



疫情冲击，债显风采

摘要

本轮行情特点：

- 1、长短端节奏分化。今年一季度 1 年期和 10 年期国债利差变动较大，最高上行至 90BP 以上，最低降至 66BP。这种走势主要是由于经济预期和资金面轮流主导债市行情所导致。
- 2、波动率明显增加。一季度国债期货波动率明显增加，主要是由于疫情黑天鹅冲击海内外市场，多个市场走出历史罕见的走势，当前时点市场行情严重受情绪影响。
- 3、成交量不断攀升。国债期货一季度的成交量呈现不断攀升的走势，持仓量则先下后上。当前处于持仓量和成交量双涨格局，市场交投火热，后续上涨动力仍强。
- 4、海外因素影响加大。过去几年债市主要受内部因素影响，但今年黑天鹅频发，全球经济预期、汇率、海外流动性危机均在影响国内债市，外部环境对国内债市的影响明显增加。

行情展望：

当前时点，经济预期、货币政策以及海外变局是影响国内债市的主因。

首先，在全球经济下滑的形势下，二季度外需下滑已成为必然。为了完成全年经济发展目标，必须更加倚重内需，这就需要更大力度的逆周期调节、减税降费和刺激消费等政策共同配合，而这些都需要较低利率环境予以支持。其次，为了支持受疫情冲击严重的实体企业，央行有意愿引导 LPR 利率下行，加上可预期到的通缩和就业压力，二季度货币宽松的迫切性提升。最后，海外疫情仍处于上升期，全球开启避险模式，流动性危机开始缓和，后续资金仍有配置需求，当市场回归基本面，中国债市的性价比将会凸显。

因此，经济走弱已成必然，货币宽松也可预见，加上避险逻辑的推动，继续看好二季度债市，十年国债有望冲击 2.4%。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

翟帅男 分析师

投资咨询从业资格：Z0013395

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

高翔 助理分析师

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

一、行情总结和未来展望

1.1 一季度行情总结

国债期货一季度明显走升，收益率曲线呈现牛陡走势。1月，降息预期强烈加上我国肺炎疫情爆发，债市开始上涨。2月中旬，国内疫情控制得力，避险情绪回落，债市调整。随后，海外肺炎疫情大爆发，全球恐慌情绪蔓延，债市大涨。3月中旬，海外流动性危机加上央行宽松不及预期，长端国债期货出现回调。本轮债市行情有以下几个特点：

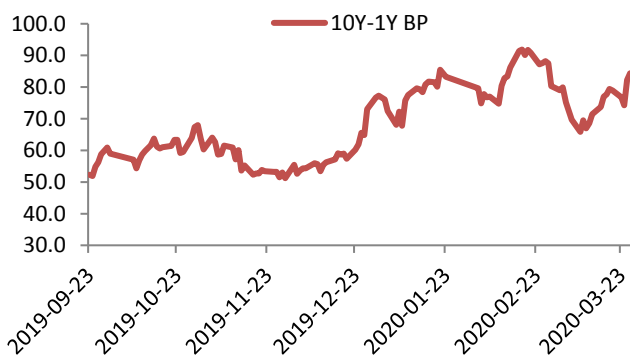
1、长短端节奏分化。今年一季度1年期和10年期国债利差变动较大，最高上行至90BP以上，最低降至66BP。这种走势主要是由于经济预期和资金面轮流主导债市行情所导致。

2、波动率明显增加。一季度国债期货波动率明显增加，主要是由于疫情黑天鹅冲击海内外市场，多个市场走出历史罕见的走势，当前时点市场行情严重受情绪影响。

3、成交量不断攀升。国债期货一季度的成交量呈现不断攀升的走势，持仓量则先下后上。当前处于持仓量和成交量双涨格局，市场交投火热，后续上涨动力仍强。

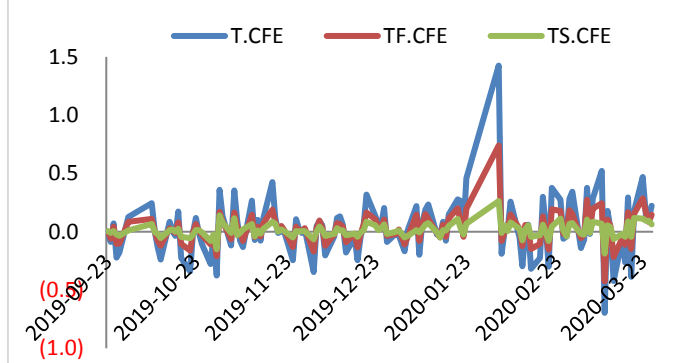
4、海外因素影响加大。过去几年债市主要受内部因素影响，但今年黑天鹅频发，全球经济预期、汇率、海外流动性危机均在影响国内债市，外部环境对国内债市的影响明显增加。因此，我们对二季度行情进行展望时，将增加一块海外形势分析。

图 1.1 长短利差走势



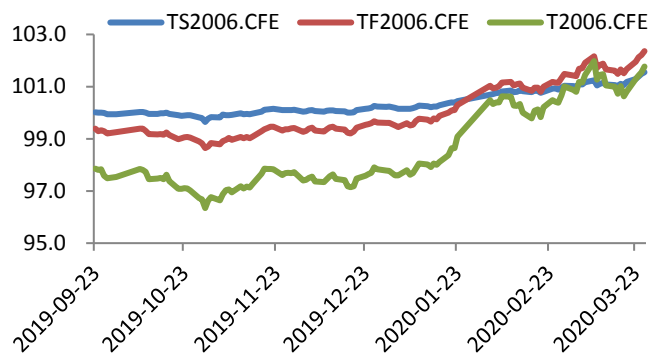
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债期货涨跌幅



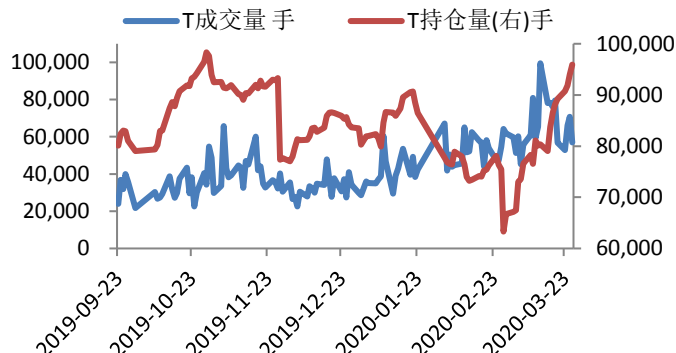
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国债期货主力合约走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 T 合约的成交与持仓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

1.2 二季度行情展望

对二季度行情的预测我们将从影响债市的主要矛盾出发。当前时点，经济预期、货币政策以及海外变局是影响国内债市的主因。

首先，在全球经济下滑的形势下，二季度外需下滑已成为必然。为了完成全年经济发展目标，必须更加倚重内需，这就需要更大力度的逆周期调节、减税降费和刺激消费等政策共同配合，而这些都需要较低利率环境予以支持。其次，为了支持受疫情冲击严重的实体企业，央行有意愿引导 LPR 利率下行，加上可预期到的通缩和就业压力，二季度货币宽松的迫切性提升。最后，海外疫情仍处于上升期，全球开启避险模式，流动性危机开始缓和，后续资金仍有配置需求，当市场回归基本面，中国债市的性价比将会凸显。

因此，经济走弱已成必然，货币宽松也可预见，加上避险逻辑的推动，继续看好二季度债市，十年国债有望冲击 2.4%。

风险提示：全球疫情缓解，避险情绪消退；地方专项债集中发行造成的供给冲击。

二、宏观经济和货币政策

2.1 疫情主导下的宏观经济

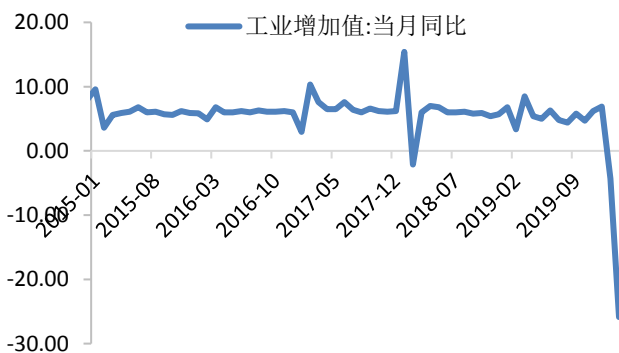
2020 年 1 月中旬，新冠肺炎疫情开始在武汉爆发，由于春运期间人口大量流动，迅速扩散至全国。为了遏制疫情的进一步扩散，各个省市先后启动突发公共卫生事件一级响应。采取封城、管制交通；限制人群聚集活动；延长春节假期，延后企业开工、学校返学日期等一系列措施来最大限度防止疫情恶化。从新增确诊人数来看，我

国湖北以外地区新增人数在 2 月上旬到达峰值，防控措施卓有成效，但“休克式疗法”对经济造成的冲击也逐步显现。本轮疫情黑天鹅对经济冲击非常严重，一季度的经济数据呈断崖式下跌，因此用此数据与历史数据相比较意义不大，后续需要重点关注环比的改善。目前，影响债市的核心经济因素有工业增加值、投资、消费、PMI 以及通胀，下面我们将对这些经济指标进行展开。

2.1.1 经济数据断崖式下行

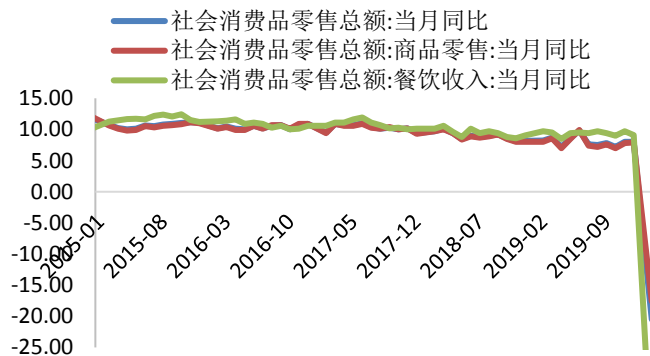
1-2 月经济数据出现了断崖式下行，其中社零与固定资产投资同比增速均低于-20%，工业增加值也同比下滑了 13.5%。工业方面，1-2 月工业增加值同比增速创历史新低，主要是由于受停工停产影响，制造业呈现供需双弱格局。随着 3 月后疫情逐渐稳定，中央多次召开会议强调推进复工复产，全国企业复工率回升至 80%以上，供给端逐渐改善。但下游需求端回暖幅度有限，3 月以来乘联会公布的乘用车批发与零售销量同比增速仍在-60%附近，依旧不容乐观。近期商务部等多部门发文，积极推动出台新车购置补贴等措施，这预示着更多刺激需求的产业政策已在路上。消费来看，受交通管制和居家隔离影响，整个春节期间外出聚餐、交通旅行等方面的开销直接抹去，对消费带来了极大的冲击。近期国内疫情基本得到控制，但海外输入较多，对疫情的担忧仍在。为了刺激消费，多地政府下发“消费券”、放开汽车限购、增加摇号指标、发放购房补贴，短期可以带动消费反弹。但长期的消费增长还需要依赖稳就业和提升居民可支配收入，这些均需要财政政策和货币政策的配合。

图 2.1.1 工业增加值走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

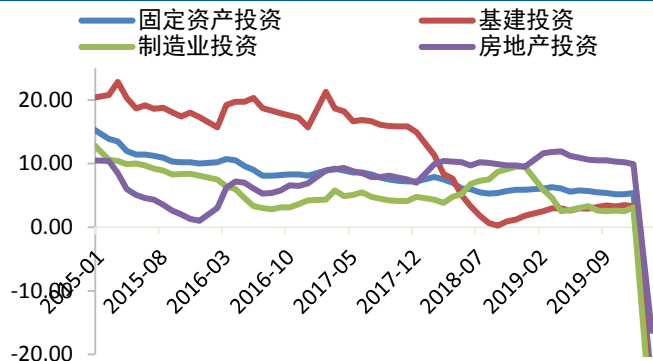
图 2.1.2 消费增速走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

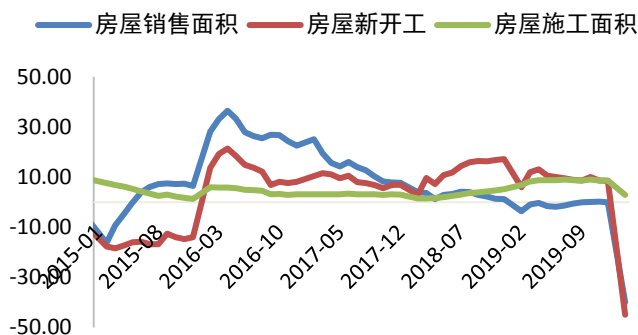
固定资产投资中，制造业与基建投资同比均回落 30%以上，房地产略显韧性但总体表现也不乐观。不论是“GDP 翻番”，还是后来国常会表态“就业稳住了，经济增速高一点低一点没什么了不起”，本质上对 GDP 的增长都有一定的要求。而消费难以出现报复性增长，进出口受外需制约，稳增长的重担更多的落在了投资上。考虑到“房住不炒”的底线不会动摇，制造业也受内外需双降而难有亮眼表现，基建投资将成为主要抓手。“新基建”概念的提出后，监管部门表态要扩大专项债规模，并出台新规禁止 2020 年专项债用于房地产相关领域，为基建保驾护航。结合稳增长的目标，与监管层表态，二季度基建增速或明显回升。但 1-2 月财政收入同比下滑 9.9%，即使牺牲赤字率到 3.5%，可以提供的资金也相对有限，仅仅依靠基建预计难以支撑经济实现“V 型反转”。

图 2.1.3 固定资产投资及主要分项走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

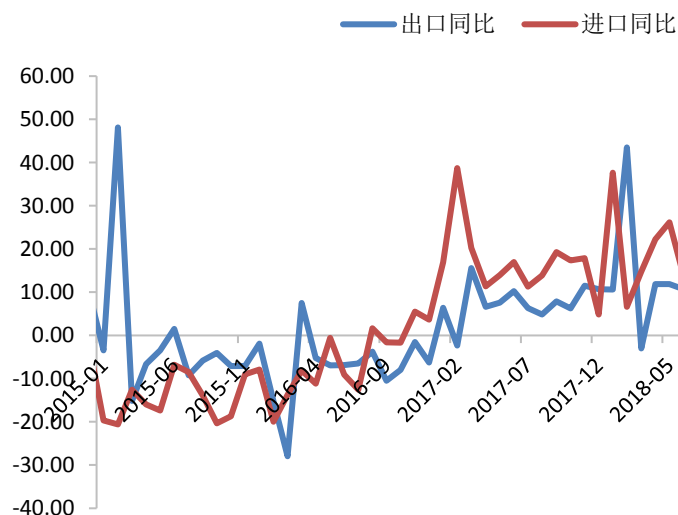
图 2.1.4 房地产销售、施工与新开工



资料来源：Wind 资讯 南华研究

由于受国内疫情影响，企业无法正常运转，生产力供应不足导致订单撤销，1-2 月出口数据回落大于进口，当期呈现贸易逆差。3 月以来海外疫情进入集中爆发期，多国开始禁止人员聚集，企业也开始停工。考虑到海内外疫情的时间差，外需下行对出口的压力会滞后于国内的疫情冲击，预计二季度进出口数据依然承压。

图 2.1.5 进出口同比增速



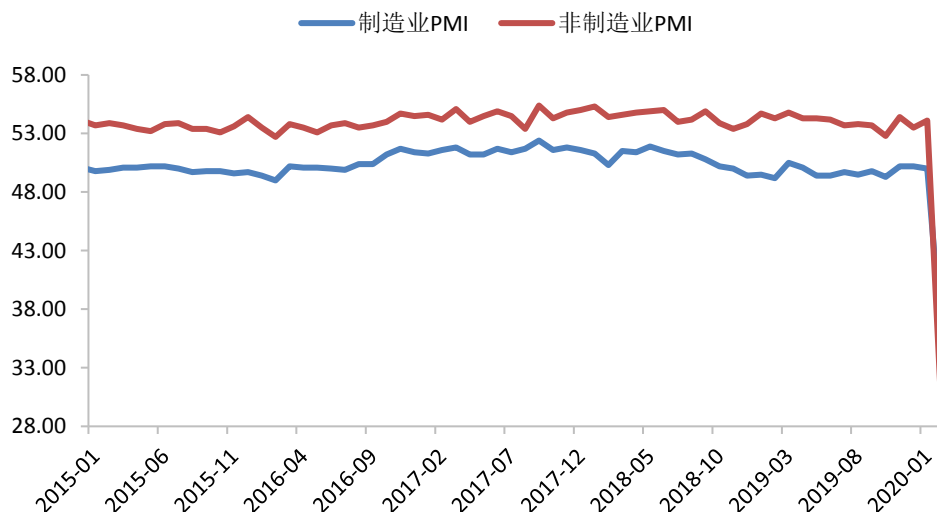
资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.1.2 关注 PMI 环比改善

1 月制造业 PMI 录得 50%，刚好位于荣枯线上，延续了去年四季度以来的复苏态势。而受疫情影响，官方 2 月 PMI 急转直下掉落至历史新低，供需两端指数均大幅回落。此次新冠疫情史无前例，短期对经济造成的冲击也远超此前非典时期和 08 年金融危机时期。在这个特殊时点下，我们认为研究经济数据的同比增速已经失去意义，疫情冲击已然成为事实，当下经济环比改善程度更值得关注。PMI 作为环比指标，转变更为灵活，更能体现疫情之后经济的复苏情况。3 月，国内疫情接近尾声，工作重心将从疫情防控逐渐转向复工复产与稳增长稳就业。二季度工作目标切换，3 月 PMI 预计明显回升。但

需要重点关注从业人员 PMI 指数，警惕企业端压力传导至就业端。

图 2.1.6 PMI 走势

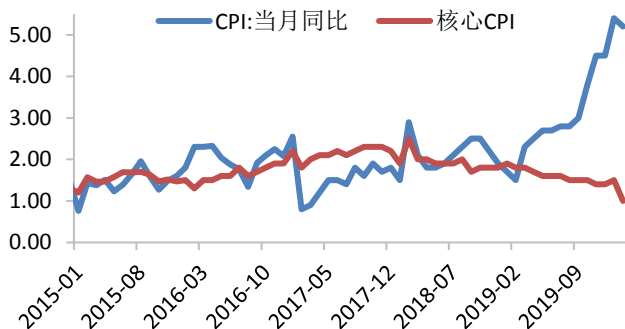


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.1.3 石油博弈加剧通缩担忧

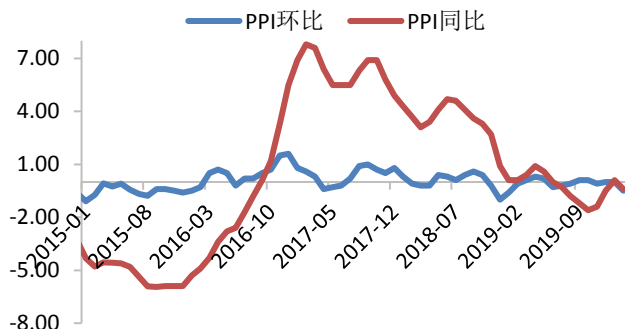
春节居民食品需求上升叠加疫情期间供应不足，1-2 月当月 CPI 同比增速在食品价格的影响下维持在 5% 以上的高位。但核心 CPI 的明显回落表明在疫情影响下居民的交通、旅游等需求出现明显回落，随着供给的逐渐恢复和需求的不断下滑，CPI 下行压力较大。PPI 方面，OPEC 与俄罗斯在减产协议上未能达成一致导致了本轮油价的暴跌，加上海外疫情爆发后工业生产几近停滞，呈现供需双杀的局面。供给端受地缘政治影响不确定性较大，而需求端则主要跟随海外疫情走势。截至 3 月下旬海外疫情仍处于上升期，工业需求持续收缩。油价下行带动工业品价格回落，二季度 PPI 通缩压力较大，通缩预期也为货币政策打开空间。

图 2.1.7 CPI、核心 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.8 PPI 同比与环比增速

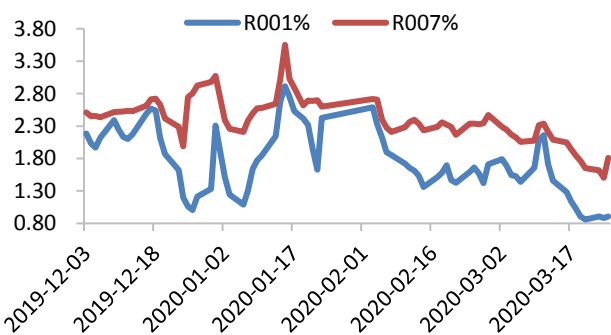


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 货币政策回顾与展望

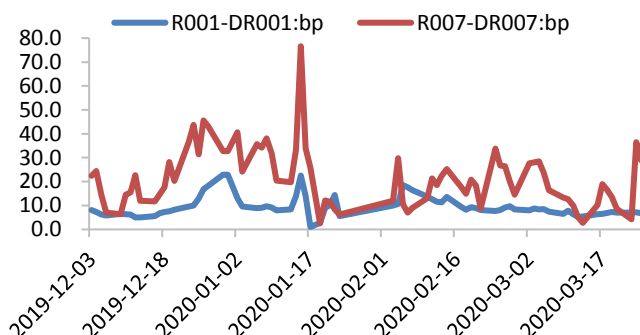
回顾一季度货币政策走向，疫情的爆发是一个重要节点，原本稳健的货币政策在疫情爆发后边际宽松。2019 年 12 月中央经济工作会议中，提出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳健的货币政策要灵活适度，流动性保持合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长要与经济发展相适应”。元旦后为了对冲春节的资金压力，全面降准 0.5 个百分点释放资金约 8000 亿，维护资金利率的稳定。自 1 月中下旬国内疫情迅速爆发后，央行为了稳定金融市场，迅速出手提供流动性支持，主要包括大额逆回购投放配合利率下行以及后续 MLF 利率的下调。待资金利率平稳后，货币政策的重心再次从全面的资金投放转换到针对疫情地区与行业的精确投放，包括提供 3000 亿专项再贷款资金、加速专项再贷款审核等。随后，增加再贷款再贴现额度 5000 亿，下调再贷款利率至 2.5%。3 月 16 日的定向降准再度释放资金约 5500 亿元。央行为了支持实体企业而进行了多次流动性投放，当前银行间流动性异常宽松。

图 2.2.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

随着疫情防控逐渐进入后半段，货币政策再度趋稳，彰显央行定力。进入 3 月后国内疫情接近尾声，海外疫情爆发。美联储称“疫情对经济活动造成了不断演变的风险”，并宣布降息 50bp。随后由于防控力度不足以及低估疫情严重程度，恐慌情绪爆发引生出流动性危机，美联储一次性降息至 0，并启用 CPFF、央行购买债券等手段，不计一切提供流动性支持。而除美国外，英国、日本、韩国等多个国家陆续加大宽松力度，以应对疫情及流动性问题。在海外全面宽松的背景下，央行超预期地开展少量 MLF 并维持利率水平不变，彰显定力。为后续的货币宽松保留了较大空间。

表 2.1 货币政策操作

日期	政策操作
2020.1.1	央行宣布将于 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放资金约 8000 亿。
2020.1.15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2020.1.23	央行进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%
2020.2.3	央行开展 1.2 万亿逆回购，利率下调 10bp

2020. 2. 7	提供 3000 亿专项再贷款资金
2020. 2. 17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.15%，降息 10bp
2020. 2. 20	2 月 LPR 报价一年期利率下行 bp，五年期下行 5bp
2020. 2. 25	增加再贷款再贴现额度 5000 亿，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。6 月底前，对地方法人银行新发放不高于贷款市场报价利率加 50 个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。政策性银行将增加 3500 亿元专项信贷额度，以优惠利率向民营、中小微企业发放
2020. 3. 13	央行宣布将于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款
2020. 3. 16	央行进行 MLF 操作，1Y 利率利率 3.15%

资料来源：根据新闻整理

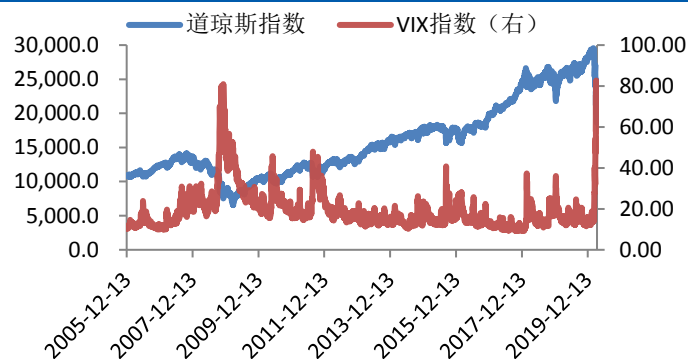
从疫情进展的时间线以及货币宽松的节奏来看，海外这一轮大规模宽松应该对应国内 2 月初的情况。但由于当时国内监管层对于疫情认识更为深刻，早做决断，避免了流动性危机的出现。3 月以来，国内疫情防控接近尾声，重心转移到复工复产以及经济增长。3 月 16 日央行实施普惠金融定向降准，主要目的是为了降低中小企业融资成本。而中小企业正是疫情中最为困难的群体之一，资金流入中小企业能够帮助其渡过危机，创造更多的就业岗位，降低就业压力。相比海外央行的一次性到位，我国央行更加稳健，走一步看一步，货币政策留有空间在未来会有更多的主动权。

展望二季度货币政策，首先，考虑到中央对于稳增长保就业的重视，需要进一步通过引导 LPR 下行来降低实体融资成本，为中小企业提供支持。而要引导 LPR 下行就需要下调 MLF 利率或存款基准利率来配合。其次，当前时点经济下行压力极大，想要达成全年经济目标，需要更大力度的逆周期调节政策和刺激消费政策来支持，这些都需要低利率环境予以配合。第三，油价暴跌带来 PPI 通缩压力与 CPI 趋势性回落相叠加，物价可能出现通缩，也增加了货币宽松的必要性。最后，海外全面宽松，我国政策空间较大，近期召开的 G20 会议也提出“加强政策协调合作，共同阻止疫情蔓延”，未来海外央行货币政策的进一步集体宽松无疑令中国货币政策空间更加舒适。因此，二季度的政策宽松很有必要，货币宽松可能会迟到，但决不会缺席。

三、海外形势对国内影响

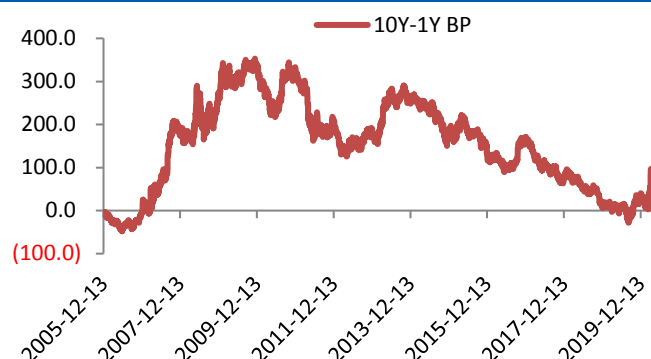
3 月，海外疫情进入爆发期，避险情绪导致美股大跌。随后，由于杠杆交易踩踏和金融机构挤兑，海外市场出现流动性危机。VIX 恐慌指数涨至 08 年高位，投资者纷纷开始抛售股债，购买美元，中国股债资产也惨遭抛售。为了应对流动性危机，美联储 3 月接连两次降息 150BP，并开启无限量 QE，为金融市场提供了史无前例的流动性支持。随后，还将启动 2 万亿美元的救市计划。美联储一系列的救市举措使得流动性压力暂缓，但疫情举措力度不够，美国疫情仍处于快速增长期，市场情绪依然悲观。全球经济衰退预期严重，将通过外需、产业链、金融市场等多方面影响中国。

图 3.1 美股和 VIX 指数



资料来源：Wind 资讯 南华研究

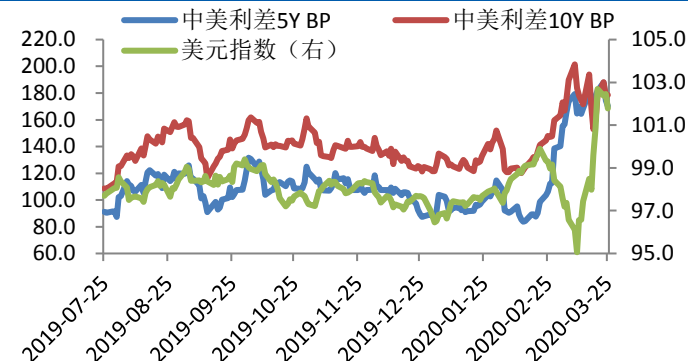
图 3.2 美债长短利差



资料来源：Wind 资讯 南华研究

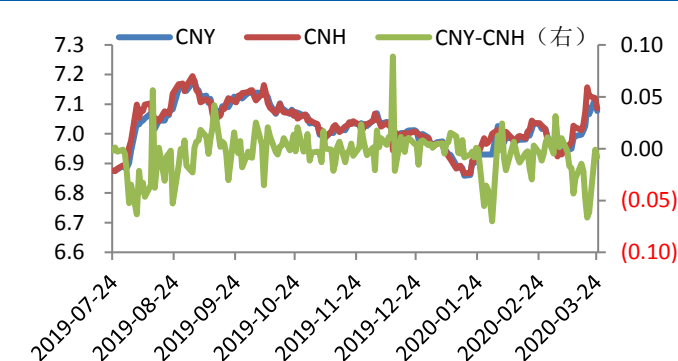
本轮疫情蔓延整体使得美国国债收益率明显走低，十年美债最低降至 0.5% 下方，中美利差也最高升至 200BP 以上，截止 3 月 25 日收盘，中美利差收为 178BP。但全球流动性危机导致的美元大涨带动了人民币明显贬值，若流动性危机再度爆发，则人民币仍存贬值压力，这种形势下利差再高也很难促进大量外资流入。待人民币贬值压力缓解，超高的中美国债利差下，中国债市将凸显价值。

图 3.3 中美利差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.4 人民币汇率走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

全球经济衰退预期和美元流动性危机是目前海外市场影响国内债市最主要的因素。一方面，全球经济二季度下滑已成必然，但当前对于国内经济的具体影响尚不明显，短期主要是通过情绪影响国内债券市场；后续当外需下滑的预期转变为国内经济数据的实际下滑，则将通过预期差影响债市长期逻辑。另一方面，美元流动性危机对国内债市的影响是通过外资流出和汇率贬值两个路径。但也无需过度担忧，外资持有国内债券仅占 2% 上下，抛售主要影响的是短期情绪。近期国内流动性非常宽松，加上 17 年、18 年的去杠杆卓有成效，国内爆发流动性危机的概率非常有限。同时，当前中国相比西方发达国家有个显著的优势：我们的货币政策宽松空间非常充足。在这种局势下，中国甚至有望成为本轮全球危机的避风港。当市场回归基本面，海外诸多因素总体仍利好国内债市。

四、国债期货与策略建议

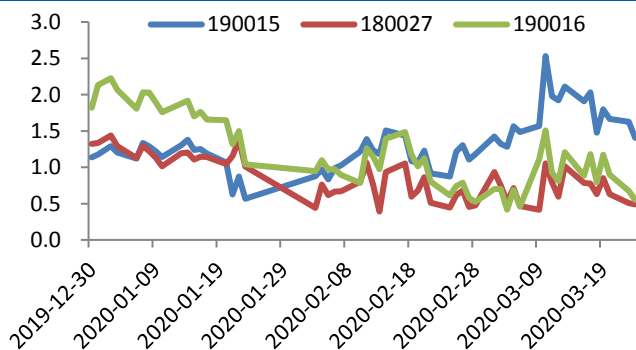
4.1 国债期货趋势策略

通常，国债期货与现券走势较为一致。当前 IRR 水平整体偏低，国债期货主力合约贴水较重，随着到期日的临近，国债期货表现预计稍强于现券。由于二季度的弱经济和宽货币，现券收益率仍有下行空间，国债期货可逢低做多。但考虑到 2020 黑天鹅频发，国债期货波动率也明显上升，投资者应转换交易思路，把握流动性节奏，捕捉交易性机会为主。策略上，考虑逢低买入，但不建议长期持有。

4.2 基差策略

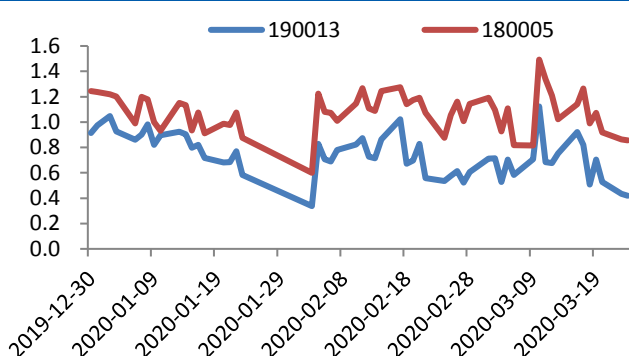
一季度 T2006 合约基差整体变动较大，由于十年期国债收益率由 3.1% 上方降至 2.7% 下方，CTD 券出现多次转换。当前 T 主力合约的 CTD 券主要在 180027 和 190016 之间轮换，CTD 券的频繁转换造成交割期权价值上升，基差整体偏高。考虑到五月中旬将开始合约移仓，基差也将逐渐开始收敛。做空基差策略窗口期较长，但确定性很高。而考虑到当前 CTD 券和非 CTD 券的基差差别较大，近期做空非 CTD 券 190015 性价比更高。5 年期现券流动性较差，做空基差难度偏高，不推荐最空 TF 合约基差。2 年期合约的基差水平整体偏低，做空收益有限。

图 4.1 T2006 合约基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 TF2006 合约基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

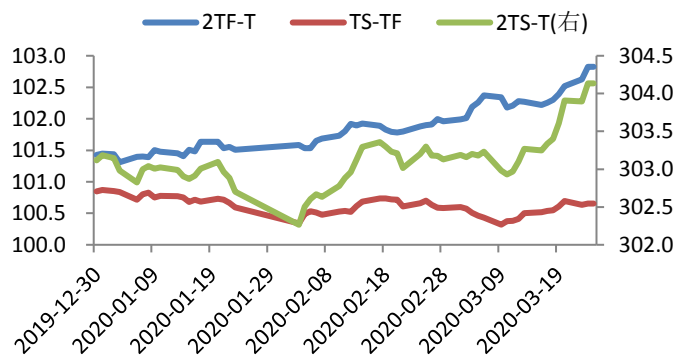
4.3 价差策略

一季度债市走出了牛陡行情，国债 10Y-1Y 利差明显走升，最高达到 90BP 以上。短端表现强于长端，主要原因是流动性异常宽松，1 年期收益率降至 10 年以来新低。而由于海外流动性危机，长端国债遭遇抛售，使得收益率曲线走陡。后续若流动性有所收敛，或经济下行幅度超预期，都将促使收益率曲线走平。因此，长期建议择机做平收益率曲线。

跨期策略的精髓在于，预测多头和空头的移仓节奏。2 月份 03 合约移仓，价差无明

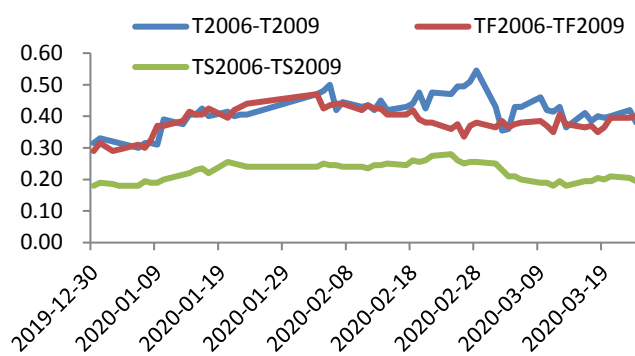
显变化，套利机会有限。当前 09 合约流动性不足，06 合约换季仍久，预测两个月后的 06-09 价差走势准确率极低，故暂不推荐跨期策略。

图 4.3 跨品种价差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4 跨期价差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点