



国债期货半年报

2021年6月29号

宽松政策临近退出 波段行情有望终结

全球经济上半年持续复苏，但因疫苗接种进度不同，复苏不均衡，近两年发达国家复苏力度将会强于发展中国家。发达经济体中，美国有望率先退出宽松货币政策。国内疫苗接种进展较快，经济持续复苏，一季度 GDP 同比达到 18.3%，二季度经济持续活跃。整个上半年对外贸易、房地产投资强劲，消费状况略有改善。不过国内经济边际改善程度缩小，有望为央行推迟收紧货币政策的时间提供支撑。在防控疫情常态化约束下，货币政策需要平衡多个经济目标。三季度货币政策立场预计仍以稳为主，后续或难以出现明显宽松，四季度利率有上行可能性。需警惕通胀上行倒逼货币政策被动收紧。三季度国债期货缺乏趋势性交易机会，建议紧盯资金面与货币政策方向，四季度可关注经济恢复情况与货币政策态度，酌情建立空仓。

短线交易可以直接参考技术形态。操作上可参考 15 分钟 K 线周期，以 45 日均线为多空参考。中线策略盈亏比例至少 2:1 为宜。三季度策略上可波段操作，四季度可逢高做空为主，盈亏比例至少 2:1 为宜。三季度 10 年期国债期货主力合约 T2109/12 上行压力位在 98.8/98.2，下部支撑位关注 97.4/97.3；5 年期国债期货主力合约 TF2109/12 上行压力位在 100.3/99.9 一线，下部支撑位关注 99.4/99.1；2 年期国债期货主力合约 TS2109/12 上行压力位在 100.6/100.3 一线，下部支撑位关注 100/99.8。四季度有望跌破支撑位，宜逢高提早在 12 月合约上布局空单。跨品种套利方面，五债与十债价差向下突破 2.2、二债与十债价差向下突破 1.5，可介入做多价差策略，目标位分别在 4、3.5。

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：上半年国债行情回顾	1
第二部分：疫苗接种加快、经济不均衡复苏.....	3
2.1 疫苗接种为全球疫情带来曙光	3
2.2 货币宽松叠加积极财政促经济恢复	6
2.3 中国经济增速放缓，整体向好	9
第三部分：后疫情时期的货币政策选择.....	14
3.1 未来通胀发展需关注	16
3.2 人民币汇率影响有限	18
第四部分：现券供需	20
第五部分：操作策略	22
5.1 日内与短线	22
5.2 中线策略	22
5.3 跨品种套利	22
免责声明	1

图表目标

图表 1：2 年期、5 年期、10 年期主力日收盘价	1
图表 2：国债期货月度成交量	2
图表 3：国债期货持仓量	2
图表 4：国债期货主力之间的价差	3
图表 5：全球当日新增确诊病例	4
图表 6：至少接种一针新冠疫苗的人数占比	4
图表 7：主要国家 GDP 同比	5
图表 8：全球金融市场主要资产类比价格走势	5
图表 9：全球主要发达国家基准利率	6
图表 10：美国联邦政府财政赤字	7
图表 11：美国 GDP	7
图表 12：欧洲央行资产负债表规模大增	8
图表 12：英国央行资产购买	8
图表 14：克强指数	9
图表 15：中国制造业 PMI	10
图表 16：中国制造业 PMI 分项指标	10
图表 17：中国固定资产投资累计同比	11
图表 18：中国工业增加值及用电量同比	11
图表 19：商品房销售与房地产投资	11
图表 20：土地购置面积与房地产投资	12
图表 21：零售销售分项占比	12
图表 22：中国社会消费品零售销售数据	13

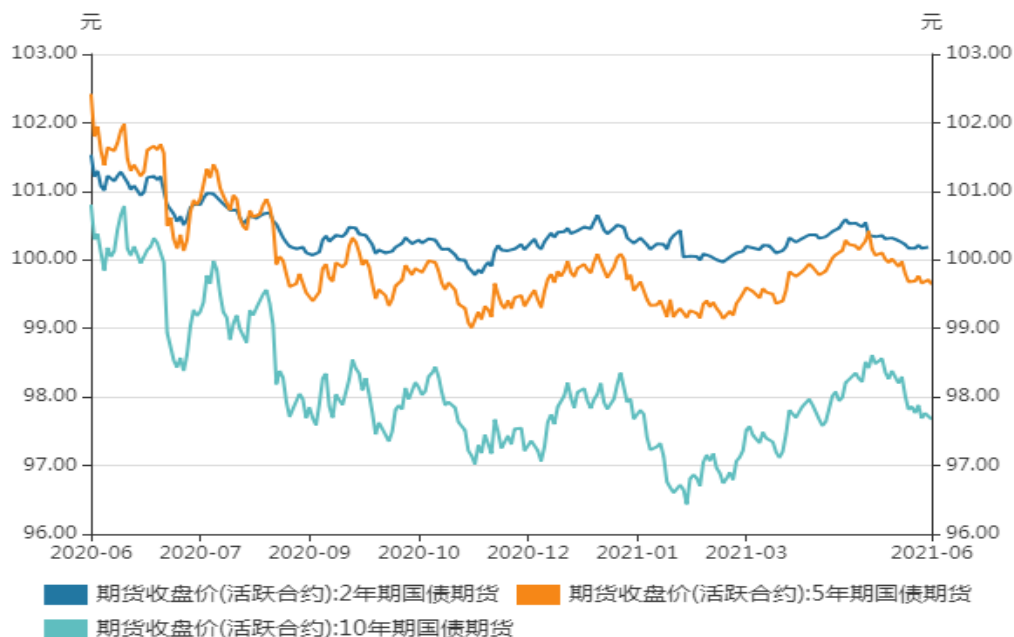
图表 23 : 中国消费品者信心指数.....	13
图表 24 : 中国进出口数据.....	13
图表 25 : 新增人民币贷款.....	14
图表 26 : 货币供应量 M1、M2 同比.....	15
图表 26 : 1-5 月社会融资规模.....	15
图表 28 : 银行间质押式回购利率.....	15
图表 29 : 主要期限国债到期收益率.....	16
图表 30 : 中国 CPI、PPI 同比.....	17
图表 31 : CPI 分项环比数据.....	17
图表 32 : 中国 PPI 生产资料与生活资料同比数据.....	17
图表 33 : 南华商品指数 (2018 年 1 月 1 日为 100).....	18
图表 34 : 美元兑人民币中间价.....	19
图表 35 : 外汇储备.....	19
图表 36 : 银行结售汇 (美元).....	19
图表 37 : 银行代客远期结售汇签约基金额 (亿美元).....	20
图表 38 : 利率债半年度发行量 (亿元).....	21
图表 39 : 信用债半年度发行量 (亿元).....	21
图表 40 : 债券发行量与偿还量 (亿元).....	22

第一部分：上半年国债行情回顾

今年上半年国债期货总体呈现区间震荡态势。分月份看，1月窄幅波动，2月下行，3月至4月上涨，5月冲高回落，6月下旬小幅反弹。今年年初货币供应量呈现显著缩水状态，且2月就地过年措施对经济刺激效果明显，引发市场对货币政策收紧的担忧，使得国债期货下行。但3月资金面转宽松，货币政策收紧预期未成现实。与此同时，二季度内国债及地方政府债发行量未大幅增加，央行淡化通胀预期对货币政策的影响，资金面整体维持较为宽松的态势，国债期货反转走高。临近6月，大宗商品在5月中旬回调后重新上行引发市场通胀担忧，叠加资金面担忧，国债期货回调，但随着资金面收紧被证伪，国债期货再度小幅反弹。

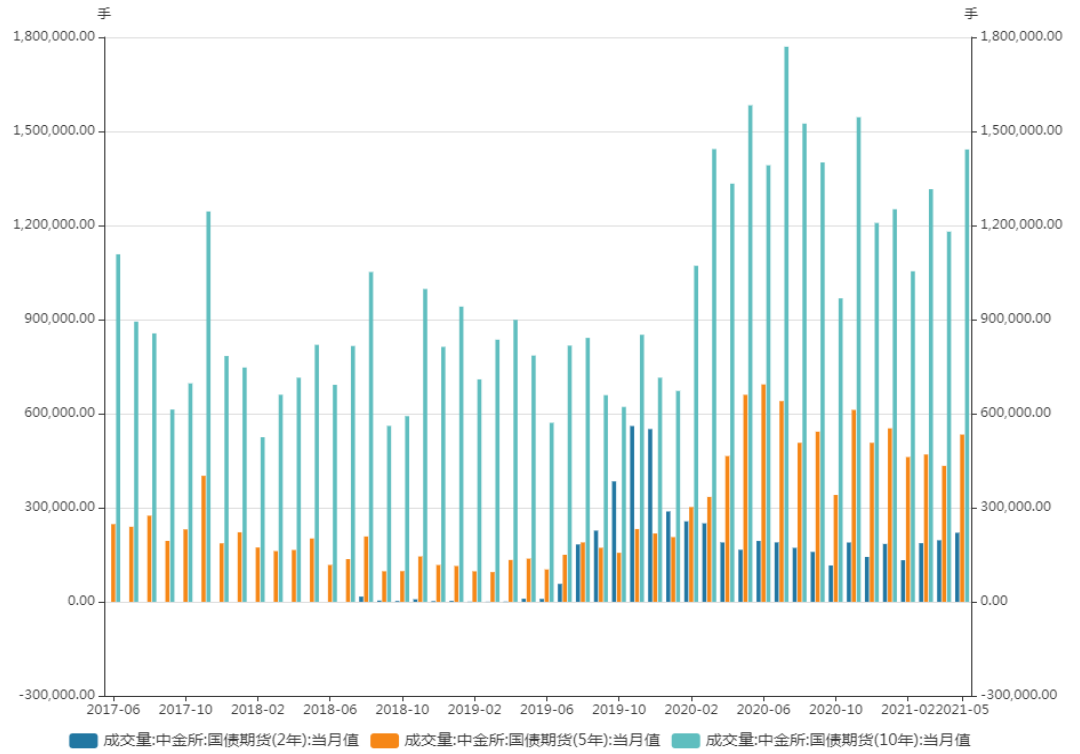
在成交量上，上半年国债期货成交量较为平稳，所有合约加总月均在120万手上下，虽不及去年，但仍保持相对高位。在持仓量上，上半年三大国债期货品种持仓量均不断上升，日加总持仓量在5月21日达到峰值25.9万手，随后持续维持在20万手以上。从不同期限国债期货的价差看，5年期与10年期、2年期与10年期主力价差震荡走阔后回落，整体波动区间较小。

图表 1：2年期、5年期、10年期主力日收盘价



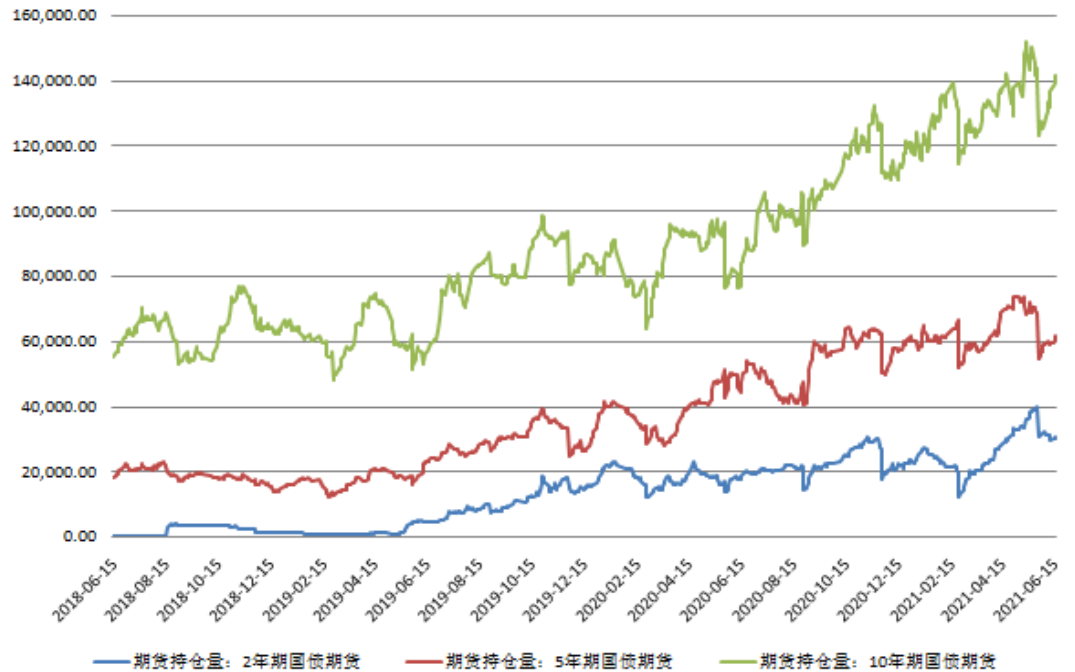
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图表 2：国债期货月度成交量



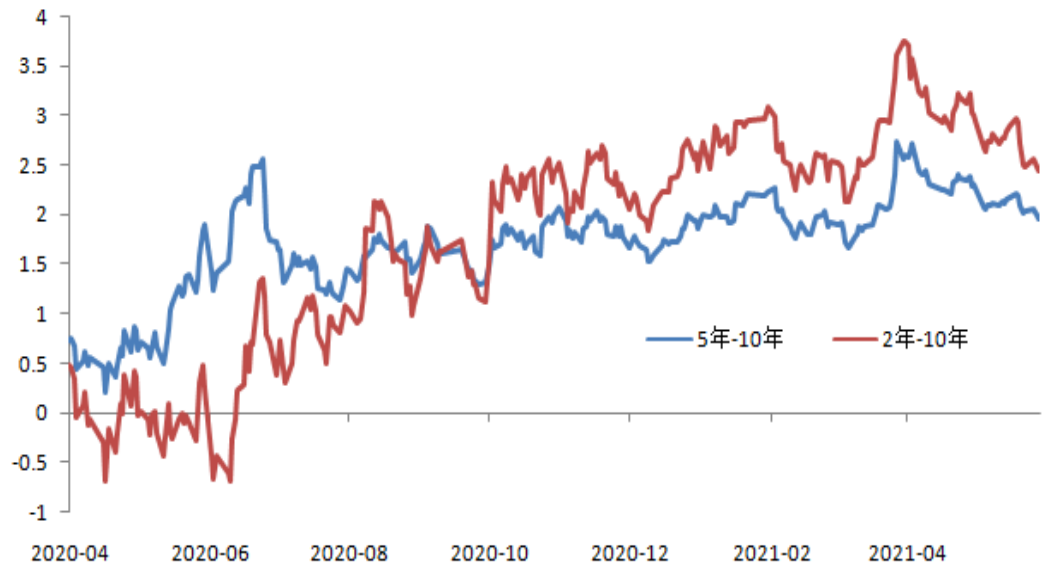
资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图表 3：国债期货持仓量



资料来源：Wind 资讯，瑞达期货研究院

图表 4: 国债期货主力之间的价差



资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

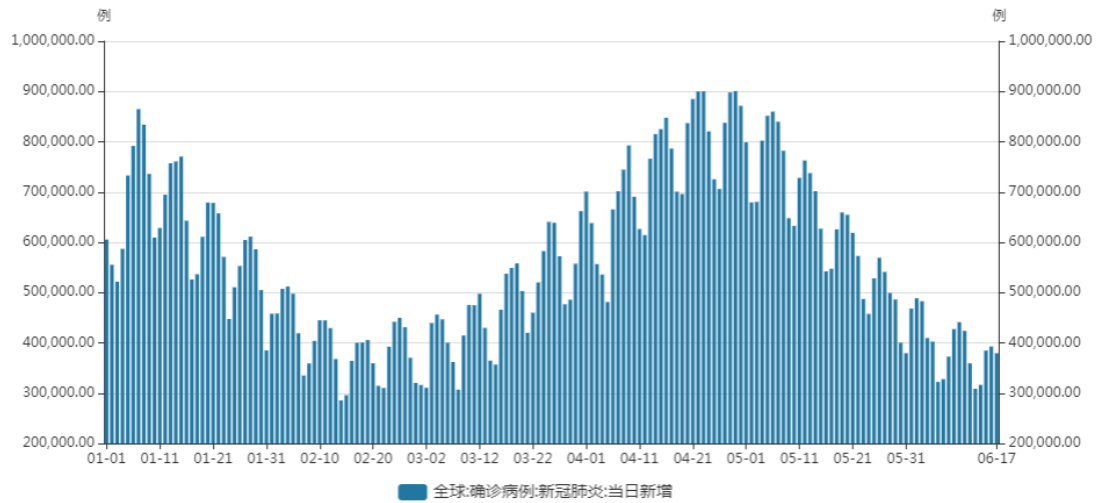
第二部分: 疫苗接种加快、经济不均衡复苏

2.1 疫苗接种为全球疫情带来曙光

去年年底辉瑞新冠疫苗研发成功, 为全人类带来抗击新冠疫情的曙光。今年 1 月、2 月, 美国、欧洲部分国家率先接种新冠疫苗, 以美国和英国为代表, 日新增确诊人数大幅下滑, 疫情迅速缓解。但各国疫苗供应不均衡, 接种速度存在较大差异。截止 6 月 26 日, 全球累计接种新冠疫苗已经超过 29.2 亿剂。其中, 中国当前的疫苗接种剂数居全球首位, 达 11.7 亿剂, 接种超过 9 亿人次, 预估接种覆盖率超过 40%。美国已接种 3.2 亿剂, 至少接种过一针的人数占比超过 53%, 英国这一比例超过 64%。英国卫生部声明称, 政府 4 月 15 日前已实现为最易感人群接种新冠疫苗的目标。按目前的进度, 预计 7 月底前能为该国所有成年人接种首剂疫苗。但除中国以外的绝大部分亚洲国家、非洲、南美洲和大洋洲国家接种率均较低, 全球接种率覆盖率仅 22.75%。

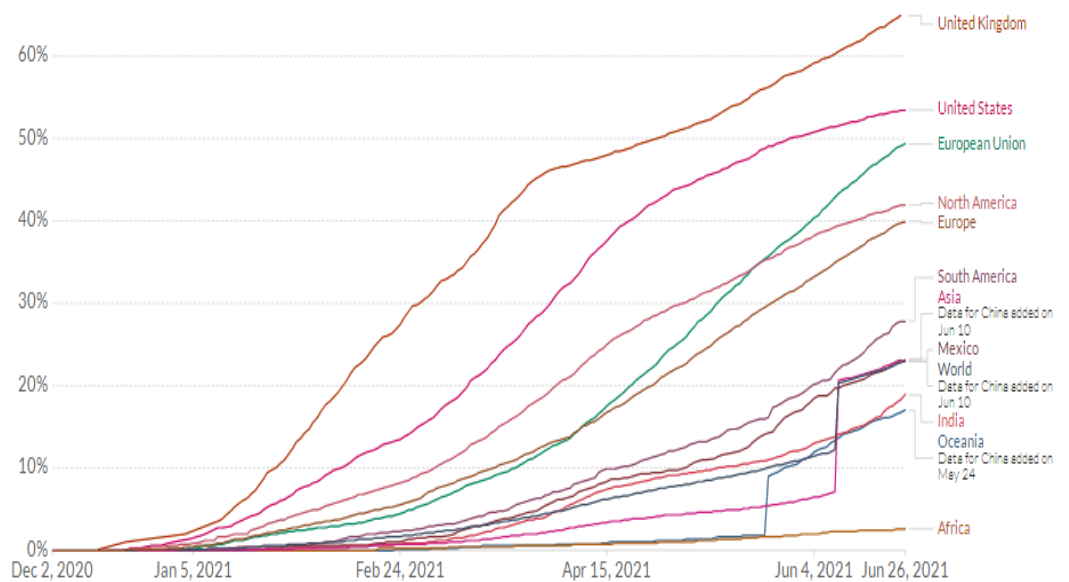
由于疫苗供应不足、接种速度慢, 且印度以及以巴西为首的南美洲各国急于重启经济, 病毒新变种传染性增强, 全球日新增确诊人数在今年 3 月反弹, 并在 4 月中旬创下疫情来新高, 达 90 万例。随后疫情加重国家重启严格防控措施, 截止 6 月 23 日, 据世界卫生组织统计数据显示, 全球日新增确诊人数已经降至 30.9 万人, 为今年 2 月底的水平。目前仍有许多国家和地区获得的新冠疫苗数量严重不足, 需要疫苗充足国家的大力援助。美国 6 月公布了首批 8000 万剂新冠疫苗全球分配计划, 提供给疫苗缺乏的地区和国家。中国在 5 月已向 80 多个国家捐赠中国疫苗, 向 50 多个国家出口了中国疫苗。不过疫苗缺口仍难在今年补齐。

图表 5: 全球当日新增确诊病例



资料来源: wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 6: 至少接种一针新冠疫苗的人数占比



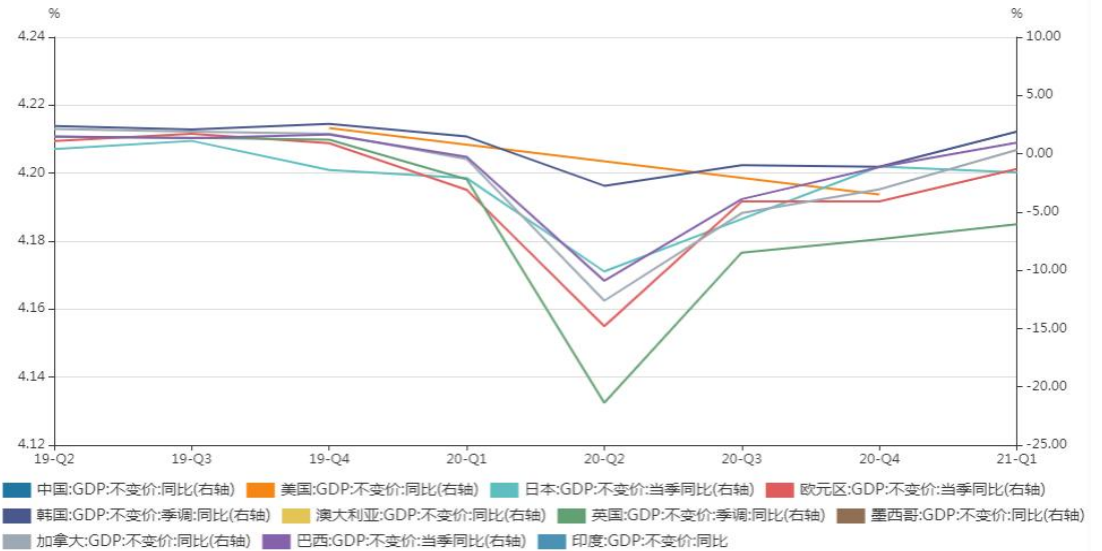
资料来源: our world in data、瑞达期货研究院

全球经济上半年持续性复苏, 多国施行量化宽松政策推动产业恢复, 主要发达国家实现经济恢复型增长。随着疫苗大面积接种, 发达国家疫情得到一定缓解, 多国相继出台经济复苏政策。近日世界银行发布 6 月期《全球经济展望》, 预测 2021 年全球经济增长将达到 5.6% 左右, 为近 50 年来最快增速。由于疫苗接种进度不同, 近两年发达国家复苏力度将会强于发展中国家。

政策方面, 新冠疫情出现后, 包括中国在内的多国相继施行量化宽松政策, 扩大内需的同时持续为重要产业“充电”。美国、欧洲多个国家、韩国等全球发达经济体, 冻结或是下调基准利率, 并同时出台了扩展性的财政政策, 为资本市场注入活力。自 2021 年以来, 中国已经提前将货币政策正常化, 其他主要国家仍保持着宽松货币政策按兵不动。对外贸

易方面，全球跨界贸易合作自 2020 年下半年逐步恢复，进口增长。这也反映了疫情恢复期间，多国产业恢复，加快了生产材料进口的步伐，同一时间由于去年疫情的重创，多国内需难以迅速恢复，导致出口量增长略微滞后。

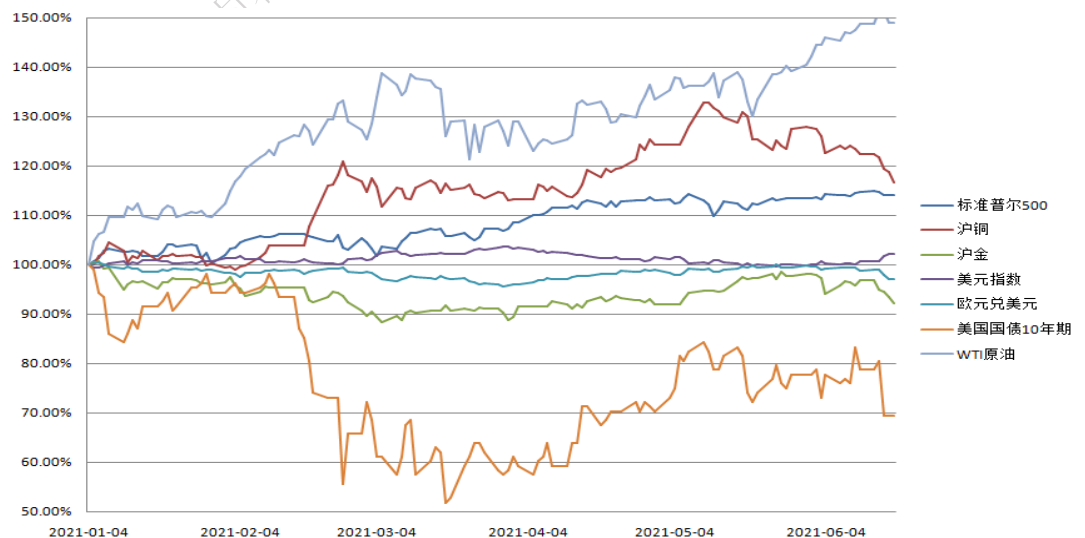
图表 7：主要国家 GDP 同比



资料来源：wind 资讯、瑞达期货研究院

疫情恢复缓解了市场压力，全球金融市场未见恐慌性波动。美国股市在去年历经四次熔断后迎来了开年的牛市景象。以标普 500 作为参考的 VIX 指数自今年以来显著下降，欧洲货币 ETF 波动率指数也呈现明显下降态势，原油价格指数上涨均意味着全球股市投资情绪的转好以及经济产能的加速恢复。然而由于疫情未来发展的不确定性以及经济恢复时期多重政策目标的矛盾，全球市场仍然存在避险情绪。COMEX 黄金期货价格在上半年仍然呈现大幅度攀升的情况。美元指数在宽松的利率政策下接连下挫。

图表 8：全球金融市场主要资产类比价格走势

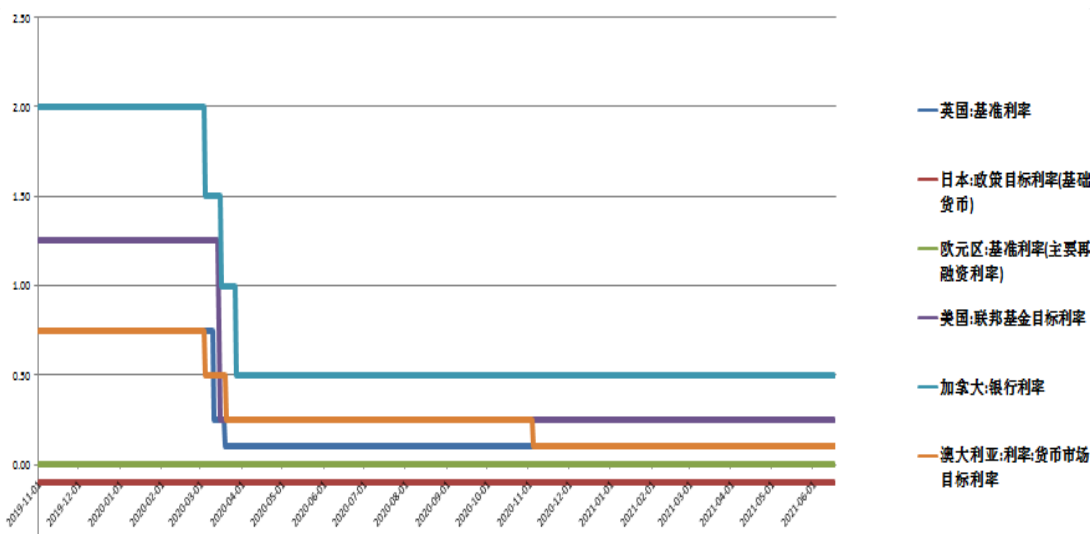


资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

2.2 货币宽松叠加积极财政促经济恢复

2021 年随着变异病毒在非洲以及印度不断爆发，疫情后续发展的不确定性仍然增加。多国仍以量化宽松的政策为主基调，刺激经济恢复增长。主要发达国家国内利率水平维持在 0%附近甚至以下，政府财政赤字依然处在扩张趋势。随着后疫情时期经济恢复速度加快，通胀水平攀升也成了部分国家的忧虑。因此，下半年全球大部分经济体的关注点将落在稳定物价、维持经济温和增长上。

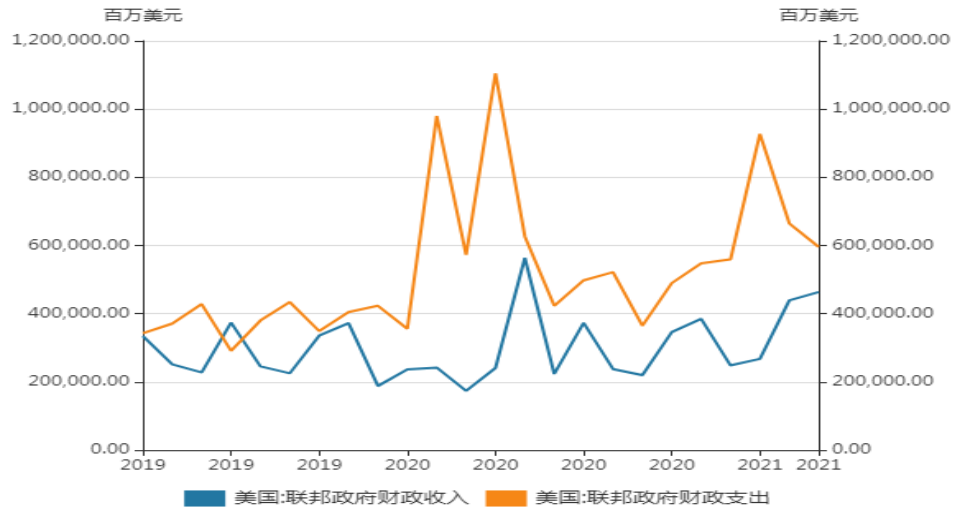
图表 9：全球主要发达国家基准利率



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

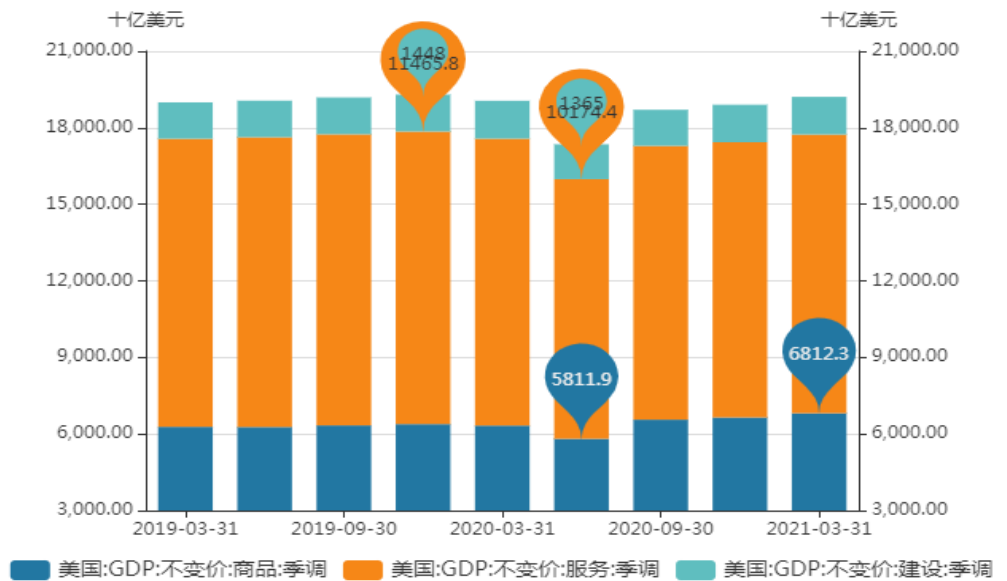
美国上半年疫情持续缓解，经济水平与物价水平回暖上升，但货币政策并未改变，依然保持宽松基调。美联储持续保持基准利率在 0%–0.25% 区间不变，维持购债规模不变，但在 6 月议息会议中调升超额准备金利率、隔夜逆回购利率各 5 个基点至 0.15%、0.05%，显露出略微收紧的迹象。美联储未来决策依赖于美国经济状况、就业情况以及物价发展，就最新议息会议结果来看，收缩购债规模有望在今年年底或者明年年初开始，调高基准利率将较为滞后。财政政策方面，美国联邦政策以扩张与刺激型财政政策为主，在刺激内需恢复国内消费水平的目标下最大程度减缓疫情对市场带来的负面影响。联邦政府的财政赤字分别在 2020 年下半年以及 2021 年上半年达到最高。根据美国财政部消息，联邦政府下半年预计有 4 万亿的支出计划。

图表 10: 美国联邦政府财政赤字



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 11: 美国 GDP

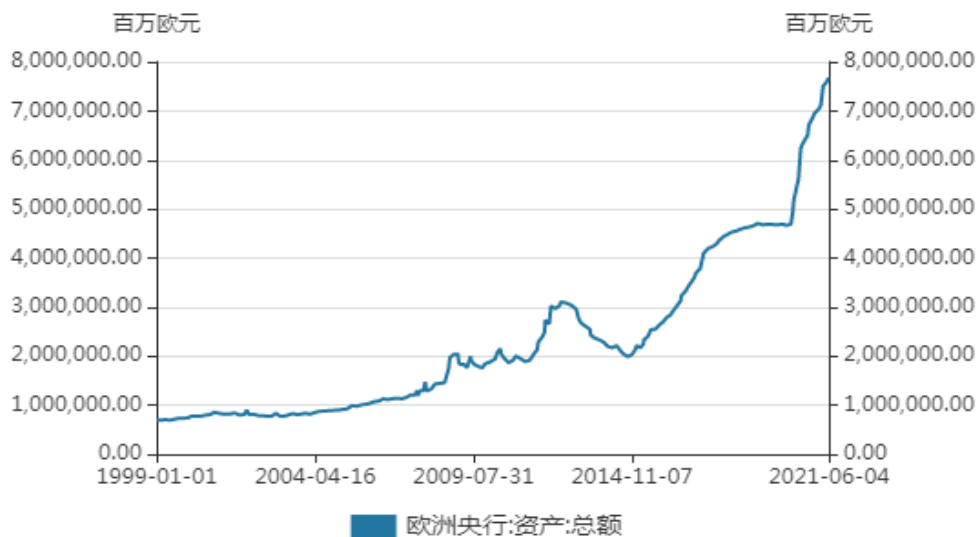


资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

欧洲央行今年以来一直保持基准利率未变，最近一次议息会议再次确认了非常宽松的政策立场，确认紧急抗疫购债计划（PEPP）规模为 1.85 万亿欧元，紧急抗疫购债计划将至少持续到 2022 年 3 月底。欧元区各国在 2021 年全年继续实施积极财政政策，大多数欧盟成员国的预算赤字都将会增加，并且除了丹麦和卢森堡之外，其他所有成员国的预算赤字都将保持在欧盟规定的国内生产总值 3% 的门槛之上。去年欧盟通过 7500 亿欧元恢复基金，目前欧盟正在测试投资者对其在五年内发行近 1 万亿美元债券的兴趣，希望利用发债融资来帮助其经济从大流行病的冲击中复苏。英国基准利率稳定维持在 0.10%，200 亿英镑央行企业债购买规模和 8750 亿英镑央行资产购买规模维

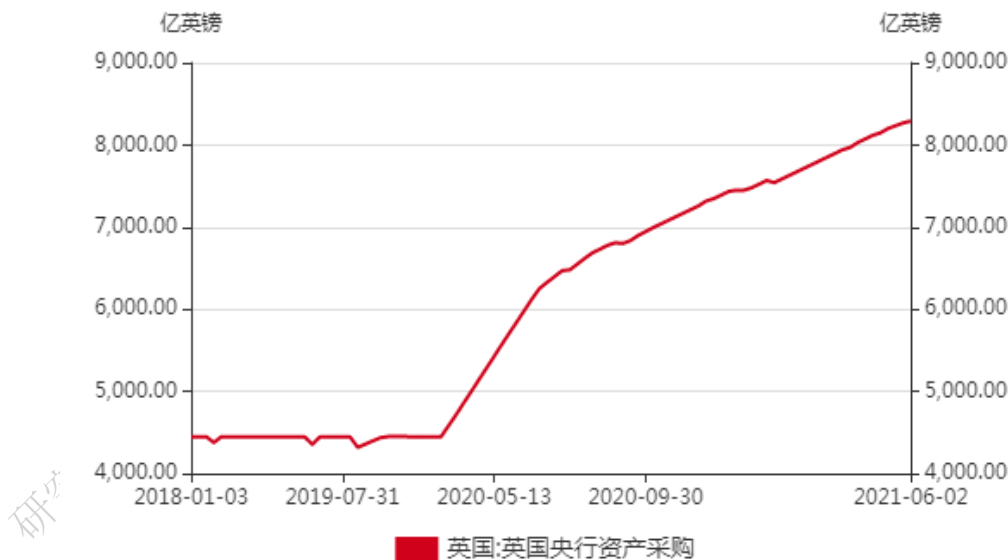
持不变。同时，2021 年英国与新冠疫情有关的财政支持规模将扩大 443 亿英镑，覆盖家庭、企业和公共服务领域，总投入达到 3440 亿英镑，每年临时性税收减免政策额度超过 120 亿英镑。

图表 12：欧洲央行资产负债表规模大增



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 12：英国央行资产购买



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

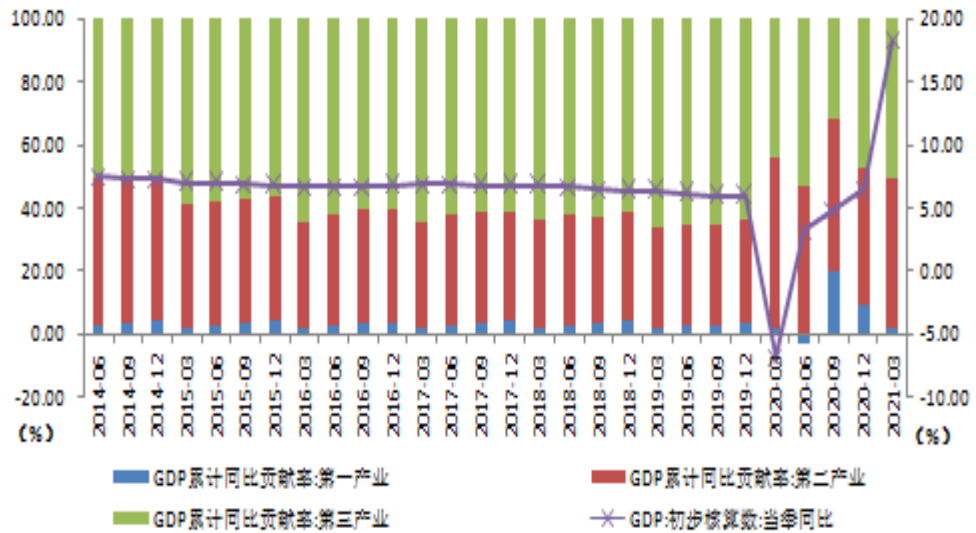
日本央行利率决议持续维持基准利率在-0.1%水平不变，维持 ETF 购买额的 12 万亿日元上限不限，重申不限制购买日本国债的数量。财政政策上，日本国会参议院批准了总额为 106.6 万亿日元的 2021 财年（截至 2022 年 3 月）财政预算案，预留 5 万亿日元应对新冠疫情，新财年预算比上年度增加 3.8%，连续 9 年创新高。为弥补收支缺口，政府拟新发行 43.6 万亿日元国债，财政对国债的依存度超过 40%。

中国疫情防控得力，相比于其他国家更早恢复了工业产出以及内需增长。去年央行以“稳”为主的货币政策结合财政部适当的财政赤字扩张，促进了国内各项经济指标平稳增长。今年货币政策上继续支持普惠小额贷款，为中小企业信贷提供，持续扩展社会融资规模，促进产业升级。财政政策刺激力度不及去年，赤字规模与赤字率均下降。

2.3 中国经济增速放缓，整体向好

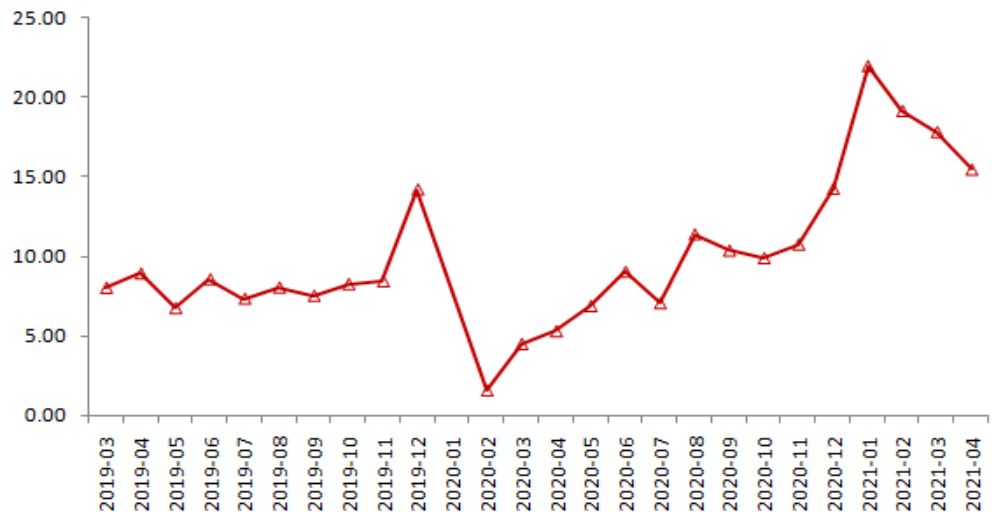
今年一季度国内 GDP 同比达到 18.3%，二季度经济持续活跃，上半年对外贸易、房地产投资强劲，消费状况略有改善。

图表 13：中国实际 GDP 季度同比



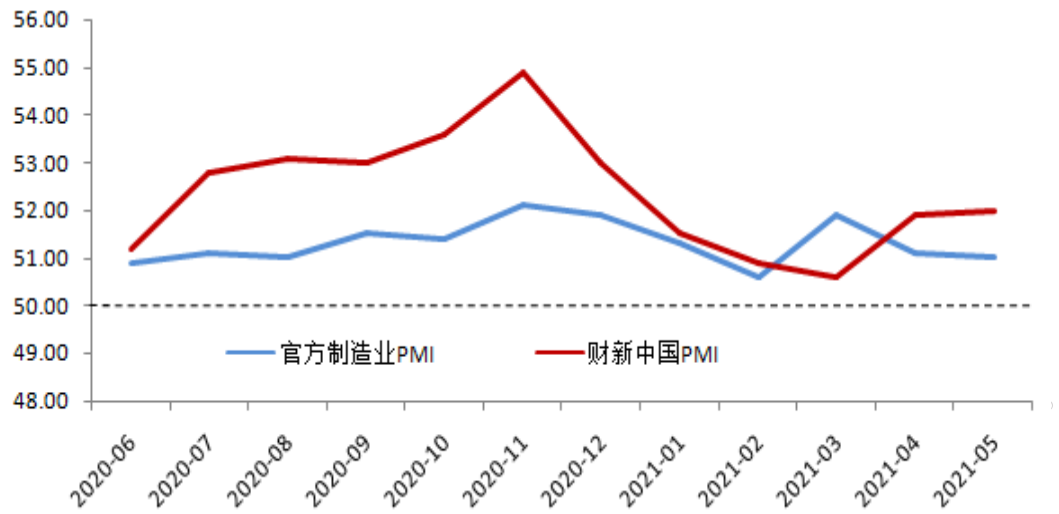
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 14：克强指数



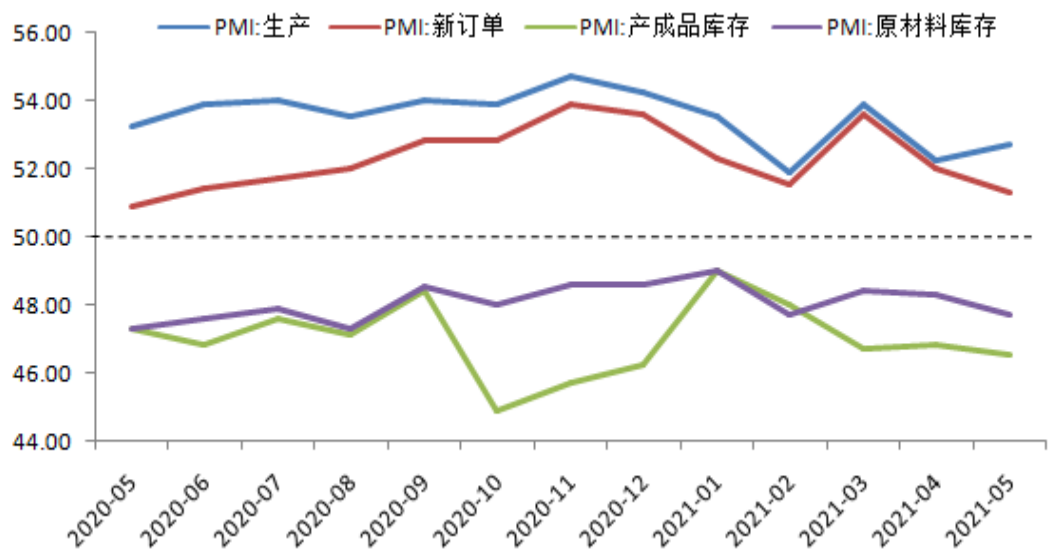
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 15: 中国制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 16: 中国制造业 PMI 分项指标

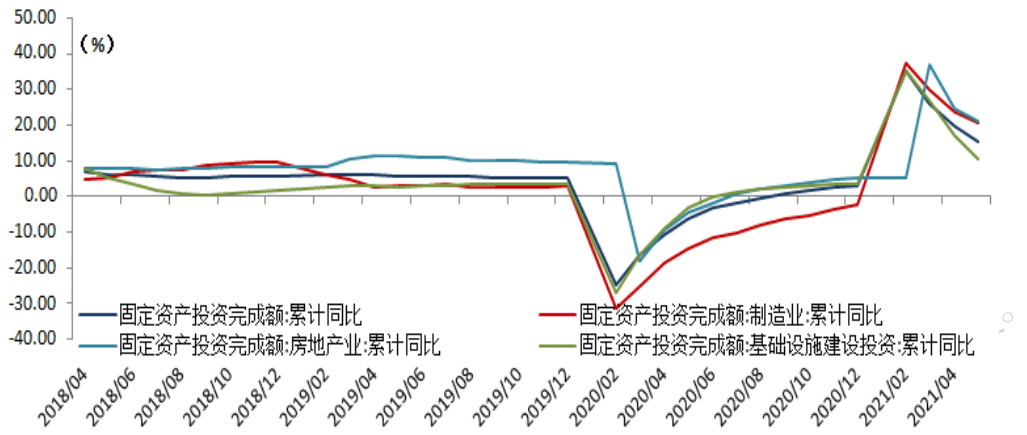


资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

投资方面,固定资产投资同比在 2 月大幅上升后升幅缩小,但始终保持相对高位。年初以来基建投资增速偏低,前 4 个月基建投资增速为 16.9%,低于固投整体的 19.9%。低增速是财政后置、财政“更可持续”的定调和政策在传统基建的谨慎姿态三方面联动影响的结果。但一些积极信号也正在出现,下半年将会出现后置财政落地,或促进基建回升。房地产方面,中央对房地产“房住不炒”的总基调不变,出台了三道红线等一系列政策限制高房价,但部分地区因城施策出台了下调首付比例等政策,地价也因土地拍卖限制炒热,房地产仍将会成为今年提振经济的重要部分。年初以来,地产销售周期是 2015 年之后第二轮系统性的强销售周期,在驱动因素上存在内生性。3 月土地购置面积、房地产投资和商品房销售均大幅反弹,其中房产销售最为火爆,1-5

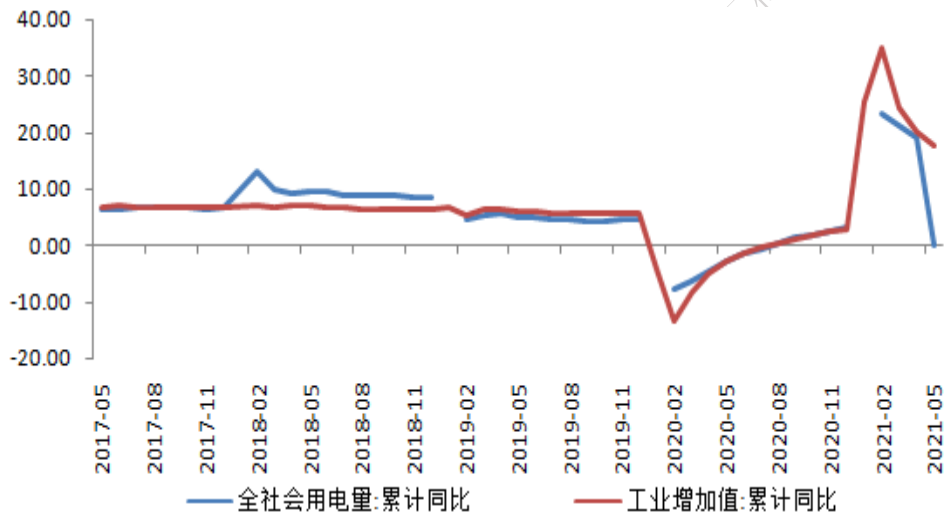
月房地产市场在宏观调控政策下依然保持吸引力，年内投资仍然可期。

图表 17：中国固定资产投资累计同比



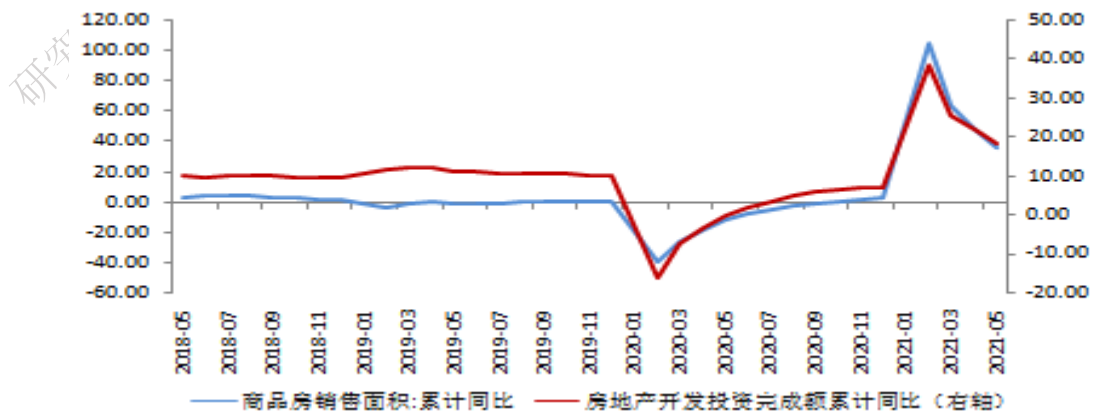
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 18：中国工业增加值及用电量同比



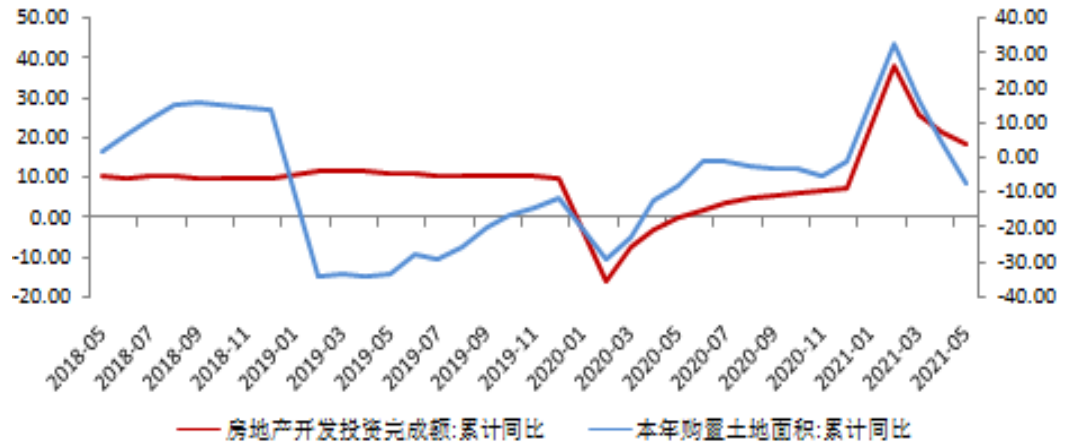
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 19：商品房销售与房地产投资



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

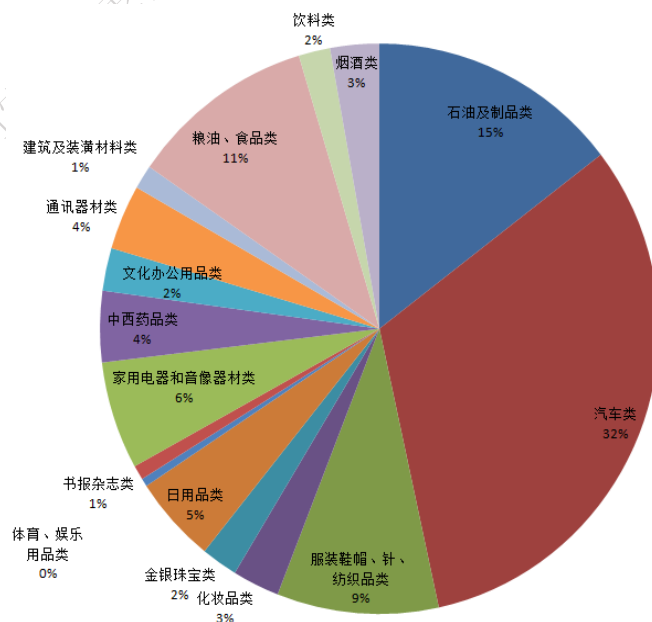
图表 20: 土地购置面积与房地产投资



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

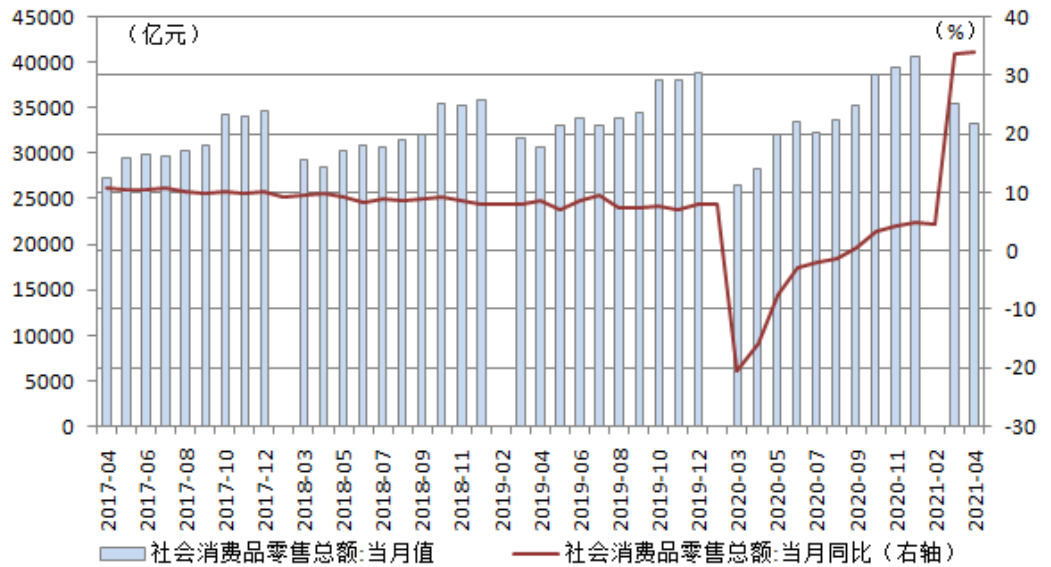
消费方面,受制于收入增速以及物价快速上涨,国民消费能力与消费欲望不足。今年 5 月份,社会消费品零售总额同比增长 12.4%,主要受同期基数变动因素影响,增速比 4 月份回落 5.3 个百分点。其中餐饮消费高增速带动了总体社消零售额的上升,汽车类消费占据零售分项的大部分。不过二季度能源化工类商品价格大幅上涨,玻璃、黑色产业链商品价格节节攀升,推高整体 CPI 水平,反映出社会消费品零售总额于这一时期的同比增速放缓情况。高物价在一方面减缓了国民的消费需求,另一方面或引发未来紧缩政策的预期,一定程度降低国民消费欲望。在公共卫生方面,我国仍面临着境外输入的压力,疫情发展的不确定因素将对于下半年的消费情况有所影响。

图表 21: 零售销售分项占比



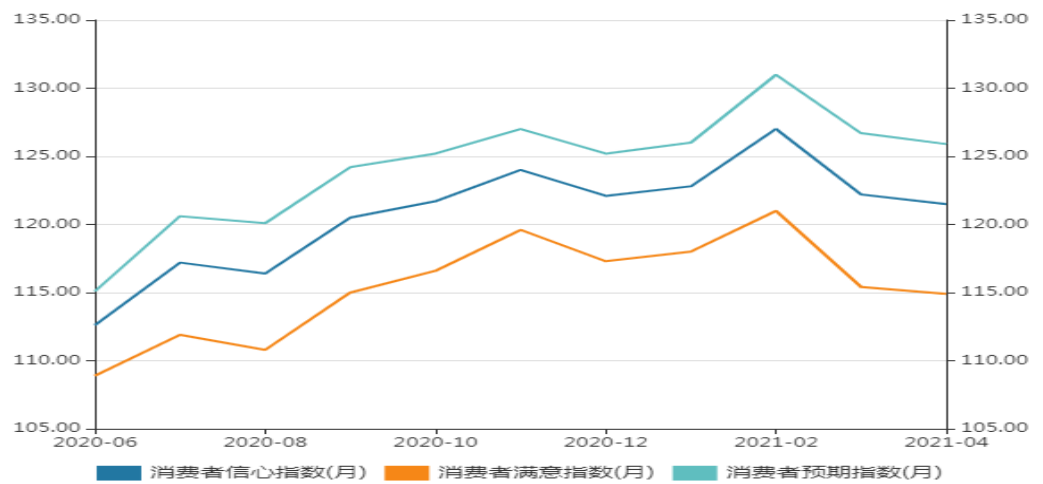
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 22: 中国社会消费品零售销售数据



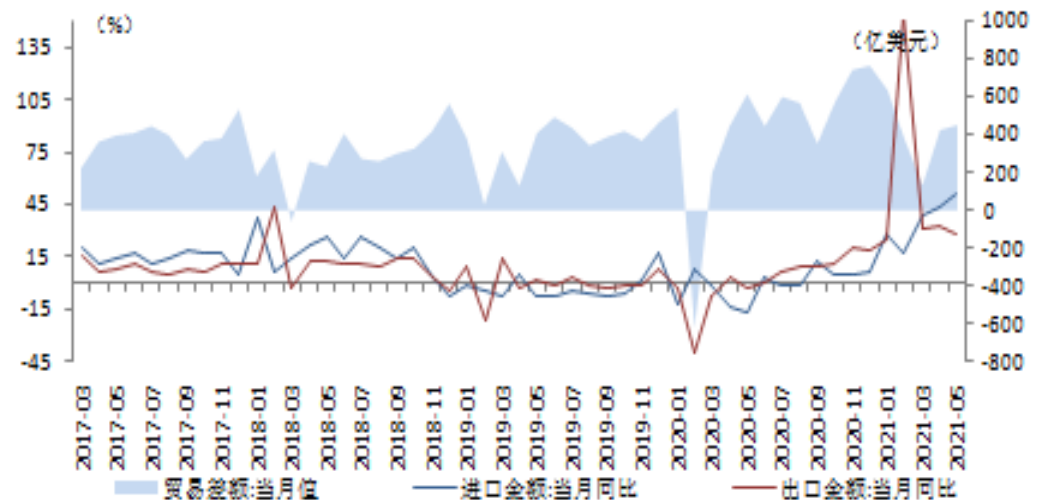
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 23: 中国消费品者信心指数



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 24: 中国进出口数据



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

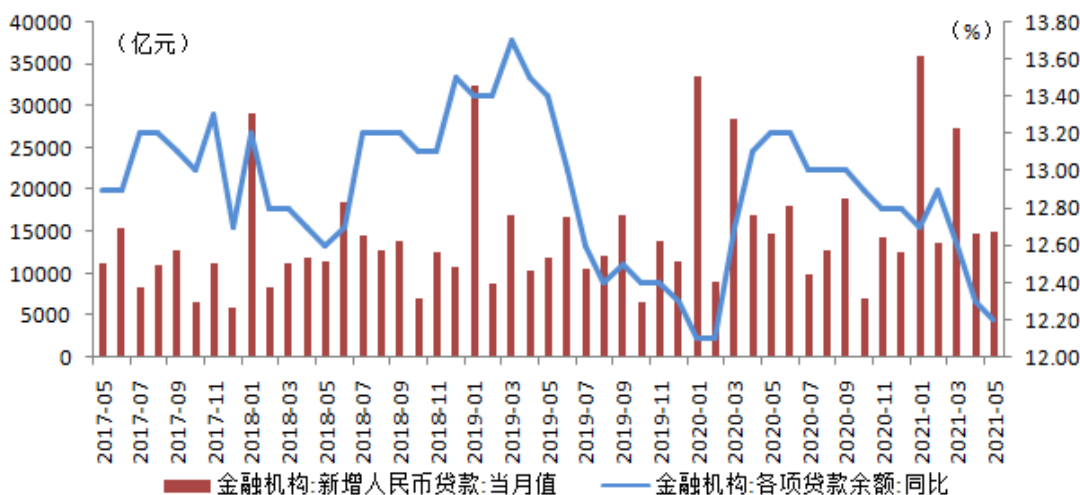
对外贸易方面，我国上半年对外贸易持续强劲。一季度进出口贸易总额保持较快增速，同比增速受到基年影响，当期总量有所回落。二季度进出口贸易稳步增长，出口保持较高增速。今年1月到5月进出口总额为4823亿美元，折合人民币14.76万亿元，规模创历史同期新高。值得关注的是，今年一季度，中国对“一带一路”沿线国家、RCEP贸易伙伴进出口分别实现超过20%的增长。由于下半年进入冬季的疫情形势不确定性增加，加之变异病毒案例的出现，当前中国外贸发展面临的外部环境仍然复杂。但中国经济稳定恢复，外贸竞争新优势不断增强，跨境电商等新业态蓬勃发展，这将为进出口实现量稳质升提供有力支撑。

投资保持强劲、外贸持续走好但消费动能欠佳组合，预示着下半年国内经济将持续恢复，但增速将会缓慢下滑。随着疫苗接种加速推进，地产处在内生活跃期，且财政有后置特征，预计中国2021年GDP将增长8%左右。

第三部分：后疫情时期的货币政策选择

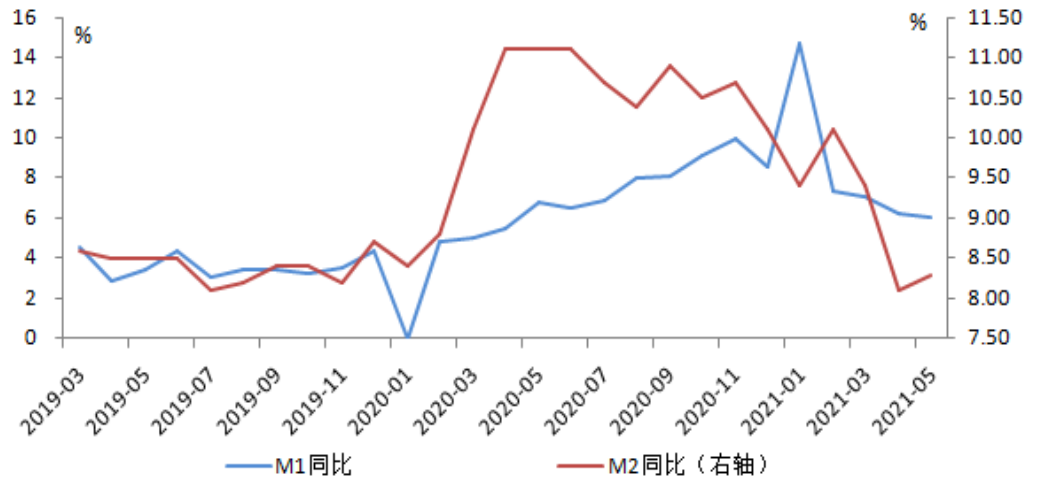
我国货币政策的目的在于实现物价稳定、充分就业、经济增长与国际收支平衡。新冠疫情扩散后，货币政策在2020年2月便开始放松，持续至当年6月。随着经济在二季度复苏，三季度复苏基础更加稳固，货币政策开始逐步正常化。今年以来货币政策稳字当头，货币信贷保持合理增长。从近一年来看M2货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速是基本匹配的。

图表 25：新增人民币贷款



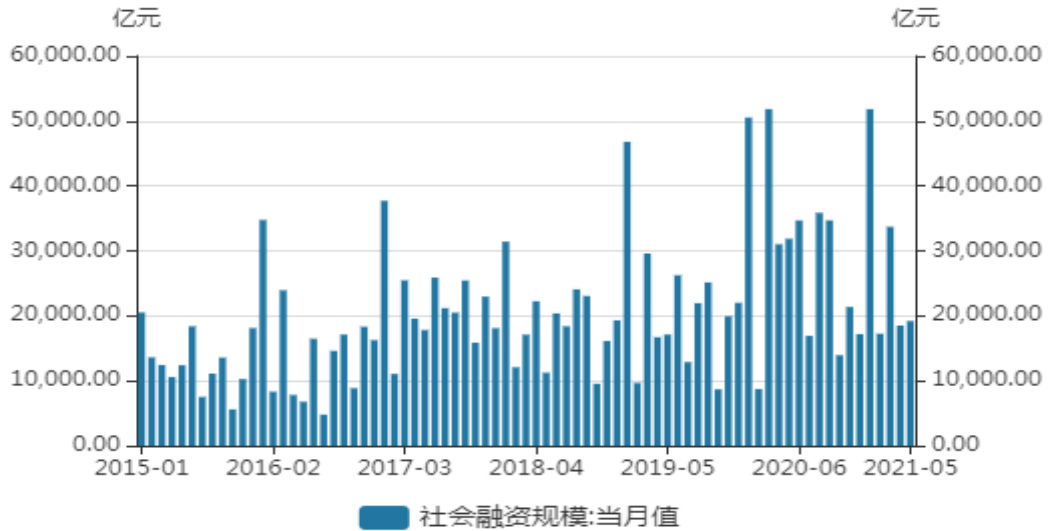
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 26: 货币供应量 M1、M2 同比



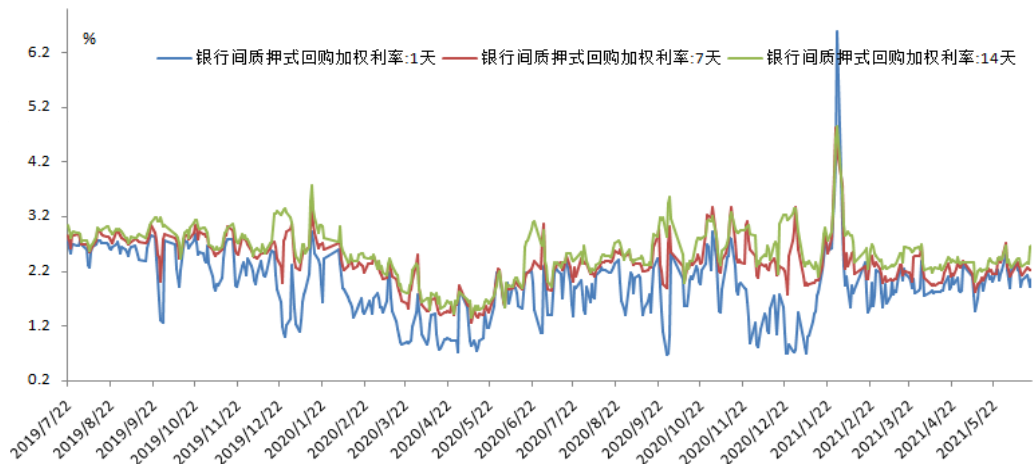
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 26: 1-5 月社会融资规模



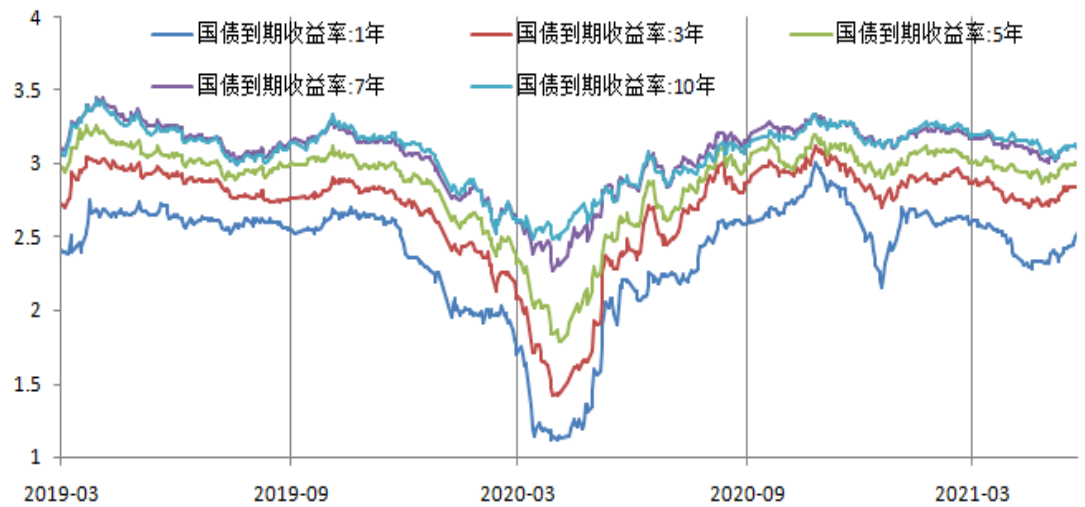
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 28: 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 29：主要期限国债到期收益率



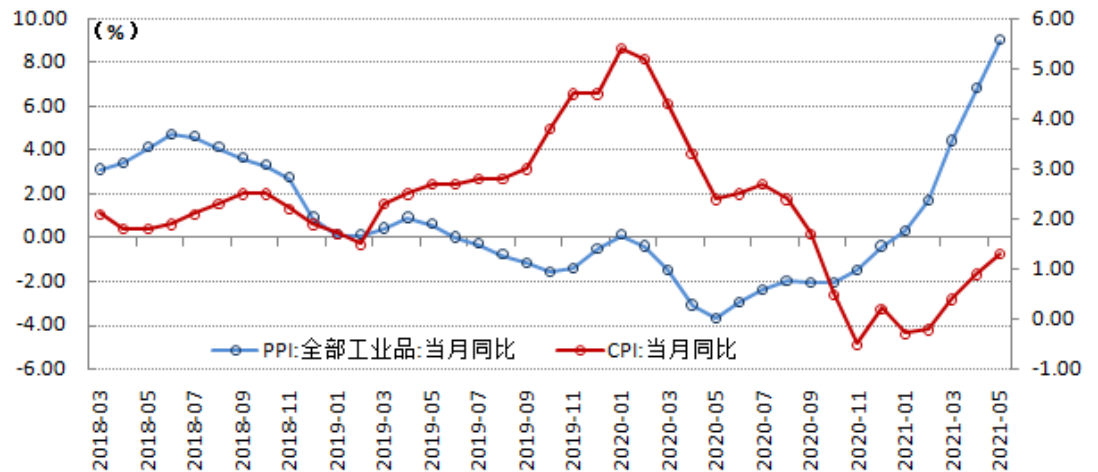
资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

在疫情防控常态化的约束下，货币政策需要平衡多个经济目标。从6月25日央行二季度例会表态看，三季度货币政策立场仍以稳为主，后续或难以出现明显宽松。但四季度利率有上行可能性。

3.1 未来通胀发展需关注

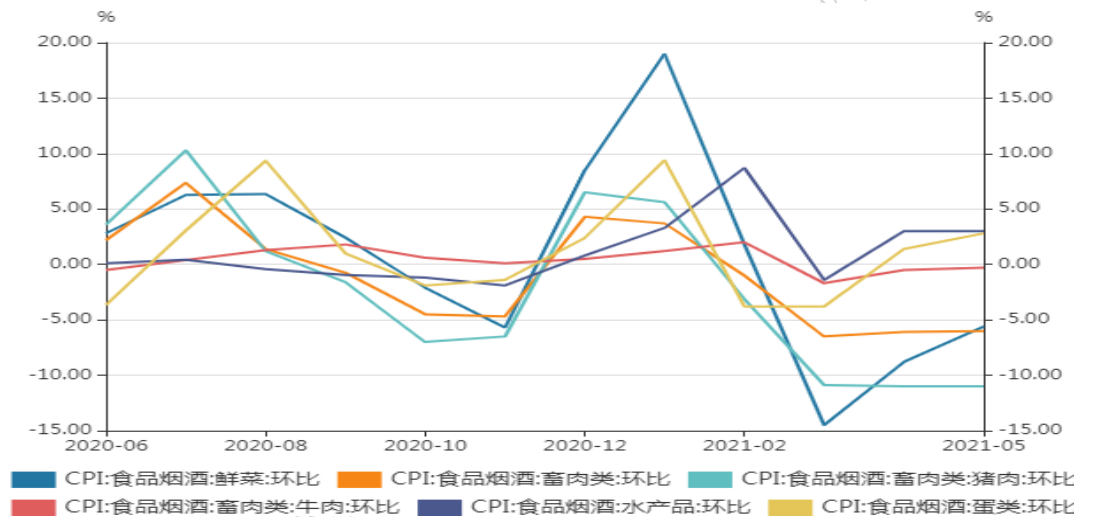
今年上半年 CPI 同比整体保持温和上涨趋势，一季度小幅回落后，二季度反弹回升。其中，食品价格波动是影响 CPI 整体走向的主要因素。蔬菜与猪肉价格在 1-3 月大幅下降，环比降幅超过 10%，导致食品类 CPI 同比维持在 0%附近。此后，猪肉持续下滑，抵消了其他项的涨幅，使得 CPI 同比涨幅不高。相比之下，PPI 同比涨幅较为明显，5月达到 9%，采掘工业类涨幅位列第一。PPI 同比大涨，主要受到大宗商品价格持续上涨影响。5月国常会连续 3 次点名大宗商品使得大宗商品价格降温，但由于疫情导致需求与供给错配，绿色环保政策增加供应压力，大宗商品价格回调并不算深。如果供需缺口一直存在，大宗商品的潜在上行压力仍会较大，需警惕通胀风险对货币政策带来的影响，会不会走向被动收紧。

图表 30: 中国 CPI、PPI 同比



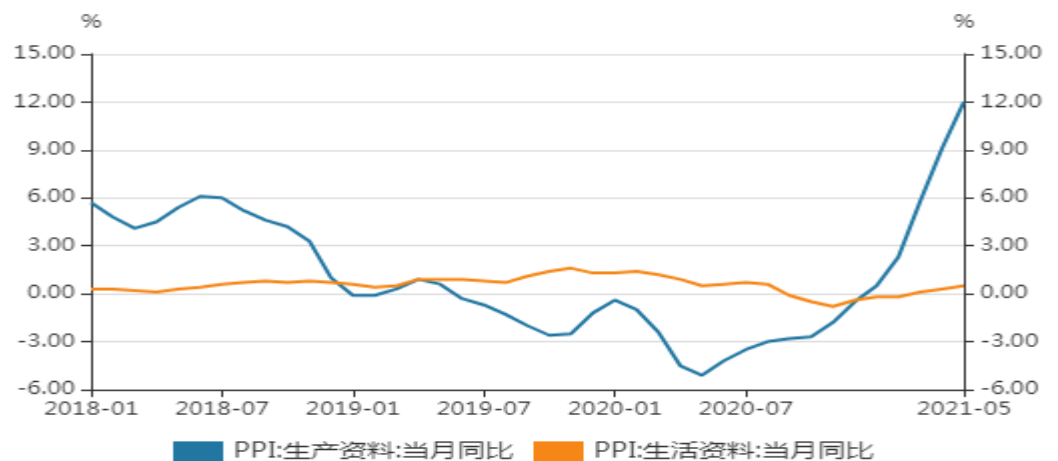
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 31: CPI 分项环比数据



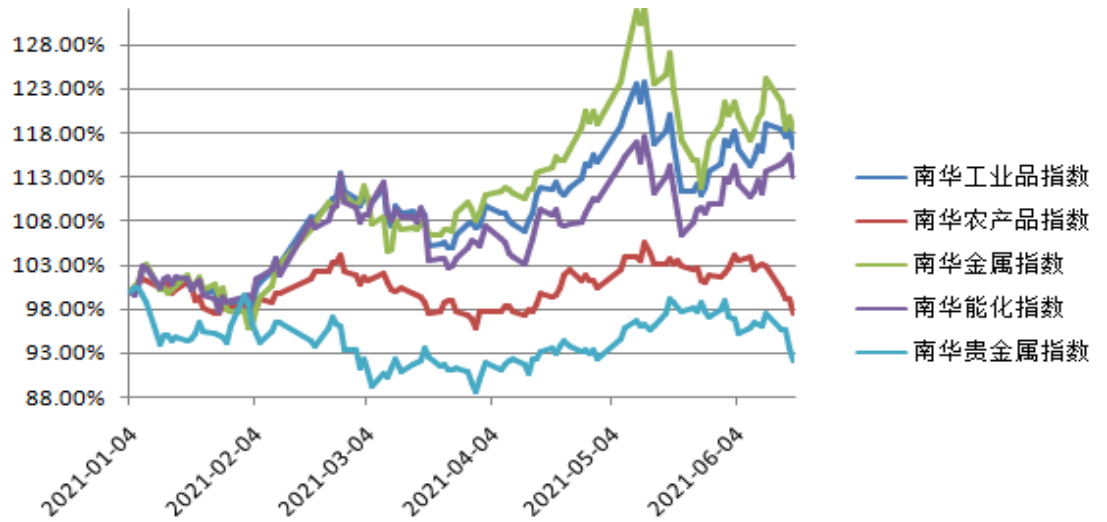
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 32: 中国 PPI 生产资料与生活资料同比数据



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 33: 南华商品指数 (2018 年 1 月 1 日为 100)



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

3.2 人民币汇率影响有限

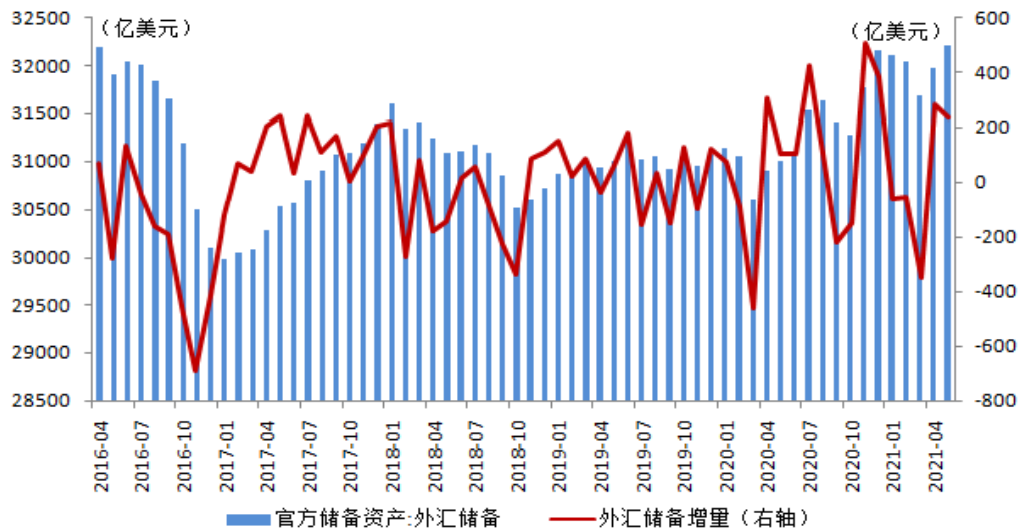
美元兑人民币中间价在上半年先贬后升再贬,双向波动明显。经济基本面、央行政策、通胀、市场预期等因素对人民币汇率影响均不可忽视。展望 2021 下半年,人民币汇率升值与贬值因素同时存在,预计双向波动特征将进一步强化。第一,依照目前美国的接种速度,距离全体免疫的目标已经非常近。除了英国之外,全球几乎没有几个国家能与之比肩。经济持续复苏,宽松货币政策暂不退出,积极财政政策加码,都预示着美国今年的经济增长将为非常强劲。美国经济改善程度比中国边际更快,会削弱人民币对美元的升值根基。第二,美元指数将较为强势。当前美国经济的复苏强劲程度要高于欧元区和日本,市场对美联储提前加息的预期要远强于对后两者央行的预期,尽管美联储强调暂不加息,待经济稳固、通胀水平达标之后再做加息打算,但美联储仍有望成为这些央行当中最早加息的央行。第三,外资证券投资资金的波动性较大,该项下的外资净流入不足以长期支撑人民币走强。综合来看,今年全球疫情并未消退,考虑到不同疫情发展阶段对各国经济政策及经济复苏的影响等因素,美元兑人民币年内保持在 6.5 附近宽幅波动的概率较大,持续升值或者持续贬值的基本面并不稳固。下半年,人民币汇率对货币政策的影响将非常有限。

图表 34: 美元兑人民币中间价



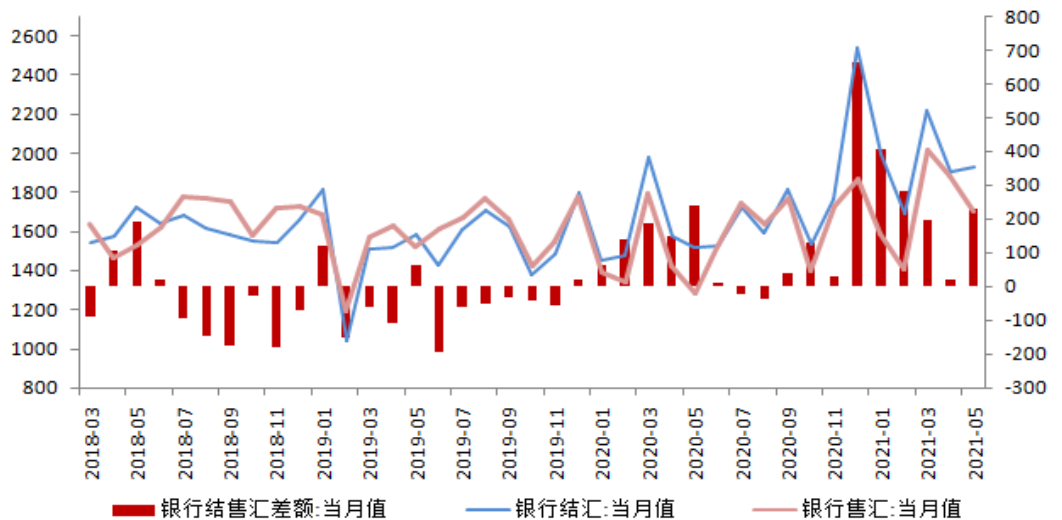
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 35: 外汇储备



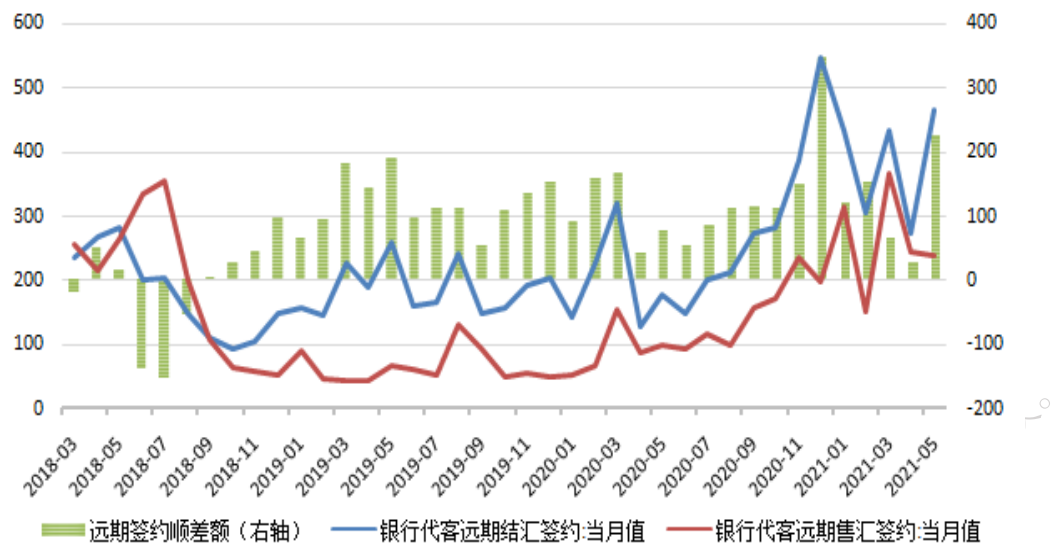
资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 36: 银行结售汇 (美元)



资料来源: Wind 资讯、瑞达期货研究院

图表 37：银行代客远期结售汇签约基金额（亿美元）

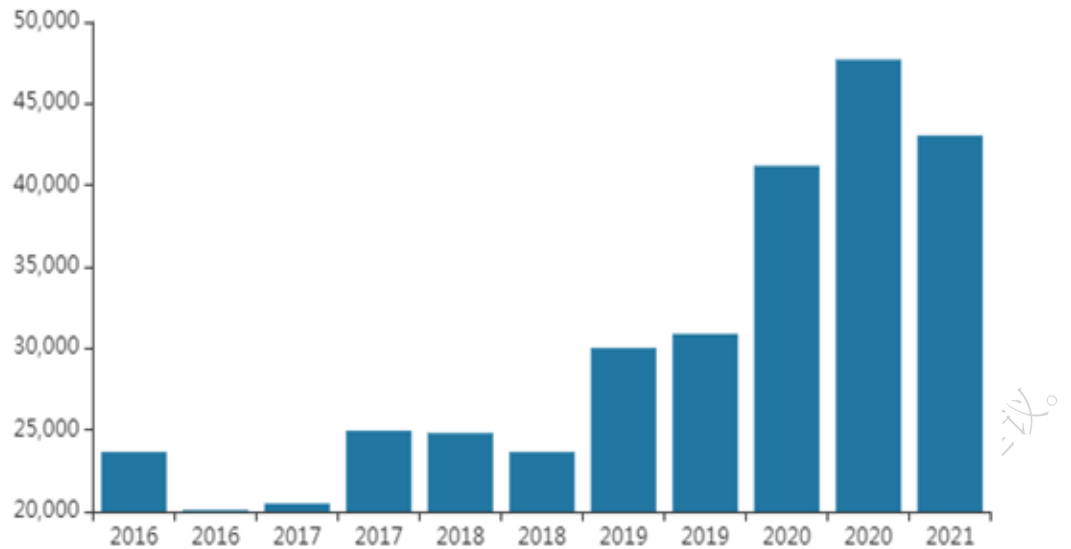


资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

第四部分：现券供需

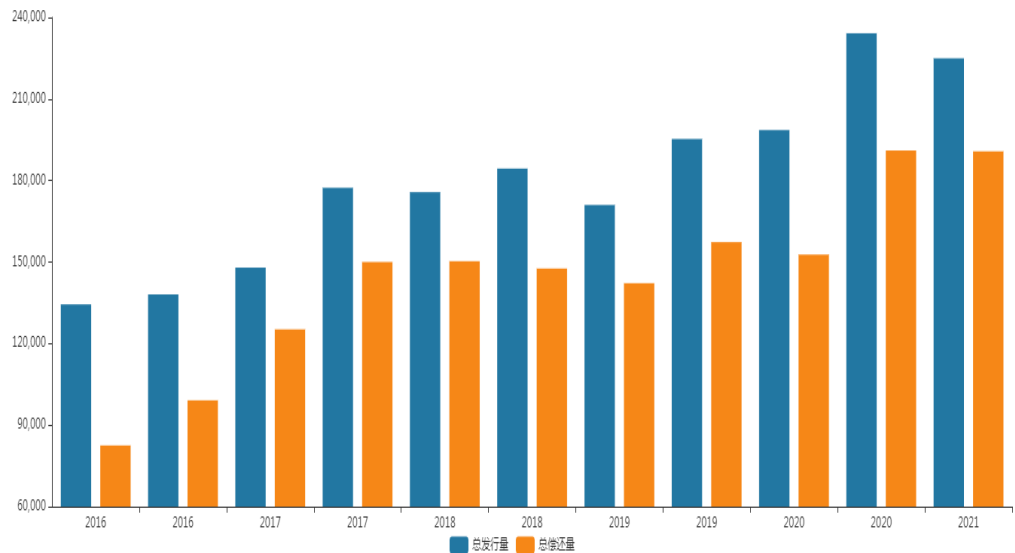
2021 年上半年，债券市场融资规模大增，但净融资额较同比减少 1.8 万亿，且地方政府债发行滞后。截止 6 月 29 日，债券总发行量比去年同期增长 3.6 万亿元，利率债共比去年同期多发行约 3366 亿元，增量主要在信用债上。其中，地方政府债总发行量共 3.34 万亿，较去年同期减少近 1400 亿元，净融资额减少近 9300 亿。根据财政部预算，2021 年预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元，其中一般债务限额 8200 亿元、专项债务限额 36500 亿元。根据 wind 资讯的数据，今年 1-6 月新增地方政府债 15117.75 万亿，发行进度仅为 33.8%。照此计算，下半年待发行的地方政府专项债 29582.25 亿，规模比去年两个半年度数据都要高，对利率债市场将有一定冲击，可能会对流动性造成一定干扰。在债券配置需求方面，下半年市场避险需求预计不大，利率提升有望吸引利率债配置需求。利率债供需方面，对利率影响较为有限，且影响更多会体现在短期。

图表 38：利率债半年度发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

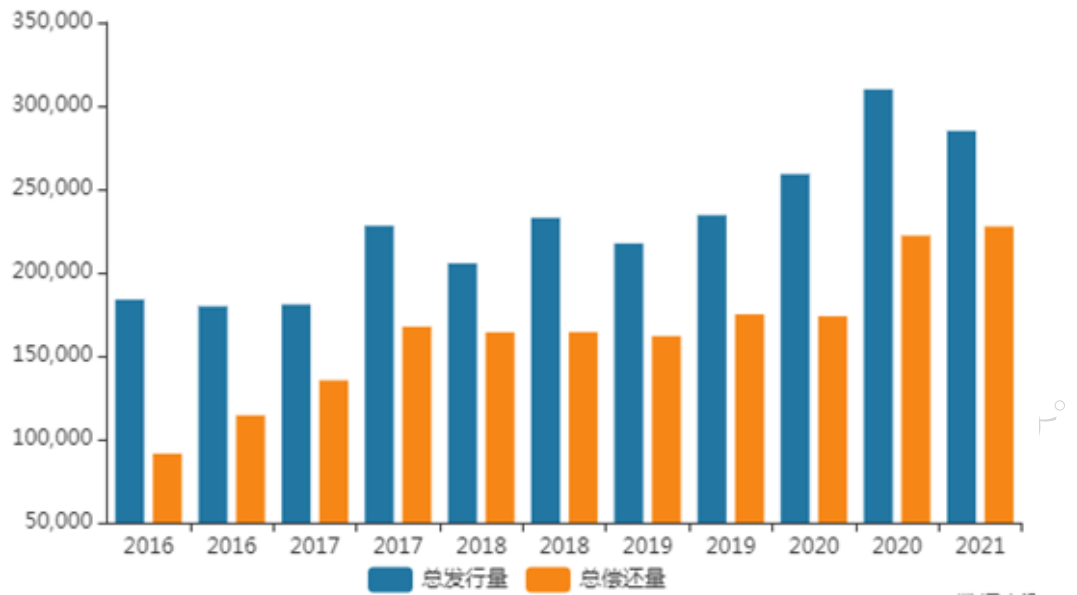
图表 39：信用债半年度发行量（亿元）



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

注：信用债本文标准囊括同业存单、金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具。国际机构债、政府支持机构债、标准化票据、资产支持证券、可转债。可交换债和可分离转债存债。

图表 40：债券发行量与偿还量（亿元）



资料来源：Wind 资讯、瑞达期货研究院

第五部分：操作策略

综合基本面、货币政策以及现券供需多方面因素，债市下半年可能先震荡后下行。就 10 年期国债收益率而言，三季度预计在 3-3.2% 之间波动，没有确定性方向，四季度上行概率较大。三季度国债期货缺乏趋势性交易机会，建议紧盯资金面与货币政策方向。四季度可看经济恢复情况与货币政策态度，酌情建立空仓。

5.1 日内与短线

对于短线交易，影响比较直接的是银行间市场资金面以及利率债市交投情况及情绪，这些因素基本上能较快反映在短期行情变化上。因此，短线交易可以直接参考技术形态。操作上可参考 15 分钟 K 线周期，以 45 日均线为多空参考。

5.2 中线策略

三季度可波段操作，四季度可逢高做空为主，盈亏比例至少 2:1 为宜。三季度 10 年期国债期货主力合约 T2109/12 上行压力位在 98.8/98.2，下部支撑位关注 97.4/97.3；5 年期国债期货主力合约 TF2109/12 上行压力位在 100.3/99.9 一线，下部支撑位关注 99.4/99.1；2 年期国债期货主力合约 TS2109/12 上行压力位在 100.6/100.3 一线，下部支撑位关注 100/99.8。四季度有望跌破支撑位，逢高提早在 12 月合约上布局空单。

5.3 跨品种套利

当前 2 年期与 10 年期国债期货价差在 2.2 左右，5 年期与 10 年期国债期货价差在

3 左右。按照去年年底至今以及 2019 年利率震荡行情来看，三季度 2 年期与 10 年期国债期货价差将在 1.5 至 3 之间波动，而 5 年期与 10 年期国债期货价差将在 2.2 至 3.8 之间波动，波动空间偏窄。由于在利率上升期，这些品种的价差会扩大，可在区间底部采取做多价差交易。五债与十债价差向下突破 2.2、二债与十债价差向下突破 1.5，可介入做多价差策略，目标位分别在 4、3.5。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

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。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。