

## 宽松预期利多期债

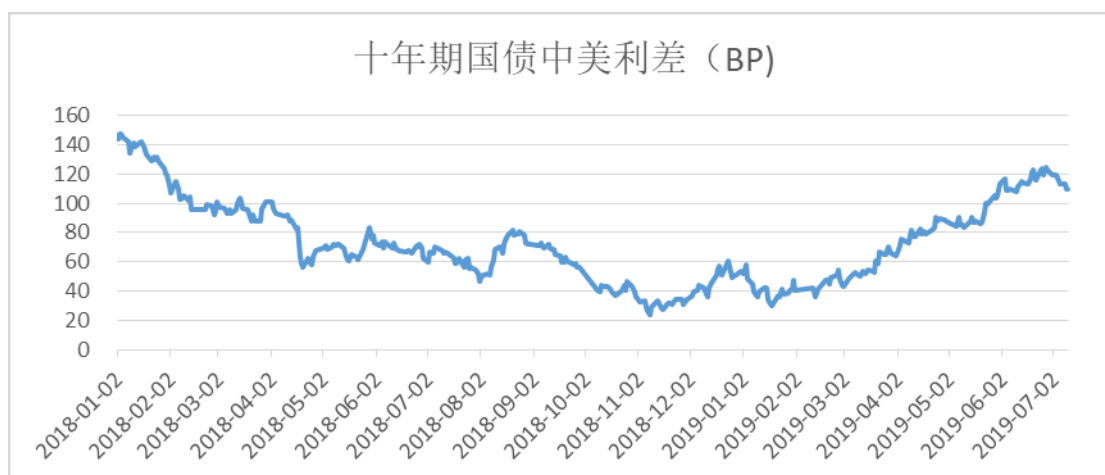
上周四以来，随着前期利好消息逐渐消化，国债期货市场连续盘整 5 个交易日，但是昨日美联储主席鲍威尔的国会证词再次释放出强烈的降息信号，国债期货开盘后高开高走，盘中 T1909 合约一度大涨 0.31%，但午后有所回落，截止收盘时微涨 0.01%

首先，先来看看鲍威尔在国会证词上重点提到的几个点：第一，近几个月来，主要经济体的经济动能有所放缓，经贸政策和全球经济疲软的担忧继续打压美国经济前景；第二，美国国内通胀依旧低迷，且持续时间可能远超过此前的预期；第三，美国国内的制造业和房地产在刚刚过去的二季度中再度下滑；第四，基于以上几个因素，美联储准备采取适当行动来维持长达十年的经济扩张。以上提到的言论被市场解读为美联储有很大的可能性在 7 月的议息会议上重启降息，根据 CME 美联储观察的数据显示，目前美联储 7 月份降息 25 个基点的概率已经上升至 97.2%，预期几乎打满。

美联储作为全球央行的风向标，此时释放出即将降息的信号，无疑将给其他主要经济体央行提供很好的指引。关于鲍威尔提到的经济动能放缓，从主要经济体的制造业 PMI 数据当中就可以初见端倪。目前主要经济体中美国、欧元区、中国和日本，分别在 2018 年 8 月、2018 年 2 月、2018 年 5 月和 2018 年 1 月达到本轮经济复苏以来的高点，目前仍旧处于下降通道当中，验证当前全球经济共振向下。

此外贸易争端也给全球经济增长蒙上阴影。虽然中美之间新一轮贸易磋商正在进行，美国方面也承诺暂时不对更多的中国输美商品加征关税，但已经加征的关税也很难立即取消，中美贸易战演变为一场持久战几乎已经是各方达成的共识。美国贸易代表办公室于今年 4 月 12 日公布了拟加征关税的欧盟输美产品初步清单，涉及产品价值约 210 亿美元，7 月 1 日美方再次发布拟对欧盟产品加征关税的“补充清单”，涉及奶制品、橄榄和威士忌酒等约 40 亿美元欧盟输美产品，美方称这是针对欧盟航空补贴采取的关税反制措施的一部分。由此可见，当前的国际贸易形势愈加错综复杂。

进入 2019 年以来，市场对美联储降息的呼声逐渐升高，而美债收益率也一路走低，十年期美国国债收益率由年初的 2.70% 下跌至目前的 2.0% 左右。同时由于中国的国债收益率在整个 2019 年上半年基本处于一个窄幅震荡区间当中，这也导致中美利差再次扩大至 120 个 BP 左右。而如果美联储真的在七月份重启降息，美债收益率存在继续下行的空间，而中美利差也将继续扩大，从这个意义上来，目前中国的国债存在明显的估值优势。根据最新的 6 月份债券托管数据显示，境外机构 6 月份当月增持中国国债 276 亿，同时增持政金债 55 亿，增持存单 321 亿，预计如果中美利差继续扩大，外资对中国债券的配置力度还会加大。



数据来源: WIND

当然回归到国内的债券市场,目前国内投资者,更多的还是关注如果美联储真的在 7 月份降息,中国的央行是否也会跟随。对此,我们的看法是当前一直在强调逆周期调节,在经济没有出现明显恶化之前,央行会预留政策空间,暂时不会采用降息这一宣示效应较强的货币政策工具。但是也要考虑到,目前全球经济共振向下,外需短期内很难有大的提振,出口低增速甚至负增长可能成为常态。而国内的房地产市场从商品房销售面积、房屋新开工面积和土地购置面积等领先指标上看,均出现不同程度的下滑,同时预计 2019 年棚改新开工套数将由 2018 年的 626 万套大幅下降至 450 万套左右,仅此一项就有望减少 2019 年地产销售面积 1.5 亿平方米以上,2019 年下半年地产投资增速持续下滑几乎不可避免。

可以预见 2019 年下半年国内经济下行压力依旧存在,同时考虑到 2019 年四季度以来,“宽货币”和“宽信贷”的政策组合在降低中小企业融资成本方面取得明显的成效,而全球主要央行释放宽松信号的情况下,人民币贬值压力已经明显减弱。综合以上各项因素来看,我们认为央行在 2019 年下半年将会维持较为宽松的货币政策,可能继续降准或再次启用 TMLF 等新型货币政策工具进行公开市场净投放。

而宽松货币政策持续也就意味着下半年的低融资成本将在下半年持续,目前十年期国债收益率在 3.17%左右,5 月份以来 R007 均值大约为 2.52%,套息空间依旧存在。三季度利率债环境整体偏多,利率债依旧有配置的价值,国债收益率有望继续下行,持仓国债期货多单安全边际较高,但在十年国债收益率达到 3.0%附近之后,在货币政策没有进一步放松的情况下,套息空间将被基本消除,预计继续向下突破 3.0%的可能性不大。

(作者单位: 中信建投期货 刘超 何熙)