

暗潮涌动

摘要

今年，经济整体仍处于下行区间，但数据在不同月份间波动较大，加之货币政策节奏的难以把握，债市缺乏趋势性行情，全年保持区间震荡。明年，经济方面，投资在逆周期政策的支撑下有望缓慢企稳，消费目前表现尚可，下行压力不大。经济回暖可能还需一定时间，但在各类调控政策的帮扶下，继续大幅回落的概率较小。政策方面，春节过后通胀数据将逐步回落，加之经济对政策托底的依赖性较高，货币政策预计保持稳健偏松，降准和降息都有可能出现，货币政策仍将利多债市。海外方面，中美一阶段贸易协议顺利签署，避险情绪方面利空债市，但需要关注美国后续是否落实逐步取消已加征关税的承诺；另外，中美利差仍处于高位，加上我国金融市场对外开放步伐的不断加快，均有利于外资流入。大类资产方面，近期经济阶段性好转，加上货币政策保驾护航，股市表现突出，预计一季度股市仍有亮眼表现，股债跷跷板效应将使得债市承压；另外，随着补库存周期的到来，大宗商品也可能有机会，同样不利于债市表现。

展望明年，经济仍有下行压力，预计货币政策保持偏松态势，助力经济企稳。明年上半年，地方债大量供给，加上风险偏好的回升，债市可能有一定承压，但偏松的货币政策和并不稳定的经济数据可能使得债市有阶段性交易行情。明年多空转换可能更加频繁，预计上半年债市将呈现震荡偏空的格局。预计明年上半年国债收益率在 3.1%–3.5% 区间震荡。策略上，中短线操作为主，保持区间震荡思路，交易尽量控制在周度到月度级别，待股市春季行情结束，债市可能有阶段性的做多机会。操作上，期债波段操作为主，现券择优持有；信用债需谨慎择券，不建议资质下沉。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

翟帅男

投资咨询从业资格：

Z0013395

0571-87839252

zaisuainan@nawaa.com

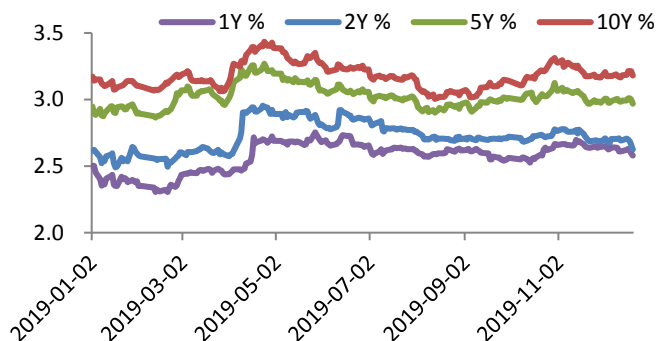
目录

第 1 章	行情回顾.....	3
第 2 章	基本面	4
2.1.	经济有企稳迹象.....	4
2.2.	通胀压力可控	6
2.3.	信贷保持企稳态势	7
第 3 章	货币政策回顾与展望	8
第 4 章	行情研判.....	10
	免责声明	11

第1章 行情回顾

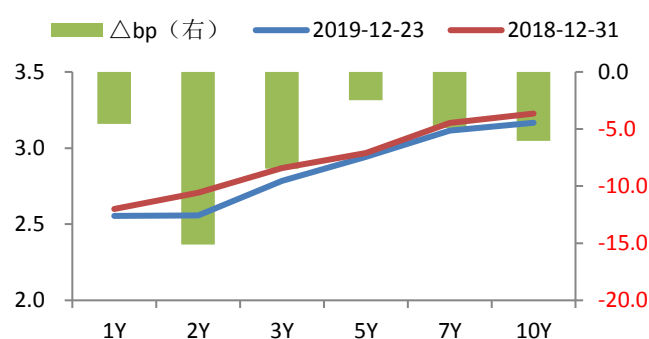
今年债市整体是震荡行情。年初，社融大超预期，经济企稳预期强烈，股市大涨，债市回调。随后市场的降准预期多次落空，货币政策边际收紧，债市继续调整。直到 5 月，中美贸易摩擦加剧，央行也宣布降准，加上随后的经济数据不及预期，债市开始年内最大的一波上涨行情。9 月，MLF 和 OMO 的降息预期接连落空，通胀预期升温，加上十年国债多次冲击 3.0% 未果，债市情绪转向悲观，开始新一轮的调整。进入 11 月，由于 10 月 PMI 数据大降，加上央行接连调降 MLF 利率和 OMO 利率，债市情绪得到修复，迎来一波小反弹。截至 2019 年 12 月 23 日收盘，国债各关键期限收益率下行幅度在 2 到 15BP 之间，国开债各关键期限收益率波动幅度在 6 到 30BP 之间，全年 10 年期国债收益率在 3.0%-3.4% 之间震荡，10 年期国开收益率在 3.4%-3.8% 之间震荡。

图 1.1 国债关键期限收益率



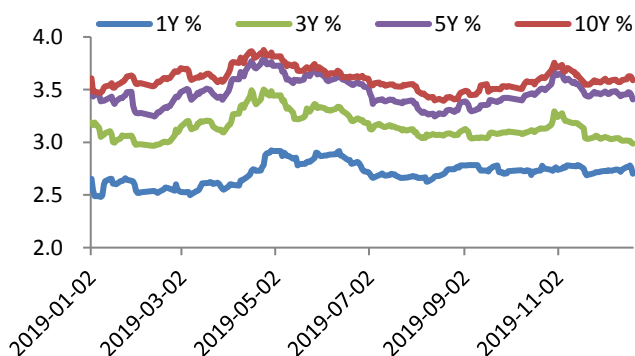
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债收益率变动



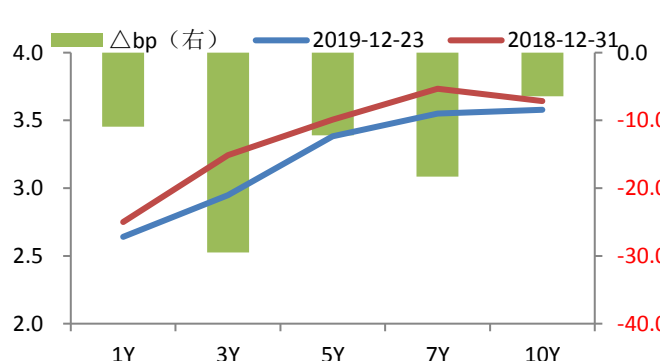
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国开债收益率变动

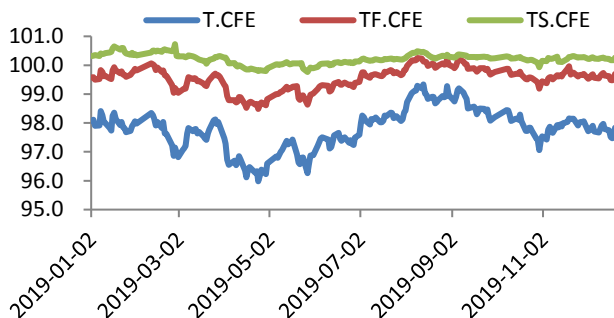


资料来源：Wind 资讯 南华研究

国债期货今年波动很大，整体宽幅震荡。春节后，经济预期转向乐观、加上地方债集中发行和货币政策边际收紧，利空叠加使得国债期货明显调整，跌幅达 1.5 元。3 月底，央行回收资金，加上经济数据偏好，债市迎来第二波调整，国债期货跌幅接近 2.2 元。5 月，降准落地，经济下行得到验证，国债期货在接下来 4 个月涨幅约 3.6 元。9 月，降准预期落空叠加贸易摩擦缓解，国债期货再度调整

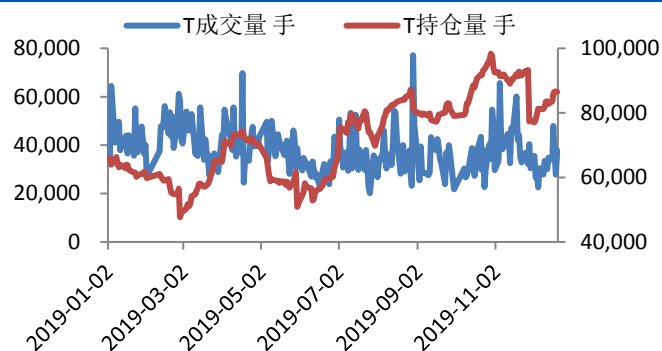
超 2 元。今年国债期货上下波动都非常大，市场主要影响因素也比较多变。成交持仓方面，10 年期合约仍是最活跃的国债期货品种，持仓量较去年明显上升，10 月底更是达到历史新高，说明多空分歧极大，成交量则与去年基本相当。截至 12 月 23 日收盘，今年 10 年期国债期货结算价基本与去年底持平，5 年期国债期货上涨约 0.425 元，2 年期国债期货上涨约 0.06 元，整体较年初差别不大。

图 1.5 国债期货主力合约走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.6 10 年期国债期货成交与持仓



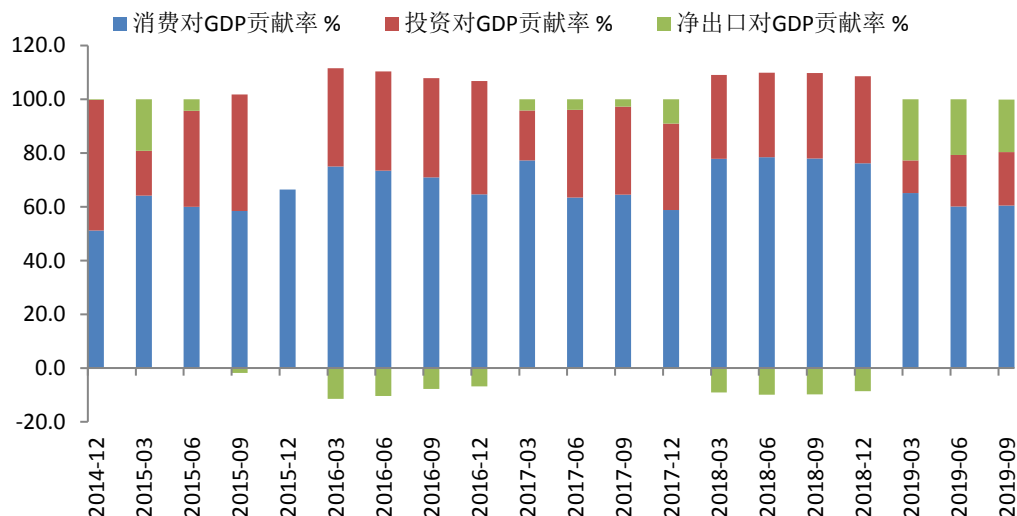
资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 基本面

2.1. 经济有企稳迹象

2019 年，投资仍在下行，消费有所企稳，进出口整体偏弱，经济下行压力仍存。今年消费对 GDP 的贡献率有所回落，但仍明显高于投资和净出口。

图 2.1.1 投资、消费、净出口对 GDP 贡献率

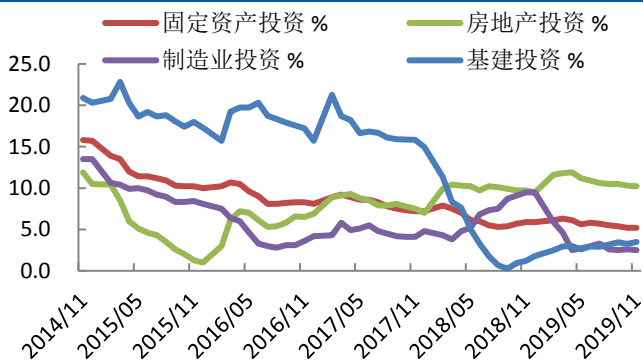


资料来源：Wind 资讯 南华研究

固定资产投资全年呈下行趋势，制造业拖累投资增长，房地产韧性较强，基建开始逐渐企稳。受宽财政政策发力影响，基建投资自 18 年 9 月开始低位缓慢爬升，后续的改善仍需逆周期政策帮扶。

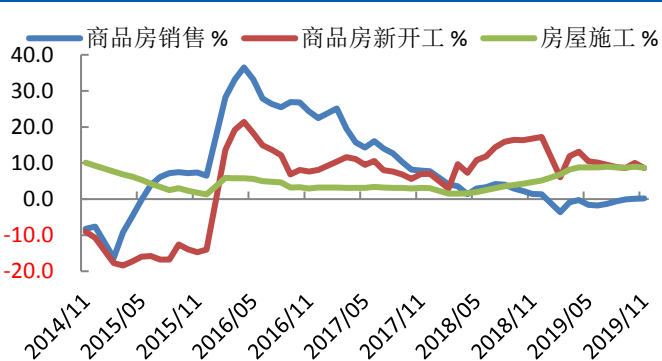
房地产投资增速较年初有所回落，但全年保持在 10%以上的增速，韧性极强。受政策影响，房地产销售同比增速连续多月为负，房地产商回款受影响，影响了新开工的增速，但施工增速全年稳中有升，且销售开始转正，明年房地产表现可能强于今年。今年制造业同比增速不断走低，中美贸易摩擦严重影响外需，叠加内需不振，制造业投资缺乏增长动力。但当前社融改善，加上明年制造业可能进入补库存周期，制造业投资有望提升。整体来看，明年房地产投资预计平稳，基建投资在政策刺激下将保持企稳回升态势，制造业投资也有一定潜力，随着逆周期政策的不断发力，经济有望企稳。

图 2.1.2 固定资产投资及主要分项走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

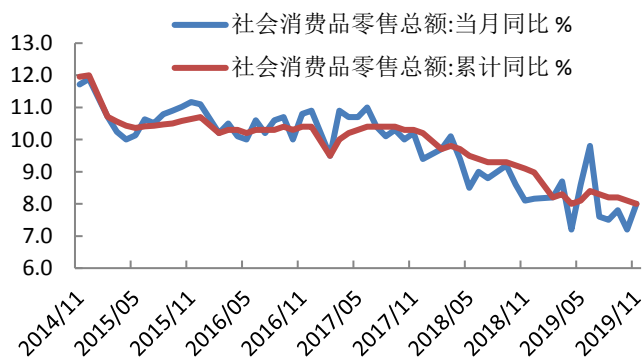
图 2.1.3 房地产销售、施工与新开工



资料来源：Wind 资讯 南华研究

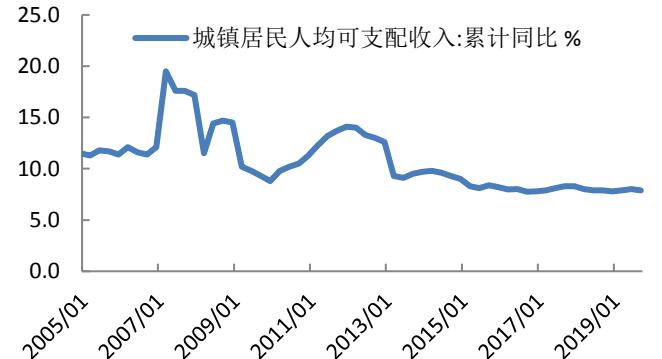
今年消费累计增速出现小幅回落，当月同比增速表现尚可，初现企稳迹象。下半年社零受汽车消费拖累表现不太亮眼，但当前汽车销售跌幅不断减小，随着后续汽车支持政策的不断落实，销售增速将逐渐转正，有助于社零数据向好。此外，若明年房地产销售继续改善，则家电和建筑类消费将回升，将带动消费回暖。但城镇居民可支配收入增速受限于经济下行压力整体偏低，将直接影响消费增长。总体来看，明年的消费预计保持平稳或小幅回暖。

图 2.1.4 社零增速走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

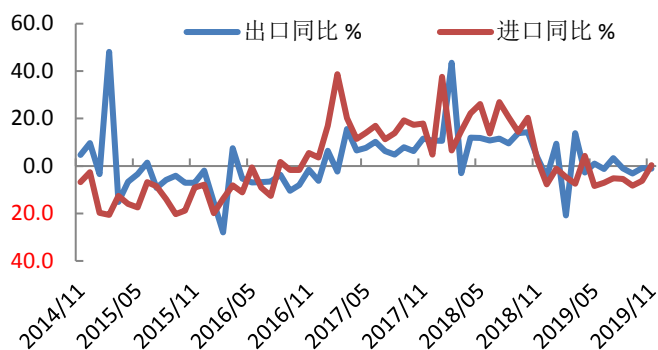
图 2.1.5 人均可支配收入同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

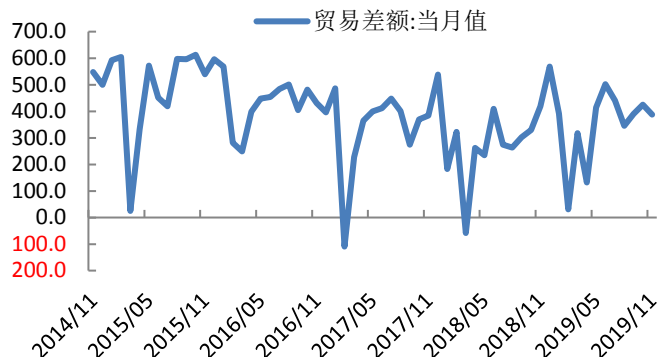
受国际贸易摩擦影响，外需明显下滑，今年出口表现较差。三季度货物与服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达到 19.6%，但主要原因是进口大幅减少，贸易呈现衰退式顺差，这并不是一个好的现象。当前中美达成一阶段协议，商谈后续逐步取消前期加征的关税。若贸易摩擦全面缓解，则有利于进口和出口的回暖，对经济有一定帮助，但需警惕美国是否会出尔反尔。

图 2.1.6 进出口同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.7 贸易差额



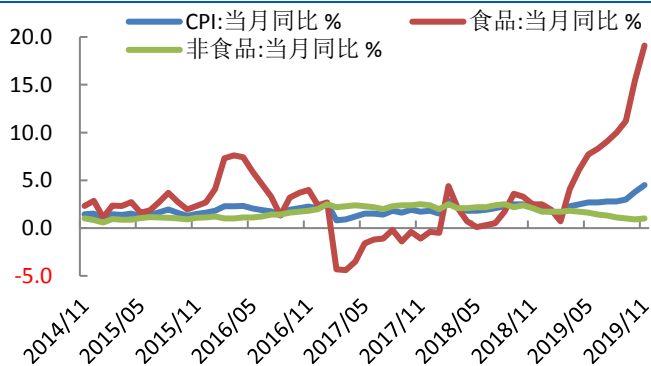
资料来源：Wind 资讯 南华研究

从宏观三驾马车来看，投资增速仍在回落，消费有企稳态势，净出口难有明显贡献，明年经济仍需政策托底。但若贸易摩擦全面缓解并配合强刺激政策，则投资可能向好，出口也将好转，明年下半年经济有望企稳回升。

2.2. 通胀压力可控

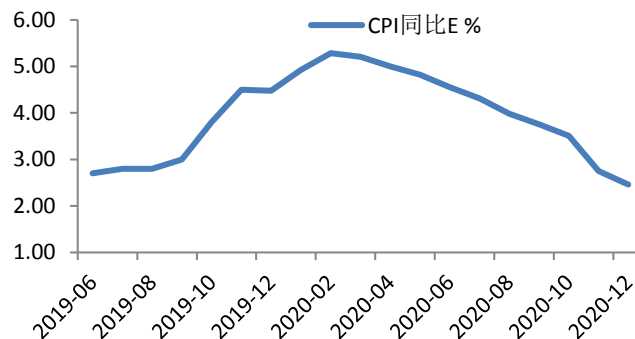
今年下半年，受猪周期的影响，CPI 达到 2011 年以来新高，11 月 CPI 同比增长 4.5%，明显超出我们去年底预期。但庆幸的是，今年油价整体稳定，猪油未形成共振，猪肉价格的高涨也主要是猪瘟疫情导致的供给短缺，而非需求过剩。随着监管层出台多项政策稳定猪价，目前高频数据中的生猪价格同比已开始回落。预计春节后随着猪肉需求的下滑和供给的改善，CPI 将逐步回归正常区间。以历史趋势模拟来看，CPI 将在明年 2 月份达到年度高点，随后开始逐步回落，与我们的推测基本一致。本轮通胀属于结构性通胀，对货币政策宽松制约有限。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

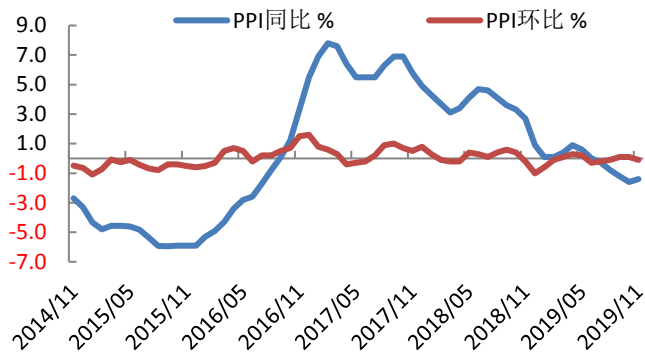
图 2.2.2 CPI 走势预测



资料来源：Wind 资讯 南华研究

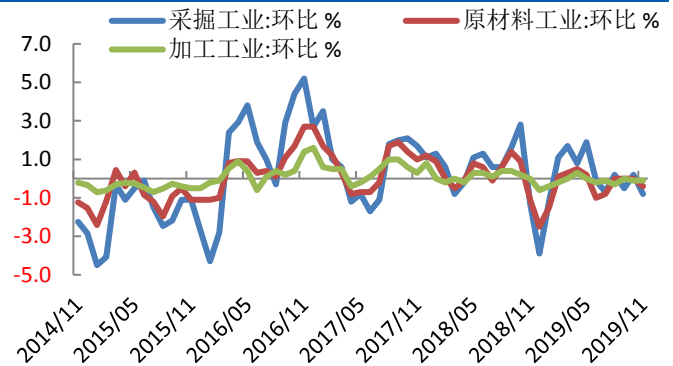
今年 PPI 同比明显回落，目前已连续 5 个月为负，主要是由于内需下滑和高基数所致。但近期周期性行业商品需求有一定回暖，随着后期政策继续托底基建，相关工业品价格有望继续回升，加上 19 年基数极低，预计 PPI 同比将逐渐转好。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 分项环比

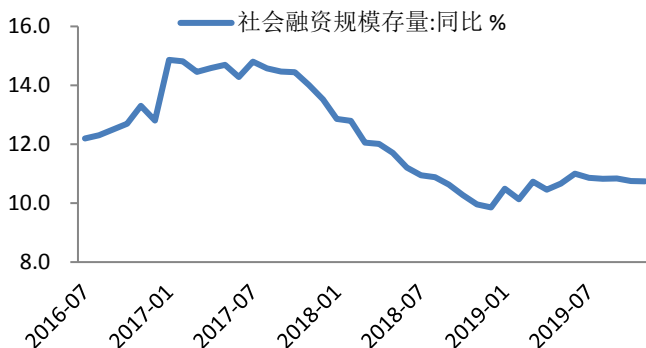


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.3. 信贷保持企稳态势

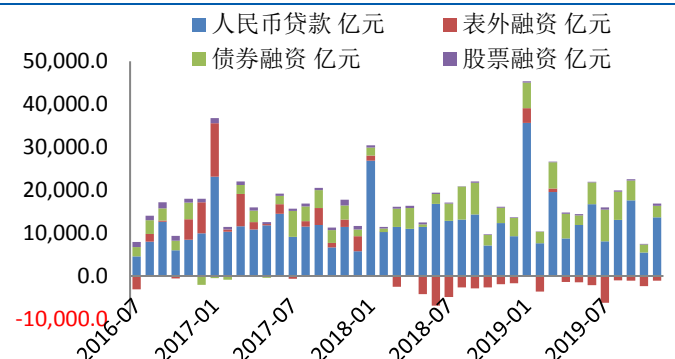
今年，表外融资整体萎缩幅度有所收窄，社融增长仍主要依靠人民币贷款和债券融资，专项债发力加上表外萎缩速度放缓，社融有一定企稳。从贷款结构来看，新增居民贷款变动不大，新增企业中长贷明显转好，说明政策调控初见成效，信贷结构得到优化。表外融资方面，由于去杠杆已经取得了明显成效，目前金融杠杆率并不高，表外融资萎缩速度不断放缓，中央经济工作会议对明年监管的表述变为“保持宏观杠杆率基本稳定”，说明去杠杆节奏暂缓，明年表外对社融的拖累将继续降低。直接融资方面，明年财政政策强调要大力提质增效、注重结构调整，地方专项债供给额度提前下达，预计一季度将大量集中发行，预计债券融资对社融仍有拉升。货币供给方面，M1 增速触底回升，M2 增速保持平稳，M1 与 M2 剪刀差也相对稳定。整体来看，社融拖累因素略有好转，信贷大概率缓慢企稳。今年社会融资余额增速整体保持稳中有升，加上表外融资的改善和债券融资的拉升，信贷预计保持良好态势。

图 2.3.1 社会融资余额同比增速



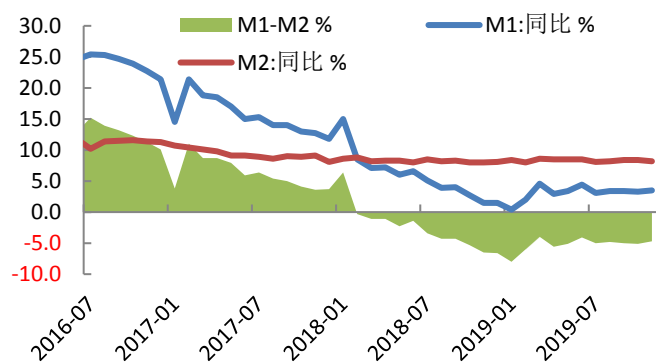
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.2 信贷、表外融资与直接融资



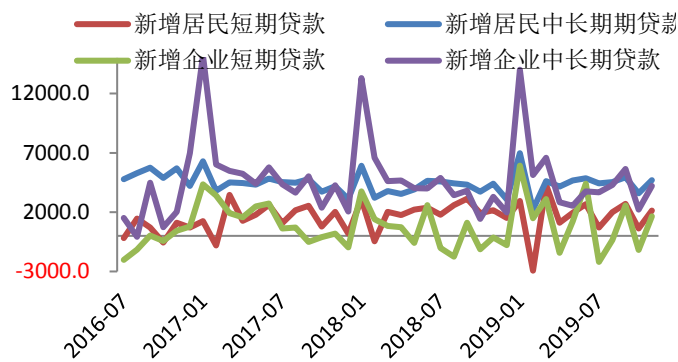
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.3 M1、M2 增速变动



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.3.4 贷款结构变化

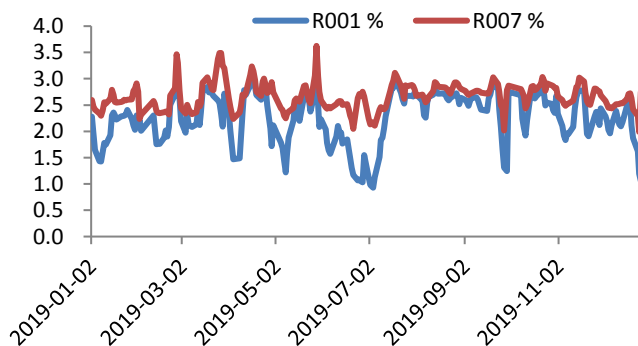


资料来源：Wind 资讯 南华研究

第3章 货币政策回顾与展望

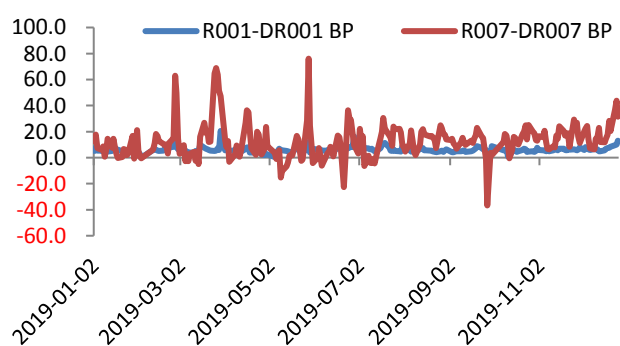
今年央行的货币政策操作的节奏比较超乎市场预期，但归根结底仍是根据经济数据进行预调微调。我国货币政策坚持“以我为主”，不会跟随美联储的货币政策进行操作，若经济下行压力凸显，则大概率会用更强力的逆周期政策进行托底。今年的货币政策工具，MLF 和 OMO 是日常操作，必要时辅以降准和降息。今年的资金利率整体较为平稳，月中和季末时点也未出现剧烈波动，这体现了央行更加精准的货币政策把控能力。

3.1 银行间融资成本



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 银行与非银机构融资成本差异



资料来源：Wind 资讯 南华研究

今年的货币政策呈现出稳健中性、边际转松的特点。1 月，降准置换部分 MLF，扩大普惠金融定向降准优惠政策覆盖面。5 月，对中小银行实行较低存款准备金率，确立“三档两优”的存款准备金率新框架。9 月，全面降准+定向降准释放大量流动性。11 月，接连下调 MLF 和 OMO 利率，并明确表示本轮通胀属于结构性通胀行情，不对货币政策造成制约。全年来看，逆周期政策托底经济的大方向保持不变，宽货币可能迟到，但不会缺席。

表 3.1 货币政策操作

日期	政策操作
----	------

2019.1.2	将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。扩大了普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，利于中小企业融资
2019.1.15	为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2019.1.23	央行进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%
2019.1.24	央行招标发行国库现金定存，1M 利率 3.30%
2019.1.25	下调金融机构存款准备金率 0.5%
2019.2.20	央行创设央行票据互换工具（CBS），并首次操作，1Y 费率为 0.25%，帮助银行发行永续债 央行发行票据，1Y 利率 2.45%
2019.4.17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.4.24	央行进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%
2019.5.14	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.5.15	对中小银行实行较低存款准备金率，本次定向降准是专门针对县域农商行的定向降准，具体分 3 次实施
2019.5.30	央行招标发行国库现金定存，3M 利率 4.01%
2019.6.6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.6.19	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.7.15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.7.23	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%；进行 TMLF 操作，1Y 利率 3.15%
2019.8.15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.8.20	改革后首次公布的 1 年期 LPR 利率为 3.25%，降低了 6BP；5 年及以上 LPR 利率为 4.85%，较基准利率低 5BP
2019.8.26	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.9.6	央行决定于 9 月 16 日全面降准 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，再额外定向降准 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。
2019.9.17	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.10.16	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.30%
2019.11.5	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2019.11.15	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2019.11.18	央行下调 7 天期 OMO 利率 5BP 至 2.50%
2019.12.6	央行进行 MLF 操作，1Y 利率 3.25%
2019.12.18	央行下调 14 天期 OMO 利率 5BP 至 2.65%

资料来源：根据新闻整理

明年流动性展望，2019年年底召开了中央经济工作会议，对明年的经济工作指明了方向。货币政

策保持稳健，但要根据经济数据和相关环境进行相机抉择、灵活应变。在经济下行压力加大的情况下，货币政策大概率保持边际宽松。当经济数据出现回落或市场资金需求增加时，央行可能会通过降准或降息的方式提供资金支持并引导预期。我们对明年的货币政策整体保持乐观态度，除非经济出现明显复苏，否则货币政策不会出现转向。

第4章 行情研判

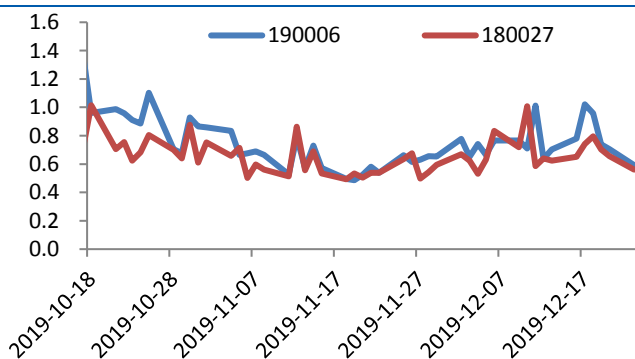
今年，经济整体仍处于下行区间，但数据在不同月份间波动较大，加之货币政策节奏的难以把握，债市缺乏趋势性行情，全年保持区间震荡。明年，经济方面，投资在逆周期政策的支撑下有望缓慢企稳，消费目前表现尚可，下行压力不大。经济回暖可能还需一定时间，但在各类调控政策的帮扶下，继续大幅回落的概率较小。政策方面，春节过后通胀数据将逐步回落，加之经济对政策托底的依赖性较高，货币政策预计保持稳健偏松，降准和降息都有可能出现，货币政策仍将利多债市。海外方面，中美第一阶段贸易协议顺利签署，避险情绪方面利空债市，但需要关注美国后续是否落实逐步取消已加征关税的承诺；另外，中美利差仍处于高位，加上我国金融市场对外开放步伐的不断加快，均有利于外资流入。大类资产方面，近期经济阶段性好转，加上货币政策保驾护航，股市表现突出，预计一季度股市仍有亮眼表现，股债跷跷板效应将使得债市承压；另外，随着补库存周期的到来，大宗商品也可能有机会，同样不利于债市表现。

展望明年，经济仍有下行压力，预计货币政策保持偏松态势，助力经济企稳。明年上半年，地方债大量供给，加上风险偏好的回升，债市可能有一定承压，但偏松的货币政策和并不稳定的经济数据可能使得债市有阶段性交易行情。明年多空转换可能更加频繁，预计上半年债市将呈现震荡偏空的格局。预计明年上半年国债收益率在 3.1%–3.5% 区间震荡。策略上，中短线操作为主，保持区间震荡思路，交易尽量控制在周度到月度级别，待股市春季行情结束，债市可能有阶段性的做多机会。操作上，期债波段操作为主，现券择优持有；信用债需谨慎择券，不建议资质下沉。

基差方面，目前 03 合约对应的活跃券基差均处于中等水平，后续若债市出现回调，则套保盘将推升基差，可尝试做多基差，待基差走高再转向做空。跨品种套利方面，当前收益率曲线偏陡，但后续随着资金面的更加宽松，短期国债预计表现好于长期国债，收益率曲线可能继续变陡；可尝试做多 2 手 TS 合约、做空 1 手 T 合约，但当前安全边际较低，需控制仓位。跨期套利方面，目前 T2006 合约成交量较小，暂不推荐跨期套利策略。

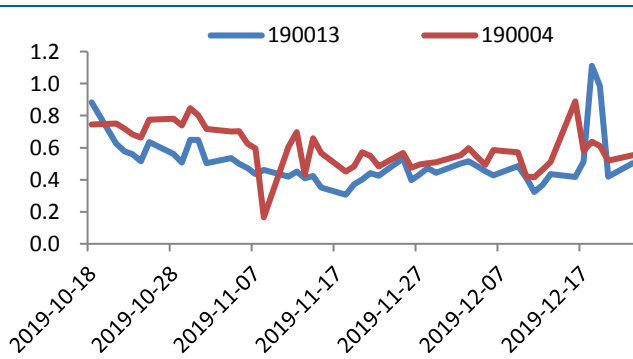
风险警示：若经济实质企稳，债市有提前转熊风险。

图 4.1 T2003 合约基差走势



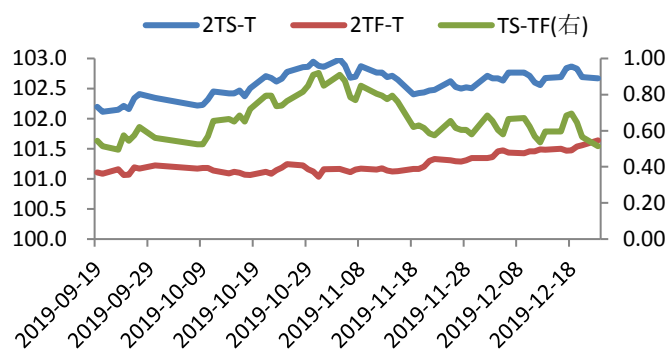
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 TF2003 合约基差走势



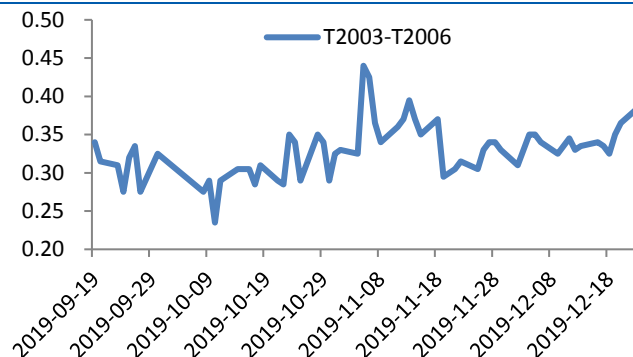
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.3 跨品种价差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4T 合约跨期价差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点