

政策调控周期缩短， 窄幅波段或成为常态

张希

高级研究员，期货执业证书编号 F0283816

期货投资咨询证书编号 Z0010644

zhangxi@dxqh.net

观点要点：

- 影响 2019 年债市走势的外部因素主要在于中美贸易摩擦的反复导致的避险情绪，内部因素主要在于物价指数压制政策逆周期调节的空间。2020 年，中美达成并签订第一阶段协议，料美国大选前外部环境缓和，债市的焦点料集中在内部经济以及政策调节的节奏上。
- 2019 年经济增速进一步放缓，总量数据上体现出前高后低的特征。对经济增量贡献较明显的是贸易顺差，值得注意的是本次顺差主要源自进口相对出口收缩而非贸易扩张。制造业领先指标显示，年末制造业有阶段性企稳迹象。从政策的角度，基建作为逆周期调节的重要环节，或成为亮点。
- 2019 年货币环境较 2018 年宽松，社会融资也迎来修复。展望 2020 年，货币政策大概率进一步定向宽松，加大逆周期调节力度确保经济稳增长。在积极的财政政策与稳健的货币政策合力托底的条件下，信用环境延续改善，地方专项债的扩大确定性较高，社会融资规模有望进一步恢复，货币增速或延续回升。2020 年上半年物价料影响货币政策的节奏，低基数以及春节效应或导致 CPI 同比进一步走高，压制公开市场利率降低的空间。
- 2020 年外部环境趋于缓和，海外货币政策偏宽松下基本面小幅回暖。年末内部经济主要是制造业出现小幅反弹，配合信贷融资数据，企业经营环境或改善。投资端基建在政策推动下，有望替代地产投资成为固定资产投资主力。货币政策方面结构性工具丰富，调控周期缩短，料进一步引导实际融资成本下行，预测十年国债到期收益率窄幅区间（2.8%-3.4%），盘面上期债或受资金情绪影响大于基本面因素影响。

正文目录

一、债市回顾：内外因素交织，一波三折	3
二、经济面：制造业企稳小周期，基建或成为亮点	4
三、结构性货币政策活跃，定向工具引导实体成本下行	7
四、总结与展望：政策调控周期缩短，波段性成为常态	8

政策调控周期缩短， 窄幅波段或成为常态

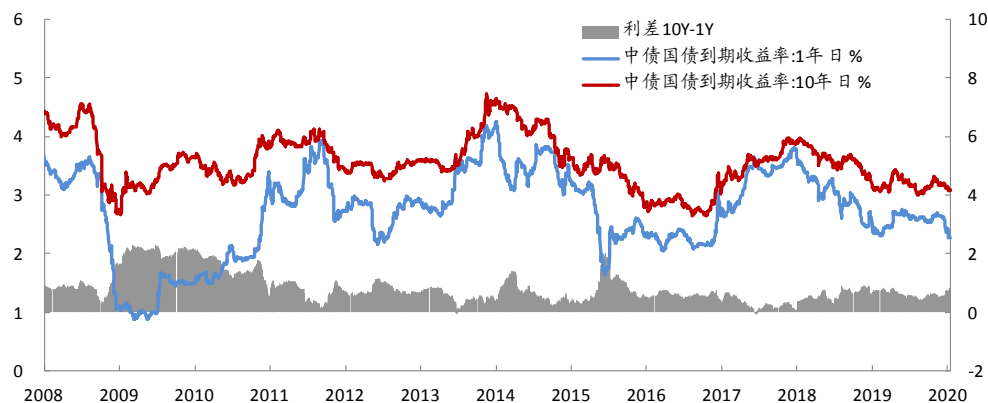
年末资金面偏宽松，春节前央行通过公开市场持续投放流动性，利率债走强。2020 年外围环境趋缓，内部制造业出现小幅回温迹象，货币政策调控周期缩短，相对较债的区间波段或成为常态。

一、债市回顾：内外因素交织，一波三折

2019 年利率走势在中美贸易摩擦反复、国内经济预期反复的背景下呈现相对窄幅的波动，十年期国债收益率波动区间在 3.00%-3.43%之间，全年来看中枢小幅下移。回顾来看，一季度市场延续经济增长相对较弱的预期，加上社融超预期增长，资金面偏宽松，债市冲高整理。二季度初经济数据小幅好转，制造业重回荣枯线上方，前期降准等货币政策兑现，债市承压回落，国债收益率上升。5 月贸易摩擦反复，同时经济数据再次打破企稳预期，叠加包商银行事件导致避险情绪抬升，利率重新下行。三季度市场走势并不流畅，贸易摩擦叠加经济数据偏弱，降准落地，收益率延续下行走势，但是随后物价指数持续走高，货币政策明显受到压制，收益率小幅反弹。四季度逆周期调节政策明显加码，lpr 改革以后小幅降息，社会融资成本下降，收益率下行通道打开，但是物价指数居高不下，政策相对保持定力，债市反弹幅度有限。

回顾来看，影响 2019 年债市走势的外部因素主要在于中美贸易摩擦的反复导致的避险情绪，内部因素主要在于物价指数压制政策逆周期调节的空间。2020 年，中美达成并签订第一阶段协议，料美国大选前外部环境缓和，债市的焦点料集中在内部经济以及政策调节的节奏上。

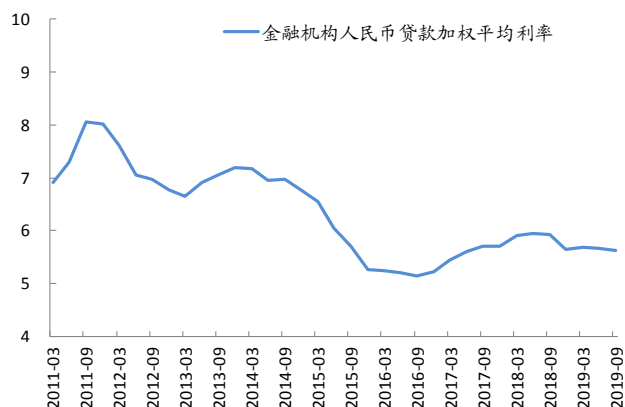
图表 1： 2019 年国债收益率窄幅区间波动



来源：Wind，东兴期货投资咨询部

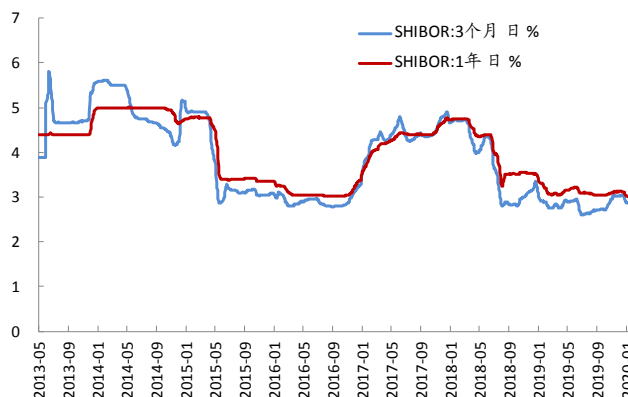
来源：Wind，东兴期货投资咨询部

图表 2: 金融机构人民币贷款加权利率小幅下行



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 3: Shibor 年内窄幅波动



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

二、经济面: 制造业企稳小周期, 基建或成为亮点

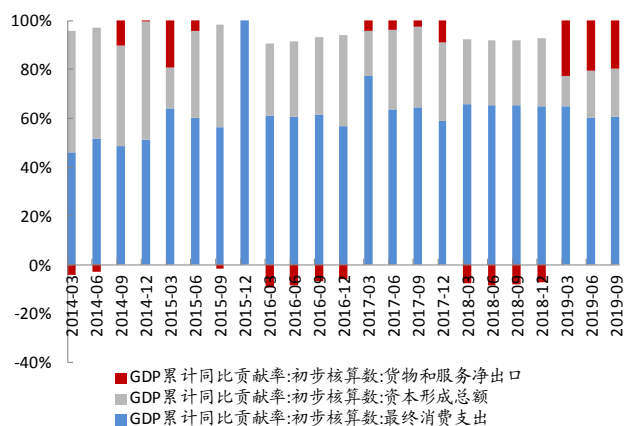
2019 年经济增速进一步放缓, 总量数据上体现出前高后低的特征。具体来看, 从支出法的角度, 对经济增量贡献较明显的是贸易顺差, 值得注意的是本次顺差主要源自进口相对出口收缩而非贸易扩张。2019 年对外贸易活跃度明显下降, 进出口金额同比连续 7 个月为负, 按美元计算, 18 年前 12 个月贸易进出口总值 4.58 万亿美元, 累计同比下降 1%。其中进口累计同比缩减 2.8%, 累计增长 0.5%; 贸易顺差 4215 亿美金, 同比增加 20%。单月看, 12 月贸易数据超预期, 主要原因来自低基数影响, 另外海外经济体四季度受益于货币宽松有所企稳, 分国别数据显示对欧盟出口数据增速出现小幅抬升。

制造业领先指标显示, 年末制造业有阶段性企稳迹象。制造业 PMI 连续两个月小幅扩张, 12 月分项指标中生产上升至 53.2, 新出口订单 50.3, 为 19 个月来首次回升至荣枯线上方。根据企业规模来看, 大型企业保持扩张, 中型企业回升至 51.4, 也是一年半以来首次回 50 以上, 小型企业偏疲弱, 依旧处于萎缩区间。原材料及产成品库存分项进一步下行, 产成品库存缩减至 45.6。叠加工业企业数据来看, 11 月工业企业产成品存货累计同比增长仅 0.3%, 为三年来低位, 工业企业利润总额累计同比下降 2.1%, 持续下滑, 显示工业企业补库意愿依旧不强。好的迹象是, 企业中长期融资在 2019 年小幅恢复, 全年非金融企业中长期贷款 5.9 万亿略高于前值, 企业债券融资累计 3.2 万亿, 相对 2018 年增长 23%, 企业经营环境改善。

2019 年投资增速偏弱, 地产投资贡献度较高, 制造业和基建维持相对低的增速。12 月固定资产投资完成额累计同比增长 5.4%, 房地产开发投资完成额累计同比增速 9.9%, 基建累计同比增速 3.3%, 制造业累计同比增速 3.1%。其中, 制造业增速小幅回升, 与领先指标一致, 基建增速进一步下行。从数据上看, 全年地产销售较为低迷, 十大城市商品房可售面积进一步上升, 竣工数据回暖, 地产或进入后周期, 地产投资可持续性存疑。

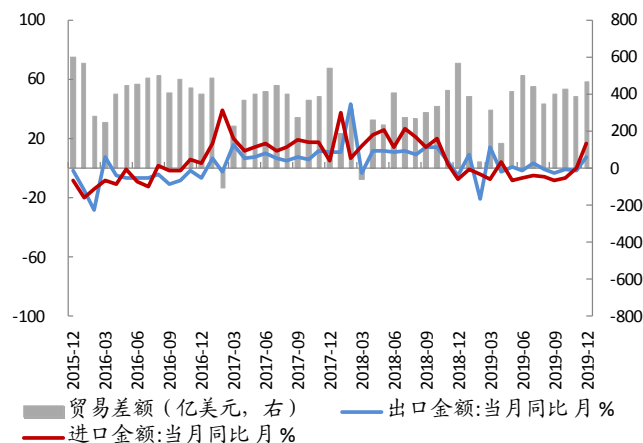
2020 年基建作为逆周期调节的重要环节, 或成为亮点。一方面, 根据全国人大常委会授权, 2019 年财政部按规定提前下达明年专项债券部分新增额度, 在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内, 做好各项准备工作, 确保明年初即可使用见效, 带动有效投资, 支持补短板、扩内需。2019 年我国地方政府新增债券限额, 包括列入赤字的一般债券 9300 亿元, 不列入赤字的专项债券 2.15 万亿元。根据最新数据, 截至 1 月 15 日, 陕西、广西、深圳、厦门等 26 个省市计划 1 月份发行地方债规模达 7612.3 亿元, 其中, 一般债券 583.4 亿元, 专项债 7028.9 亿元, 全部为新增债券。按照两年增速测算, 2020 年专项债券或接近 3 万亿。另一方面, 11 月国常会提及降低部分基础设施项目最低资本金比例, 将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%, 对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目, 在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下, 适当降低资本金最低比例, 下调幅度不超过 5 个百分点。另外基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目, 可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金, 但不得超过项目资本金总额的 50%。回溯数据这项政策在 2015 年曾起到良好成效, 在 2016 年上半年见效, 并拉动基建投资增速 3 个百分点。

图表 4: 净出口对经济增长正向拉动



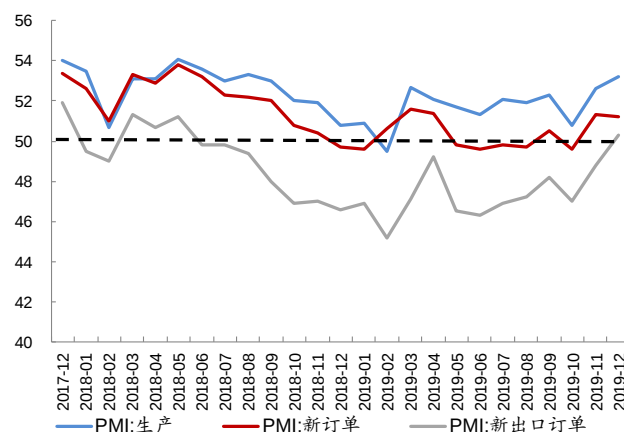
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 5: 贸易额回升主要受到基数影响



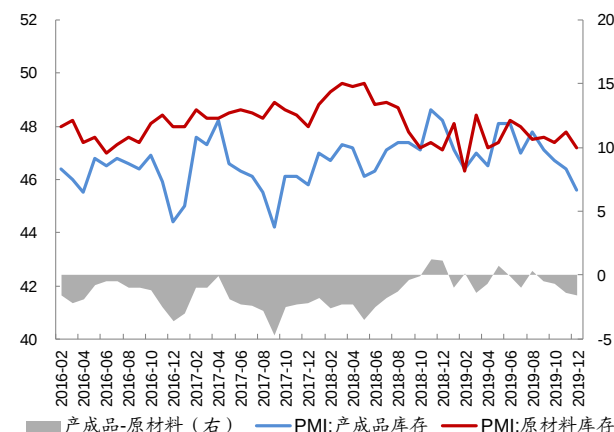
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 6: 年末制造业小幅回升



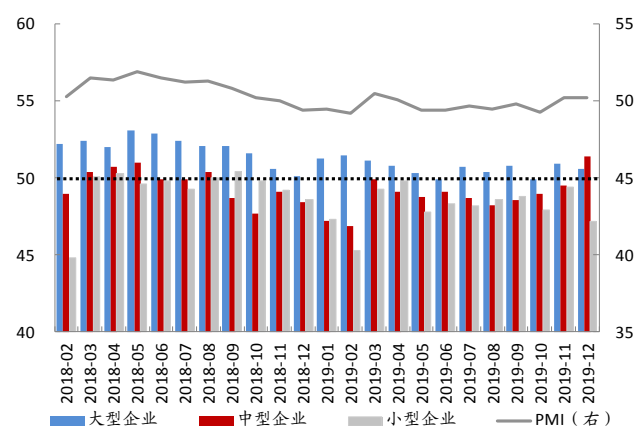
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 7: 产成品去库存提速



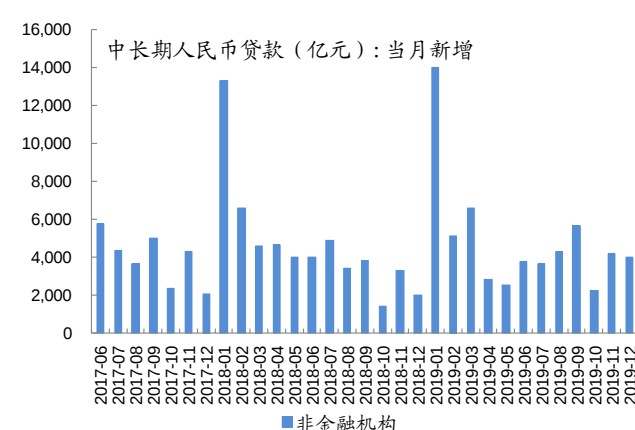
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 8: 年末大中型企业恢复扩张



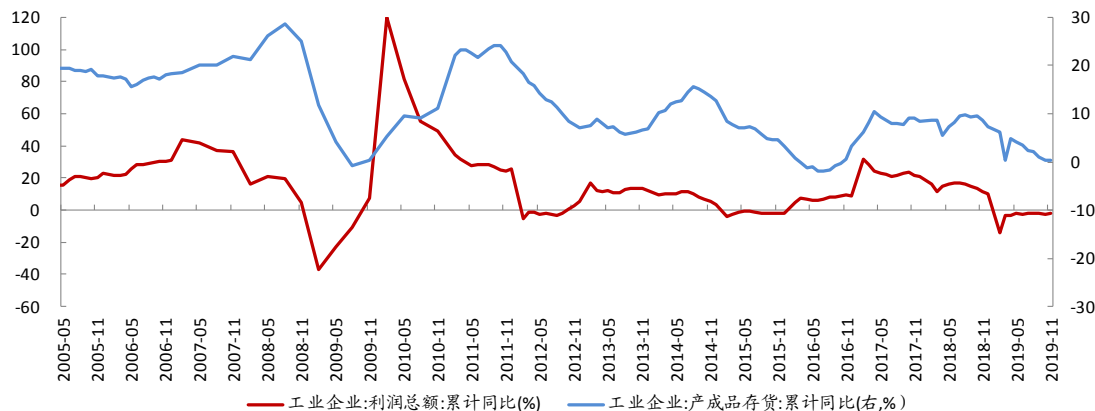
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 9: 非金融中长期贷款小幅回升



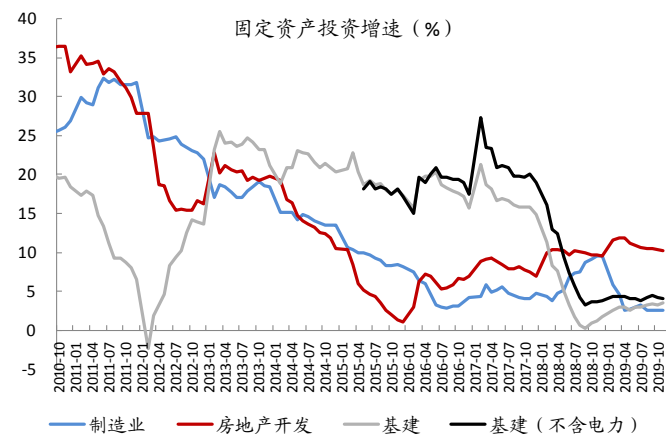
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 10: 截至 11 月工业企业利润尚未回正



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 11: 投资增速低位运行, 地产投资贡献度较高



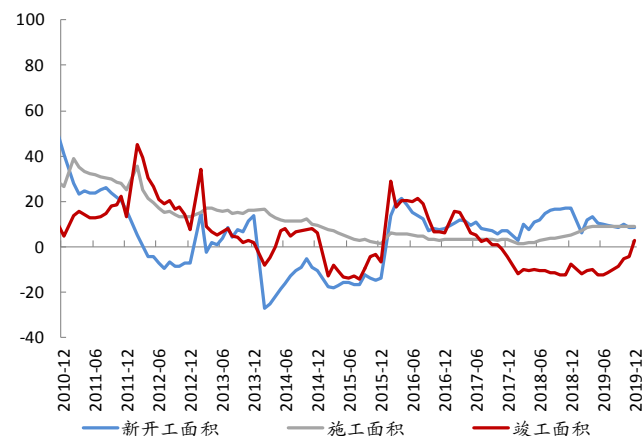
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 12: 年内地产销售基本持平前值



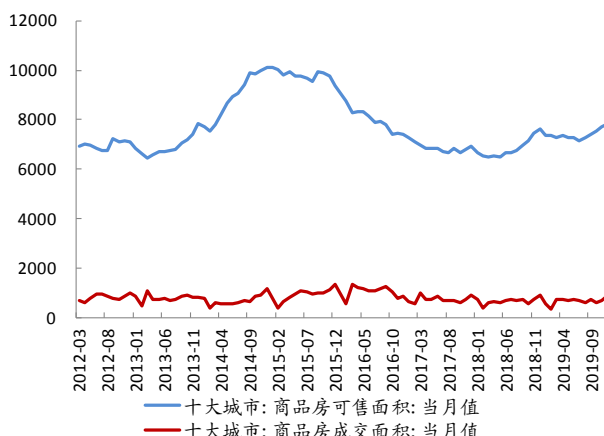
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 13: 地产竣工回升进入后周期



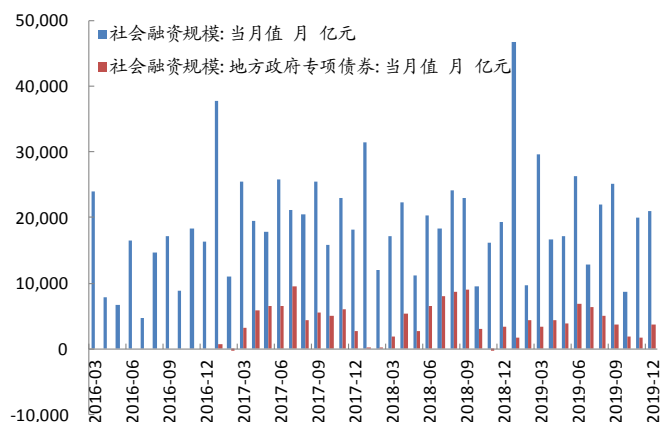
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 14: 十大城市商品房库存回升



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 15: 地方政府专项债提前下达



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

三、结构性货币政策活跃，定向工具引导实体成本下行

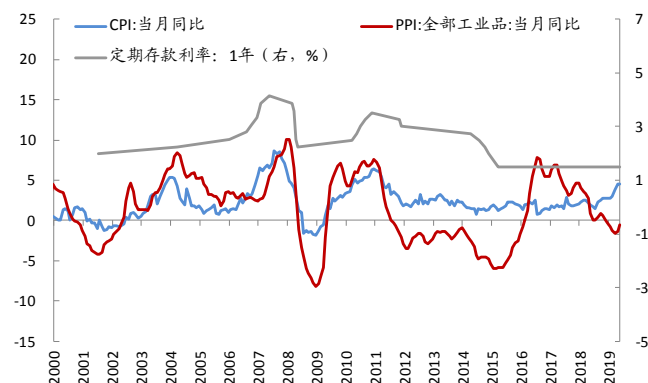
2019 年全球货币政策大环境偏宽松，美联储三次降息由鹰转鸽，官方态度表示政策调整为经济提供支持。国内政策保持相对定力，虽然降准稳步进行，但是迟迟未见全面降息。主要原因一方面在于通胀预期约束，另一方面在于基准利率的传导机制不畅，贷款价格调价速度慢，降息往往会漫灌，资金充盈在货币市场而无法传导至实体经济。三季度央行实施 LPR 改革，完善报价，旨在提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，3 次调降 1 年期 LPR 共计 21bp，频次较高，整体相当于一次降息水平。

结构性货币政策的应用对于降低企业融资成本的作用出现一定成效，央行公开信息显示，2019 年 12 月新发放贷款中一般贷款利率为 5.74%，是 2017 年第二季度以来的最低水平，比 2018 年的高点下降 0.55 个百分点。表明目前我国贷款实际利率出现一定下行，与下半年金融机构人民币贷款加权平均利率小幅下降基本一致。

2019 年货币环境较 2018 年宽松，社会融资也迎来修复，社融规模全年增长 13.7%，其中新增信贷增长 7.7%，企业债券融资增长 23.1%，委外以及信托等非标融资继续收缩。展望 2020 年，货币政策大概率进一步宽松，加大逆周期调节力度确保经济稳增长。在积极的财政政策与稳健的货币政策合力托底的条件下，信用环境延续改善，地方专项债的扩大确定性较高，社会融资规模有望进一步恢复，货币增速或延续回升。

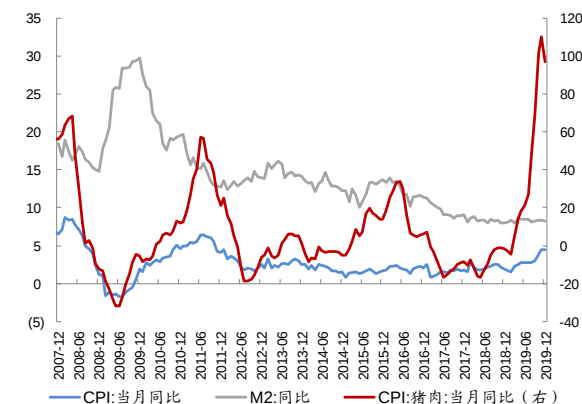
2020 年上半年物价料影响货币政策的节奏，整体上年内生猪存栏料逐步回升，但是时间节点上一季度，低基数以及春节效应或导致 CPI 同比进一步走高，压制公开市场利率降低的空间。

图表 16: 物价影响货币政策节奏



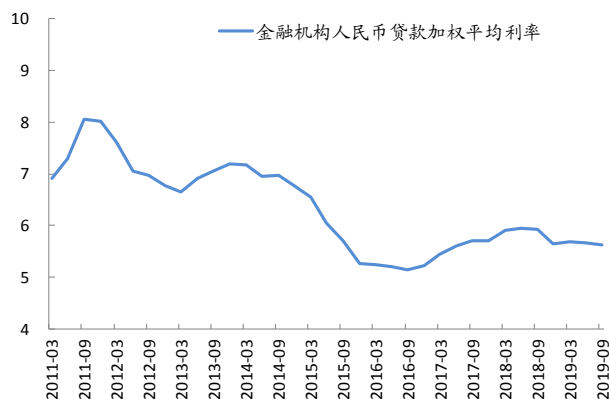
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 17: 一季度物价指数或进一步走高



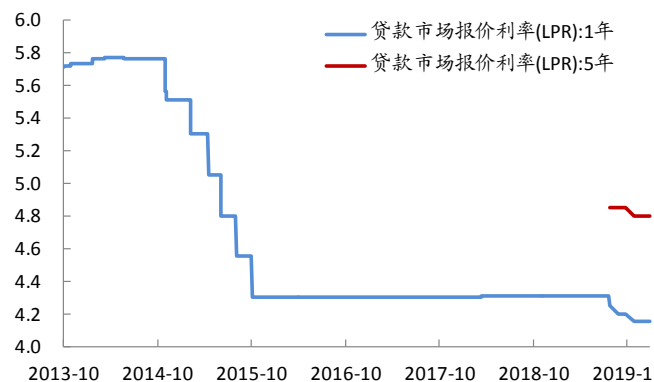
来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 18: 加权平均利率小幅下行



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 19: LPR 改革, 下半年 1 年期 LPR 调降三次



来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

图表 20: 2019 年货币政策列表

日期	降准	日期	降息
2019/1/15	金融机构降准 0.5%	2019/8/20	1 年期 LPR 调降 6bp, 报 4.25%
2019/1/25	金融机构降准 0.5%	2019/9/20	1 年期 LPR 调降 5bp, 报 4.20%
2019/5/15	对聚焦当地、服务县域的中小 银行, 实行较低的优惠存款准备金率	2019/11/20	1 年期 LPR 调降 5bp, 报 4.15%; 5 年期 LPR 调降 5bp, 报 4.80%
2019/9/16	全面下调存款准备金率 0.5%		
2019/10/15	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%, 分别两次各下调 0.5%		

来源: Wind, 东兴期货投资咨询部

四、总结与展望: 政策调控周期缩短, 波段性成为常态

2020 年外部环境趋于缓和, 海外货币政策偏宽松下基本面小幅回暖。年末内部经济主要是制造业出现小幅反弹, 配合信贷融资数据, 企业经营环境或改善。投资端基建在政策推动下, 有望替代地产投资成为固定资产投资主力。货币政策方面结构性工具丰富, 调控周期缩短, 料进一步引导实际融资成本下行, 预测十年国债到期收益率窄幅区间 (2.8%-3.4%), 盘面上期债或受资金情绪影响大于基本面因素影响。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货投资咨询部所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货投资咨询部”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。