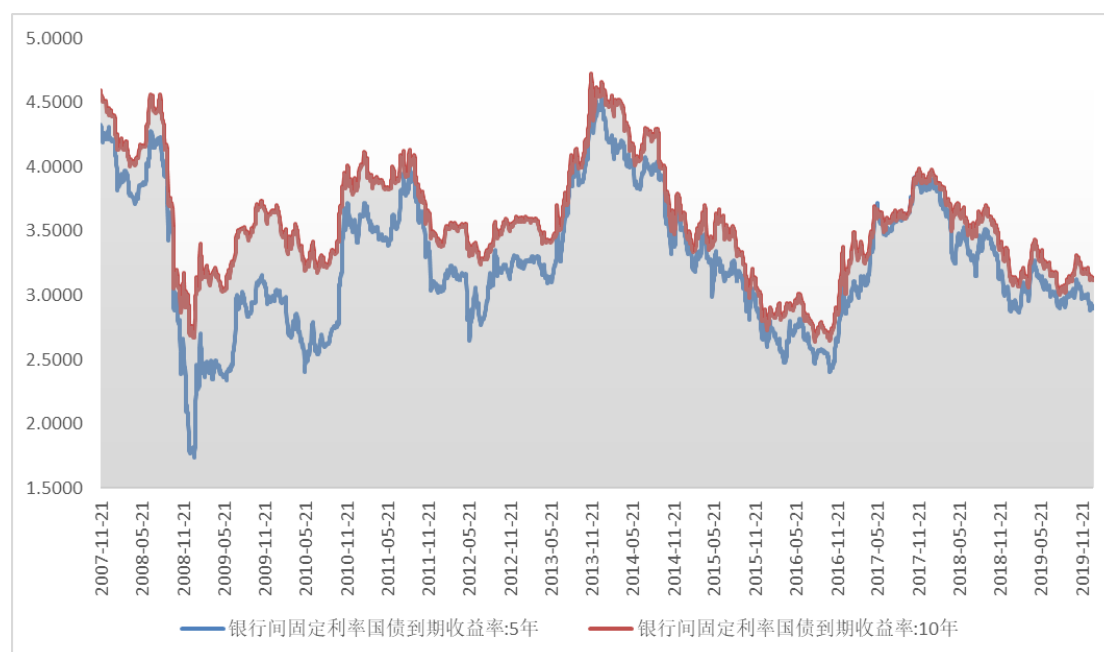


## 国债：短期仍有上行压力 关注中期配置机会

方正中期期货有限公司 牛秋乐

近期国债期货的走势较为纠结，究其原因主要来自于经济层面和政策层面的转折，叠加中美贸易谈判与中东地缘政治冲突导致避险情绪反复，市场偏好在风险资产与避险资产间频繁转换，容易忽视中长期趋势的核心逻辑。从国债期现货市场自身情况来看，本轮牛市周期从 2018 年初开始，已经运行两年时间，在过去 10 年所经历的 3 次利率周期中，仅 2014-2016 年这轮利率下行周期时间长度超过两年，因此，本轮利率周期何时反转也是市场讨论的焦点。从目前的经济条件来看，虽然短周期出现明显的企稳迹象，但全球经济基础仍不牢固。国内物价水平阶段性处于高位，但猪肉价格对 CPI 的拉动已经接近尾声。所以，短周期与长周期存在一定的矛盾。短周期因素对国债期货价格仍有一定的压制，但单从市场收益率水平来看，2019 年全年国债市场收益率水平变化不大，而全球主要经济体国债收益率水平都有明显的下降，以中美 10 年起国债收益率利差为例，2019 年由年初的 40BP 大幅上升至 120BP 左右，年内利差扩大 80BP，这显著提升了外资对于我国国债的配置力度。我们预计，短期（1-2 个季度）国债期货在经济回暖、物价继续维持高位以及债券供给高峰等因素的影响下，难有较好表现，随后则将出现较好的配置时机。



图：银行间固定利率国债到期收益率

数据来源：WIND 资讯，方正中期研究院整理

### 国内经济阶段性企稳

12 月国内官方制造业 PMI 报 50.2，好于预期并继续运行于扩张区间。外需受到的打击正在缓解，对经济的负面影响也有所修复。未来随着中美第一阶段贸易谈判的正式签署，落实协议过程中预计外需将会继续受益。从内需来看，地方政府专项债发行提速，基建投资得到多重政策支持，在 2020 年年初开始将形成有效投资，带动国内经济企稳。

### 物价水平继续维持高位

12月国内物价水平继续维持高位，CPI同比增长4.5%，但上行动能放慢。中美贸易冲突缓和后中国增加肉类进口，中央投放储备冻肉，都对平抑肉价起到一定作用。随着母猪存栏量见底回升，未来生猪产能将逐步释放，中期供给端忧虑减小。中长期看，猪周期进入下半场，肉价对CPI的拉动将逐步减弱，年中开始肉价或逐步成为CPI拖累项。此外，CPI和PPI加速分化的逻辑已经彻底改变，从CPI走高与PPI走低，转向CPI持稳和PPI回升。二者剪刀差的缩小，将对企业修复利润有一定帮助。通胀的走势仍未影响央行决策，预计中性偏宽松的货币政策仍将持续。

## **稳健的货币政策偏向宽松**

新年第一天，央行宣布全面自2020年1月6日起全面降低金融机构存款准备金率0.5%，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本。此前国务院总理李克强已经表示，将会通过进一步降准等措施降低小微企业融资成本，因此本次降准基本符合市场预期，但降准时点略超市场预期。虽然目前部分经济指标出现企稳的征兆，但决策层在稳健货币政策基础上，继续采用全面以及定向宽松手段继续支持经济，并进一步降低企业实际融资成本的态度不变。结合地方债扩容等带来的资金需求上升看，央行继续维持稳健而实质上偏宽松的政策可期。

## **地方政策债券发行进一步前置**

2019年地方政府债券的发行呈现时间提前、规模集中的特点，2020年发行规模有望进一步提升，同时为发挥地方政府债，尤其是专项债在支持基建投资中的作用，2020年发行时间有望进一步提前。我们预计2020年专项债发行规模将超过3万亿，成为国内逆周期调控，支持基础设施建设的重要工具。地方政府债券的增量集中发行一定程度上对国债、政策性银行债等利率债品种形成替代效应，相应也对国债期货的价格构成压力，这在2020年上半年需要重点关注。