

复苏进程明朗化 债牛行情难重演

内容提要:

- ◆ 2020 年注定是不平凡的一年，黑天鹅事件来袭，国内外经济、政治受此扰动出现剧烈波动。国债期货年内经历了一轮大幅波动，根据国债期现货市场走势，可以大致划分为三个阶段。
- ◆ 2020 年史上最大“黑天鹅”事件来袭，新冠疫情蔓延全球，这场大流行病超出了所有人的预期，全球经济瞬间跌入谷底。受益于有效的防控措施，我国经济从二季度开始企稳回升。今年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。
- ◆ 展望明年的经济运行的形态，明年的主要变化，在于疫苗研发的进展和广泛接种，但疫苗的不确定性只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向还是明确的。
- ◆ 今年以来 CPI 同比大幅回落主要受猪肉价格高基数影响，6-7 月受到季节性因素和汛情影响出现阶段反弹。在今年在疫情爆发初期的影响下，全球经济活动停滞，原油价格大幅下跌，此后随经济活动的渐进恢复，原油价格开始反弹。
- ◆ 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。
- ◆ 一季度疫情爆发，央行加大宽松力度来对冲疫情影响，二季度由于国内疫情受控，各项经济数据快速回升，货币政策出现显著的边际收紧，货币政策进入观察期。下半年以来，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。在全球主要央行政策工具消耗殆尽的情况下，我国央行尤其珍视尚存的货币政策空间。
- ◆ 为应对疫情冲击，今年宏观政策力度加大，地方政府债券作为积极财政政策重要的工具，出现了较大幅度的增长。今年有 1 万亿元抗疫特别国债发行，资金主要用于基建项目的用途较为一致。

宏观经济/国债

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

近期报告回顾

三连降落地后国债期货追涨乏力（月报）

经济数据再现季初回落期债方向尚不明确（周报）

第一部分 2020 年国债行情回顾

2020 年注定是不平凡的一年，黑天鹅事件来袭，国内外经济、政治受此扰动出现剧烈波动。国债期货年内经历了一轮大幅波动，根据国债期现货市场走势，可以大致划分为三个阶段。

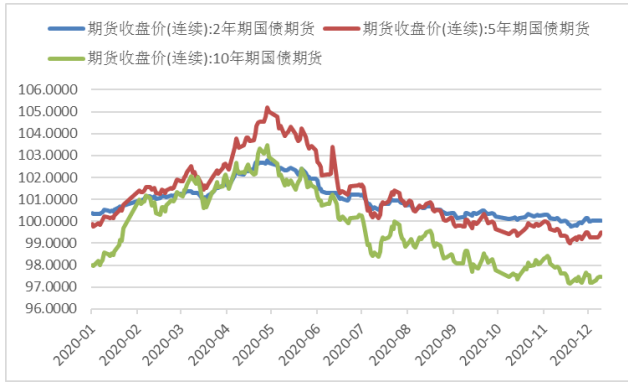
第一个阶段为 2020 年 1 月至 4 月，前期主要受“中美贸易战”、“非洲猪瘟”及经济基本面影响国债市场收益率大幅走低，国债期现券价格冲高。而后临近春节，新冠疫情在国内爆发，催生避险情绪，国债期货不断突破前期高点。春节过后的首个交易日国债期货大幅收涨，股市大跌，随后避险情绪略有消化，股市有所回暖，债市略有回调。但随着随着新冠肺炎疫情在全球蔓延，避险情绪愈演愈烈，全球股市、商品等风险资产大跌，海外央行纷纷采用宽松政策，我国央行降息落空，货币政策定力十足，从“审慎”转向“积极”，全球市场收益率同步下行。国债 10 年期收益率持续走低，国债期现券价格大幅走高。4 月 29 日国债期货开始高位回落，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。

第二阶段时间在 5-9 月份，国内疫情缓解，国内经济进入补偿性修复阶段，市场收益率低位回升，国债期货价格连续走低。5、6 月利率债供给大幅度放量，6 月经济数据好转超预期，股市大涨，避险情绪减弱。同时 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。七月受央行公开市场恢复常态化，资金投放稳定资金情绪，以及中美关系趋于紧张推动避险情绪回升等影响，国债期货完成“V”形反转。8 月之后中美关系虽仍然紧张，但并无进一步摩擦的趋势，国内市场投资者风险偏好程度增加，市场情绪整体乐观。10 年期国债收益率冲性向上突破 3%，最高逼近 3.3%。国债期货于 9 月份重回年初水平，基本抹去了年内因疫情对经济的冲击和政策宽松所带来的涨幅。

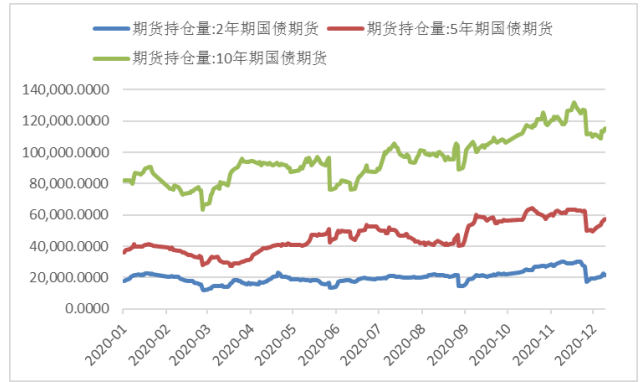
第三阶段 10 月份至今，在国债期货市场经历了一轮“倒 V 型”走势后，疫情以及积极的货币政策已经基本结束，市场进入年内的第三个阶段。经济数据的反应钝化，美国大选结果久久悬而未决。此外，继不久前华晨集团违约后超短期融资券“永煤 SCP”违约，引发信用债市场中垃圾债出现集体下跌，引发市场对可能再次出现大规模违约潮的担忧，市场出现一定程度波动。随着利空因素的逐步弱化，市场进入年末的修复性反弹阶段。

图 1. 国债期货全年呈“倒 V”走势

图 2. 国债期货持仓量有所上行



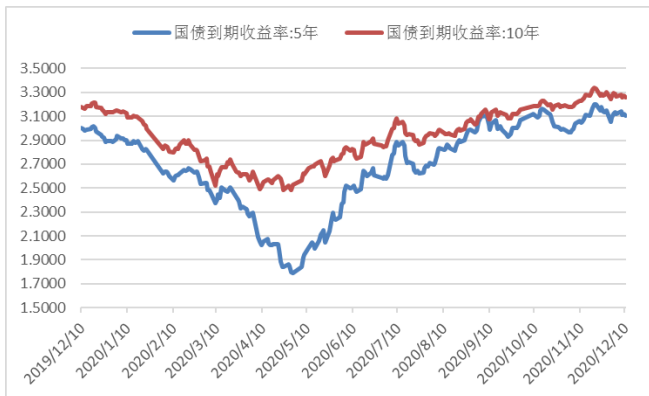
资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

国债收益率方面，主要期限较去年同期略有上行，截至12月10日，5年期国债收益率为3.1028%，较去年同期变动10.30BP，较去年底变动21.42BP；10年期国债收益率为3.2601%，较去年同期变动7.97BP，较去年底变动12.47BP。国开债收益率方面，主要期限较去年同期窄幅波动，略有下行，截至12月10日，5年期国开债收益率为3.3801%，较去年同期变动-10.25BP，较去年底变动-5.93BP；10年期国开债收益率为3.6896%，较去年同期变动11.54BP，较去年底变动12.20BP。

图3. 国债现券走出V型走势



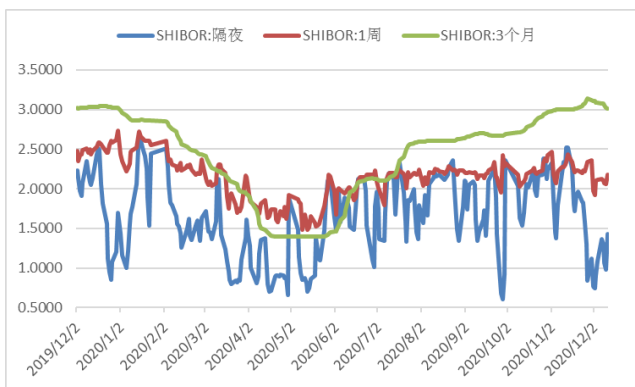
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 国开债先下后上



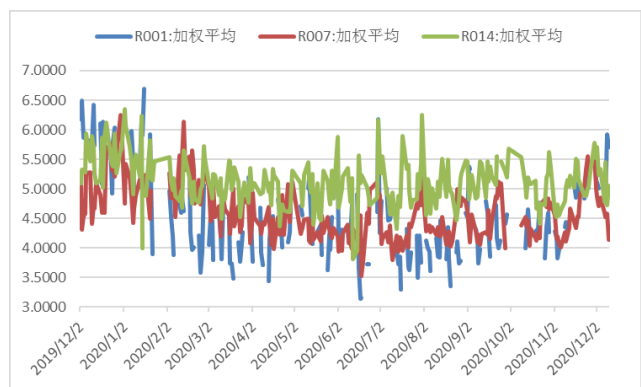
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图5. 资金面整体维持平稳态势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图6. 银行间质押式回购利率先下后上



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，Shibor 隔夜、7天和3个月利率，截至12月10日分别报0.9790%、2.0630%和3.0240%；去年末，分别报1.6940%、2.7370%和3.0200%；去年同期，分别报2.1980%、2.4500%和3.0280%。银行间质押式回购利率方面，R001、R007和R014，截至12月10日，分别报5.7010%、4.1450%和5.0450%；去年末，分别报6.3870%、6.0820%和5.6710%；去年同期，分别报5.7790%、4.4170%和5.8970%。

第二部分 2021 宏观经济及政策分析

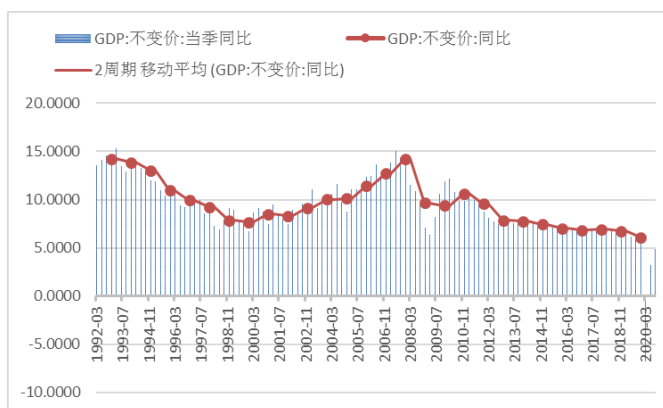
一、“黑天鹅”事件来袭 2021 复苏方向明确

2020年史上最大“黑天鹅”事件来袭，新冠疫情蔓延全球，这场大流行病超出了所有人的预期，全球经济瞬间跌入谷底。受益于有效的防控措施，我国经济从二季度开始企稳回升。今年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。疫情的防控差异，使得中国经济的生产迅速恢复，出口增长强劲，叠加进口替代，产出增长超出疫前水平。最新公布的数据来看，11月当月政策敏感型需求基建、房地产投资稳中有降，但经济内生动能出口、消费、制造业投资均出现明显回升，表明经济增长动能正由政策驱动向内生动能转换。整体上看，经济已进入反弹后的平稳运行阶段，缓回升趋势仍存。

为应对疫情对经济社会的负面冲击，中央在“六稳”基础上提出“六保”政策，财政货币转向“双宽松”，金融机构勇敢地承担了为实体经济减负的主体责任。进入下半年，防控得当使得中国经济复苏前置于其他主要发达经济体，出口增长屡创新高。新形势下，11月召开的五中全会制定了“十四五”规划蓝图，提出构建“国内国际双循环”的新发展格局。

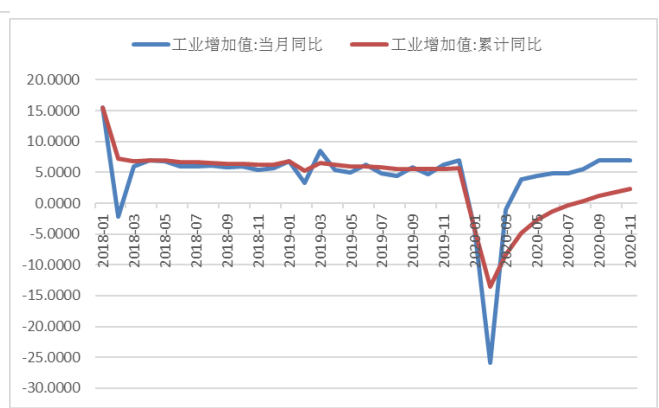
展望明年的经济运行的形态，明年的主要变化，在于疫苗研发的进展和广泛接种，但疫苗的不确定性只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向还是明确的。随着疫苗的推出，下半年全球将进入到一个共同复苏的轨道。贸易方面，中国供应链的“替代效应”将会逐渐消退，出口增长逐渐回落。中美关系方面，中美战略竞争定位不会改变，但拜登上台能够为中美打开一定的合作空间。汇率方面，美元并不会进入长周期熊市，人民币还有一定的升值空间，对出口增长造成负面影响。

图 7. 经济增速探底回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 工业增加值有所改善



资料来源：WIND 新纪元期货研究

(一) 三大产业 V 形走势，工业生产继续改善

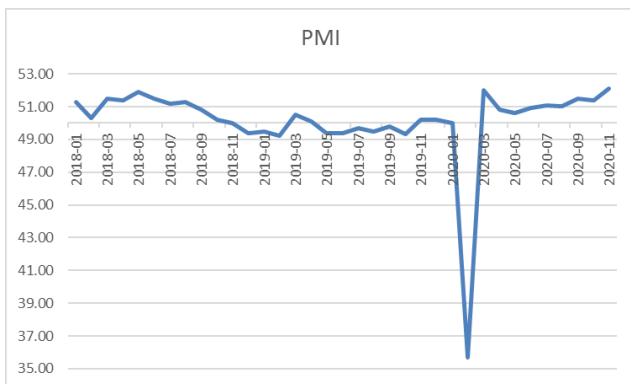
从生产端看，今年受疫情影响，三大产业运行节奏总体均成 V 字形走势，Q1 停产停工下二产受影响最大，Q2 推动复产复工下二产改善幅度也最大，Q3 疫情基本妥善控制，三产改善最为明显。

11 月份规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月加快 0.1 个百分点，连续四个月高于去年同期值。其中，受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，中游装备制造业增加值同比增长 11.4%，快于全部工业 4.4 个百分点，是工业生产保持强劲的最主要支撑；此外，外企增加值增速升至 8.3% 的高位，也进一步验证了出口对工业生产的带动作用明显。但政策退潮下，本月上游原材料制造业生产有所放缓；消费修复偏弱，对下游消费品制造业生产的拉动作用亦有待加强。结构上，高技术制造业生产维持较快增长，1-11 月增速高于同期制造业 3.5 个百分点，新旧动能转换仍在加快。从当前情况来看，国内疫情的局部反弹和低温对于工业生产的拖累程度十分有限。预计 12 月工业继续处于高位增长的可能性较大。

(二) 投资加码与调结构并举

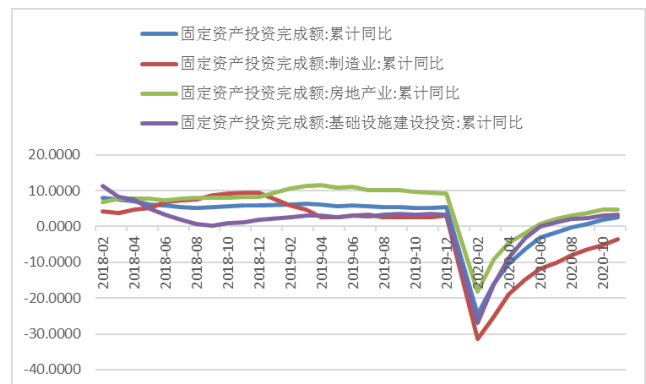
整体固定资产投资增长符合预期。1-11 月固定资产投资累计同比 2.6%，较 1-10 月上升 0.8 个百分点。分投资主体看，1-11 月民间固定资产投资累计同比 0.2%，较 1-10 月上升 0.9 个百分点，增速年内首度转正；国有控股企业固定资产投资累计同比 5.6%，较 1-10 月上升 0.7 个百分点。投资仍处于不断修复过程中。

图 9. PMI 连续回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 投资增速恢复



资料来源：WIND 新纪元期货研究

房地产投资增速今年以来非常坚挺，与出口成为拉动经济的主要动力，主要源于相对宽松的货币金融环境以及“三道红线”压力下房地产企业加快销售、施工和投资以回笼资金自救行为。未来随着货币政策回归正常化，房地产销售和下行有较大压力，但支撑力量是库存较低。近年来房地产投资增速异常坚挺，2016-2019 年增速分别为 6.9%、7%、9.5% 和 9.9%，今年 1-11 月增速为 6.8%。但库存一直在去化。截至 10 月底，房地产待售库存为 4.94 亿平米，相当于 2013 年末 2014 年初的水平。1-11 月，房地产开发投资同比增长 6.8%，增速比 1-10 月提高 0.5 个百分点；当月增速为 10.9%，下降 1.8 个百分点，下行拐点已至。展望 2021 年地产投资增速

不会因融资政策收紧而明显失速，尤其上半年增速预计较高，全年增速或可实现 5%左右，节奏是上半年增速先走高，下半年转向回落。

今年基建投资起到了托底作用，基建投资作为稳定经济增长的重要财政政策手段，受益于“稳增长”的需要，呈现出逆周期的特征。今年国债、特别国债以及地方政府债合计净融资 8.5 万亿元，较去年多出 3.6 万亿元，市场对全年尤其是下半年基建投资增速预期较高，但 Q3 基建投资增速逐月回落，原因多重，包括一般公共预算加大对六保的支出而减少对基建的支出、棚改债与补充中小银行资本金分流、符合条件的优质项目不足，其中优质项目储备不足或是核心影响因素。1-11 月基建(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 1.0%;增速比 1-10 月提高 0.3 个百分点。1-11 月基建(含水电燃气)投资累计增速为 3.3%，1-10 月上升 0.3 个百分点。11 月基建当月增速同比为 5.9%，较上月下降 1.4 个百分点。2021 年专项债新增额度大概率少于今年，特别国债预计取消发行，优质项目亦难有明显增长，经济恢复常态对基建稳增长的主观需求下降，因此 2021 年基建投资增速难有明显改善，但明年是十四五规划的开局之年，规划建议稿提出要保持投资合理增长，加快补齐基础设施、市政工程等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，加快建设交通强国，因此宽口径基建投资亦难出现负增长的情况，预计可维持低个位数 2-3% 的增长，节奏上一季度高速增长，二三季度震荡为主。

制造业投资受产能利用率、盈利预期、融资成本综合影响，2020Q1 受疫情影响，制造业企业产能利用率、盈利大幅下滑，投资增速亦大幅下行，Q2 以来随需求逐步恢复，企业盈利自 5 月实现单月同比转正，产能利用率逐步提升，货币政策聚焦精准导向，引导资金更多的流向实体经济，深化贷款市场报价利率改革，引导贷款利率和企业融资成本下行，制造业投资降幅明显收窄，并于 8 月实现单月增速转正。1-11 月，制造业投资累计增速为-3.5%，虽然还是负增长，但降幅大幅收窄了 1.8 个百分点，改善态势明显。从当月投资增速看，改善尤其明显。11 月制造业投资当月同比高达 12.2%，比上月大幅加快了 8.7 个百分点。民间投资表现也很不错，1-11 月累计增速为 0.2%，疫情后首次转正；11 月当月增速为 8.3%，比上月加快 2.9 个百分点。制造业投资和民间投资双双加快向好，显示近几个月以来，在疫情防控有力、订单回流中国、需求持续回暖等因素综合作用下，企业家投资意愿明显增强。展望 2021 年，内需仍有恢复空间，PPI、产能利用率仍有上行条件，企业融资成本仍将低位运行，企业盈利向好，疫苗落地提振企业家信心，BCI 企业投资前瞻指数自 5 月起整体走升，侧面印证未来 6 个月企业投资扩张的信心较高。综合来看 2021 年制造业投资稳健增长的确性较强，预计全年同比增长 8-10%，节奏上在基数效应下前高后低，逐季回落。

(三) 消费出现明显改善

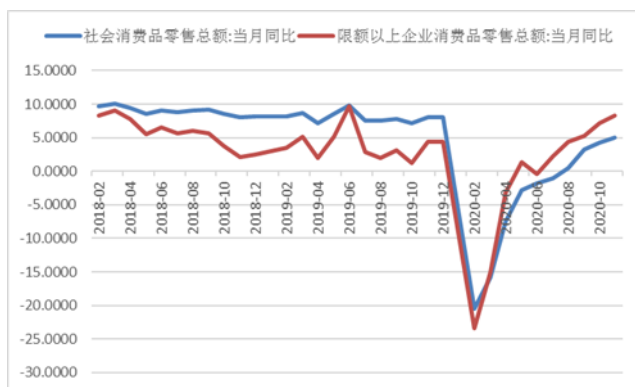
2021 年居民消费支出、社会消费零售总额将出现明显改善。居民消费支出增速一般情况下主要受制于收入增速，今年受疫情影响，居民收入增速在 Q1 大幅下降，Q2 以来逐步回升，居民消费支出波动趋势相同，但支出增速下滑幅度远大于收入，说明存在非收入因素影响了支出，实际上主要是居民对疫情的主观担忧及政府疫情管控政策对部分消费场景的客观限制，导致居民存在“有钱没处花”的情况，如消费下滑较多的主要是接触

性较高的消费领域。二、三季度随疫情明显控制及管控政策放松，经济向好带来就业和收入改善，居民收支增速均开始回暖，但支出增速恢复斜率高于收入增速，支出与收入增速差值开始收窄，这一趋势预计依然延续。

11月当月，社会消费品零售总额为3.95万亿元，同比增长5.0%，增速提升0.7pct。餐饮收入当月同比录得-0.6%，继10月转正后再度落入负增长区间，较前月下降1.4pct。限额以上企业消费品零售总额当月同比录得8.3%，涨幅扩大1.2pct，继续领先整体社零。除汽车以外的消费品零售额当月同比录得0%，较上月回落3.6pct，表明汽车消费是11月居民消费的主要支撑力量，其他领域消费动能依然较弱。分品类来看，7个品类增速出现提升，7个品类增速出现下降，石油及制品类持平；其中非必选消费表现继续强劲，化妆品、金银珠宝、通讯器材类当月同比增速分别提升了14.0、8.1、35.5pct，主要是受到了“双十一”电商促销的带动。从历史经验来看，“双十一”对前后两个月（10、12月）的消费需求存在“虹吸效应”，因此这部分品类的需求或在12月出现放缓。

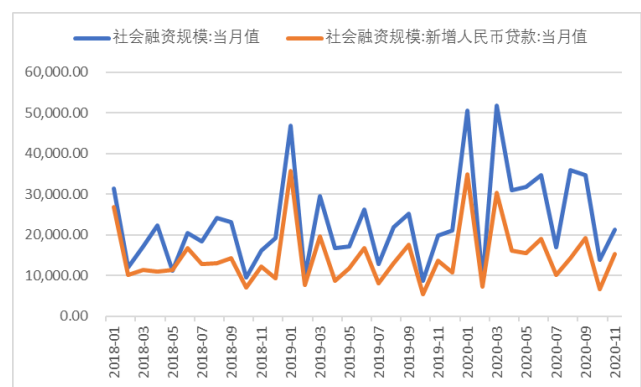
十四五规划建议稿中提出全面促进消费，因此明年的政策亦将在支持消费增长方面更加友好，再考虑到今年低基数影响，因此2021年居民消费支出、社会消费品零售总额增速可能回升至15%左右，成为拉动经济增长的主要动力，节奏上前高后低，逐步回落。

图 11. 消费恢复尚需时日



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 12. 信贷数据表现亮眼



资料来源: WIND 新纪元期货研究

(四) 外贸数据持续改善

今年新冠疫情全球肆虐，国内积极有序推动企业复工复产，生产端率先恢复。海外主要经济体通过财政政策大力度支持居民消费，而生产端恢复情况欠佳。使得我国有效弥补了全球因疫情冲击造成的供给缺口，防疫物资、宅经济商品（笔记本电脑、平板电脑、家电等）先后有力拉动了出口的增长，下半年在海外疫情度过高峰后推动复产复工，传统需求逐渐恢复下，我国其他传统产品出口也开始改善，成为拉动出口增长的主要动力。

美元计，我国11月进口同比增长4.50%；11月出口同比增长21.10%；11月贸易顺差754.2亿美元，按人民币计，我国11月进口同比下降0.80%，1-11月同比下降0.50%；11月出口同比增长14.90%，1-11月同比增

长 3.70%，11 月贸易顺差 5071 亿元。对东盟、欧盟、美国 and 韩国等前 5 大贸易伙伴进出口的增长与民营企业进出口增长比重提升是拉动我国外贸向好的重要原因，随着国内经济体生产经营活动持续修复，拉动中国进出口贸易持续增长，但值得注意的是，当前欧美国家疫情存在二次爆发迹象，同时不排除之后因中美关系恶化及美国采取遏制手段给中国外贸带来的风险。

出口方面，出口增速超预期上行，国外消费需求由中国供给。11 月美元口径计量的出口增速收于 21.10%，增速较上月小幅上行。11 月出口超预期增长的原因主要有三：第一、去年 11 月出口基数偏低，基数较低助力出口进一步回升。第二、11 月份内部环境持续好转，国内供需循环逐步改善，国内供给进一步加强。第三、疫情后中国经济受益于其他发达和新兴市场国家的产能不能有效回升，因此其他国家的消费需求只能通过从中国进口来满足，从而推高了中国的出口。因此后续应持续关注海外疫情走势和各国经济恢复情况对出口的影响。

进口方面，进口增速小幅回落，国外大宗商品供给增速放缓。11 月美元计算进口增速由 10 月的 4.70% 小幅回落至 4.50%，进口增速小幅下降。进口增速有所下行的原因主要有三：第一、去年 11 月基数相对较高，较高基数使得进口增速下降。第二、大宗商品如原油等库存偏高、汽车进口拖累进口增速，第三、海外产能不能有效恢复，部分海外依赖商品，如棕榈油减产、铜矿和铁矿石供应增速放缓，也提升了 11 月的国内商品价格。

展望后期：出口承压或有小幅回落，进口有望上行。11 月出口增速行，进口数据较上月有所回落。整体来看，贸易顺差升至历史单月最高，因此人民币具有较强的升值动能。由于中国的复工复产持续推进，产业链完整，而其他国家由于疫情冲击生产恢复较慢，因此很多终端消费品的需求转移到中国，导致中国出口超预期增长。但展望后期，伴随着其他国家产能逐步恢复，中国的出口则面临着在全球需求继续上升的同时出现下降的可能性。此外，对美贸易顺差走高，也造成了贸易摩擦的风险升高。随着宽货币开启，人民币的升值势头或将放缓，另一方面伴随着海外供应逐渐恢复，强人民币将提升进口量，降低国内工业品涨价的压力，进口有望增加，净出口收窄，对经济贡献减弱。未来我国贸易如何走向，还应密切关注海内外疫情走势和内外需变化。

(五) 金融表现亮眼

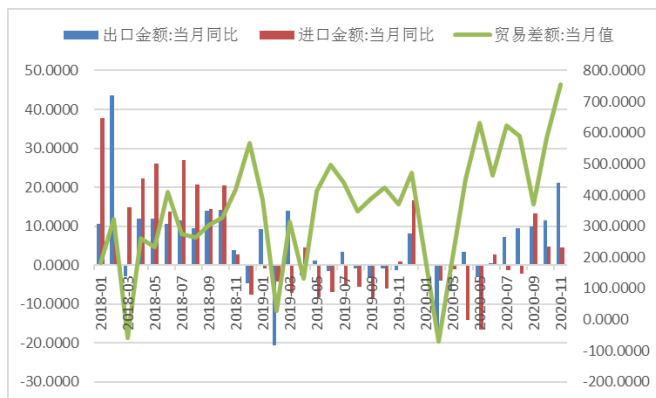
整体上看，11 月份社融与信贷数据仍表现亮眼。M2 维持高增，M1 边际上 11 月 M2 当月同比增速 10.7%，增速较上月小幅回升 0.2 个百分点，比去年同期高 2.5 个百分点；M1 当月同比增速 10.0%，增速较上月上升 0.9 个百分点，比去年同期高 6.5 个百分点。随着实体经济活力的进一步改善，M1 同比增速出现边际上升；同时伴随投资回升，M2 增速小幅回升，M1 与 M2 剪刀差边际收缩。

中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优 11 月份新增人民币贷款 14300 亿元，相比去年同期多增加 400 亿元。新增居民中长期贷款 5049 亿元，比去年同期多增 360 亿元，仍维持高景气度，房地产销售持续向好。企业中长期贷款新增 5887 亿元，较去年同期多增 1681 亿元，企业中长期贷款的边际增长体现制造业企业在基本面向好条件下对于融资需求的提升；同时企业短期贷款新增规模较去年同期减少 909 亿元，商业银行通过中长期贷款支持实体经济的趋势预计将进一步延续。

社融延续高增，信贷仍为重要支 11 月社融余额同比增速 13.6%，较上月小幅回落 0.1 个百分点。从细分项来看，表内融资方面，新增人民币贷款 1.53 万亿元，仍是社融重要支撑。政府债券当月融资 4000 亿元，比去年同期多增 2284 亿元，伴随政府专项债的发行完毕，政府债券对社融的影响边际缩小。当月表外融资减少 2044 亿元，同比减少 981 亿元，其中当月未贴现银行承兑汇票融资减少 626 亿元，同比减少 1196 亿元，或归因于经济向好与打击资金空转力度的延续。委托贷款及信托贷款融资规模继续下滑，预计随着房地产政策的趋紧，二者净融资额或将进一步减少。直接融资方面，当月企业债券融资为 862 亿元，比去年同期减少 2468 亿元，信用债风波的持续发酵影响了企业债券的发行，预计随着政府发声稳定市场预期，债券融资将边际回升。

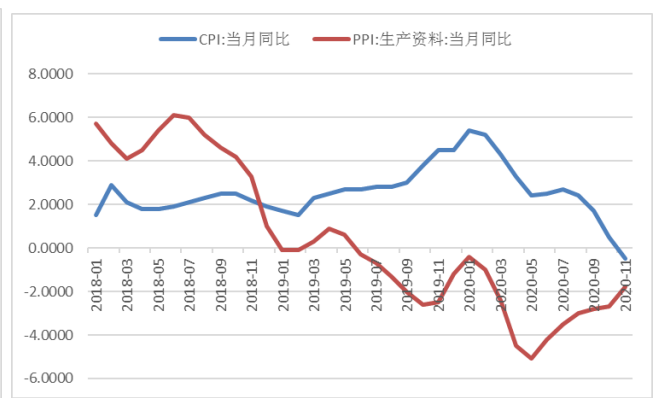
随着经济复苏与年底财政资金的进一步投放，12 月 M2 增速或维持相对高位。企业及居民中长期贷款边际回暖，信贷结构持续优化。社融延续高增，信贷仍为重要支撑，政府债券对社融的影响边际缩小。虽然表外融资及政府债券融资的下滑或将影响社融增长，但随着信贷维持相对强劲以及信用债风波后债券发行边际回升，年内社融或仍能保持高增。

图 13. 贸易顺差创新高



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. CPI、PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、通货膨胀：CPI 大幅回落，PPI 降幅收窄

今年以来 CPI 同比大幅回落主要受猪肉价格高基数影响，6-7 月受到季节性因素和汛情影响出现阶段反弹。11 月 CPI 同比继续回落，较前值下滑 1.0 个百分点，低于市场预期。CPI 增速下滑，主要受食品项和高基数影响。食品项由正转负。11 月食品分项同比增速由前值 2.2% 下降至 -2.0%，导致 CPI 同比下跌约 0.4 个百分点。供给持续改善，11 月猪肉价格跌幅较上月扩大 9.7 个百分点，同比为 -12.5%。牛肉和羊肉价格同比涨幅分别下降 2.8 和 1.4 个百分点。鲜菜价格较上月同比下降 8.1 个百分点至 8.6%。非食品项跌幅扩大。11 月非食品项同比涨幅由前值 0.0% 下降至 -0.1%。分结构来看，11 月非食品项价格同比变化较大的主要有两个因素：一是交通工具用燃料分项，同比跌幅扩大 0.4 个百分点至 -17.6%；二是教育文化和娱乐旅游分项，本月同比涨幅收窄 0.6 个百分点至 0.0%。

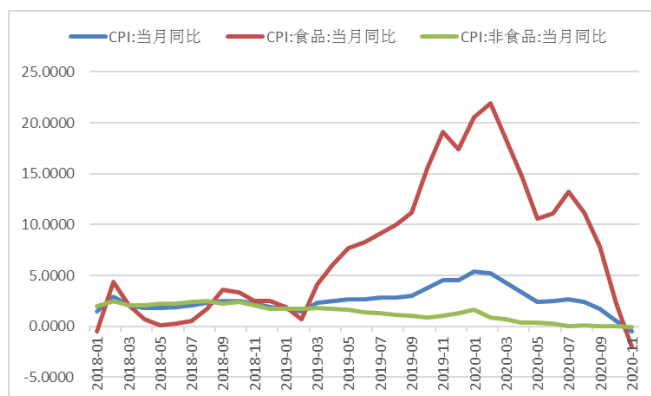
由于 PPI 与原油价格走势相关性极大，因此对远月 PPI 走势的预测更多需要预测原油价格的走势。在今年在疫情爆发初期的影响下，全球经济活动停滞，原油价格大幅下跌，此后随经济活动的渐进恢复，原油价格已开始反弹。秋冬欧美地区虽然疫情出现反弹，但对生产经营活动影响有限。11 月 PPI 同比 -1.5%，较前值提升

0.6 个百分点。其中，生产资料价格同比-1.8%，较前值上行 0.9 个百分点；生活资料价格同比-0.8%，较前值下行 0.3 个百分点。11 月原油价格上行驱动 PPI 同比降幅收窄。受国际原油价格上涨影响，化学原料及化学制品业和化学纤维制造业价格跌幅分别缩窄 3.0 个百分点和 3.4 个百分点，石油和天然气开采业和石油、煤炭和其他燃料加工业降幅分别收窄 0.6 个百分点和 2.2 个百分点。国内供暖需求的季节性增加带动煤炭开采和洗选业、燃气生产和供应业降幅收窄。基建和房地产投资需求带动黑色金属相关行业价格同比增速上行。从 11 月前几大影响行业来看，化学原料和化学制品、黑色金属冶炼和压延加工、石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选行业分别对 PPI 同比增速变化造成 0.23、0.13、0.12、0.07、0.07 个百分点的影响。

CPI 短期内将“通缩”，但长期内仍将处于温和通胀区间。今年末到明年一季度，CPI 基数将持续处于高位，对价格形成下行压力。虽然季节性因素将带动猪肉价格小幅回升，但供给增加叠加高基数效应，未来猪肉价格同比大概率仍保持回落态势。短期内 CPI 或将阶段性处于“通缩”区间。但从长期来看，明年二季度，高基数效应将逐渐消退，对 CPI 由负转正形成支撑。此外，从核心 CPI 来看，需求端并不萎靡。今年三季度起核心 CPI 持续 5 个月稳定在 0.5%，未来消费持续回升将带动核心 CPI 进一步上行。由此可以判断，明年二季度起 CPI 将处于温和的通胀区间。

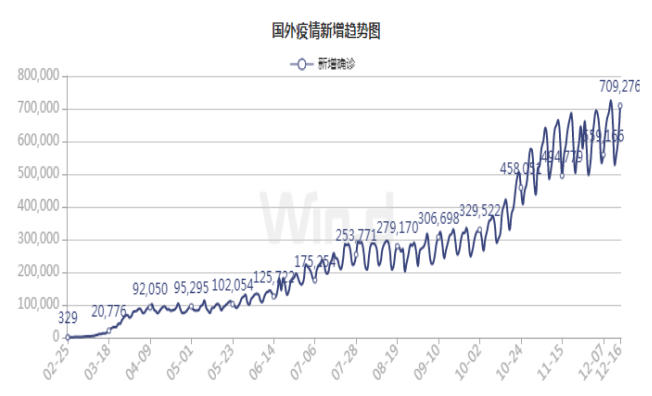
未来 PPI 将持续回升。内外需回暖将进一步拉动 PPI 上行。CRB 商品价格指数同比持续上行，工业原料和金属同比涨幅均显著扩大。OPEC+会议达成新协议，自明年 1 月每月增产 50 万桶/日并根据市场情况调整下一月产量，原油价格波动性将有所缓解。加之疫苗取得新进展，全球经济全面复苏预期调升，未来原油价格将呈温和和上涨趋势，对 PPI 价格形成支撑。内需方面，基建、房地产投资保持稳定，制造业全面恢复，将会持续对 PPI 构成提振。整体来看，未来 PPI 中枢大概率仍将回升。

图 15. 食品为 CPI 主要影响因素



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16. 国外疫情依然严峻



资料来源: WIND 新纪元期货研究

三、国际经济形势面临挑战

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。

目前新冠疫情每日新增确诊病例续创新高，不过美、英等国制造业 PMI 继续回升，生产继续恢复，欧洲制造业 PMI 小幅回落，但仍维持在荣枯线上方。当前美国总统大选尘埃落定，交接进入过渡期，美联储会议纪要显示许多官员讨论尽快增强购债指引，前美联储主席耶伦有望出任美国财长，市场预期美国大选后新一轮财政刺激政策将出台，利好全球经济复苏，美债收益率以上行为主。

四、稳健货币政策延续，资金面松紧适度

一季度疫情爆发，国内经济陷入停滞，货币政策紧急转向宽松，通过降准、调降政策性金融工具利率、提供专项再贷款、再贴现政策向市场投放大量流动性，有效发挥了“六保”的重要目标。央行一季度加大宽松力度来对冲疫情影响，二季度由于国内疫情受控，各项经济数据快速回升，经济恢复显著好于预期，而金融层面出现“监管套利、空转套利”的迹象，为了降低资金在金融体系内的空转，货币政策出现显著的边际收紧，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，表明央行疫情后期货币政策维持谨慎操作。下半年以来，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。在全球主要央行政策工具消耗殆尽的情况下，我国央行尤其珍视尚存的货币政策空间。各项政策“更加灵活适度、精准导向”，在保证市场利率围绕政策工具利率波动的同时，有意压降两者之间的价差。国内货币政策政策“以我为主”，同时密切配合财政政策实施。

2020 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 天逆回购利率同等幅度下调。

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。自从 4 月开始，货币政策逐步从超级宽松状态回归常态，在缺乏降准、降息的引导下，LPR 报价已经从 5 月到 12 月连续六个月维持不变。

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。

央行决定于7月1日起下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点。调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%；再贴现利率为2%。央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。

从8月起央行流动性投放方式回归逆回购+MLF，大额超额续作MLF，加大净投放规模，以缓解银行负债荒，资金利率虽然维持在政策利率附近水平运行。同业存单量价齐升显示银行负债紧张问题没有得到实质性缓解，银行负债成本上升阻碍LPR下行。

8月17日国务院常务会议要求，继续落实好金融支持政策。保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。。

9月2日国务院常务会议要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。

9月15日央行开展6000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对9月17日MLF到期的续做），中标利率2.95%，充分满足了金融机构需求。

9月15日央行发布《中国货币政策执行报告》增刊称，将继续深化LPR改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系。报告指出，中国金融体系以银行为主导，不宜以国债收益作为贷款利率参考基准，LPR较为适宜。

11月10日晚，当日到期的超短融20永煤SCP003意外未还款付息，构成实质违约，市场引发巨震。受此影响，短期内流动性投放加码，以缓和已经由于信用风险引发的流动性风险。尽管央行增量公开市场操作，但流动性收紧明显。

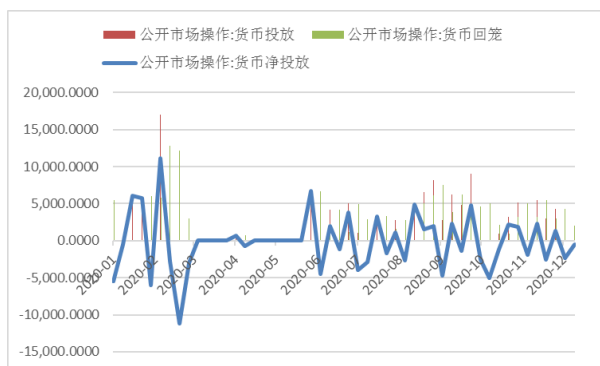
11月16日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展了8000亿元中期借贷便利（MLF）操作，含对11月5日到期的4000亿元与16日到期的2000亿元MLF的续作，此次实现净投放2000亿元。中标利率为2.95%，与9月持平，符合市场预期。

11月21日，刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议指出，秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序。要依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。加强部门协调合作，健全风险预防、发现、预警、处置机制，加强风险隐患摸底排查，保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

11月26日央行发布第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件。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。下一阶段，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。要积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一。坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制。

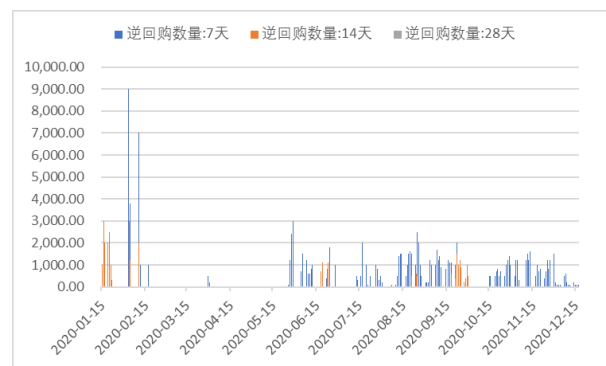
2021年经济增速较快，逆周期调控政策将逐渐转为中性，经济工作重心将转为防风险。货币政策与财政政策将边际收紧，但鉴于风险因素，政策不会急踩刹车。展望明年，整体而言央行更清晰的货币政策表态或许是出现在2021年2月后。需要观察央行对明年经济数据的态度。待2020年1-2月经济数据出台后，根据央行对于经济数据的看法或许能得出更清晰的政策基调。但基准预判为，货币政策边际收紧，但仍在稳健范围，不会急踩刹车。

图 17. 流动性保持合理充裕



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 逆回购精准投放



资料来源：WIND 新纪元期货研究

五、利率债供给压力

（一）地方债发行提速

为应对疫情冲击，今年宏观政策力度加大，地方政府债券作为积极财政政策重要的工具，出现了较大幅度的增长。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。

根据全国人大批准，2020 年新增地方政府债务限额 4.73 万亿元。财政部明确 2020 年再融资债券限额为 1.84 万亿元，预计 2020 年度地方债发行总量将突破 6.5 万亿元。

截至 11 月底，今年累计发行地方债 62602 亿元，其中，新增债券 44945 亿元，再融资债券 17657 亿元。新增债券中，一般债券发行 9479 亿元，完成全年计划的 100%；专项债券发行 35466 亿元，完成全年计划（37500 亿元）的 94.6%。

由于新增债券额度不断扩大，地方债存量规模持续增长。随着每年到期规模的增加，再融资债券需求量将继续旺盛，但在债务率的约束下，预计未来债务扩张的总体规模将有所减缓。

专项债主投基建、民生，地方自控杠杆安全性：新增专项债资金重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，8、9 月份棚改债现转机；发行规模前三的省份中，山东省专项债资金主要投向“两新一重”重点项目建设，广东省新增专项债中粤港澳大湾区专项债占比接近半成，四川省专项债主要投向产业园及城乡基础设施建设目，发行规模前十的省份中，半数东部沿海地区，其余多为中部地区。

预计 2021 年专项债使用的规范性将进一步提升，仍将严控资金流向与房地产相关领域，同时加强对传统基建和新基建的投入，地方政府需要对其债务杠杆的规模 and 安全性负责，中央不会兜底。

2021 年地方专项债的可能下达情况。考虑到今年的专项债发行的主要目的之一是应对疫情冲击，维稳经济，因此额度增长较大。明年我国经济持续复苏，新增专项债发行规模或有所减少。2021 年专项债限额可能不及今年，但全年发行总额大概率依然会维持在 3 万亿元以上。此外，2021 年新增专项债限额或将于今年 12 月前后提前下达。

（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》，今年有 1 万亿元抗疫特别国债发行。今年特别国债发行时间耗时 1 个半月，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，央行通过货币政策进行对冲。同时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。

7月底抗疫特别国债发行全面收官，年内规模总计1万亿元的抗疫特别国债如期发行完毕。从期限结构看，此次抗疫特别国债偏向中长期，10年期国债发行规模占比达70%，资金主要用于基建项目的用途较为一致。

六、违约事件发酵

11月10日晚，当日到期的超短融20永煤SCP003意外未还款付息，构成实质违约，市场引发巨震。

受此影响，尽管央行增量公开市场操作，但流动性收紧明显，煤炭类信用债市场成交价格大幅下挫，债券一级市场在两周内分别取消发行28只和51只债券，对应规模分别为206亿和415亿元。

分主体来看，城投与煤炭取消发行居前，地产、有色、钢铁也受到较大波及。但相较于去年5月的包商事件来看，整体市场仍然较为理性，流动性冲击远较当时弱，且监管部门及时介入阻止了信用风险继续蔓延。

刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议指出，秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序。加强部门协调合作，健全风险预防、发现、预警、处置机制，加强风险隐患摸底排查，保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

金融委会议表态缓和市场对信用债市场违约加剧的担心，流动性投放加码，以缓和市场已经由于信用风险引发的流动性风险。

第三部分 2021 国债期货市场展望

2020 年史上最大“黑天鹅”事件来袭，新冠疫情蔓延全球，国内外经济、政治受此扰动出现剧烈波动。受益于有效的防控措施，我国经济从二季度开始企稳回升。今年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。疫情的防控差异，使得中国经济的生产迅速恢复，出口增长强劲，叠加进口替代，产出增长超出疫前水平。目前来看，经济已进入反弹后的平稳运行阶段，缓回升趋势仍存。

货币政策方面，一季度疫情爆发，央行加大宽松力度来对冲疫情影响，有效发挥了“六保”的重要目标。二季度由于国内疫情受控，各项经济数据快速回升，经济恢复显著好于预期，货币政策出现显著的边际收紧，货币政策进入观察期。2020 年下半年，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。在全球主要央行政策工具消耗殆尽的情况下，我国央行尤其珍视尚存的货币政策空间。各项政策“更加灵活适度、精准导向”。国内货币政策政策“以我为主”，同时密切配合财政政策实施。

展望 2021 年，受 2020 年上半年低基数影响，2021 开年经济增速或将走高，明年需要关注疫苗研发的进展和广泛接种，随着疫苗的推出，下半年全球将进入到一个共同复苏的轨道。但疫苗的不确定性只能改变复苏速度，在流动性充裕的大背景下，明年复苏的方向还是明确的。货币在稳健政策基调下，在经济社会生活恢复正常后，逐渐从临时性宽松状态后撤。整体而言，财政宽松和货币平稳的组合不变。综合来看，2021 年债券市场主线依然是疫情之后的经济修复和政策常态化，或将处于经济修复预期和政策调整变化中的震荡行情，大趋势或难以期待，债市配置还需谨慎把握节奏。

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
 邮编：610004
 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：518001
 地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

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）

上海分公司

电话：021-61017395
 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8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
 邮编：210018
 地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
 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

广州营业部

电话：020-87750826
 邮编：510080
 地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

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

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

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

徐州营业部

电话：0516-83831113
 邮编：221005
 地址：徐州市淮海东路153号