

经济企稳可期 珍惜债牛尾声机会

内容提要:

- ◆ 国债期货在 2019 走出震荡走高而后持续震荡调整的态势，国债收益率方面，主要期限较去年同期略有上行。国开债收益率方面，主要期限较去年同期窄幅波动，略有下行。
- ◆ 2019 年我国宏观经济下行压力依然较大，仍未见反弹迹象。2019 年一季度经济开局平稳，进入二季度，季节性因素消退后，经济下行压力进一步体现。二季度数据超预期变差，随后三季度数据创历史新低。2020 年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年。
- ◆ 固定资产投资增速创历史新低，房地产投资保持较好韧性。2019 消费增速有放缓的迹象，消费受居民收入增速放缓和高杠杆率抑制。国内外需求疲软导致进出口增速回落至负值，“衰退型”顺差对经济支撑延续。
- ◆ 2019 年以来单月 CPI 同比涨幅有所走高主要受食品价格尤其是猪肉价格较快上涨所拉动，“猪通胀”成为了市场关注的核心问题之一。PPI 低位运行，通常反映工业需求偏弱。
- ◆ 全球经济开始持续放缓，步入下行通道，2019 年全球进入货币宽松周期，经济主要国家的制造业 PMI 共振回落。中美利差持续维持高位，外部环境对于我国政策利率的下调已经不构成明显的阻碍。
- ◆ 2019 年央行推出更具针对性的货币拖放措施，通过定向中期借贷便利置换，进行降息操作。设立了央行票据互换工具，提高银行货币创造能力，放松了中小银行降准的门槛。2019 年降准 3 次、同时 MLF-OMO-LPR 利率三连降落地。
- ◆ 2019 年地方政府专项债额度已经发行完毕。近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。
- ◆ 本轮债牛接近尾声，难有趋势性行情，不过货币政策宽松格局下仍具有阶段性投资机会。

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

近期报告回顾

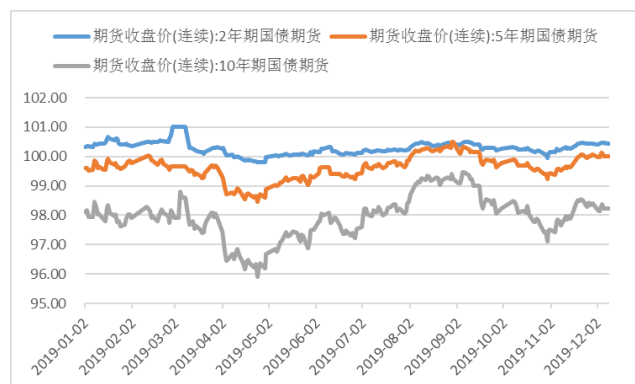
三连降落地后 国债期货追涨乏力（月报）

经济数据再现季初回落 期债方向尚不明确（周报）

第一部分 2019 年国债行情回顾

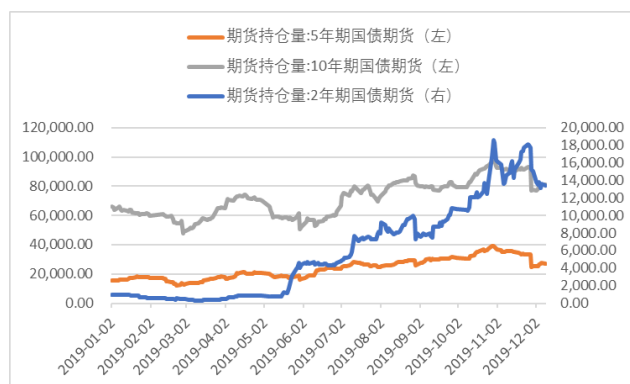
国债期货在 2019 走出震荡走高而后持续震荡调整的态势。1-2 月中旬，年初央行向市场大量投放流动性“红包”，采用多工具平稳过度春节，国债期货整体重心上移，十年期国债期货整体重心在 97.775-98.260 之间波动。2 月下旬，国债期货大幅下跌，此后国债期货快速反转，市场波动较大，相比于 1-2 月的重心并无显著的降低。4 月份，一系列经济数据公布，提升风险偏好令债市承压，国债期货快速下跌，十债 4 月 17 日跌至 95.820，此后贸易摩擦疑云又起，经济数据回落令国债期货震荡上行。5 月 16 日上线做市商制度后，市场流动性大幅改善，期债成交量持仓量尤其是两年期显著提升。进入 6 月之后，国债期货波动开始减弱，十年期国债期货整体水平在 97.206 上方波动，相比于 1 月份 98 的水平略有降低。7 月份维持震荡上行的态势，实现连续第五周上涨，在 7 月 15 日创出反弹新高后，持续调整行情。8 月首周创 2016 年 11 月 29 日以来新高，十年期国债期货首周累计值涨 0.56%。在贸易战进一步升级，人民币汇率跌破 7 元关口，经济增速放缓，流动性宽松，市场避险情绪升温的背景下，多因素利好支撑国债期货保持强势，随后国债期货整体上呈现利多兑现后的高位震荡格局。9 月央行降准、经济数据回落等力多因素支撑，国债期货未出现显著上涨。十月国债期货整体维持利多出尽后的震荡行情，国庆长假期间，欧美 PMI 数据偏弱，英国脱欧、特朗普受弹劾等政治性因素出现所引发的避险情绪升温。11 月国债期货出现一波明显反弹，一方面是受央行意外下调 MLF 和 OMO 利率影响，另一方面经济及金融数据低于预期，对期债存在支撑。但受中美贸易谈判出现积极信号、通胀升温、货币政策空间受限、资金面边际收敛等因素影响，上行动能受限，至今国债期货一直维持高位震荡态势。

图 1. 国债期货震荡走高而后高位震荡



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 2 年期期债成交量提升显著

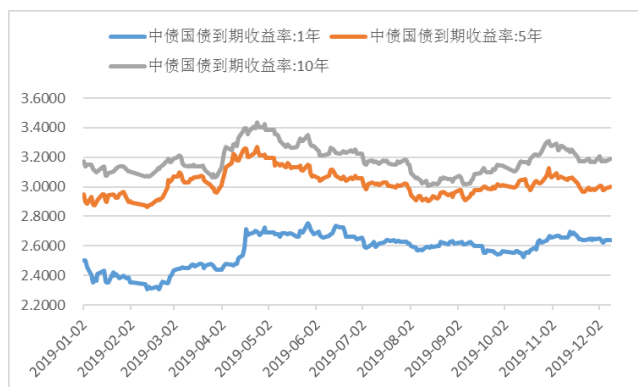


资料来源：WIND 新纪元期货研究

国债收益率方面，主要期限较去年同期略有上行，截至 12 月 06 日，1 年期国债收益率（中债，下同）为 2.6386%，较去年同期变动 18.29BP，较去年底变动 4.14BP；5 年期国债收益率为 3.0028%，较去年同期变动 -8.64BP，较去年底变动 1.94BP；10 年期国债收益率为 3.1903%，较去年同期变动 -10BP，较去年底变动 -5.14BP。国开债收益率方面，主要期限较去年同期窄幅波动，略有下行，截至 12 月 06 日，1 年期国开债收益率（中债，下同）为 2.7408%，较去年同期变动 -12.42BP，较去年底变动 -02.24BP；

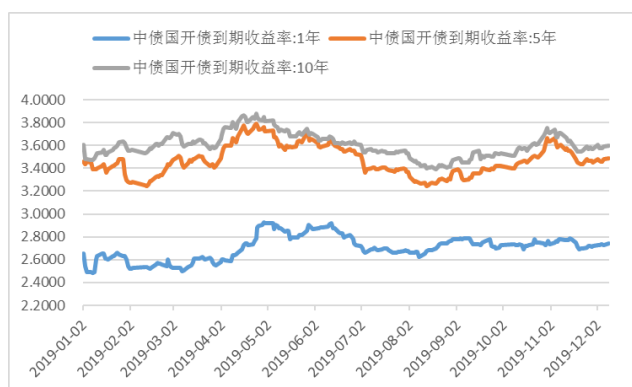
5 年期国开债收益率为 3.4851%，较去年同期变动-10.10BP，较去年底变动-2.38BP；10 年期国开债收益率为 3.5961%，较去年同期变动-13.64BP，较去年底变动-5.41BP。

图 3. 国债现券重心略有上移



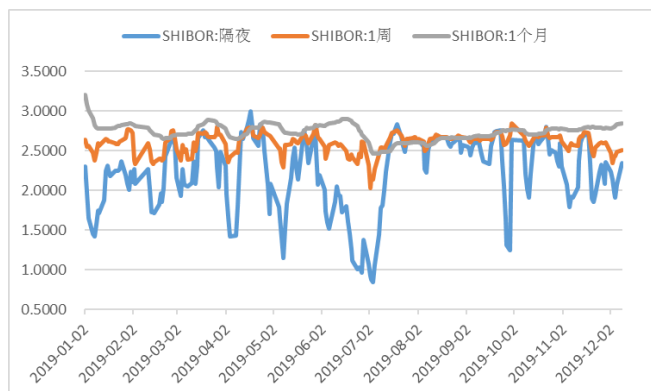
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 4. 国开债略有下行



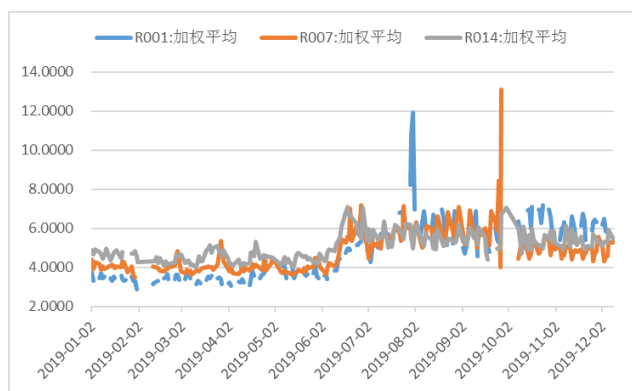
资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 5. 资金面整体维持平稳态势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 银行间质押式回购利率略有上行



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资金面方面，Shibor 隔夜、7 天和 3 个月利率，截至 12 月 06 日，分别报 2.0730%、2.4820%和 2.8300%；去年末，分别报 2.5540%、2.9030%和 3.4720%；去年同期，分别报 2.4180%、2.6000%和 2.8100%。银行间质押式回购利率方面，R001、R007 和 R014，截至 12 月 07 日，分别报 5.8160%、5.2800%和 5.4670%；去年末，分别报 4.3610%、8.5720%和 6.2690%；去年同期，分别报 3.6510%、3.8380%和 4.3560%。

第二部分 2020 年宏观经济及政策分析

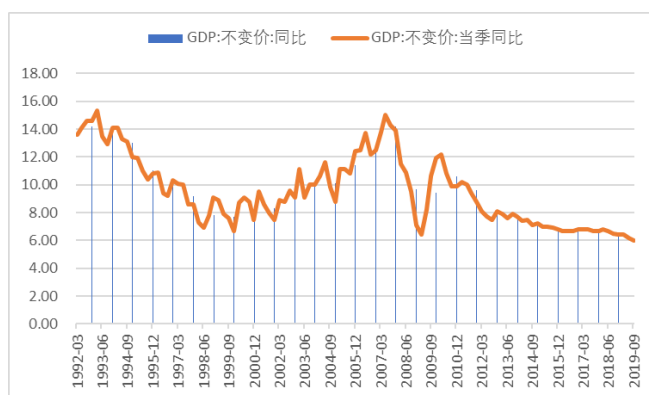
一、国内经济下行压力依然较大

2019 年我国宏观经济下行压力依然较大，仍未见反弹迹象。自 2018 年第二季度开始，我国不变价 GDP 季同比增速已连续下行了 5 个季度。2019 年一季度经济开局平稳，GDP 超预期向好，持平于 2018 年四季度。进入二季度，季节性因素消退后，经济下行压力进一步体现。二季度数据超预期变差，随后三季度数据创历史新低。2019 年前三季度我国宏观经济录得了平均 6.2% 的增速，其中三季度为 6.0%，创近 30 年新

低。后续经济在四季度或短期走平，而后缓慢下行。分产业看，第一、二产业增速放缓，拖累整体经济增速。三大产业对 GDP 的贡献率保持稳定，其中第三产业对 GDP 的拉动最大，贡献率保持在 60% 左右，第二产业 36% 左右。同时，年初以来经济数据“季初回落，季末冲高”的特点十分明显，这与信贷投放、财政支出节奏以及基数分布有关。海外方面，受贸易摩擦、制造业低迷影响，2019 年全球宏观经济处于同步放缓状态。发达经济体增速整体下滑，新兴市场国家经济增速也呈现分化。

2020 年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年。展望 2020 年，中国经济面临的风险和挑战增多，在中性估计的情况下，2020 年仅需实现 5.8% 左右的实际 GDP 增速即可完成“翻一番”目标，经济增长压力较为可控，宏观政策要坚持底线思维。宏观逆周期调节仍然会发挥作用，确保经济和居民收入增长，实现翻番目标。

图 7. 经济增速再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 工业增加值季末冲量特征明显



资料来源：WIND 新纪元期货研究

（一）内外需疲弱拖累生产

今年以来工业增加值季末冲量的特征明显，4 月、7 月、10 月增速分别较 3 月、6 月、9 月下降 3.1、1.5、1.1 个百分点，前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，增速较上半年和上年同期分别下滑 0.4 和 0.8 个百分点。工业生产增速整体放缓，主要原因是在工业生产中占比约九成的制造业增加值增速在需求走弱、利润下滑等因素影响下走低。值得一提的是，尽管三季度整体走弱，但 9 月工业生产增速出现明显反弹。10 月规模以上工业增加值同比 4.7%，预期 5.3%，前值 5.8%，受到内外需疲弱拖累。工业增加值数据季节性回落，但仍属平稳。综合而言，目前受制于总需求的压制，工业生产仍处于主动去库存的低点阶段，生产端难以在短期内提高景气度，低 PPI 水平对利润的抑制也会影响生产的积极性。

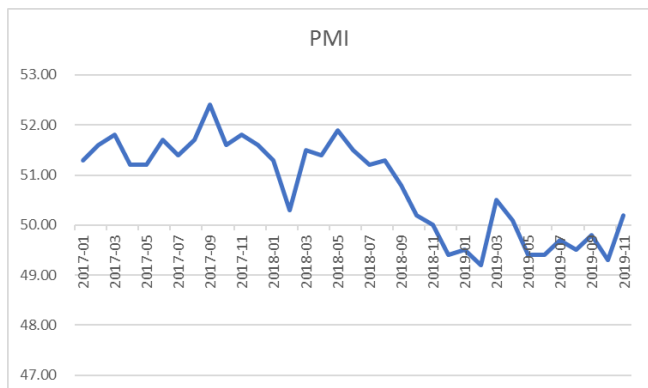
受央行降息及圣诞节海外订单数上升等因素带动，11 月制造业供需两端边际同步改善，制造业 PMI 回升至 50.2%，结束连续 6 个月的收缩态势。非制造业方面，当月建筑业 PMI 高位回调，服务业扩张速度加快，基本面总体保持良好状态。未来宏观政策协调以及逆周期调控力度将持续加强，四季度经济运行有望

企稳。

(二) 投资增速创新低，房地产仍有韧性

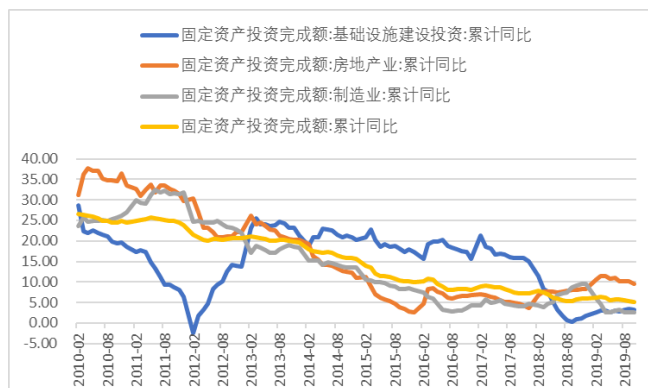
2019 年 1-10 月固定资产投资增速创历史新低，仅录得 5.2% 的增速，预期 5.4%，前值 5.4%，为近 30 年的新低。其中基建投资与房地产投资小幅下行，制造业投资小幅反弹，房地产投资保持较好韧性。从比重看，2019 年基建投资、制造业投资与房地产开发投资在固定资产投资中的比重有所上升，在投资增速下行的背景下，其它投资下降的幅度相对更大，制造业投资、基建投资与房地产开发投资对固定资产投资形成支撑。

图 9. PMI 连续 6 月低于荣枯线



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 投资增速边际放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

房地产投资仍有韧性，固定资产投资仍明显依赖地产投资，尽管房地产调控持续加码，但 1-10 月房地产投资累计增速仍高位稳定在 10.3%，销售、新开工、施工、竣工均改善。1-10 月施工面积累计增速 9%，加快 0.3 个百分点；竣工面积增速-5.5%，降幅收窄 3.1 个百分点，连续四个月收窄，在交房压力下施工加速，进而竣工增速不断修复；新开工面积累计增速 10%，加快 1.4 个百分点。1-10 月土地购置面积和成交价增速分别为-16.3%和-15.2%，降幅分别收窄 3.9 个百分点和 3 个百分点，土地市场边际上有所改善。1-10 月销售面积累计增速 0.1%，今年以来增速首次由负转正，销售额累计增速 7.3%，加快 0.2 个百分点。央行发文明确强调，不将房地产作为短期刺激经济的手段，房贷增速已有所回落，开发商融资收紧。在“房住不炒”和“不将地产作为短期经济刺激的手段”的政策引导下，未来地产投资增速趋降，但大幅下行的概率较低。

今年基建投资起到了托底作用，基建投资作为稳定经济增长的重要财政政策手段，受益于“稳增长”的需要，呈现出逆周期的特征。1-10 月基建投资（不含电力）增速 4.2%，下降 0.3 个百分点，全口径基建投资增速下滑至 3.3%，小幅回落 0.1 个百分点。可能与部分地区进入冬歇期有关。前期基建投资已开始小幅发力，增速略有回升，但从实际的效果看，力度有限。但随着扩大专项债作为资本金的基建项目范围、提前下达明年专项债部分新增额度、降低部分基础设施项目最低资本金比例、可通过发行权益型股权类金

融工具筹措资本金等措施落地，明年基建投资增速回升幅度将明显提升。

制造业投资 2019 年在低位徘徊，增速下滑较大，1-10 月制造业投资累计同比增长 2.6%，较上个月增长 0.1%。2018 年全年为 9.5%，拖累全年宏观经济增速。从盈利角度看，前 3 季度工业企业利润累计降幅逐季收窄；从融资角度看，3 季度以来，企业中长贷增速回升；从库存周期角度看，9 月工业企业产成品存货增速回落至 1.0%。17 年 5 月以来的库存去化周期已经长达 29 个月，而我国历史上库存周期平均持续时间为 40 个月。目前主动去库存已进入尾声，未来随着需求逐渐见底企稳，工业企业将转向被动去库存，而后有望走向主动补库存阶段。综合来看，受去年四季度高基数影响，预计今年内制造业投资增速大概率在低位徘徊。但随着内需、利润、融资等多重因素改善逐渐传导至企业的投资，未来制造业投资增速或缓慢筑底企稳制造业投资总体仍在筑底，但新旧动能转换加快，结构持续向好。

2019 投资增速很可能已经接近底部区域，呈现缓慢下行走势，明年房地产投资增速面临回调风险，基建有望发力部分对冲房地产投资回落的影响，投资大幅下行的风险已经被充分释放。

(三) 消费增速有放缓迹象

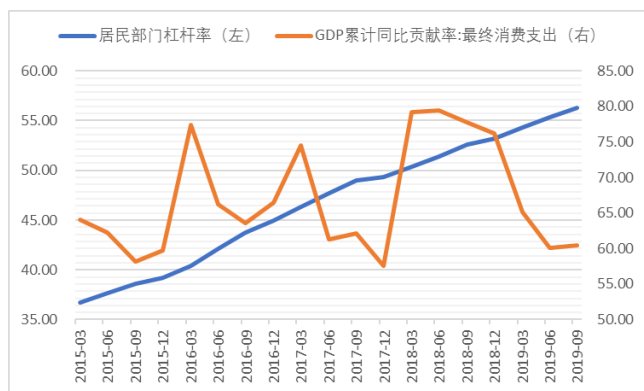
2019 消费增速有放缓的迹象，消费受居民收入增速放缓和高杠杆率抑制，2019 年 10 月社零增速创 2003 年以来新低。经济增速逐年下行，中国居民可支配收入总体呈上升的趋势，但增长幅度有所收窄，预算约束收紧，消费谨慎。2019 年 1-9 月全国居民人均可支配收入累计实际同比增长为 6.1%，低于 2018 年同期的 7.49%，从居民实际消费支出看，2019 年 3 季度全国居民消费支出增速明显反弹，但仍比 2018 同期 6.3% 的增速水平低。同时 2019 年国内消费品零售增速放缓，前三季度社会消费品零售总额累计同比增速 8.1%，较 2018 年同期回落了 1.1 个百分点。

居民部门杠杆率较高，债务负担和利息支出压力较大，同时消费性贷款增速放缓，超前消费受到抑制。近十年来居民部门的杠杆增长了近两倍，至 2019 年 3 季度，中国居民部门杠杆率连续 31 个季度上升，而且 2019 年全年增幅很可能会超过过去 10 年均值水平，相较于同类型国家来看已经处于偏高水平。结构上，必需消费品和可选消费品的表现都不佳，可能让投资者感受到居民消费能力正在下降。宏观经济下行期间，叠加物价上涨，实际购买力受损，消费增速的放缓客观存在，居民在整体消费预算受约束的情况下，更倾向于精打细算，消费意愿的降低，而前期个税减免对居民可支配收入增长的提振可能已逐渐消减。

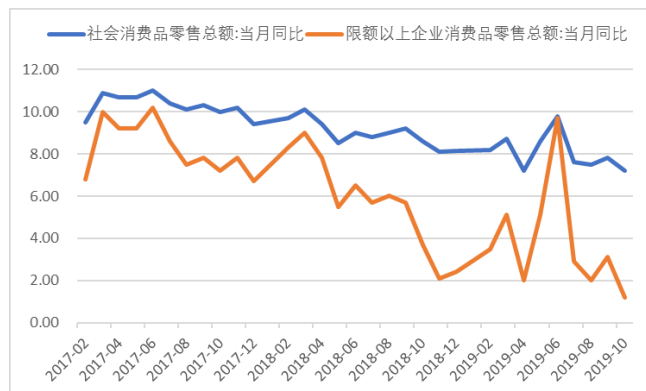
社消零售下滑，受汽车消费的拖累，但四季度汽车对消费的拖累正在减弱。此外，大规模减税降费之后，前三季度居民可支配收入增速较 18 年小幅回升至 8.8%，居民消费者信心指数也维持在近十年高位，预计消费增速下行最快的时间或已过去。展望明年，预计消费品零售总额名义增长将回稳，中枢在 8.5%。

图 11. 居民杠杆率持续增长

图 12. 社会消费品零售总额增速疲弱



资料来源：WIND 新纪元期货研究



资料来源：WIND 新纪元期货研究

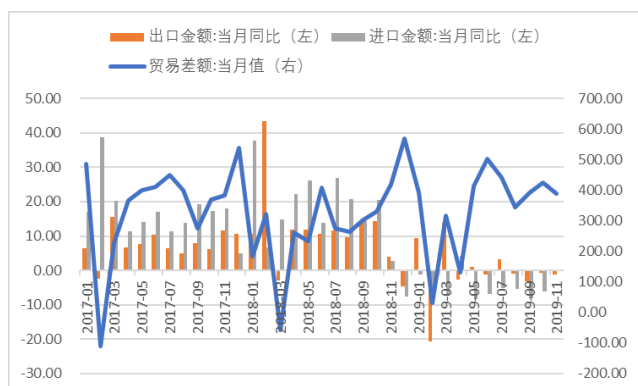
(四) 国内外需求疲软，进出口增速放缓

国内外需求疲软导致进出口增速回落至负值，出口方面，受到全球经济增速同步放缓以及贸易摩擦的影响，我国出口增速下滑，不过 10 月份我国进出口增速改善好于预期。2019 年 1-10 月我国出口金额增速为-0.2%，显著低于 2018 年的 9.9%。受中美贸易摩擦影响，对美出口大幅下降，从 2018 年的 11.3%，下滑到 2019 年 1-10 月的-11.3%。贸易方式看，前 10 月一般贸易出口 8.14 万亿元，增长 8.5%，占全部出口 58.21%，较去年同期提升近 2 个百分点；而加工贸易出口 4.13 万亿元，下降 3%，显示出口质量有所提升。此外，民营企业出口快速增长 12.8%，占出口总值的 51.3%，成为第一大贸易主体。进口方面，受国内经济疲软，需求不足影响，1-10 月我国进口金额增速为-5.10%，低于 2018 年 15.83% 的增速。对美进口方面降幅更为明显，1-10 月增速为-25.4%，低于 2018 年的 0.7%，2017 年的 14.5%。

今年前 10 个月中国出口增速转负，但进口跌幅更大，因此贸易顺差同比增加 36%，“衰退型”顺差对经济支撑延续，贸易差额为 428.1 亿美元，高于去年同期水平，较上月进一步上升，四季度顺差通常因季节性而环比上升。往后看，中美经贸关系出现改善，但主要经济体走弱，外需难言趋势好转，加之国内逆周期调节政策继续发力和加大从美国的进口，后续贸易顺差可能收窄。

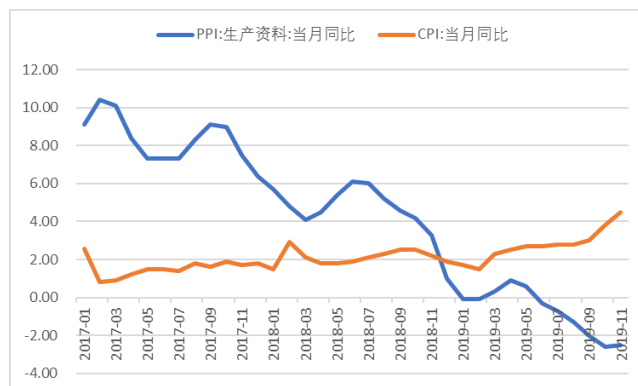
中期来看，虽然目前中美同意分阶段取消此前所加关税，短期内完全达成协议，取消所有已加关税的可能性较低。在这种情况下，分阶段取消部分所加关税概率较大。若近期取消 9 月 1 日所加关税，暂停 12 月 15 日对 3000 亿 B 清单商品加征关税，明年出口受贸易摩擦影响或有所减弱。同时在逆周期的调节下，2020 年全球经济可能企稳，或可支撑国内的出口小幅回暖。

图 13. 进出口增速回落至负值



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 14. CPI 超预期上涨



资料来源：WIND 新纪元期货研究

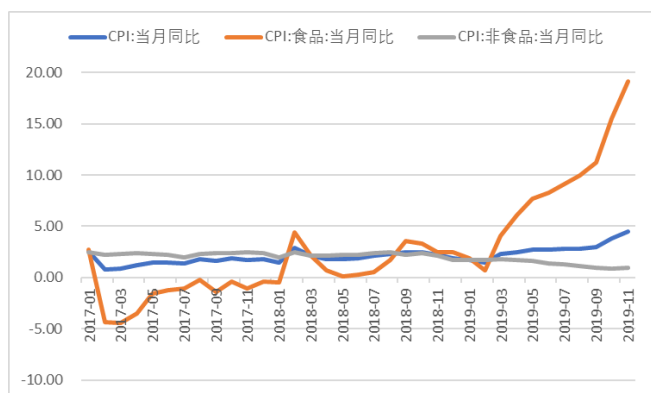
二、通货膨胀：CPI 超预期上涨，PPI 跌入通缩

猪周期叠加猪瘟疫情使得猪价超预期上涨，2019 年以来，CPI 由年初不到 2% 的水平逐步走高至 11 月份的 4.5%，PPI 从 4 月份 0.9% 的年内高点逐步下探至 11 月份的 -1.4%。2019 年以来单月 CPI 同比涨幅有所走高主要受食品价格尤其是猪肉价格较快上涨所拉动，“猪通胀”成为了市场关注的核心问题之一，也对货币政策形成了制约。11 月 CPI 同比升至 4.5%，连续第二个月快速冲高，主要原因是尽管 11 月初以来猪肉价格高位回落，但整月平均涨幅仍比上月有所扩大，连同当月菜价走高，带动食品价格同比进一步加快至 19.1%。猪肉环比 3.8%（前值 20.1%，去年同期 -0.6%），鲜菜环比 1.4%（前值 -1.7%，去年同期 -12.3%），鲜果环比 -3.0%（前值 -5.7%，去年同期 3.7%），蛋类环比 -0.5%（前值 -1.3%，去年同期 -0.2%），食品价格同比上涨 19.1%，影响 CPI 上涨约 3.72%。当月非食品价格涨幅延续低迷，11 月非食品项同比上涨 1%，较前值上涨 0.1 个百分点；环比上涨为 0.0%，较前值回落 0.2%。两者之间的“剪刀差”进一步扩大，显示当前通胀结构性特征明显，且“猪通胀”扩散至食品之外的风险不大。

PPI 方面，主要受上年同期国际油价大幅下跌，低基数助推 PPI 增速回升。11 月 PPI 环比增速下降至 -0.1%，石油、化工等行业价格环比增速回升较多，但在低基数的影响下，同比降幅收窄至 1.4%，11 月 PPI 翘尾因素回升至 -0.9%。分部门来看，石油、化工、冶金、煤炭依旧是造成 PPI 波动的原因。PPI 同比跌幅收窄，而环比则维持弱势，表明当前工业品需求依然不振，与整体经济走势较为吻合。

未来来看，CPI 方面，猪肉价格在达到 10 月底的高位后，11 月上旬略有下行；其他肉类如牛肉、羊肉、鸡肉价格在 11 月跟随猪肉价格有所下行。但由于生猪产能周期较长，猪肉供给短缺的问题难以在短期得到缓解。蔬菜价格企稳，而水果价格继续下行。明年 CPI 总体或呈现前高后低的趋势，或接近 6%。PPI 方面，能源价格上涨，部分化工产品和有色价格也上涨，而钢铁和建材价格整体稳定，环比有望继续小幅正增长，同比则由于翘尾因素影响，或维持当前水平。PPI 有望在 2020 年二季度由负转正，与 CPI 走势相反、呈现前低后高的走势。货币政策方面，当前通胀预期仍难缓和，且继续上行趋势明显，CPI 未来的持续上行仍会在一定程度制约货币政策。

图 15. 食品为 CPI 主要影响因素



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 16. 中美利差扩大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

三、国际经济形势面临挑战

（一）全球经济持续放缓，中美利差扩大

2019 年全球经济开始持续放缓，步入下行通道，全球进入货币宽松周期，经济主要国家的制造业 PMI 共振回落。欧洲央行宣布下调存款利率 10 个基点至 -0.5%，这是自 2016 年以来的首次降息。同时宣布重启 QE。同时印度、新西兰、澳大利亚、俄罗斯、韩国等相继进入降息周期，全球主要经济体在进入 2019 年陆续将货币政策转向宽松。

进入 2019 年，美国经济下行压力加大，联储货币政策“先发制人”，连续降息 3 次，并从缩表转向扩表，美债利率大幅回落。2019 年特朗普财政刺激效力减退，美国经济内生下行压力加大，美国通胀疲弱，同时中美贸易摩擦，海外经济下行风险加剧，作为应对，联储货币政策迅速转向宽松并于 8-10 月连续降息 3 次，合计 75bps，同时宣布在 8 月 1 日停止缩表，为了维持美国货币市场流动性稳定，联储从 10 月开始通过购买短期国债重启扩表。美国长端利率的反应走在了联储货币政策调整之前。10 年期国债收益率从 2019 年年初便开始回落，并在 8 月末出现 10 年期国债收益率与 2 年期短期倒挂的情形。同时，当前十年期中美国债利差维持在 140BP 左右、为近两年高位水平，国内债市对外资的吸引力依然较大。

美国利率下行带动主要发达地区利率回落，负利率债券规模大幅攀升。欧元区和日本国债利率跟随美国利率下行而回落。欧元区 10 年期国债利率从 2019 年 4 月跌落负区间，并持续处于负区间。而日本 10 年期国债收益率从 2019 年 3 月开始在负利率区间的跌幅进一步加深。全球负利率债券规模从年初的 8 万亿美元，迅速攀升至 6 月份的 17 万亿美元，7 月后负利率债券规模回落至 13 万亿美元左右。

全球货币宽松周期延续，当前我国的利率仍处于相对偏高水平，且中美利差持续维持高位，外部环境对于我国政策利率的下调已经不构成明显的阻碍。对于中国权益市场而言，全球货币宽松有助于市场情绪和风险偏好的提升，同时国内债券吸引力也将有所提升。

不过近期全球经济在经历一年多持续放缓之后，出现企稳迹象，全球制造业 PMI 也从 8 月开始持续回

升。但 2019 年 3 季度开始，全球经济景气度有所修复，摩根大通全球制造业 PMI 在 8-10 月持续反弹。美国 Markit 制造业 PMI 在 9-10 月也出现回升，欧洲、日本制造业 PMI 也在近期回暖。全球制造业 PMI 企稳回升意味着全球贸易也将企稳，这将减缓全球经济下行压力，未来全球经济企稳仍可期。

（二）中美贸易摩擦仍较大变数

今年以来，中美贸易战谈判呈现复杂态势，缓和与恶化交替出现，对金融市场产生较大影响。今年 1-4 月份中美贸易战有所缓和，谈判进行有序，5 月份，中美贸易战风向突变，2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布，自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%。国务院关税税则委员会决定，自 2019 年 6 月 1 日 0 时起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，贸易摩擦战火蔓延，同时 5 月份以来，墨西哥、印度等国也被加入战局之中。因非法移民问题对墨西哥加征 5% 关税，特朗普搅动全球贸易局势，外部压力增大。8 月 15 日，美国政府宣布对自华进口约 3000 亿美元的商品加征 10% 关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日实施。美方挑起第三轮中美贸易冲突。而后中方被迫采取反制措施，国务院关税税则委员会于 8 月 23 日宣布，对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5% 不等关税，同样分两批自 2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日实施。8 月 24 日，美方再度宣布将提高对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税税率。特朗普在推特上宣称，对约 2500 亿美元的中国进口商品征收 25% 关税，从 10 月 1 日起税率上调至 30%，对 9 月 1 日约 3000 亿美元的中国进口商品加征 10% 的税率提升至 15%。2019 年 10 月 10-11 日，中美第十三轮高级别经贸磋商初步达成“第一阶段”贸易协议，并可能于 11 月 16 日在智利 APEC 峰会期间正式签署。特朗普暂停原定于 10 月 15 日对中国 2500 亿美元产品提高关税，维持 25% 关税；12 月 15 日对 3000 亿美元中的部分商品（约 1600 亿美元，其余已在 9 月 1 日生效）加征 15% 的关税仍需谈判。第十三轮中美经贸高级别磋商初步达成第一阶段协议起呈缓和趋势，但当前虽然中美双方同意分阶段取消已征收的关税，但在具体协议上尚未达成一致，协议推迟至明年可能性较高。近期趋于缓和的中美贸易关系又生波澜，11 月 19 日，美国国会参议院通过《香港人权与民主法案》，根据该法案，美国给予香港的特别贸易待遇将挂钩香港的自治程度。中方现对该法案表示强烈谴责和反对。该法案将为中美贸易谈判增添更多不确定性。

中美贸易摩擦成为 2019 年经济的一个主线，贸易摩擦不仅影响中国的出口而且影响到投资及消费。中美第一阶段协议的签署可能要推迟到明年，中美贸易摩擦持续恶化期间，已经实质性影响到了两国及全球经济增长，尤其在制造业领域表现最为明显。同时如果中美贸易冲突持续上升，更大的可能是全球贸易规模的收缩，而非产业转移。历史上，全球贸易与全球经济增速具有高度一致性，贸易的收缩往往伴随着经济的收缩。不可忽视的是，中美贸易摩擦反复或将依然为常态，未来中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。

四、稳健货币政策延续，资金面松紧适度

2019 年央行推出更具针对性的货币拖放措施，通过定向中期借贷便利置换，进行降息操作。设立了央行票据互换工具，提高银行货币创造能力，放松了中小银行降准的门槛。2019 年降准 3 次、同时 MLF-OMO-LPR 利率三连降落地，四季度央行在关注总量的同时，推动结构的调整。未来央行将继续实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。

2019 年春节前后央行进行创记录逆回购操作一系列举动持续释放持续流动性，进一步放松货币政策、二次降准实施以及 2018 年度普惠金融定向降准动态考核，通过创设工具为市场提供流动性支持，积极推动银行发行永续债补资本，显示了央行在“无法进行大水漫灌下”，通过这种“创新工具”来实现降息降准的效果，春节前后资金面迎来“超级月”，令市场吃下定心丸。

宽信用成效初显，加之外部风险因素有缓和迹象，自三月份开始央行公开市场操作力度明显减弱，央行在公开市场的操作似乎转向保守，有别于年初央行接连降准与公开市场多种工具运用，虽然整体中性的货币环境没有变化，但资金市场已经从宽松向平衡有所转变。4 月 19 日政治局会议传达出明显的政策调整信号，再次提到“结构性去杠杆”，表示“稳健的货币政策要松紧适度”，4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议指出，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加大对实体经济的金融支持。央行《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》再次强调“把好货币供给总闸门”，“不搞大水漫灌”。

五月的最后一周包商银行出现严重信用风险，以往央行较少在月末开展公开市场逆回购操作，央行连续四天开展逆回购操作，央行适时适量的流动性投放举动释放出明确流动性呵护信号。包商银行托管事件触发流动性分层，针对包商银行托管引发的市场流动性波动。

央行 6 月份实施了一系列稳流动性的举措，包括逆回购超额投放，重启 28 天逆回购以及针对中小银行的增加再贴现额度便利和 SLF 额度。这些主要是较短期限的资金投放，以应对包商事件冲击及 6 月份跨季地方债发行等影响。起到了较明显的效果。6 月 25 日央行货币政策委员会 2019 年第二季度例会召开，二季度货币政策大体延续一季度基调，但关于货币政策的表述有微调。将“坚持逆周期调节”改为“适时适度实施逆周期调节”，目前货币政策稳流动性的目标逐渐明确。

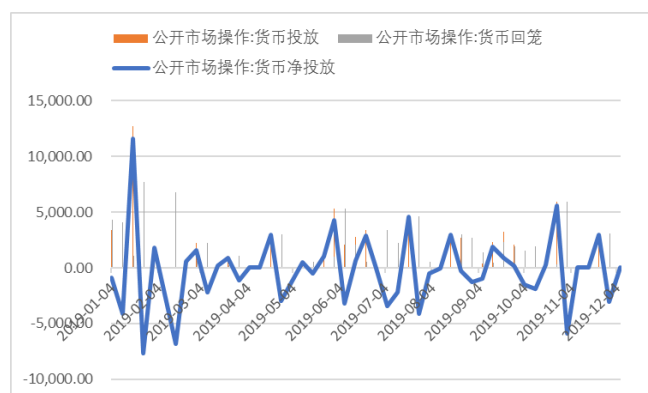
8 月 LPR 机制改革落地，LPR 贷款定价挂钩 MLF，9 月央行在 LPR 机制改革后紧跟降准，在改革的基础上释放流动性，降低银行负债端压力。三季度时，市场对于下调 MLF 利率的预期一度十分浓厚。然而，被市场寄予厚望的 MLF 利率下调没有很快到来，8 月、9 月，MLF 利率下调预期接连落空。这大大打压了市场的宽松预期。

11 月 5 日，央行时隔一年多下调 MLF 利率超出市场预期，开展中期借贷便利（MLF）操作 4000 亿元，中标利率下调 5bp 至 3.25%，MLF 利率下调确认货币政策操作偏重逆周期调控的取向，5 个基点调降幅度不

大，也表明在物价存在结构性上涨压力背景下，货币当局对利率调整力度和节奏的拿捏会更加审慎，“大水漫灌”不会出现。16 日，央行发布的今年第三季度中国货币政策执行报告中指出，强调实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长；下一步将继续做好 LPR 报价和运用工作，引导和督促金融机构合理定价，进一步打破贷款利率隐性下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道。11 月 18 日，央行重启已经停止 15 天的逆回购。同时央行开展了 7 天期逆回购 1800 亿元，中标利率 2.5%，较此前下降 5BP，这是 7 天期逆回购利率逾四年来首次下调。11 月 20 日最新出炉的 LPR 报价迎来全面下调，1 年期贷款市场报价利率（LPR）为 4.15%，此前为 4.2%。5 年期贷款市场报价利率（LPR）为 4.80%，此前为 4.85%。5 年期 LPR 迎来首次迎来下调。MLF-OMO-LPR 利率小幅三连降全面落地，明确了央行货币政策价格工具的传导机制，表明央行政策利率变动对 LPR 变动将产生更直接有效的影响。央行货币政策操作均超出市场预期，亦带动国债期货价格走强。

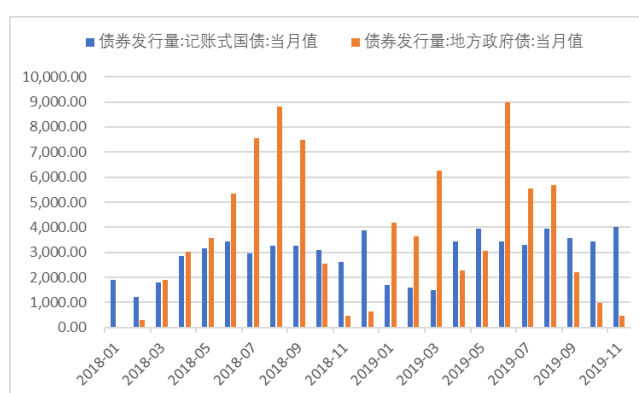
未来央行将实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，实施灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，深化改革，促进金融和经济的良性循环。但当前通胀上行加速，明年上半年 CPI 均在高位运行、且 PPI 有望由负转正，货币宽松依然受限。预计 2020 年上半年政策利率下调的空间不会很大，全年来看降准和 LPR 报价下调仍有空间，央行将通过公开市场各种工具维护资金面松紧适度。

图 17. 流动性保持合理充裕



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 18. 地方性债务发行具有阶段性



资料来源：WIND 新纪元期货研究

五、财政政策持续发力

7 月底政治局会议继续定调“积极的财政政策要加力提效”，强调要“继续落实落细减税降费政策”，同时重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，明确指出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。这意味着尽管当前经济运行面临内外部风险的挑战，但政策仍将保持定力，不重走刺激投资的老路，而是通过减税降费来培育经济内生增长动力。

目前赤字率已经达到 5.5%（占名义 GDP 比重），远超今年预算目标和近年平均水平。11 月 20 日发布的

1-10 月财政收支数据也显示 7 月以来财政政策的积极性有所收敛，无论是财政支出降速，还是收入增速企稳回升，都表明资金缺口的影响，尽管积极财政政策的政策意图是明确的，但资金缺口压力显然也是一种现实的制约。合并计算公共财政账户和政府性基金账户，可发现 2019 年以来财政政策扩张程度远超之前的三年：一方面收入增速远低于之前三年，反映出减税降费、土地出让减少等收入的收缩；另一方面支出增速在上半年也高于之前三年，反映了稳增长的政策取向。但由于资金缺口的约束，下半年积极财政政策的积极程度逐渐下降。尽管也有提高非税收入、扩大专项债计划、消费税前置改革等措施的支撑，但从数据来看目前尚未得到根本解决。

往 2020 年看，减税仍有空间。财政政策仍将继续发力稳增长，公共财政赤字率有望继续提升，但难以突破 3%；地方政府专项债资金使用效率提高、规模继续提升并将前置发力稳增长；地方政府隐性债务置换可能边际放松。

六、地方债提前发行，专项债额度几近使用完毕

2019 年 1-11 月地方政府债发行合计 43244.49 亿元（同比+5.45%）。一般债方面，发行新增债 9073.68 亿元（同比+14.11%），再融资债 8006.96 亿元（同比+64.64%），置换债 623.49 亿元（同比-90.25%）；专项债方面，发行新增债 21213.96 亿元（同比+59.94%），再融资债 3520.67 亿元（同比+190.08%），置换债 805.75 亿元（同比-74.68%）。

发行类型上，2019 年 1-11 月各地区发行地方债以新增专项债为主。发行体量上，江苏、湖南、山东位列前三。发行期限上，新发行地方债以 5 年期、10 年期居多，受政策放宽、投资者对地方债接受度提升等因素影响，2019 年地方债平均发行期限同比大幅增加。

发行利差上，2019 年 2 月财新等媒体报道财政部要求地方债发行利差下限调整至 25BP-40BP，目前专项债和一般债发行利差维持在 25BP 左右；区域分化程度较 2018 年有所降低；一二级市场利差倒挂现象缓解。

目前全年新增地方债额度几近使用完毕，其中，新增一般债占全年新增地方政府一般债务限额的 97.56%，新增专项债占全年新增专项债务限额的 98.68%。年内地方债发行额度方面，通过测算再融资债发行额，预计 12 月仍需发行 339.81 亿元。

目前，2019 年地方政府专项债额度已经发行完毕。近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。在 10 月固定资产投资同比增速降至年内新低、今年的新增专项债额度又已经发行使用完毕的背景下，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额，并要求各地早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，是当前稳投资的一项重要举措。这意味着提前下达的专项债在 12 月会有部分发行的可能性较高。短期来看，专项债集中

发行显著提升地方债供给，直接影响债市配置。此次未明确年内发行，但总体新增额度高于去年，并且提前发行的专项债不能用于棚改和土储项目，因此对基建的实际拉动效果料将显著强于去年同期。结合项目资本金比例下调的范围也向基建领域倾斜，财政逆周期政策料将支持一季度基建回升。目前国内十分重视货币政策和财政政策的配合发力，专项债集中发行时会有相应措施呵护市场流动性，预计专项债发行对期债影响偏中性。但长期来看，若专项债对经济数据造成明显正向影响，将间接造成期债的回调压力。

第三部分 2020 年国债期货市场展望

2019 年全球宏观经济处于同步放缓状态，全球货币宽松周期延续，发达经济体增速整体下滑，新兴市场国家经济增速也呈现分化。我国宏观经济下行压力依然较大，仍未见反弹迹象，内外需疲弱，生产整体走弱，投资增速缓慢下行，地产投资保持韧性，制造业投资筑底，积极财政助力基建投资托底，消费缓慢下降，国内外需求疲软导致进出口增速回落至负值。同时中美贸易摩擦成为 2019 年经济的一个主线，贸易摩擦不仅影响中国的出口而且影响到投资及消费。猪周期叠加猪瘟疫情使得通胀超预期上行，一定程度制约货币政策。2019 年央行推出更具针对性的货币投放措施，MLF-OMO-LPR 利率三连降落地；财政政策扩张程度远超之前的三年，不重走刺激投资的老路。地方债提前发行，目前专项债额度已经发行完毕，对基建投资产生了一定程度上的刺激作用。2019 年以来影响债市的主线从经济预期再到通胀预期，其核心是货币政策预期的不断变化，同时伴随着贸易摩擦的扰动。

2020 年是全面实现小康社会的攻坚年，也是“两个翻番”目标的收官验证年。展望 2020 年，中国经济面临的风险和挑战增多，未来宏观政策协调以及逆周期调控力度将持续加强，投资大幅下行的风险已经被充分释放，消费品或将回稳。全球经济在经历一年多持续放缓之后，出现企稳迹象，未来全球经济企稳仍可期。或可支撑国内的出口小幅回暖。但由于生猪产能周期较长，猪肉供给短缺的问题难以在短期得到缓解，明年 CPI 总体或呈现前高后低的趋势，PPI 有望在 2020 年二季度由负转正，呈现前低后高的走势。当前通胀预期仍难缓和，CPI 未来的持续上行仍会在一定程度制约货币政策。央行将继续实施好稳健货币政策，加强逆周期调节，实施灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，深化改革，促进金融和经济的良性循环。财政政策仍将继续发力稳增长，专项债集中发行将显著提升地方债供给，对基建的实际拉动效果料将显著强于 2019 年，货币政策和财政政策的配合将持续发力。中美贸易摩擦反复或将依然为常态，未来中美关系还将继续牵制市场情绪和市场走向。

对国债期货而言，在通胀上行的环境下，期债反弹高度将受限。全球经济出现企稳迹象，我国经济明年或将复苏，中美贸易关系仍将持续左右金融市场动向，对市场避险情绪产生影响。本轮债牛接近尾声，难有趋势性行情，不过货币政策宽松格局下仍具有阶段性投资机会。

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#