

行业
国债

日期
2020 年 11 月 30 日



宏观金融团队

建信期货研究发展部
投资咨询业务资格：
沪证监许可【2018】69号

研究员：何卓乔
020-38909340/18665641296
hezq@ccbfutures.com
投资咨询证书号：Z0011983
研究员：黄雯昕
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589
研究员：董彬
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198
研究员：陈浩
021-60635726
chenhao@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3048622



震荡年，不悲观

近期研究报告

20201124【债券专题报告】违约造成的情绪冲击即将告一段落
2020-11-24

经济复苏延续，内需改善任重道远——10月经济数据解读
2020-11-17

猪价加快回落带动 CPI 中枢下移，工业品价格延续温和修复——10月通胀数据解读
2020-11-10

出口维持强势，内需回归平稳——10月进出口数据解读
2020-11-9

观点摘要

- **21年或将延续震荡市，且波动幅度可能进一步收窄，关注下半年信用环境恶化可能带来较大交易空间。**综合分析，我们预计明年国内基本面将延续修复，PPI 中枢将明显上移但通胀风险不大，基本面不存在过热复苏从而导致货币政策的快速退出的基础。而外部经济体大概延续宽松，对国内政策不存在较大的压制。且考虑到政策退出需要注意节奏性和对金融系统的冲击，货币政策大概率将延续中性偏紧，而快速收紧的风险不大，央行大概将继续积极呵护，为实体提供适应的流动性，政策的相机抉择的灵活性将会进一步提升，及时引导市场预期回归政策合意水平，这可能会使得利率的变动幅度进一步收窄。从价格水平来看，预期明年十年国债收益率中枢水平先抬升后下行再小幅抬升，波动区间在 3.2~3.6%，对应 T 价格区间在 95.1~98.3 元之间，其中值得布局的时点可能有两个阶段：一是在一季度经济高点落地时，短期利空出尽以及供给压力尚不大时，可能存在阶段性的较大的反弹机会，二是下半年支持政策退出，而信用风险可能进一步爆发，加上资管新规带来的整改压力以及国债入富带来对低风险的利率债的偏好，可能会存在较大的反弹机会。
- **震荡市善用衍生品降低净值波动和交易成本，提高收益。**在利率波动进一步收窄的背景下，可以考虑利用国债期货进行套保来进一步降低产品净值的波动。此外，在进行波段操作时，使用国债期货代替现券仓位灵活性更高、成本更低，特别是当基差水平较高（较低）时，在期货上做多（做空）相比于现券仓位可以进一步获得基差收窄（走阔）的收益。

目录

一、2020 年行情回顾	- 4 -
二、2021 年债市展望	- 6 -
(一) 基本面：21 年延续温和复苏格局.....	- 6 -
1. 价格水平保持温和，通胀压力不大.....	- 6 -
2. 经济延续修复，下半年回归正常水平.....	- 7 -
(二) 货币政策：退出是正常化而非过度收紧	- 13 -
(三) 信用格局：破刚兑压力加大，或加大对利率的偏好.....	- 16 -
(四) 外部环境：全球宽松状态预计延续	- 16 -
三、21 年债市投资策略	- 17 -

研究报告全部内容不代表任何观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

一、2020 年行情回顾

图1： 2020年国债期货走势



数据来源：WIND，建信期货研究中心

表1： 2020年各月涨跌幅及主导原因

日期	CFFEX10年期国债期货	CFFEX5年期国债期货	CFFEX2年期国债期货	行情变化主要原因
1/23	148.23%	74.54%	28.88%	1月和2月长端涨幅更大，是由于疫情引发了对经济不确定性的悲观情绪。
2/28	140.55%	78.96%	32.27%	
3/31	84.15%	105.4□%	67.30□	疫情在海外蔓延，国内央行在3月16日实施普惠金融降准，并在月末降息20bp。3月下旬的流动性泛滥导致市场对短端品种开始追逐，期限利差也开始走阔。
4/30	111.43%	239.87%	93.89%	央行在4月3日下调金融机构存款准备金率引发市场对资金利率进一步下探的预期，市场对短期品种的追逐演绎到极致，期限利差迅速拉阔到近十年来的上限。
5/29	-188.84%	-238.06%	-115.42%	基本面复苏态势向好，央行态度出现微妙转变，同时地方债供给压力大增，国常会再提前下达1万亿专项债，但央行在公开市场保持了一个多月的静默，市场的降息预期频频落空引发快速调整。
6/30	-76.69%	-83.89%	-26.60%	月初央行宣布创设两个直达实体的货币工具，重点强调了打击资金空转，进一步降低降息概率，同时特别抗疫国债宣布从6月18日开始发行，要求7月底前发完。
7/31	-141.61%	-92.96%	-49.89%	7月股市大涨进一步压制债市表现，剩余的1.26万亿地方专项债额度也得以下达，财政部要求在10月底前发现完毕，三季度供给压力巨大。
8/31	-82.□5%	-88.37%	-51.14%	730政治局会议和二季度货币政策执行报告正式确认了货币政策回归中性，在供给压力和资金面收紧的环境下债市继续走弱。
9/30	-25.50%	-15.03%	2.50%	8月存单利率量价齐升反映出银行缺乏中长期资金，债市环境仍然不利，维持窄幅震荡。

10/30	35.28%	20.07%	4.99%	月初央行宣布下调外汇风险准备金说明外汇贬值的压力减轻，此外在债市持续调整后，三季度 GDP 不及预期以及供给压力减轻助力市场反弹，配置资金开始进场。
11/25	-95.□8%	-72.09%	-46.87%	华晨、永煤违约事件打击债市信心，并引发流动性问题冲击利率市场。

数据来源：WIND，建信期货研究中心

阶段一：1月至4月，超预期的牛市

19年以来的国内复苏被疫情打断，年初意外开启新一轮降息周期。1月中下旬传出不明肺炎引发市场避险情绪持续升温，20日武汉封城进一步推高市场避险情绪，避险资产开始快速上涨。春节期间疫情不断发酵，央行一是在节后开市前一日提前预告公开市场操作，反季节性地在节后继续投放流动性，二是在2月3日宣布降息10bp，这一阶段是避险情绪和货币宽松推动的债市大幅上涨。

疫情在全球扩散引发全球宽松，全球货币盛宴开启，国内市场走向狂热。2月底以来疫情在欧洲、美洲各地扩散开来，特别是在美国，新增病例出现大幅增长，美国市场出现恐慌，争相抛售各类资产只要美元，属于流动性冲击下的全类资产下跌。而为应对疫情对经济的冲击，各国央行都加大了宽松的力度。其中美联储在半个月进行了两次紧急降息将联邦基金利率目标区间下调150bp至0~0.25%的零区间，并不断加大资产购买力度向市场输入流动性。我国央行在3月16日进行了普惠金融定向降准，又在3月30日将7天逆回购利率下调20bp。在流动性冲击告一段落后，由于货币的宽松推动了股市和债市的一齐大幅上涨。而市场演绎的高潮在4月3日，央行宣布将金融机构在央行的超额存款准备金利率由0.72%下调至0.35%，为金融危机以来首次，引发市场产生资金利率下限进一步下探至0.35%的预期，使得市场对短端品种狂热追逐，10Y-2Y和10Y-5Y利差都走阔至近十年来历史的99%分位水平，显示曲线极度陡峭。

阶段二：5月至11月，狂热后的理性回归

经济复苏背景下央行货币政策保持克制，并释放打击资金套利的严厉信号，叠加供给端的冲击，债市开启数月的持续调整。2月复工以来基本面复苏态势向好，央行态度自二季度开始发生微妙转变，但市场已被因4月初央行下调金融机构超额存款准备金利率所产生的降息预期所遮蔽，直至4月末时才意识到央行可能并没有进一步降准的意图。同时地方债的供给压力在5月大增，而央行的持续静默使得市场的降息进一步落空，债市在5月开始大幅调整。6月初央行又宣布创设直达实体的货币工具，进一步降低了降准概率，并且又强调打击资金空转套利。此外，两会后供给压力不断加大，特别国债和剩余的专项债从6月开始密集发行，加上6月要求银行压降结构性存款，直至9月市场的资金压力还有进一步

增大的趋势，且其中还受到股市冲高的压制，债券市场持续调整至10月才有所反弹。但11月多家大国企出现违约，特别是华晨和永煤事件大幅冲击了市场的信心，从而引发了流动性冲击，对利率品种造成波及。

至11月25日，十年国债收益率上行至3.3%左右的水平，十年国债期货主力合约下跌至97.3元左右的水平，回到了19年11月左右的水平。

二、2021年债市展望

（一）基本面：21年延续温和复苏格局

21年可能将呈现经济弱复苏、通胀水平温和的格局，从而为政策力度保持在相对温和的舒适区间提供基础。整体来看我们认为明年经济将延续若温和复苏，需求不会出现过热，价格中枢小幅上移但仍保持在温和增长区间，在此基础上，财政和货币政策都没有发生大幅度转向的必要。

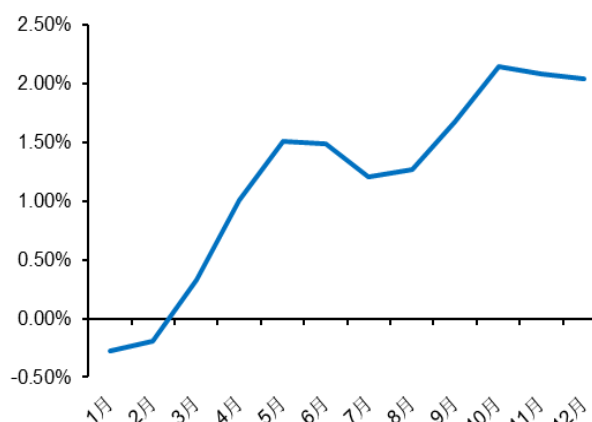
1. 价格水平保持温和，通胀压力不大

CPI方面，明年可能呈现低位回升后再震荡的走势，预计整体保持在2.2%以下。目前猪周期已见顶回落，对CPI构成主要拖累，且疫情后收入恢复缓慢，国内消费需求恢复并不强烈，预计将压制非食品价格的上行力度，综合来看明年新涨价的幅度预计较为平缓，而在摆脱掉年初翘尾效应的拖累后，CPI或在年中达到阶段高点约2%左右的水平，随后小幅回落，年末再度回升，整体保持在2.2%以下（注意：明年通胀编制基期轮动，可能由于权重变化导致CPI变化偏离预期）。

PPI方面，石油价格上行空间可能较小，基数效应消退后中枢可能回到0.5%左右。PPI的主要影响因素是石油，目前仍落于负区间也主要是受到石油价格低迷的拖累。不过近期工业品补库预期强烈导致大宗商品价格出现明显的回升，考虑目前疫苗研发前景较为乐观，多国预计在今年年底启动疫苗接种工作，明年全球经济活动有望进一步正常化，工业及能源品需求应能持续回升，不过疫情的影响逐渐减弱后产能供给有望追上供需缺口，对商品需求的积极预期可能在年初提前反应，价格在冲高后可能会再回落到正常水平震荡。因此，预计PPI在明年2月开始逐渐步入正增长区间，受基数效应影响在4~5月达到年内最高值，最高可能同比增速能达2%~2.5%，后期需求可能在经济弱复苏的背景下回升力度有限，

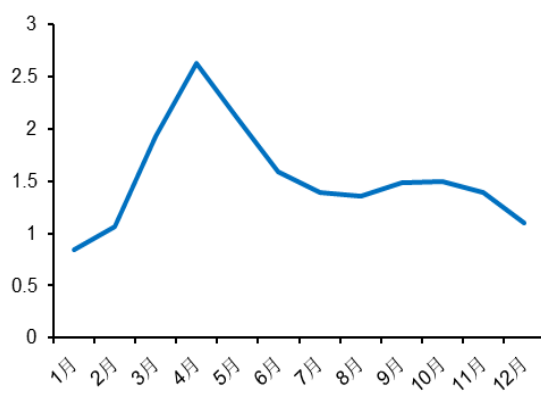
石油能否持续保持上行还要看产油国的政策博弈，若减产难及预期，PPI 或在年中见顶后逐渐回落至 1.5%左右的水平。

图2：2021年CPI预测走势



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图3：2021年PPI预测走势



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2. 经济延续修复，下半年回归正常水平

经济修复延续，增长的主要动力继续由消费向出口切换，投资则存在不及预期的风险。今年国内经济的韧性在于两点：出口和房地产，其中出口的韧性由防疫物资和手机、家电等“宅经济”电子设备超预期增长推动，疫情之后出现购房热并带动房企加速购地，后期虽然受到监管压制但地产投资整体仍保持着较强韧性，而基建投资和消费在后疫情时期的修复则较为缓慢。展望明年，出口可能仍然是前期拖动国内经济修复的主要动力，消费可能在内外双循环的政策推力下得到一定的提振，但力度预计较为有限，投资方面，地产下行、基建力度较小将会是主要制约，整体来看明年经济大概将呈现前高后低走势，前期受外部需求修复带来的补库效应以及基数效应实现较快效应，后期在外部供给跟上、逆全球化的继续推进，以及内部地产刺激力度的走弱的拖累下，再度回到实际经济增幅附近（5.5%~6%）。

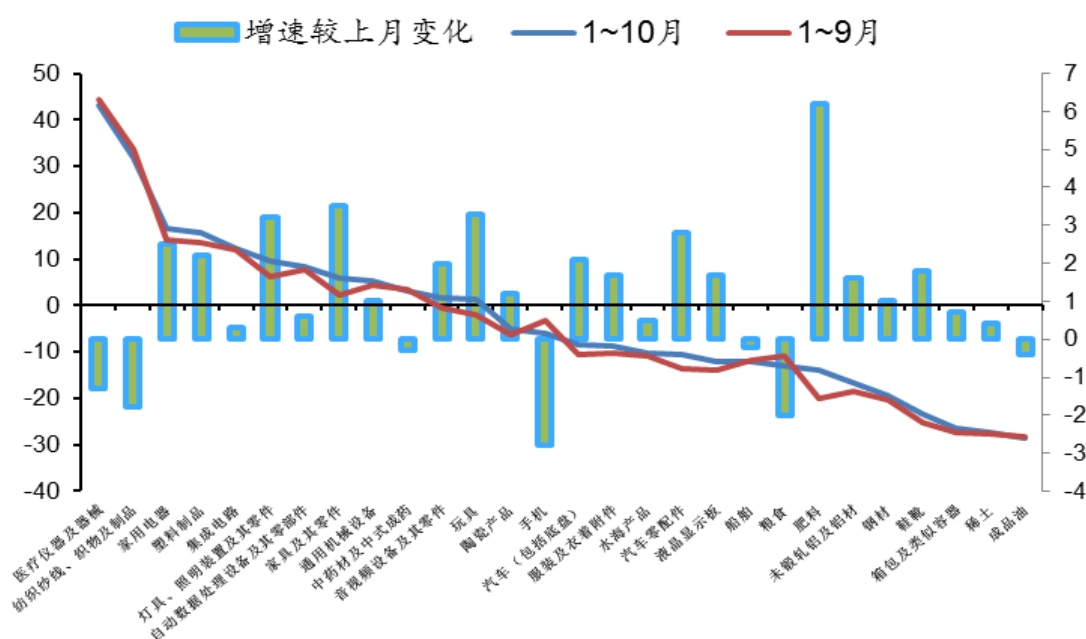
1) 外贸：短期可以延续乐观，但后期动力可能不足

今年经济的韧性很大一部分体现在对外出口的持续超预期上。前期主要由防疫物资需求大增所支撑，后期由于各国加大财政刺激来促进经济复苏，通过直接向企业和私人部门注入流动性来刺激需求的释放，外部的景气度和需求均持续好转，但由于其疫情未得到完全控制，生产活动迟迟难以恢复到疫情前的正常水平，产能恢复程度不足无法填补这一需求缺口，所以转而加大

对中国的进口来补缺。

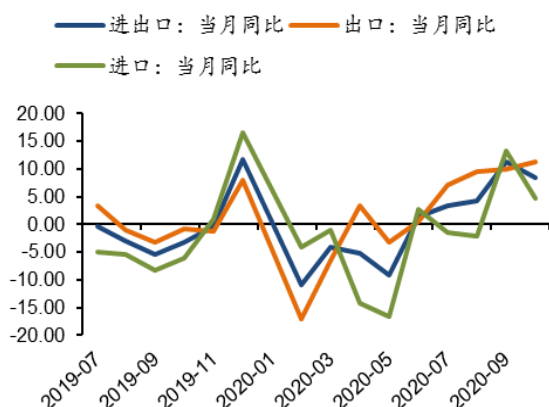
我国供应链优势仍然明显，新外贸格局也将有力支撑外部需求，但外部产能恢复仍会使得我国替代优势减弱。后期来看，尽管目前疫苗研发进展顺利，多国也准备在今年年底开始进行接种，但考虑到该病毒的复杂性，要实现全面的免疫难度较大，短期内其他国家的经济活动难以快速恢复到正常水平，产能也难以在短期内恢复到足以弥补需求缺口的水平，而我国具有供应链端的优势，外部的补缺需求预计将在短期内延续，从而支撑我国对外出口在明年继续延续强劲。不过待外部产能得到恢复，海外各国应将转向内部进行消化，且疫情可能使得全球产业链回流以及逆全球化进程的加速，后期出口应会有所回落。不过积极的方面在于两点：一是我国一直以来都在致力于多边贸易体制的建设，今年 RCEP 协议得到正式签订，是对以美国为首的贸易单边主义的有力回应，且自中美贸易冲突以来，东盟上升到了我国前三大贸易伙伴，预计随着亚洲地区合作的深入，我国出口支撑仍然有力；另一方面，虽然拜登上台后不太可能全面推翻特朗普时期的对华关税政策，但相比于特朗普，拜登政府应会更强调与中国的盟友关系，外部贸易环境应能得到边际改善。此外，随着疫情的好转以及中美贸易协定的推进，明年对美进口也将会有所提高。整体来看，明年对外出口或继续好于疫情前水平，人民币升值因素可能会对出口有所冲击，贸易顺差大概将较今年继续扩大，增长到 5600 亿美元左右，同比约增 12% 左右。

图4：今年医疗物资及家电、集成电路出口需求较大，是出口增速高增的主要动力



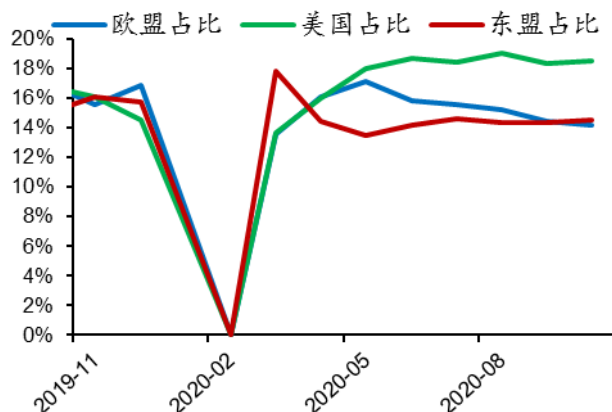
数据来源：WIND，建信期货研究中心

图5：今年出口呈现较强韧性



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：对东盟出口成为对美出口的互补



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2) 投资：地产扩张受到明显制约，基建力度仍然有限，制造业投资或转为下行

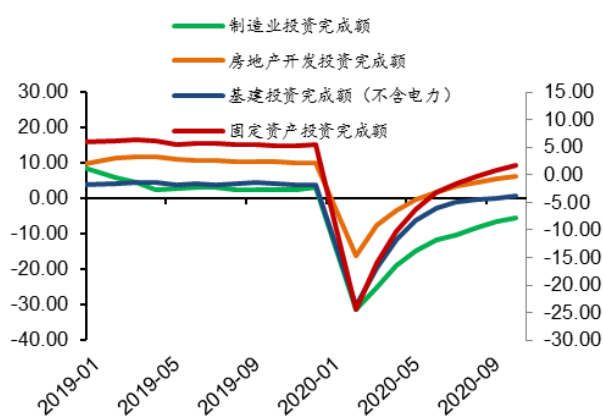
受融资制约，明年地产投资大概将会有所放缓。今年疫情的爆发反而使得居民购房需求加速释放，楼市的火热促使地企在今年上半年加速拿地步伐，居民长期贷款增速不断加快，其杠杆水平也在今年出现快速攀升。下半年来地产调控信号持续释放，8月20日住建部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即所称“三道红线”，自9月1日起在12家房地产企业试点施行，且可能在明年1月推广到所有房地产企业的开发商，地产企业预期到未来的融资扩张将受到明显制约，所以今年下半年的购地速度出现了明显的放缓，而竣工速度则明显加快。预计明年为了满足监管需求，地企主动降杠杆的需求较为强烈，新项目开发的速度将继续放缓，转而加速已有项目的施工，地产投资虽有支撑但整体增速将会下移，全年累计同比可能为7~8%。

明年基建投资应将小幅上升，政府债务仍是其主要限制。虽然为应对疫情冲击我国加大了财政对冲力度，今年赤字率史无前例地按3.6%以上安排，其中中央财政赤字增加1万亿美元的特别国债，地方专项债增加1.6万亿到3.75万亿，并增设专项债可以作为项目资本金的安排，来撬动更多的投资，但今年实际的基建投资整体上明显低于预期。原因可能在于：一、财政压力较大，专项债可能多用于弥补财政收入、应对疫情冲击下低收入群体的生活保障，而非大部分用于基建投资；二、项目要求较严格，近年来对地方隐性债务的管理愈趋严格，要求控制地方债务增长，表外融资渠道受限，而仅专项债难

以满足基建投资高速扩张的需求，且可以作为资本金的项目要求有明确的业务收入流入，项目数量较少因此难以形成较大的杠杆效应。展望明年，由于今年政府部门债务水平扩张较快而未来财政收入恢复速度可能延续缓慢，明年经济大概率延续复苏，积极政策转向中性，托底任务的重要性下降而防风险任务的重要性上升，政府债务大概将主动进行压降，财政赤字应将恢复到3%左右水平。此外，今年11月财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行国债的意见》，明确要求优化地方债期限结构，合理控制筹资成本，地方融资无序扩张的时代不再，未来大概将会延续低增长。整体来看，由于财政发债获得收入到投入使用存在时滞，明年财政收入的进一步释放将对基建投资起到一定的支撑，但财政力度将减小，明年基建投资增速仍难出现大幅的增长，预计全年累计同比4.5~5%左右。

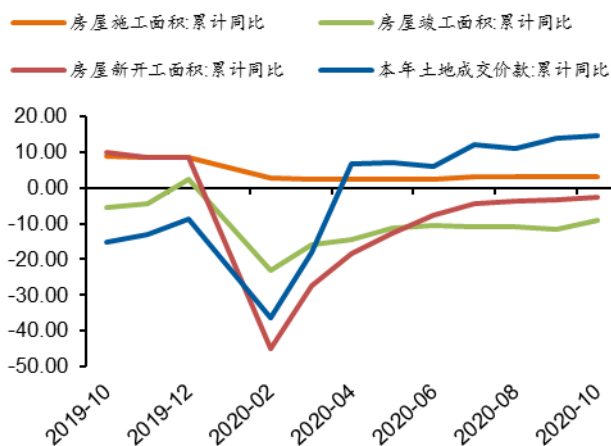
制造业投资存在下行风险。虽然今年加大了对企业的融资政策支持力度，企业的成本及费用也自二季度以来持续下行，但面临疫情带来的经济不确定性以及居民收入与需求的萎靡，制造业投资迟迟难以转正，不过近期疫苗研发的利好带动了对未来经济活动的积极预期，目前全球补库预期强烈，需求和收入有望持续回升，促进制造业投资的回升，但后期若由于信用环境收紧使得银行坏账和信用事件暴露，会否再一次冲击实体投资信心存在风险，中性预期下明年制造业全年累计同比增速可能是12%~13%左右。

图7：疫情后地产投资实现快速修复转正



数据来源：Wind，建信期货研发中心

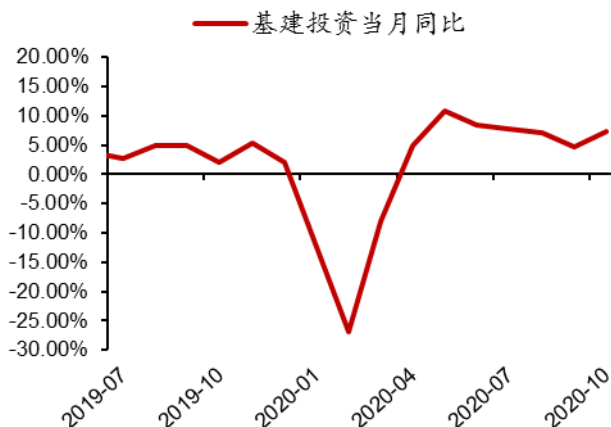
图8：8月后购地速度放缓，但竣工速度加快



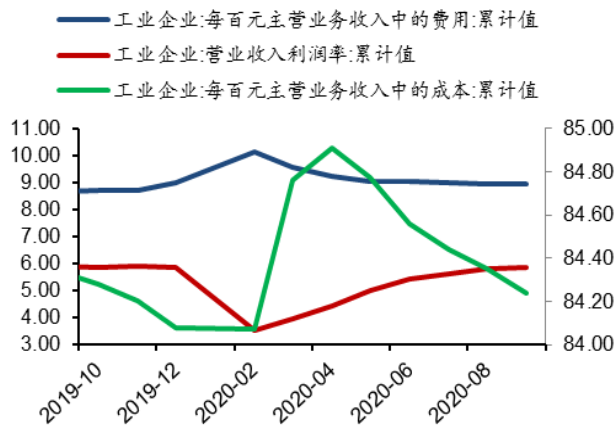
数据来源：Wind，建信期货研发中心

图9：基建投资修复仍慢

图10：疫情后企业利润率上升，成本费用持续下降

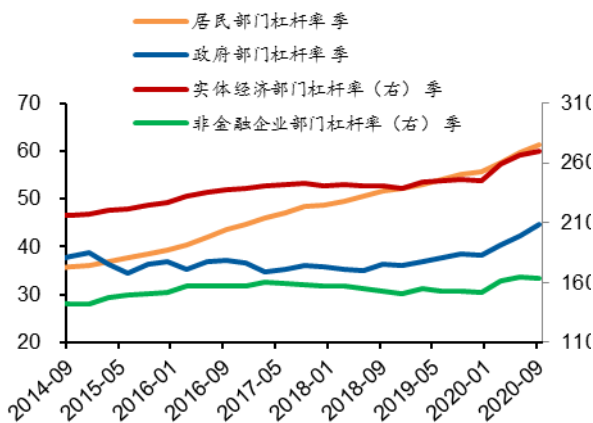


数据来源: Wind, 建信期货研投中心



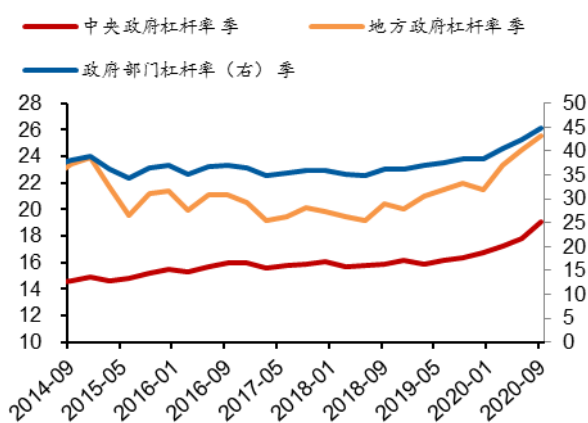
数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图11: 疫情后实体经济各部门杠杆率明显抬升



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图12: 此次地方政府杠杆率抬升幅度较大



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

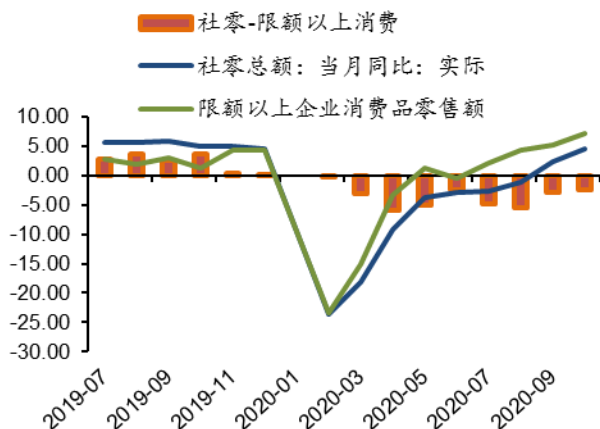
3) 消费: 政策刺激逐渐发力但整体仍受制约

消费有望加速修复, 但收入下行仍是主要风险。今年疫情对消费的冲击主要体现在两方面: 线下服务 (特别是餐饮) 和限额以下消费。线下服务是受疫情影响导致人们外出活动以及用餐意愿较弱, 特别是伴随着疫情的反复, 餐饮收入迟迟难以转为正增, 直至9月才实现了年内增速的首次转正。而在疫情后的早期, 限额以上消费实现了快速的恢复, 但社会消费品零售总额增速仍然较慢, 说明受到限额以下的消费的拖累, 主要是由于疫情对于基数较大的一般收入群体冲击较大, 导致非必需品的消费需求迟迟难以回升。从消费商品来看, 今年汽车的消费表现亮眼, 对冲了其他非必需品消费的下行, 另外受到房市回暖的影响, 地产链条的建材、家具、家电消费也呈现出韧性。

展望明年, 从行业来看, 虽然明年地产新项目扩张的步伐将放缓, 但竣

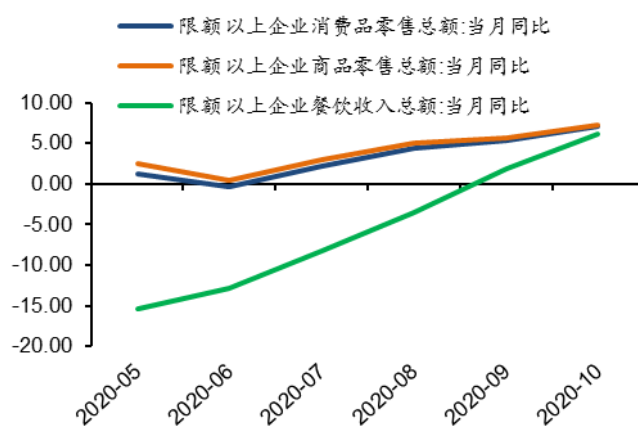
工项目的增加将继续支撑地产链条消费。而作为国内消费重头的汽车消费，其政策刺激力度也还在加大，今年4月财政部等四部委明确将新能源汽车补贴政策延长两年至2022年底，并放缓补贴退坡力度和节奏，11月20日财政部提前下达了2021年新能源汽车补贴资金预算共安排新能源汽车补贴375.85亿元，较2016~2018年新能源汽车推广应用补贴三年总和增长71.65%，商务部在11月27日表示，下一步将稳定扩大汽车消费，鼓励地方调整优化汽车限购措施，鼓励有条件的地方开展新一轮汽车下乡和以旧换新。因此，明年汽车消费有望在需求回升、政策托举的支撑下，延续高增长。整体来看，我们认为明年限额以下消费将受到疫情带来的不确定性下降、国内经济前景向好、收入回升的预期的支撑，与限额以上消费增速间的差距进一步缩小，带来非必需品消费的回暖以及社零整体增速水平的继续回升。但需要注意的是，如果因融资环境的收紧导致信用风险集中释放，造成企业间融资分层影响居民收入，那么限额以下消费可能仍会受到较大的冲击，对社零增速造成拖累。中性预期下，明年上半年社零消费有望实现24.5~25%左右的增速，下半年逐渐回落到同比5%~5.5%左右的增速，全年累计同比大概在12%~13%左右。

图13：社会总零售与限额以上差额开始收窄



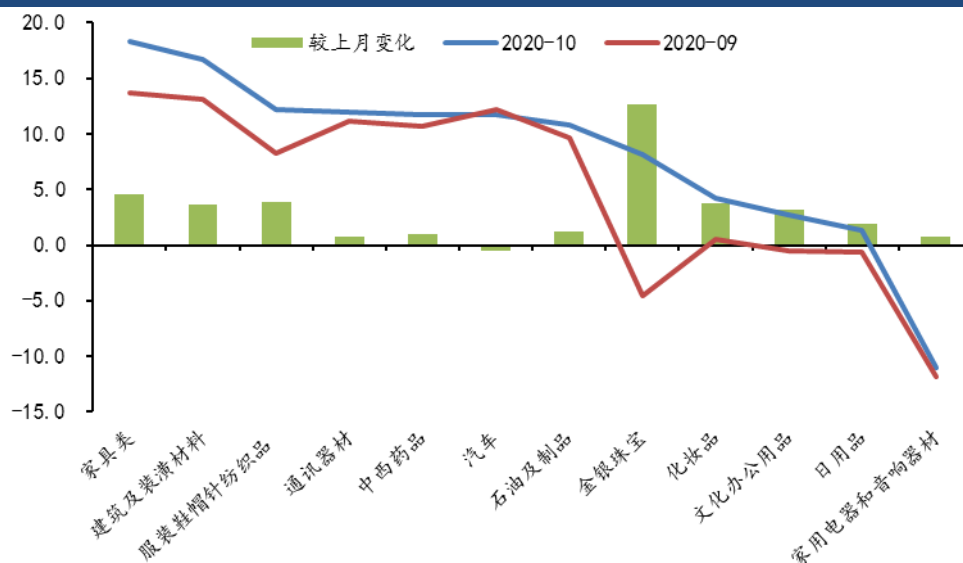
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：餐饮消费在疫情明朗后快速修复



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图15：今年地产链及汽车消费增速居前



数据来源：WIND，建信期货研究中心

（二）货币政策：退出是正常化而非过度收紧

今年货币政策的放松是应对短期的突发事件冲击，经济恢复常态后政策也要恢复常态。今年货币政策呈现出高度的灵活性，在应对疫情冲击时及时响应，而在基本面下行风险明显减小但市场预期出现过度偏离时又迅速进行修正，从为应对新冠疫情冲击于2月3日第一次降息，到4月货币政策保持谨慎并回归中性，这之间仅不到两个月的时间，操作周期较短。此外，央行在这次调控中展现出较为谨慎的风格，尽管在4月基本面并未完全形成持续向好的趋势，但由于市场出现了对资金过度宽松的预期，央行连续约两个月在公开市场上保持静默，引导市场利率向政策利率回归。我们认为，由于此次的经济波动属于短期的黑天鹅事件冲击，而并非经济内生动力减弱带来的周期变化，特别是在疫情发生前，我国基本面保持温和复苏，并不存在长期下行的风险，因此此次央行的调控也是以短期对冲为主，在短期冲击因素消退后就不再加大力度，而是观察政策效果后再对下一步操作进行抉择。目前基本面向好的态势较为确定，货币政策也需要恢复常态。特别是近期决策层频频指出需要开始考虑退出特殊时期的货币政策，先是在11月6日国务院政策吹风会上，人民银行官员指出“特殊时期的政策退出是迟早的、必须的”，在11月13日，前财政部部长楼继伟也指出“货币政策已经到了研究退出的时候”。市场也形成了较为充分的预期，即只要未来不存在基本面失速下行的风险，就不可能再重演疫情期间的宽松力度。

表2：20年货币政策操作一览

一、降准—三档两优框架不断完善				
日期	备注	大型银行：准备金率	中型银行：准备金率	服务县域的银行：准备金率
2020.1.6	全面降准 50 基点	12.5	10.5	6
2020.3.16	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。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。			
2020.4.3	对中小行定向降准 1 个百分点，分别于 4 月 15 日和 5 月 15 日两次实施到位，释放长期资金 4000 亿元	12.5	9.5	5
二、降息				
日期	操作	操作后利率水平	变动幅度（bp）	
2020.2.3.	OMO-14D	2.55	-10	
2020.2.3	OMO-7D	2.4	-10	
2020.2.17	MLF-1Y	3.15	-10	
2020.3.30	OMO-7D	2.2	-20	
2020.4.15	MLF-1Y	2.95	-20	
2020.6.18	OMO-14D	2.35	-20	
三、降低超额存款准备金利率				
2020.4.3	央行 4.3 宣布，自 4.7 起下调金融机构的超额存款准备金利率由 0.72%至 0.35%，为 08 年 11 月以来首次			
四、直达实体的货币政策				
2020.6.1	央行发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》、《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》两个文件，自 6 月 1 日起实施，意在将流动性直接注入实体			

数据来源：WIND，建信期货研究中心

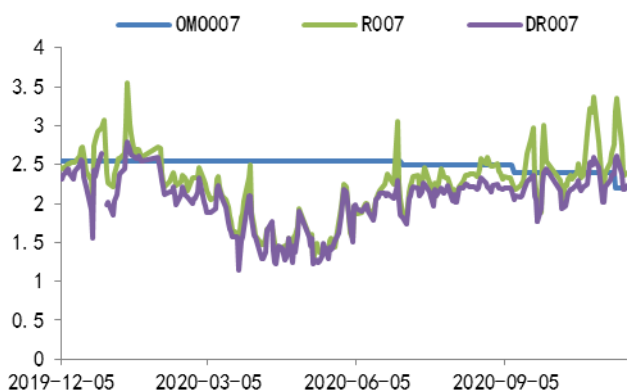
明年货币政策大概延续相机抉择的中性风格，退出是指特殊时期的特殊政策。我们认为明年显著地收紧货币的概率并不大，政策转向需要考虑节奏性，不可能在目前风险犹存的情况下快速切换，因此明年很可能会延续当前的力度并保持中性偏紧的方向，相机抉择的灵活性会进一步加大。考虑目前价格回归基本到位，明年或进一步推进量特殊政策的退出，但央行大概率将继续适时呵护，市场无需对流动性过度担忧。考虑国内、国外基本面向好修复的趋势较为确定，国内的货币政策无需再加大对经济下行的力度，下一阶段的货币政策重点除了继续引导金融体系支持和让利实体经济，引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度外，还需要注意由于今年应对疫情所带来的宏观杠杆快速攀升带来

的风险，防风险、稳杠杆这一类的货币政策调控的重要性也会上升，这也是“要尽早考虑适时退出特殊时期的政策”的目的。

今年所实施的特殊政策主要是两个方面：一是新创设的直达实体货币政策，包括对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息和加大对小微企业信用贷款支持的力度，二是通过降低金融机构资金利率来引导实体融资成本下行，但在实施层面上却引发企业和金融机构将低成本资金投入金融市场进行套利，导致金融体系风险抬升、泡沫膨胀。因此5月以来央行积极引导市场利率回归到政策利率附近，可以明显观察到的是市场利率之锚DR007逐渐由1.5%附近回归到OMO7天操作的2.2%水平附近，且今年结构性存款的压降任务也接近完成，上述第二方面的特殊政策已基本回归正常化，将市场利率引导回归至政策利率附近并保持中性偏紧应该是政策的较为合意水平，资金中枢再进一步明显抬升的可能性并不大。因此，明年特殊政策的退出应主要是延期贷款政策的退出以及信用贷款支持回归市场化，但管理层也指出要注意政策的衔接性和节奏性，预计也会安排过渡政策，特别是这两个直达实体的货币政策会实现基础货币的回笼，预计央行也会考虑进行适当的基础货币投放，且这两个工具并未实现货币的乘数扩张，回笼带来的影响不会过大。

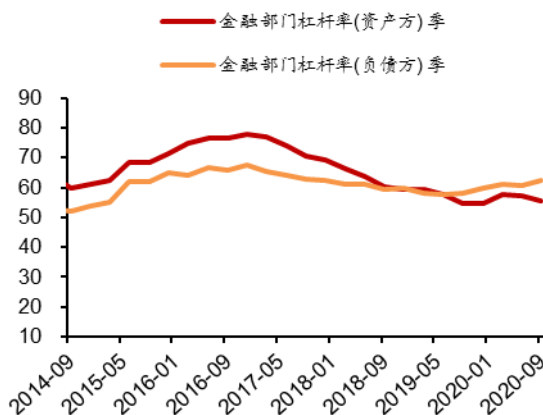
此外，金融体系仍具脆弱性，杠杆水平不算太高，货币政策不存在快速收紧的基础。正如央行在11月26日的三季度货币政策执行报告中指出：“疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力”，说明目前金融体系仍然存在一定的脆弱性，若货币政策快速退出并收紧，可能会引发信用风险的集中爆发。特别是近期多家高等级大型国企纷纷爆雷，对市场信心造成了较大的影响，甚至传导到一级市场使得多家企业发债融资的渠道受阻，未来央行仍然具有继续呵护的必要性。并且目前央行对宏观杠杆的目标是稳定而非大幅压降，央行在三季度货币政策执行报告中指出：上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。我们认为这意味着目的是要缓解疫情期间经济增速下行而宏观杠杆率攀升的矛盾局面，将宏观杠杆率保持在于经济增速相对应的合理水平，未来是稳杠杆而非降杠杆。因此整体来看，明年央行货币政策大概率先延续中性偏紧，并等待时机进行适时抉择，短期无需对流动性的收紧过度担心。

图16：市场利率继续维持在政策利率附近



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图17：金融部门杠杆率较16年水平较低



数据来源：Wind，建信期货研发中心

（三）信用格局：破刚兑压力加大，或加大对利率的偏好

明年整体信用格局可能进一步收紧，或促进市场对流动性好、风险低品种的偏好。今年7月31日，央行发布通知称，考虑到今年以来新冠肺炎疫情对经济金融带来的冲击，金融机构资产管理业务规范转型面临较大压力，为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，资管新规过渡期延长至2021年底。但释放出了坚定的整改决心，表示将对未能如期完成整改的机构采取惩罚措施，因此明年理财机构整改的压力仍然较大。那么当前背景下，我们认为机构在进行资产配置时会更倾向于偏好风险低、流动性较好的品种，利率债的偏好程度会得到进一步抬升。考虑明年特殊时期货币支持政策的进一步退出，企业的信用风险或将会进一步地释放出来，可能表现在打破刚兑、银行坏账上升，导致企业的融资难度进一步加大，从而进一步引发信用风险的释放这一连环过程上，就像今年年底的多家大型国企违约一样。这一预期可能导致机构对利率债这种安全性较高的资产的偏好进一步抬升。

（四）外部环境：全球宽松状态预计延续

外部经济体仍在加码宽松，对国内政策影响有限。美国方面，为应对疫情，今年三月美联储进行了两次紧急降息，将联邦基金目标利率下调150bp至0~0.25%区间，并不断加大资产购买力度，期间由于疫情不断反复造成经济前景的不确定性仍然较大，美联储坚持将继续实施宽松政策直至经济出现明确的向好势头。根据最近公布的11月4日至5日货币政策会议纪要，美联储仍然对当前的经济形势抱有担忧，并在此次会议上对QE进行了讨论，后期存在加大QE力度的可能性。虽然会议之后疫苗研制出现了较大的进展，但疫苗能否实现全面接种以及对病毒成功免疫仍然存在较大的难度和不确定性，美国经济的恢复很大程度上还是需要

财政救助的出台，因此未来美国延续宽松仍是大概率事件。对于其他国家来说这一问题也普遍存在，即疫苗的研制成功并不一定能帮助经济实现快速恢复，目前 IMF 仍在呼吁 G20 经济体加大财政支出应对疫情，欧央行受制于长期的低利率政策，降息空间明显不足，目前欧盟正在呼吁欧洲复苏基金计划的快速出台。整体来看，外部各国仍在加大宽松力度，尚未出现止步并开始加息的可能，而我国经济持续复苏，人民币升值趋势预计延续，对利率的压制也较前期明显减小。此外，我国央行近年来逐渐走出独立行情，意图保持住正常的货币操作空间，与外部国家的货币政策同步性也在不断减弱。

三、21 年债市投资策略

21 年或将延续震荡市，且波动幅度可能进一步收窄，关注下半年信用环境恶化可能带来较大交易空间。综合分析，我们预计明年国内基本面将延续修复，PPI 中枢将明显上移但通胀风险不大，基本面不存在过热复苏从而导致货币政策的快速退出的基础。而外部经济体大概延续宽松，对国内政策不存在较大的压制。且考虑到政策退出需要注意节奏性和对金融系统的冲击，货币政策大概率将延续中性偏紧，而快速收紧的风险不大，央行大概将继续积极呵护，为实体提供适应的流动性，政策的相机抉择的灵活性将会进一步提升，及时引导市场预期回归政策合意水平，这可能会使得利率的变动幅度进一步收窄。从价格水平来看，预期明年十年国债收益率中枢水平先抬升后下行再小幅抬升，波动区间在 3.2~3.6%，对应 T 价格区间在 95.1~98.3 元之间，其中值得布局的时点可能有两个阶段：一是在一季度经济高点落地时，短期利空出尽以及供给压力尚不大时，可能存在阶段性的较大的反弹机会，二是下半年支持政策退出，而信用风险可能进一步爆发，加上资管新规带来的整改压力以及国债入富带来对低风险的利率债的偏好，可能会存在较大的反弹机会。

震荡市善用衍生品降低净值波动和交易成本，提高收益。在利率波动进一步收窄的背景下，可以考虑利用国债期货进行套保来进一步降低产品净值的波动。此外，在进行波段操作时，使用国债期货代替现券仓位灵活性更高、成本更低，特别是当基差水平较高（较低）时，在期货上做多（做空）相比于现券仓位可以进一步获得基差收窄（走阔）的收益。

【建信期货研报中心】

宏观金融研究团队 020-38909340

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告仅提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研报中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室

电话：0531-81752761 邮编：250014

上海宣化路营业部

地址：上海市宣化路 157 号

电话：021-63097530/62522298 邮编：200050

杭州营业部

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室

电话：0571-87777081 邮编：310003

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室

电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼

电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室

电话：029-88455275 邮编：710075

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室

电话：010-83120360 邮编：100031

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室

电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室

电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座

电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com