

## 货币市场利率下限打开 国债期货屡创新高

## 内容提要:

- ◆ 受央行定向降准、下调超额存款准备金利率和逆回购利率影响，4 月资金面宽松，各期限债券收益率以下行为主，各国债期货合约价格继续创出上市以来新高。
- ◆ 当前经济处在 3-4 月复工加快后的环比改善期，但经济活动全面恢复仍面临一定的瓶颈，需求端恢复仍然疲弱，叠加海外疫情扩散带来的外需冲击，“环比改善期”后二季度仍然面临较大的增长压力。
- ◆ 总体来看，一季度信贷和社融较 2019 年同期大幅多增主要是由于“宽货币、宽信用”的政策组合推动所致，实体经济的融资需求仍然疲弱。
- ◆ 长远来看，CPI 如期回落符合市场预期，虽然进入下行通道但是第二第三季度大概率运行在 3%以上，四季度快速下行，或将回归 2%以下的区间。PPI 通缩的压力与原油价格下行同在，若后半年原油价格如期回升，PPI 也将因此被带动回升。
- ◆ 3 月下旬以来，由于央行持续推出宽松政策，多次降准、降息以及超额存款准备金利率下调打开货币市场利率下限。
- ◆ 4 月份地方债发行规模回落较为明显，新增总规模 2868 亿元，但整体规模相较 2019 年 4 月的 1093 亿元，同比有所增加。
- ◆ 目前看，主要国家已出台的经济救助政策，有望部分缓解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。预计，后续各国在财政、货币政策上有望继续加码。
- ◆ 当前全球疫情拐点未至，但世界主要经济体已经在考虑恢复经济生产，短期国内经济出现回暖迹象，西欧各国开始逐步放宽限制措施，期债利多因素有所减弱。同时利率债供给提升抑制债市情绪。目前国债期货 2006 合约向 2009 合约的移仓已经展开。在政治局会议召开之后，市场对政策进一步宽松抱有期待。国债期货牛市趋势未变。但短期来看，国债期货震荡较大，投资者操作需谨慎。

## 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

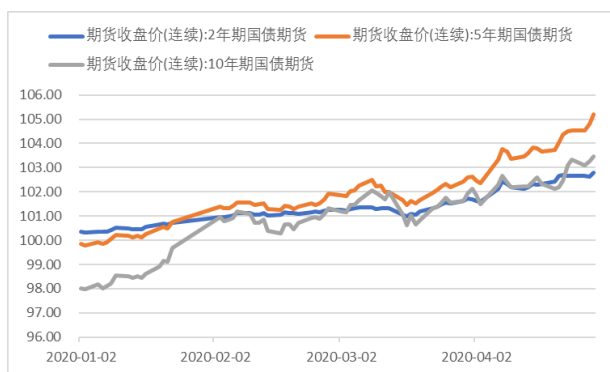
@neweraqh.com.cn

## 第一部分国债期货行情回顾

受央行定向降准、下调超额存款准备金利率和逆回购利率影响，4月资金面宽松，各期限债券收益率以下行为主，各国债期货合约价格继续创出上市以来新高，2年期主力合约连涨六周，5年期主力合约连涨五周，10年期主力合约连涨五周。现券方面，4月至今，二、五、十年期国债收益率分别下行63bp、42bp、8bp，短期国债收益率快速下行，长端国债收益率下行幅度较缓，长短端利差处于历史高位。但总体来看国债期货表现强于现券，多数合约基差较前一周同期缩小。从总持仓情况来看，2年期总持仓持续上行，超过2万手；5年期总持仓迅速上行到4万手；10年期总持仓一直远高于另两个品种，在9.2万手左右。

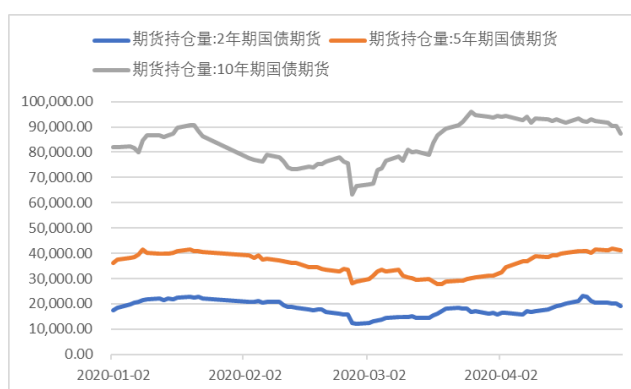
首周国债期货总体呈震荡上行态势，10年期主力合约周跌0.22%；5年期主力合约收平；2年期主力合约周涨0.1%。4月6日-10日，因清明假期，共有四个交易日，在央行降准与下调存款准备金利率的双重影响下，三大期债连续两日加速上涨，中短期期债上行更为明显。10年期主力合约周涨0.61%；5年期主力合约周涨0.97%；2年期主力合约周涨0.57%。4月13-17日，国债期货多数收跌，10年期主力合约周涨0.18%；5年期主力合约周涨0.33%；2年期主力合约周涨0.17%。周三国债期货全线强势收涨，定向降准实施及MLF操作投放流动性，资金面宽松。10年期主力合约涨0.20%，5年期主力合约涨0.26%，创上市以来新高；2年期主力合约涨0.12%。4月20日-24日，国债期货延续上行，突破前期历史高点，10年期主力合约周累计涨0.91%；5年期主力合约周累计涨0.82%；2年期主力合约本周累计涨0.34%。四月最后一周国债期货高位震荡。

图 1. 国债期货整体震荡上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量有所提升

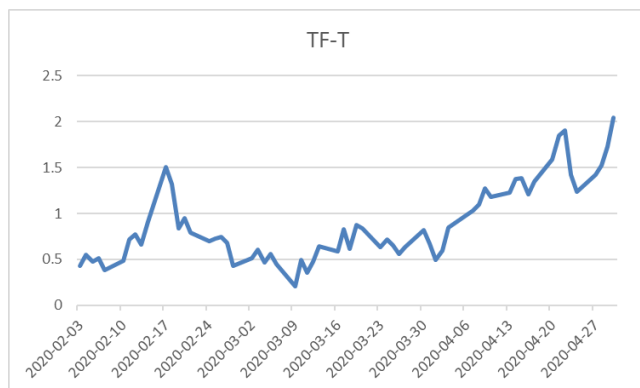


资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，本月逆回购连续暂停，但资金面4月份整体维持异常宽松的态势，隔夜Shibor上行27.40BP至1.888%，7天Shibor跌22.80BP至1.919%，14天Shibor下行34.30bp至1.511%。

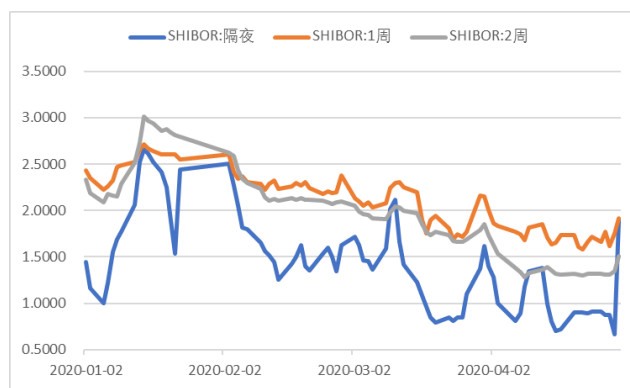
价差方面，5年期国债期货主力合约TF2006与10年期主力合约T2006的价差整体维持震荡重心上移137.50BP。跨期价差T2006-T2009较上月上行0.26，TF2006-TF2009较上月上行0.405。

图 3. 价差震荡上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. Shibor 悉数下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 第二部分宏观经济及政策分析

### 一、宏观经济回顾与展望

#### （一）经济数据符合心理预期

一季度国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%。基本符合一季度-5 至-10%增速的心理预期，也创出 1992 年以来首次单季负增长。疫情冲击下大幅下行，其中住宿和餐饮业、批发和零售业、建筑业受冲击最大，而 IT 和金融业实现增长。月度数据来看，3 月生产和投资较消费端恢复更为明显。

当前经济处在 3-4 月复工加快后的环比改善期，但经济活动全面恢复仍面临一定的瓶颈，需求端恢复仍然疲弱，叠加海外疫情扩散带来的外需冲击，“环比改善期”后二季度仍然面临较大的增长压力，全年 GDP 或处于 2-3%区间。

#### 1、3 月工业增加值有所改善

一季度，全国规模以上工业增加值同比下降 8.4%。其中，3 月份规模以上工业增加值同比下降 1.1%，降幅较 1-2 月份收窄 12.4 个百分点；环比增长 32.13%。工业增加值 3 月尽管仍然为负增长，但降幅较 1-2 月大幅收窄 12.4pct，且 3 月环比增速录得 32.13%，显著超出市场预期，说明 3 月份复工复产政策效果显著，疫情对生产端的冲击已经得到了有效的改善。分三大门类看，采矿业增加值下降 1.7%，制造业下降 10.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 5.2%。采矿业 3 月同比增速已经由负转正，较去年同期增速仅低 0.4pct，恢复显著快于制造业以及电力、热力、燃气及水生，产和供应业。分企业类型看，3 月份私营企业增加值仅下降 0.5%，降幅低于国有控股企业。

#### 2、疫情对消费冲击依然显著

一季度，社会消费品零售总额 78580 亿元，同比下降 19.0%，较 1-2 月小幅收窄 1.5 个百分点。其中，3 月

份社会消费品零售总额 26450 亿元，下降 15.8%，降幅比 1-2 月份收窄 4.7 个百分点；商品零售下降 12.0%，降幅比 1-2 月份收窄 5.6 个百分点。受海外疫情蔓延、国内疫情防控常态化和居民担忧未退影响，居民餐饮消费同比下降 44.3%，降幅较 1-2 月扩大 1.2 个百分点，是主要拖累因素之一。与 1-2 月相比，3 月共有 6 个品类（粮油食品、饮料、药品、日用品、文化办公品、通讯器材）的消费同比实现正增长，其中日用品、办公用品、通讯器材增速由负转正。此外，15 个主要品类中，除服装鞋帽外，同比增速较 1-2 月均有不同幅度的提升，居民的消费意愿正在逐渐恢复。而服装鞋帽消费的降幅扩大了 3.9pct，可能与当前疫情防控状态下居民外出次数仍然较少有一定关系。可选消费改善均有限，如汽车、房地产相关消费降幅仍均逾 20%。

展望未来，疫情对经济的冲击持续显现，居民收入下降、就业面临压力，预计消费回补力度不宜高估。后续消费恢复，特别是汽车等占比高的消费回升，需依赖更多强刺激政策出台。

### 3、固定资产投资降幅明显收窄

一季度，全国固定资产投资（不含农户）84145 亿元，同比下降 16.1%，降幅比 1-2 月份收窄 8.4 个百分点。其中，民间固定资产投资 47804 亿元，下降 18.8%，降幅收窄 7.6 个百分点。其中，基建投资（不含电力）下降 19.7%，制造业投资下降 25.2%，房地产开发投资下降 7.7%，降幅分别比 1-2 月份收窄 10.6、6.3 和 8.6 个百分点；

房地产投资降幅最小，但较 2019 年仍有较大下行压力。投资端，1-3 月全国房地产开发投资完成额累计下降 16.3%。根据累计数据测算，3 月当月地产投资同比增长 1.15%；土地成交显著回暖，土地成交价款当月同比转为正增长，录得 6.6%，而 1-2 月则为-36.2%。施工端，新开工、竣工面积当月同比分别下降 10.45%、0.89%，降幅较 1-2 月分别收窄 34.45、22.01pct；但施工面积则有所下降，3 月同比录得-3.48%，较 1-2 月下滑 6.38pct。销售端，商品房销售面积和销售额略有回暖，但改善幅度有限，同比降幅仍然超过 20%。在销售端弱改善的情况下，库存压力有所提升，商品房待售面积累计同比 2.1%，较 1-2 月提升 0.7pct。在“房住不炒”以及不把房地产作为短期刺激经济手段的前提下，房地产投资存有余下行的可能性，此次疫情导致压力进一步增大。从各地政府公告披露情况来看，大部分地产项目的销售和施工在 2 月 10 号左右原则上可以复工，公布的最迟时间为 3 月中复工。“房住不炒”仍是政策主基调。目前各地出台的房地产政策仍以缓解房企资金链压力、延缓个人公积金还款为主。疫情结束后，地产投资大概率仍会延续去年下半年以来的主线，回归经济基本面较好、需求较强的一线与强二线城市。

基建投资跌幅收窄，1-3 月份基础设施投资同比下降 19.7%降幅比 1-2 月份收窄 10.6 个百分点，与预期方向一致，基建投资有所回升，仍处于负值水平，主要原因有：第一，1-3 月专项债发行大部分向基建转移，资金支持力度较大。第二，1-2 月受复产力度不足，基建回落较为明显。基建仍是经济下行对冲的主要部门，预计在专项债额度增加，各地项目复工和资金支持下，有望继续大幅反弹。

制造业投资整体回升缓慢，高新技术最为亮眼。制造业投资同比下降 25.2%，降收窄 6.3 个百分点，与预期方向一致。随着国内疫情防控逐步向好，制造业投资受复工复产影响有所回升，其中高新技术制造业恢复较快。分行业看，农副食品加工业、纺织业、通用设备制造业、专用设备制造业跌幅分别为 32.8%、37.1%、32.1%、27.1%，跌幅居前，回升缓慢；高技术制造业增加值 3 月同比为 8.9%，较 1-2 月回升 23.3 个百分点，涨幅最高。

一季度，各地区、各部门认真贯彻落实中央一系列稳投资政策，积极应对新冠肺炎疫情对投资的冲击，投资增速虽下降较多，但降幅已明显收窄，其中部分民生保障领域及部分高技术领域投资实现了增长。在政策支持 and 投资项目建设力度进一步加大的双重作用下，投资回升态势开始显现。

#### 4、外贸数据表现超预期

3 月份我国外贸数据的表现是超出市场预期的，出口和进口增速都较前值出现了明显的回升，但阶段性因素和疫情导致的节奏差别这些因素也不可忽视。3 月份，我国外贸进出口 2.45 万亿元，同比下降 0.8%，降幅较 1-2 月收窄 8.7 个百分点。其中出口 1.29 万亿元，下降 3.5%（预期降 12.8%）；进口 1.16 万亿元，增长 2.4%（预期降 7.0%）；一季度逆差 983.3 亿元。当前海外疫情拐点尚未到来，疫情对于全球经济基本面的冲击正在显现，外部需求或将影响后续出口。

出口超预期反弹，主要由于国内疫情好转以及基数效应等因素。3 月以美元口径计量的出口增速收于-6.6%，较前值强势反弹，超出市场普遍预期。3 月出口大幅上升的原因主要有：年前堆积的订单由于国内疫情好转，复工复产逐渐推进，国内生产恢复迅速（由 3 月 PMI 攀升至 52%可见），订单交付率大幅提高，农产品分项同比增长重回正值，玩具类仅比去年同期下降 1.98%，较前值-26.96%有大幅度提高。2020 年一季度我国与东盟集成电路进出口大幅增长（同比增长：1-2 月为+9.14%，3 月为+10.16%），拉动我国与东盟外贸整体增长了 3.3 个百分点。从产品角度分析，我国出口结构仍以劳动密集型产品为主，处于价值链的相对低位。出口增速边际改善，但外需下滑压力仍存，或将在 4 月集中体现，疫情的全球大流行将对出口形成较大冲击，作为全球贸易领头羊的韩国 4 月上旬的出口已下滑 18.6%。因此出口仍面临严峻挑战。

进口增速小幅上升，内需汇率均有助力。3 月以美元计算的进口增速为-0.9%，增速较前值小幅上升。我们认为主要原因在于：国内复工复产提速以及内需的修复对进口存在一定提振。我们预计，在内需逐步回暖与欧美疫情见顶的背景下，进口增速有望出现回升，但是由于全球疫情并未平息，大量海外企业仍处在停工停产的状态，这对进口也会形成扰动，回升的节奏或是波动上行。另外，去年 3 月受贸易战影响基数相对较低，较低基数对进口增速回升有一定助力。第三，由于美元流动性恐慌情绪以及资本净流入等因素，近期人民币走强对进口增速起到向上带动作用。

3 月贸易差额由逆差转为顺差，我国贸易差额重新回到顺差 199 亿美元。3 月贸易差额的修复主要是由于国



内供给恢复对出口的支撑暂时领先于国外停工停产对进口的拖累。预计 4 月的贸易差额可能再次面临顺差收窄，甚至是逆差的局面。

后期来看，海外疫情严峻，外贸形势压力来袭。预计 4 月份进出口增速将再度下滑。3 月份是各国防疫措施集中升级的时期，对服务业的打击立竿见影，但对制造业产业链的打击则需要一定传导时间。预计 4 月份供需与物流受阻程度将加深。机械设备、中间品和零部件生产厂家将受到较大影响，医药卫生用品和食品类影响最小。海外疫情或在 4、5 月份达到高峰，预计二季度压力依然较大，疫情在新兴市场的传播为新的风险，如果控制不当，将会延长各国隔离及码头停业时间，对全球贸易和供应链的影响也将更大。

## （二）金融数据超预期表现

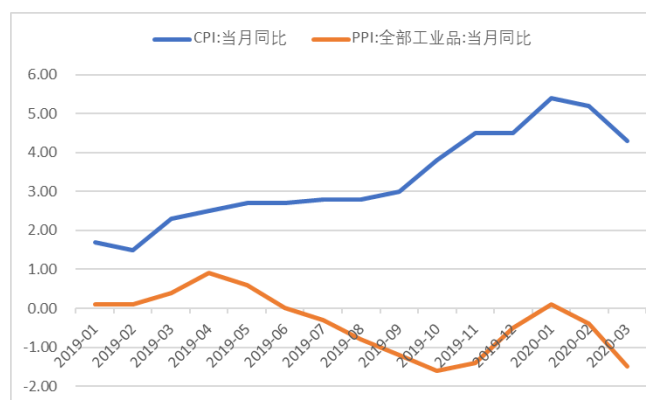
2020 年一季度社会融资规模增量累计为 11.08 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 7.25 万亿元，同比多增 9608 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1910 亿元，同比多增 1669 亿元；委托贷款减少 970 亿元，同比少减 1308 亿元；信托贷款减少 130 亿元，同比多减 966 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 260 亿元，同比少增 1789 亿元；企业债券净融资 1.77 万亿元，同比多 8407 亿元；政府债券净融资 1.58 万亿元，同比多 6322 亿元；非金融企业境内股票融资 1255 亿元，同比多 724 亿元。

3 月新增人民币贷款 2.85 万亿元，远高于市场预期的 1.97 万亿元，信贷总量的回升超越季节性，创下同期历史新高，但信贷结构仍待改善：3 月新增企业贷款同比大幅多增近 1 万亿。其中，短贷和表内票据的同比多增解释了企业贷款同比多增的 69%：疫情导致企业无法正常生产经营，流动性和偿付能力受到巨大冲击，这部分贷款主是用于补充企业的短期运营资金。中长贷预计主要投向基建领域，但其增长仍然偏弱，占比仅回升至 47%，2 月以来央行加大再贷款投放力度，对企业融资形成托举，但受疫情影响实体经济融资需求仍不足。1-2 月居民贷款均同比少增，尤其是短贷大幅回落，3 月居民贷款重回正增长区间。其中居民短贷同比多增 850 亿元，一是由于我国疫情已得到控制，各城市陆续“解封”，居民消费边际回暖；二是体现了银行予以客户到期贷款延期偿还的影响。居民中长贷暂时企稳，同比多增 133 亿元，5 年期 LPR 于 2 月下调 5bp，有助于稳定合理购房需求，3 月房地产销售亦边际回暖。

3 月 M2 同比增速环比上行 1.3pct 至 10.1%，高于市场预期的 8.7%，M1 同比增速继续环比上行 0.2pct 至 5.0%。M2 的高增速主要是因为“宽货币”背景下信贷和信用债融资高增；M1 增速的回升显示企业现金流状况好转。3 月企业存款同比多增 1.26 万亿元，居民存款同比多增 1.47 万亿元，由大幅高增的企业信贷和边际回暖的居民信贷派生形成。财政存款延续同比少增态势，且环比多减 7,561 亿元，显示疫情下财政支出节奏加快。此外，综合考虑非银存款同比多减 3,000 亿元，且企业和居民新增存款多于新增贷款，指向理财和货币基金收益率下行背景下，存款资金正向表内回流。

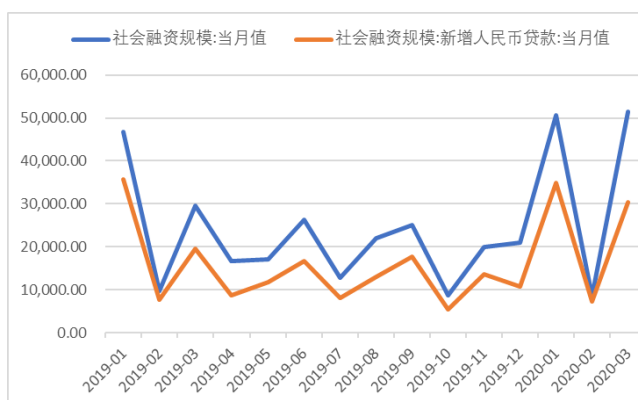
总体来看，一季度信贷和社融较 2019 年同期大幅多增主要是由于“宽货币、宽信用”的政策组合推动所致，实体经济的融资需求仍然疲弱。前瞻地看，货币政策的宽松基调在二季度有望延续，“宽信用”也将继续发力，以实现“稳增长”、“稳就业”和“防风险”的多重目标。数量型操作上，流动性将保持合理充裕；价格型操作上，目前宽松的资金面下市场化程度较高的票据和信用债利率与相对刚性的存款利率已出现倒挂，同时，贷款利率也加速下行，后续政策的着力点仍在于推动宽货币传导至宽信用，从而支持复工复产。因此，需关注未来可能出台的促进中长期融资的相关政策。

图 5. CPI, PPI 分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 社融符合预期



资料来源：WIND 新纪元期货研究

### （三）CPI 如期回落

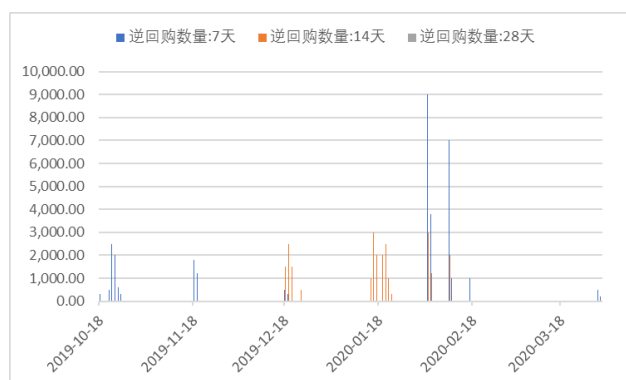
3 月 CPI 同比上涨 4.3%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。从环比看，3 月 CPI 环比涨幅出现负增长。随着复工复产的进程逐步加快，交通物流逐渐恢复，保供稳价措施持续加力。以猪肉为首的食品价格的回落拉动 CPI 下行，随着猪通胀的退却，加之物流顺畅供给恢复，食品价格进入下行渠道食品价格上涨 18.3%，涨幅回落 3.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.70 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 116.4%，涨幅回落 18.8 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 10.7%—21.7% 之间；鲜菜价格由上月上涨转为下降 0.1%；鲜果价格下降 6.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。非食品价格上涨 0.7%，涨幅回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.57 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.5% 和 2.2%，交通和通信价格下降 3.8%。

PPI 下降 1.5%，降幅比上月扩大 1.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.4%，降幅扩大 1.4 个百分点；生活资料价格上涨 1.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点。煤炭开采和洗选业价格下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点。有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，下降 3.5%。目前 OPEC+ 会议正在商讨减产协定，初步计划日减产 1000 万桶，后续的会议以及 G20 能源峰会将是关注

重点。就目前全球趋势，航空业受到打击，原油全球需求下滑，与之对应的是前期的增产“石油战”，目前原油市场供给已然过剩，转入了去库存阶段，原油价格快速上行回归 40-50 美元区间的可能性不大，因而 PPI 通缩的压力依然存在，甚至或将全年大部分月份同比皆在负值区间。

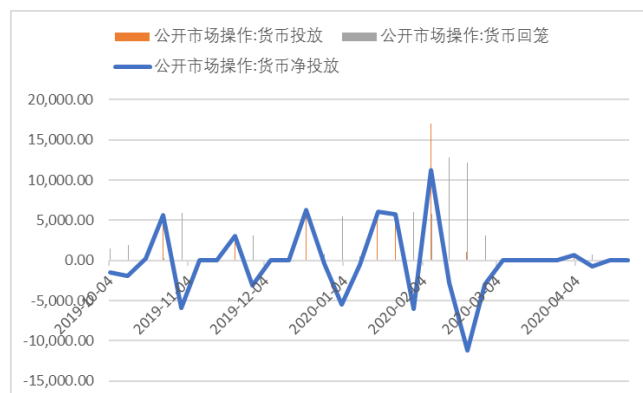
长远来看，CPI 如期回落符合市场预期，虽然进入下行通道但是第二第三季度大概率运行在 3% 以上，四季度快速下行，或将回归 2% 以下的区间。PPI 通缩的压力与原油价格下行同在，若后半年原油价格如期回升，PPI 也将因此被带动回升。

图 7：逆回购连续停作



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8：流动性投放缩量



资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 二、货币政策保持定力

3 月下旬以来，由于央行持续推出宽松政策，多次降准、降息以及超额存款准备金利率下调打开货币市场利率下限。3 月 30 日 7 天逆回购利率下降 20BP，4 月 1 日以来央行公开市场操作频率大幅降低，已连续 21 个交易日暂停逆回购操作。

4 月 3 日，央行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，分两次实施，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。并将金融机构在央行超额存款准备金利率下调至 0.35%。疫情对中小企业冲击较大，政策集中对中小银行的额外定向降准有助于维护中小银行体系稳定。央行定向降准+下调超额存款准备金利率，利率下降空间打开。央行降准后资金面充裕，随后几日资金面收敛。

2020 年 4 月 15 日为实施该政策的首次存款准备金率调整，释放长期资金约 2000 亿元。同时，4 月 15 日人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作 1000 亿元，中标利率 2.95%，1 年期 MLF 操作上次中标利率 3.15%。MLF 利率下调 20 个基点，与逆回购利率下调幅度一致，确保不同期限政策利率水平整体下降。



4 月 24 日，央行对当日到期的 2674 亿元定向中期借贷便利（TMLF）进行了续做，续做金额为 561 亿元，中标利率 2.95%，上次 3.15%。在前期央行先后下调 OMO 以及 MLF 利率后，同时央行宣布分别下调 LPR1 年期和 5 年期报价 20BP 和 10BP，尽管利率下调幅度创去年 LPR 改革以来最大调整。由于 LPR 是在 MLF 上加点形成，MLF 的调整直接与 LPR 挂钩，因此此次 LPR 报价跟随下调符合预期。中央政治局会议首次提出了“六保”，显示出经济形势的严峻。罕见提到降准与降息，暗示准备金率以及存贷基准利率均会继续下调。4 月 OMO、MLF、LPR 三连降后，TMLF 的调降符合市场预期。

### 三、地方债发行规模回落

2020 年 1-4 月地方债发行新增总规模 1.73 万亿元，其中新增一般债 5103 亿，完成中央提前下达额度 91.45%，专项债 1.15 万亿元，完成中央提前下达的 89.14%。4 月份地方债发行规模回落较为明显，新增总规模 2868 亿元，但整体规模相较 2019 年 4 月的 1093 亿元，同比有所增加。其中 4 月专项债新增规模 509 亿元，同比增加 11.62%。后续政策支持下预计专项债再次放量，第三批一万亿元专项债已经下达，预计 5 月份发行将再迎历史高峰。

4 月地方债发行价格进一步压降至 2.90%。分地区发行价格来看，广西和广东发行价格最高为 3.59%。4 月地方债发行期限中长期期限占比继续提高。至今新增专项债平均发行期限超过 15 年，其中 10 年期以上长期债券发行占比 38.68%，较去年占比大幅提高 10.43%，与往年相比期限更加合理，与项目实际期限更加匹配。

其中，募集资金用于狭义基础设施建设占比约 35.51%，加上园区建设、交通基础设施等用途，广义基础设施建设类占比约 41.73%，与去年的土储棚改占重头成鲜明对比。行业细分来看，乡村振兴、生态环保、农林水利、医疗卫生教育也占比较高，地方债对于基建民生领域的财政支持倾斜较为明显。

### 四、新冠疫情全球蔓延

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。美国至 4 月 18 日当周初请失业金人数达 442.7 万人，连续第三周下降，但五周累计领取失业金人数达到 2650 万人，为大萧条以来美国劳动力市场最严重的衰退。德国 4 月 IFO 商业景气指数为 74.3，创纪录低位及纪录最大降幅。英国 3 月季调后零售销售环比降 5.1%，创纪录低位。欧元区、日本及英国公布 4 月 PMI 初值数据，各市场 PMI 均大幅下滑，尤其是服务业 PMI 均跌至历史新低，显示经济封锁已导致服务业消费“冰封”。原油价格继续振荡走低，令全球市场风险偏好有所回落，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。

当前海外疫情仍在继续扩散，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。目前看，主要国家已出台的经济救助政策，有望部分缓解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。预计，后续各国在财政、货币政策上有望继续加码。

### 第三部分国债期货市场展望

我国疫情已得到控制，但受前期疫情的影响。公布一季度经济数据在预期之中，主要受疫情影响，从 3 月开始，经济情况已经大幅好转，进出口数据也明显好于预期。随着复工复产工作顺利开展，逆周期调节政策加大，预计二季度数据会有所恢复。在全球疫情爆发以及经济和金融动荡，中国央行通过维持谨慎的货币政策来为未来腾出空间，应对可能出现的危机，抗风险能力反而得到了提升，未来国内货币政策仍有放松空间。国内外处于疫情的不同阶段，货币政策的力度有所不同。

当前全球疫情拐点未至，但世界主要经济体已经在考虑恢复经济生产，短期国内经济出现回暖迹象，西欧各国开始逐步放宽限制措施，期债利多因素有所减弱。同时第三批 1 万亿元地方政府专项债近期将发行，国内债券的供给端也有压力，利率债供给提升抑制债市情绪。目前国债期货 2006 合约向 2009 合约的移仓已经展开，5 年期和 10 年期国债期货表现强于现券，资金面相对宽松，资金利率持续下行，国债期货屡创新高。在政治局会议召开之后，市场对政策进一步宽松抱有期待。国债期货牛市趋势未变。但短期来看，国债期货震荡较大，投资者操作需谨慎。

## 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达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：028-68850968-801  
邮编：610041  
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：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 上海分公司

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

### 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）

### 徐州营业部

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

### 常州营业部

电话：0519-88059977  
邮编：213161  
地址：常州市武进区湖塘镇延政中路16号B2008、B2009

### 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

### 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

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261939  
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

### 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

### 广州营业部

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850216  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

### 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#

### 南京营业部

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼