

2020 年期债震荡，把握阶段性机会

分析师：史珂

从业资格证：F3007722

投资咨询证：Z0015049

摘要：2019 年债市表现以震荡为主，影响债市的核心因素是经济基本面、通胀变化等带来的市场对于货币政策预期的改变，而中美贸易问题成为了债市表现中重要的扰动因素。展望 2020，在逆周期调控作用下，宏观经济指标有望转好。CPI 有望逐渐回落，呈现前高后低的特征，PPI 有望摆脱下行趋势，筑底企稳。而财政政策将继续发力，货币政策相机抉择。中美贸易进展仍将会是扰动因素，而且不确定性仍存。2020 年债市出现单边行情的可能性较低，将以震荡为主，把握阶段性机会。

2019 年债市表现以震荡为主，全年来看国债收益率“一波三折”。

图 1：收益率“一波三折”



数据来源:Wind 弘业期货

图 2：10 年期期债走势图



数据来源:Wind 弘业期货

影响债市的核心因素是经济基本面、通胀变化等带来的市场对于货币政策预期的改变，而中美贸易问题成为了债市表现中重要的扰动因素。今年 10 年国债与 1 年国债期限利差高点为 84BP、低点为 40BP。

图 3：10 年-1 年国债期限利差

请务必阅读正文最后免责声明部分



数据来源:Wind 弘业期货

下面将通过五个阶段进行 2019 年债券市场梳理。

图 4：2019 年债市的五个阶段



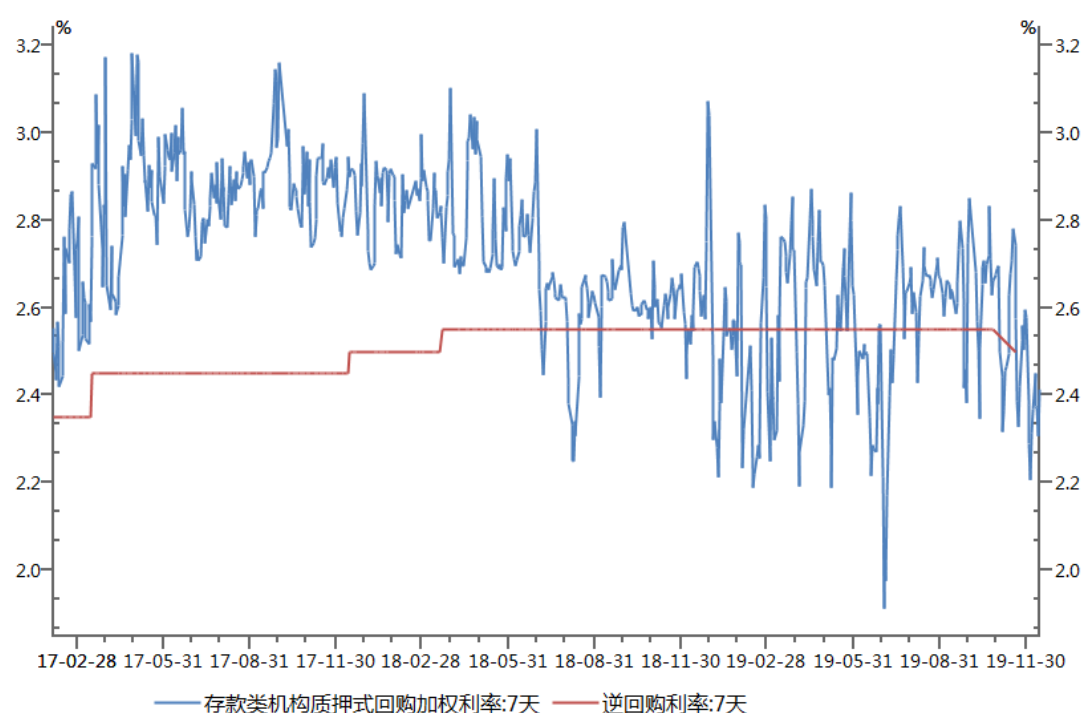
数据来源:Wind 弘业期货

第一阶段:1月初,央行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时,2019年一季度到期的MLF不再续做。本次降准填补了缴税等因素带来的季节性流动性缺口,缓解春节前流动性压力,对冲到期MLF。1

请务必阅读正文最后免责声明部分

月 23 日，央行开展了 2019 年一季度 TMLF 操作，操作量为 2575 亿元。操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%，比 MLF 利率优惠 15 个基点。全面降准略超市场预期，叠加 TMLF 落地，推动期债做多情绪高涨。尽管经济数据仍然疲弱，但 1 月金融数据略超市场预期。

图 5：7 天期 OMO 利率与 DR007 走势图



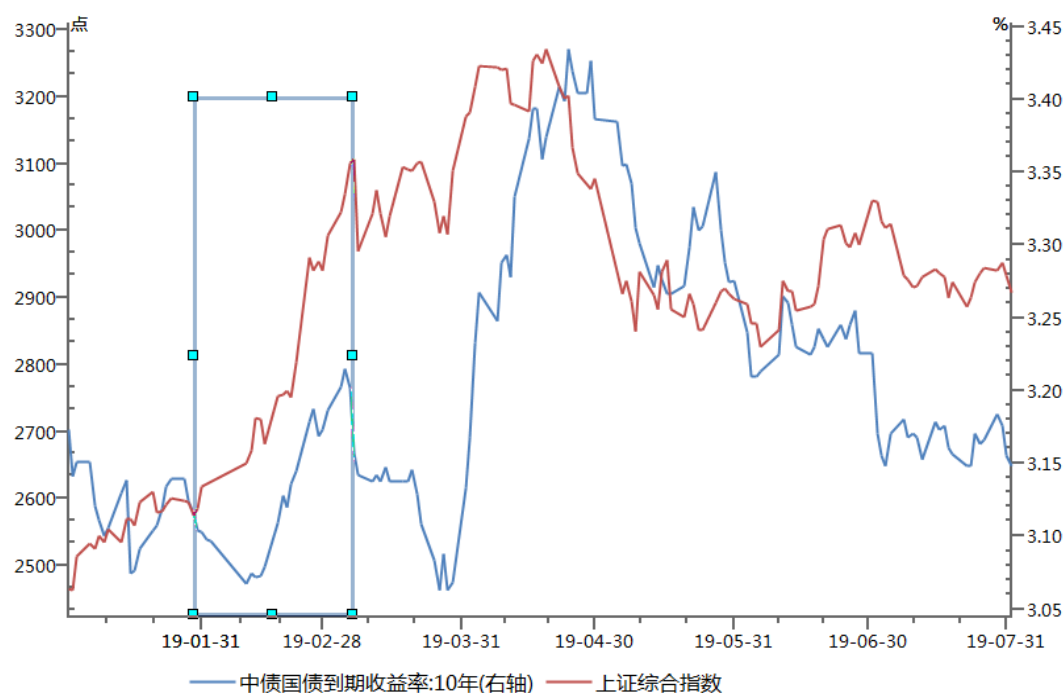
数据来源:Wind 弘业期货

“股债双牛”的局面 2 月被打破。中美贸易磋商在北京落幕，双方就主要问题达成原则共识，中美贸易摩擦释放缓和信号，市场风险偏好提升，助推股市行情加速演绎，对债市构成了明显制约，国债收益率进一步下行空间被堵。股债“跷跷板”效应明显。而 2 月票据方面监管收紧对债市收益率也存在扰动。两会政府工作报告提到“降低实际利率水平”，市场降息预期升温。而 3 月公布的宏观经济数据边际

请务必阅读正文最后免责声明部分

走弱，社融数据低于预期。宽松预期叠加基本面预期变化相互交织，国债收益率保持震荡。

图 6：股债“跷跷板”效应明显



数据来源:Wind 弘业期货

第二阶段：3月31日，官方制造业PMI录得50.5%，重回临界点以上且创2018年10月以来新高。随后公布的财新制造业PMI四个月来首次处于扩张区间，走势与官方制造业PMI一致。1季度经济、金融数据超预期，基本面出现回暖迹象。3月31日晚间，国务院关税税则委员会决定从2019年4月1日起，对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。暂停加征关税措施截止时间另行通知。国务院关税税则委员会表示，这是中方对美方推迟提高税率措施的积极回应。中美贸易关系进入蜜月期。

自年初央行实施降准后，关于降息的声音就不绝于耳。每隔一段时间

请务必阅读正文最后免责声明部分

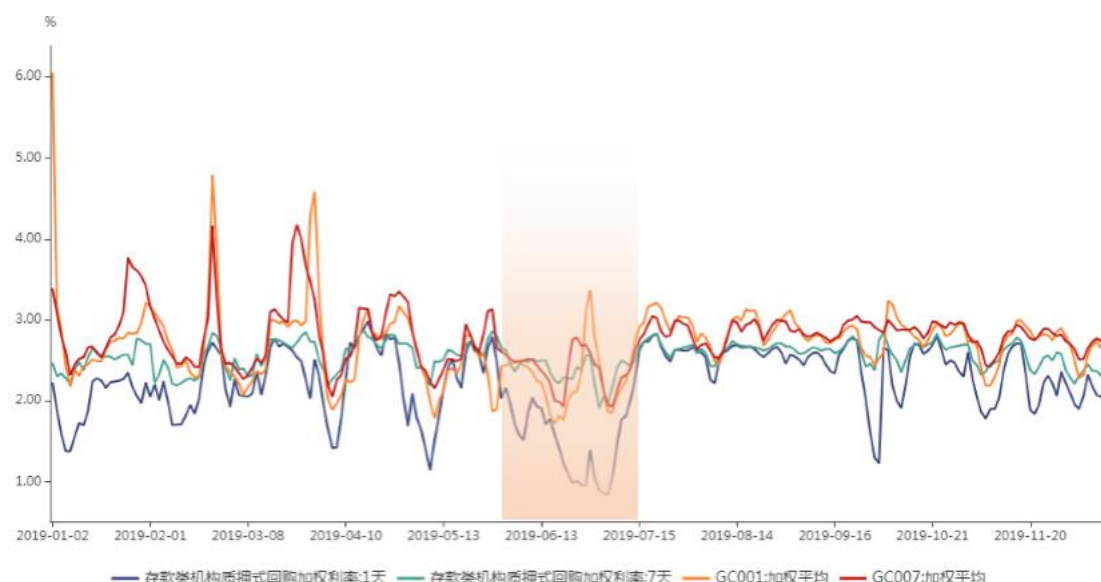
市场上就会有降准和降息的传闻出现，不过央行表现出了坚决的定力。甚至出现央行就散布降准谣言事件而报警。央行此举意在规范市场，防止谣言扩散给市场带来不必要的波动和损失。4月12日召开的第一季度货币政策例会指出，稳健的货币政策体现了逆周期条件的要求，在政策基调上坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调。会议重提“把好货币供给总闸门”，并强调“不搞大水漫灌”。4月19日的政治局会议对一季度经济运行情况进行了总结评价“总体平稳，好于预期，开局良好”。会议未提“六稳”，但是重提“去杠杆”和“房住不炒”。此外，二季度是传统的利率债发行的高峰期，供给方面存在压力。在多重因素的共同作用下，在第二阶段债市呈现调整，国债收益率快速上行，创造了全年最高的利率水平。

第三阶段：五一假期最后一天，美国总统特朗普再度变脸，于美国当地时间（5月5日）发布推特称，5月10日起对2000亿美元的输美商品所征收的关税将从10%增加到25%，并宣称可能会对剩余3250亿美元中国出口商品加征关税。受此消息的影响，市场风险偏好回落。5月6日开盘前央行突然开展定向降准，打破了4月辟谣后的僵局。央行及时推出定向降准工具并增加公开市场投放，叠加中美贸易摩擦再起，市场风险偏好回落，推动了债市阶段性拐点出现，国债收益率快速回落。而且当月公布的多项经济数据不及预期，金融数据边际走弱，市场对于经济基本面的担忧再起。

请务必阅读正文最后免责声明部分

5 月包商银行事件犹如惊雷，打破了市场对于刚兑的信仰，市场开始重新评估同业业务的风险。包商银行被接管，中小银行和非银融资出现边际收紧，流动性结构分化明显。银行间市场与交易所市场债券回购利率走势呈现明显背离。尽管包商银行事件开始是影响中小银行，但由于中小银行面临融资难，部分机构为应对流动性压力开始抛售利率债，对利率债产生冲击。

图 7：流动性结构分化明显

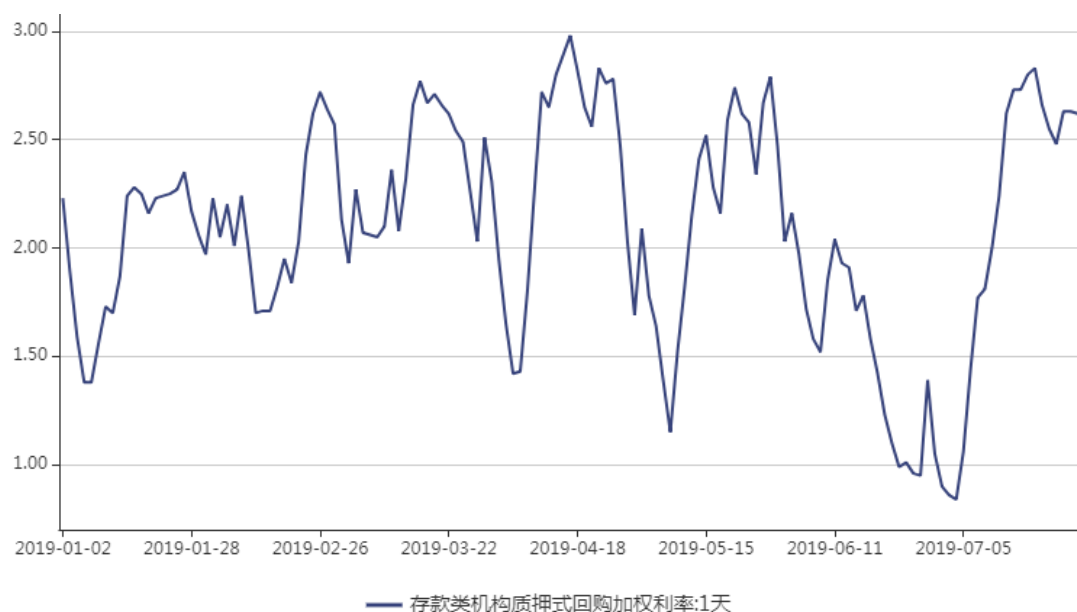


数据来源:Wind 弘业期货

为了应对市场流动性波动，缓解市场对于流动性冲击等方面担忧，央行进行了定向支持。央行于 2019 年 6 月 14 日增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利额度 1000 亿元。6 月资金面超预期宽松，银行间流动性十分充裕，存款类机构的回购利率不断下行，DR001 甚至一度突破 1%，创下 10 年来最低。债市呈现多头情绪，但是扰动因素却不少。6 月最受瞩目的当属 G20 峰会上中美领导人会面，市场倾向于用积极的心态看待 G20 会议上中美关系的走向。而在 6 月 29 日 G20 请务必阅读正文最后免责声明部分

大阪峰会上，中美双方同意重启谈判，贸易摩擦阶段性缓和。

图 8：DR001 加权利率



数据来源:Wind 弘业期货

7月2日，总理在达沃斯世界经济论坛开幕致辞称，要采取定向降准、降准等措施来降低中小企业的实际利率，改善中小企业融资状况，扶持民营企业。在总理讲话后，国内市场宽松预期上升。随着全球经济放缓趋势明朗化，市场对全球经济下行的担忧升温。在韩国和印尼下调银行基准利率后，乌克兰央行、南非央行都加入了宽松行列。全球宽松潮涌动，国内市场对于进一步宽松期待。

由于7月下半旬公开市场到期量较大，市场预期央行会开启 TMLF 操作。TMLF 的确如期而至，同时操作的还有 2000 亿元 MLF。7 月房地产调控整体趋严。7 月末的政治局会议提出“不将房地产作为刺激经济的手段”，相比此前的措辞更为严厉，不论是从力度上还是决心都更上了一个高度。除此以外，会议指出“经济发展面临新的挑战，国内经济下行压力加大”，重提“六稳”和“流动性合理充裕”。

请务必阅读正文最后免责声明部分

8月5日,在岸、离岸人民币双双跌破7关口。由于美方宣称拟对3000亿输美商品加征10%关税,商务部8月6日凌晨发表消息称,中国相关企业暂停新的美国农产品采购。当日下午,央行又发布关于美国财政部将中国列为“汇率操纵国”的声明。避险情绪持续升温,利好债市表现。8月14日晚间,全球经济衰退指标再度亮起红灯,继10年期和3个月期美债持续倒挂逾两个月后,10年期和2年期美债也自金融危机以来首次出现倒挂。美国国债收益率的倒挂被市场广泛认为是一种预警信号,预示着即将到来的经济衰退甚至经济危机的信号。8月17日,央行宣布改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制。新机制下的LPR于8月20日首次公布,1年期LPR为4.25%,5年期以上LPR为4.85%。新的LPR报价机制的出炉,表明传统降息模式难再现。市场对于通过降息进行货币宽松的预期有所修正。贸易争端波折不断压制全球经济增长前景,在外部环境复杂,经济面临下行压力的背景下,全球主要央行货币转向宽松。8月28日政金债等纳入同业投资监管的传闻,引起债券市场情绪剧烈波动。尽管8月下旬债市出现一些插曲,但是在阶段三中长端利率总体呈现震荡下行趋势,而且趋势较为明显,国债收益率在8月上旬创下全年最低,十年国债盘中一度跌破3%。

第四阶段:9月2日,国常会提到“加快落实降低实际利率水平的措施,及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”,引发了市场对双降的期待。9月6日,央行宣布普降+定向降准。此次降准速度快,规

请务必阅读正文最后免责声明部分

模大，释放长期资金约 9000 亿元，显著提振了市场情绪，国债利率再次下行至 8 月中低点附近。

图 9：央行宣布普降+定向降准

中国人民银行决定于2019年9月16日下调金融机构存款准备金率

字号 大 中 小 文章来源：沟通交流 2019-09-06 17:22:05 打印本页 关闭窗口

为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。

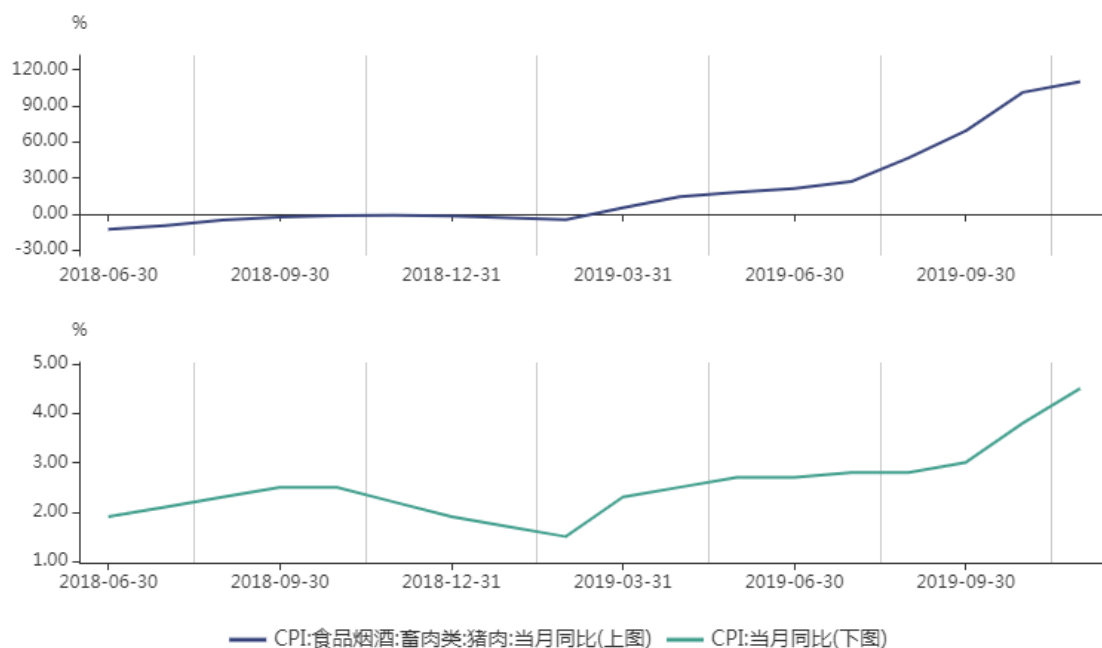
在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，兼顾内外平衡，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。（完）

数据来源:Wind 弘业期货

央行“全面+定向”降准落地，叠加美联储 9 月降息预期浓厚，进一步加强了市场对于 9 月 MLF 利率下调的预期。不过 9 月有两次 MLF 到期，央行并未下调 MLF 利率，令市场预期落空。在美联储宣布降息后，市场将目光锁定在 LPR 第二次报价利率上。9 月 20 日，1 年期 LPR 报价 8 月下行 5 个基点。

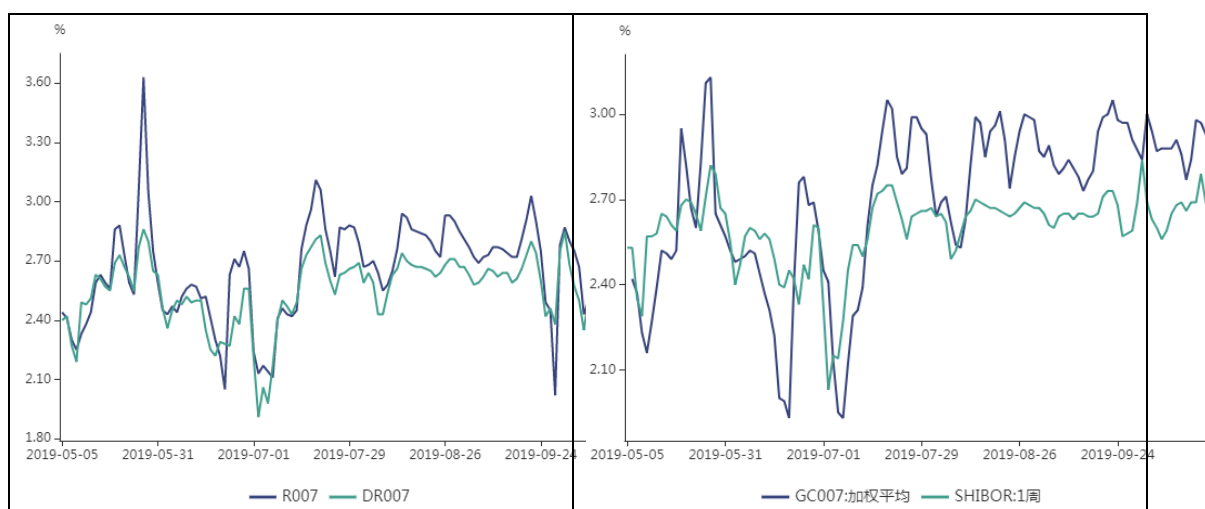
图 10：猪肉价格上涨推动 CPI 上行



数据来源:Wind 弘业期货

在经历了8月中下旬至9月中的磨底后，收益率开启了回调，回调幅度仅次于4月。9月金融数据超出预期，虽然央行在9月有降准动作，但是市场担忧通胀压力可能制约货币政策放松节奏。而且9月存在季节性的影响，资金面较之前有所收敛。

图 11：资金面收紧



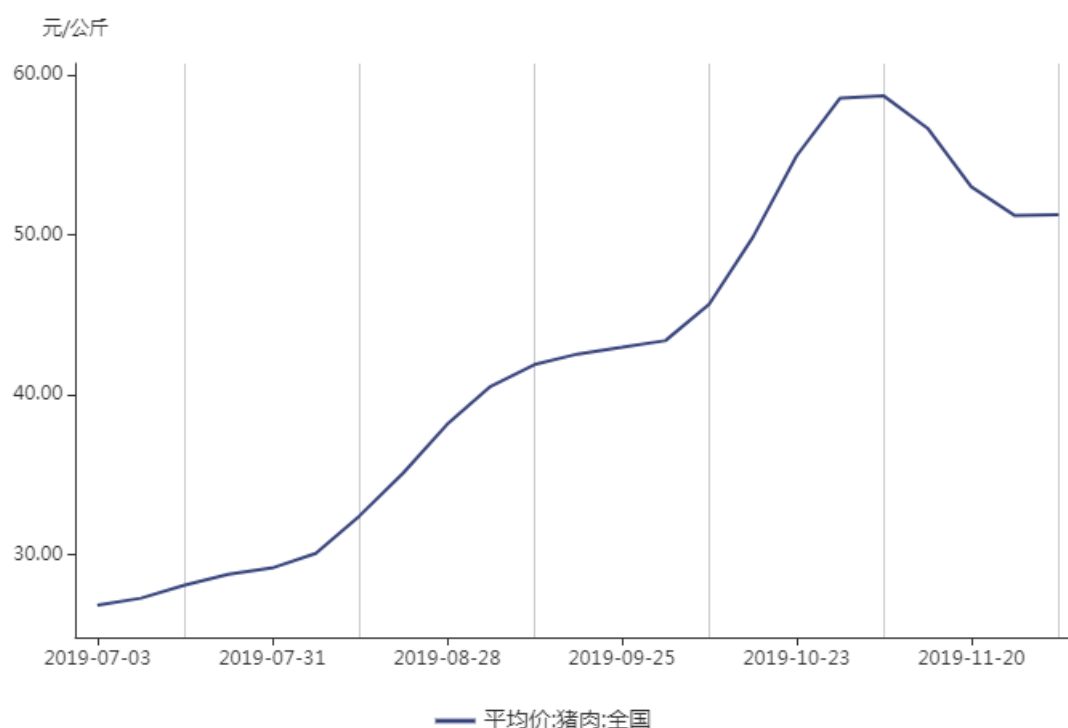
数据来源:Wind 弘业期货

进入 10 月后，高频数据显示猪肉价格环比涨幅大超预期，市场上关

请务必阅读正文最后免责声明部分

于 CPI 破 4，甚至破 5 的声音不绝于耳。而且三季度及 9 月经济数据呈现季节性特征，市场预期短期经济进一步下行的概率变小。年内经济下行预期利多出尽，货币政策进一步宽松的必要性下降，同时中美谈判也出现了阶段性缓和，助推债市加速下跌，国债收益率快速上升，10 年国债收益率上行至 3.3% 左右，成为年内第二高点。

图 12：猪肉价格快速上涨



数据来源:Wind 弘业期货

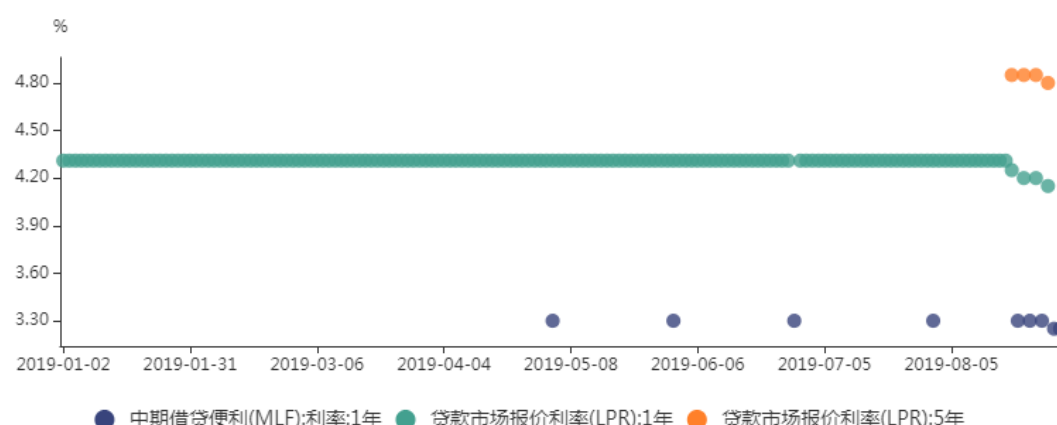
第五阶段：就在债市悲观不断升温，央妈突然下调 MLF 利率阻断了收益率进一步上行空间。11 月 5 日，央行小幅减量续作 MLF 同时，操作利率下调 5BP。MLF 利率下调打消了货币政策收紧的担忧，市场情绪也有所缓解。事实上，众所期待的 10 月 TMLF 缺席，央行又在月底暂停逆回购操作，在月末时间持续净回笼，使得市场对于后期资金预期谨慎。在市场普遍预期央行不会在短期内下调操作利率的情况

请务必阅读正文最后免责声明部分

下，央行却意外调降 MLF 利率，说明央行当时相比通胀、猪价更加重视稳定经济增长。MLF 作为按月报价的 LPR 的锚，具有一定引导作用。11 月 MLF 利率下调为后期 LPR 利率调降打开了一定的空间，释放信号意义更大。11 月 15 日，在没有 MLF 到期的情况下，央行额外操作了 2000 亿元 MLF。

11 月 16 日公布的央行三季度货币政策报告在措辞方面发生了一些变化。央行强调“加强逆周期调节”“警惕通胀预期发散”，并表示当前我国不存在持续通胀或通缩压力。此外，在政策前瞻部分删除了“闸门”。11 月 18 日，央行意外降低 OMO 操作利率。OMO 调降推升市场乐观情绪，带动短端市场利率下行。此外，11 月公布的经济、金融数据表现均不佳，显示经济下行压力仍然较大，也成为国债收益率下行的助推器。11 月 20 日 LPR 报价 1 年期和 5 年期同时下调了 5bp，基本符合市场预期。短期货币政策方面的利多出尽。债市转入震荡走势。

图 13：MLF 利率及 LPR 利率报价



数据来源:Wind 弘业期货

11 月底财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，同请务必阅读正文最后免责声明部分

时要求各地尽快将专项债额度按规定落实到具体项目，早发行，早使用。11 月制造业 PMI 数据好于预期，基本面的改善引发了市场对经济过度悲观预期的修正，叠加央行行长易刚在《求是》杂志的撰文使得市场对于货币政策预期变化。短期货币政策进一步宽松预期下降。之后公布的 CPI 破“4”，高于预期和前值；PPI 降幅有所收窄，符合市场预期。社融和新增信贷好于预期，M2 略降且不及预期。

12 月召开的政治局会议未直接提到财政政策和货币政策，也并未提及“房住不炒”。主要是由于政治局会议聚焦在主要矛盾上，未明确提及的并不代表将会放松或者转向。中美贸易关系是影响债市走势的重要扰动因素。随着 12 月 15 日这一关键时间点临近，关于中美贸易进展的消息越来越多，中美贸易问题的预期变化对于债市影响的节奏越来越快。受到宽松预期的推动，国债收益率在第五阶段回落，债券企稳回升，进入 11 月下旬，市场多空因素交织，债市表现反复，期债波动明显。

后市展望：

2020 年是“收官之年”，全面建成小康社会和完成十三五规划将会是明年的首要任务。要实现第一个百年奋斗目标，重要性不言而喻。

2020 年上半年基建投资仍将继续发力，为托底全年经济增长目标提前打好基础，而地方专项债发行额度有望继续提升，专项债不论是在总量还是在结构上都将为基建提供更多的支持。自 2019 年以来，官方制造业 PMI 筑底缓慢回升，财新制造业 PMI 强势回升。2020 年制

造业 PMI 有望继续回升，或有可能在年底期间见顶。

通胀问题仍是当前市场关心的风险之一。本轮猪价暴涨远非历史可比，上涨的幅度远远超过历次猪价高点，猪肉价格现出“疯涨”。由猪肉价格上涨带动的结构性通胀问题，制约货币政策进一步宽松的空间。

目前市场的应对措施已经对猪肉价格进一步上行形成阻力。预计 2020 年猪肉价格将稳中回落，“猪通胀”对货币政策将没有任何掣肘。

此外，货币政策并非仅盯着通胀目标中的 CPI 数据，不能否认其是货币政策需要考虑的一个方面。但是在当前经济环境复杂的背景下，央行在进行货币政策时将进行多方面，全方位的考虑。

2019 年 12 月 12 日中央经济工作会议指出“结构性、体制性、周期性问题相互交织”，注重“稳”，坚持“房住不炒”，提出“积极财政政策要大力提质增效”，货币政策从去年的“松紧适度”微调为“灵活适度”，强调“科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度”。整体来看，2020 年经济结构转型升级，宏观经济政策将延续财政政策为主，货币政策为辅的思路。

12 月 13 日晚间，中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，取消原计划 12 月 15 日生效的加税措施。随着中美贸易问题进展向好，我国制造业投资增速有望逐步回升。中美贸易协议达成也有利于人民币汇率，人民币汇率有望企稳回升。2019 年最后一个月中，中美贸易谈判正式迎来积极的一步。不过未来中美贸易问题进展是不可测的，后续还需继续关注。关于中美贸易进展对行情的影响，把握空间上的判断更

请务必阅读正文最后免责声明部分

为有效。今年中国债市纳入全球重要债券指数，境外机构买盘力量明显走高。当前世界经济持续放缓，海外市场普遍仍处于零利率甚至负利率的环境。随着中国市场逐步对外开放，境外买盘进入也将助力债市。

尽管经济处在复杂严峻的背景下，国内外风险挑战明显，但是对未来持相对积极乐观的看法。展望 2020，在逆周期调控作用下，宏观经济指标有望转好。CPI 有望逐渐回落，呈现前高后低的特征，PPI 有望摆脱下行趋势，筑底企稳。而财政政策将继续发力，货币政策相机抉择。中美贸易进展仍将会是扰动因素，而且不确定性仍存。整体来看，2020 年债市出现单边行情的可能性较低，将以震荡为主，把握阶段性机会。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。