

流动性充裕叠加降准预期引发期债抢跑

我们看到近期的国债期货市场，出现了连续的反弹，现券收益率方面，也出现了明显的下行，目前十年期国债收益率已经下行至 3.11% 附近，应该来说近期伴随着充裕的流动性和降准的预期，债券市场在年末迎来了明显的抢跑反弹行情。

进入 12 月中下旬以来央行宽松动作不断，12 月 18 日央行重启 14 天期逆回购，规模达到 1500 亿元，最重要的是中标利率 2.65%，较前次的 2.7% 下调了 5BP，应该来说这是自 11 月份连续降低 1 年期 MLF 利率，7 天期逆回购利率，5 年期 LPR 利率之后降息的延续。除了价格之外，数量方面上周央行公开市场净投放 5940 亿元。进入本周之后虽然没有延续公开市场大额净投放，但市场流动依旧保持充裕，DR001 利率跌至 0.9% 附近，R001 利率也跌至 1% 附近，银行间质押回购利率几乎达到了年内最低水平。目前来看，当前的流动性水平除了能保证平稳跨年之外，还能够较好地应对明年年初的专项债集中发行。

除了流动性保持充裕之外，降准预期也成为近几个交易日债市连续反弹的重要原因。12 月 23 日李克强总理在成都考察与申请贷款的小微企业人员交流时提到“国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，降低实际利率和综合融资成本，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解”。结合之前中央经济工作会议上提到当前经济下行压力加大，明年的货币政策将会是“灵活适度”，改变了“松紧适度”的提法。因此，在进入一月份之后央行大概率会再度执行定向降准。

货币政策的“灵活适度”，预示着央行将会根据经济运行情况相机对货币政策及时调整，在此也展望一下明年的宏观经济形势。虽然 11 月份经济数据改善，四季度 GDP 增速维持在 6% 以上难度不大，但是并没有充足的证据表明当前的经济已经企稳回升，我们预计明年经济增速中枢继续下移，GDP 增速可能进入 5 区间，政策目标由中高速增长转向高质量增长，转变经济增长方式，经济增长更多由消费驱动，工业增加值和制造业投资继续维持低增速，但结构持续优化。

中央经济工作会议定调积极的财政政策持续，专项债资金可作为重大基建项

目资本金的新政发力，5G 投资进入快车道，基建投资增速有望反弹至 5%以上。地产调控放松可能性小，继续推进长效管理调控机制建立，房企年末冲销量结束，2019 年房企新开工和新拿地面积减少，棚改很难对地产销售产生正向拉动，地产继续下滑不可避免。猪肉价格逐步回落，CPI 或在年中见顶，PPI 在工业品价格反弹，年初低基数效应下，有望转正。中美贸易形势暂时缓和，但全球经济共振向下趋势未改，2020 年出口增速大概率企稳转正，但大幅改善的可能性也不大。

宽信贷政策持续，但投资需求不振或使得社融再难出现天量增长。为降低社会融资成本，货币政策无收紧必要，但不会搞零利率竞争，实际操作中将更加灵活适度，扩大 LPR 利率适用范围，在经济下行压力加大时“精准滴灌”，充分使用降准、降息和 MLF 等新型货币政策工具进行公开市场操作等方式进行逆周期调节。

对债市而言，经济企稳并大幅反弹和货币政策收紧的可能性几乎不存在，意味着收益率不会大幅上行。当与此同时，在央行明确指出不搞零利率竞争的情况下，收益率大幅下行的可能性也不大。我们预计十年期国债收益率中枢将在 3.2% 附近维持 20 个 BP 左右的幅度上下波动，除非经济超预期下行引发货币宽松大幅加码，否则继续向下突破 3% 的可能性依旧不大。投资者可依照经济走势和央行的货币政策走向灵活寻找配置机会。

（作者单位：中信建投期货 何熙）