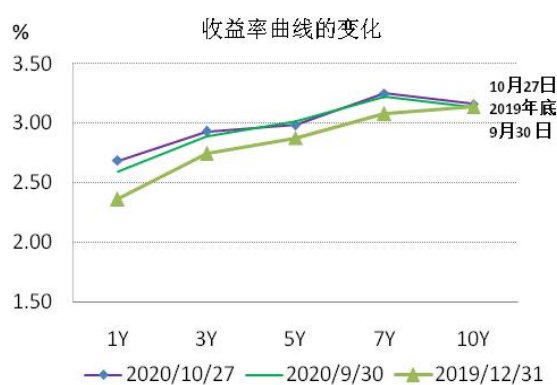
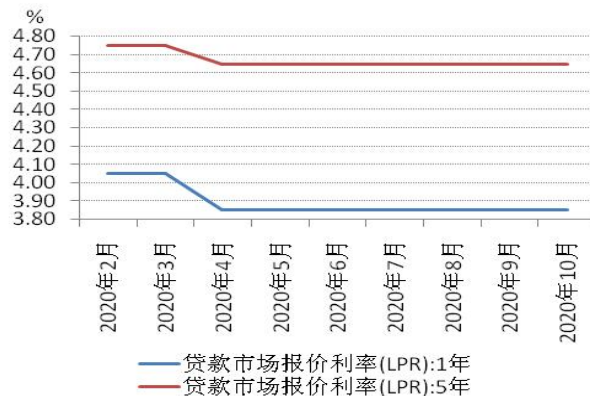


图8：贷款市场报价利率连续六个月未作调整



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

一级市场利率方面，10月28日发行的十年期国债，发行利率为3.1395%，较7月23日的发行利率高出36.6BP。

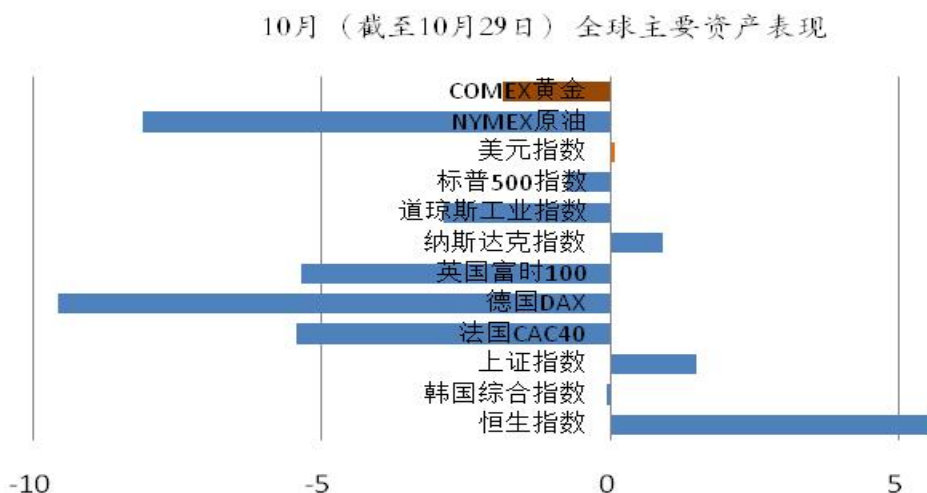
二级市场利率方面，截至10月27日，十年期国债收益率为3.1632%，10月总体先升后降，10月15日高点为3.2256%。

## 三、宏观因素

### 3.1 10月国际金融市场表现

我们统计了10月1日至10月29日全球主要资产的走势。总体看，**黄金**弱势震荡，**原油**震荡后走出一波回落态势；**权益市场**，亚洲股市上涨，美股震荡，欧洲股市全线下跌。**美元指数**，未能延续9月反弹走势，10月份震荡为主，月末走强。

图9：10月全球主要资产表现



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

### 3.2 国内：9月经济指标继续向好

**消费、投资、工业等普遍增速回升；贸易，进口增幅较大，贸易差额减少。**

消费市场持续好转，月度增速连续七个月提高，9月月度实际增速为2.4%，年内首次转正。扣除价格因素，三季度社会消费品零售总额同比下降0.5%，降幅比二季度收窄4.7个百分点。

投资增速由负转正，得益于国内疫情防控取得成果，及各项稳投资政策显效。前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1-8月份、上半年和一季度投资分别下降0.3%、3.1%和16.1%。

国内复产水平不断提高。统计部门对规模以上工业企业的快速调查显示，二季度以来企业复产水平持续好转。截至9月下旬，有73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。

工业增速逐季回升。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长1.2%。分季度看，一季度下降8.4%，二季度增长4.4%，三季度增长5.8%，呈逐季回升态势。其中，9月份增长6.9%，较上月回升1.3个百分点。

贸易方面，贸易结构继续优化，进口增速高于出口，贸易顺差缩窄。

图10：2020年各月社会消费品零售总额增速

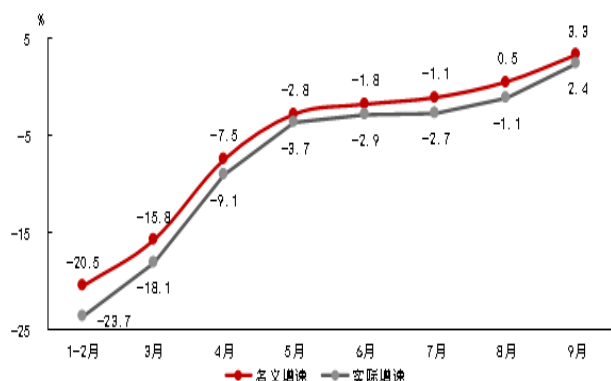
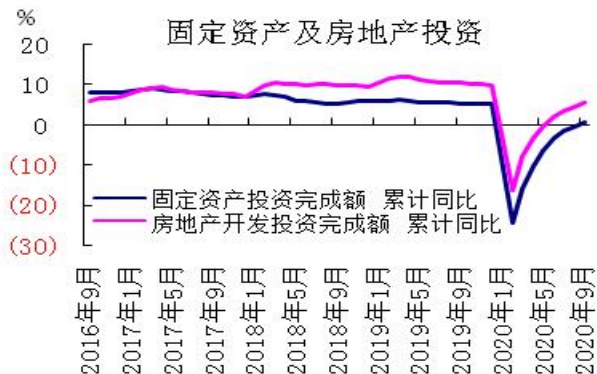


图11：固定资产及房地产投资



数据来源：华安期货投资咨询部,中国统计局; Wind

图12：对外贸易

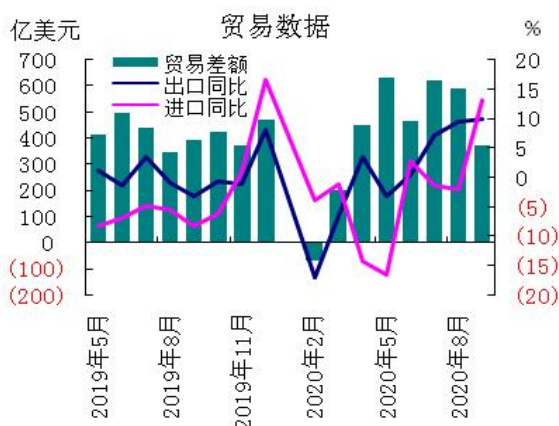
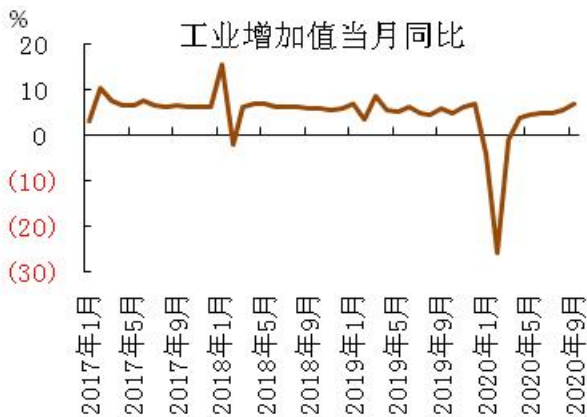


图13：工业增加值



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

图14：社会融资规模及其主要分项

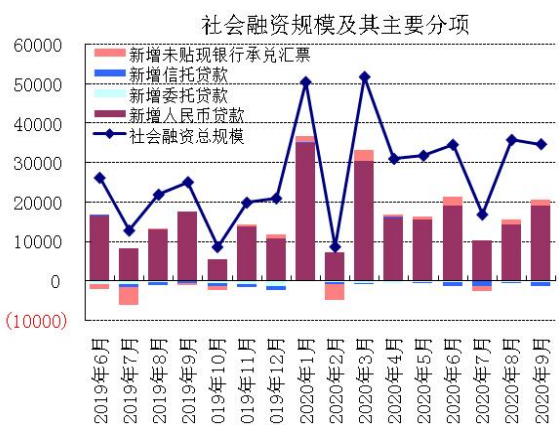


图15：M2同比增速



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

金融指标方面，社会融资规模和M2指标走高。9月新增社会融资规模3.48万亿元，较上月微微回落；其中，新增人民币贷款1.92万亿元，连续两个月走高。9

月底广义货币M2同比增10.9%，较上个月回升0.5个百分点，保持在三年来的高位水平。今年积极财政政策加码，银行信贷投放规模显著放大。

### 3.3 物价水平回稳，货币政策空间充足

物价方面，CPI同比涨幅继续回落，PPI降幅扩大。

9月，全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.7%，比8月下降0.7个百分点，连续两个月回落。其中食品价格上涨7.9%，增幅为年内最低。前三季度，CPI比去年同期上涨3.3%，涨幅比上半年回落0.5个百分点。分月看，CPI同比涨幅总体呈回落态势。总体，CPI涨幅逐步回落趋稳，国内货币政策仍有充足空间。

图16：CPI同比增速

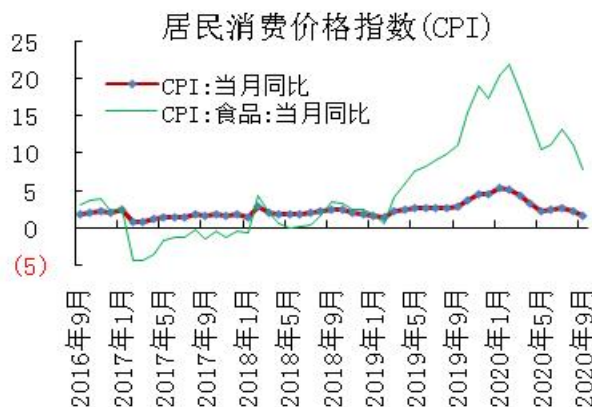
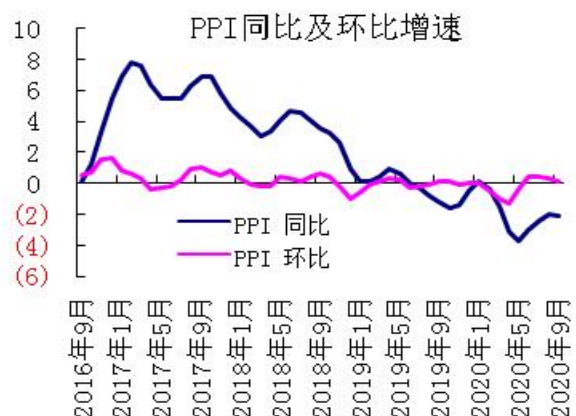


图17：PPI增速



数据来源：华安期货投资咨询部,Wind

根据统计局的解读，受新冠肺炎疫情和春节等因素叠加影响，1、2月份上涨较多，同比分别上涨5.4%和5.2%；随着疫情防控形势持续向好，市场供需状况逐步恢复，CPI同比涨幅也从3月份的4.3%逐月回落到5月份的2.4%；6、7月份，受多地高温、降雨及洪涝灾害影响，涨幅略有扩大；随着生猪产能逐步恢复，翘尾影响逐渐减弱，8月份同比涨幅再次回落，9月份进一步回落至1.7%。

### 3.4 海外：美国通胀预期抬头

从美国十年期国债收益率和十年期通胀指数国债(TIPS)收益率之差来看，自3月份以来，美国通胀预期持续抬头。疫情暴发后，美联储资产负债表快速大幅扩张，超过7万亿美元，随后一直在高位徘徊，10月21日，美联储资产负债表规模仍接近7.18万亿美元，为历史最高位。流动性泛滥带来通胀隐忧。

不过美国当前物价水平较平稳。9月CPI环比增0.2%，预期增0.2%，前值增0.4%；同比增1.4%，预期增1.4%，前值增1.3%。能源价格回落、疫情反复等限制物价涨幅。

经济增长方面，美联储褐皮书称，所有地区经济继续扩张，增速普遍略显温和；

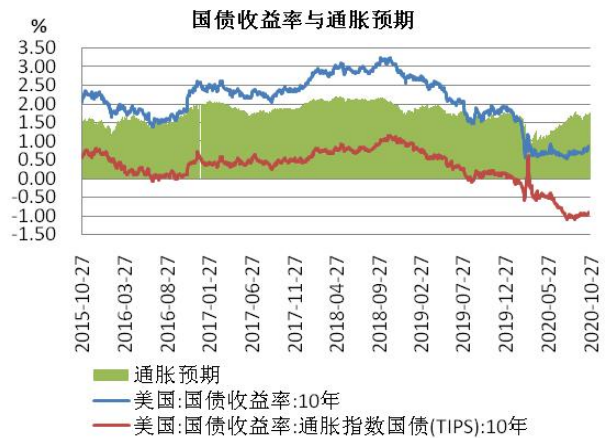
就业人数几乎在所有地区都有所增加，但增长仍然缓慢。美国至10月17日当周初请失业金人数为78.7万，刷新今年3月底以来新低，但仍在远高于历史均值的位置。

IMF预测今年世界经济将萎缩4.4%，比6月时的预测数据上调0.8个百分点；发达经济体今年将衰退5.8%；中国将是世界主要经济体中唯一保持正增长的国家。

图18：美联储资产负债表规模在历史最高位



图19：美国的通胀预期缓步回升

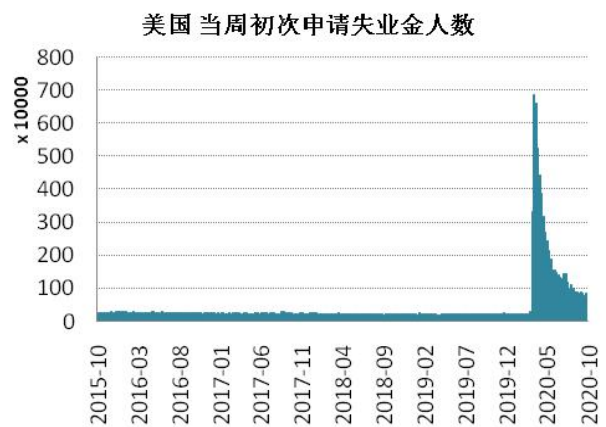


数据来源：华安期货投资咨询部,Wind

图20：美国物价指标



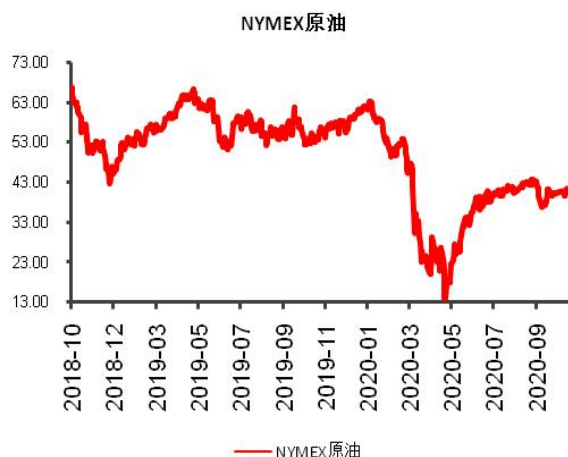
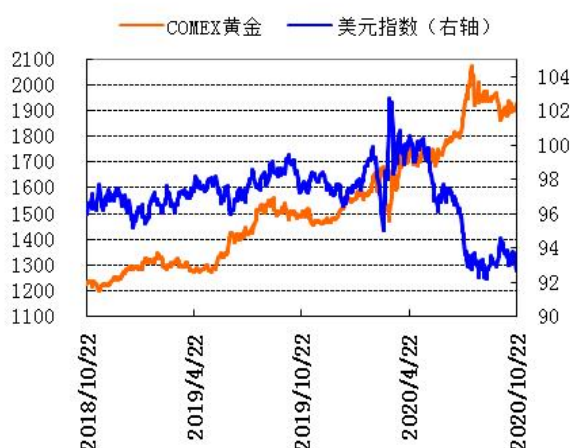
图21：美国当周初请失业金人数



数据来源：华安期货投资咨询部,Wind

图22：黄金和美元

图23：原油和铜



数据来源：华安期货投资咨询部,wind

## 三、期债市场展望

**国内物价水平回落，通胀压力缓解。**随着疫情防控形势向好，夏季汛情影响消退，以及国内复产复工推进，特别是生猪产能逐步恢复，物价水平从高位稳步回落。通胀压力大大缓解，货币政策空间较为充足。

**货币政策。**贷款基础利率（LPR）连续六个月未作调整。度过三季度末，资金面总体重回宽松；央行持续通过常规的逆回购、国库定存、MLF等操作来调整市场流动性。

**利率债供给结构有所变化。**10月份地方债、政策性银行金融债发行减量，国债供给较之前恢复。总体，随着经济逐步回暖，抗疫特别国债发行结束，专项地方债年度发行接近尾声，利率债供给规模总体回落。

**欧洲等地区疫情加重，体现在金融市场上，欧洲权益资产普跌。**欧洲新冠肺炎病例激增，德法两国相继宣布第二次全国“封城”，打击需求前景。原油库存数据也显示过剩加剧。

**综合来看，利率债供给压力减轻，通胀压力缓解，国际疫情反复带来避险情绪，均对债市有支撑。建议轻仓持有十年期国债期货多单。对于大类资产配置的投资人，或者持有固收类资产的投资人，建议在投资组合中加入国债期货，增强组合头寸的抗风险能力。**



### **免责声明**

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。