

## 基本面改善预期压制债市情绪

我们看到近期的国债期货市场没能延续上周的反弹势头，进入本周之后大体呈现窄幅震荡的走势，主要原因还是在于此前货币政策宽松的利好逐渐消化之后，当前市场还是对经济基本面改善存在一定的预期，很大程度上压制了债市的情绪。

周二海关总署公布 2019 年 12 月份进出口数据显示，12 月当月出口（以人民币计）同比增长 9.0%，高于预期值 2.9%，和前值 1.1%；进口增长 17.7%，高于预期值 8.6%，和前值 3.0%。12 月份进出口双双远超预期，一定程度上跟 2018 年同期低基数有一点关系，但结合此前公布的 12 月制造业 PMI 数据维持在 50.2% 来看，都说明当前内外需求还不错，从 11 月份开始国内经济明显企稳，经济下行压力已经有所减弱。考虑到 1 月 15 日中美第一阶段经贸协议正式达成，2019 年以来持续萎缩的中美贸易，有望在 2020 年触底反弹。

除了进出口之外，基建投资也值得期待，2019 年实行宽财政政策，下半年执行专项债资金可作为重大基建项目资本金新政，但一般而言重大基建项目通常在上年末和年初就已经确定，新政总体效果不佳，前 11 个月基建投资增速仅为 4%，全年基建投资总额预计约为 15 万亿，明显不及预期。展望 2020 年，2019 年 9 月 4 日提前下达近 1.3 万亿专项债额度，有助于专项债新政提前进行项目储备，中央经济工作会议定调继续执行积极的财政政策，2014-2018 年 4G 建设周期总投资超过 1 万亿，2020 年将进入 5G 建设高峰，预计今年 5G 投资金额有望超过 3000 亿。预计 2020 年基建投资增速将会反弹至 5% 以上。

虽然，进出口和基建的有助于国内经济企稳，但地产则依旧不容乐观。以待售面积衡量，目前的房地产库存已经降至 2016 年年初以来的最低值，而进入 2020 年之后，伴随着年底房企冲销量的结束，2019 年同期房企拿地和新开工面积减少，同时考虑到中央经济工作会议继续强调“房住不炒”，建立稳地价、稳房价、稳预期的房地产长效管理调控机制，此前的政治局工作会议也强调本轮经济下行周期中地产将不会重新成为短期刺激经济的工具，预计今年地产销售增速将重新转负，地产投资增速也将延续下滑趋势。

综合考虑，2020 年国内经济强势反弹的可能性不大，大概率为弱复苏。回归到债市，2020 年债券市场仍将受到经济基本面和货币政策扰动的“双轮驱动”，经济基本面强劲反弹无法出现，意味收益率大幅上行的基础并不存在。货币政策方面，由于近几个月工业企业利润持续负增长，降低社会融资成本为中长期趋势，目前央行没有必要收紧货币政策，LPR 报价改革为利率市场化铺路，预计今年将进一步扩大适用范围，促使降低公开市场操作利率的调控方式能够更加顺畅地传导至实体经济端，降低实体经济融资成本。央行对货币政策的提法是灵活适度，在逆周期调节的背景下，实质上应该是偏宽松的，此前开年降准也在一定程度上验证这一猜想。当逆周期调节力度加大时，债券市场收益率有望短暂迎来下行。

货币政策持续宽松，货币市场资金利率难以大幅攀升，当前收益率水平上，债市加杠杆策略依旧奏效。操作策略上，十年期国债收益率 3.15%很有可能成为 2020 年利率震荡的中枢，上下的波动范围可能在 20 个 BP 左右，即我们预估十年期国债收益率将在 2.95%至 3.35%这个区间内伴随经济基本面和货币政策的变化上下波动。短期而言，2019 年 GDP 数据和 12 月其他经济数据公布在即，同样存在超预期的可能性，国债期货前期多单宜暂时止盈离场观望。

（作者单位：中信建投期货 何熙）