

降准预期支撑, 债市继续看涨

近期尽管利空不断, 但是债市对此反应明显钝化。债市反而在央行连续大额投放跨年资金引发的宽松预期的支撑下触底反弹。后期随着元旦、春节资金需求大增以及专项债在 2020 年一月开始大量发行, 彼时资金缺口较大, 市场预期央行大概率降准释放流动性, 同时李克强总理再提降准引发降准预期高涨, 利好债市。短期经济数据空窗期内, 经济企稳暂难证伪, 债市有望在宽松预期的支撑下延续回暖势头。关注降准落地后的回调风险。



年末政策宽松预期支撑债市走强。在元旦、春节临近, 银行间资金面大概率季节性趋紧的背景下, 央行月内再度超额续作 MLF, 继续投放中长期流动性, 稳定市场预期。具体看, 12 月中下旬央行开展 3000 亿元 MLF 操作对冲当日 2860 亿元 MLF 到期, 小幅超额放量 140 亿元。10 月份以来央行已经开展 5 次 MLF 操作累计投放 5230 亿元中长期流动性, 替代逆回购成为流动性投放的主要渠道, 收短放长特征显著。此外, 央行于 18 日重启逆回购操作, 并连续三日大额投放跨年资金近 6000 亿。主要意图在于: 首先面临缴税缴准时点仍然坚持

加大中长期流动性投放来压实流动性合理充裕的基础，其次是由于临近年底，银行面临考核压力，需要中长期负债，避免资金面出现过度的结构性紧张。12月两次MLF操作均维持3.25%操作利率不变，短期连续降息落空。但是考虑到降成本仍然是货币政策主方向，无论是三季度货币政策执行报告、易纲行长在《求是》的刊文以及最新的中央经济工作会议，都显示了货币政策宽松不会一蹴而就、更加关注宽松的力度、节奏和结构性操作，连续降息的概率很低。未来仍然存在量价配合的宽松空间，当前我们依旧看好元旦前后降准操作以及明年继续降息的可能。

中美贸易谈判再传利好。中美领导人于近期通电话。特朗普表示，美中达成第一阶段经贸协议，对于美国、中国和整个世界都是一件好事，美中两国市场和世界对此都作出了十分积极反应。美方愿同中方保持密切沟通，争取尽快签署并予以落实。习近平主席指出，中美两国在平等和相互尊重基础上达成了第一阶段经贸协议。在当前国际环境极为复杂的背景下，中美达成这样的协议有利于中国，有利于美国，有利于整个世界和平和繁荣。从海外市场来看，美股大涨，连续创新高，反映出中美两国元首进一步的沟通消除了市场对于贸易谈判进展的不利情绪。此外，近期公布美国三季度经济增速数据有所提高，并有迹象表明，在强劲的劳动力市场的支撑下，年末经济或多或少保持了适度的增长速度，市场对美国经济衰退的担忧逐渐消退。整体看，近期海外市场风险偏好继续提升，情绪上利空债市。

专项债确定一月初发行，加剧宽松预期。据四川财政厅“四川财

政” 微信公号披露，财政部提前下达四川省部分 2020 年专项债券新增额度 624 亿元。2020 年 1 月 2 日起将全国首批发行，四川省 2020 年新增专项债券发行进度将位于全国发行前列。据了解，四川此次提前下达的专项债券额度重点用于支持 7 个领域符合条件的重大项目：铁路、收费公路、机场、水运、城市轨道交通、城市停车场等交通基础设施项目，天然气管网和储气设施、城乡电网等能源项目，农林水利项目，城镇污水垃圾处理等生态环保等项目。相比 2019 年而言，2020 年提前批专项债发行时间有所提前：2019 年最早于 1 月中旬发行，而 2020 年提前到 1 月上旬。这将使得流动性偏紧，叠加 2020 年春节取现因素，银行体系资金更趋紧张，市场预计央行大概率将降准配合。

海外不确定性仍存。首先，美国国会众议院 12 月 19 日高票批准“美国—墨西哥—加拿大协定”修订版，为这一北美地区自由贸易新框架的生效扫除重要障碍。取得贸易进展后，美国政府开始将矛头转向欧洲，有意借助关税手段施压欧洲联盟改变双边贸易现状。欧美贸易摩擦如果升级，将冲击规模接近 1.3 万亿美元的双边贸易，对全球经济前景带来巨大不确定性。其次，英国下议院议员们以 358 票对 234 票的结果通过了约翰逊政府的脱欧协议法案，这意味着英国将结束持续 3 年多的不确定性，于 2020 年 1 月 31 日脱离欧盟。该法案目前正在下议院和上议院进行进一步的审查，该法案还禁止延长 2020 年后的脱欧过渡期，这意味着，英国需要在 11 个月内与欧盟达成新的贸易协定，增加了英国出现无协议脱欧的风险。

库存周期是否真正回暖还有待确认。上周末，27 日统计局公布的 11 月工业企业利润增速由负转正。结合 11 月工业增加值增速反弹至 6.2%，创近 5 个月新高，引发市场库存周期回暖预期。但从结构上看，利润回升的行业主要集中在地产和基建相关下游行业，中游行业利润回落且生产回升，或说明终端需求依然不佳。另外，尽管 11 月施工数据超预期好转，带动水泥和钢材价格上涨，但 12 月水泥和钢材涨势已经放缓。因此，库存周期是否真正回暖还有待确认。关注 12 月经济数据证实企稳的持续性。

分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cm

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。