

兴证期货·研发中心

2019年12月10日 星期一

金融研究团队

刘文波

从业资格编号：F0286569

投资咨询编号：Z0010856

尚芳

从业资格编号：F3013528

投资咨询编号：Z0013058

高歆月

从业资格编号：F3023194

投资咨询编号：Z0013780

联系人

尚芳

电话：021-20370946

邮箱：

shangfang@xzfutures.com

内容提要

2018年经济增速下行至6.5%，通胀中枢小幅上行；2年期、5年期和10年期国债期货在结构性宽松的货币政策、力度缓和的监管政策和偏宽松的资金面影响下从年初新低分别趋势性上行约0.81元、3.13元和5.19元；现券方面，10年期国债现券收益率从年初4%趋势性下行约67bp触及年内低点约3.33%，5年期国债收益率从年初趋势性下行约78bp至年内低点约3.13%，现券收益率曲线整体走陡；5年期国债期货和10年期国债期货日均成交和持仓先降后升；国债期货的交割率先下后上，新券交割量有所增加；国债期货价格合理有效，期现套利机会相对不多，且在利率趋势性下行时，国债期货较好地发挥了价格发现的功能。

从宏观基本面来看，2019年经济面临一定的下行压力，特别是房地产增速可能存在继续回落的风险，受中美贸易摩擦影响进出口增速可能存在下行压力，CPI中枢或继续小幅上移，但PPI中枢或进一步下移甚至转负；从政策面来看，货币政策维持稳健中性的基调，在国外美联储加息进程可能放缓的情况下，国内政策进一步宽松的概率较大，监管政策的重心可能将转向监督政策落实上；从资金面来看，央行主要通过MLF操作、定向降准和公开市场操作来投放流动性，资金面大概率维持偏宽松，但阶段性仍有趋紧压力；从供需面来看，受积极财政政策影响国债供给压力可能增加，而配置等需求也可能增加。10年期国债收益率可能在2.9%-3.5%区间运行，利率中枢或继续下行，但受到稳经济政策的出台和实施可能会导致预期变化而出现的阶段性回调。

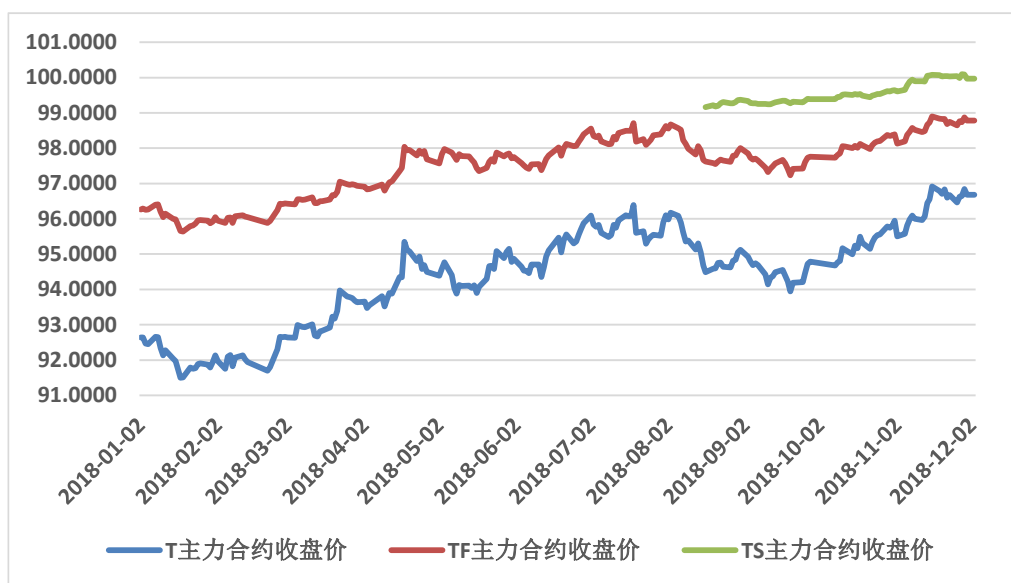
2019年债券市场风险可能是“宽信用”政策效果好于预期或房地产政策有所放松带来国内经济下行幅度低于预期、货币政策进一步宽松受阻甚至边际收紧和美国经济继续向好令美联储加息进程加快。

1. 2018 年国债期货行情回顾

1.1 国债期货走势

2018 年 2 年期国债期货、5 年期国债期货和 10 年期国债期货走势大致相同，共分为四个阶段，第一阶段是 2018 年 1 月，国债期货出现大幅下跌价格创新低，原因是央行和银监会等监管机构密集出台 302 号文和 89 号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空，其中 5 年期国债期货收盘价下跌约 0.7 元至 95.635 元，10 年期国债期货收盘价下跌约 1.3 元至 91.495；第二阶段是 2018 年 2 月-7 月 19 日，国债期货筑底后大幅反弹达到阶段性高点，主要原因一是受到国内基建增速大幅下行和中美贸易摩擦，经济下行且市场对未来经济预期偏悲观，二是央行为了缓解国内经济下行压力，分别在 4 月 25 日和 7 月 5 日进行定向降准，并在二季度货币政策执行报告中表明要维持银行间市场流动性的合理充裕，且在 6 月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，三是监管方向转向“稳杠杆”，政策落地边际缓和，对市场利空影响边际减弱，四是资金面整体维持宽松，资金利率趋势下行，其中 5 年期国债期货收盘价上涨约 2.79 元至 98.705 元，10 年期国债期货收盘价上涨约 4.45 元至 96.39 元；第三阶段是 2018 年 7 月 20 日-9 月 20 日，国债期货从高位回落，主要原因一是公布的资管新规中对非标投资有所放松，叠加政府为了对冲经济下行压力出台减税、基建补短板等政策，央行货币政策实施方向由“宽货币”转向“宽信用”，市场对未来经济悲观预期有所缓解，二是地方政府专项债发行加速，利率债供给压力短期快速增加，且其主要对接基建项目资金，对国债配置需求有挤出效应，其中 5 年期国债期货收盘价下行约 1.47 元至 97.235 元，10 年期国债期货收盘价下行约 2.45 元至 93.94 元，在 8 月 17 日 2 年期国债期货上市；第四阶段是 2018 年 9 月 21 日-11 月 30 日，国债期货止跌上行，突破前高，主要原因一是“宽信用”政策效果并未明显显现，10 月社融数据较大幅下滑，经济下行压力依旧较大，二是央行 9 月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，且在 10 月 15 日再次进行定向降准投放流动性，央行实施“宽信用”货币政策前提仍需维持“宽货币”，三是地方政府专项债发行完毕，利率债供给压力骤减，国债配置需求好转，特别是超长期国债配置需求旺盛，四是美联储在 2019 年加息进程可能放缓，令国内货币政策进一步宽松预期增加。2 年期国债期货上行约 0.81 元至 99.965 元，5 年期国债期货上行 1.55 元至 98.785 元，10 年期国债期货上行 2.74 元至 96.68 元。

图 1：国债期货主力合约收盘价

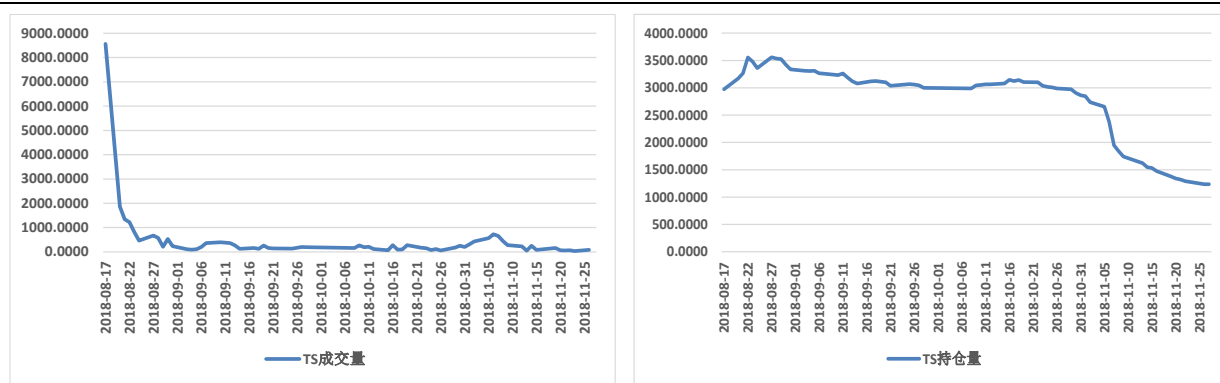


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 国债期货成交量和持仓量

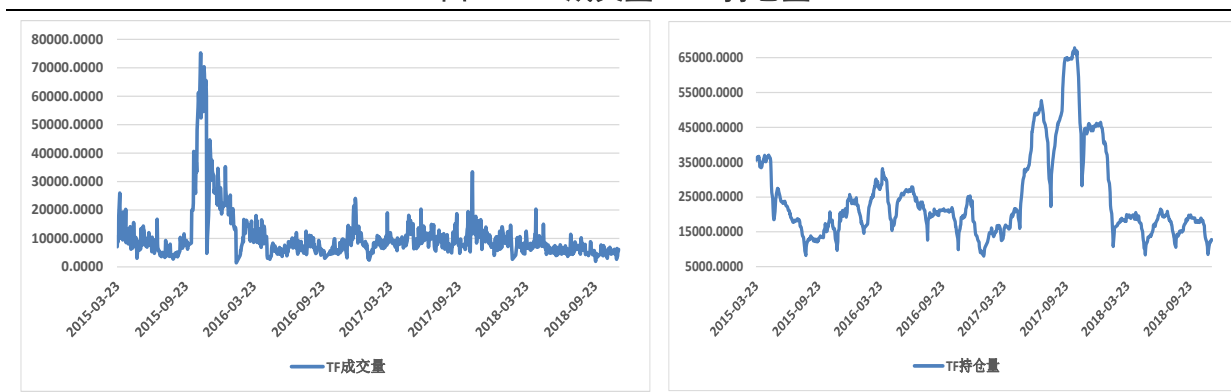
2018年5年期国债期货日均成交约6889手，日均持仓约19013手，成交持仓比0.36；10年期国债期货日均成交约32868手，日均持仓约50269手，成交持仓比0.65；2018年8月17日新上市2年期国债期货，2年期国债期货日均成交约425手，日均持仓约2784手，成交持仓比0.15。在一季度的2月和3月期债持仓和成交量降幅相对较大，其中5年和10年期债日均持仓量约为17919手和39104手，较1月下降53.5%和29.2%，成交量约为7872手和27579手，较1月下降18.3%和11.7%，可能是套保盘和套利盘的减少，二季度和三季度国债期货成交量和持仓量稳步回升，特别是在11月10年期国债期货增仓幅度较大，接近历史高点。

图 2：TS 成交量&TS 持仓量



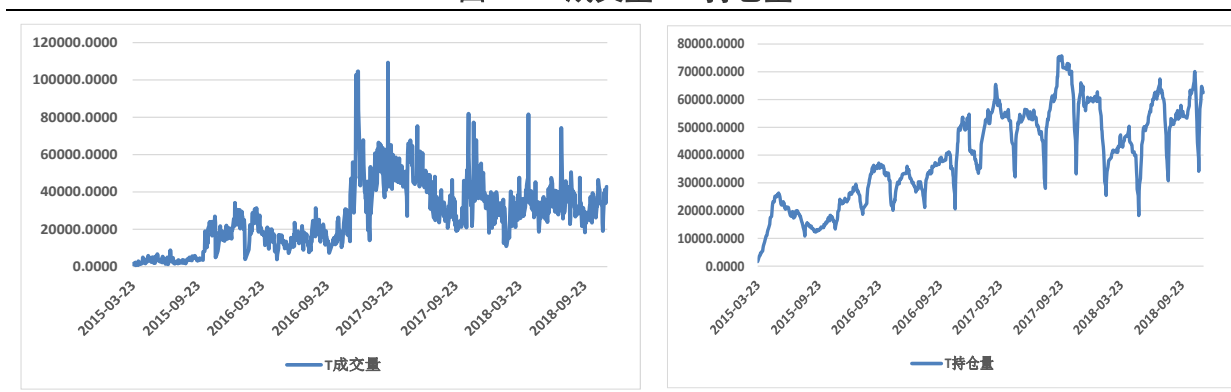
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 3：TF 成交量&TF 持仓量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：T 成交量&T 持仓量

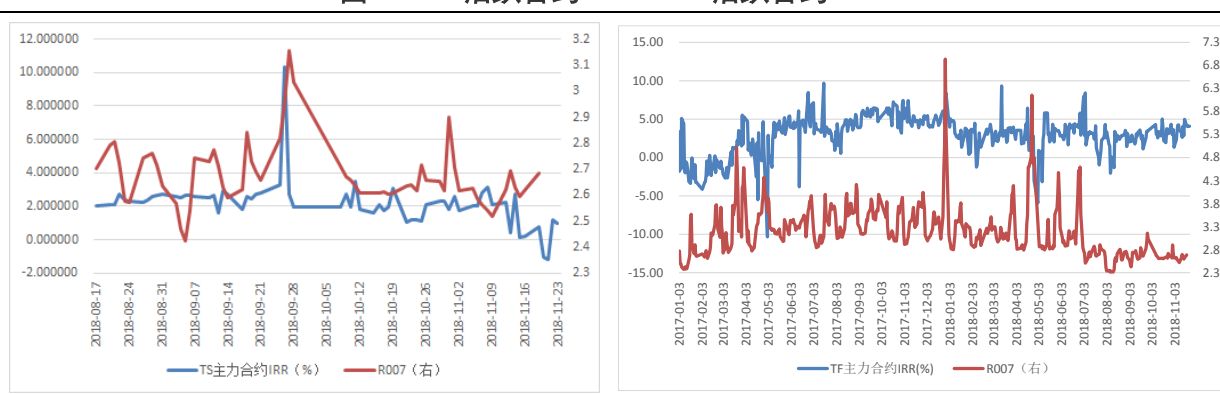


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 期价合理有效，期现套利机会相对不多

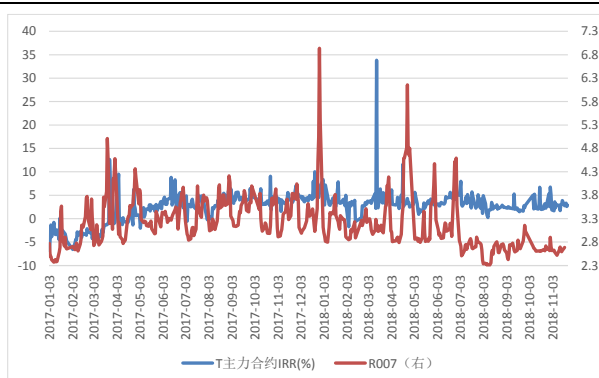
2018 年从 2 年期、5 年期和 10 年期国债期货活跃合约 IRR 走势与 R007 对比来看，在 4 月底和 5 月底资金面阶段性紧张，导致 R007 较大幅走高，其余时间资金面整体偏宽松；IRR 为正且走势相对较平稳，只在个别交易日冲高，存在一定的正向套利机会。整体上看，2018 年期债价格合理有效，正套和反套机会相对不多。

图 5: TS 活跃合约 IRR&TF 活跃合约 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: T 活跃合约 IRR



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

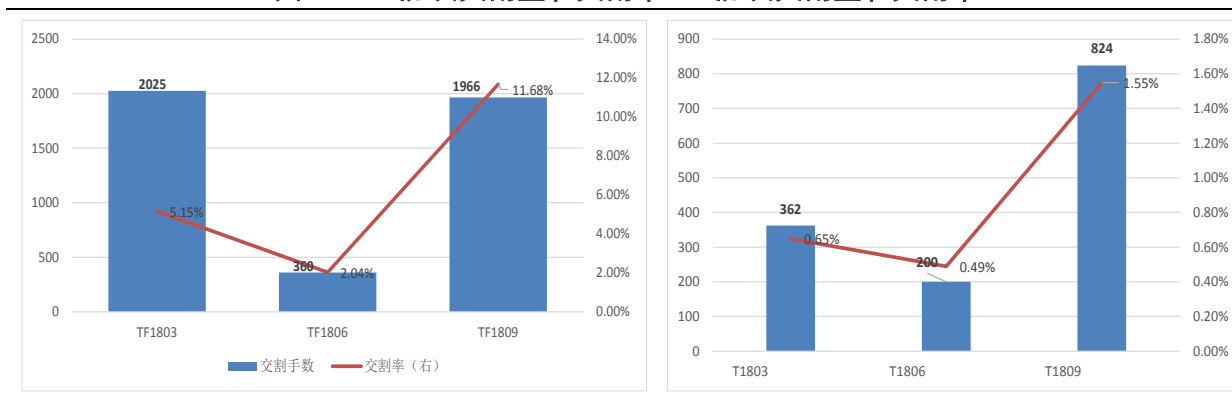
1.4 交割率先下后上，新券交割量增加

2018 年截止 12 月 5 年期国债期货共进行了 3 次交割，分别为 TF1803 合约、TF1806 合约和 TF1809 合约，每次交割手数分别为 2025 手、360 手和 1966 手，从交割时间上可以看出，TF1803 合约、TF1806 合约和 TF1809 合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量；10 年期国债期货共进行了 3 次交割，分别为 T1803 合约、T1806 合约和 T1809 合约，每次交割手数分别为 362 手、200 手和 824 手，从交割时间上可以看出，T1803 合约、T1806 合约和 T1809 合约在滚动交割期间的交割量小于集中交割期间的交割量。

从进行交割的交割券种来看，五年期国债期货进行交割的可交割券分布范围较大，共计 14 只券，中金所在 2 月公布将发行期限较长的旧券从国债期货可交割国债范围中剔除，从 1812 合约开始实行。TF1803 合约交割量排名前三的可交割券分别为 150026.IB、130011.IB 和 120015.IB，交割量分别为 912、734 和 290 手，占比分别约为 45.04%、36.25%和 14.32%，且这三只券均为老券，TF1806 合约交割券集中在 160006.IB 上，交割量为 326 手，占比约为 90.56%，TF1809 合约交割量排名前三的可交割券 180023.IB、160014.IB 和 160025.IB，交割量分别为 840 手、472 手和 360 手，占比分别约为 42.73%、24%和 18.31%，占比相对较大的是新券 180023.IB；十年期国债期货进行交割的可交割券分布范围相对较小，共计 11 只券，其中 T1803 合约交割券集中在 160017.IB 上，交割量为 288 手，占比约为 79.56%，T1806 合约交割券集中在 160023.IB 上，

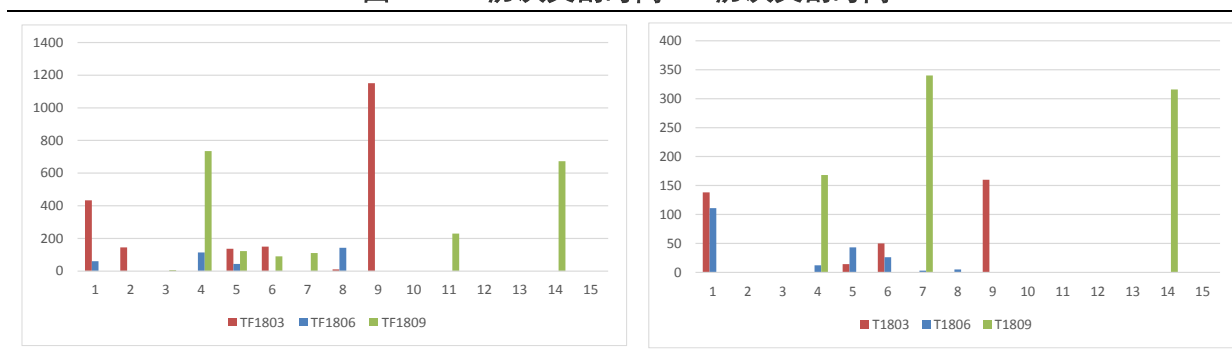
交割量为 123 手，占比约为 61.5%，T1809 合约交割券集中在 170018.IB 和 180019.IB 上，占比约为 61.9%和 27.9%。

图 7：TF 历次交割量和交割率&T 历次交割量和交割率



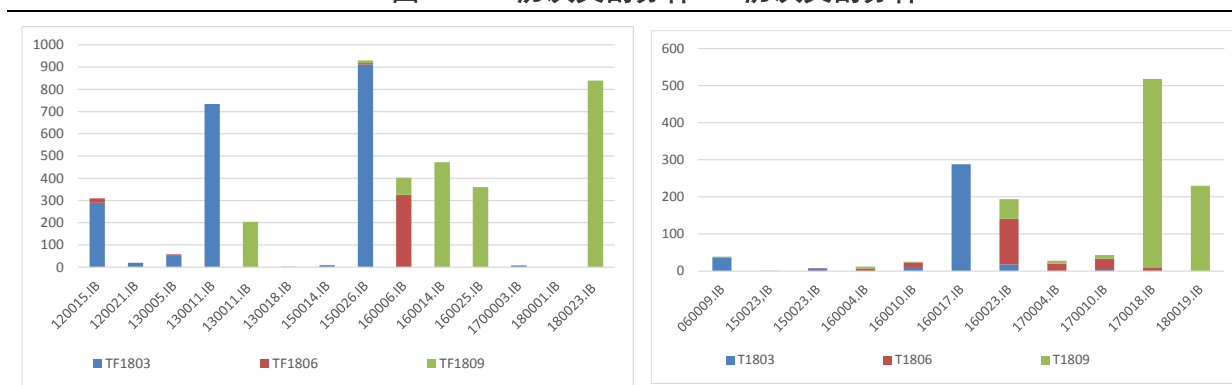
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 8：TF 历次交割时间&T 历次交割时间



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：TF 历次交割券种&T 历次交割券种



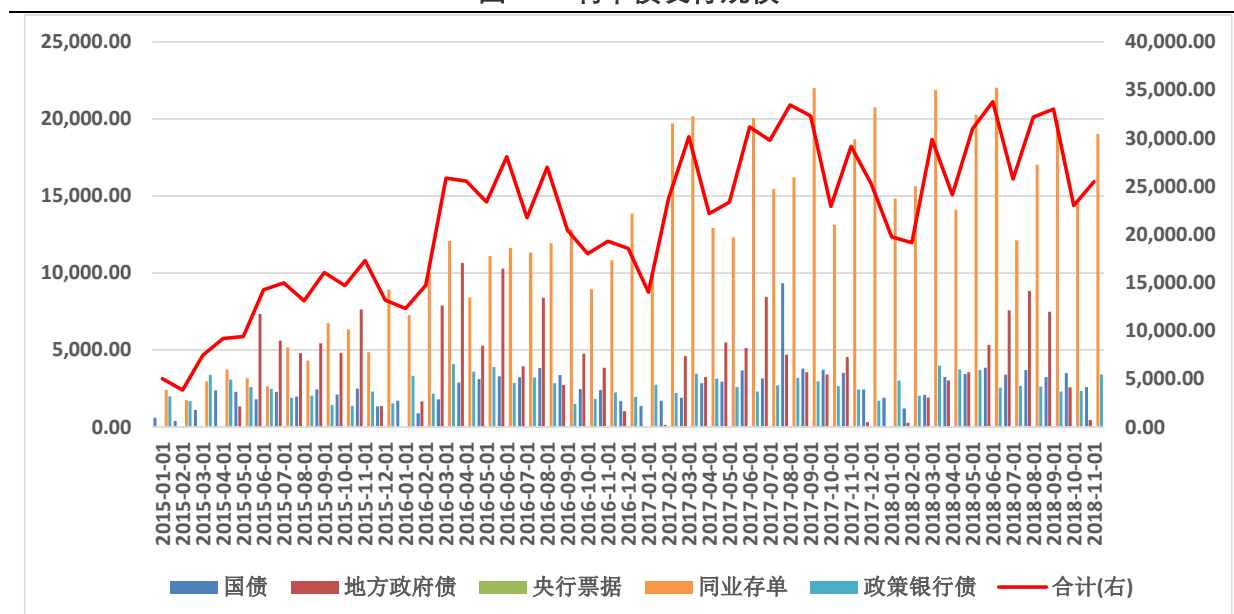
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 2018 年国债现券行情回顾

2.1 国债现券一级市场发行概况

2018 年上半年国债发行规模呈现逐渐增加的走势，下半年受到地方政府专项债发行加速的挤出效应，国债发行规模下降；发行利率（票面利率）走势与国债现券二级市场收益率走势基本一致，记账式附息国债的发行利率大多数低于二级市场收益率，在一季度国债需求相对较好，投标倍数接近 4 倍，二季度国债需求一般，投标倍数约为 2 倍，三季度受到地方政府专项债的挤出效应国债需求相对较差，四季度地方政府专项债发行完，国债需求转好，特别是超长期国债需求旺盛。截止 11 月 30 日，2018 年利率债总发行规模约 29.71 万亿元，国债、地方政府债、政策银行债和同业存单占比分别约为 10.84%、13.81%、10.91%和 64.45%，其中国债和地方政府债占比增加，政策银行债和同业存单占比减小。根据积极财政政策的基调，2019 年国债和地方政府专项债发行规模可能会继续增加，利率债整体供给压力较大。

图 10：利率债发行规模



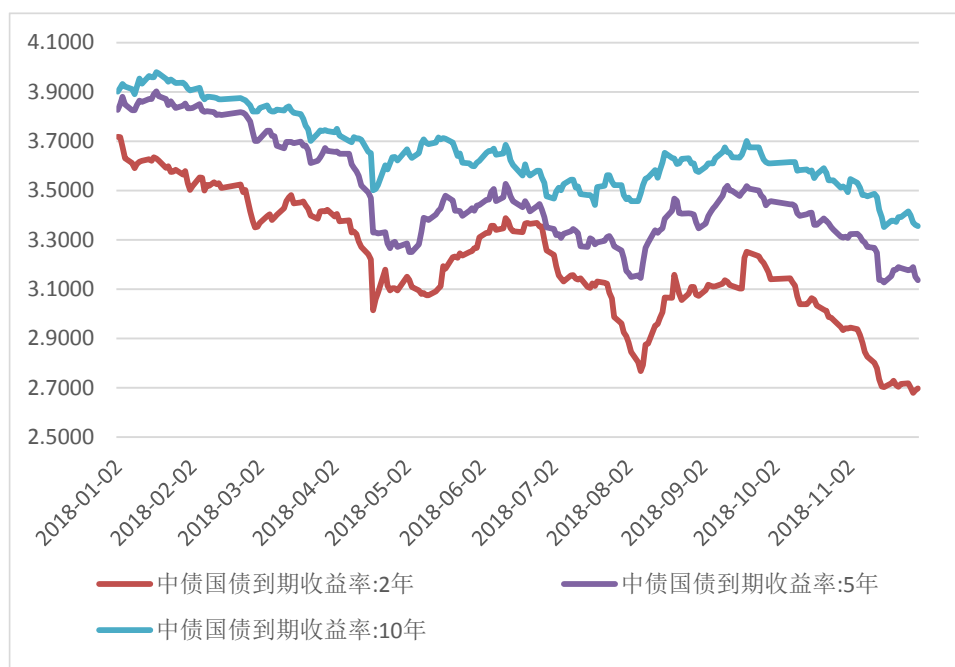
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 国债现券二级市场收益率走势

2018 年 2 年期国债收益率、5 年期国债收益率和 10 年期国债收益率走势大致相同，以 10 年期国债收益率为例，其走势共分为四个阶段，第一阶段是 2018 年 1 月，10 年期国债收益率上行约 10bp 至 4% 附近，原因是央行和银监会等监管机构密集出台 302 号文和 89 号文等监管文件规范债券市场业务，叠加年初经济呈现韧性和市场调高通胀预期导致基本面对债市影响偏利空；第二阶段是 2018 年 2 月-7 月 19 日，10 年期国债收益率下行约 47.31bp 至 3.44%，主要原因一是受到国内基建增速大幅下行和中美贸易摩擦，经济下行且市场对未来经济预期偏悲观，二是央行为了缓解国内经济下行压力，分别在 4 月 25 日和 7 月 5 日进行定向降准，并在二季度货币政策执行报告中表明要维持银行间市场流动性的合理充裕，且在 6 月并未跟随美联储加息

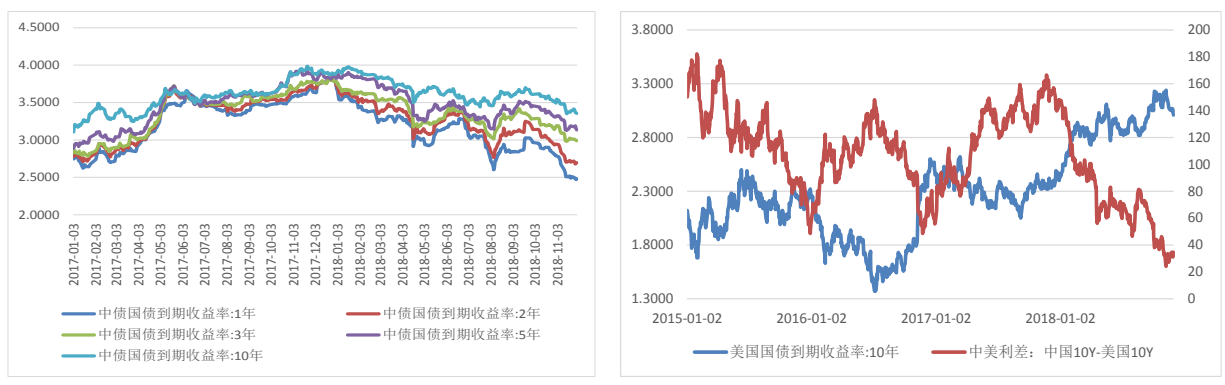
而上调公开市场操作利率，三是监管方向转向“稳杠杆”，政策落地边际缓和，对市场利空影响边际减弱，四是资金面整体维持宽松，资金利率趋势下行；第三阶段是2018年7月20日-9月20日，10年期国债收益率从低位回升约25.94bp至3.7%，主要原因一是公布的资管新规中对非标投资有所放松，叠加政府为了对冲经济下行压力出台减税、基建补短板等政策，央行货币政策实施方向由“宽货币”转向“宽信用”，市场对未来经济悲观预期有所缓解，二是财政部8月14日发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，地方政府专项债发行加速，利率债供给压力短期快速增加，且其主要对接基建项目资金，对国债配置需求有挤出效应；第四阶段是2018年9月21日-11月30日，10年期国债收益率止升下行约34.53bp至3.355%，突破前低，主要原因一是“宽信用”政策效果并未明显显现，10月社融数据较大幅下滑，经济下行压力依旧较大，二是央行9月并未跟随美联储加息而上调公开市场操作利率，且在10月15日再次进行定向降准投放流动性，央行实施“宽信用”货币政策前提仍需维持“宽货币”，三是地方政府专项债发行完毕，利率债供给压力骤减，国债配置需求好转，特别是超长期国债配置需求旺盛，四是美联储在2019年加息进程可能放缓，令国内货币政策进一步宽松预期增加。从国内期限利差来看，现券收益率曲线走陡，从国外中美利差来看，利差收窄，2年及以下短端利差出现倒挂。

图 11：2018 年国债期货对应期限国债收益率的走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：主要期限国债收益率走势&中美利差

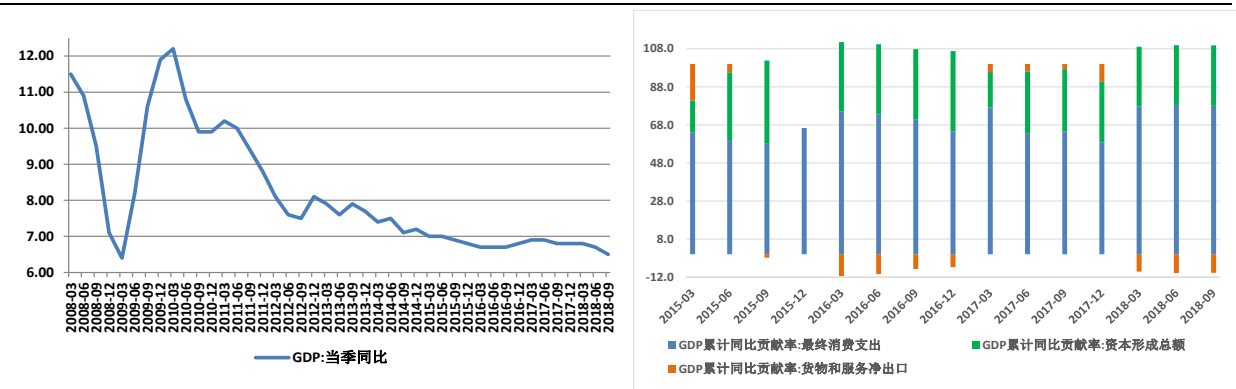


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 2018 年经济增速下行，通胀中枢小幅上升

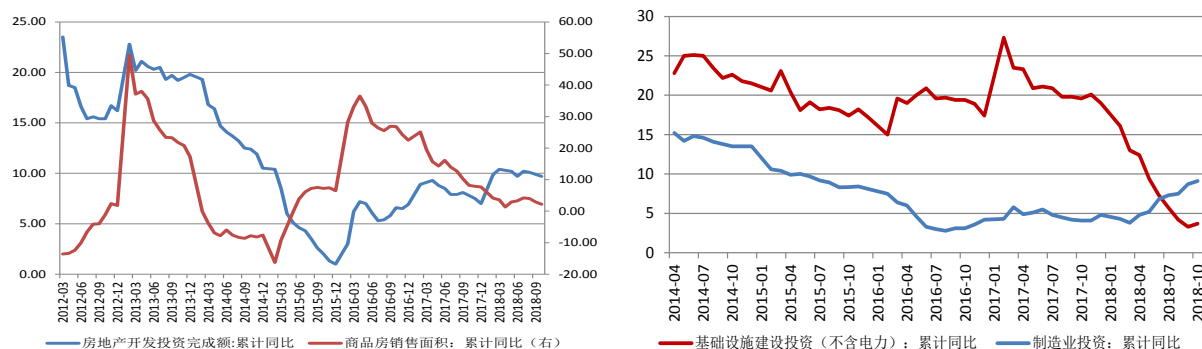
2018 年前三季度 GDP 同比增速分别为 6.8%、6.7%和 6.5%，经济逐步下行；从 GDP 的贡献率来看，一季度进出口贡献率由正值转为负值且在二、三季度负向幅度有所扩大，消费对经济的贡献率继续提高，上半年消费增速由约 10%下行至 5 月份的 8.5%，投资增速中基建增速在 1-9 月不断下行，主要受非标监管和地方政府隐性债务监管的影响，10 月触底小幅反弹，主要是因为稳增长，基建补短板，财政部要求加快发行地方政府专项债，而专项债主要投资于基建；制造业投资增速不断上行；房地产增速高位震荡，韧性较强，主要原因是土地购置费高增速的滞后影响。消费对 GDP 贡献率增加但消费增速出现震荡下行，可能的原因是高房价对消费从拉动作用转为挤出作用。进出口除了在今年春节期间的错位影响增速大幅走高外，大多数时间进出口增速维持高位，贸易摩擦对进出口增速的影响暂未显现。

图 13：GDP 增速&GDP 累计同比贡献率



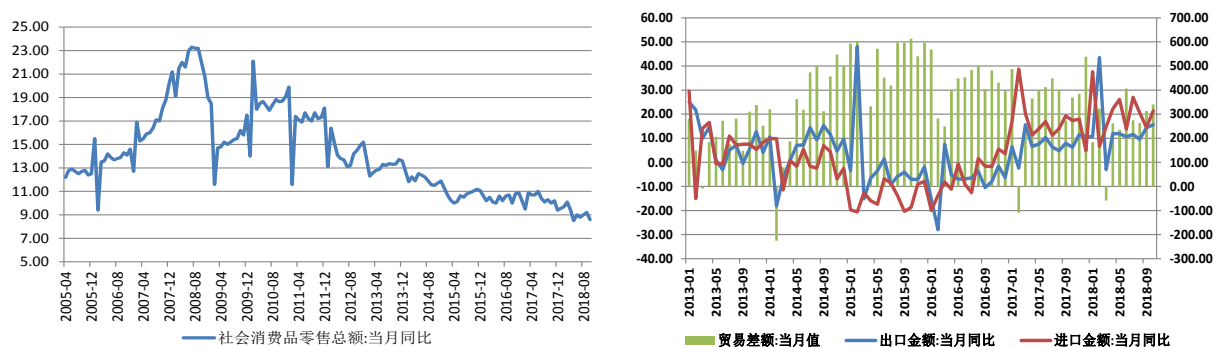
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：房地产投资增速&基建和制造业增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

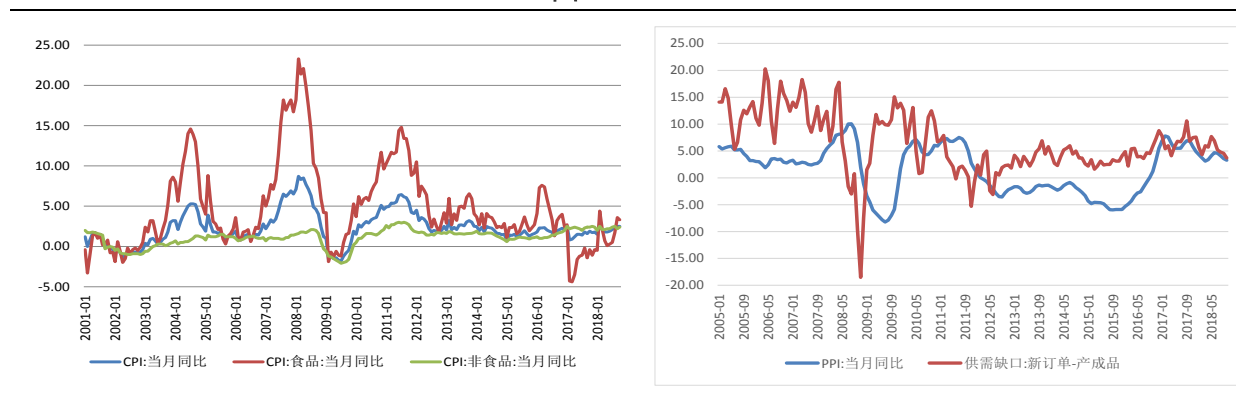
图 15：消费增速&进出口增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2018年1月-10月CPI同比增速均值在2.14%，较2017年上行约0.6%，主要是因为食品价格增速由负转正，带动CPI增速走高，猪瘟和低基数导致猪肉价格同比跌幅收窄，同时寿光水灾令蔬菜价格上涨，非食品增速上半年相对较平稳在2.2%左右，下半年受原油价格上涨，使得非食品价格整体维持在较高增速。PPI增速受高基数影响下行，但同时受到原油价格和部分大宗商品价格支撑而下行幅度相对较小。

图 16: CPI&PPI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.4 货币政策由“宽货币”转向“宽信用”，监管政策由“去杠杆”转向“稳杠杆”

2018 年央行分别在在 1 月 25 日、4 月 25 日、7 月 5 日和 10 月 15 日实施了定向降准，存款准备金率累计下行 300bp，在美联储 3 月 22 日如期加息，央行跟随上调公开市场操作利率 5bp，上调幅度低于市场预期，在随后的 6 月和 9 月美联储如期加息后，央行并未跟随上调公开市场操作利率；央行在 6 月 1 日公布扩大 MLF 担保品范围，新纳入的担保品主要包括符合普惠金融的小微企业、绿色和三农金融债及其贷款，另外还加入中低评级信用债。相较于 2017 年，2018 年上半年货币政策呈现结构性宽松，且央行在二季度货币政策执行报告中指出保证流动性的合理充裕，市场对货币政策预期偏利好债市；央行在保证流动性合理充裕情况下，引导流动性进入民企和小微企业，缓解民企和小微企业融资问题。

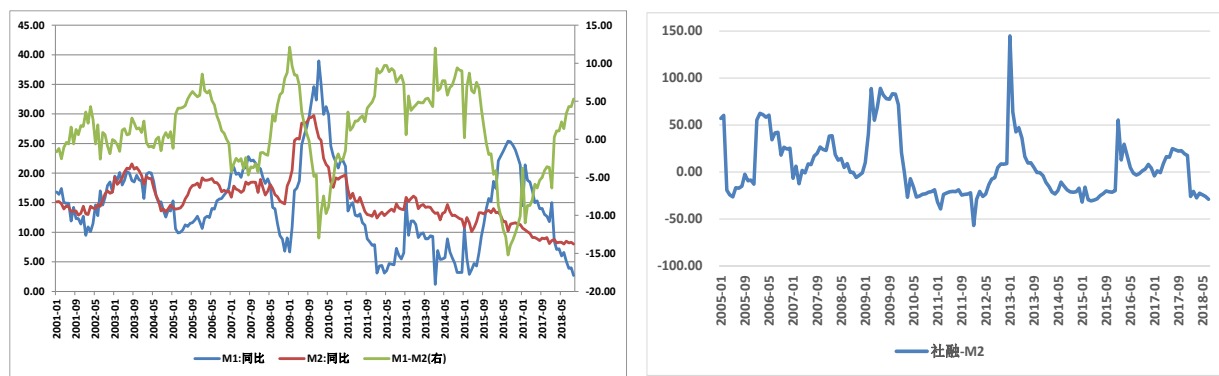
2018 年年初监管政策较超预期的密集发布，其中包括《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》的 302 号文和《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》的 89 号文，随后银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法》（征求意见稿）、《商业银行委托贷款管理办法》和《进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，突出监管姓“监”，并且多家银行收到罚单，市场对监管的担忧较重；3 月两会期间监管处于真空期，央行新行长和新党委书记上任，同时中国银监会和保监会合并为中国银保监会，同时将银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行，银保监会会长任央行党委书记，金融监管机构的改革有利于金融监管政策的制定和协调，4 月 27 日市场等待已久的资管新规落地，相较于去年 11 月公布的征求意见稿，新规过渡期延长至 2020 年底且净值化管理标准放宽，整体看公布的新规略偏温和；央行在 5 月 25 日公布《商业银行流动性风险管理办法》正式稿较征求意见稿过渡期有所延长，整体看公布的新规略偏温和，同时公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》，其中对货基 T+0 赎回进行一定的约束，对货币基金延续监管，利于机构负债端成本的降低。从 3 月份后监管政策发布的频率和政策实施的力度来看，边际有所好转，对市场负面影响边际减弱。7 月 21 日银保监会公布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，意见稿较预期缓和，9 月 28 日《商业银行理财业务监督管理办法》正式落地，过渡期要求与“资管新规”保持一致，过渡期自本办法施行之日起至 2020 年 12 月 31 日，整体与征求意见稿变动不大，银行理财监管政策落地。监管方向已经从 2017 年的

“去杠杆”向“稳杠杆”转变；10月19日，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，12月2日《商业银行理财子公司管理办法》落地，与前期征求意见稿差别不大。

2.5 资金利率逐步下行，中枢明显回落

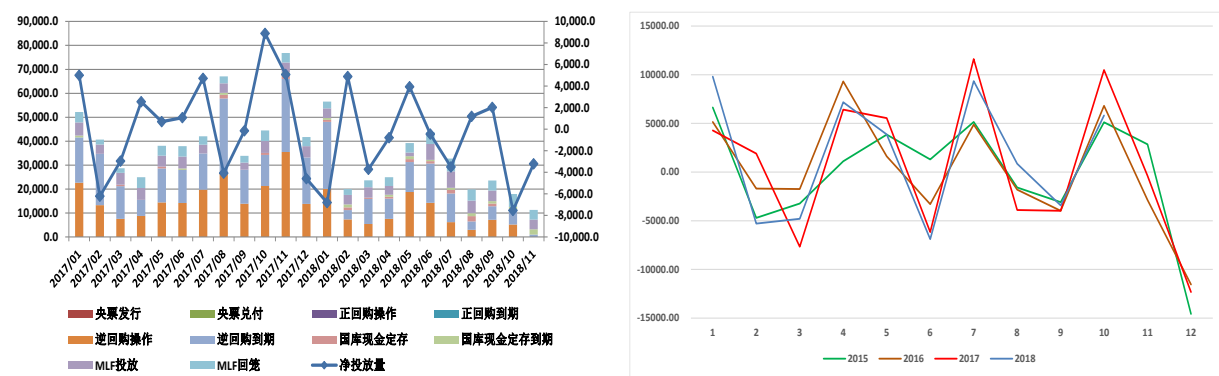
2018年在金融去杠杆监管基调下，M2增速中枢小幅下行，但受到前述监管政策控制非标（委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票）和资管新规公布的影响，社融增速较大幅下行，导致社融和M2缺口由正转负，央行分别在7月和9月调整社融口径，7月将存款类金融机构ABS和贷款核销计入社融，已解决信贷资产证券化和贷款核销造成的信贷低估，9月地方政府专项债纳入社融，“央行表示今年8月份以来，地方政府专项债券发行进度加快，对银行贷款、企业债券等有明显的接替效应，为将该接替效应返还到社会融资规模中，2018年9月起，人民银行将‘地方政府专项债券’纳入社会融资规模统计”，口径调整后社融增速仍延续下行，且融资需求规模的收缩和增速的降幅大于M2，同时外汇占款在8月份出现下降，可能受到人民币快速贬值的影响，央行年内四次定向降准向市场投放资金，其中4月25日定向降准1%置换到期的MLF，年内MLF余额先上后下，截止10月较2017年末增加约4100亿元，导致资金面整体偏宽松，资金利率仅在月底和季末时点出现阶段性冲高，跨月后又快速大幅回落，下半年在跨月时点冲高幅度小于上半年，资金利率走势更趋平稳，DR007在2.25%-3.1%区间内运行，均值为2.7%，较2017年下行20bp，市场分层现象在下半年明显改善，银行和非银机构的资金成本利差收窄且走势平稳，较2017年利差均值下行24bp约为29bp，影响资金面的另一重要因素是财政存款，而财政存款的收支存在季节性因素，财政收入一般在在季度后一个月出现高峰，财政支出一般在季月较高，特别是在12月支出规模更大，即在季度月出现高峰，财政存款的支出会增加市场货币供应量，央行会在公开市场操作时考虑财政收支的季节效应。2018年二季度货币政策执行报告表明要保持银行体系流动性的合理充裕，资金面整体维持偏宽松，较2017年资金利率下行幅度较明显，其中shibor3M从高位回落后走势平稳，中枢较2017年下行约49.3bp，同业存单发行利率仅在季月冲高，跨月后发行利率大幅回落，中枢较2017年明显回落，其中1个月发行利率下行约81.4bp，3个月发行利率下行约67.8bp，6个月发行利率下行约41.7bp。

图 17: M2 增速&社融与 M2 缺口



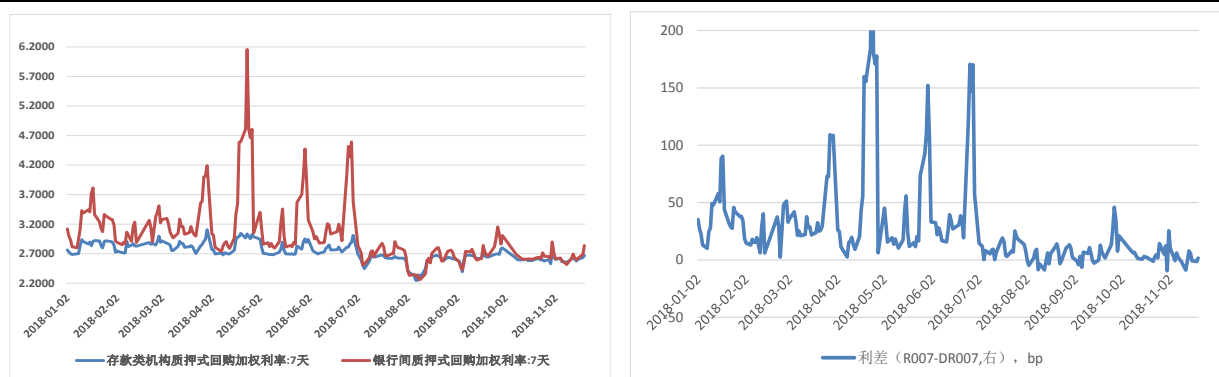
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: 公开市场操作与 MLF&财政存款的收支



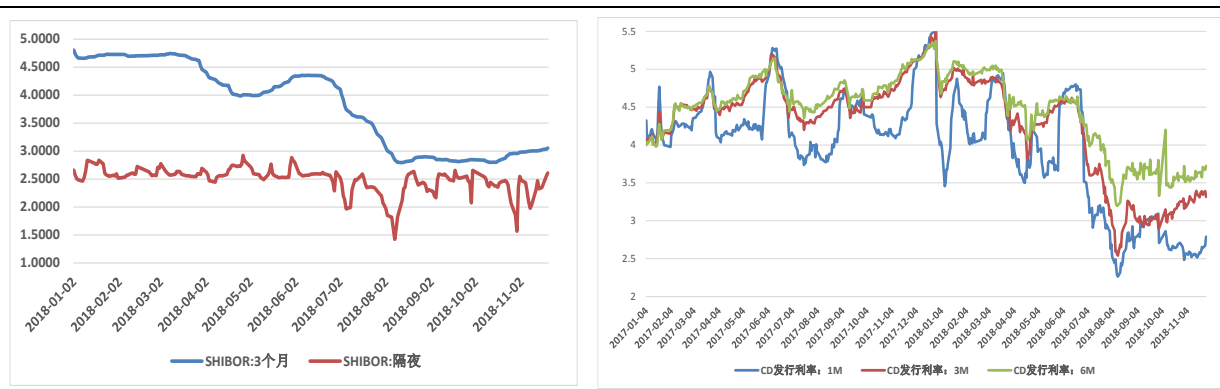
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: DR007 与 R007&利差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: shibor3M&CD 发行利率

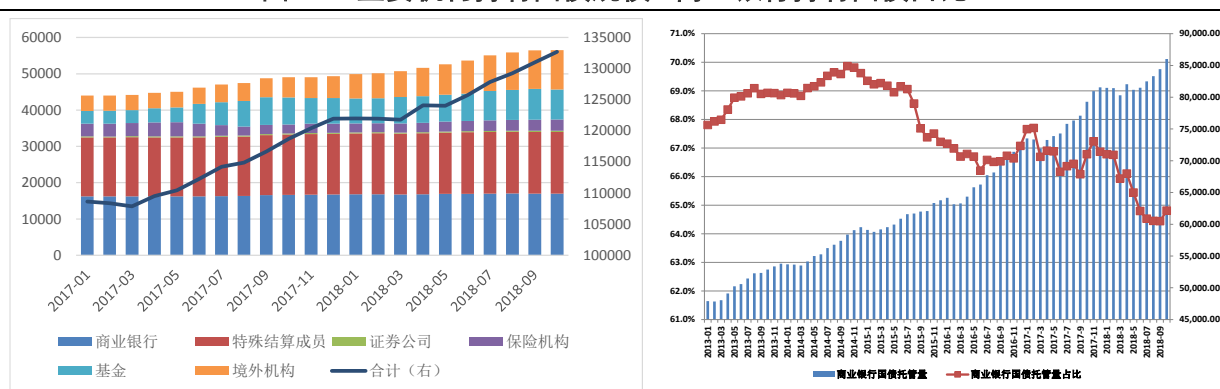


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.6 国债主要投资者结构与商业银行持有国债占比

2018 年前三季度国债主要投资者中, 外资机构占比不断增加, 10 月占比约为 8.13%, 基金占比不断增加, 10 月占比约为 6.26%, 保险机构占比先下后上, 10 月占比约为 2.35%, 商业银行占比略有下行, 10 月占比约为 64.81%, 证券公司占比先下后上, 10 月占比约为 0.77%, 特殊结算会员占比不断下行, 10 月占比约为 12.8%, 其他主要投资者占比变动不大。

图 21: 主要机构持有国债规模&商业银行持有国债占比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

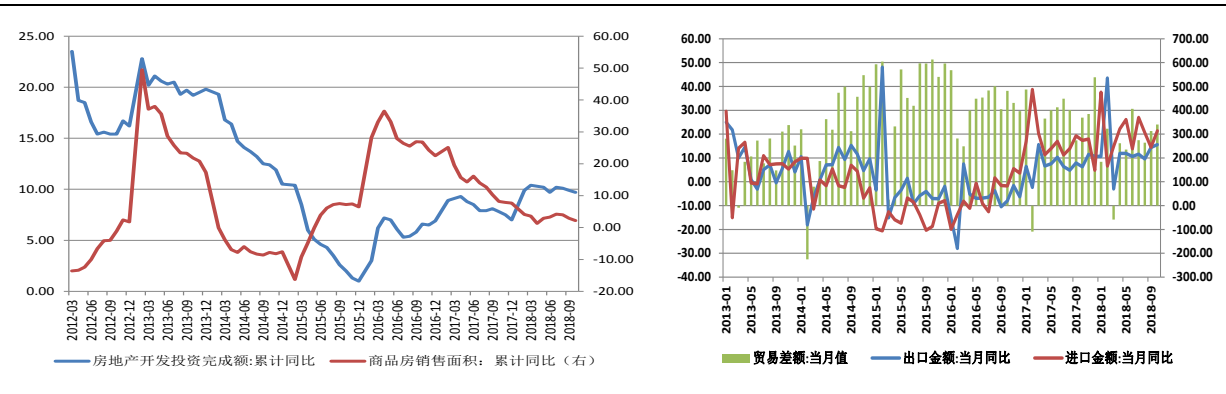
3. 2019 年展望

3.1 基本面

2019 年宏观经济或面临一定的下行压力。投资方面, 制造业投资增速可能止升转而下行, 原因一是 2018 年的制造业投资增速上行幅度较大基数较高, 二是增速上行的主要行业是供给侧改革和环保受益的行业, 继续维持高增速的可持续性动能不足; 房地产投资增速大概率面临高位回落的风险, 一是因为房地产企业再融资压力依然较大, 2019 年房企信用债偿还压力较大, 但在房地产政策仍较严的情况下, 房企非标、信托等融资渠道受限, 房地产开发资金来源主要依赖于其他资金, 而其他资金中占比一半以上的是定金及预收款, 所以房企未来主要依靠销售

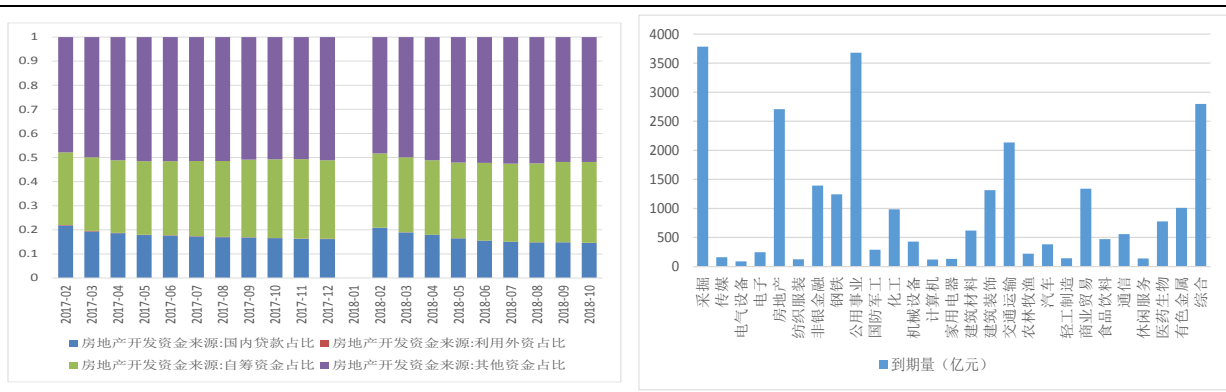
回款补充流动性，二是国开行将棚改贷审批权限上收至总行后三四线城市房地产增速将受到较大不利影响，三是上半年房地产投资增速维持高位有前期土地购置费高增的滞后效应，11月土地市场有较明显的降温，2019年其对房地产增速的支撑力度将减弱；而基建增速大概率继续反弹，但幅度存在不确定性，虽然政策发力“基建补短板”，包括地方政府专项债的发行规模和速度在加快，但是非标融资的萎缩会导致地方政府融资平台的非标融资渠道受限叠加地方融资平台本身仍受到监管的限制而融资能力较弱，且在2018年8月下发《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《地方政府隐性债务问责办法》，需要衡量“开正门”导致资金的增加能否有效对冲“堵偏门”导致的资金的减少；消费方面，消费增速在目前来看仍有下行压力，需要关注个税改革的效果，但对GDP的贡献率可能继续提高；进出口方面，中美贸易摩擦在2018年对进出口增速影响不大，12月初中美贸易虽达成阶段性共识矛盾缓和，但从官方PMI新出口订单分项来看，从9月开始加速下滑，2019年进出口增速有下行压力。同时国内信用风险的继续暴露亦对经济有负面影响，整体来看，2019年经济有下行压力，需要积极的财政政策和货币政策继续发力来扩大内需稳定经济。

图 22：房地产投资增速&进出口增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：房地产开发资金来源占比&房地产行业信用债到期量

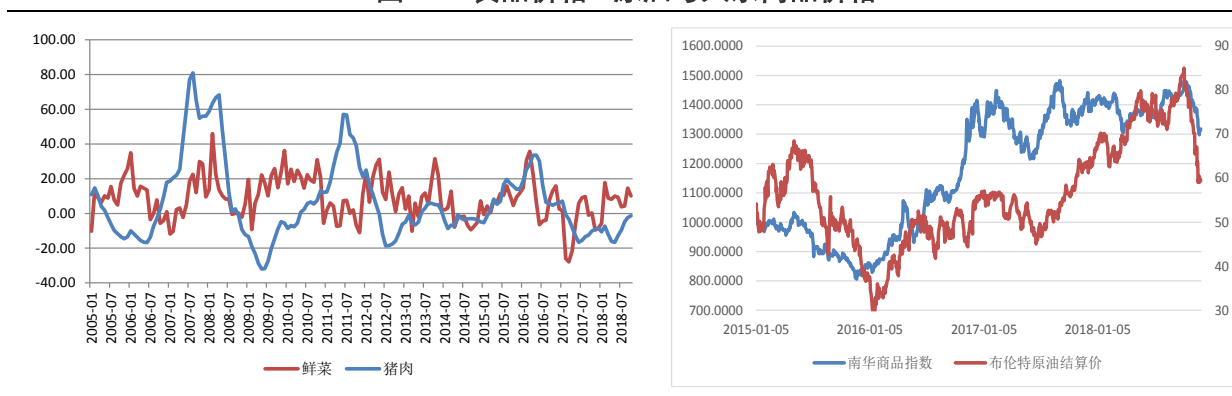


数据来源：Wind，兴证期货研发部

通胀方面，2019年前两个季度受到春节错位、低基数和食品价格上涨的影响，CPI有上行压力，其中枢水平可能继续上行，但预计对货币政策压力不大，不会因通胀持续走高而收紧货币政策；PPI可能受到2018年四季度以来原油价格大幅下跌和大宗商品价格下跌的影响而继续下行，供给侧改革对价格拉升作用在高基数影响下已转弱，叠加国内外宏观经济的下行压力，

PPI 将继续下行甚至可能进入负值区间。

图 24：食品价格&原油与大宗商品价格



数据来源：Wind，兴证期货研发部

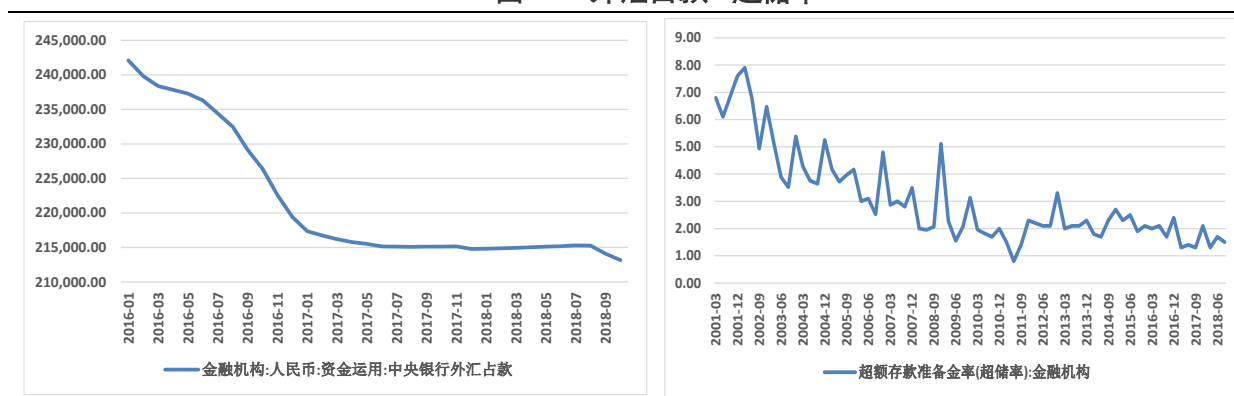
3.2 货币政策可能进一步宽松，监管将关注政策落实

2019 年央行可能延续结构性宽松货币政策，大概率继续定向降准置换 MLF 或定向降准，增加中长期流动性供应，央行继续健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控体系，实施稳健中性的货币政策，进一步疏通货币政策传导机制，加大金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业的支持力度，如果国内外出现较大的风险事件，央行可能采取下调公开市场操作利率（公开市场降息）的进一步宽松货币政策来维稳经济；19 年监管政策将保持连续性，但主要集中在监督前期出台的政策实施上，包括资管新规、商业银行理财业务监督管理办法和商业银行理财子公司管理办法等。

3.3 资金面延续偏宽松，但仍会有阶段性趋紧压力

2019 年资金面可能延续偏宽松，社融增速相对 M2 来说下行压力更大，融资需求可能继续萎缩，外汇占款可能会继续小幅下行，金融机构超储率可能会呈现区间震荡，央行继续通过公开市场操作、MLF 和定向降准来投放资金量，维持银行体系流动性合理充裕，2019 年预计美联储加息进程可能放缓，或将加息 2 次，央行可能不跟随甚至下调公开市场操作利率，资金利率的均值仍有下行空间，但资金面季节性和阶段性也会有趋紧压力，但 2018 年央行操作来看，其维稳意图较明显，持续性的资金偏紧概率较小，资金利率波动也相对较平稳，在同业存单和银行理财监管较严的情况下，银行对会继续增加对存款的竞争。

图 25：外汇占款&超储率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 利率可能在 2.9%-3.5% 区间运行

从宏观基本面来看，2019 年经济面临一定的下行压力，特别是房地产增速可能存在继续回落的风险，受中美贸易摩擦影响进出口增速可能存在下行压力，CPI 中枢或继续小幅上移，但 PPI 中枢或进一步下移甚至转负；从政策面来看，货币政策维持稳健中性的基调，在国外美联储加息进程可能放缓的情况下，国内政策进一步宽松的概率较大，监管政策的重心可能将转向监督政策落实上；从资金面来看，央行主要通过 MLF 操作、定向降准和公开市场操作来投放流动性，资金面大概率维持偏宽松，但阶段性仍有趋紧压力；从供需面来看，受积极财政政策影响国债供给压力可能增加，而配置等需求也可能增加。10 年期国债收益率可能在 2.9%-3.5% 区间运行，利率中枢或继续下行，但受到稳经济政策的出台和实施可能会导致预期变化而出现的阶段性回调。

2019 年债券市场风险可能是“宽信用”政策效果好于预期或房地产政策有所放松带来国内经济下行幅度低于预期、货币政策进一步宽松受阻甚至边际收紧和美国经济继续向好令美联储加息进程加快。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告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任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。