



国债期货年报

2020年12月21号

经济回暖政策回归 重点把握波段行情

2020年各国经济状况与金融市场均受到新冠疫情的巨大冲击。国内疫情防控得力，经济在3月重启，之后不断复苏。疫情初期前所未有的宽松货币政策与财政刺激政策，后疫情时代的经济修复与政策修复，造就了今年国债期货大起大落的行情。2020年全年，国债期货大涨4个月后进入了8个月的下行期，三大国债期货品种的持仓量与成交量均大增。

新冠疫苗研发工作仍在进行，年底全球已经有几种新冠疫苗被紧急使用，但距离新冠疫苗的大规模应用还需要时间。乐观估计，疫苗的正式批准可能会发生在明年1-2月左右。二季度北半球疫情有望得到较好控制，全球经济将持续复苏。

国内今年的经济主要靠投资和外贸拉动，明年基建投资、制造业投资与消费将成为拉动经济增长的主要引擎。鉴于基数效应，明年GDP增速将会走出前高后低的格局，全年增速有望提高至8-10%。物价预计将会较为平稳，通胀压力与通缩压力均不大。在无通胀压力的情况下，国债收益率上升的压力不大。物价因素将不会是明年货币政策制定时考虑的关键因素。人民币兑美元整体将保持强势，但难断言已经进入升值趋势。人民币强势利于资金流入，对国内货币政策决策的影响也不会太大。鉴于明年经济继续修复、物价平稳，明年宽松货币政策有望适时退出。操作上整体像2019年一样，根据经济改善情况最具体灵活调整，不会再有明显收紧或者宽松趋势。宽松信用政策的退回将会为杠杆率高的企业部门带来风险暴露，增加中长期内利率债的投资价值。中国经济前景向好以及中外利率较高将会继续吸引外资流入，有望对国债价格形成一定支撑。不过A股慢牛将会国债期货行情形成一定打压。

在货币政策主导下，明年国债收益率预计将没有明确上涨或者下跌方向，更多将是保持在一个平台区间内震荡，国债期货存在波段投资机会。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
张昕
投资咨询证号：
Z0015602

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



正文目录

第一部分：2020 年国债期货回顾——疫情突袭，大起大落	1
1.1 疫情肆虐，重创各国经济	1
1.2 宏观政策紧随疫情与经济而动	3
1.3 国债期货大起大落	5
第二部分：2021 年国债期货展望——经济复轨，蛰伏等待	8
2.1 全球疫情缓解，经济增速前高后低	9
2.2 物价与汇率无碍货币政策制定	15
2.3 货币政策：基调中性，灵活调整	16
2.4 信用债：信仰重塑，回归个体信用	18
2.5 外资与 A 股：正负相抵	19
第三部分：2021 年期债投资建议	20

图表目标

图表 1: 全球新冠疫情确诊人数.....	1
图表 2: 全球新冠病毒死亡人数.....	2
图表 3: IMF 对全球经济增长预测.....	2
图表 4: IMF 对全球主要发达经济体及金砖五国的经济增长预测.....	3
图表 5: 2020 年主要期限国债到期收益率探底回升.....	5
图表 6: 三大国债期货主力合约走势.....	6
图表 7: 5 年期主力-10 年期主力、2 年期主力-10 年期主力价差.....	6
图表 8: 2018-2020 年 10 年期国债期货周成交量均值.....	7
图表 9: 2018-2020 年 10 年期国债期货周持仓量均值.....	7
图表 10: 2018-2020 年 5 年期国债期货周成交量均值.....	8
图表 11: 2018-2020 年 5 年期国债期货周持仓量均值.....	8
图表 12: 国债价格影响因素关系图.....	9
图表 13: 主要发达经济体制造业 PMI.....	11
图表 14: 中国实际 GDP 同比及三次产业贡献率.....	12
图表 15: 三驾马车同比增速.....	12
图表 16: 2020 年 11 月固定资产投资分行业累计同比.....	12
图表 17: 固定投资增速以及三大分项增速.....	13
图表 18: 中国进出口同比与贸易差额.....	13
图表 19: 中国年度贸易顺差（亿元）.....	13
图表 20: 商品房销售面积与房屋新开工面积.....	14
图表 21: 工业企业利润累计同比.....	14
图表 22: CPI 同比与核心 CPI 同比.....	15

图表 23: 人民币兑美元汇率中间价.....	16
图表 24: 存款准备金率.....	17
图表 25: M1、M2 同比.....	18
图表 26: 存量社融规模同比	18
图表 27: 上证综指与中债总净价指数.....	20

表格目标

表格 1: 2020 年中国人民银行宏观调控措施.....	4
表格 2: 13 款进入III期临床的新冠疫苗	9
表格 3: 五款已经公布有效率数据疫苗对比.....	10
表格 4: 央行货币政策执行报告	17
表格 5: 央行货币政策工具利率	17
表格 6: 历年债券违约个数及金额	19

第一部分：2020 年国债期货回顾——疫情突袭，大起大落

新冠疫情在 2020 年年初突然袭来，各国经济状况与金融市场均受到疫情的巨大冲击。随着武汉封城，春运期间各地严格防控疫情措施的实施，中国疫情在 2 月底逐步被控制。3 月疫情从国内转向境外，境外输入压力陡增，国内在严防境外输入的同时，逐步重启经济。4 月、5 月天气转暖，国内疫情防控得力，复工复产力度加大，经济不断复苏。受二季度经济数据鼓舞，宽松货币环境逐步收紧。三季度、四季度经济继续好转，货币政策何时退出被提上日程。百年一遇的疫情，遭到重创的经济，前所未有的宽松货币政策与财政刺激政策，后疫情时代的经济修复与政策修复，造就了今年国债期货大起大落的行情。

1.1 疫情肆虐，重创各国经济

截止欧洲中部时间 2020 年 12 月 13 日下午 4:58，根据世卫组织数据，全球新冠确诊病例达到 7046 万人，累计死亡 160 万人。其中，美国累计确诊病例达到 3011.6 万人（占比 42.7%），欧洲累计确诊病例 2191 万人（占比 31.1%）、东南亚累计确诊病例 1136.1 万人（占比 16.1%），中东地区累计确诊病例 449 万人（占比 6.4%）、非洲累计确诊 162.2 万人（占比 2.3%）、西太平洋地区累计确诊病例 96 万人（占比 1.4%）。新冠肺炎疫情波及范围之广，涉及人数之多，毫无疑问是 1918 年大流感以来人类史上最严重的全球流行病。新冠疫情首先在中国肆虐，传统春节假期期间快速爆发，遍布全国各省。随着政府采取较为严格且高效的防控措施，新增病例数量在春节假期过后逐渐回落，2 月下旬已经降至两位数。而在此时，疫情逐渐从亚太地区向全球范围扩散，仅仅两个多月的时间，已经遍布全球六大洲 213 个国家（地区、领地）。二季度起，疫情震中从亚洲转移至欧洲，之后转移到美国、南美、印度。进入秋冬季后，欧洲与美国疫情二次反弹，并愈演愈烈，成为疫情重灾区。

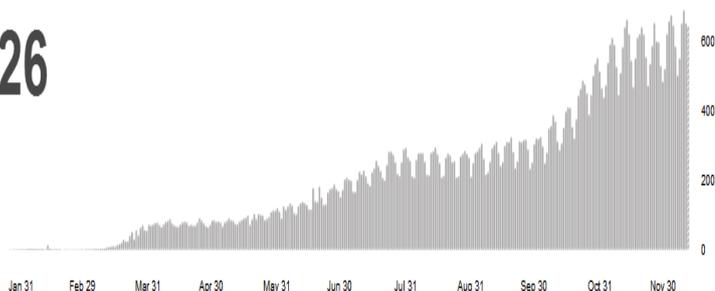
图表 1：全球新冠疫情确诊人数

Global Situation



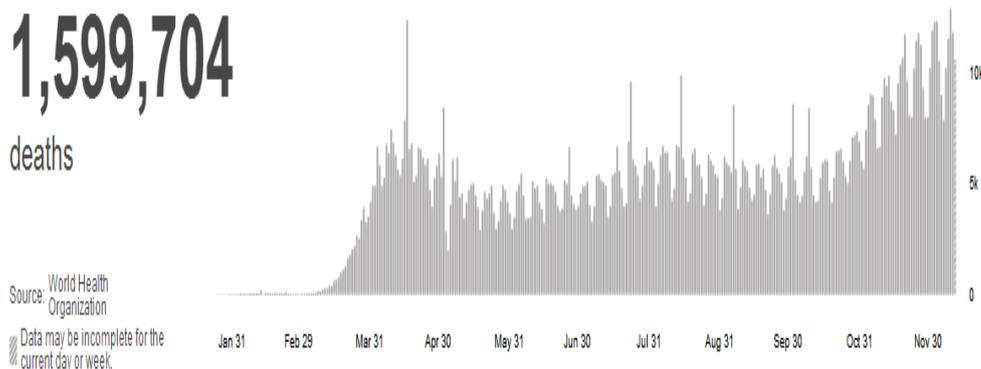
70,461,926

confirmed cases



资料来源：世卫组织官网，截止欧洲中部时间 2020 年 12 月 13 日下午 4:58。

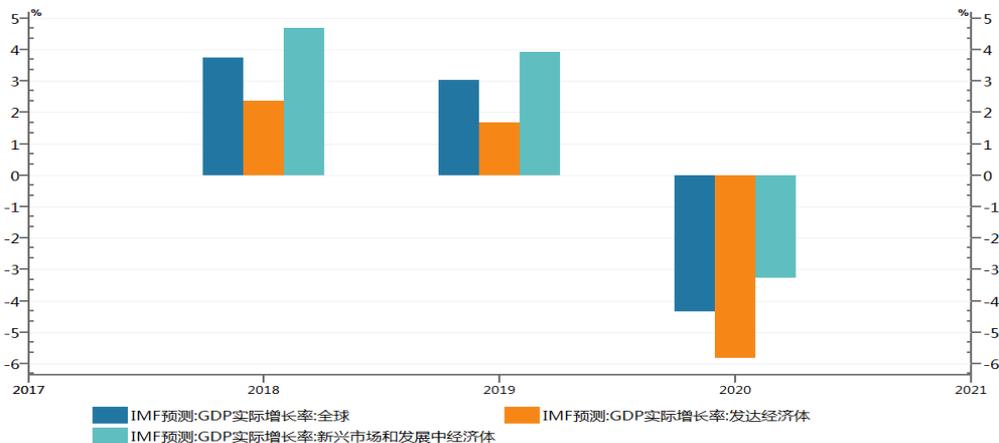
图表 2: 全球新冠病毒死亡人数



资料来源：世卫组织官网，截止欧洲中部时间 2020 年 12 月 13 日下午 4:58。

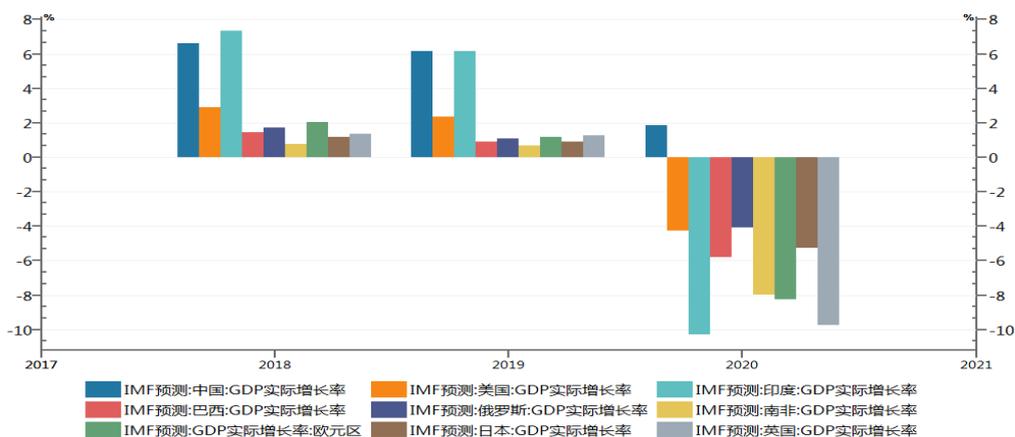
面对新的未知传染病，各国采取的防疫措施主要为增加社交距离、隔离病例、增加医疗资源。从而导致运输业、餐饮业、旅游业等服务业均遇冷，制造业、采矿业也受到较大影响，供应链中断风险增加。根据 IMF 的经济预测，2020 年全球实际经济增长率为-4.36%，将是二战以来最严重的衰退。由于国内疫情防控得利，中国将是唯一一个实现正增长的重要经济体。

图表 3: IMF 对全球经济增速预测



资料来源：IMF、wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 4: IMF 对全球主要发达经济体及金砖五国的经济增速预测



资料来源: IMF、wind 资讯、瑞达期货研究院

尽管年底新冠病毒疫苗的好消息振奋了人心, 但当前疫苗产量较少, 仅有个别国家开始接种, 且优先重点人群, 尚未普及到普通大众。四季度信心好转也仅体现在预期上, 实体经济仍未好转。且北半球冬季刚刚开始, 不利于疫情防控。

1.2 宏观政策紧随疫情与经济而动

疫情改变了各国的经济发展轨迹, 让各国政府疲于应付。防控疫情与发展经济成了绕不开的重要议题。在对冲疫情对经济的不利影响上, 各国政府行动高度一致, 均祭出了大规模财政刺激计划与异常宽松货币政策。随着人类对新冠病毒的认知加深, 恐惧心理不断消亡, 金融市场波动率下降, 宏观调控政策也随之按兵不动。

美联储、欧洲央行、日本央行等全球主要央行在疫情初期均推出了极度宽松的货币措施。以美联储为例, 在美国疫情初期采取的宽松措施有紧急降息、增加量化宽松规模等, 不限量按需买入美国国债和 MBS, 将资产购买范围扩大至公司债, 同时通过增加隔夜正回购操作来向银行、非银机构投放短期流动性, 并推出了商业票据融资便利机制等创新型政策工具来缓解总量和结构性流动性的紧张。在金融市场美元流动性危机解除后, 美联储量化宽松规模明显下降。在财政政策方面, 美国、欧洲各国、日本等主要西方经济体的财政赤字占 GDP 的比重大增。美国 2020 财年联邦财政赤字占美国 GDP 比重比上一财年的 4.6% 升至 15.2%, 创 1945 年以来新高。英国的这一比例将增加到 12%, 德国将增加到 7.25%, 日本将增加到 20%。

国内经济在 2019 年第四季度已经有所好转, 市场一致认为经济即将反弹, 在 1 月初降准之后, 市场并未进一步降准降息有更多期待。在武汉刚刚封城之际, 央行便开展了 2405 亿元定向中期借贷便利操作。春节期间, 疫情扩散之迅速, 导致国内经济迅速封锁, 节后央行依次通过增加专项再贷款额度、下调 MLF 利率、下调 LPR 利率、定向降准及降准措施,

向市场投入大量流动性。这些操作集中在 2 月至 4 月，进入 5 月之后，央行放水操作频率骤降，除了 6 月新创设普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划，以及小幅下调再贷款、再贴现利率之外，其他月份均为正常操作，即便是 11 月及 12 月为了应对信用债暴雷事件，也没有降准降息等操作，仅仅通过逆回购操作以及 MLF 操作缓解市场短期流动性压力。从央行的操作看，应对措施紧随疫情进展及经济发展形势，前四个月宽松，后 8 个月转向中性。

表格 1：2020 年中国人民银行宏观调控措施

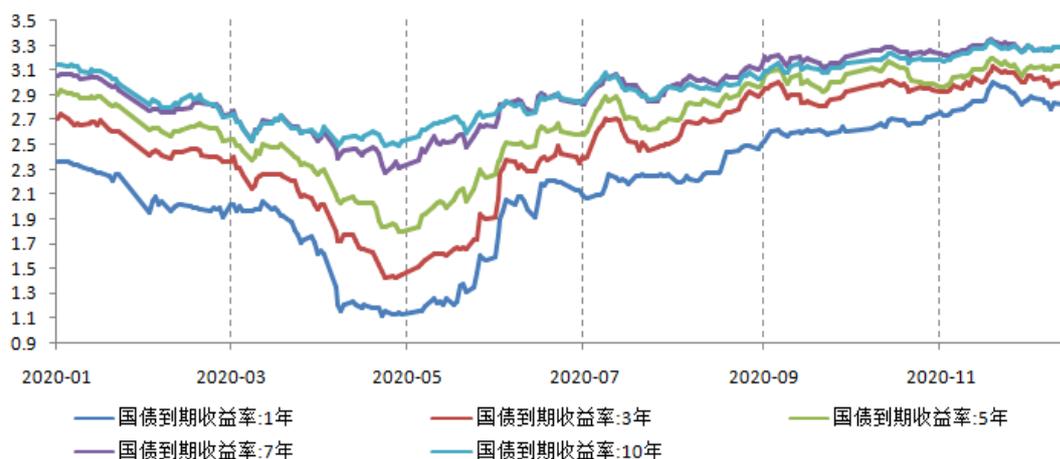
日期	类型	具体操作
1 月 6 日	降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）
1 月 15 日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作，操作金额为 3000 亿元，利率为 3.25%
1 月 23 日	TMLF	开展定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为 2405 亿元，利率为 3.15%
1 月 31 日	专项再贷款	向主要全国性银行和湖北等 10 个重点省（市）的部分地方法人银行提供总计 3000 亿元低成本专项再贷款资金
2 月 17 日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作，操作金额为 2000 亿元，利率为 3.15%，较上期下降 10BP
2 月 20 日	LPR	1 年期 LPR 为 4.05%，5 年期以上 LPR 为 4.75%，分别降 10 个基点、5 个基点
2 月 26 日	再贷款、再贴现	增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%，为企业有序复工复产提供低成本、普惠性的资金支持
2 月 28 日	支农再贷款	安排支农再贷款专用额度 200 亿元，支持扩大生猪养殖信贷投放
3 月 16 日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作，操作金额为 1000 亿元，利率为 3.15%
3 月 16 日	定向降准	实施普惠金融定向降准，对普惠金融领域贷款占比考核达标银行给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠，并对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金率优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点
4 月 3 日	降准	下调农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在本省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率 1 个百分点，分 4 月 15 日和 5 月 15 日两次实施。决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%
4 月 10 日	常备借贷便利利率	隔夜利率从 3.35% 下调至 3.05%、7 天利率从 3.50% 下调至 3.20%、1 个月利率从 3.85% 下调至 3.55%
4 月 15 日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作，操作金额为 1000 亿元，利率为 2.95%，较上期下降 20BP
4 月 20 日	LPR	1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，分别降 10 个基点、

		5个基点
5月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为1000亿元,利率为2.95%
6月1日	创设新工具	创设普惠小微企业贷款延期支持工具、创设普惠小微企业信用贷款支持计划
6月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为2000亿元,利率为2.95%
6月29日	再贷款、再贴现利率	从2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率。其中,下调支农再贷款、支小再贷款利率0.25个百分点。下调再贴现利率0.25个百分点至2%。下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点
7月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为4000亿元,利率为2.95%
8月17日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为7000亿元,利率为2.95%
9月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为6000亿元,利率为2.95%
10月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为5000亿元,利率为2.95%
11月16日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为8000亿元,利率为2.95%
11月30日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为2000亿元,利率为2.95%
12月15日	MLF	开展中期借贷便利(MLF)操作,操作金额为9500亿元,利率为2.95%

资料来源:中国人民银行官网,整理得来。

财政措施方面。年初财政部提前下达专项债额度22900亿元,在2-6月针对不同类型企业和经营情况实行免、减、缓三项社会保险费单位缴费部分,年度财政赤字率拟提高至3.6%以上,专项债规模扩大,新发行特别国债1万亿,而多个地方政府都推出了不同形式的消费补贴。由于财政政策措施作用于实体经济上有一定时滞,在经济数据不变转好后,财政刺激规模维持在原有规模。

图表 5: 2020年主要期限国债到期收益率探底回升



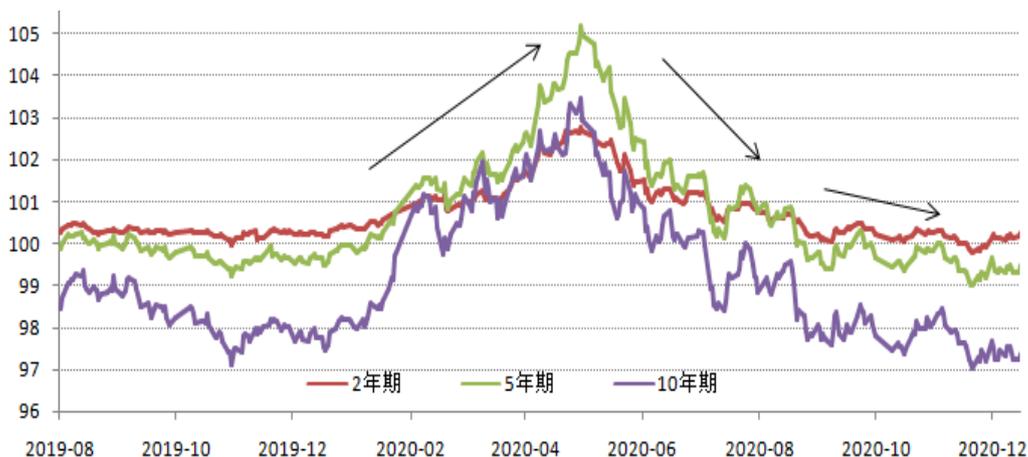
资料来源:wind资讯、瑞达期货研究院

1.3 国债期货大起大落

2020年全年,国债期货先是走出了4个月的大涨行情,之后进入了8个月的下行期。10年期国债期货加权价格从2019年最后一个交易日收盘价98.105大涨至4月29日的

103.3，涨幅达 5.3%。同期，5 年期国债期货加权价格上涨 5.08%，2 年期国债期货加权价格上涨 2.26%。此后国债期货步入下行通道，收盘价最低点出现在 11 月 20 日，至此，10 年期国债期货加权价格从最高收盘价大跌 6.04%，5 年期国债期货加权价格大跌 5.69%，2 年期国债期货加权价格大跌 2.76%。12 月国债期货价格小幅反弹，截止 12 月 15 日，10 年期、5 年期、2 年期国债期货加权价格年度跌幅分别为 0.76%、0.44%和 0.13%。

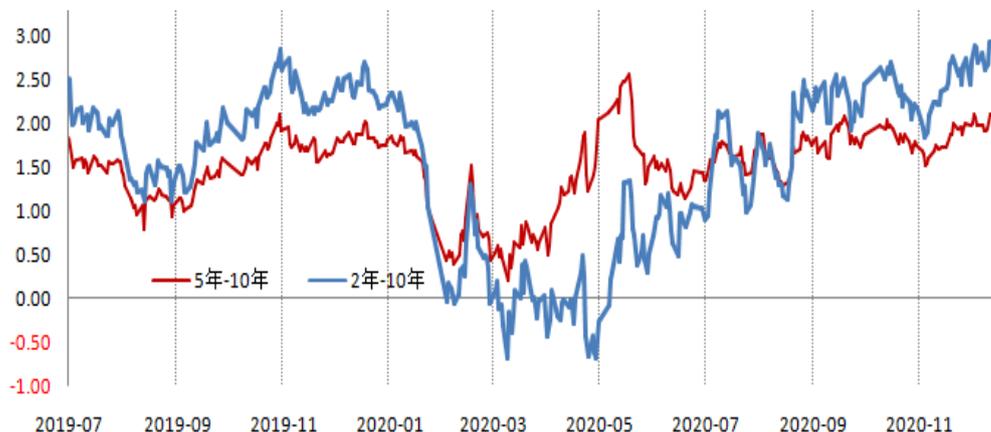
图表 6：三大国债期货主力合约走势



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

随着国债期货大涨大跌，合约间的价差也出现了较为一致的走势。今年 3 月份，5 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力价差一度收窄至 0.5 以内，而 2 年期国债期货主力与 10 年期国债期货主力价差则跌至负值，并持续了 2 个月之久。随后，两个价差均走扩，以 2 年期与 10 年期之间的价差走扩幅度最大。

图表 7：5 年期主力-10 年期主力、2 年期主力-10 年期主力价差

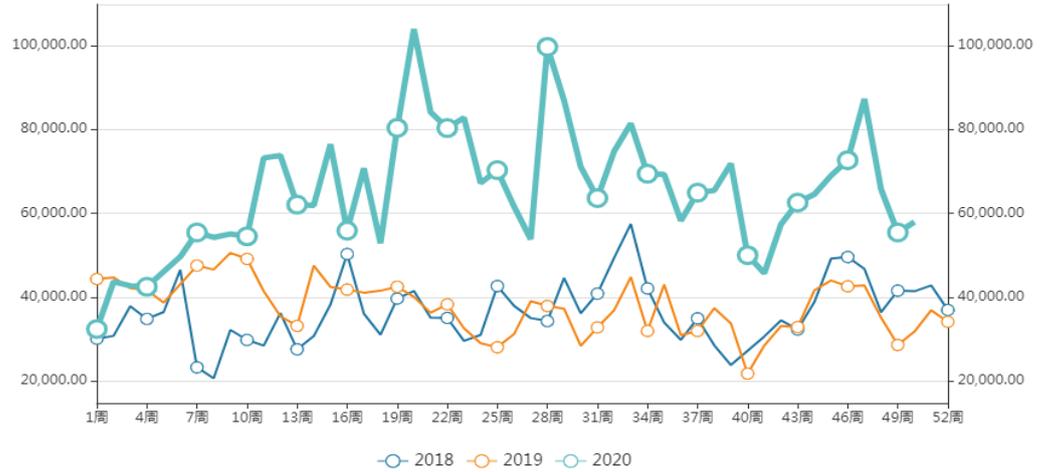


资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

价格的大幅波动也带来了成交量和持仓量的增加。截止 12 月 16 日，2 年期国债期货今年的成交量达 224.3 万手，较去年增加 25.8 万手；5 年期国债期货成交量达 557.5 万手，较去年大增 378.1 万手，或 210.7%；10 年期国债期货成交量达 1535.1 万手，较去年增加

611.5 万手，或 66%。10 年期国债期货今年的持仓量峰值达 13.2 万手，较去年峰值 9.8 万手高出 3.4 万手；5 年期国债期货今年的持仓量峰值达 6.4 万手，较去年峰值 3.9 万手高出 2.5 万手；2 年期国债期货今年的持仓量峰值达 3 万手，较去年峰值 2.3 万手高出 0.7 万手。

图表 8：2018-2020 年 10 年期国债期货周成交量均值



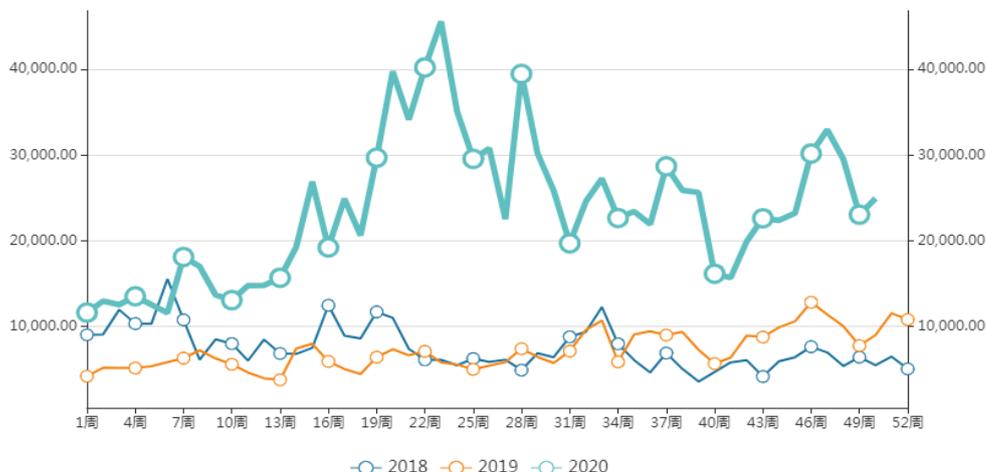
资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 9：2018-2020 年 10 年期国债期货周持仓量均值



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 10：2018-2020 年 5 年期国债期货周成交量均值



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 11：2018-2020 年 5 年期国债期货周持仓量均值



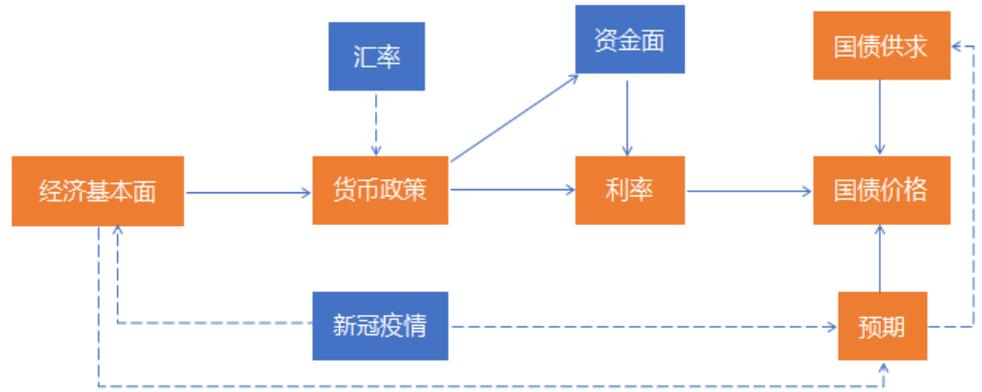
资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

第二部分：2021 年国债期货展望——经济复轨，蛰伏等待

影响国债价格的三条主要传导途径为：一条是利率途径传导，即“经济基本面——货币政策——资金面/金融监管——利率——国债价格”，一条是供需传导，即“配置需求+债券供给——国债价格”，另外一条是建立在前两条传导途径之上的预期传导，由预期直接影响国债期货价格，即“预期——国债价格”。经济基本面的好坏，会影响货币政策走向，也会影响市场对货币政策的预期，以及国债投资价值的大小，这也是影响国债走势的长期决定因素。国债的配置需求以及债券供给情况，会影响国债的现券利率。国债的避险需求主要来自金融市场动荡以及政治事件。而预期会影响国债当前以及未来的配置需求，并直接影响到国债的价格。而国债期货的价格依赖于国债现券的价格，这三条传导途径也可以看成是影响国债期货的途径。此外，汇率与利率关系密切，人民币汇率走势有时会掣

肘货币政策的实施空间。新冠疫情是另外一个非常重要的干扰项，会影响经济走势及经济政策，也会直接影响国债期货价格。这些关系用图来表示出来，如图 12 所示。其中，利率传导途径是主导。本章将抓住主要方面，对影响国债期货 2021 年走势的因素进行分析。

图表 12：国债价格影响因素关系图



资料来源：瑞达期货研究院

2.1 全球疫情缓解，经济增速前高后低

在全球 200 多支新冠疫苗中，有 13 个进入了 III 期临床，其中中国占据 5 席，美国占据 4 席。目前已经投入使用的疫苗也主要来自中国和美国。其中瑞辉公司疫苗目前已经在多个西方发达国家使用，中国疫苗主要用在中国大陆和欠发达国家。

表格 2：13 款进入 III 期临床的新冠疫苗

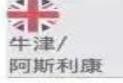
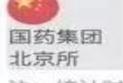
研发机构	类型	国家
强生	腺病毒载体疫苗	美国
Novavax	重组蛋白疫苗	美国
Moderna	mRNA 疫苗	美国
辉瑞 BioNTech	mRNA 疫苗	美国 德国
智飞生物	重组蛋白疫苗	中国
康希诺 军科院	腺病毒载体疫苗	中国
国药集团北京所	灭活疫苗	中国
国药集团武汉所	灭活疫苗	中国
科兴生物	灭活疫苗	中国
阿斯利康	腺病毒载体疫苗	英国
Medicago	病毒样粒子 (VLP) 疫苗	加拿大
Bharat	灭活疫苗	印度
加马列亚研究所	腺病毒载体疫苗	俄罗斯

资料来源：科技 MIX，网上公开资料

国内疫苗接种进展。今年7月22日，我国正式启动了新冠疫苗的紧急使用，为高暴露风险人员接种疫苗。日前，浙江嘉兴、义乌等多地已开放新冠疫苗紧急接种预约，四川部分地区也开始试点。我国目前5个新冠病毒疫苗正在做好大规模生产准备。鉴于国内疫情零星发作，接种疫苗的紧迫性不算很强。

境外疫苗接种进展。11月10日，美国辉瑞新冠疫苗传来佳音，随后美国疫苗厂商Moderna宣布其新冠疫苗有效率可达94.5%。12月，欧洲率先启动接种辉瑞新冠疫苗工作。俄罗斯首都莫斯科于5日启动新冠疫苗接种工作，英国多地于8日开始为民众接种新冠疫苗。法国、德国、罗马尼亚、葡萄牙、西班牙等国基本上计划于明年年初开始为民众提供接种服务。北美新冠疫苗接种进展也较快，辉瑞新冠疫苗已经获得美国食品和药物管理局(FDA)的紧急使用授权审批，美国于14日开始为重点人群接种辉瑞新冠疫苗。Moderna新冠疫苗的安全性和有效性已经被FDA认可，预计将在12月获得审批，进入美国可接种新冠疫苗之列。加拿大已经批准辉瑞疫苗紧急使用，在12月中旬进行接种。在其他地区，阿联酋成为首个正式批准一款中国新冠疫苗的国家，巴西、埃及、墨西哥均将购买中国新冠疫苗，据12月12日媒体报道，有超过40个国家向中企提出了新冠疫苗的采购需求。

表格 3：五款已经公布有效率数据疫苗对比

疫苗企业	类型	三期临床试验规模(人)	最新公布的有效率	不良反应	存储条件	是否上市	单剂价格
 辉瑞	mRNA	43661	95%	未发现严重的安全隐患	-70℃	英国已上市	¥130 (\$20)
 Moderna	mRNA	30000	94.5%	大多数不良反应事件为轻度或中度	-20℃	-	¥215 (\$33)
 牛津/阿斯利康	病毒载体疫苗	23848	70.4%	168名参与者发生了175次严重不良反应	2-8℃	-	¥26 (\$4)
 加马利亚研究所	病毒载体疫苗	16000	92%	没有严重副作用	-18℃	-	¥65 (\$10)
 国药集团北京所	灭活疫苗	31000	86%	没有发现疫苗存在严重的安全隐患	2-8℃	阿联酋已注册	¥200 (\$30)

注：统计时间截至2020年12月10日。有效率/单价数据仅为统计时的情况

来源：根据公开资料汇总

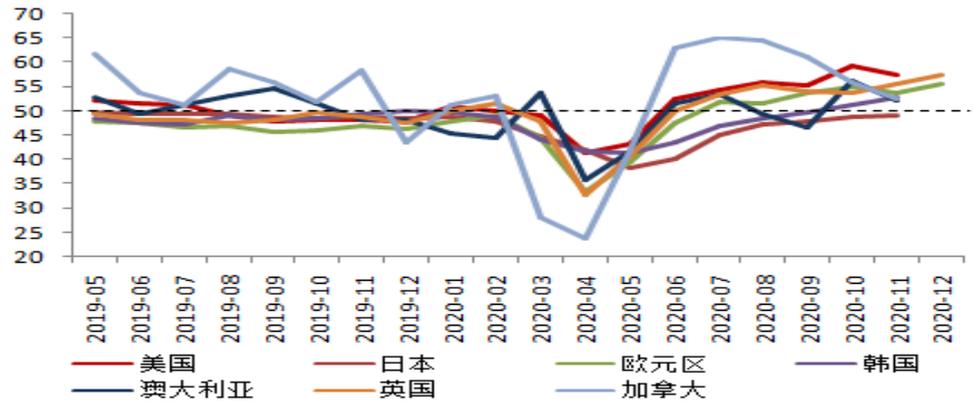
8 健闻

图片来源：八点健闻跟进公开资料汇总制作

虽然全球已经有大批疫苗被紧急使用，但考虑到产能、有效性、安全性、运输、价格，公众接受程度等因素，距离新冠疫苗的大规模应用还需要时间。乐观估计，疫苗的正式批准可能会发生在明年1-2月左右。不过，正如世卫组织总干事谭德塞所言，新冠疫苗研发进展使人们开始看到“隧道尽头的光芒”。12月、1月、2月为北半球冬季，随着气温升高，新冠病毒的传染率将会下降，加上大规模疫苗接种，二季度北半球疫情有望得到很好

的控制。发达经济体主要集中在北半球，北半球经济复苏，将带动全球经济。自 11 月瑞辉疫苗消息以来，市场对经济前景的乐观情绪不仅体现在金融市场上，还体现在领先指数 PMI 上。欧元区 12 月制造业 PMI 初值报 55.5，英国 12 月制造业 PMI 初值报 57.3，均创年内新高。

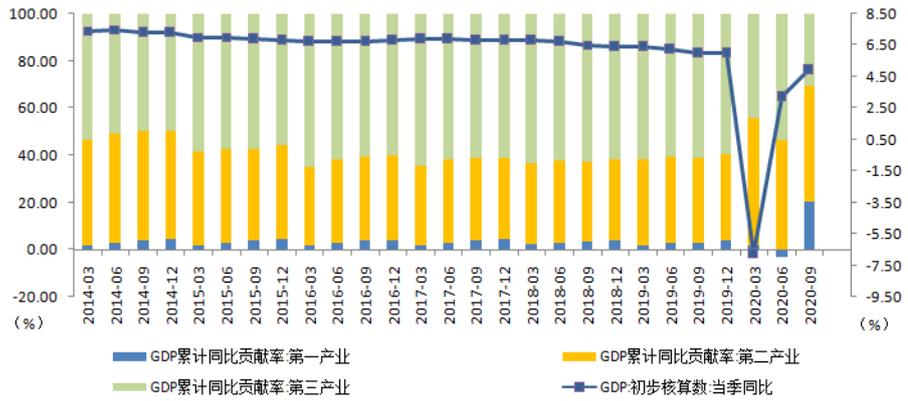
图表 13：主要发达经济体制造业 PMI



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

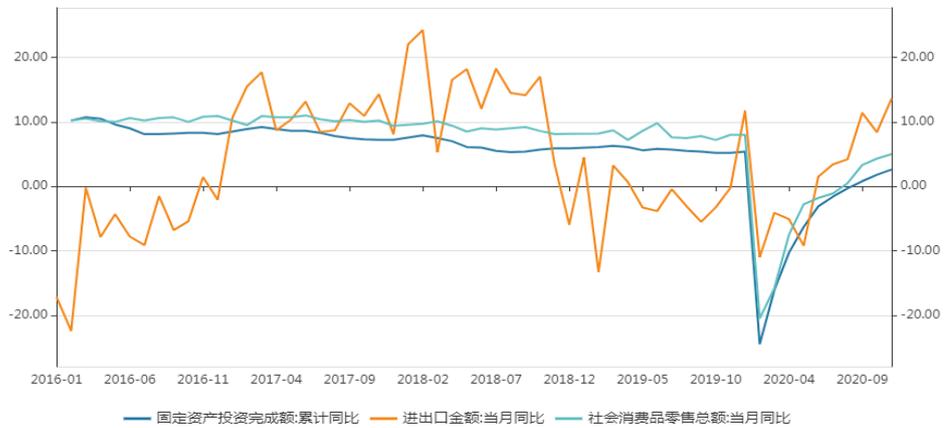
国内今年的经济主要靠投资和外贸拉动。1-11 月，固定资产投资完成额同比增长 2.6%，主要构成部分当中，房地产投资最强，基建投资次之，制造业投资是拖累项。其中房地产投资恢复最强也最早，早在今年 6 月份就已经由负转正，至 11 月累计同比达到 5%。与去年前 11 个月相比，今年的房地产开发投资完成额增加了 7200 亿元。原本被寄予很大希望的基建投资尽管从 7 月也实现了正增长，但整体增速不高，不及市场预期。制造业前 11 个月的累计同比为-3.5%，跌幅不断收窄，全年恢复正增长的概率较低，同比降幅有望收窄至 2%以内。外贸表现完全超出预期，全年预计贸易顺差 3.6 万亿元以上，较去年增长 7000 亿元人民币，同比将拉动 GDP 增长 0.7%左右。外贸表现出彩，主要因出口替代效应与防疫物资大幅增加所致。因境外疫情恶化导致多国供应链中断，而中国货物填补了这部分缺口。疫情对消费冲击较大，年内社会消费品零售总额可能与去年勉强持平。

图表 14: 中国实际 GDP 同比及三次产业贡献率



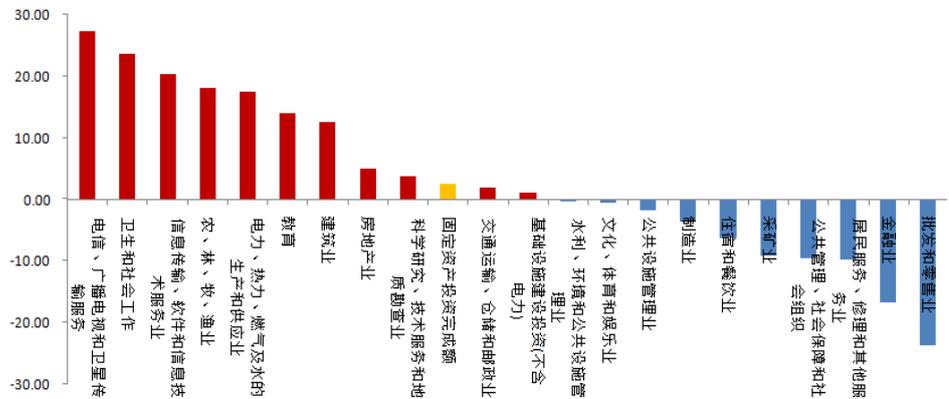
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 15: 三驾马车同比增速



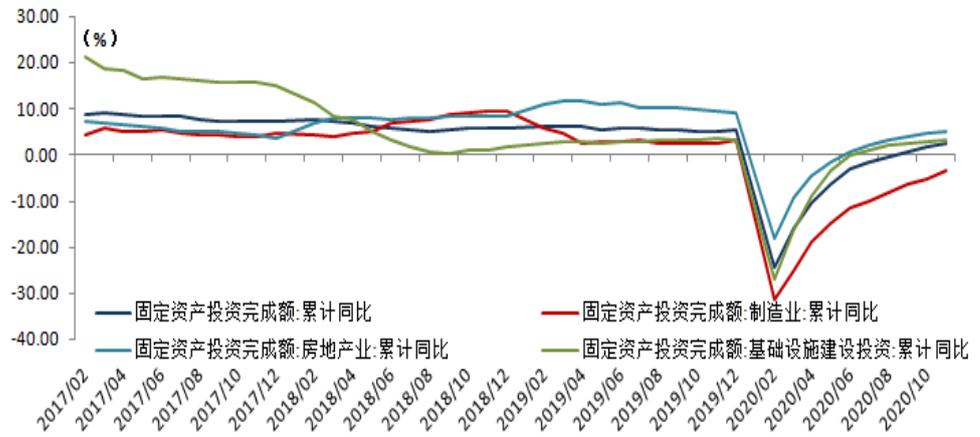
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 16: 2020 年 11 月固定资产投资分行业累计同比



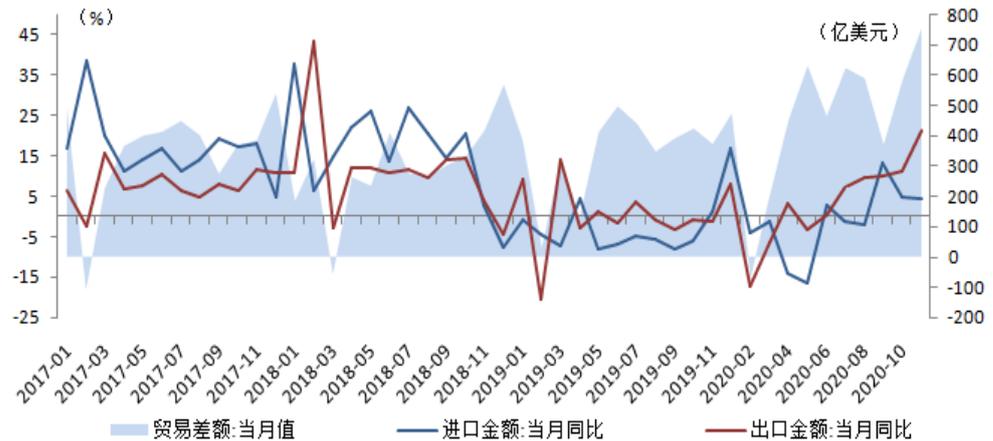
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 17: 固定投资增速以及三大分项增速



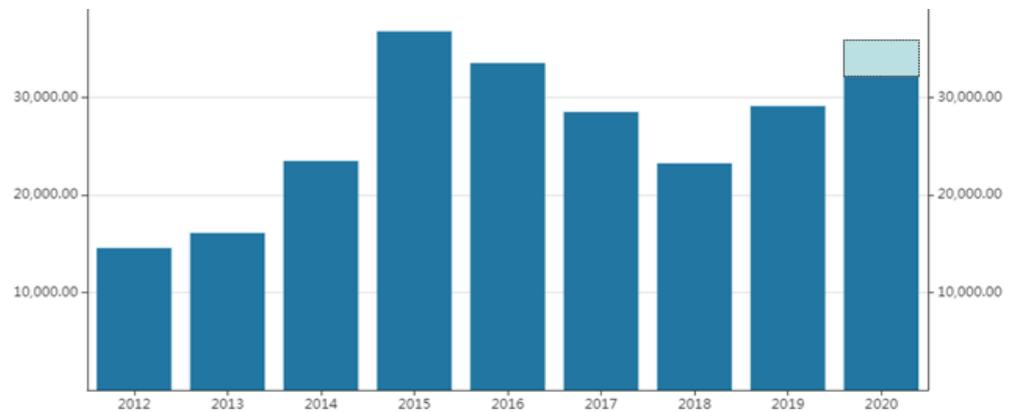
资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 18: 中国进出口同比与贸易差额



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 19: 中国年度贸易顺差 (亿元)



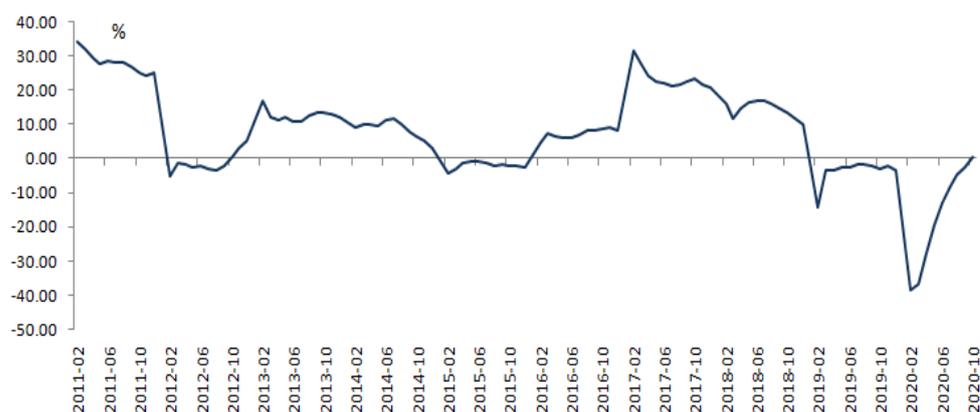
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院, 浅蓝色部分为 12 月预期贸易顺差。

图表 20：商品房销售面积与房屋新开工面积



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 21：工业企业利润累计同比



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

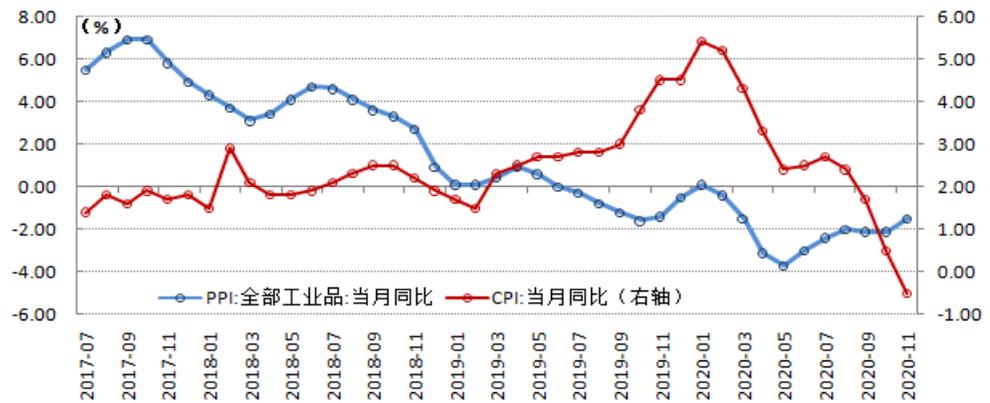
展望明年，由于今年地方政府专项债较去年增加 1.6 万亿达 3.75 万亿，且增加发行 1 万亿抗疫特别国债，基建投资可能延迟至明年发力。制造业的投资主要依赖于利润好坏以及对市场前景的判断，随着利润修复与经济继续好转，制造业投资有望回升。但房地产对经济的贡献将会下降。今年 8 月，住建部和央行为房企融资划了“三条红线”，监管加码提升了房地产企业的短期融资压力，有助于降低房企杠杆率，更加注重短期销售回款和现金流管理能力。且五中全会公报并未提及房地产，这和之前讲的坚持房住不炒是一致的。今年房地产销售的“金九银十”没有再现，房地产开发和增速上行的趋势基本结束。随着人民币升值以及境外疫情好转，出口高增速不可持续，良好出口形势预期能持续至明年一季度。经济好转将带动消费好转，加之消费政策的加持，消费有望实现正增长。综合来看，明年三驾马车当中，基建投资、制造业投资与消费将成为拉动经济增长的主要引擎。鉴于基数效应，明年 GDP 增速将会走出前高后

低的格局，全年增速有望提高至 8-10%。

2.2 物价与汇率无碍货币政策制定

完整的猪周期通常要历时 3-4 年，本轮猪价上涨已经走完 2 年左右的上升周期，今年下半年猪价已经略有回落。非洲猪瘟威胁基本解除，生猪存栏量及出栏量均不断恢复，猪价在明年有望持续下行，加之今年的高基数，同比降幅将非常明显，可能会带动 CPI 同比继续向下。不过扣除食品与能源，CPI 同比在经济好转之后有上升的潜力。疫情过后，各国生产恢复，全球贸易以及供应链将会比今年更为通常，而美元指数并未进入下行周期，短期下行会推高大宗商品中农产品的价格，国内面临一定通胀输入压力。就其他大宗商品而言，全球经济复苏有望带来能源、有色金属、黑色金属等的价格复苏，工业品的通胀问题有望得到缓解。总体而言，明年通胀压力与通缩压力均不大，物价预计将会较为平稳。在无通胀压力的情况下，国债收益率上升的压力不大。物价因素明年将不会是货币政策制定时考虑的关键因素。

图表 22: CPI 同比与核心 CPI 同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

人民币兑美元汇率年内大幅走高，中间价从 1 月 2 日的 6.9614 升至 12 月 18 日的 6.5315，走高 4299 个基点。从基本面上看，中国疫情防控得力、经济复苏态势良好、货币政策转为中性、中美利差走扩、中国贸易顺差大增等均能构成对人民币的支撑，人民币仍然会继续维持强势。不过人民币过于强势不符合央行保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的目标。在美国疫情被控制经济持续转好之后，人民币能否趋势性走强较难预测。且美国总统换届之后，中美摩擦风险并未解除，人民币升值之路也存在一些变数。明年人民币兑美元整体将保持强势，但难断言已经进入升值趋势。人民币强势利于资金流入对国内货币政策决策影响不会太大。

图表 23：人民币兑美元汇率中间价



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

2.3 货币政策：基调中性，灵活调整

如果没有突如其来的新冠疫情，今年的货币政策大概率仍然以稳健略宽松为主，疫情改变了货币政策原有的运行轨道。今年在央行的加码货币宽松政策下，M2 同比从去年 8.5%左右的增速大幅上升至 10%以上，前 11 个月社会融资规模大增 9.68 万亿。今年国内宏观杠杆率明显上升，居民部门、政府部门以及非金融企业部门的杠杆率均上升。杠杆率提高，金融风险积累，通胀潜在上行，都是货币刺激政策的代价。短期政策以中长期政策为界限，当短期政策和中长期政策冲突时，以中长期政策为准。

12 月中旬召开的中国经济工作会议指出，“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，会议对货币政策的表述与 11 月底央行发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》中的论调基本一致，“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”。总体而言，货币政策转向中性，央行已逐步从阶段性容忍杠杆提升向稳杠杆回归，防风险的重要性明显提升。这意味着信贷调结构、通渠引流、降低融资成本仍是后疫情时期的政策导向。鉴于明年经济继续修复、物价平稳，明年宽松货币政策有望适时退出。操作上整体像 2019 年一样，根据经济改善情况最具体灵活调整，不会再有明显收紧或者宽松趋势。

表格 4: 央行货币政策执行报告

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2018 年 趋宽松	保持流动性合理稳定	流动性合理稳定	流动性合理充裕	松紧适度, 处理好稳增长与去杠杆、强监管关系
2019 年 松紧交替	松紧适度, 强化逆周期调节	松紧适度, 适时适度实行逆周期调节, 把好货币供给总闸门	松紧适度, 适时适度实行逆周期调节, 把好货币供给总闸门	加强逆周期调节, 防止通胀预期发散
2020 年 宽松到中性	流动性合理充裕, 加大对冲疫情的货币信贷支持力度	把握好政策力度、重点和节奏, 加强货币政策逆周期调节	更加灵活适度、精准导向, 完善跨周期设计和调节	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”

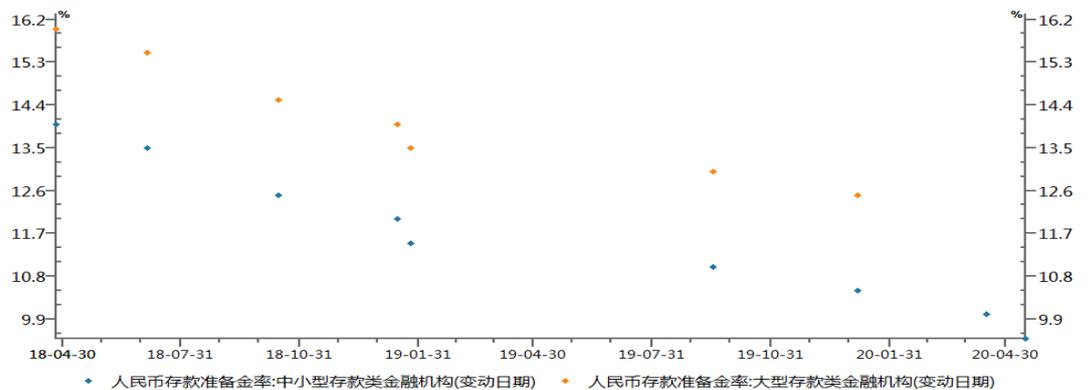
资料来源: 人民银行网站、瑞达期货研究院

表格 5: 央行货币政策工具利率

货币政策工具利率	年初	年末	调整幅度
逆回购操作			
7 天期	2.50%	2.20%	-30bp
14 天期	2.65%	2.35%	-30bp
中期借款便利 (MLF)			
12M	3.25%	2.95%	-30bp
定向中期借款便利 (TMLF)			
12M	3.15%	2.95%	-30bp
贷款市场报价利率 (LPR)			
1 年	4.15%	3.85%	-30bp
5 年	4.80%	4.65%	-25bp

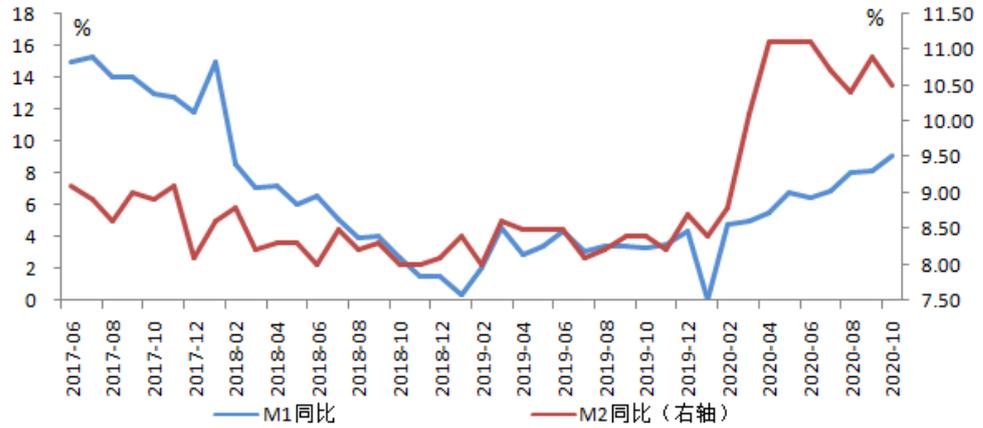
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 24: 存款准备金率



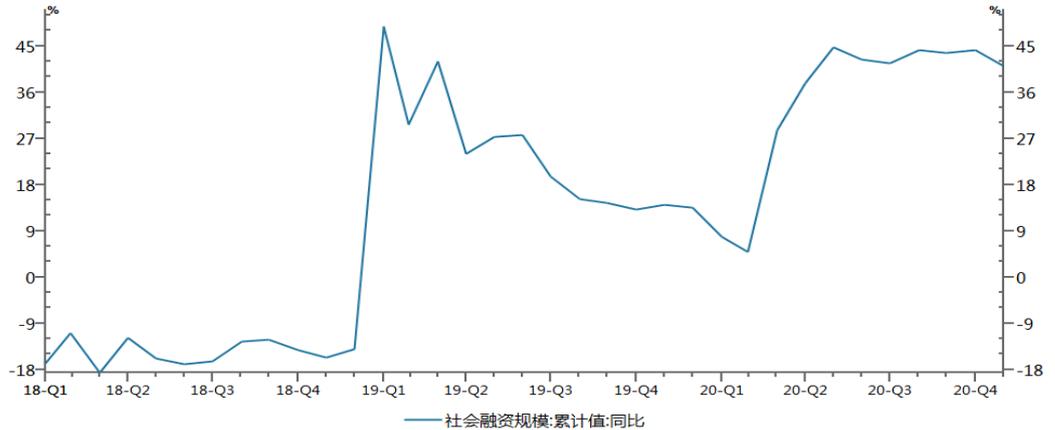
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 25: M1、M2 同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 26: 存量社融规模同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

2.4 信用债: 信仰重塑, 回归个体信用

今年信用债违约金额增加, 尤其是国企大超预期。与去年的 7 家相比, 今年共有 9 家国企违约, 违约余额则由去年的 129.3 亿增加到今年的 548.87 亿。永城煤电、华晨集团等大规模国企在违约前均为 AAA 评级, 突然违约对市场冲击极大。11 月 10 日“20 永煤 SCP003”违约后, 11 月 10 日至 11 月 20 日, 估值调整超过 50bp 的个券, 存量规模合计 2.8 万亿, 占信用债存量 23.2 万亿的 12% 左右, 且永煤违约对其他地区、其他行业、其他品种都有冲击。同时, 多只信用债取消或推迟发行, 增加了整体的融资难度。此后金融稳定发展委员会召开会议, 研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作, 会议要求地方政府和金融监管部门要提高政治站位, 切实履行责任, 秉持“零容忍”态度, 维持市场公平和秩序, 保持流动性合理充裕, 牢牢守住不发生系统性风险的底线。之后, 多个地方政府表态支持企业信用, 市场信心略有恢复, 信用债暴雷

事件对市场的冲击明显边际下降。

国企违约冲击市场国企信仰，信用债市场目前正处在持续的信仰重塑过程当中。今年以来，企业部门杠杆率飙升较多。随着疫情冲击减弱，经济继续改善，明年上半年宽松信用政策可能会临近尾声，重新回到防风险、去杠杆阶段，这将为杠杆率高的企业部门带来风险暴露。城投债、地方债和信用债将继续分化，投资价值更加体现在发行个体上，过去机构投资者抱团国债、城投债的情况将会发生改变。信用债整体配置情绪仍需耐心等待明年的配置机会，回归主体信用研究。在可配置固收类资产标的缺乏的情况下，中长期利率债的投资价值将会增加。

表格 6：历年债券违约个数及金额

	违约个数（只）	违约金额（亿元）
2014 年	6	13.4
2015 年	25	115.19
2016 年	56	393.77
2017 年	34	312.49
2018 年	125	1209.61
2019 年	184	1494.89
2020 年	140	1608.14

注：截止 2020 年 12 月 21 日，数据来源于 Wind 资讯。

2.5 外资与 A 股：正负相抵

今年前 11 个月中国国债外资持有量增加了逾 9000 亿元，境外机构投资者的中国债券托管量连续 24 个月增加。国际投资者对中国债券的青睐显示出外资对中国经济长期健康发展的信心，今年中国国债已经被纳入到三大知名全球债券指数当中，分别是彭博巴克莱债券指数、摩根大通全球新兴市场政府债券指数、富时世界国债指数（WGBI）。全球债券指数的纳入，将增加全球更多投资者对中国国债的配置需求，而中外利差也是中国债券吸引力较大的原因之一。这两个有利因素在明年将继续存在，主要市场机构普遍看重中国经济在 2021 年将继续引领全球经济增长，境外机构流入中国债市的资金规模将达到 1.2 万亿元。利率债是境外机构进入国内债市的主要配置标的，在人民币仍在保持强势的背景下，外资流入有望对国债价格形成一定支撑。

A 股当前估值已处在近十年来较高的水平，利率上行成为 A 股估值继续上行的制约因

素，市场风险偏好受到明显抑制，风险溢价处于较低水平。2021 年 A 股估值进一步扩张则主要需要来自 A 股自身基本面与市场风险偏好（资金面）的共同驱动，而低估值高成长的板块有望推动 A 股保持上行走势。目前的市场格局较难形成一跃而上的牛市，更多将会是长牛缓慢攀登的过程。上半年上证指数及各大指数或有望借助两会、年报、经济的利好推动，突破 2019 年一季度形成的阶段性高点，之后或将保持高位休整，等待经济回暖进一步确认后稳步上行。

从这两个因素来讲，外资流入对国债价格的拉动作用将被 A 股的慢牛走势所抵消，尤其是上半年，A 股的压制力量将会更强一些。

图表 27：上证综指与中债总净价指数



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

第三部分：2021 年期债投资建议

展望 2021 年，全球经济将从新冠疫情寒冬中复苏，国内经济仍有望继续引领全球。国内今年的经济主要靠投资和外贸拉动，明年基建投资、制造业投资与消费将成为拉动经济增长的主要引擎。鉴于基数效应，明年 GDP 增速将会走出前高后低的格局，全年增速有望提高至 8-10%。物价预计将会较为平稳，通胀压力与通缩压力均不大。在无通胀压力的情况下，国债收益率上升的压力不大。物价因素将不会是明年货币政策制定时考虑的关键因素。人民币兑美元整体将保持强势，但难断言已经进入升值趋势。人民币强势利于资金流入，对国内货币政策决策的影响也不会太大。鉴于明年经济继续修复、物价平稳，明年宽松货币政策有望适时退出。操作上整体像 2019 年一样，根据经济改善情况最具体灵活调整，不会再有明显收紧或者宽松趋势。宽松信用政策的退回将会为杠杆率高的企业部门带来风险暴露，增加中长期利率债的投资价值。中国经济前景向好以及中外利率较高将会

继续吸引外资流入，有望对国债价格形成一定支撑。不过 A 股慢牛将会国债期货行情形成一定打压。

在货币政策主导下，明年国债收益率预计将没有明确上涨或者下跌方向，更多将是保持在一个平台区间内震荡，国债期货存在波段投资机会。就 10 年期国债收益率而言，可能在 3-3.4% 之间波动，没有确定性方向。全年看，国债期货缺乏趋势性交易机会，只能把握短期波段机会。

策略上，在 10 年期国债到期收益率升至 3.4% 附近时，做多国债期货，在 3% 附近时，做空国债期货。持仓量根据资金面做出微调，实时对行情进行评估，再决定是否继续做多或者转而做空。鉴于灵活调整的货币政策对 2 年期国债利率与 10 年期国债利率之间的利差影响更大，套利策略建议关注 2 年期与 10 年期国债期货之间的跨品种套利机会。当前 2 年期与 10 年期国债期货价差在 3 左右，按照 2019 年的利率震荡行情来看，两者价差最高在 4 附近，最低在 1.5 附近。2021 年套利策略的入场点位也可以参考 1.5 至 4 这一区间，在区间顶部做空价差，在区间底部做多价差。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

