

市场情绪缓解 超跌反弹有望延续

内容提要:

- ◆ 整体来说十一月份国债期货整体呈现震荡下行的态势,美国总统大选基本落定,国债期货自 10 月中下旬以来的超跌反弹行情告一段落。进入 11 月以来,随着经济数据印证经济短期继续向好,信用债集违约引发流动性冲击,市场悲观情绪加剧,国债期货连创阶段新低。
- ◆ 10 月宏观经济指标走势偏强,显示经济修复势头并未减弱。其中,车市、楼市持续走强,对消费和投资的拉动作用依然明显,工业生产保持高增长,月度服务业生产增速则首次改善至疫情前水平。
- ◆ CPI 低于市场预期,食品与非食品价格均弱于季节性特征。猪肉价格下行,对 CPI 从贡献转为拖累。PPI 符合市场预期,大宗商品价格反弹乏力。
- ◆ 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。
- ◆ 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。
- ◆ 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。金融委会议表态缓和市场对信用债市场违约加剧的担心,短期内流动性投放将会加码,以缓和市场已经由于信用风险引发的流动性风险。

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

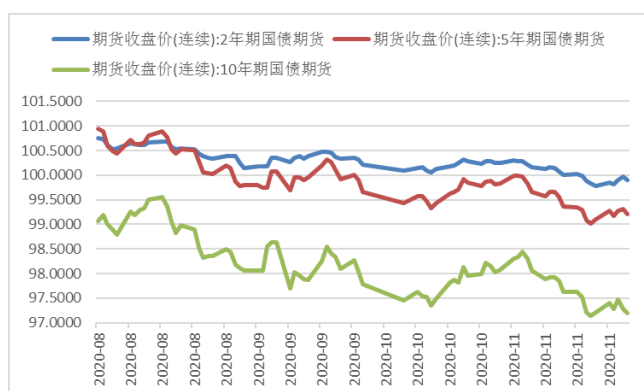
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分国债期货行情回顾

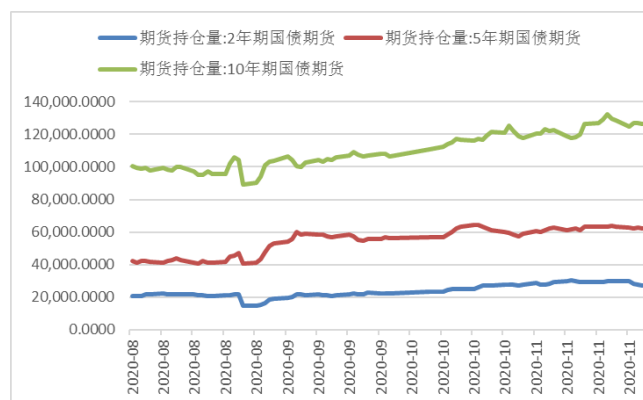
整体来说十一月份国债期货整体呈现震荡下行的态势，美国总统大选基本落定，国债期货自10月中下旬以来的超跌反弹行情告一段落。进入11月以来，随着经济数据印证经济短期继续向好，信用债集违约引发流动性冲击，市场悲观情绪加剧，国债期货连创阶段新低。国债期货十一月首周受国外疫情以及美国大选的影响整体呈现先升后降态势，10年期主力合约本周跌0.07%，5年期主力合约跌0.21%，2年期主力合约跌0.11%。十一月的第二周美国总统大选基本落定，国债期货结束自10月中下旬以来的超跌反弹行情。十一月的第三周债市依然受制于信用事件爆发冲击，债基赎回导致流动性好的利率债被率先抛售，国债期货整体继续下行。十一月的最后一周央行连续小幅净投放资金，以缓和已经由于信用风险引发的流动性风险。市场悲观情绪进一步缓解，国债期货整体呈现超跌反弹行情。

图 1. 十一月国债期货震荡下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 持仓量维持平稳



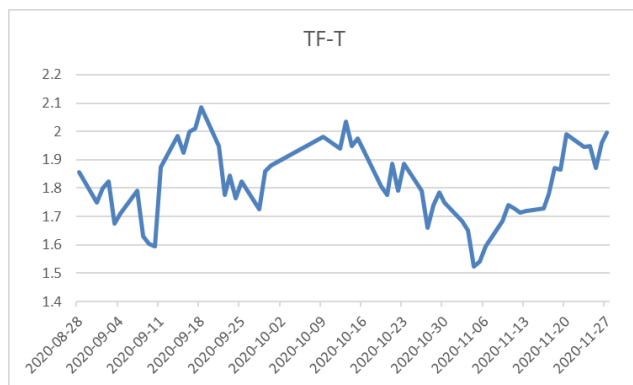
资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，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，资金态势明显缓和。隔夜 Shibor 下行 140BP 至 0.836%，7 天 Shibor 跌 8.20BP 至 2.336%，14 天 Shibor 下行 21bp 至 2.815%。

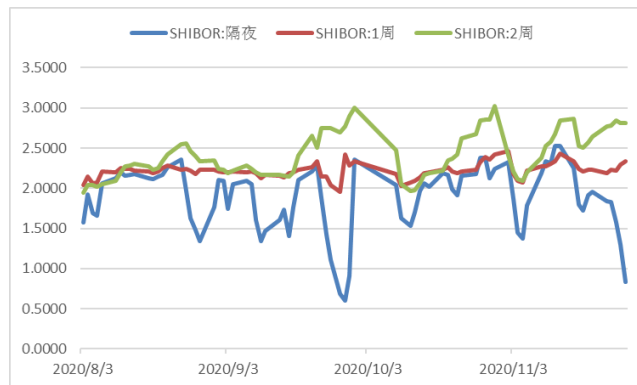
价差方面，5 年期国债期货主力合约 TF2012 与 10 年期主力合约 T2012 的价差整体维持震荡重心上移 24.50BP。跨期价差 T2012-T2102 较上月下行 0.385，TF2012-TF2103 较上月下行 0.21。

图 3. 价差震荡上行

图 4. Shibor 维持平稳



资料来源：WIND 新纪元期货研究



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) 经济数据复苏趋势延续

10月宏观经济指标走势偏强，显示经济修复势头并未减弱。其中，车市、楼市持续走强，对消费和投资的拉动作用依然明显，工业生产保持高增长，月度服务业生产增速则首次改善至疫情前水平。

1、工业生产再超预期

10月工业生产再超预期，工业增加值同比上升6.9%，为拉动工业生产的主要有两大因素：一是国内汽车行业复苏强劲，拉动汽车制造业增加值同比增长14.7%。得益于国内汽车消费相关的刺激政策，汽车需求大幅增加，尤其是新能源车产量同比增加94.1%。二是出口增长强劲，拉动相关产业链。10月出口交货值同比由负转正，增长4.3%。与防疫物资相关的纺织业同比增长9.5%，是近年来最高水平。

2、社零不及市场预期

10月社零同比增长4.3%，不及市场预期。但从结构上来看并不差。主要拖累消费的是两项因素：一是餐饮业仍然恢复较慢，这是由于后疫情时代居民在外餐饮的意愿仍然相对较低。10月餐饮收入同比增长0.8%，对社零总增速拖累较大。二是石油及制品类消费下降较多，同比下降11%，这是由于国际油价疲软导致的。可以看出，冲击消费的主要是外生因素，而经济内生的需求来看，大多数行业消费都增长较好。在“双十一”的透支作用之下，10月多数行业仍能保持两位数的增长，表明国内需求也在稳步修复当中。

3、投资端有所发力

1-10月固定资产投资累计同比增长1.8%，高于市场预期。第一产业是拉动投资的主要动力。由于农林牧渔业受疫情影响相对较小，且在补充生猪产能、粮价上涨等因素的驱动下，第一产业投资高速增长。相比之下，第二产业恢复较为缓慢，疫情带来的不确定性制约着制造业投资的修复。

1-10月份制造业投资同比下降5.3%，降幅较上月收窄1.2个百分点（见图15），制造业投资累计增速仍处于负增长区间，但反弹势头较为明显。从当月增速看，10月制造业投资同比增长3.7%，较上月提高0.7个百分点，连续三个月转正，制造业投资动能继续恢复。主要原因有二：一是国内外需求共振恢复带动制造业投资动能继续改善；二是央行引导金融机构加大对实体经济的支持力度，确保资金流向制造业、中小微企业，有利于制造业投资增速回升。

1-10月份，基础设施建设和基础设施投资（不含电力）分别同比增长3.0%和0.7%，分别较上月提高0.6和0.5个百分点（见图15）。从当月增速看，10月基础设施建设和基础设施投资（不含电力）分别同比增长7.3%和4.4%，分别较9月提高2.5和1.2个百分点。基建投资重回上行通道：一是去年同期基数较低；二是财政支出节奏有所加快，如根据统计局数据，1-10月份固定资产投资到位资金同比增长6%，较上月加快1.2个百分点。

房地产市场继续回暖，量涨价升迹象明显。1-10月房地产开发投资累计同比增长6.3%，较1-9月提升0.7个百分点。2020年1-10月商品房销售面积同比持平，增长0.0%，降幅较1-8月收窄1.8个百分点，5-10月销售面积增速连续五个月转正，10月份当月增长15.3%。在价格方面，10月份延续前期稳中趋缓趋势，但百城住宅价格指数4月份以来持续稳中趋涨。10月商品房销售金额增速与销售面积增速之差继续扩大，差值由上月的5.5%提高到本月的5.8%，表明总体价格水平在上升。

10月份经济数据大多超出市场预期，即使未超预期的消费，也表现得较为强劲。从更长的趋势来看，今年以投资为引擎的经济动能将在明年让位于消费，制造业投资也有望持续修复，成为明年经济的主要亮点。

4、进出口韧性持续

10月中国进出口总值（以美元计价，下同）同比增长8.4%，其中出口增长11.4%，预期增长10.2%，前值增长9.9%；进口增长4.7%，预期增长10.2%，前值增长13.2%；贸易顺差584.4亿美元，前值370.0亿美元。

出口持续好于预期。推动出口短期较好增长的逻辑持续发生作用，如外需复苏、抗疫物资需求尚存、仍有生产替代效应等。从国别看，中国对多数主要国家与地区出口增速继续改善。多数出口产品同比增速改善。短期而言，出口较好逻辑不改，海外需求阶段性加速恢复，防疫物资持续较快增长以及2019年11月以及今年前3个月的低基数效应等因素或共同推动出口增速保持较高水平。但近期海外疫情加速扩散，欧美刺激政策仍处于观望期导致前期政策效果衰减，消费者信心指数停滞不前，后期外需演化还存有不确定性。如果外需恢复缓慢，叠加今年下半年基数大幅提升，2021年下半年出口是否会反转成为经济增长的拖累，还需进一步的观察。

进口低于预期。不过，虽然4.7%的增速较9月明显回落，但仍是近2年来的第三高位。价格仍然拖累进口增速。主要原材料与工业品进口增速有所回落，但总体仍然保持较高水平。短期而言，包括传统基建、房地产、新基建、旧改、棚改在内的广义投资对周期品的需求尚存，终端消费亦日趋恢复，进口增速尚能保持较好

增长水平。不过，国内部分工业品库存仍然处于高位，未来是否能良好去化再回补，是影响进口增速的重要方面。

（二） 信贷结构持续改善

10月新增人民币贷款6898亿（前值1.90万亿），新增社会融资规模1.42万亿（前值3.48万亿），社融存量同比增长13.7%（前值13.5%）。广义货币（M2）余额214.97万亿元，同比增长10.5%（前值10.9%）。

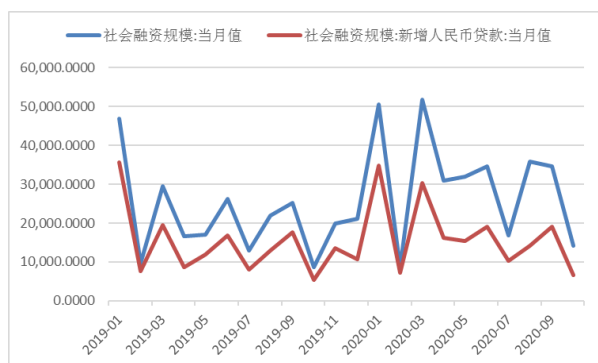
社融继续高增，政府债券和信贷仍为拉动主力。10月份新增社会融资1.42万亿，同比多增5493亿元，存量同比增长13.7%，维持较高增速。具体看，政府债券和人民币贷款分别新增4931和6663亿元，同比分别多增3060和1193亿元，仍为社融较高增速的拉动主力；企业债券和股票融资维持高位，分别新增2522和927亿元；在监管趋严的背景下，非标融资减少2138亿元，同比变化不大。10月地方政府债券已基本发行完毕，而另一主力信贷需求同比相对稳定，预计年底增速或将小幅回落。

10月份新增人民币贷款6898亿元，环比季节性回落1.21万亿元，在较去年减少两个工作日的情况下，同比仍多增285亿元，整体走势较平稳。具体看，企业与居民部门贷款分别同比多增1073亿与121亿；境外与非银金融机构贷款同比减少909亿。信贷结构继续向中长期化改善，企业端，中长期贷款新增4113亿元，同比多增1897亿元，表现远优于短期贷款（减少837亿元，同比多增341亿元），显示企业对经济预期较好，融资需求旺盛。

10月M1同比9.1%，环比上涨1pct，M1的大幅提升显示实体企业的经营持续向好，现金流得到明显改善。M2同比增速小幅回落0.4pct至10.5%，主要由于10月份是缴税大月，财政存款大幅新增9050亿元，但同比仍多增3499亿元，反映财政投放有一定程度的积压。

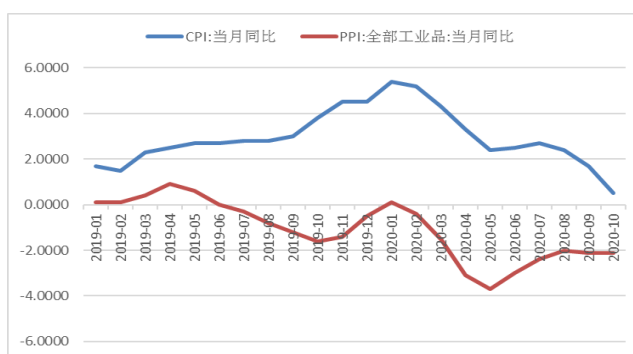
往后看，随着年内信贷投放接近尾声，居民和企业贷款逐步回归季节性通道，政府债券后续支撑也将逐步放缓，预计全年社融增速高点保持在13.7%附近，11月预计平稳，后续略微放缓，年内社融增速仍处在较高水平。

图5. 社融超预期多增



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图6. CPI继续下行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（三）CPI 继续下行，PPI 短暂回落

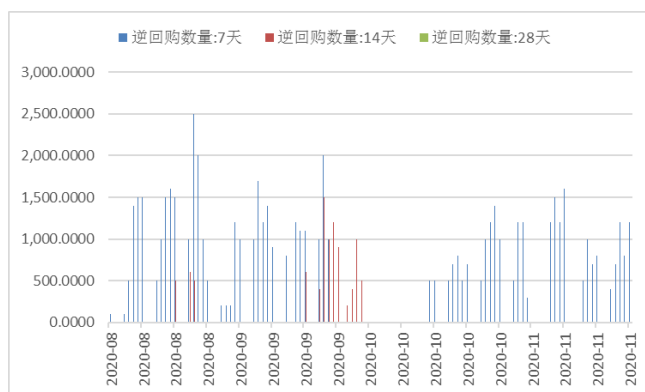
10月CPI同比上涨0.5%，预期0.8%，前值1.7%；PPI同比回落2.1%，预期回落2.1%，前值回落2.1%。

CPI低于市场预期，食品与非食品价格均弱于季节性特征。猪肉价格下行，对CPI从贡献转为拖累；其他食品价格涨跌互现，多数价格环比强于季节性。10月剔除肉类后的CPI连续第3个月上行，需求仍在低位修复。短期而言，考虑到猪肉供给仍在持续增加，消费需求温和复苏，CPI继续下行，不过2019年11-12月猪肉价格持续下行，高基数效应缓和，其对CPI的拖累影响较10月下降，预计11月CPI同比上涨0.1%，全年同比增长2.6%左右。

PPI符合市场预期，大宗商品价格反弹乏力。10月PPI通缩状态未现改善。当月国内工业品价格表现相对较好，对冲了国际油价弱势运行对生产资料PPI的拖累。但本轮投资增速较为有限，未能对钢铁、煤炭等工业品价格形成强势拉动，10月生产资料PPI同比跌幅仅小幅收敛。另一方面，消费不振导致当月生活资料PPI环比延续下跌，同比跌幅明显走阔，并创下2016年2月以来新低。

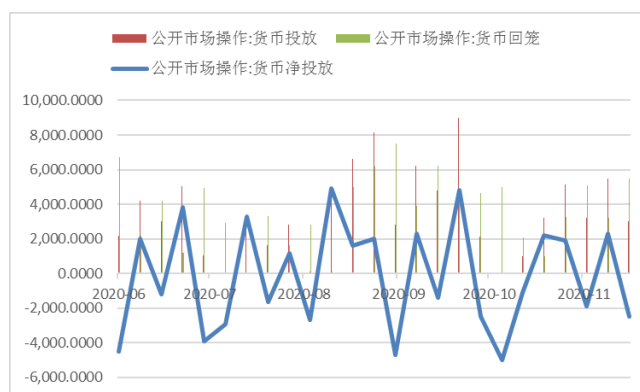
展望后期，CPI方面预计涨幅将持续收窄，11月CPI涨幅将进一步回落最近数月的CPI涨幅主要由供给端主导，猪肉和蛋类产能恢复较快，供需错配下，导致猪肉价格和蛋类价格持续下降，鲜菜价格继续保持同比上升，受应季水果上市因素影响，鲜果价格同比增长0.4%，同比增速由负转正，但环比增幅有所降低。预计11月CPI涨幅继续回落。PPI修复上行趋势不改，但由于2019年11月起油价基数走高带动同期PPI基数提升，国内部分行业库存偏高，短期难以大幅上行，加速启动时点还看明年一季度，预计11月PPI小幅反弹至-1.9%，全年同比下滑2.0%左右。疫苗加速问世，有助于全球经济及大宗商品价格回升。

图7：逆回购加码



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8：流动性投放增加



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、货币政策回归常态化

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，以缓和市场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。

三、地方债供给高峰将过

财政部发布2020年10月地方政府债券发行和债务余额情况。全国地方政府债券发行方面，10月全国发行地方政府债券4429亿元。其中，发行一般债券1590亿元，发行专项债券2839亿元；按用途划分，发行新增债券1899亿元，发行再融资债券2530亿元。

10月地方政府债券平均发行期限13.5年，其中一般债券15.1年、专项债券12.6年。10月地方政府债券平均发行利率3.67%，其中一般债券3.70%、专项债券3.66%。财政部日前表示，10月地方债发行利率整体平稳，平均发行利率与9月（3.64%）基本持平，平均发行期限较9月（14.7年）缩短1.2年。

按照“资金跟着项目走”的原则，10月专项债券资金主要用于城镇老旧小区改造、医疗卫生等重点民生领域，以及交通基础设施、市政和产业园区基础设施等重大项目建设。

根据财政部数据，截至2020年10月末，全国地方政府债务余额258074亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务128498亿元，专项债务129576亿元；政府债券256159亿元，非政府债券形式存量政府

债务 1915 亿元。

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。

四、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，债券一级市场在过去两周分别取消发行 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。

日前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，短期内流动性投放将会加码，以缓和市场已经由于信用风险引发的流动性风险。

第三部分国债期货市场展望

10月宏观经济指标走势偏强，显示经济修复势头并未减弱。其中，车市、楼市持续走强，对消费和投资的拉动作用依然明显，工业生产保持高增长，月度服务业生产增速则首次改善至疫情前水平。未来关键在于政策回归常态化后，消费和制造业的复苏能否对冲基建和房地产的回落，出口在当前高景气状态下能否继续维持。下一步，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。根据宏观形势和市场需要，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。

近期国内债券违约较为密集，金融委会议表态缓和市场对信用债市场违约加剧的担心，短期内流动性投放将会加码，以缓和已经由于信用风险引发的流动性风险。供给高峰过去，利率债供给压力下降。在美国大选不确定性冲击已告一段落、海外输入型通胀担忧情绪升温、全球经济明显复苏。市场悲观情绪进一步缓解，短期债市超跌反弹行情有望延续。

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