

逆周期调节加码 利多出尽后维持高位震荡

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 2019年初至今国债期货延续高位震荡态势，在央行降准的影响之下，国债收益率延续了下行趋势，中旬央行持续投放大额流动性“红包”，1月中旬后，整个利率债市场并未出现更多利好，市场整体上走出了振荡行情。
- ◆ 在全球经济增速放缓和内外需动力不足下，国内经济增长承压，经济增速下滑基本符合市场预期。但从陆续公布的经济数据来看宏观经济大幅下行的风险已经得到缓和，经济最悲观的时候可能正在过去。
- ◆ 央行进行创记录逆回购操作，春节前后资金面迎来“超级月”，央行大力驰援流动性，助稳缴税及跨春节资金面预期，缓解短期资金冲击的担忧，明确表明呵护态度，令市场吃下定心丸。
- ◆ 地方债1月份提前密集发行，受市场追捧。1月22日地方债招标此前执行的在国债5日均值上浮40bp的投标区间下限将调整为25-40bp，即最低可在基准基础上浮25bp。地方债发行倍数较此前有明显下滑，地方债的挤出效应随之减弱。
- ◆ 1月以来A股震荡攀升，逐步收复前期失地，市场悲观情绪短期内正在改善，股市情绪边际修复，风险偏好有所回升。
- ◆ 经济下行基本面和资金面宽松支撑下，国债期货上行趋势未改，需密切关注地方债发行及A股表现情况，警惕利好出尽后有所调整。春节前适宜多看少动，等待节后更明显的信号指引，短期国债期货或继续延续高位震荡格局。

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

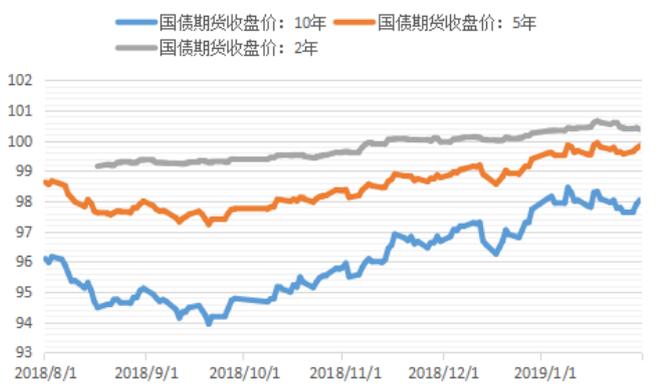
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分 国债期货行情回顾

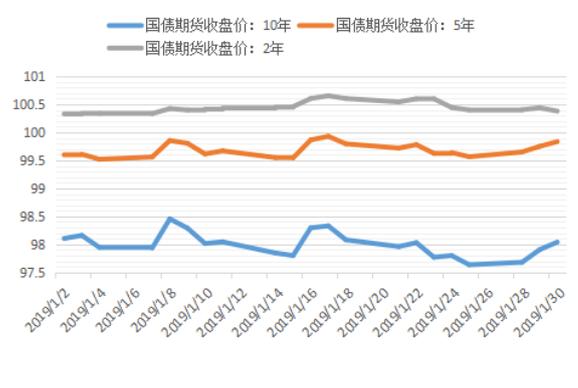
2019年初至今国债期货延续高位震荡态势，在央行降准的影响之下，国债收益率延续了下行趋势，中旬央行持续投放大额流动性“红包”，1月中旬后，整个利率债市场并未出现更多利好，市场整体上走出了振荡行情。1月2日公布的12月31日制造业PMI数据低于荣枯线影响国债期货大幅上涨。晚间央行宣布下调普惠金融定向降准标准，另国债期货有所调整，1月份是缴税大月，为对冲缴税期，1月16日公开市场天量净投放5600亿元，叠加财政部表示拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作相结合。受此影响，国债期货大涨。17日公开市场继续大额净投放3800亿元。国债期货继续收涨。21日公布的经济数据好于预期，国债期货迅速跳水，全天低位震荡。23日央行开展了TMLF操作2575亿元，市场反应并未超市场预期。24日晚间公布消息央行创设央行票据互换工具（CBS），25周五早盘国债期货跳水，反映市场担忧永续债及地方债的集中发行会对长端产生一定的挤出作用，地方债发行火爆。1月的最后一周，临近春节，市场交投趋向于谨慎，国债期货震荡走高，29日地方债招标此前执行的在国债5日均值上浮40bp的投标区间下限将调整为25bp，地方债的挤出效应减弱，支撑国债期货上行。

图1. 国债期货震荡上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2.1月份国债期货维持高位震荡



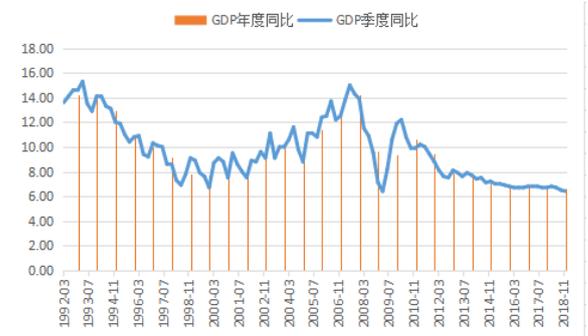
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图3. 国债延续下行态势，短期限跌幅更大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 经济增速延续探底



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、国内经济增长下行压力仍大

2018年全年经济增速平稳，符合市场预期。2018年全年，国内生产总值（名义）首次突破90万亿元，中国2018年GDP同比增长6.6%，预期6.6%，实现了6.5%的增长目标。2018年4季度平稳收官，经济增长压力仍存。4季度GDP同比增长6.4%，增速较3季度下滑0.1pct，创出2009年一季度以来的最低值。中国2019年1月官方制造业PMI为49.5，比上月微升0.1个百分点。连续2月降至枯荣值一下，PMI开年仍然低迷，经济下行压力仍大。12月经济数据整体回暖，工业，消费，基建投资等数据反弹，房地产数据依然维持高位。宏观经济大幅下行的风险已经得到缓和，经济最悲观的时候可能正在过去。

投资方面：2018年12月，全年固定资产投资63.6万亿，较上年增长5.9%，全年增速有所下行，年底小幅回升，12月固定资产投资累计同比增速与11月持平，从去年8月触底以来继续保持相对稳定。其中民间投资同比增长8.7%，与上月持平，非民间投资同比下降-3.4%，较上月下滑5.1pct，民间资本是固定资产投资的主要驱动力量。

2018年12月制造业投资累计同比增长9.5%，增速与11月持平。分行业看，医药、有色金属冶炼压延、交运设备、电器机械行业投资增速较11月有所提升。计算机、专用设备、通用设备行业投资增速较11月有所下滑。2018年制造业投资是固定资产投资中的最大亮点，但工业企业利润增速自下半年开始回落，将制约制造业投资的增长。

房地产投资增速预期内下滑，背离的指标有所收敛。2018年12月房地产投资累计同比增长9.5%，增速较11月下降0.2pct。12月商品房销售面积累计同比增长1.3%，较11月下降0.1pct，依然延续“长尾回落”的趋势。资金来源累计同比增长6.4%，较11月下降1.2pct，资金压力尚未完全缓解。新开工面积累计同比增长17.2%，表明房企继续以高开工的高周转获取现金流，“抢种抢收”的行为尚未结束。

基建投资增速反弹，政策效果逐渐显现。2018年12月基建（不含电力）投资累计同比增长3.8%，增速较11月提高0.1pct。基建（含电力）投资累计同比增长1.8%，增速较11月提高0.6pct。基建投资增速回升与12月建筑业PMI大幅回升相印证。基建投资增速企稳回升在预期之内，当前制约基建投资增速的仍然是地方政府清理隐性债务、财政预算资金有限、地方政府资金来源不足等因素，因此基建增速难以大幅反弹。

消费方面：2018年社会消费品零售总额同比增速呈下滑态势，全年同比增长9.0%，增速较2017年下降1.2pct。社会消费品零售总额增速的下滑与居民人均可支配收入增速下滑息息相关，2018年城镇居民人均可支配收入同比增长7.8%，较上年下降0.5pct。社会消费品零售总额增速下滑不代表消费降级，实物消费仅为消费支出的一部分，随着消费升级，服务消费在最终消费支出的占比和贡献度越来越高。

出口方面：2018年我国外贸整体实现了稳定增长，2018年中国外贸“成绩单”1月14日公布，进出口总值高达4.62万亿美元，以人民币计超过30万亿元，再创历史新高。在保护主义抬头、经贸摩擦持续情况下，这一成绩远超市场预期。12月我国出口以美元计价同比降低4.4%，以人民币计价为同比0.2%。出口增速超预期下行，按照美元计价增速出现负增长。12月进口以美元计价同比降低7.6%，以人民币计价同比降低3.1%。进口数据相比出口数据降低的幅度更大。12月贸易顺差3949.9亿人民币。展望2019年，海关

总署表示我国外贸发展最大的隐忧还是外部环境复杂严峻，不确定、不稳定因素仍然较多。我们预计出口增速相比 2018 年全年进一步回落，同时随着我国国内稳增长的措施陆续出台，进口增速回落会慢于出口增速，贸易顺差延续收窄。

二、金融数据整体表现尚好

1月15日公布的12月的金融数据整体表现尚可，总量趋稳但结构不佳，12月货币供应量M2同比增长8.1%，预期增长8.1%，前值增长8%，狭义货币(M1)同比增长1.5%，比上年同期低10.3个百分点。12月新增社融、贷款均超预期，社融增速9.8%，下行斜率继续放缓。信贷、债券融资较好，而非标拖累仍在。2018年12月社会融资规模增量15900亿元，预估为13000亿元，前值为15191亿元。2018年12月新增人民币贷款10800亿元，预期8500亿元，前值为12500亿元。

三、CPI 低于预期，PPI 加速回落

受经济下行压力不断加大的影响，目前国内的通胀水平持续下滑。国家统计局公布的数据显示，12月CPI同比上涨1.9%，继续低于市场预期和前值，连续两个月回落，为2018年6月以来新低。能源价格回落是此次CPI下降的主要原因，而食品价格有所回升，一定程度上减轻了CPI的跌幅，核心CPI继续走平。天气转冷，鲜菜价格上升，而猪瘟和春节临近也一定程度上影响了肉制品价格的上行，但成品油价格大幅下调影响仍很大。PPI加速回落，对应的是12月油价和大部分大宗商品价格快速下行。12月布油价格月内回落11%，国内商品除钢铁价格仍有支撑之外，煤炭有色价格普遍下滑。国内整体的通胀有进一步回落的趋势，当前通胀已不构成制约当前债市的核心因素。

四、央行持续释放流动性“红包”，逆周期调节加码

2019年1月2日，央行决定自2019年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。这有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多的小微企业受益。

1月4日，为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做，算TMLF、普惠金融定向降准考核放宽等，央行净释放长期资金8000亿。本次TMLF操作释放的资金量并不算大，其主要意义在于，鼓励金融机构向小微企业和民营企业发放贷款，给这些企业提供较为稳定的较长期限的资金来源。

1月23日，央行开展2019年一季度定向中期借贷便利(TMLF)操作。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。释放资金2575亿元，操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为3.15%，比中期借贷便利(MLF)利率优惠15个基点。

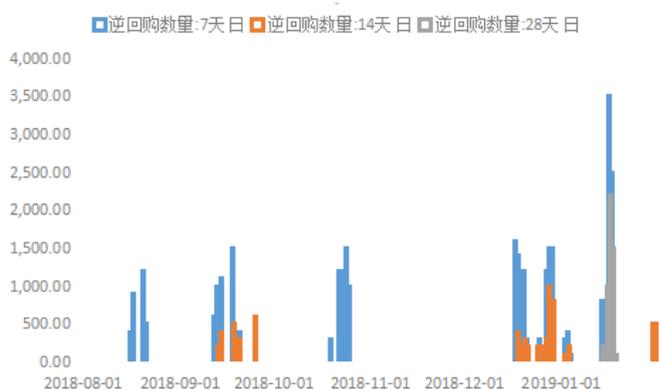
1月24日晚，央行创设央行票据互换工具CBS。通过此工具，公开市场一级业务交易商可是使用持有合格银行发行的永续债从央行换入央行票据。同时，将主体评级不低于AA级的银行永续债纳入央行中期

借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。同一天，银保监会发布公告称，将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。今后，银行永续债持有者可以通过CBS拓宽债券在抵押、质押式回购上的接受度，增强了永续债在二级市场上的流动性，从而鼓励市场认购银行永续债，支持银行发行永续债补充资本，最终为银行资金回表，加大信贷投放，支持实体经济排除了困难。

公开市场操作逆回购大量投放“红包雨”，1月份2019年首次降准过后，央行逆回购操作量又打破历史纪录。月中缴税缴准、债券发行缴款、支付机构备付金集中缴存“大限”等。1月是财政收入大月，春节前的“投放季”正式到来。1月14日28天逆回购操作近7个月来重启。1月16日公开市场天量净投放5600亿元，17日公开市场继续大额净投放3800亿元。央行双管齐下，持续加大流动性投放力度。进行创记录逆回购操作，春节前后资金面迎来“超级月”，助稳缴税及跨春节资金面预期，缓解短期资金冲击的担忧，明确表明呵护态度，令市场吃下定心丸。

在实体经济融资及经济增速整体承压背景下，未来一段时间内政策方向相对较为明确，预计更大力度的减税降费措施后期仍将持续落地，货币政策重点正在逐步从流动性转为向实体经济的疏通传导，后期货币政策重点依然在于进一步配合宽信用方向、疏导货币政策传导机制。把握2019年的货币政策基调。在经济下行压力较大和注重逆周期调节的大环境下，小微民营企业的融资环境将得到改善。

图 5.: 2019 年 1 月逆回购大额投放



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6: 流动性投放加码

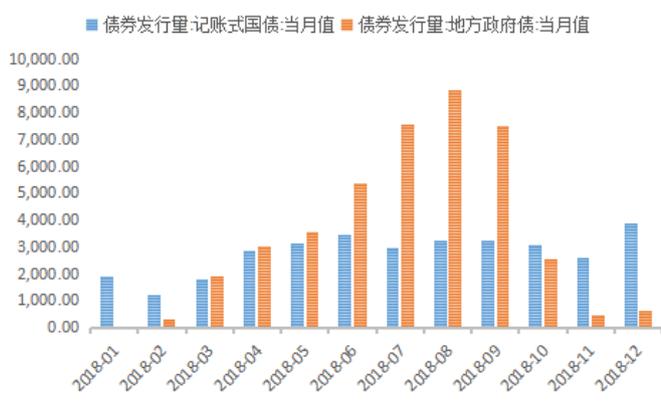


资料来源：WIND 新纪元期货研究

五、地方债提前发行，但挤出效应减弱

地方债 1 月份提前密集发行，受市场追捧。一季度是债券配置的重要节点，以往一季度往往处于地方政府债券发行的“空窗期”，地方债具有信用风险低、一般可形成存款且免税、占用风险权重较低等优势，对于银行等主要持有者具有较高的吸引力。地方政府债的提前发行，对债市有一定的挤出效应。1 月 21 日 2019 年地方债发行开启，地方债认购倍数大多超过了 40 倍，市场极为火爆。据统计，1 月地方债计划发行规模超过 4000 亿元，1 月 22 日地方债招标此前执行的在国债 5 日均值上浮 40bp 的投标区间下限将调整为 25-40bp，即最低可在基准基础上浮 25bp。地方债发行倍数较此前有明显下滑，地方债的挤出效应随之减弱。

图 7: 地方性债务发行具有阶段性



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 8: A 股 1 月以来震荡攀升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

六、A 股震荡攀升，风险偏好回升

1 月以来，中美贸易磋商持续推进，春节前央行流动性投放加码，逆周期调节政策密集落地，A 股震荡攀升，逐步收复前期失地，市场悲观情绪短期内正在改善。此外，主要风险资产从去年四季度的恐慌抛售中，快速修正性反弹，风险偏好有所回升。设立科创板并试点注册制等重要事件助力提振市场信心，在 A 股的估值处于历史低位的情况下，这些利好极易带动 A 股的估值修复。

第三部分 国债期货市场展望

从基本面看，部分数据有所好转，但经济下行压力依然较大。货币政策强化逆周期调节，年初迎来首次全面降准，为保持春节前后流动性合理充裕，央行加大逆回购投放，并开展定向中期借贷便利（TMLF）、国库现金定存操作，资金面宽松的格局不改。央行和银保监会积极推动银行发行永续债补资本，有利于“宽货币”向“宽信用”传导，充分发挥信贷对实体经济的支持作用。

经济基本面下行和资金面宽松背景下，国债期货上行趋势未改。年初地方债的提前发行令债市承压，但投标区间集体下移使地方债发行的挤出效应逐渐减弱。近期 A 股震荡攀升，风险偏好回升，短期影响债市，需密切关注地方债发行及 A 股表现情况。前期国债收益率快速下行，国债期货到达价格高位，已经充分反映了经济下行和货币政策预期，自身积累了一定的调整压力，利好出尽后使得债市有所调整。春节期间为消息空窗期，春节前适宜多看少动，等待春节后更明显的信号指引，短期国债期货或继续延续高位震荡格局。

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

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

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#