

风险偏好回升，债市承压回落

宏观经济/国债

内容提要:

- ◆ 股市回暖和中美贸易摩擦的缓和极大缓解了市场的担忧情绪，市场避险需求降温，随着股市大幅上涨，债市与股市的联动性明显增强，本月国债期货市场出现明显回调。
- ◆ 2 月制造业 PMI 小幅回落不及预期，1 月份，CPI,PPI 双双下滑，外贸数据大幅好于预期，1 月新增人民币贷款和社融规模增量双双超预期，宽信用政策效果逐步显现。
- ◆ 央行 2 月 11 日-21 日连续暂停公开市场操作，2 月缴税截止申报时间延迟到 2 月 26 日。资金面在 2 月的最后几个交易出现资金利率明显上升:为对冲税期高峰、地方债大规模发行给资金面带来的扰动，央行重启逆回购操作，传达出安抚市场的信号。
- ◆ 2019 年地方政府债券发行提前。因 2 月工作日较少，地方债的发行量或难以超过 1 月，期债面临的地方债供给压力相对有限。
- ◆ 中美贸易问题有望得到实质性进展，极大缓解市场的担忧情绪。美联储释放暂缓加息和年底停止缩表的信号，进一步提升了风险偏好，风险资产从去年四季度的恐慌抛售中，进一步修正性反弹。
- ◆ 中期来看，受季节性因素经济数据反弹持续性影响，宽货币配合宽信用组合仍将延续，经济下行压力仍较大。因此，受基本面以及资金面支撑的债市依然看涨，但短期来说，风险偏好提升且基本面仍需验证，依然建议谨慎观望，警惕股债跷跷板效应。

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

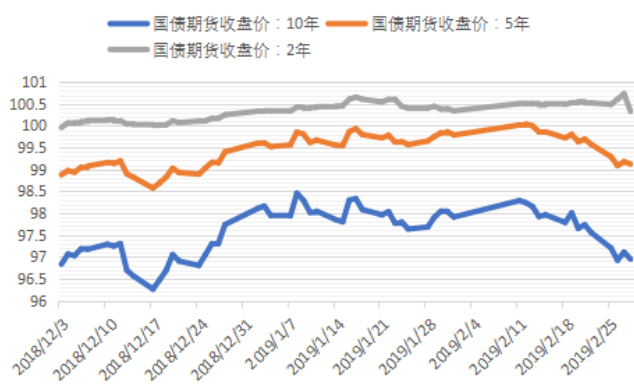
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

第一部分 国债期货行情回顾

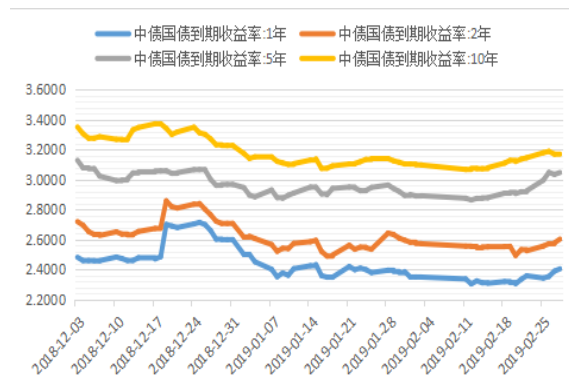
本月因农历春节仅有十五个交易日，春节前一周国债期货整体小幅上涨，节后首个交易日，国债期货低开后强势走高，迎来开门红。股市与债市共迎猪年开门红。春节期间国内平稳过度，国外“鸽”声四起。随后几个交易日期债表现乏力。15日早间公布的物价数据低于预期，国债期货走强；午后公布的金融数据超出市场乐观预期，国债期货涨幅大幅收窄，并一度翻绿。18日A股大涨，三大股指全线逼空，两市放量成交刷新近10个半月新高。当日国债期货低开低走。国债跷跷板凸显。25日国债期货继续收跌，贸易谈判取得实质性进展，A股再度飙升，A股三大股指均收涨超5%，上证综指创2015年7月以来最大日涨幅；两市成交1.04万亿元；逾300股涨停。股市回暖和中美贸易摩擦的缓和极大缓解了市场的担忧情绪，市场避险需求降温，随着股市大幅上涨，债市与股市的联动性明显增强，本月国债期货市场出现明显回调。现券收益率方面，10年期国债收益率已经反弹至3.2%附近，较2月初的低点上涨接近15个BP。

图1. 国债期货高位震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 国债近期震荡反弹



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

2 月制造业 PMI 小幅回落不及预期，供需指标分化，春节因素影响生产收缩拖累制造业 PMI 下滑，而受稳增长政策效果显现拉动新订单指数重回扩张区间，制造业需求有所恢复，市场预期有企稳迹象。2019 年 2 月中国采购经理指数(PMI)数据：官方制造业 PMI 为 49.2%，较上月回落 0.3 个百分点，创 2016 年 3 月以来新低；非制造业商务活动 PMI 为 54.3%，较上月回落 0.4 个百分点，继续保持在扩张区间。从分项数据看，受春节的影响，2 月生产指数比上月下降 1.4 个百分点；新订单指数比上月上升 1.0 个百分点，重返临界点之上。

进出口方面，一月份外贸数据大幅好于预期，提振市场风险偏好。海关总署公布数据显示，按美元计价，1 月份，我国进出口总值 3959.8 亿美元，增长 4%。其中，出口 2175.7 亿美元，增长 9.1%，预期降 3.3%，前值降 4.4%；进口 1784.1 亿美元，下降 1.5%，预期降 10.2%，前值降 7.6%；贸易顺差 391.6 亿美元，扩大 1.1 倍。贸易争端致“抢出口”后遗症仍存，今年春节较去年提前 10 天以上，节前赶工的逻辑或使部分出口提前进行，拉高 1 月出口增速。历年 1 月进出口数据波动较大，趋势性较差，仅凭 1 月单月数据并不能判断当前对外贸易趋势是否好转，国内经济依然面临较大下行压力。

二、金融数据整体表现尚好

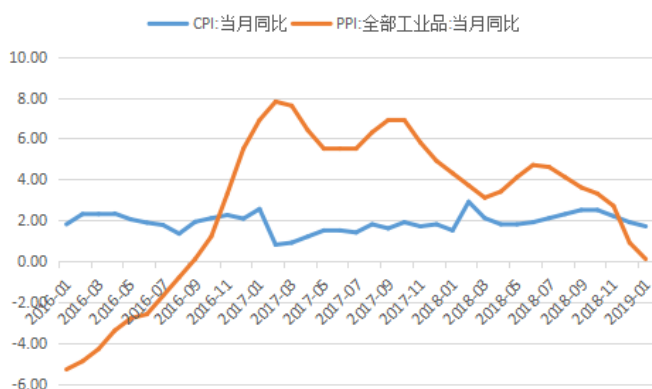
中国 1 月新增人民币贷款和社融规模增量双双超预期，宽信用政策效果逐步显现。1 月新增人民币贷款 32300 亿元，新增社会融资规模 4.64 万亿元，M2 同比增速为 8.4%，前值 8.1%；社融同比增速 10.4%，前值 9.78%。其中，新增贷款 32300 亿元，超季节性上升，远高于去年同期的 29000 亿元，主要受票据融资和企业短贷提振。非标同比改善，信用债券融资火爆，表内信贷放量，共同拉动社融增量超预期。年内社融或维持反弹方向，主要是基于信贷、专项债和非标的好转，但社融反弹并不代表经济基本面出现快速好转，后期随着经济数据的验证下行，预计还是会使得债市再度回归基本面，令债市走势震荡偏强，只是随着宽信用方向的确立，债市走强空间也不建议过度乐观。

三、CPI，PPI 双双回落

一月物价数据及金融数据显示：中国 1 月 CPI 同比增 1.7%，预期 1.9%，前值 1.9%。创一年新低，为连续第二个月处于“1 时代”。1 月 PPI 同比增 0.1%，预期 0.3%，前值 0.9%。中国 1 月 CPI 同比 1.7%，；

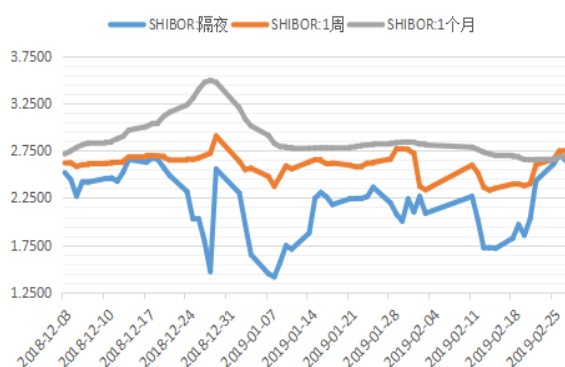
PPI 同比 0.1%，连续第二个月创 2016 年 9 月以来最低。2019 年 1 月通胀环比增长 0.5%、同比增长 1.7%，同比增速较上月小幅回落，低于市场预期。今年年初，全国范围内并未出现大范围极端天气，并且与去年不同的是，不存在春节错位因素，所以今年 1 月通胀环比表现呈季节性均值。因为猪瘟的因素，除猪肉价格以外的食品价格暂未看到大幅上行的风险。而猪肉 CPI 可能在 2019 上半年同比转正，因此全年的 CPI 数据较 2018 年会出现小幅上行，高点可能在年中。2019 年 1 月 PPI 环比降低 0.6%，同比增速 0.1%，PPI 数据同比增速一直呈现下降趋势，而 2019 年更注重提高全要素生产率，预计会延续回落，未来影响 PPI 环比的主要因素应重视基建、地产等。而最重要的因素还是在于实体经济下行压力加大、而需求侧刺激效果不及预期。今年 CPI 同比增速可能持续高于 PPI。

图 3. CPI, PPI 双双回落



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. Shibor 有所上涨



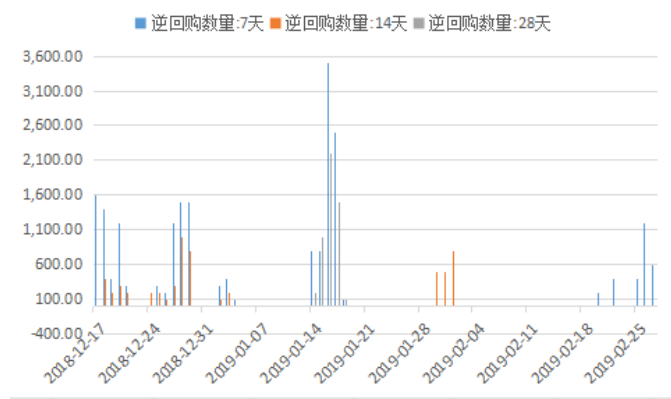
资料来源：WIND 新纪元期货研究

四. 缴税申报延迟，月末资金面有所收紧

央行 2 月 11 日-21 日连续暂停公开市场操作，因为春节因素，2 月月度缴税截止申报时间延迟到周二(2 月 26 日)。资金面在 2 月的最后几个交易日出现资金利率明显上升：银存间质押式回购利率(DR007)和银行间拆借利率(SHIBOR 1W)上涨了 42bp/61bp。为对冲税期高峰、地方债大规模发行给资金面带来的扰动，央行重启逆回购操作，传达出安抚市场的信号。据统计，节后公开市场共有 6800 亿元逆回购、3835 亿元 MLF 和 1000 亿元国库现金定存到期，央行资金投放为 2919 亿元（2200 亿元逆回购和 719 亿元 PSL），公开市场净回笼资金达到 8716 亿元。即便考虑到前期降准置换到期的 MLF，净回笼资金量也达到 4881 亿元。本月央行逆回购操作，旨在保持 DR007 利率中枢在政策指导利率（央行 7 天逆回购利率）附近运行，避免出现流动性趋紧态势，从而稳定市场预期，继续以“宽货币”支持“宽信用”。

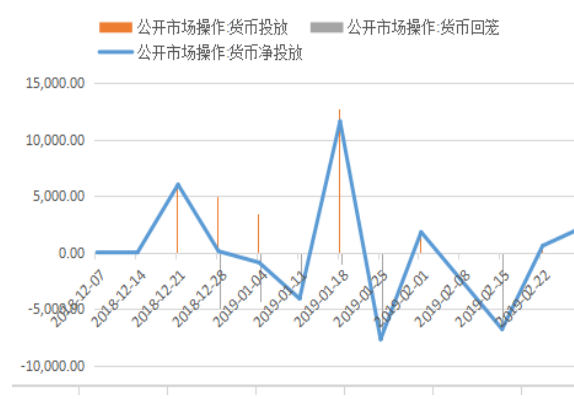
央行四季度货币政策执行报告中删去“中性”和“闸门”的表述,明确提出“引导货币市场利率中枢下行”,更加强调逆周期调节和结构性货币政策,缓解小微民营企业融资问题。央行表示,当前货币政策仍然有较大的操作空间,通过公开市场业务等操作,可以缓解市场资金不足的问题,央行没有必要大水漫灌。在经济下行压力背景下,货币政策明确边际宽松信号。

图 5: 2019 年 2 月逆回购有所缩量



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 6: 流动性投放减码



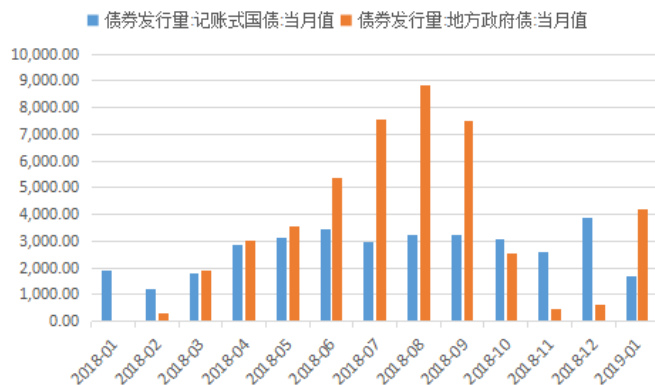
资料来源: WIND 新纪元期货研究

五、地方债发行需求不俗

2019 年地方政府债券发行提前。往年地方政府债券发行启动一般在二季度之后,今年则提前到了一季度。从发行的结果上,目前地方政府债券需求不俗,市场认购情绪高涨。地方政府债发行提前,同时增量较大,最直接的影响是有助于加快基建投资增速反弹,预计在进入二季度施工旺季之后,基建投资增速就会明显上升,这将有助于经济企稳。

因 2 月工作日较少,地方债的发行量或难以超过 1 月,期债面临的地方债供给压力相对有限。但 3 月以后,地方债的发行放量需要密切跟踪,如果达到去年专项债集中发行的体量,不排除期债会发生月度级别的回调。但值得注意的是,从去年经验来看,供给因素仅改变期债的节奏,难以改变期债的方向。回调之后,期债还是会按照本身的逻辑运行,最终的方向还是主要由宏观经济增速决定。

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、风险资产反弹，风险偏好回升

第七轮中美经贸高级别磋商取得实质性进展，特朗普宣布推迟 3 月 1 日上调中国输美商品关税的计划，双方就贸易争端中最棘手的议题研拟承诺纲要。此次中国赴美代表团级别较高，双方开始就一些实质问题进行讨论，中美贸易问题有望得到实质性进展，极大缓解市场的担忧情绪。大大降低了中国经济的外部风险，提升了经济发展的稳定性。美联储释放暂缓加息和年底停止缩表的信号，进一步提升了风险偏好，风险资产从去年四季度的恐慌抛售中，进一步修正性反弹，2 月以来，股指强势反弹，成交金额更是连续两日突破万亿元，中证 500 涨超 20%，沪深 300 涨约 15%，上证 50 涨约 10%。市场避险情绪消退，在一定程度上对债市形成利空。

第三部分 国债期货市场展望

年后宏观经济数据短期反弹、一系列“宽信用”政策的落地，市场对于经济企稳反弹的预期增强，中美贸易谈判取得实质性进展，风险资产大幅反弹等利空消息影响，国债期货延续振荡调整。2 月为经济数据公布空窗期，市场等待 3 月份经济数据集中落地。目前国内经济形势依旧较为严峻，短期也很难出现明显的改善，但是如果信贷和社融增速反弹能够持续，基建增速二季度出现明显回升，贸易摩擦能如期缓和，那么中国经济有望在 2019 年三季度出现企稳。前期央行释放持续流动性，通过多工具全面呵护资金面。从目前环境来看，货币政策依然保持稳健，合理充裕的基调不会改变。临近全国两会，更多积极的财政政策或逐步落地，会为债市带来一定压力。国债期货主力合约基差处于历史相对高位，基差有较大的修复需求，因此国债期货大幅调整的可能性不大。中期来看，受季节性因素经济数据反弹持续性影响，宽货币配合宽信用组合仍将延续，经济下行压力仍较大。因此，受基本面以及资金面支撑的债市依然看涨，但短期来说，风险偏好提升且基本面仍需验证，依然建议谨慎观望，警惕股债跷跷板效应。

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#