

蓄势待发，砥砺前行——2020 年国债期货展望

摘要

2019 年利率上有顶下有底，维持全年震荡的格局，逆周期调节发力、宏观数据一波三折和通胀预期抬升是利率下行不顺畅的关键阻碍。展望 2020 年，在降低实体融资成本的制约下，利率上有顶的格局不变，债期难以走熊。利率的大方向仍将下行，但预期的反复修正和调控政策的发力可能拖累利率下行的节奏。

全球经济探底尚未结束，发达国家制造业处于下行周期，即使中美短期迎来缓和，后续阶段的谈判难度升级，未来的不确定性仍然很大。明年美国大选结束之后，大概率会在中美问题上变本加厉。外部缓解有限，我国出口也仅仅是弱企稳，叠加对美贸易购买承诺带动进口大幅回升，净出口将拖累 GDP 增长。制造业的外迁大概率持续、基建缓幅回升、消费难有起色下，房地产仍是 2020 年基本面的关键。高周转和棚改货币化拉长了地产周期，销售高景气在居民购买力的制约下难以持续，调控政策大概率放松对冲地产下滑压力。地产的亮点在于竣工，将带动地产后产业链尤其是装修和家电的需求。棚改是不确定所在，若按计划完成三年棚改规划，将上修房地产投资。2020 年的逆周期调节是在稳增长和调结构间均衡的“浅调节”，在托底思维下，不会强刺激，经济基本面难以回升，这也是支撑债期难以大幅回调的基础。

2019 货币政策保持定力制约了债期上涨的空间，2020 年将有所改善，下半年放松的空间更大，或助力利率下破底部。“宽货币”的传导疏通将以市场化的结构性改革为核心，打破银行负债端的成本约束，并配合其他政策利率的下调，“降息”将是 2020 年的首选工具。同时，由于通胀高点尚未确认，对于货币政策的制约仍需警惕。

国贸期货·研发中心
宏观金融小组

樊梦真

联系方式：021-51969270

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

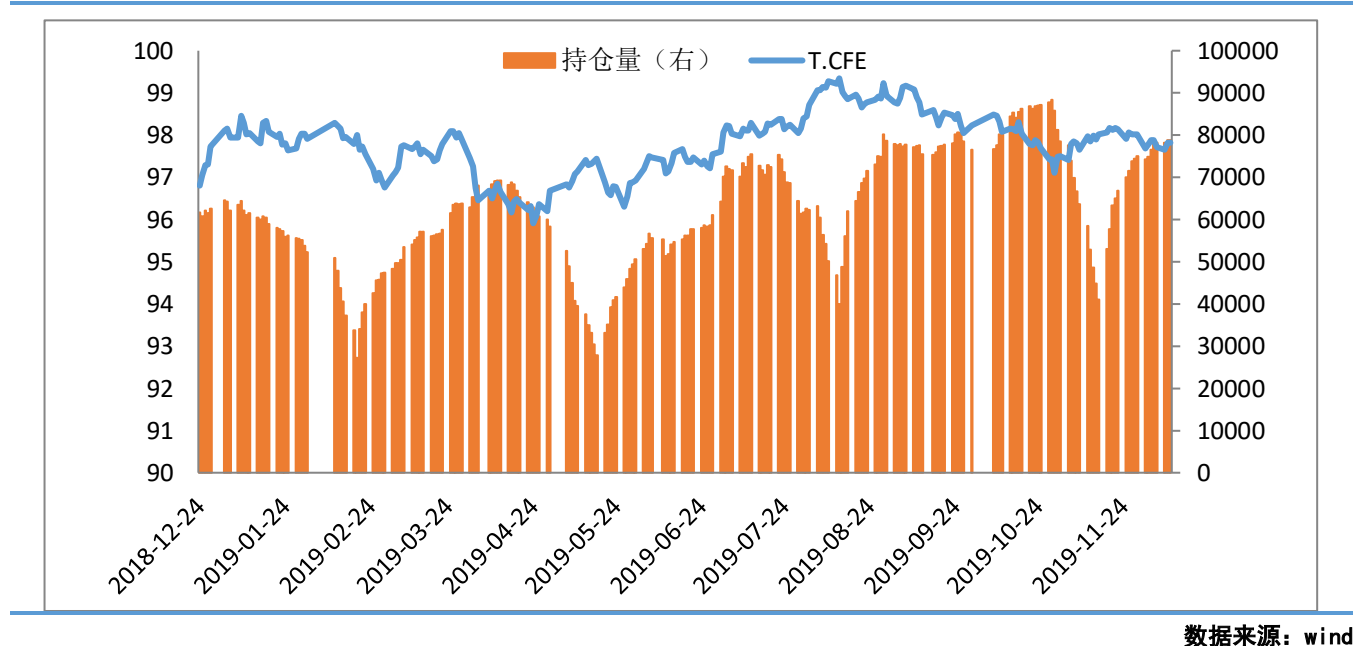
目录

一、2019 年：预期差主导，债期横盘震荡	3
二、逆全球化开启，海外经济弱复苏？	7
（一）、美国：经济继续放缓，衰退概率较低	7
（二）、欧洲：经济继续探底，警惕美国贸易“宣战”	8
三、阶段性协议达成，中国进出口回暖？	9
（一）、贸易部门去库存，衰退式顺差显现	9
（二）、关税分阶段减免，出口弱企稳	10
（三）、加大对美购买，进口加速回升	10
四、经济下行压力不减，地产仍有韧性？	11
（一）、建安投资由负转正，地产一枝独秀	11
（二）、销售景气难以持续，政策放松有望	12
（三）、新开工、土地购置回落，竣工是亮点	14
五、稳字当头，政策持续发力？	15
（一）、逆周期调节：“稳增长”和“调结构”的相机抉择	15
（二）、货币总量温和宽松，供给结构性分化	16
（三）、LPR 改革落地，疏通货币传导机制	17
（四）、“宽货币”延续，“降息”或是首选	18
（五）、M2 与 GDP 匹配，杠杆和紧缩间均衡	19
（六）、通胀高点未现，政策仍有忧虑	20
六、2020 年：利率上有顶，静待向下突破	20

一、2019 年：预期差主导，债期横盘震荡

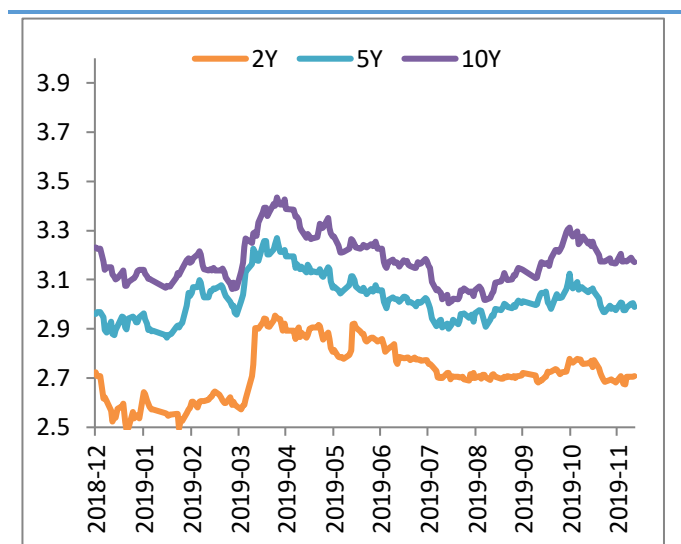
2019 年债期维持横盘震荡的格局，现券收益率走势与债期基本一致。截止 12 月 11 日，十年期、五年期和两年期主力合约分别收于 97.825、99.635 和 100.25，较 18 年底上涨 0.09%、0.24%和 0%，基本与年初水平持平。纵观全年，行情走势跌宕起伏，大体可划分为三个阶段，1 月至 4 月中旬呈震荡格局，4 月中至 8 月债期走牛，十年期主力合约涨幅近 3%，9 月至今债期重回调整。曲线形态经历了“熊陡—熊平—牛平—熊陡”的变化，反映了对经济预期从“悲观预期修复—乐观—悲观重现—悲观修复”的反复。

图表 1：T 全年横盘震荡

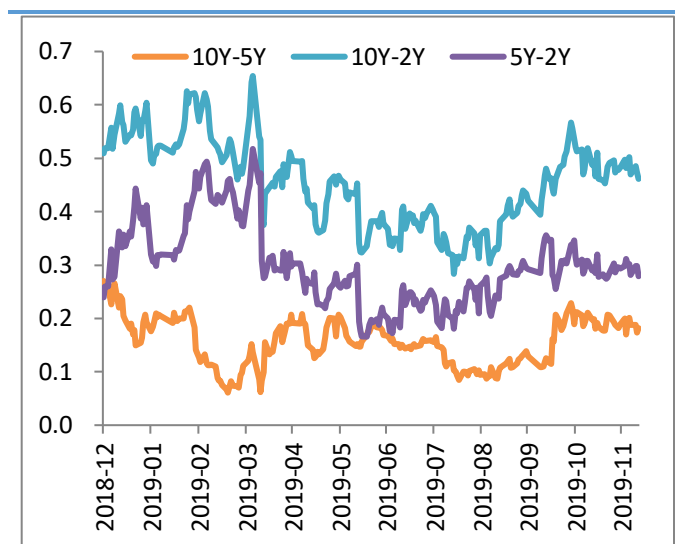


图表 2：国债到期收益率

图表 3：收益率曲线



数据来源: Wind

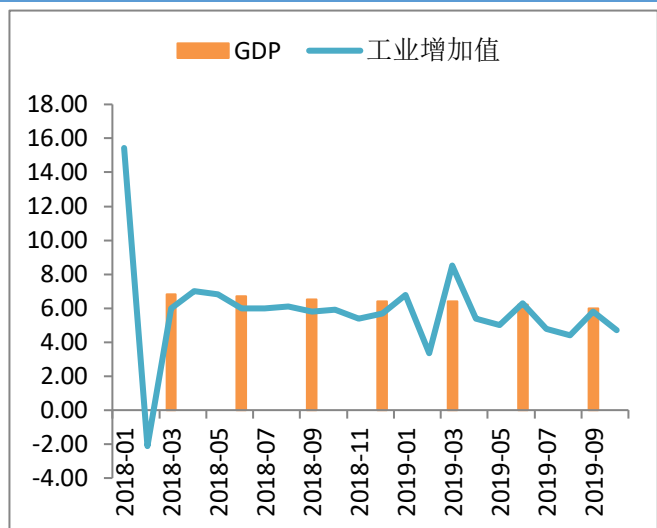


数据来源: Wind

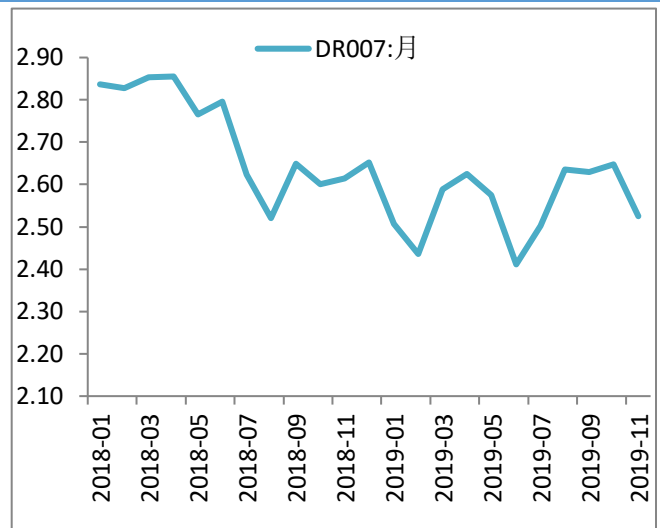
2018 年利率牛之后，对经济的悲观预期支撑市场继续看好 19 年行情，但从 19 年初开始，预期差不断出现，成为主导行情的关键，也应证了我们 18 年年报《慢牛意犹未尽，预期差或是主导》中对于预期差的展望。首先是经济与货币政策方向一致，程度上的预期差。19 年经济下行压力不减，三季度同比增速回落至 6%，但在地产的支撑以及财政投放的影响下，一季度以及季末工业增加值均出现回升，数据“颠簸”之下，经济预期出现反复的修正，在市场情绪的犹豫迟疑和转变之间，基本面对行情的利好并不流畅。货币政策仍以宽松为主基调，年内央行在 1 月、5 月和 9 月共计降准 3 次，9 月 LPR 调降 5BP，11 月 MLF 和 OMO 利率下调 5BP，公开市场加大了 MLF 的操作，并开启 LPR 改革，将 LPR 报价与 MLF 利率挂钩。但货币政策的放松幅度和节奏却不及市场预期，尤其是在全球央行转向宽松，美联储开启三次“预防性降息”之际，政策定力犹存，央行多次重申“以国内为主”，一度成为制约利率下行的关键阻碍。

图表 4: GDP 与工业增加值

图表 5: DR007



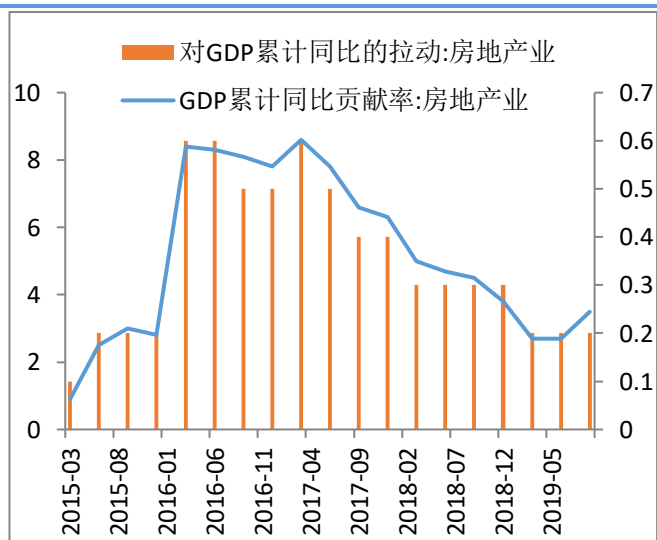
数据来源: Wind



数据来源: Wind

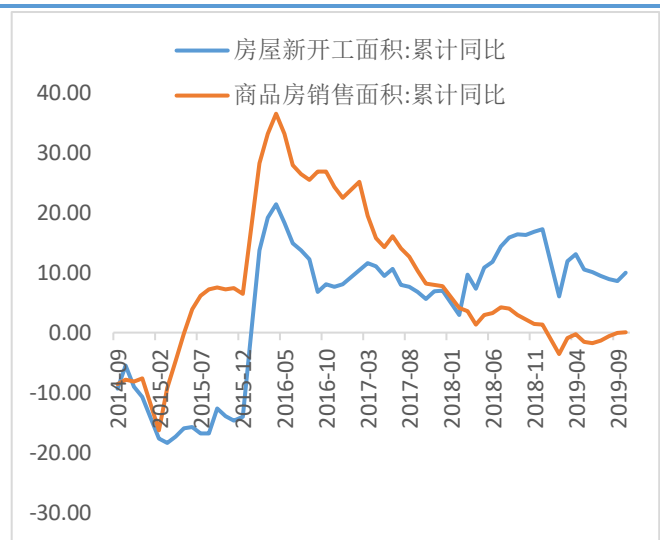
其次与预期左的, 地产的韧性可圈可点。18 年地产对经济的拉动趋缓, 在房住不炒的主基调下, 市场并未对地产有放松的预期。但“因城施策”叠加“宽货币”向“宽信用”转变, 19 年地产不仅没有进入冬天, 反而一枝独秀。年初信用环境改善, 地产销售边际回暖, 一季度经济也超预期向好。年中以来地产政策边际收紧, 房企资金链承压, 为了对冲融资收紧, 企业采取降价促销的方式加快资金回笼。地产销售累计增速从 2 月-3.6%稳步回升至 10 月 0.1%, 年内首度转正, 同时带动新开工积极性回升, 施工明显加快。地产的超预期表现也为水泥和黑色行业需求提供了支撑。

图表 6: 房地产对 GDP 的拉动



数据来源: Wind

图表 7: 房地产销售与新开工

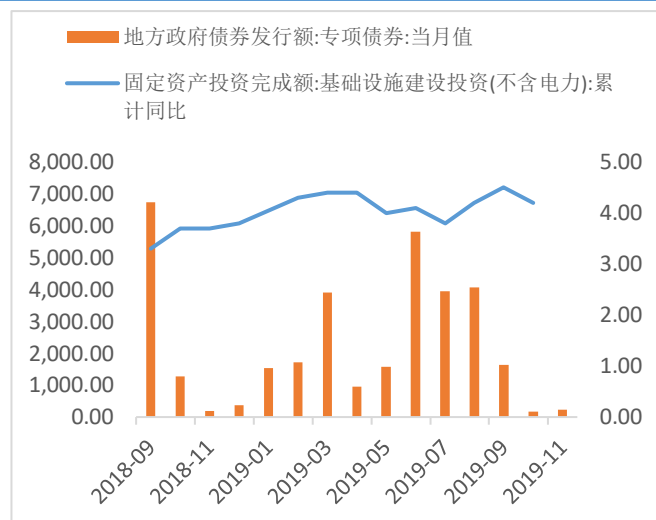


数据来源: Wind

18 年呼声最高的基建, 19 年增速温和回升, 并未出现明显反弹。基建改善幅度有限, 主因资金问题凸显。项目资本金领域监管趋严, 土地财政收支、PPP 等可作为项目资本金的资金来源明显下降, 在政府隐性债务压力的制约下, 非标融资和城投债继续低迷。而 6 月出台的专项债新规也由于满足条

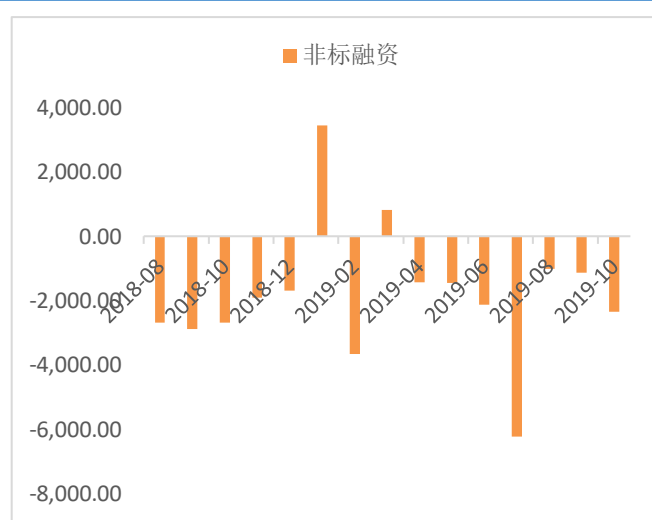
件的基建储备项目不足，并未明显缓解基建的资金压力。在经济数据的波动之下，基建政策也出现犹豫，4月和7月的政治局会议均未提逆周期调节，相比于基建托底，当局似乎更倾向于促消费。

图表 8：基建与专项债发行



数据来源：Wind

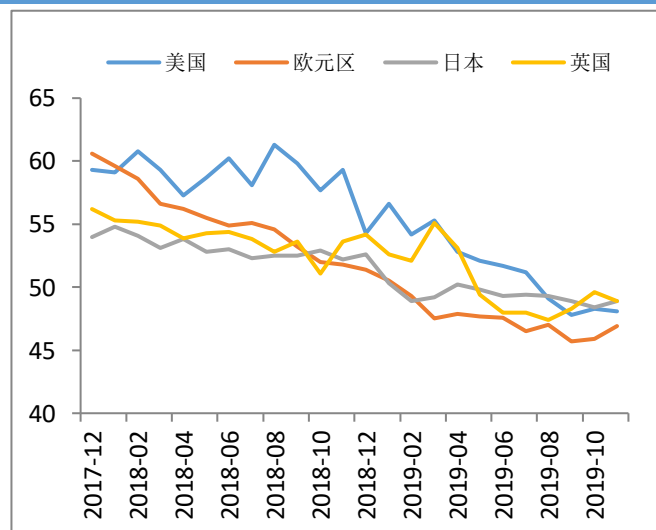
图表 9：非标融资持续收缩



数据来源：Wind

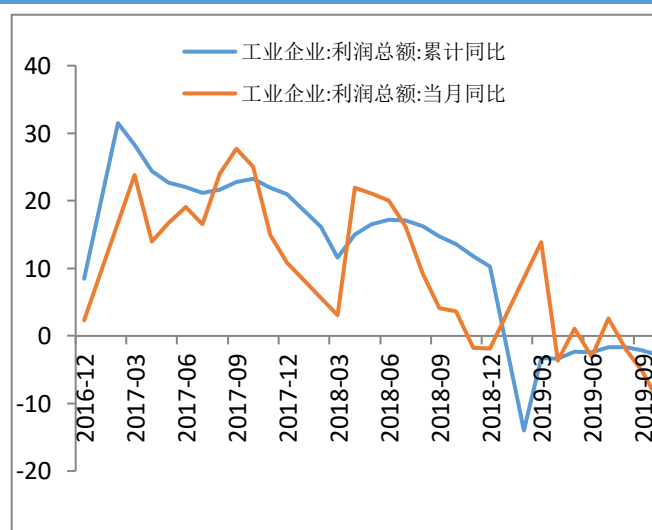
此外，全球的贸易摩擦和地缘冲突不确定仍在，中美关系的对抗升级却并未进一步恶化，尽管谈判一波三折，博弈反反复复，但在双方各自的压力之下，妥协方案“阶段性协议”在年底达成一致。在逆全球化过程中，全球制造业景气共振回落，中国出口低位震荡，国内企业运营环境恶化，国民企明显分化。

图表 10：主要经济体制造业 PMI



数据来源：Wind

图表 11：企业利润

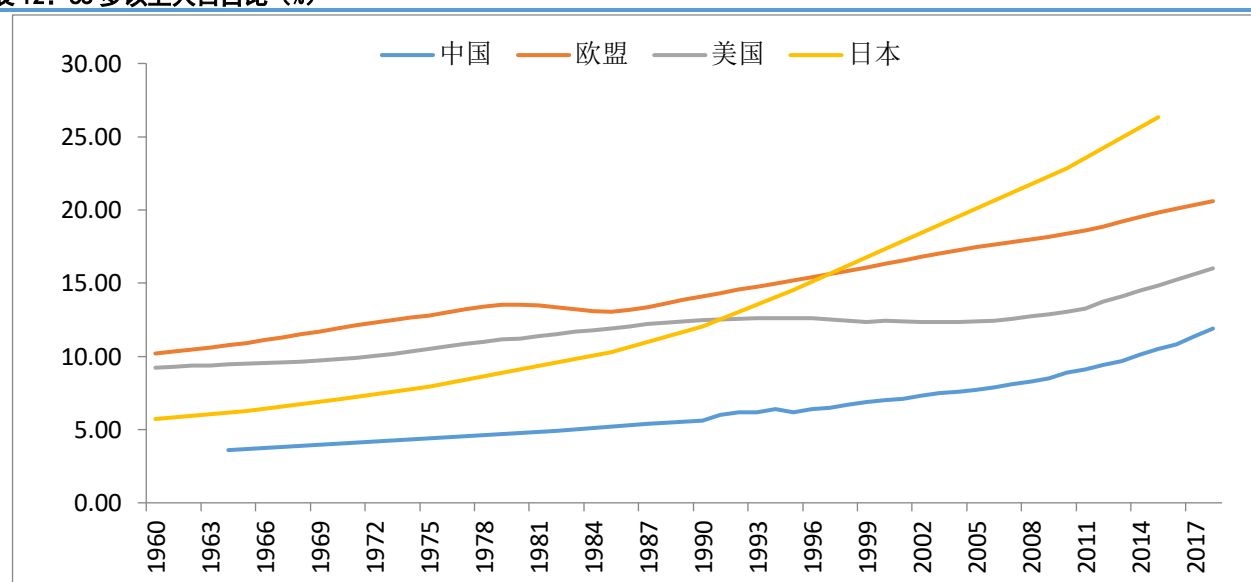


数据来源：Wind

二、逆全球化开启，海外经济弱复苏？

全球经济快速发展之下，贫富差距扩大问题再度凸显，给各国带来诸多不稳定因素，伴随着民粹主义抬头、贸易保护主义再起、WTO 部分瘫痪，高速增长的全球化进程告一段落，逆全球化开启。与此同时，从生产要素看，科技与资本增长放缓，各国老龄化程度加剧，人口短板发挥更为重要的作用，对经济增长构成明显拖累。为了应对经济放缓，延长本轮经济周期，全球央行先后放松货币政策，多次降息、降准或是扩表，目前已有欧元区、日本、瑞士、瑞典和丹麦五个经济体进入负利率。四季度全球经济体 PMI 出现小幅回升，叠加近日中美第一阶段协议达成一致，对全球贸易冲击减弱，四季度的弱复苏将在 2020 年持续还是仅仅昙花一现？

图表 12：65 岁以上人口占比（%）



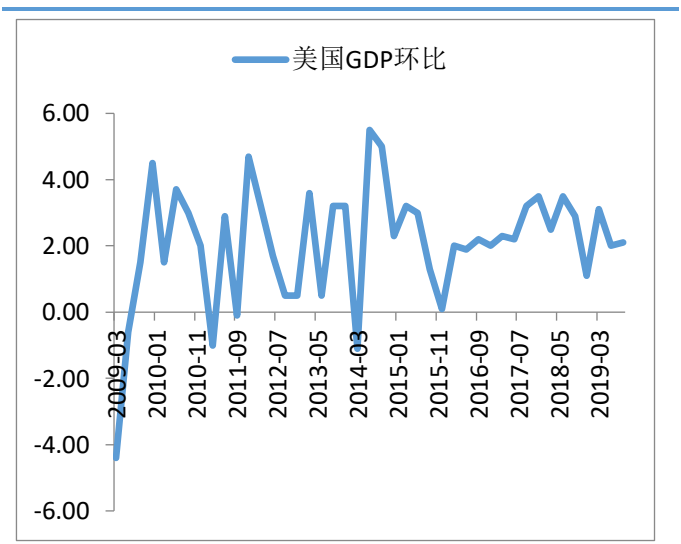
数据来源：wind

（一）、美国：经济继续放缓，衰退概率较低

由于美国本轮经济周期远长于历史表现，市场对于美国经济衰退的预期不绝于耳。19 年美国前三季度 GDP 环比年化分别录得 3.1%、2%和 2.1%，增速小幅回落但也有韧性。随着上半年经济放缓，货币政策 7 月转向“周期中调整”，“预防式”连续三次降息修正了 15 年以来加息周期的紧缩。基准利率压低提振了对利率敏感的房地产和耐用品消费品，叠加就业市场强劲，美国仍处于金融危机后的晚周期阶段。2020 年预计美国经济增速继续放缓，衰退仍是小概率事件。一方面，货币政策具有滞后效应，三连降的效果将在 2020 年逐步体现，在信贷违约压力之下，美联储 2020 年或进一步扩表。

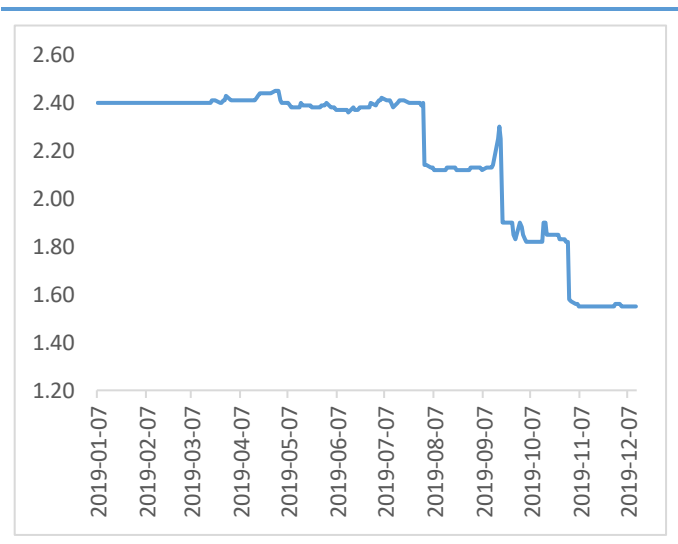
另一方面，美国的多边贸易形势好转，年底美国与中方达成阶段性协议并即将开启第二阶段谈判的同时也分别和日本签订贸易协议，与加拿大、墨西哥签订北美自由贸易协定。此外，美国大选在即，经济保持平稳、贸易摩擦可控的必要性提升。

图表 13：美国 GDP 环比增速



数据来源：Wind

图表 14：美国联邦基准利率



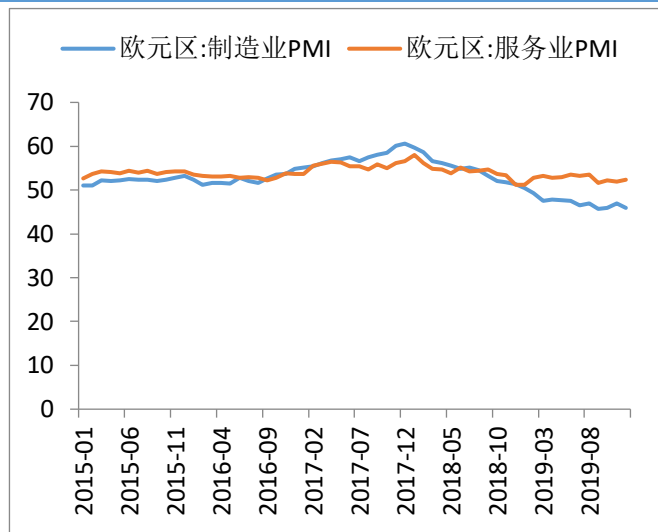
数据来源：Wind

（二）、欧洲：经济继续探底，警惕美国贸易“宣战”

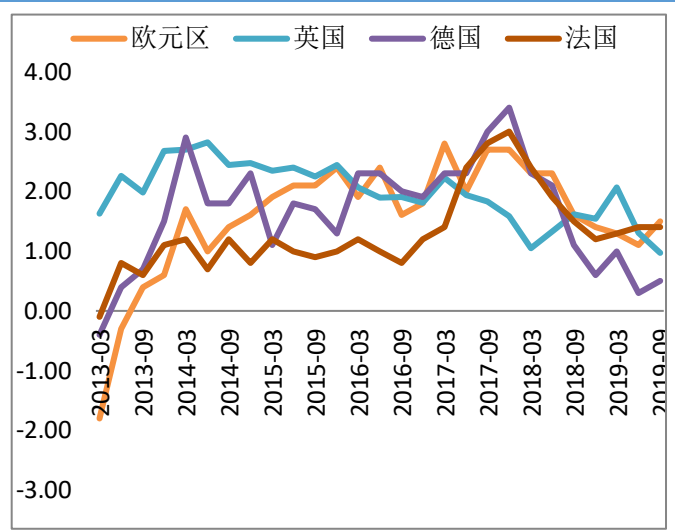
欧洲方面，18 年以来经济下滑压力较大，全球经济共振走弱，叠加贸易摩擦不断升级，外需不振欧元区出口受阻，其中作为欧洲经济火车头的德国受到冲击影响最为明显。英国脱欧僵局持续近三年时间，一直打压企业投资情绪也是一个关键因素。随着近期英国保守党大胜，明年 1 月 31 日前悬而未决的脱欧大戏有望落幕，无协议脱欧的概率较低。在不确定性消除之后，企业信心料逐步恢复，生产投资有望趋稳。2020 年欧元区经济大概率继续探底，需要警惕的是美国对欧贸易“宣战”。美国与欧洲出口产品结构高度竞争，对欧洲施加关税会产生明显的替代效应，增加本国产品消费，缩减逆差的同时增加美国就业。

图表 15：欧元区 PMI

图表 16：欧洲各国 GDP



数据来源: Wind



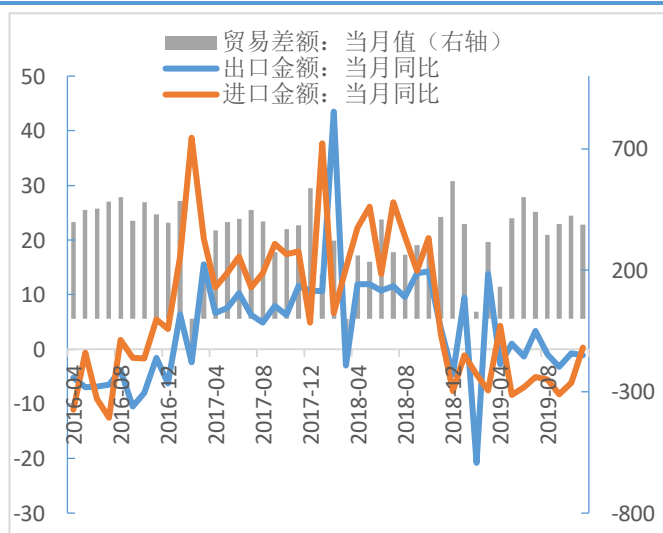
数据来源: Wind

三、阶段性协议达成，中国进出口回暖？

(一)、贸易部门去库存，衰退式顺差显现

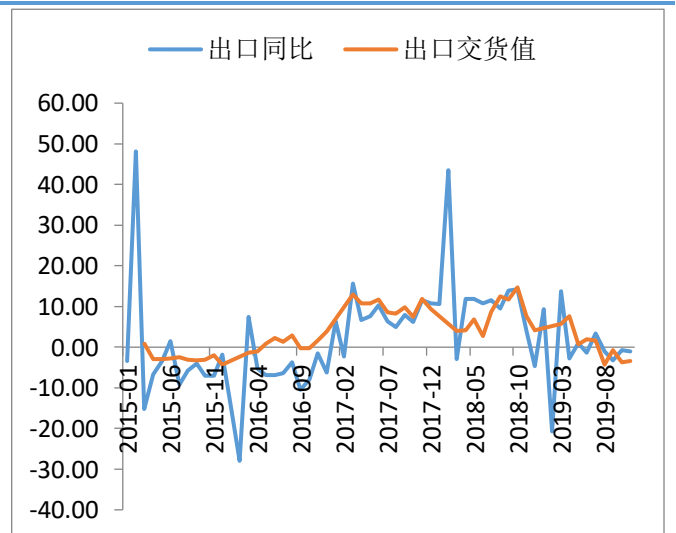
19 年我国贸易数据大幅下滑，同比增速转负，全年低位震荡，呈现出衰退式顺差的特征。除了全球经济共振外需走弱外，中美互征关税下 18 年订单“抢跑效应”明显，使今年面临高基数影响。19 年美对华关税威胁加剧，贸易环境不确定下，企业投资趋于谨慎，与工业生产直接相关的出口交货值增速显著下滑，贸易部门出现了去库存的行为。

图表 17：进出口概览



数据来源: Wind

图表 18：出口交货值与出口



数据来源: Wind

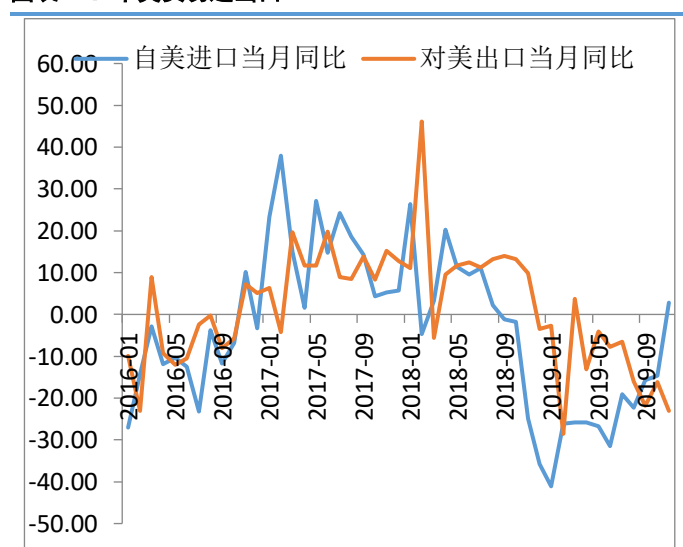
（二）、关税分阶段减免，出口弱企稳

12月13日中美双方共同宣布就第一阶段经贸协议文本达成一致，避免了摩擦的进一步升级，双方相向而行，迈出积极一步。达成协议前，美国对华征加三次关税，分五批执行：第一次500亿美元产品加征25%关税（包括第一批和第二批清单）；第二次2000亿美元产品加征25%关税（第三批清单）；第三次3000亿美元加征15%关税，分为第四批和第五批清单两步实施，第一步为2019年9月1日就第四批清单约1200亿美元产品加征15%的关税，第二步计划在2019年12月15日就第五批清单约1800亿美元产品加征15%关税。达成第一协议后，第一批至第三批清单合计2500亿美元产品加征25%的关税保持不变，第四批清单约1200亿美元产品加征关税从15%减少至7.5%，第五批清单约1800亿美元产品不会加征关税。剩余关税也在可预见的未来分阶段取消，贸易摩擦对中国出口的边际冲击缓和，同时也切实改善了贸易环境，提振了企业信心。对外，全球产业链冲击下降，外需进一步边际好转，将有利于2020年出口增速在零增长的水平上逐步企稳。

（三）、加大对美购买，进口加速回升

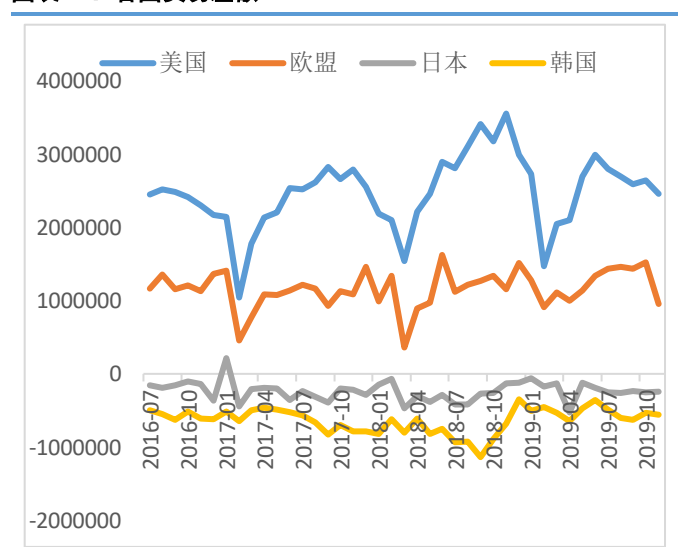
同时，中方承诺未来两年增加自美进口2000亿美元，包括食品、农产品、海产品、能源、制成品、医疗、金融服务等。自中美互征关税以来，中国对美进口增速下跌幅度大于出口回落幅度，年内进口当月同比增速回落至-30%至-20%的水平，11月双边关系好转，中国对美进口增速回升转正。按照第一阶段协议的约定，叠加19年进口基数尤其低，未来两年进口增速的回升幅度将远超于出口，贸易顺差将大概率收窄，净出口对于GDP的贡献下滑。

图表 19：中美贸易进出口



数据来源：Wind

图表 20：各国贸易差额



数据来源：Wind

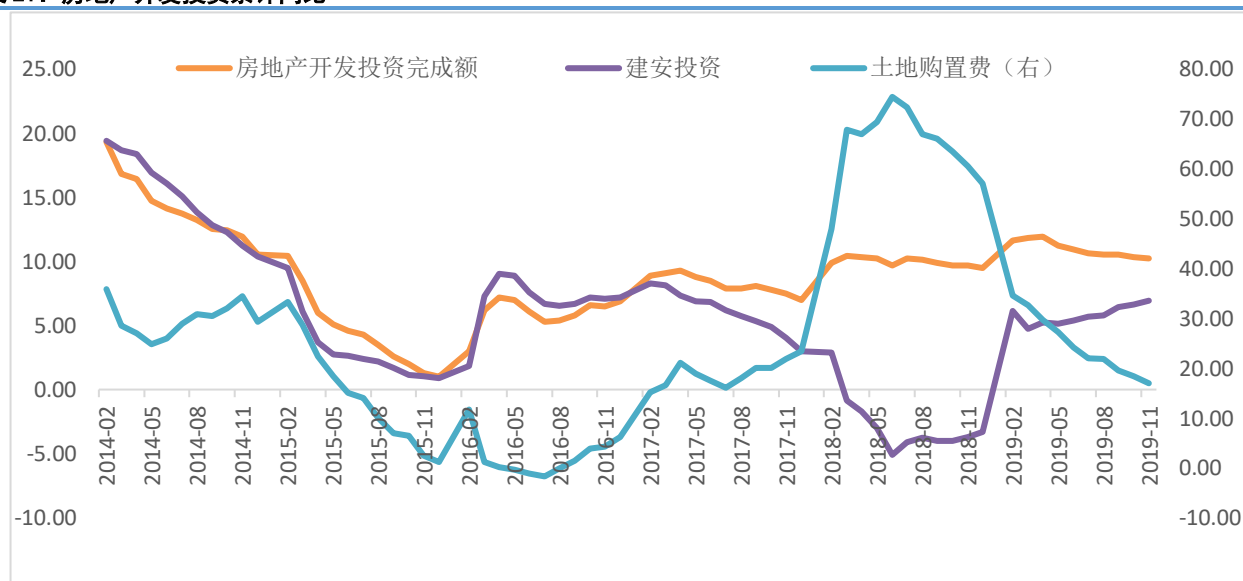
四、经济下行压力不减，地产仍有韧性？

地产是中国经济的核心因素，“房住不炒”的基调下，2019 年地产也未等来冬天。相反，销售景气的带动下显示出超市场预期的韧性，承担了大部分“稳增长”的压力。2020 年，消费难有明显起色、基建小幅回升、制造业底部震荡的格局不会有太多意外，对于经济的影响有限，除了进出口外，地产走势再度成为了 2020 年的关键。在 2019 年的高基数下，2020 年地产的韧性能否持续？

（一）、建安投资由负转正，地产一枝独秀

19 年 11 月房地产投资累计增速为 10.2%，较去年同期增长 0.5 个百分点，为 15 年以来同期首次增速站上两位数。从成本结构角度看，18 年土地购置费增速高企，达到历史第二高的增速水平，建安增速低位企稳，与 18 年不同的是 19 年建安投资是房地产投资的主要贡献，11 月累计同比增速为 6.94%，较去年同期增长 10.63 个百分点，土地购置费累计增速为 17%，较去年回落 43.5 个百分点，但仍处于不低的水平。

图表 21：房地产开发投资累计同比

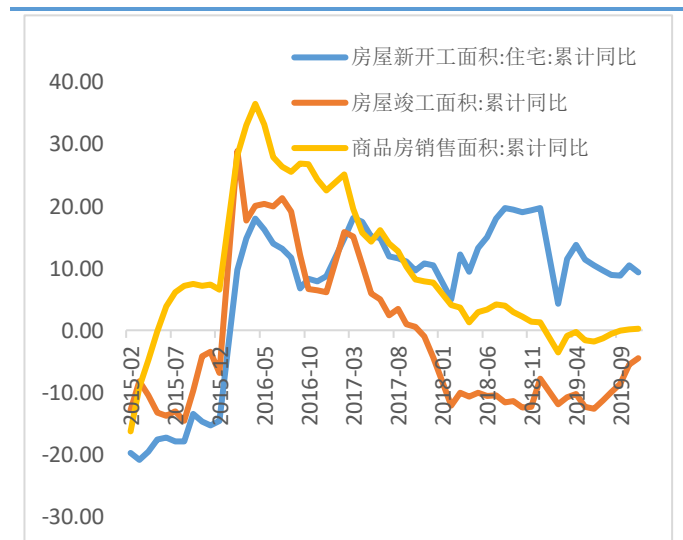


数据来源：wind

建安投资由负转正可从开工和竣工两个方面一探究竟。11 月房屋新开工面积累计同比为 9.3%，仍维持较高的增长，我们认为原因有三。一是销售有韧性，积极带动企业开工配合。销售维持高景气上下半年原因不尽相同，年初货币政策宽松，房贷利率下行，部分城市政策转松，环境好转带动销售回暖，下半年货币政策收紧，房企迫于资金链的压力开启高周转模式降价促销，提升了期房销售的韧

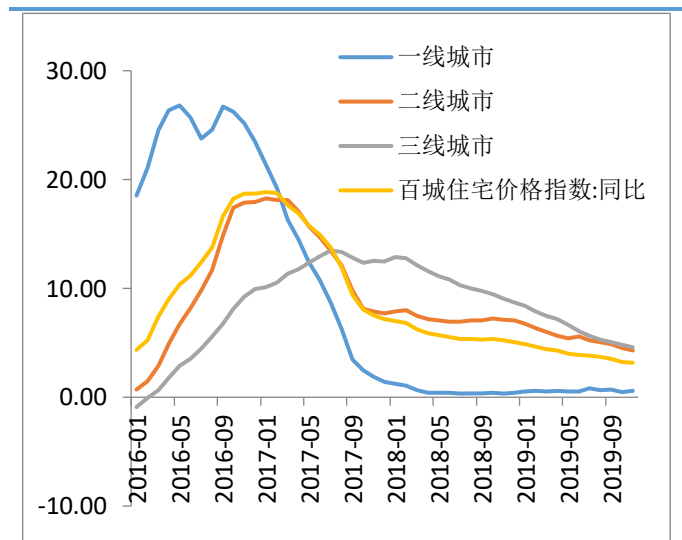
性。二是城市分化下，地产周期被拉长。过去几年，房地产的调控政策开始分化，大小城市调控错位，16 年底和 17 年中一、二线城市调控政策先后收紧，房价开始回落，但小城市却在棚改货币化刺激，直到 18 年中政策才开始微调。小城市滞后大城市一年多的时间，在一线城市房价近乎零波动的现在，三线城市房价仍维持 4.6% 的涨幅，小城市的部分项目建安在 19 年完成。三是 18 年的拿地高峰进入开发阶段。

图表 22：房地产销售、新开工、竣工



数据来源：Wind

图表 23：城市住宅价格指数



数据来源：Wind

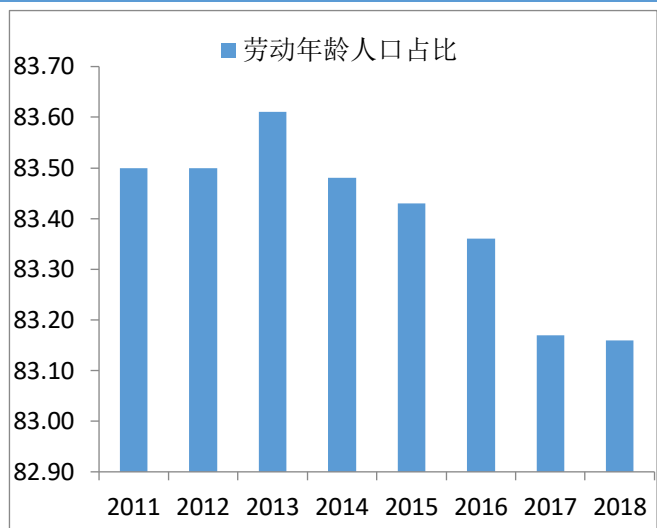
19 年 6 月以来竣工面积同比增速连续好转，10 月单月竣工面积同比增速回升至 19%，连续 5 个月反弹，也是建安回升的关键因素。在期房销售制下，销售是竣工的先行指标，领先约 2 至 3 年时间。16 年是期房销售的高峰，在 19 年交房的刚性压力下，竣工修复也是市场预期之中的。

（二）、销售景气难以持续，政策放松有望

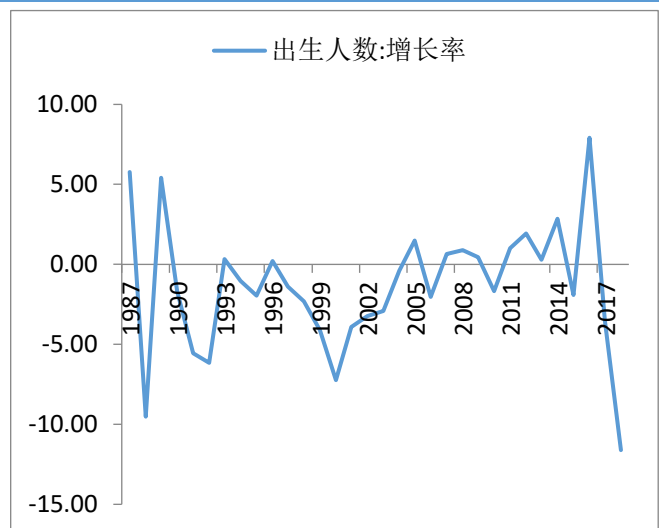
中国的人口拐点在 06 年已经出现，劳动年龄人口占比大幅走低，未来这一趋势还会延续。长期的人口结构变化抑制了房地产的增量需求，“去地产化”的政策大方向毋庸置疑。着眼于 2020 年，地产开发增速可能放缓，但幅度有限韧性犹存，分化格局进一步加剧。

图表 24：中国劳动年龄人口占比

图表 25：出生人口增长率



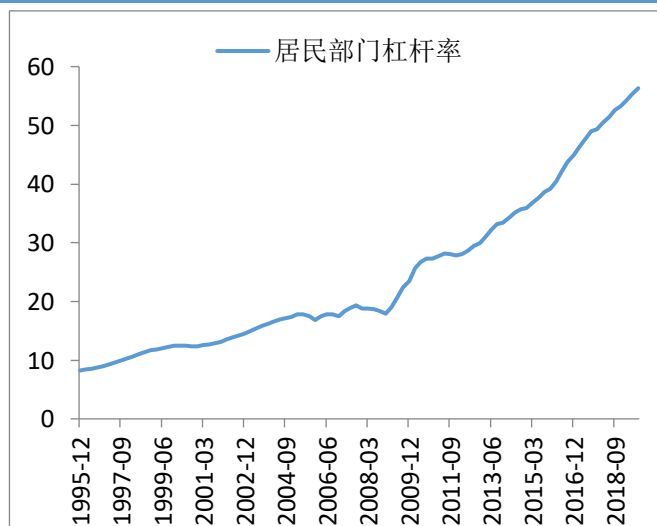
数据来源: Wind



数据来源: Wind

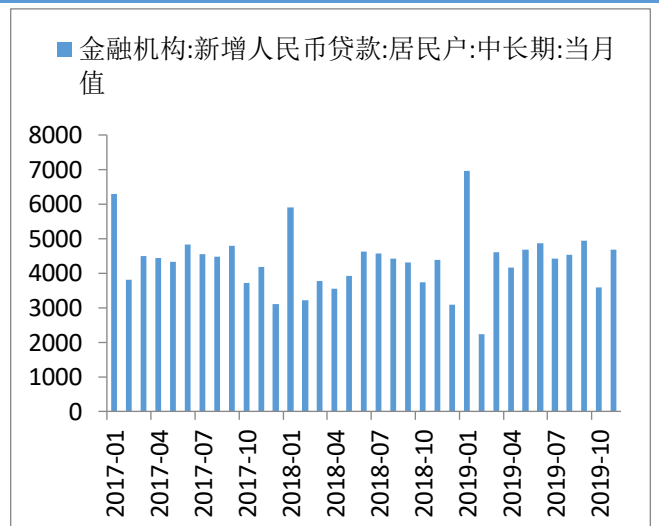
销售景气的持续支撑了 19 年的地产韧性, 2020 年, 房企依旧面临融资收紧的局面, 但高周转对于销售的提振受制于居民购买力大概率难以持续。房价近 20 年连续上涨, 居民杠杆高速增长, 购买力消耗殆尽, 房企主动采取“降价”促销侧面应证了“六个钱包”被掏空。在结构性去杠杆和防风险的背景下, 居民加杠杆进一步推升资产泡沫增加系统性风险的空间受限, 但过快的去杠杆会给经济带来失速下行的风险。因此, 维持居民杠杆平稳回落是合意的, 这与中央经济工作会议的精神一致。会议虽重提房住不炒, 但也强调“稳地价、稳房价、稳预期”, 说明政策不希望房价暴涨, 也不希望房价快速回落出现风险, 在因城施策的精神下, 若房价回落导致销售增速转负, 调控政策会逐步会出现结构性松动对冲销售下滑的压力。

图表 26: 居民部门杠杆率



数据来源: Wind

图表 27: 居民中长期贷款

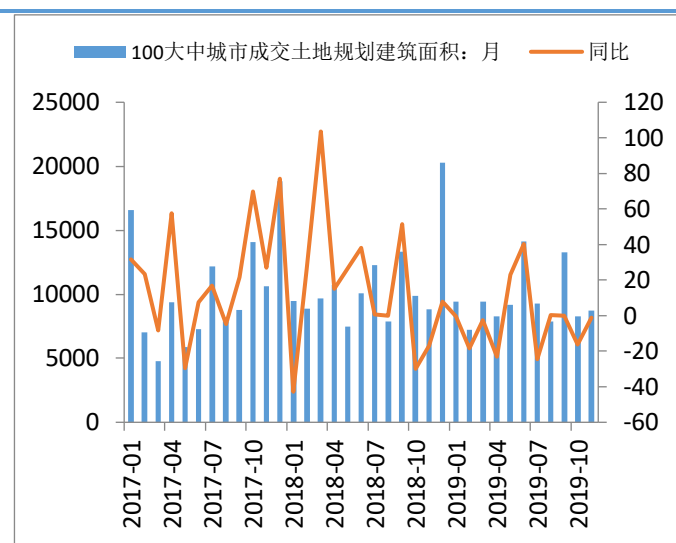


数据来源: Wind

（三）、新开工、土地购置回落，竣工是亮点

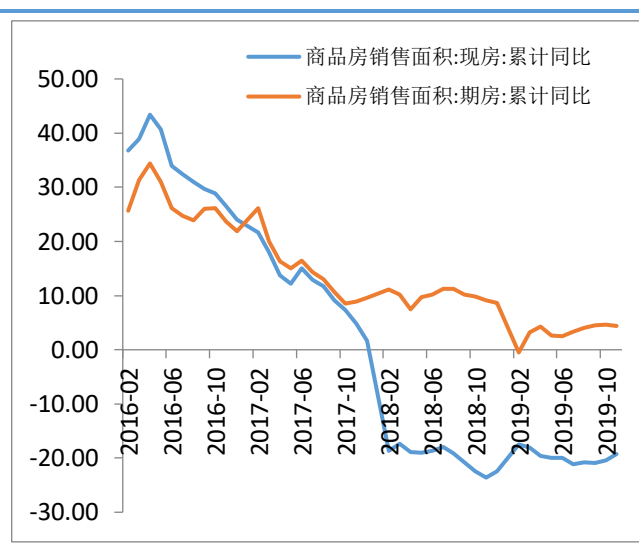
建安方面，2020 年新开工的中枢大概率回落。土地和销售均是开工的领先指标，截至今年 10 月，100 大中城市成交土地规划建筑面积累计同比下降，远低于 18 年同期水平，叠加销售韧性持续性存疑，新开工面积面临一定的下行压力。竣工端今年已开始连续回升，2020 年有望进一步加速。竣工-销售的缺口持续拉大，现房增速低位震荡，交房刚性的需求下，竣工将加速修复。

图表 28：成交土地规划建筑面积



数据来源：Wind

图表 29：现房与期房

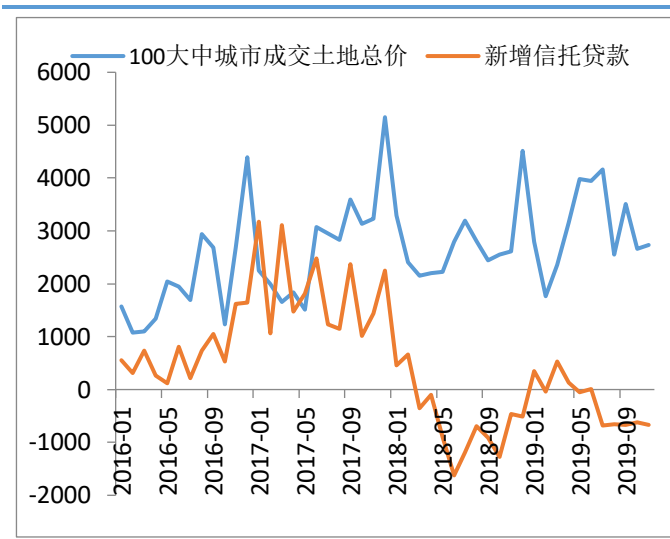


数据来源：Wind

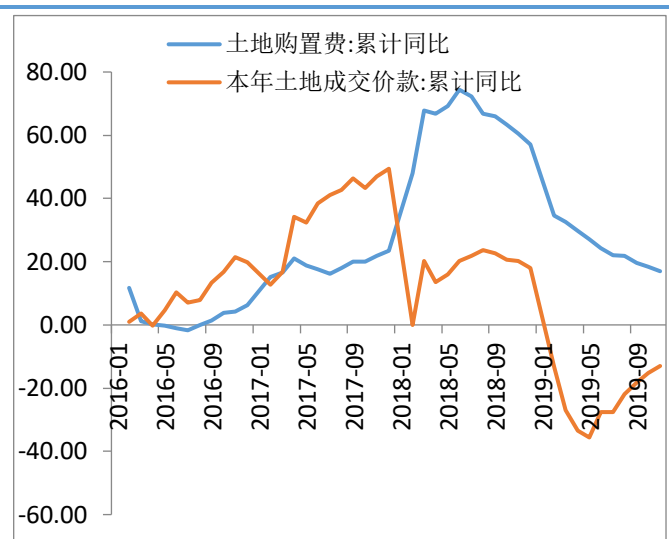
土地购置方面，随着房价开始回落和金融政策收紧，房企拿地意愿和能力下滑。新增信托贷款与 100 大中城市成交土地总价高度相关，具有一定领先性。19 年 5 月影子银行政策收紧，信托贷款随之收缩，百城土地成交增速见顶。未来影子银行政策难以进一步收紧，伴随着调控政策边际转松，百城土地成交有望企稳。百城土地成交总价又领先于土地成交价款，再传导到分期支付的土地购置费。预计 2020 年土地购置费温和回落，全年节奏先下后上。

图表 30：新增信托贷款与成交土地总价：当月值

图表 31：土地成交款与购置费



数据来源: Wind



数据来源: Wind

地产 2020 年不确定性在于棚改。国务院计划 2018-2020 年改造棚户区 1500 万套，随着 18 年中棚改计划降温，18 年和 19 年分别完成了 600 和 300 多万套，要完成三年棚改计划，2020 年需要开工 500 多万套，远高于 19 年水平。无论是实物安置或是货币化安置，都将拉动房地产投资水平，上修 2020 年预测结果。

五、稳字当头，政策持续发力？

（一）、逆周期调节：“稳增长”和“调结构”的相机抉择

2020 年是全面实现小康和“十三五”规划的收官之年。在结构性、体制性、周期性问题相互交织的叠加期内，转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的方向下，2020 年坚持稳字当头，宏观逆周期调节仍将发挥作用，确保完成经济目标。

虽然中央经济工作会议精神传达出逆周期调节加码的信号，但我们认为逆周期调节更应该是稳增长和调结构双目标下的相机抉择。年底中美迈出积极一步，美方削减对华关税，贸易摩擦对于中国的影响边际转弱，外围贸易环境好转，企业信心边际修复，中国未来经济的下行压力也得到部分缓解，逆周期调节的必要性和力度可能降低。

同时，2020 年也是三大攻坚战收官之年，会议对三大攻坚战设定的目标是脱贫攻坚如期全面完成；污染防治方向不变、力度不减；金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力，要保持宏观杠杆率基本稳定，压实各方责任。尽管金融防风险取得了阶段性成果，目标设定有所优化，但仍然审慎，警惕微观经济主体中顺周期加速调整的机制对经济金融稳定的冲击仍是要务。在经济下行的趋势下，

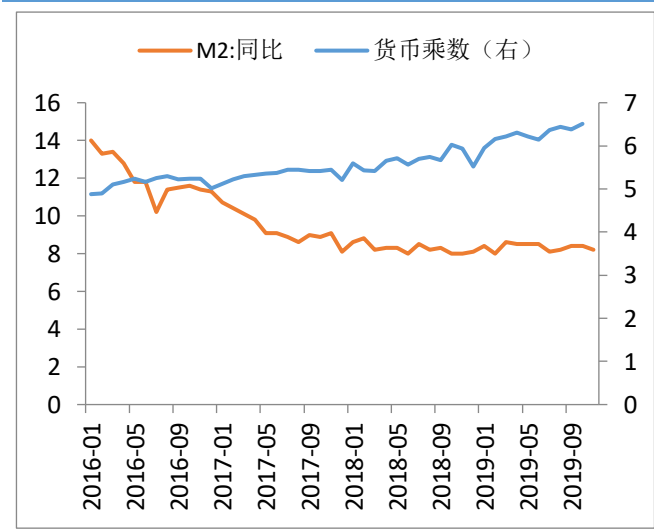
更多的市场出清可能出现，稳就业压力加剧，企业违约增多，金融机构和银行都难免受到冲击。此外，质押市场的高杠杆资金断裂对于金融系统的影响也不可忽视。

（二）、货币总量温和宽松，供给结构性分化

2019 年延续了 18 年的宽货币，但政策的重在于传导机制的疏通，整体来看，19 年货币供给总量温和宽松，上半年“宽信用”初步显现，三季度 LPR 改革落地，进一步提升了政策意图向实体经济的传导效率，也解决了央行“宽货币”的后顾之忧。

货币总量全年温和增长，M2 全年窄幅横盘波动，但货币乘数年初以来一路上行，可以看出，货币供给存在结构性分化。央行基础货币投放保持定力，商业银行的信贷投放提供了支撑。年初以来，央行基础货币投放同比转负增速转负，且全年维持负值区间，从公开市场的操作也可见一斑。央行公开市场的净投放主要集中在二季度，与商业银行风险事件带来的流动性冲击密切相关，同时，商业银行的信贷扩张也是在二季度明显下滑。一、三季度商业银行信贷均维持高速增长，降准所释放的资金也为信贷打开了空间。

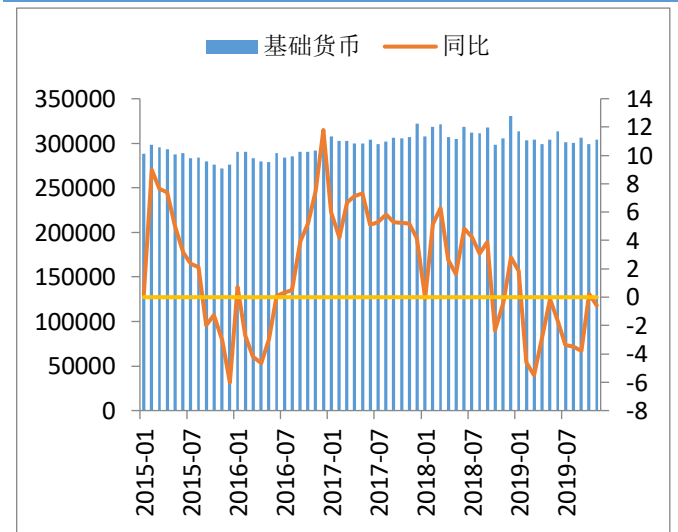
图表 32：货币乘数与 M2



数据来源：Wind

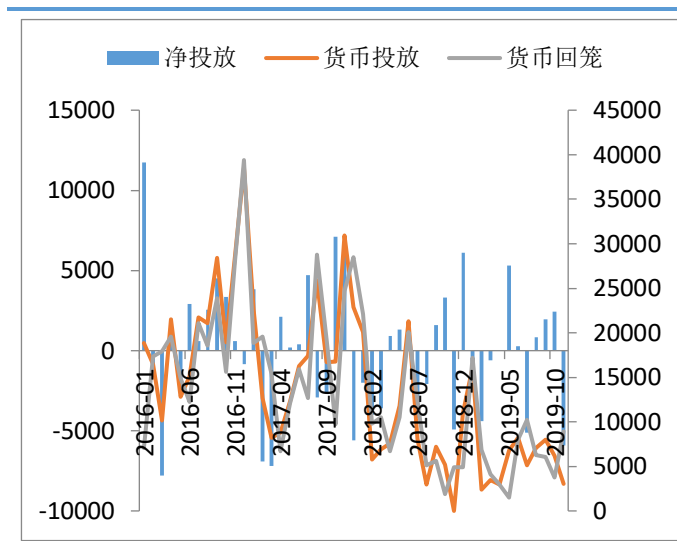
图表 34：公开市场操作

图表 33：基础货币

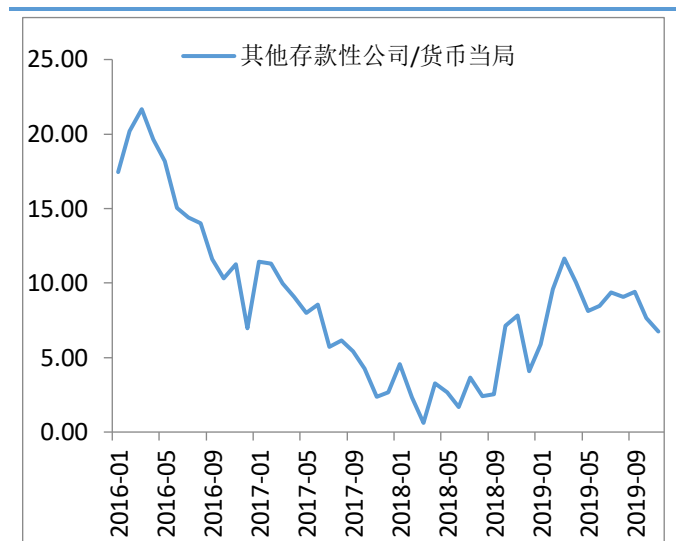


数据来源：Wind

图表 35：信用周期



数据来源: Wind



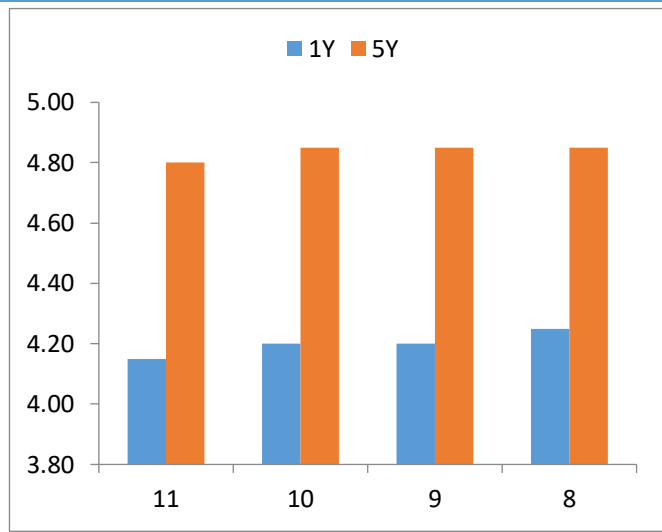
数据来源: Wind

(三)、LPR 改革落地，疏通货币传导机制

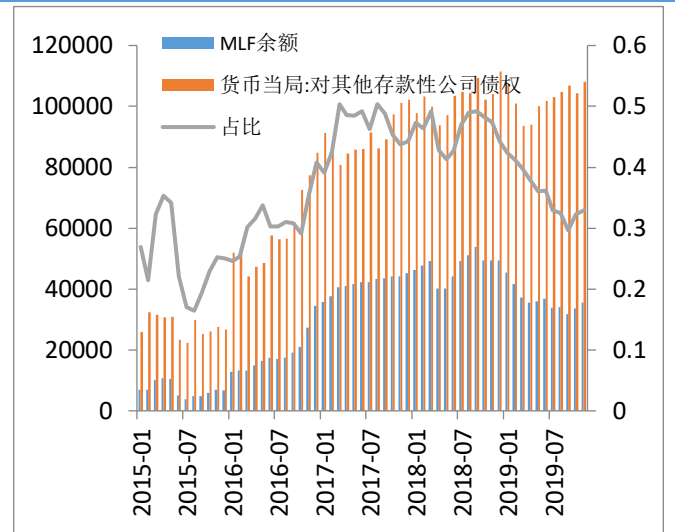
LPR 改革也是 19 年的重要抓手，央行三季度货币报告指出，“改革完善 LPR 形成机制已取得阶段性成效”。8 月以来，共报价 4 次，8 月受 LPR 与实际贷款基准利率存在一定偏差影响 1 年期 LPR 下调 10BP，5 年期以上品种下调 5BP；9 月由于央行 9 月 6 日降准后银行资金成本下调，LPR 的加点幅度相应降低，1 年期 LPR 下调 5BP，实现两连降；10 月主因信贷投放成本、供需、偏好处于相对稳定状态，LPR 进一步下调空间受限，报价与 9 月持平；11 月 1 年期和 5 年期均下调 5BP 也只是 MLF 利率调降 5BP 的顺势而为，银行并未压低风险溢价。从效果来看，9 月一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月上升 0.02 个百分点，环比并未下降，可见银行为了保息差，压低风险溢价的意愿不强。银行负债端的成本压力制约了风险溢价的下行空间，调降 MLF 利率带动 LPR 下调也是为了打破负债端的成本约束，但由于 MLF 在货币当局对其他存款性公司债券中占比较低，因此仍需要配合其他政策利率的下调。此外，央行在三季度货币报告专栏中表示将要求各银行尽快在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，同时坚决打破过去部分银行协同设定的贷款利率隐性下限，并将 LPR 运用情况纳入宏观审慎评估（MPA）和自律机制管理中。

图表 36：LPR 报价

图表 37：MLF 占比



数据来源: Wind



数据来源: Wind

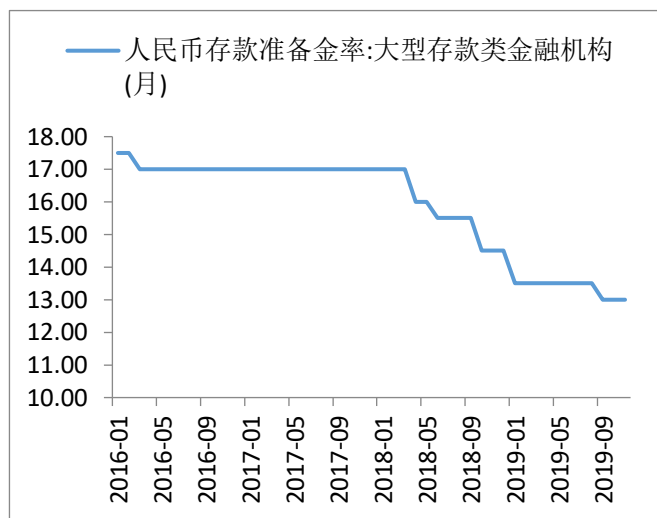
(四)、“宽货币”延续，“降息”或是首选

展望 2020 年，在经济下行压力不减，高杠杆和高债务的制约下，“宽货币”将延续。中央经济工作会议对于货币政策的定调是“灵活适度”，一方面意味着货币政策的操作空间被打开，另一方面也意味货币政策将以宽信用和宽财政为目的，根据经济形势的变化实时转变。

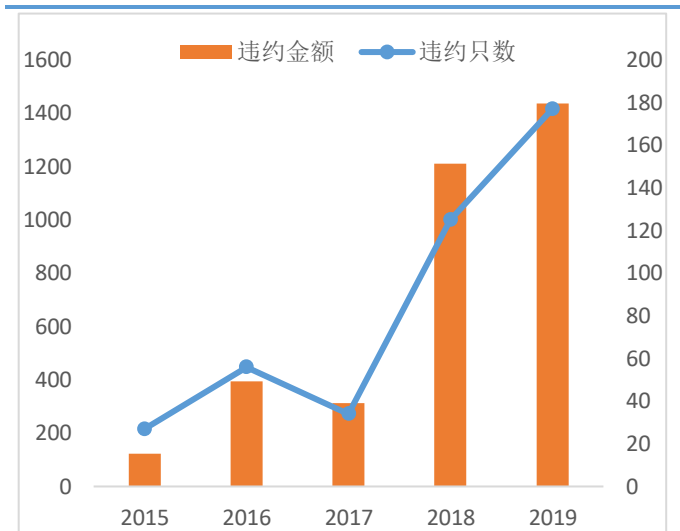
政策工具的选择上，相比较“量”，“价”的调整可能加码，“降息”是 2020 年更优的选择。19 年尽管海外主要经济体货币政策先后转松，但我国仍保持定力，除了年底 5bp 的“象征性”调降外，多是采用降准、定向降准等工具。“降准”主要通过资金的供求影响利率，但利率能否走低受微观主体的影响，不确定较高，传导时滞较长。叠加信用风险高企、盈利效应变差，贷款需求在 19 年明显下滑，四季度信用收缩的特征显现，降低实体融资成本已面临瓶颈。无论是 LPR 改革中提到的打破银行负债端的成本约束还是从传导效果上，“降息”的必要性都大大提高。

图表 38: 准备金率

图表 39: 违约情况



数据来源: Wind

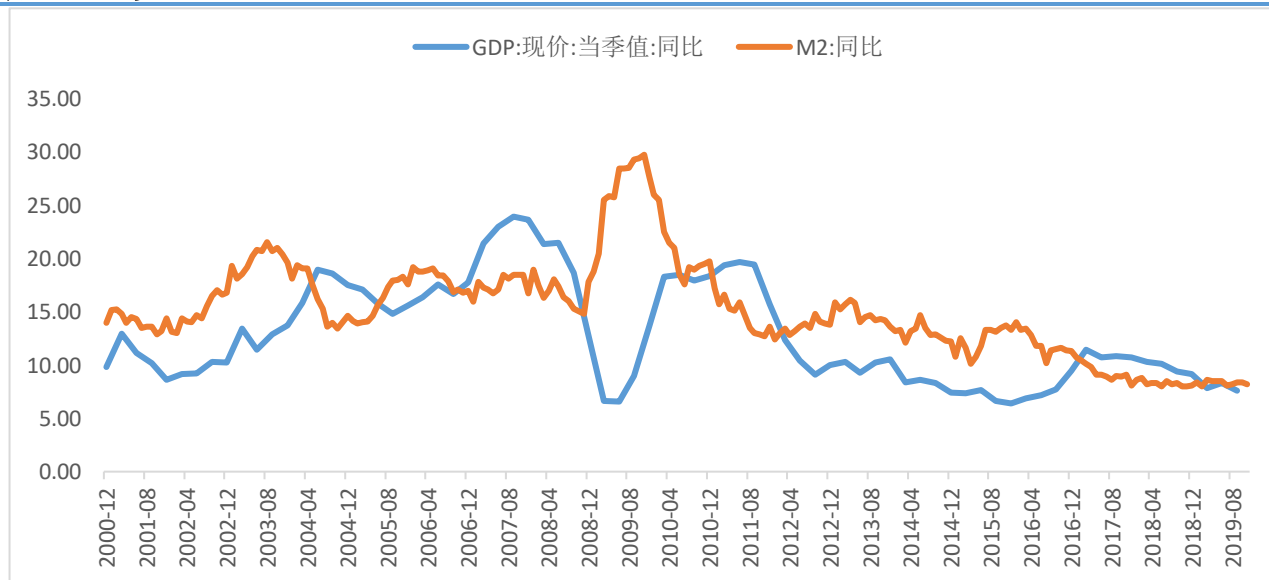


数据来源: Wind

(五)、M2 与 GDP 匹配, 杠杆和紧缩间均衡

此外, 2019 年政府工作报告中提出“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产名义总值匹配”, 三季度货币政策报告中又提到“9 月末, M2 同比增长 8.4%, 社会融资规模存量同比增长 10.8%, M2 和社会融资规模增速与前三季度名义 GDP 增速基本匹配并略高, 体现了强化逆周期调节”, 这可以当作未来货币供应速度的一个参照标尺, 在防止杠杆攀升和过度紧缩之间均衡。

图表 40: GDP 与 M2

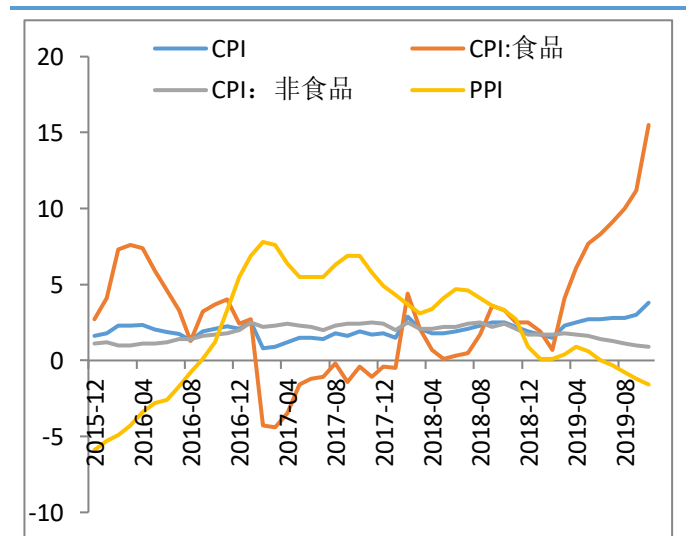


数据来源: wind

（六）、通胀高点未现，政策仍有忧虑

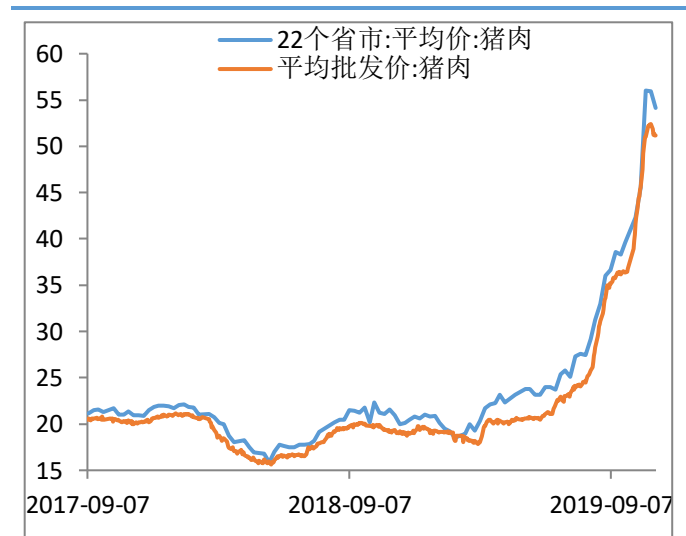
对于降息周期是否开启仍需进一步观察，重点考察通胀和经济走势。在猪瘟和环保供给层面的影响下，19 年猪肉带动具体替代效应的食品价格攀升，引发结构性通胀。为了打消通胀掣肘货币政策的担忧，央行小幅降息，同时也在三季度货币政策报告中表示，我国不存在持续通胀或通缩基础，后续将注重预期引导，警惕通胀预期发散。尽管开始自美进口猪肉，但 2020 年猪肉价格仍有继续攀升的可能，在 CPI 高点尚未确定之前，对于货币政策的影响仍不可忽视。逆周期政策效果滞后显现，叠加外部环境好转，国内经济路径难免“颠簸”，短期数据的扰动也将加大央行操作预测的难度。

图表 41：通胀



数据来源：Wind

图表 42：猪肉价格



数据来源：Wind

六、2020 年：利率上有顶，静待向下突破

2019 年利率上有顶下有底，维持全年震荡的格局，逆周期调节发力、宏观数据一波三折和通胀预期抬升是利率下行不顺畅的关键阻碍。展望 2020 年，在降低实体融资成本的制约下，利率上有顶的格局不变，债期难以走熊。利率的大方向仍将下行，但预期的反复修正和调控政策的发力可能拖累利率下行的节奏。

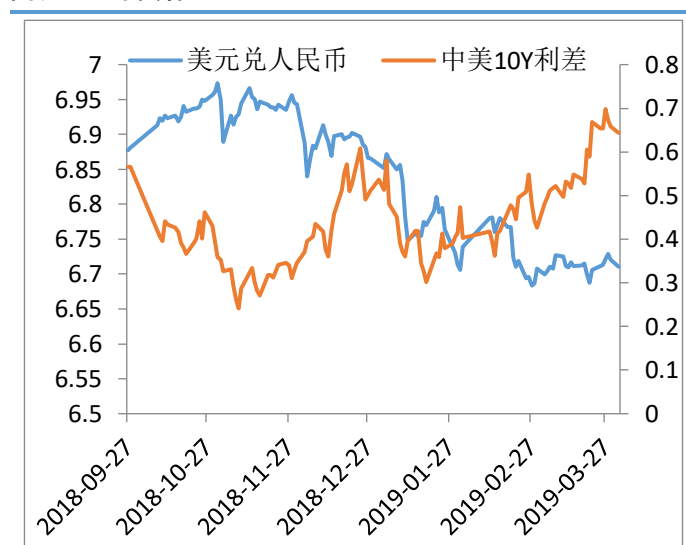
全球经济探底尚未结束，发达国家制造业处于下行周期，即使中美短期迎来缓和，后续阶段的谈判难度升级，未来的不确定性仍然很大。明年美国大选结束之后，大概率会在中美问题上变本加厉。外部缓解有限，我国出口也仅仅是弱企稳，叠加对美贸易购买承诺带动进口大幅回升，净出口将拖累 GDP 增长。制造业的外迁大概率持续、基建缓幅回升、消费难有起色下，房地产仍是 2020 年基本面

的关键。高周转和棚改货币化拉长了地产周期，销售高景气在居民购买力的制约下难以持续，调控政策大概率放松对冲地产下滑压力。地产的亮点在于竣工，将带动地产后产业链尤其是装修和家电的需求。棚改是不确定所在，若按计划完成三年棚改规划，将上修房地产投资。2020 年的逆周期调节是在稳增长和调结构间均衡的“浅调节”，在托底思维下，不会强刺激，经济基本面难以回升，这也是支撑债期难以大幅回调的基础。

2019 货币政策保持定力制约了债期上涨的空间，2020 年将有所改善，下半年放松的空间更大，或助力利率下破底部。“宽货币”的传导疏通将以市场化的结构性改革为核心，打破银行负债端的成本约束，并配合其他政策利率的下调，“降息”将是 2020 年的首选工具。同时，由于通胀高点尚未确认，对于货币政策的制约仍需警惕。

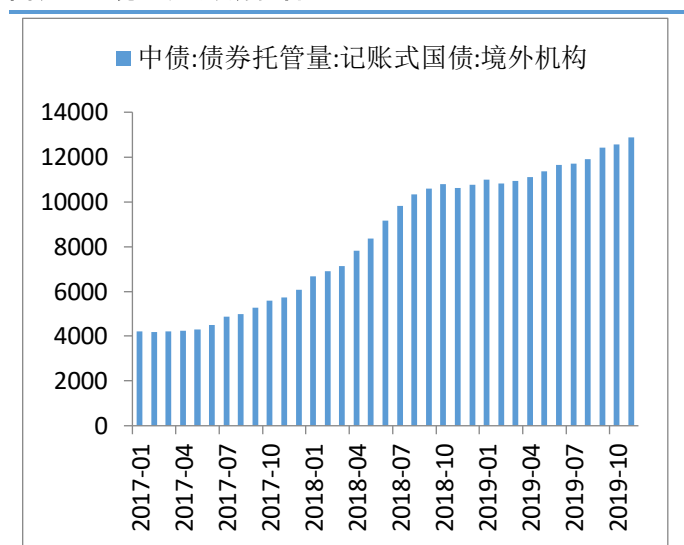
此外，外资购买行为是一个“新变量”。中债的境外机构债券托管规模连续 10 个月攀升，一方面中美利差持续扩大吸引外资流入，另一方面 4 月份开始中国债券纳入彭博巴克莱债券指数，给市场带来资金增量。外资作为典型的配置盘，并不影响市场节奏，对利率走势的影响较为有限，但一定程度限制了利率的上行空间。

图表 43：中美利差



数据来源：Wind

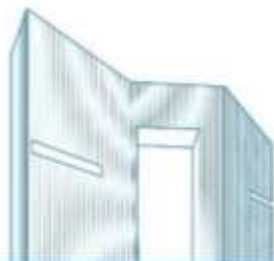
图表 44：境外机构债券托管



数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的



的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



专业·诚信·进取·共赢