

国债期货半年报

Treasury bond Futures Semi-annual Report

收益率处下行过程中 国债相对配置价值明显

——2021 年上半年国债期货市场回顾及下半年展望

摘要: 上半年国债期货价格筑底回升,市场乐观情绪逐步体现,国债期

货市场成交与持仓规模连续增长,在机构入市的背景下,国债期货风

险对冲与多头替代需求不断增加。

从基本面角度来讲,年内国内经济预计前高后低逐季下降,边际 增速也将逐步回落,这也是我们看好国债期货走势的重要因素。从近 期公布的数据来看,国内经济在边际增速下行的同时,仍然保持了较 强的韧性,这决定收益率的下行将是较为缓慢的过程。6 月份处于高 位的大宗商品价格出现结构性分化,下半年国际大宗商品价格有望高 位回落,市场通胀压力将随之缓解,物价对债市的负面影响逐步减轻。 从政策和资金面上来看,目前国内货币政策大幅放松和收紧的概率均 较低,政策环境处于稳定期,金融层面"稳货币+紧信用"的政策环 境有利于利率品种,稳定的资金成本和政策预期将促使市场加大利率 债的配置规模。从利率债发行融资来看,上半年利率债发行规模放量 不明显, 地方政府专项债发行节奏较慢, 在专项债发行与管理进一步 趋严的情况下,我们对于下半年政府债券发行压力并不担心。从国内 外相对配置价值来看,随着上半年全球经济逐步复苏,各国债市收益 率陡峭化程度进一步提升,从而对我国国债收益率形成一定的向上压 力,但是国内外利差水平仍然为国内债券提供了较高的安全垫。我国 国债市场的相对配置价值和吸引力仍较为明显。

我们认为,随着经济层面增长放缓迹象逐步显现;大宗商品价格上涨引发的工业品端通胀逐步见顶;央行稳定资金面的意图更加明确,利率债总体仍可保持乐观。市场前期担忧的货币政策空间收窄,财政政策作为主要对冲手段,以及政府债券发行增量等因素对市场的影响较低。我们维持对于年内 10 年期国债收益率水平运行区间2.8%-3.3%,5 年期国债收益率水平运行区间2.6%-3.1%,2 年期国债收益率水平运行区间2.5%-2.8%的判断。交易上,我们建议配置型资金耐心持券或者通过国债期货进行多头替代,交易型资金避免追高,可等待市场调整买入机会,紧跟波段逢低买入。

作者: 金融衍生品组 牛秋乐

执业编号: F0268914 (从业) Z0002616 (投资咨询)

联系方式: 010-68578820 / niugiule@foundersc.com

投资咨询业务资格:京证监许可【2012】75号



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项



目 录

第一部分	国债期现货市场走势总结	1
第二部分	国内经济高点已现 国债长期走势向好	4
第三部分	货币政策"稳字当头" 流动性无需过度担忧	7
第四部分	政府债券发行节奏放缓 融资压力不必过于担忧	.11
第五部分	国内外利差保持高位 内债配置价值仍有优势	.14
第六部分	期货价格技术分析与展望	.17
第七部分	总结全文和操作建议	.21
	H.	



第一部分 国债期现货市场走势总结

一、国债市场长期走势分析

对国债价格或者说利率周期的研究根本上还是对于经济周期的研究,利率周期与经济周期密切相关,经济周期决定了利率周期并领先于利率周期,但利率又通过影响全社会资金成本和回报率的方式反作用于经济周期上。因此整体呈现经济下行-融资成本下降(利率走低)- (政府、企业、居民)加杠杆-经济回升-利率上行-(政府、企业、居民)降杠杆-经济下行的周期循环中。经济周期有不同的表现形式,一轮大的周期又是由几个中型周期和众多小周期叠加而成。比如,一轮康波周期包含 5-6 轮朱格拉周期,每个朱格拉周期则是由 3 轮基钦周期(库存)构成。因此,我们一般观察的短期周期往往表现为 3-4 年左右一个轮回。以债市为例,2008 年以来国内共经历四轮利率周期,每轮周期持续 3-4 年左右的时间,其中包含一轮利率的下行(牛市)与上行(熊市)过程。2008 年以来第四轮利率周期起始于 2018 年初,其中利率下行阶段为2018 年初至 2020 年 4 月份,2020 年 5 月份之后市场进入利率上行阶段,以利率周期或者库存周期 3.5 年(40个月)来测算的话,本轮利率周期在 2021 年年中前后结束,市场将开启新一轮利率周期。当前市场大概率已经处于拐点过程中。总结近十年利率走势我们发现经济周期、杠杆周期与利率周期密切相关。

第一轮利率周期以 2008 年国际金融危机爆发为起点,受国际局势影响,国内 GDP 增速自 2008 年初的两位数增长迅速回落,至 2009 年一季度最低下滑至 6.4%。为避免经济硬着陆,2008 年下半年国内推出 4 万亿财政刺激政策,央行也将存款基准利率水平从 4.14%降至 2.25%,国债市场收益率大幅下行,10 年期国债收益率自 2008 年初的 4.4%最低降至 2.67。大量的资金供给与超低的利率水平刺激政府部门、企业部门和居民部门集体加杠杆,整体社会债务水平大幅上行。为抑制经济过热的势头,2010 年下半年开始国内紧急加息,1 年期定期存款基准利率水平由 2010 年中的 2.5%迅速上调,并在 2011 年中达到 3.5%的水平,10 年期国债到期收益率则由迅速上行至 4%以上,债务成本的大幅走高迫使企业与居民部门降低自身成本,经济过热的局面得到遏制。

第二轮利率周期自 2012 年开始,国际上欧洲五国债务危机愈演愈烈,并拖累欧洲经济大幅下滑。内外需求同步回落,国内投资、消费、进出口大幅下行,GDP 增速自 08 年金融危机以来首次跌破 8%,全年 GDP 增速创出 13 年新低。在此背景下国内政府推出了一系列稳增长措施,保 8 成为当年的重要任务。当年存款准备金率两次下调,基准利率水平也由 3.5%经过两次降息达到 3%。国家推出一系列稳定投资增长的政策组合,加快项目审批,基建投资迅速发力,规模远超 2008 年的 4 万亿投资。各地房地产政策也进行了放松,包括在住房公积金和贷款额度进行放款,提供税费优惠,鼓励首套购房,居民部门和政府部门杠杆水平迅速回升。10 年期国债到期收益率水平从 4%以上在 2012 年年中最低降至 3.3%以下。2013 年下半年开始,国内经济小周期回升,但实体行业产能过剩问题突出,银行不良贷款风险激增,房地产泡沫在部分城市出现破裂,金融体系内资源错配期限错配严重,资金成本迅速提升,企业再次进入被动去杠杆,10 年期国债收益率迅速升至 4.7%以上。

第三轮利率周期从 2014 年开始,企业大规模去产能、降库存,房地产各指标均现负增长,实体经济快速下滑,中国经济进入供给收缩期。2014-2015 年国内央行通过 6 次降息将基准利率水平由 3%降至 1.5%,大型金融机构存款准备金率也由 20%降至 17%,对应的 10 年期国债收益率水平由 3.5%以上在 2016 年初最低降至 2.7%左右。供给侧产能主动去化叠加 2015 年底中央经济工作会议提出的"三去一降一补"供给侧改革政策推进,2016 年供给收缩与国际经济复苏需求提升出现错配,大宗商品价格大幅上行,国内外经济也呈现周期性回升。实体行业投资回升,房地产价格大幅上行,带动利率水平走高。去杠杆政策在金融体系演变成监管的不断加强,2017 年 10 年期国债收益率水平由 3%最高升至 3.9 以上。2017 年下半年我们曾预

请务必阅读最后重要事项 第1页



测,利率已经处于十年来第三轮利率周期的后半部,当利率上行触发各部门主动去杠杆,企业利润大幅收缩,经济再次出现失速风险时,将是利率顶部区间。这些预测在2018年基本得以验证。

第四轮利率周期从 2018 年初开始,全球经济受到政治不确定性加剧、全球贸易局势紧张和地缘政治冲突频繁等因素影响,国际贸易和跨境投资萎缩,全球制造业持续疲弱,经济增长动能不足,全球主要央行开启新一轮量化宽松之路,全球市场收益率水平不断走低。国内经济增速也处于台阶式下滑过程中,外部不确定性较强,内部复苏进程缓慢,市场市场收益率受到宏观经济条件的约束。本轮牛市周期共持续两年零四个月的时间,2020 年 5 月份开始国债市场收益率快速回升,市场正式进入本轮利率周期的上行阶段,基于我们对于 2021 年国内经济的预期,2021 年年中结束 2008 年以来的第四轮利率周期,随后开启新一轮的利率下行周期。因此,2021 年将是新的利率周期的开始,市场收益率将迎来拐点。

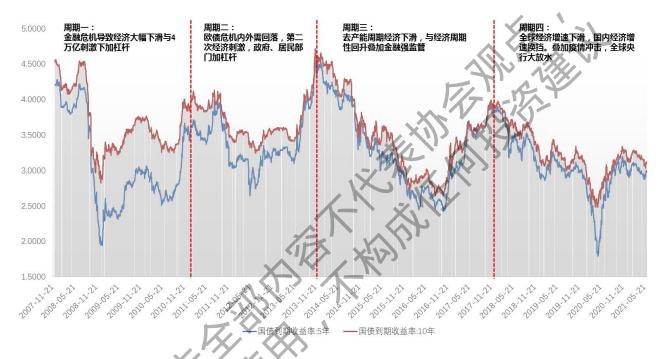


图 1-1: 2021 年利率周期迎来拐点 数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

二、国债期货上半年走势分析

上半年国债期货价格筑底回升,市场乐观情绪逐步体现,国债期货市场成交与持仓规模连续增长,在 机构入市的背景下,国债期货风险对冲与多头替代需求不断增加。站在年中的时点上看下半年国债期现券 行情,我们认为下半年国内经济边际下行趋势将更加明显。目前国际大宗商品价格处于高位,通胀压力大 概率也已经越过高位,而政府债券发行、海外收益率变化等对市场的影响较低。

从基本面角度来讲,年内国内经济预计前高后低逐季下降,边际增速也将逐步回落,这也是我们看好国债期货走势的重要因素。从近期公布的数据来看,国内经济在边际增速下行的同时,仍然保持了较强的韧性,这决定收益率的下行将是较为缓慢的过程。6月份处于高位的大宗商品价格出现结构性分化,下半年国际大宗商品价格有望高位回落,市场通胀压力将随之缓解,物价对债市的负面影响逐步减轻。从政策和资金面上来看,目前国内货币政策大幅放松和收紧的概率均较低,政策环境处于稳定期,金融层面"稳货币+紧信用"的政策环境有利于利率品种,稳定的资金成本和政策预期将促使市场加大利率债的配置规模。从利率债发行融资来看,上半年利率债发行规模放量不明显,地方政府专项债发行节奏较慢,在专项债发

请务必阅读最后重要事项 第2页



行与管理进一步趋严的情况下,我们对于下半年政府债券发行压力并不担心。从国内外相对配置价值来看,随着上半年全球经济逐步复苏,各国债市收益率陡峭化程度进一步提升,从而对我国国债收益率形成一定的向上压力,但是国内外利差水平仍然为国内债券提供了较高的安全垫。我国国债市场的相对配置价值和吸引力仍较为明显。

虽然市场对于经济和政策看法一致性较强,但对于下半年债市则存在较大分歧。市场疑虑在来自于三个方面,一是当前国内货币政策迟迟未变,市场对下半年资金面担忧升温。二是年内政府债券发行滞后,这意味着后期供给压力提升。三是美联储议息会议表态偏鹰,进一步强化货币政策转向预期,美债收益率回升将收窄中美国债利差。但是,从国内来看,以上因素我们在年初均做过较多解读,年内政府债券供给总规模低于去年,且发行较为分散,对市场冲击较低。从中美经济复苏的节奏和货币政策差异上来看,我国在去年下半年已经实现了货币政策的正常化,债市收益率已经率先重回正常区间,而美联储可能于今年下半年才会开启缩表,目前中美 10 年期国债收益率利差仍远高于 100bp 的安全利差水平,在 10 年期美债收益率低于 2%的情况下,美债收益收益率回升对我国国债收益率的影响仅停留在心理层面。

我们对于中长期市场依然乐观,在国内经济增长边际放缓,货币政策保持中性,信用条件逐步收紧的基本面背景下,市场收益率水平仍然趋于下行。从大类资产相对配置价值来看,国债市场仍然是相对配置价值最高的资产类别。我们继续看好中长期国债期现券市场的表现机会。操作上,交易型资金避免追高,可等待市场调整买入机会,配置型资金可继续利用国债期货进行多头替代以及久期管理。



图 1-2: 长周期下国内收益率水平趋于下行数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第 3 页



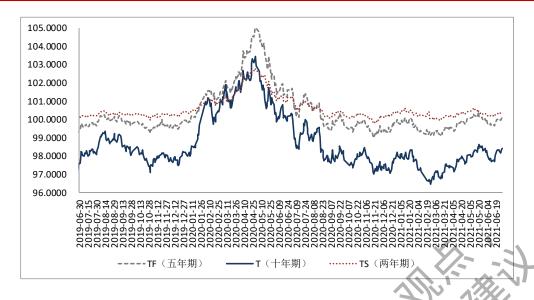


图 1-3: 国债期货价格筑底回升

数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理



图 1-4: 股债市场跷跷板效应减弱

数据来源: wind 资讯、方正中期研究院整理

第二部分 国内经济高点已现 国债长期走势向好

从基本面角度来讲,年内国内经济预计前高后低逐季下降,边际增速也将逐步回落,这也是我们看好国债期货走势的重要因素。从经济与政策的核心逻辑来看,我们维持对于国内经济增速前高后低,边际下行的基本判断,其中一季度为国内经济增长高点,三、四季度基本回归常态增长水平。债券市场表现明显领先于国内经济,其中收益率水平在去年四季度已经完成本轮上行过程进入筑顶阶段,今年以来债市对经济的高增长保持了较强的钝化特征,对利多数据反应则非常积极,这说明经过去年的估值调整后,收益率水平已经充分体现经济预期。国内经济越过高点后市场对于收益率下行预期提升,叠加金融统计数据的快速回落,利率债配置价值明显,在经济逐步向常态回归的过程中,我们依然看好中长期国债期现券市场表

请务必阅读最后重要事项 第4页



现。

从数据来看,制造业先行指数显示国内经济增速仍处于边际下行过程中,其中,6 月官方制造业 PMI 为 50.9,预期 50.4,前值 51;6 月官方综合 PMI 产出指数为 52.9,前值 54.2;6 月官方非制造业 PMI 为 53.5,前值 55.2,数据整体低于前值,尤其是非制造业扩张力度有所减弱。6 月财新中国制造业 PMI 降至 51.3,低于 5 月 0.7 个百分点,为三个月以来的低点,走势与官方 PMI 数据一致,经济边际增速下滑对债市形成利多。主要实体经济表现也指向增长速度放缓的判断,工业、投资、消费增速逐步下滑且均低于市场预期,外贸增长在外需支撑下仍保持高位。数据上,5 月份,规模以上工业增加值同比实际增长 8.8%,预期 9.2%,前值增长 9.8%;1-5 月份全国固定资产投资同比增长 15.4%,预期增长 17%,前值 19.9%;5 月社会消费品零售总额同比增长 12.4%,预期增 12.8%,前值增 17.7%。中国 5 月出口(以美元计)同比增 27.9%,预期增 31.9%,前值增 32.3%;进口增 51.1%,预期增 50.9%,前值增 43.1%;贸易顺差 455.3 亿美元,同比减少 26.5%。目前外贸增长保持高位,国内外需求保持旺盛。从近期公布的数据来看,国内经济在边际增速下行的同时,仍然保持了较强的韧性,这决定收益率的下行将是较为缓慢的过程。

物价方面对市场的影响主要集中于 PPI 端,PPI 同比涨幅继续扩大,PPI-CPI 剪刀差进一步拉大。引起大宗商品价格大涨的因素主要来自于两个方面,一是随着主要经济体疫苗接种进度提升,经济恢复性增长导致需求提升,而全球大宗商品供给仍然受限,市场出现阶段性供需错配。二是美、欧等主要央行货币宽松导致的溢出效应,美元指数持续走低,从流动性与定价层面加速了大宗商品上涨的速度和幅度。由于全球经济逐步复苏,市场需求回升,叠加主要发达经济体宽松货币政策的溢出效应,导致我国输入性通胀压力提升。中国 5 月 CPI 同比上涨 1.3%,预期涨 1.6%,前值涨 0.9%。中国 5 月 PPI 同比上涨 9%,预期涨 8.3%,前值涨 6.8%。CPI 与 PPI 同比增长均高于前值,其中 PPI 同比增速创 13 年新高,预计该水平也是年内高点。大宗商品上涨所导致的工业品通胀压力依然严峻,5 月 PPI 同比涨幅度达到 9%,同比增速创 13 年新高并显著高于市场预期,这限制了收益率进一步下行的空间。我们认为导致大宗商品价格上涨的因素已经得到充分体现,而国内货币政策已经实现正常化,经济增速已经进入边际下行通道,6 月份处于高位的大宗商品价格出现结构性分化,下半年国际大宗商品价格有望高位回落,市场通胀压力将随之缓解,物价对债市的负面影响逐步减轻。

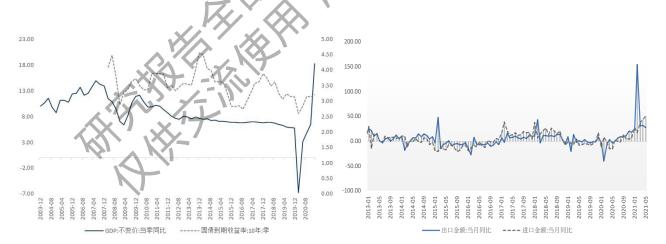


图 2-1: 国内经济高点已过 数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

图 2-2: 进出口增速保持高位 数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第 5 页





图 2-3: 投资增速回落

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 2-5: 工业增加值增速回落

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

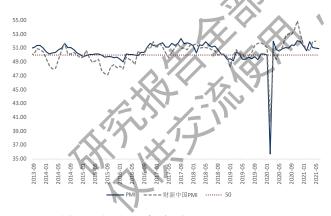


图 2-7: 制造业扩张速度放缓

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 2-4: 消费增速回落

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

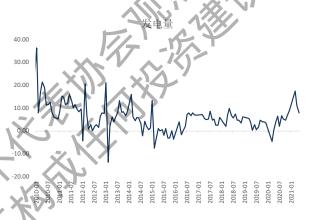


图 2-6: 发电量数据

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

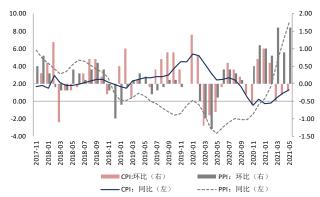


图 2-8: PPI 端仍存上行压力

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第6页





图 2-7: 物价与国债收益率

图 2-8: 猪肉价格拉低 CPI

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

第三部分 货币政策"稳字当头" 流动性无需过度担忧

市场流动性决定了短期资金成本,同时也时长期投资加杠杆的基础,因此货币市场资金利率与长端债市收益率存在明显的相关性。目前国内货币政策处于近些年较为少见的稳定期,货币市场资金利率与政策利率的偏离度极低,稳定的资金成本和流动性预期为实体经济和金融投资提供了较好的货币政策环境。

金融层面,随着 M2 与社融增速快速下滑,国内已经进入紧信用阶段,"稳货币+紧信用"将是年内的政策导向。实体流动性偏紧,银行间流动性偏松的政策环境对于利率品种形成利好,债券市场配置行为将向高信用等级转移,利率品种配置价值仍然较为明显。央行金融统计数据显示,中国 5 月 M2 同比增长 8.3%,预期 8.1%,前值 8.1%;新增人民币贷款 1.5 万亿元,预期 14287.5 亿元,前值 14700 亿元;中国 5 月社会融资规模增量为 1.92 万亿元,预期 21128.6 亿元,前值 18500 亿元。新增人民币贷款与新增社融增长均低于市场预期,国内仍处于信用收缩周期。

政策上,海外政策收紧预期,尤其是美联储 Taper 对国内的影响较小。由于国内外财政货币政策存在两个季度左右的错位,而我国作为率先实现货币政策正常化的经济体,当前政策已经进入稳定期,政策上大幅收紧或者放宽的可能性均较低。央行召开二季度货币政策例会强调,要加强国际宏观经济政策协调,防范外部冲击,搞好跨周期政策设计。要维护经济大局总体平稳,增强经济发展韧性;优化存款利率监管,调整存款利率自律上限确定方式,继续释放贷款市场报价利率改革潜力,推动实际贷款利率进一步降低。灵活精准实施货币政策,推动经济在恢复中达到更高水平均衡。6月份,央行主管媒体中国金融新闻网指出,在货币政策"稳字当头"的政策取向下,央行保持流动性合理充裕不是一句空话。市场主体无需对流动性产生不必要的担忧,更不宜以没有根据的猜测去预测流动性"收紧"和"波动"以及央行政策取向,误导市场预期,人为制造波动。值得注意的是,市场利率定价自律机制工作会议将银行存款利率报价方式由过去的"基准利率×倍数"调整为"基准利率+基点",此举将引导存款利率水平下降,尤其是中长期存款利率水平。存款利率报价方式改革后,可以实现变相降息的效果。央行此前也对部分商业银行窗口指导,要求2021年度新发放银行贷款加权平均利率不得超过2020年度第四季度平均水平+12BP,上述因素从名义与实际收益率层面对国债期货形成利好。值得注意的是7月初国务院常务会议决定加大金融对实体经济支持,推出支持碳减排的措施。会议还提出,适时运用降准等货币政策工具,进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持,促进综合融资成本稳中有降。7月9日盘后央行网站发布消息,为支持实体经济发展,

请务必阅读最后重要事项 第7页



促进综合融资成本稳中有降,中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。国常会提出降准后央行政策迅速跟进,国内货币政策依然走在全球主要经济体前方,但货币政策中性条件并不会因一次降准而发生趋势转变。

从上半年央行操作来看,央行公开市场自 3 月初以来连续四个月保持每日 100 亿元 7 天期逆回购操作,仅在 6 月末为满足年中资金需求,短暂打破近期 100 亿元例行模式,开展 300 亿元 7 天期逆回购操作,在度过年中时点后迅速回归百亿规模,说明货币政策依然保持较强的克制。截止 6 月份,贷款市场报价利率 (LPR)连续 14 个月保持不变,上半年货币市场资金利率紧密围绕政策利率运行。

总体来看,目前国内货币政策大幅放松和收紧的概率均较低,政策环境处于稳定期,金融层面"稳货币+紧信用"的政策环境有利于利率品种。稳定的资金成本和政策预期将促使市场加大利率债的配置规模。



图 3-1: 长债收益率与资金成本相关性

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

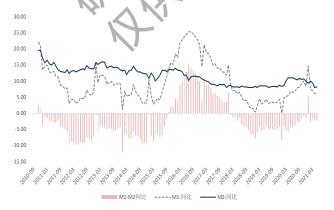


图 3-2: 货币政策逐步回收

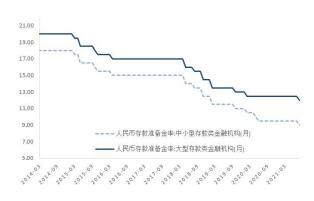


图 3-3: 存款准备金率"意外"下调

请务必阅读最后重要事项 第8页



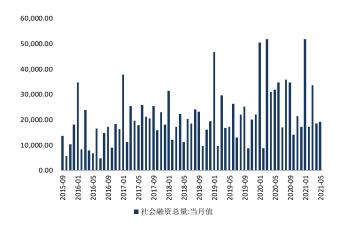


图 3-4: 社会融资规模低于预期

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

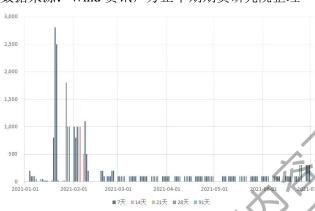


图 3-6: 公开市场滚动低量操作

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

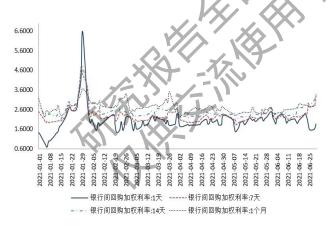


图 3-8: 银行间回购加权利率波动不大

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 3-5: 货币市场资金面保持稳定

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

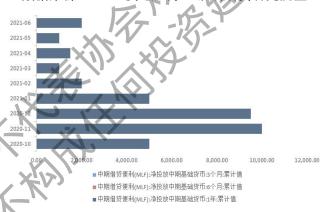


图 3-7: MLF 投放规模降至低位

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 3-9: SHIBOR 利率保持稳定

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第9页





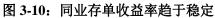




图 3-11: 结构性存款压降压力减轻

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

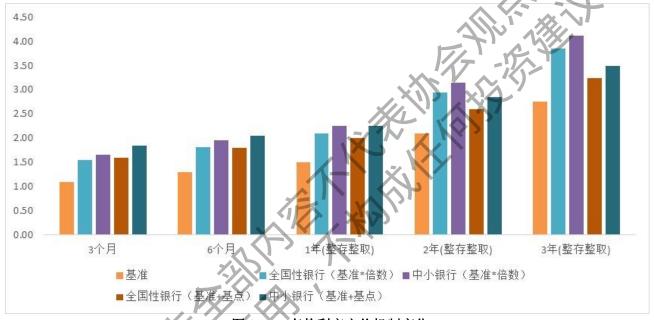


图 3-12: 存款利率定价机制变化

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

表 3-1: 存款利率定价机制变化前后对比

(1/1) /-	. ///		1年(整存整	2年(整存整	3年(整存整
(X) X!7	3 个月	6 个月	取)	取)	取)
基准	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75
全国性银行(基准*倍数)	1.54	1.82	2. 1	2.94	3.85
中小银行(基准*倍数)	1.65	1.95	2. 25	3. 15	4. 125
全国性银行(基准+基点)	1.6	1.8	2.0	2.6	3.3
中小银行(基准+基点)	1.85	2.05	2. 25	2.85	3.50

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

表 3-2: 央行二季度货币政策例会

请务必阅读最后重要事项 第10页



	2021Q2	2021Q1
总体概况	会议分析了国内外经济金融形势。会议认为,今年以来我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作, <u>有力实施宏观政策,国民经济总体延续稳定恢复态</u> 垫。	会议分析了国内外经济金融形势。会议认为,今年以来坚持统筹疫情防控和 经济社会发展, <mark>经济运行持续恢复。</mark>
货币政策	稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性 <u>科学管理市场预期,大力服务实体经济,有效防控金融风险。</u> 贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币政策传导效率增强,贷款利率稳中有降,人民币汇率 <u>预期平稳</u> ,双向浮动弹性增强,发挥了宏观经济稳定器功能。	稳健的货币政策保持 <u>连续性、稳定性、可持续性、预期管理科学有效,保持对经济恢复的必要支持力度</u> ,金融风险有效防控,金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币传导效率增强,贷款利率 <u>稳中有降</u> ,人民币汇率总体稳定,双向浮动弹性增强,发挥了宏观经济稳定器功能。
国内外经济	会议指出,当前我国经济运行 <u>為中加固、為中向好</u> ,但国内外环境依然复杂严峻。要加强国内外经济形势的研判分析,加强国际宏观经济政策协调, <mark>应范外部冲击</mark> ,集中精力办好自己的事,搞好跨周期政策设计,支持经济高质量发展。	会议指出,国内经济发展动力不断增强,积极因素明显增多,但经济恢复进程仍不平衡,境外疫情和世界经济 <u>趋于好转但</u> 形势依然复杂严峻,要加强国内外经济形势的研判分析,加强国际宏观经济政策协调,集中精力办好自己的事,搞好跨周期政策设计,支持经济高质量发展。
政策方向	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定,维护经济大局总体平稳,增强经济发展韧性。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用,落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作,综合施策支持区域协调发展,加大力度支持普惠金融,引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用,延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划,加大再贷款再贴现支持普惠金融为度。引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。
改革方向	深化金融供给侧结构性改革,引导大银行服务重心下沉,推动中小银行聚焦 主责主业,增强金融市场的活力和韧性,健全具有高度适应性、竞争力、普 惠性的现代金融体系。	深化金融供给侧结构性改革,引导大银行服务重心下沉,推动中小银行聚焦 主责主业、增强金融市场的活力和韧性,健全具有高度适应性、竞争力、普 惠性的现代金融体系。
改革措施	健全市场化利率形成和传导机制,完善央行政策利率体系,优化存款利率监管, <mark>调整存款利率自律上限确定方式,继续释放贷款市场报价利率改革潜力,推动实际贷款利率进一步降低。深化汇率市场化改革,增强人民市汇率弹性,引导企业和金融机构坚持"风险中性"理念,加强预期管理,促进内外平衡,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。构建金融有效支持实体经济的体制机制,完善金融支持创新体系,引导金融机构增加制造业中长期贷款,努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应,研究设立碳减排支持工具,以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善等绿色金融体系。</mark>	健全市场化利率形成和传导机制。完善央行政策利率体系。继续释放改革促进降低贷款利率的潜力。成化存款利率监管,推动实际贷款利率进一步降低。深化汇率市场化改革、遵强人民币汇率弹性。引导企业和金融机构坚持"风险中性"理念。加强预期管理,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。构建金融有效支持实体经济的体制机制,完善金融支持创新体系,围绕创新链和产业链打造资金链,形成金融、科技和产业良性循环和三角互动,引导金融机构增加制造业中长期贷款,努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应,支持区域协调发展。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
开放方向	推进金融高水平双向开放,提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	推进金融高水平双向开放,提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。 力。
指导思想与工 作基调	会议强调,要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,认真贯彻落实党的十九届五中全会、中央经济工作会议和《政府工作报告》精神,按照党中央、国务院的决策部署,坚持稳中求进工作总基调,稳字当头,立足新发展阶段,贯彻新发展理念,构建新发展格局,以推动高质量发展为主题,以深化供给侧结构性改革为主线,坚持扩大内需战略,巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果,扎实做好"六稳"工作,全面落实"六保"任务,	会议强调,要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,认真贯彻落实党的十九届五中全会、中央经济工作会议和《政府工作报告》精神,按照党中央、国务院的决策部署,坚持稳中求进工作总基调,稳字当头,立足新发展阶段,贯彻新发展理念,构建新发展格局,以推动高质量发展为主题,以深化供给侧结构性改革为主线,坚持扩大内需战略,巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果,扎实做好"六稳"工作,全面落实"六保"任务,
财政政策与货 币政策	灵活精准实施货币政策,处理好恢复经济与防范风险的关系,保持经济运行在合理区间,推动经济在恢复中达到更高水平均衡,以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。	灵活精准实施货币政策,处理好恢复经济与防范风险的关系,努力保持经济运行在合理区间,以高质量发展为"十四五"开好局,以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

第四部分 政府债券发行节奏放缓 融资压力不必过于担忧

债券发行方面,利率债发行规模放量不明显,主要是地方政府专项债发行节奏较慢,由于国内经济已经回复正常,稳增长压力下降,年内专项债提前批额度下放偏晚。另外,去年专项债大规模发行,资金闲置问题突出,年内专项债项目审核严格,这也限制了专项债的发行和使用。预计年内政府债券发行将相对分散,将根据资金需求均衡发债节奏,对市场的冲击也将明显下降。6月初经国务院批准并报全国人大常委会备案,财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中,一般债务限额8000亿元,专项债务限额34676亿元,下达规模额度低于预算规模。这意味着债券发行节奏后移,专项债项目审批严格,防止资金闲置是年内政府债券发行节奏放缓的主要因素。为加强地方政府专项债券项目资金绩效管理,提高

请务必阅读最后重要事项 第11页



专项债券资金使用效益,有效防范政府债务风险,财政部 6 月 28 日印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》要求对新增专项债券和再融资专项债券等实行项目资金绩效管理,提高资金使用效益,防范政府债务风险。办法提出,按照评价与结果应用主体相统一的原则,财政部在分配新增地方政府专项债务限额时,将财政部绩效评价结果及各地监管局抽查结果等作为分配调整因素。在专项债发行与管理进一步趋严的情况下,我们对于政府债券发行压力并不担心。

截止 6月 30 日,上半年债券市场共发行各类债券 29.6 万亿元,总偿还量 22.8 万亿元,净融资规模 6.7 万亿元,净融资规模低于 2020 年上半年的 8.5 万亿元。其中,利率债(国债、地方政府债、政策性银行债)总发行量 9.2 万亿元,总偿还量 5.8 万亿元,净融资规模 2.4 万亿元,利率债净融资规模较 2020 年上半年的 5.1 万亿元大幅下降,利率债融资规模大幅下降主要来自于地方政府债券以及国债的发行放缓。具体来看,上半年国债发行 2.8 万亿元,净融资额 5448 亿元,较 2020 年上半年净融资额 1.1 万亿元下降超 5000 亿元;上半年地方政府债券发行 3.3 万亿元,净融资额 1.9 万亿元,较 2020 年上半年净融资额 2.9 万亿元下降近 1 万亿元。截至 6 月末,债券市场存量余额超过 120 万亿元。其中,国债存量余额为 21 万亿元,地方政府债券存量余额为 27 万亿元,政策性银行债券存量余额为 19 万亿元。

从二级市场来看,现券市场收益率处于高位回落过程中,截至 2021 年 6 月 30 日,10 年期国债收益率报 3.08%,5 年期国债收益率报 2.95%,2 年期国债收益率报 2.65%,较年初水平分别下降 10bp、6bp、7bp。国债市场收益率跟随经济表现总体呈现震荡回落表现,目前 10 年期国债收益率已经跌破 3.1%重要关口,3%将是下方重要观察点,向下突破需要经济层面、政策层面以及通胀方面进一步的信号的配合。我们预计,收益率下行仍是长期趋势,但下行过程较为缓慢。我们维持对于年内 10 年期国债收益率水平运行区间 2.8%-3.3%,5 年期国债收益率水平运行区间 2.6%-3.1%,2 年期国债收益率水平运行区间 2.5%-2.8%的判断,建议继续以配置思路拉长周期逢低买入。



图 4-1: 建行-万得银行间债券发行指数

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第12页





图 4-2: 债券市场发行与融资情况



2,000 2,000

国债发行与到期

图 4-3: 利率债发行与融资

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

图 4-5: 地方政府债发行与融资

图 4-4: 国债发行与融资

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 4-6: 政策性银行债发行与融资

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第13页



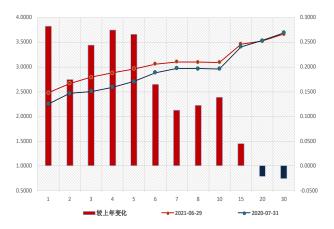


图 4-7: 国债收益率期限结构

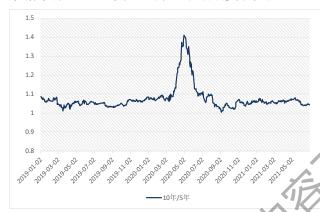


图 4-9: 收益率曲线形态变化不大

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

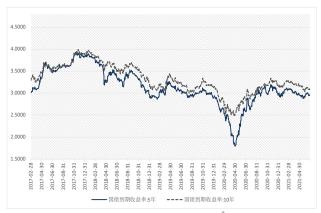


图 4-8: 国债收益率高位回落

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

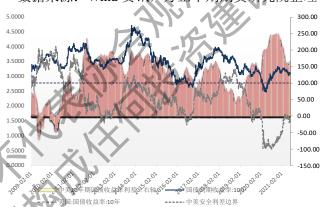


图 4-10: 中美国债收益率利差逐步回归

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

第五部分 国内外利差保持高位 内债配置价值仍有优势

上半年,随着疫苗接种速度不断加速,疫情对经济的影响逐步减弱,全球经济进入渐进式复苏期,各经济体复苏进程与本国疫情防控效果密切相关,海外主要央行货币政策也走向分化。俄罗斯、巴西、土耳其等国基于经济复苏和通胀风险考量,已经率先开启加息周期。美国和欧洲央行在上半年继续维持宽松政策。目前美联储官员分歧严重,越来越多的官员转向鹰派,释放调整货币政策的信号和呼声。美联储隔夜逆回购操作需求量在6月份连创历史新高,说明货币政策转向的迫切性。国际货币基金组织(IMF)表示,鉴于未来几年美国通胀率将持续高于2%的目标,美联储可能需要从2022年底或2023年年初开始加息。预计美国经济2021年增长7%,美联储2022年上半年开始缩减购债。我们预计,三季度美联储将会释放缩减购置规模的信号,并于逐步开启缩减购债规模,美联储将于2022年底或者2023年初开始加息。欧洲方面,由于疫情反复和经济复苏缓慢,欧洲央行年内调整货币政策的可能性则较小。上半年由于美联储货币政策继续保持宽松,美国市场流动性泛滥,美元大幅贬值,5月末美元指数一度跌破90关口。美元连续大幅贬值推升人民币估值,5月末人民币创下近3年新高,在岸人民币、离岸人民币对美元汇率双双升破6.4关口,最低升至6.36。下半年美联储货币政策调整预期强化,美元指数料迎来反弹行情,我们预计美元指数有望涨至94.7-95的区间,这将显著缓解人民币升值压力。

请务必阅读最后重要事项 第 14 页



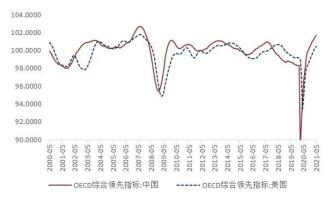
随着上半年全球经济逐步复苏,各国债市收益率陡峭化程度进一步提升,短端收益率在宽松政策下仍将继续保持低位,长端利率在经济预期向好下逐步上行,海外国债收益率回升,其配置吸引力有所增加,从而对我国国债收益率形成一定的向上压力。但是国内外利差水平仍然为国内债券提供了较高的安全垫。中美 10 年期国债收益率利差在 2020 年 11 月底曾达到 240BP 以上的历史高位,截止 2021 年 6 月末,10 年期美债收益率处于 1.45%附近,我国 10 年期国债收益率在 3.08%左右,中美 10 年期国债利差水平仍有 160BP以上的差距,显著高于 100BP的安全范围,我国国债市场的相对配置价值和吸引力仍较为明显。

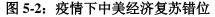
中央结算公司统计数据显示,截至 2021 年 6 月末,境外机构托管债券面额近 3.3 万亿元,较 5 月增加 365.73 亿元,为自 2018 年 12 月份以来连续第 31 个月增持中国债券。今年国内债券市场国际化进程明显加快,3 月底富时罗素表示,从今年 10 月 29 日开始,富时世界政府债券指数 (WGBI) 将正式纳入中国国债,并将在未来 36 个月内完成,完成后占指数权重 5.25%,这将为中国债市带来超过 1300 亿美元的被动资金流入,同时也意味着中国债券已经被纳入全球三大主流债券指数。之前纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数之后所带来的被动配置进入尾声,10 月份之后富时世界政府债券指数将带来新一轮的被动配置。我们认为,国内债券的相对配置价值仍然较高,海外资金仍将继续增大对我国债券的配置力度。



请务必阅读最后重要事项 第15页







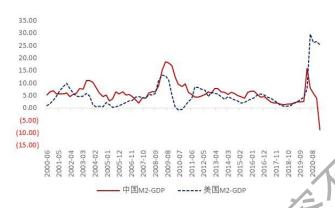


图 5-4: 中美货币政策仍存较大差距

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理



图 5-6: 国债收益率与美元指数

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

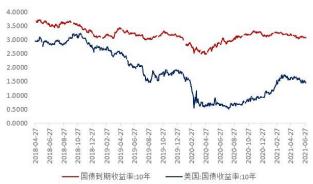


图 5-3: 中美国债收益率利差回归

数据来源: Wind 资讯, 方正中期期货研究院整理

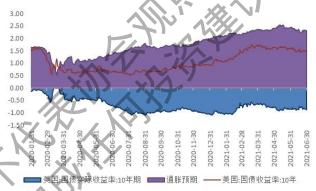


图 5-5: 通胀预期与实际收益率推升名义收益率

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理



图 5-7: 国债收益率与避险情绪

数据来源: Wind 资讯,方正中期期货研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第16页



	<mark>○ 方正中期期货</mark> 债市主要参考指标跟踪(2021年7月9日)									
经济基本面		GDP (季)	制造业PMI (月)	CPI (月)	固定资产投资累积同 比 (月)	工业增加值同比 (月)	消费同比(月)	外贸 (出口) 同比 (月)	外贸 (进口) 同比 (月)	城镇调查失业率 (月)
江が至今回	本期	18.3	50.9	1.1	15.4	8.80	12.4	27.9	51.1	5
	上一期	6.5	51	1.3	19.9	9.80	17.7	32.3	43.1	5.1
货币政策		M2 (月)	社融 (月)	公开市场净投放(亿 元/周)	MLF净投放(月)	MLF操作利率(月)	存准率: 大型 (%) (不定期)	存准率: 中小型 (%) (不定期)	1年期LPR报价利率 (月)	金融机构超储率 (季)
東川以東	本期	8.6	36700	-600	0	2.95	9	12	3.85	1.5
	上一期	8.3	19205	250	0	2.95	9.5	12.5	3.85	2.2
		7天期逆回购(不定 期)	IBO007	GC007	SHIBOR: 隔夜 (日)	SHIBOR: 一周 (日)	DR001	DR007	6个月期同业存单YTM (AAA)	1年期同业存单YTM (AAA)
资金面	ᄪ	2.2	2.3771	2.26	2.206	2.22	2.1692	2.2142	2.5832	2.8355
	T-1日	2.2	2.5907	2.05	1.791	2.114	1.8056	2.0866	2.5954	2.8678
	T-30日	2.2	2.5497	2.435	2.117	2.262	2.1176	2.2564	2.6098	2.8788
		6个月国债(日)	1年国债(日)	2年国债(日)	5年国债(日)	7年国债(日)	10年国债 (日)	15年国债 (日)	20年国债 (日)	30年国债 (日)
/=	TE	2.0651	2.3401	2.5865	2.8866	3.0075	3.0052	3.354	3.421	3.5781
债市收益率	T-1日	2.1299	2.3539	2.588	2.87	2.9952	2.9975	3.3656	3.4312	3.5773
	T-30日	2.0887	2.3319	2.6084	2.902	3.0357	3.086	3.4312	3.5523	3.5863
	T-180日	2.6754	2.6962	2.9114	3.1652	3.2873	3.2308	3.663	3.787	3.905
		中国10年债(日)	美国10年债(日)	德国10年债 (日)	意大利10年债(日)	法国10年债(日)	英国10年债(日)	日本10年债(日)	印度10年债(日)	巴西10年债(日)
全球债市 (10年期)	TE	3.0052	1.37	-0.38	0.765	0.053	0.6843	0.028	6.186	9.32
(104-10)	T-1日	2.9975	1.3	-0.32	0.761	0.041	0.7205	0.033	6.124	9.31
	T-30日	3.086	1.58	-0.21	0.915	0.176	0.8772	0.079	6.003	9.4
		上证指数 (日)	深证成指 (日)	标普500指数 (日)	富时100 (日)	徳国DAX指数 (日)	日经225 (日)	韩国综合指数 (日)	MSCI新兴市场(日)	恒生指数 (日)
全球股市	TB	3524	14844	4370	7122	15688	27940	3218	74119	27345
	T-1日	3526	14883	4321	7031	15421	28118	3253	74042	27153
	T-30日	3609 在岸人民币 (日)	14897 离岸人民币 (日)	4196 美元指数 (日)	7020 欧元/美元 (日)	15520 英镑/美元 (日)	29149 美元/日元 (日)	3189 美元/瑞郎 (日)	75481 美元/印度卢比 (日)	29166 美元/巴西雷亚尔
全球汇市	TB	6.4791	6.47875	92.1012	1.1878	1.3908	110.115	0.9140	74.51	(日) 5.0431
	T-1B	6.4811	6.49245	92.1012	1.1878	1.3908	110.115	0.9140	74.56	5.0339
	T-30日	6.3758	6.35975	89.8467	1,2226	1.4213	109.595	0.8989	73.03	5.2831
		COMEX黄金(日)	COMEX白银 (日)	WTI原油 (日)	布伦特原油 (日)	LME铜 (日)	LME铝 (日)	SHFE螺纹钢 (日)	铁矿石 (日)	CBOT大豆 (日)
商品/贵金属	TE	1800.2	25.98	74.56	75.55	9328	2450.5	5428	1163	1322
	T-1日	1802.1	26.25	72.94	74.12	9445	2487.5	5393	1187.5	1331
	T-30⊟	1898	27.99	66.32	69.63	9958	2413.5	4817	1046.5	1512.75
		50ETF期权波动率指 数(日)	沪深300ETF 期权波动 率(沪)(日)	沪深301ETF 期权波 动率(深)(日)	标普500波动率指数 (VIX) (日)	德国DAX波动率指数 (日)	富时100波动率指数 (日)	日经225波动率指数 (日)	香港恒生波动率指数 (日)	孟买Sensex30波动率 指数(日)
避险情绪	日	21.31	23.84	23.75	16.18	15.44	14.04	18.92	16.96	7.40
	T-1日	21.50	23.53	23.81	19.00	14.32	13.38	18.86	16.59	7.39
	T-30日	25.67	28.81	29.39	17.36	14.84	13,46	23.29	17.69	15.73
注:债市主要参考指标跟踪数据表由方正中期期货研究院国债期货研究组设计,如有任何疑问请联系方正中期期货研究院国债期货研究组。										

图 5-8: 债市主要参考指标跟踪

第六部分 期货价格技术分析与展望

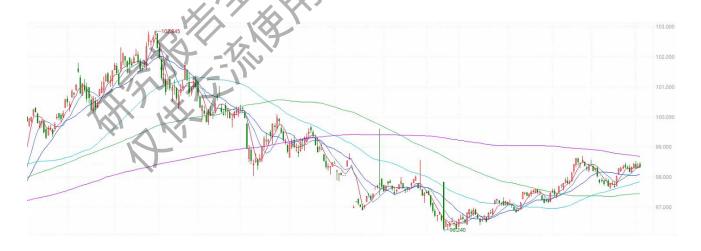


图 6-1: 10 年期国债期货走势

数据来源: Wind、方正中期研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第17页





图 6-2: 5年期国债期货走势

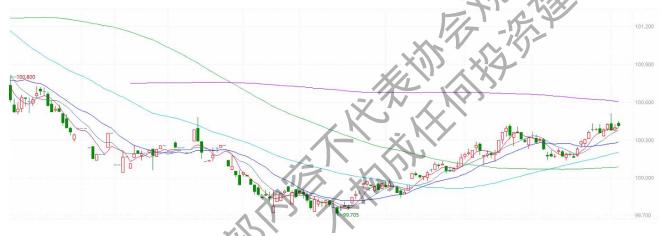


图 6-3: 2 年期国债期货走势

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

上半年国债期货价格筑底回升,市场乐观情绪逐步体现,国债期货市场成交与持仓规模连续增长,在机构入市的背景下,国债期货风险对冲与多头替代需求不断增加。目前国债期货技术指标多头排列,市场趋势仍然向上,上半年前高附近具有一定的技术性压力,在国内经济保持高位,市场通胀压力仍然较高的情况下,市场可能仍需震荡蓄势。从持仓上来看,国债期货三品种持仓规模连续增长,市场主动做多迹象明显。从主力持仓来看、2年期品种与5年期品种当季合约前十大持仓呈净多状态,10年期品种保持净空状态。随着市场价格上涨,5年期与10年期净多持仓均出现下降,这说明在上方压力附近多头止盈与空头套保需求增加。我们认为,随着经济层面增长放缓迹象逐步显现;大宗商品价格上涨引发的工业品端通胀逐步见项;央行稳定资金面的意图更加明确,利率债总体仍可保持乐观。市场前期担忧的货币政策空间收窄,财政政策作为主要对冲手段,以及政府债券发行增量等因素对市场的影响较低。交易上,我们建议耐心持券或者通过国债期货进行多头替代,交易型资金则需要紧跟波段逢低买入。

表 6-1: 国债期货成交持仓变化 (截止 6 月 30 日)

国债期货合约		周变化	月变化	持仓量	 周变化	 月变化
TS2109	6938	906	-1215	31346	-196	3672
TF2109	14434	516	-1019	69598	4260	15062
T2109	57659	7224	1213	155065	7981	31116

请务必阅读最后重要事项 第 18 页



表 6-2: 国债期货主力成交持仓变化 (截止 6 月 30 日)

国债期货合约	持买单量(前10)	持卖单量(前10)		周变化	月变化
TS2109	22732	21371	1361	-450	1178
TF2109	46552	44666	1207	-1500	-1394
T2109	86386	94049	-7663	-3563	-3413

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

在套利交易机会上,方向性策略:建议耐心持券或者通过国债期货进行多头替代,交易型资金则需要 紧跟波段逢低买入。IRR 策略:随着国债期货市场成熟和专业机构参与力度提升,市场正套机会不多,IRR 水平大概率跟随期货价格波动,总体水平处于低位。基差策略:现券市场收益率仍有回落空间,债券持有 收益趋于下降,这是基差水平趋于下行的主要因素。**跨期策略:**7月中旬以后市场流动性提升,建议跨期机 会关注做空 2109-2112 合约价差。 跨品种与曲线策略: 做陡曲线策略已经实现不错的收益, 后期曲线陡峭化 程度进一步提升空间有限,我们建议做陡策略可以考虑止盈,同时逐步参与做平曲线策略。净基差及套保 成本: 持券机构对冲需求可选择净基差低位进行套保操作。多头替代策略则建议在净基差水平走高时进行 多头替代,锁定较高收益水平以及基差收益。



图 6-4: 主力合约 CTD 券 IRR 变化 女据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

TF2109CTD券基差 T2109CTD券基差 TS2109CTD 1.0000 0.9000 0.8000 0.7000



图 6-5: 主力合约 CTD 券基差变化 数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第19页



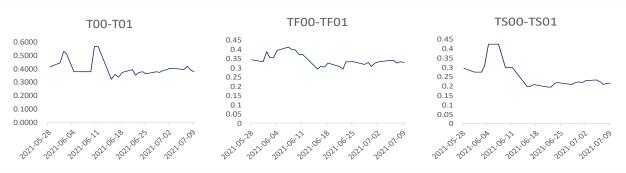


图 6-6: 跨期价差变化

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理



图 6-7: 曲线策略表现

万F圭力()								
	1个月	3个月	6个月	1年	3年			
涨跌幅	0.08%	0.55%	0.32%	-1.51%	1.70%			
波动率(年化)	1.50%	1.50%	1.67%	2.40%	8.15%			
振幅	0.56%	1.11%	1.43%	3.07%	2.47%			
	1,17	/_XXX> TE	カ					
	1个月	3个月	6个月	1年	3年			
涨跌幅	0.00%	0.97%	0.46%	-1.82%	2.56%			
波动率(年化)	2.56%	2.35%	2.55%	3.27%	10.02%			
振幅	0.88%	1.62%	2.33%	3.98%	3.60%			
	\X_/_	TS <u>:</u>	主力					
, A	1个月	3个月	6个月	1年				
涨跌幅	0.10%	0.22%	0.03%	-0.78%				
波动率(年化)	0.65%	0.76%	1.01%	1.12%				
振幅	0.29%	0.55%	0.84%	1.50%				

图 6-8: 国债期货交易统计(截至 6 月 30 日)

数据来源: Wind 资讯、方正中期研究院整理

请务必阅读最后重要事项 第 20 页



第七部分 总结全文和操作建议

上半年国债期货价格筑底回升,市场乐观情绪逐步体现,国债期货市场成交与持仓规模连续增长,在 机构入市的背景下,国债期货风险对冲与多头替代需求不断增加。从基本面角度来讲,年内国内经济预计 前高后低逐季下降,边际增速也将逐步回落,这也是我们看好国债期货走势的重要因素。国内经济越过高 点后市场对于收益率下行预期提升,叠加金融统计数据的快速回落,利率债配置价值明显,在经济逐步向 常态回归的过程中,我们依然看好中长期国债期现券市场表现。由于全球经济逐步复苏,市场需求回升, 叠加主要发达经济体宽松货币政策的溢出效应,导致我国输入性通胀压力提升。目前导致大宗商品价格上 涨的因素已经得到充分体现,而国内货币政策已经实现正常化,经济增速已经进入边际下行通道,6月份处 于高位的大宗商品价格出现结构性分化,下半年国际大宗商品价格有望高位回落,市场通胀压力将随之缓 解,物价对债市的负面影响逐步减轻。目前国内货币政策处于近些年较为少见的稳定期,货币市场资金利 率与政策利率的偏离度极低,稳定的资金成本和流动性预期为实体经济和金融投资提供了较好的货币政策 环境。目前国内货币政策大幅放松和收紧的概率均较低,金融层面"稳货币+紧信用"的政策环境有利于利 率品种,稳定的资金成本和政策预期将促使市场加大利率债的配置规模。债券发行方面,利率债发行规模 放量不明显,主要是地方政府专项债发行节奏较慢,由于国内经济已经回复正常,稳增长压力下降,年内 专项债提前批额度下放偏晚。另外,去年专项债大规模发行,资金闲置问题突出,年内专项债项目审核严 格,这也限制了专项债的发行和使用。预计年内政府债券发行将相对分散,将根据资金需求均衡发债节奏, 对市场的冲击也将明显下降。从二级市场来看,现券市场收益率处于高位回落过程中,截至2021年6月30 日,10年期国债收益率报3.08%,5年期国债收益率报2.95%,2年期国债收益率报2.65%,较年初水平分 别下降 10bp、6bp、7bp。我们预计,收益率下行仍是长期趋势,但下行过程较为缓慢。我们维持对于年内 10年期国债收益率水平运行区间 2.8%-3.3%, 5年期国债收益率水平运行区间 2.6%-3.1%, 2年期国债收益 率水平运行区间 2.5%-2.8% 的判断。从国内外相对配置价值来看,以中美 10 年期国债收益率利差为例,截 止 2021 年 6 月末, 10 年期美债收益率处于 1.45% 附近, 我国 10 年期国债收益率在 3.08% 左右, 中美 10 年 期国债利差水平仍有 160BP 以上的差距,显著高于 100BP 的安全范围,我国国债市场的相对配置价值和吸 引力仍较为明显。

展望后市,我们对于中长期市场依然乐观,在国内经济增长边际放缓,货币政策保持中性,信用条件逐步收紧的基本面背景下,市场收益率水平仍然趋于下行。从大类资产相对配置价值来看,国债市场仍然是相对配置价值最高的资产类别。我们继续看好中长期国债期现券市场的表现机会。操作上,交易型资金避免追高,可等待市场调整买入机会,配置型资金可继续利用国债期货进行多头替代以及久期管理。

请务必阅读最后重要事项 第 21 页



联系我们:

分支机构	地址	联系电话			
总部业务平台					
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312			
2/ BZIP	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010 03001312			
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117			
	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010 03001117			
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587			
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109			
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295			
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228			
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292			
	分支机构信息				
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987			
北京石景山分公 司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401			
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205			
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886			
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B座 1902、1903室	0312-3012016			
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185			
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576			
上海分公司	上海市浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179			
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201			
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756			
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906			
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C座 2304、2305、2306	0731-84118337			
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068			
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B座 35层 07-09室	020-38783861			
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B座 12层 8-9号	010-62681567			
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950			
天津滨海新区营 业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672			
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710			
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688			
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088			
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677			
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836			

请务必阅读最后重要事项 第 22 页



上海南洋泾路营 业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营 业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093
上海南泉北路营 业部	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营 业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、 1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营 业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
	风险管理子公司	
上海际丰投资管 理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。

请务必阅读最后重要事项 第 23 页