

## 货币政策宽松加码预期落空引发期债调整

近期的国债期货市场出现明显调整，十年期国债现券收益率较低点上行 10 个 BP 以上，我们认为主要原因还是降准消息公布之后，8 月份金融数据改善明显，经济数据内部结构分化，货币政策宽松加码预期落空。

自 8 月份以来房地产调控明显出现趋严的迹象，央行严格控制信贷资源流向地产领域，同时中美贸易摩擦加剧，都成为市场预期经济继续走弱的核心逻辑，而 8 月的官方制造业 PMI 回落至 49.50%，连续 4 个月位于荣枯线以下，也预示着经济下行压力加大。

但先是 9 月 11 日央行公布的 8 月份金融数据明显超过市场预期，主要指标中社会融资规模增量为 1.98 万亿元，比上年同期多 376 亿元，新增人民币贷款 1.21 万亿元，高于前值 1.06 万亿元。此后公布的经济数据虽然投资增速和工业增加值增速确实出现下滑，但内部结构出现明显分化。投资项目当中，1-8 月基建投资同比增长 4.2%，增速比 1-7 月份加快 0.4 个百分点，基建回暖，宽信用、宽财政政策继续发力。1-8 月份商品房销售面积同比下降 0.6%，降幅比 1-7 月份收窄 0.7 个百分点，也就是说在地产调控加码的情况下 8 月份当月商品房销售增速反而回升了，这一点令市场颇为意外。工业增加值分项当中汽车制造业当月同比增速由 7 月份的-4.40%回升至 4.30%，自 2018 年 4 季度以来汽车生产一直是工业增加值的主要拖累项之一，目前来看出现企稳迹象。

综合以上几点，其实也就不难理解央行近期在货币政策操作上的一些逻辑。今年以来央行其实反复强调了货币政策要“以我为主”，而金融数据和经济数据自然是关注的重点。一方面经济下行压力客观存在，于是通过降准释放约 9000 亿元的长期资金，降低金融体系资金成本，同时加码地产调控，强调不把地产作为短期刺激经济的手段，确保降准释放的资金能够实实在在地支持实体经济。此时配合 LPR 报价改革，对于银行机构来说，自身负债端成本的下降为降低 LPR 报价利率提供了条件，而降低实体经济融资成本也因此有了更多的可能性。从时间节点上看，9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放约 8000 亿元长期资金，9 月 20 日为最近的一次 LPR 报价，从预期上看，本次 LPR 报价

利率大概率会有所下降。

另一方面，虽然经济数据继续走弱，但从内部结构上看出明显分化，继续全面恶化的可能性并不大，又恰逢 8 月金融数据尚可，因此此时并没有把货币政策转向全面宽松的必要。此前市场预期降准之后，对于 9 月份到期的两笔 MLF，央行有可能顺势降低操作利率续做。但从实际的结果来看，9 月 7 日到期的 1765 亿元 MLF 并未续做，仅仅通过 1200 亿元的逆回购对冲，而 9 月 17 日到期的 2650 亿元 MLF，虽然如期续做，但是额度下降至 2000 亿元，期限为 1 年，操作利率维持 3.30% 不变。至此，货币政策加码宽松的预期也基本落空。而流动性方面，本周恰逢税期，MLF 缩量续做之后，DR001 和 SHIBOR 隔夜利率较上周上行了约 30 个 BP。

此外，需要关注的一点就是北京时间 9 月 19 日，美联储 9 月议息会议决定下调联邦基金目标利率 25BP 至 1.75%-2.00%，年内第二次降息尘埃落定。但是从 FOMC 会议预测的点阵图来看，2020 年底之前最多再降息一次，至 2019 年底，在全部 17 位委员中仅 7 人认为该继续执行一次降息。美联储主席鲍威尔则宣称，当前美国经济依旧在温和扩张，失业率处于历史低位，贸易形势也有所缓和，财政政策应该要比货币政策发挥更大的作用。因此，此次美联储降息也被市场解读为“鹰派”降息，美国货币政策宽松预期正在在减弱。这似乎也预示着全球的宽松周期重新到来尚需等待。

我们基本可以做出判断，政策层当前对经济下行依旧有较高的容忍度，而美联储恰逢此时改变态度，外部约束减弱。就国内货币政策而言，短期大概率维持不松不紧，预留政策空间。对于债市，维持震荡观点，十年期国债收益率位于 3.0%-3.2% 之间区间震荡。

（作者单位：中信建投期货 何熙）