国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2018.12.28

国债期货年报

国元期货研究咨询部

国债期货偏多震荡

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

主要结论：

2019 经济面临较大的下行压力，目前来看部分关键领域数据回落，部分领域持续增长有压力。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。2019 年全球主要经济体经济增长将放缓，不同经济体之间差异扩大。2019 年稳健的货币政策保持松紧适度，央行将贯彻执行稳健中性的货币政策过程中偏宽松的概率高收紧的概率低。

对于 2019 年行情，目前我们判断还是偏多震荡为主。短期来看，目前国债价格处于高位，但由于春节的资金面扰动有回落的概率，节后随着 2018 年年度宏观数据逐步发布，经济下行支持债券价格上涨。之后债券价格与经济是否能够触底回升相关性价高，在经济下行的大背景下运行，并受其他因素影响而波动。10 年期国债利率水平预期在 3.0-3.8%区间，5 年期国债利率水平预期在 2.8-3.7%区间内波动，5 年期国债利率水平预期在 2.4-3.4%区间波动。

目　　录

一、2018 年国债期货行情回顾 1
二、基本面分析 1
（一）、国债发行量下降 1
（二）、机构配置结构稳定 3
（三）、经济下行压力增大 4
（四）、通胀指标温和攀升 6
（五）、货币供应处于低位 8
（六）、利率水平全面下降 10
三、货币政策分析 13
（一）、货币政策边际放松 13
（二）、资金管理削峰填谷 15
（三）、汇率政策维持稳定 16
四、国际金融环境分析 17
五、2019 年国债期货展望 18

附　图

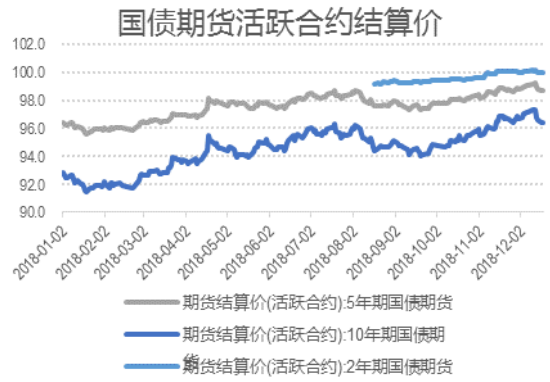
图 1：国债期货 2018 年行情回顾 1
图 2：2018 年国债到期收益率 1
图表 3：债券发行量 2
图表 4：记账式国债发行期限结构 3
图表 5：存量国债按剩余期限统计 3
图表 6：中债纬度国债投资者持有结构 4
图 7：中国 GDP 5
图 8：年度固定资产投资数据 5
图 9：中国零售总额 6
图 10：年度进出口数据 6
图 11：价格指标 6
图 12：PPI-CPI 6
图 13：CPI 新涨价因素与翘尾因素 7
图 14：PPI 新涨价因素与翘尾因素 7
图 15：M0 9
图 16：M1 9
图 17：M2 9
图 18：社会融资规模 9
图 19：存量社会融资规模 10
图 20：人民币贷款余额 10
图 21：7 天资金利率 11
图 22：银行间质押式回购加权利率 11
图 23：回购定盘利率 11
图 24：SHIBOR 利率 11
图 25：中债国债到期收益率变化图 12

图 26：国债收益率 30 年-10 年期利差..... 12
图 27：国债收益率 10 年-5 年期利差..... 12
图 28：国债收益 5 年-2 年期利差..... 12
图 29：金融机构超额存款准备金率..... 13
图 30：MLF 余额 13
图 31：PSL 余额 14
图 32：货币当局总资产..... 14
图 33：PSL 余额 15
图 34：货币当局总资产..... 15
图 35：外汇储备..... 16
图 36：外汇占款..... 16
图 37：中美长债息差..... 17
图 38：欧洲主要国家 10 年国债收益率..... 17

一、2018 年国债期货行情回顾

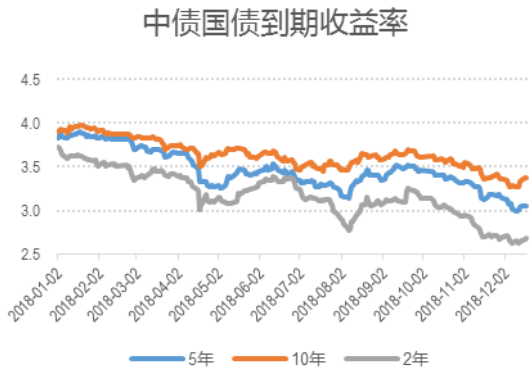
2018 年经济下行压力增大，通胀预期走强，货币政策边际放松，利率债年内以震荡上行为主。上半年企业融资困难，信用压力增加，信用债违约率上升引发信用债市场恐慌，债市资金流入利率债避险。三季度信用压力缓和，利率债经历年中震荡调整。四季度随着经济下行趋势的清晰以及中美贸易谈判的进展，支持国债期货再次进入上行趋势。2018 年末国债收益率曲线较 2017 年末有较大幅度的下移，同时长短端利差扩大，10 年-5 年国债利差扩大 28BP，曲线较 2017 年走陡。2018 年十年期国债收益率在 3.2652%-3.9797%区间波动，收益率均值 3.6313%；五年期国债收益率在 2.9930%-3.9025%区间波动，收益率均值 3.4497%；二年期国债收益率在 2.6276%-3.7177%区间波动，收益率均值 3.1711%。2018 年国债期货行情走出震荡上行的小牛市行情。

图 1：国债期货 2018 年行情回顾



数据来源：Wind、国元期货

图 2：2018 年国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

二、基本面分析

（一）、国债发行量下降

2018 年债券发行量增长速度较 2017 年放缓。2017 年债券发行量增长较快，年内约发行 41 万亿，较 16 年增长 11%，其中商业银行次级债增速最快，较去年增加 110%。而 2018 年债券发行量增速下滑至 4%左右，其中一般企业债的下降幅度较大，国债、地方政府债、商业银行次级债、证券公司债都有不同程度的下降。

2018 年国债发行量罕见下降。2018 年国债发行额约 3.6 万亿元，较 2017 年下降约 4000 亿元，降幅

一成。2018 年地方政府债发行 4.1 万亿，较 17 年减少 5%，连续两年下降。

图表 3：债券发行量

债券发行额（亿元）	2017 年	占比%	2018/12/20	占比%	变化	变化率%
国债	40,041.79	9.81	35,656.27	8.37	-4385.52	-10.95
地方政府债	43,580.94	10.68	41,313.55	9.70	-2267.39	-5.20
同业存单	201,675.70	49.42	204,435.00	48.00	2759.30	1.37
金融债	49,521.41	12.14	51,857.60	12.17	2336.19	4.72
政策银行债	32,844.78	8.05	34,308.30	8.05	1463.52	4.46
商业银行债	3,907.00	0.96	5,100.20	1.20	1193.20	30.54
商业银行次级债券	4,804.23	1.18	3,986.20	0.94	-818.03	-17.03
保险公司债	70.00	0.02	570.00	0.13	500.00	714.29
证券公司债	6,339.40	1.55	4,688.90	1.10	-1650.50	-26.04
证券公司短期融资券	392.00	0.10	1,405.00	0.33	1013.00	258.42
其它金融机构债	1,164.00	0.29	1,799.00	0.42	635.00	54.55
企业债	3,730.95	0.91	2,205.48	0.52	-1525.47	-40.89
一般企业债	3,730.95	0.91	2,205.48	0.52	-1525.47	-40.89
公司债	11,024.74	2.70	15,910.65	3.74	4885.91	44.32
一般公司债	5,641.72	1.38	9,660.12	2.27	4018.41	71.23
私募债	5,383.03	1.32	6,250.53	1.47	867.50	16.12
中期票据	10,369.45	2.54	16,340.15	3.84	5970.70	57.58
一般中期票据	10,369.45	2.54	16,340.15	3.84	5970.70	57.58
短期融资券	23,775.90	5.83	30,720.20	7.21	6944.30	29.21
一般短期融资券	3,964.70	0.97	4,690.20	1.10	725.50	18.30
超短期融资债券	19,811.20	4.85	26,030.00	6.11	6218.80	31.39
定向工具	4,938.13	1.21	5,164.07	1.21	225.94	4.58
国际机构债	60.00	0.01	54.60	0.01	-5.40	-9.00
政府支持机构债	2,460.00	0.60	2,530.00	0.59	70.00	2.85
资产支持证券	14,780.54	3.62	18,518.87	4.35	3738.33	25.29
交易商协会 ABN	5,977.29	1.46	1,013.01	0.24	-4964.29	-83.05
银监会主管 ABS	584.95	0.14	8,626.31	2.03	8041.36	1374.71
证监会主管 ABS	8,218.30	2.01	8,879.55	2.08	661.26	8.05
可转债	949.37	0.23	789.83	0.19	-159.54	-16.80
可交换债	1,172.84	0.29	454.01	0.11	-718.84	-61.29
合计	408,081.76	100.00	425,950.28	100.00	17868.52	4.38

数据来源：Wind、国元期货

记账式国债方面，发行量逐年增长，2017 年较 2016 年增长 36%，但在 2018 年也出现了明显的下滑。发行量的增长主要集中在短期、中短期期限，可供国债期货交割的中长期国债新增发行量并不多。7-10 年

的新增发行量下降较多。机构国债配置需求相对较高。市场预计 2019 年国债发行量将达到 4 万亿人民币。

图表 4：记账式国债发行期限结构

指标名称	2014	2015	2016	2017	2018.1-11
债券发行量:记账式国债	14,363.30	18,016.20	27,465.80	36,716.50	29,479.00
发行量:期限 1 年以下:记账式国债	2,889.10	4,632.40	9,317.60	10,378.40	9,387.50
发行量:期限 1 到 3 年:记账式国债	2,150.80	3,072.60	4,713.60	5,391.80	6,124.50
发行量:期限 3 到 5 年:记账式国债	1,510.40	2,466.30	3,719.20	4,702.20	3,717.50
发行量:期限 5 到 7 年:记账式国债	3,182.90	3,241.70	3,706.30	7,718.30	3,887.70
发行量:期限 7 到 10 年:记账式国债	3,070.10	3,043.20	3,322.40	5,718.30	3,635.30
发行量:期限 10 年以上:记账式国债	1,560.00	1,560.00	2,403.40	2,807.50	2,726.50

数据来源：Wind、国元期货

（二）、机构配置结构稳定

从存量角度来分析，国债存量增长平稳，但由于新发国债增速下降，存量国债增长速度也由 2017 年末的 12.2%下降到 2018 年末的 9.5%左右。各剩余期限的国债存量较为均衡。

图表 5：存量国债按剩余期限统计

	2017		20181220	
存量国债	债券数量(只)	债券余额(亿元)	债券数量(只)	债券余额(亿元)
1 年以内	55.00	17,653.67	57.00	19,637.23
1-2 年	36.00	14,053.33	41.00	17,768.44
2-3 年	38.00	15,240.74	36.00	17,643.33
3-4 年	25.00	11,933.00	26.00	21,511.05
4-5 年	26.00	21,511.05	21.00	13,022.64
5-6 年	10.00	7,493.00	9.00	10,566.20
6-7 年	10.00	10,828.40	9.00	7,814.50
7-8 年	4.00	3,182.40	5.00	3,916.60
8-9 年	5.00	3,916.60	6.00	5,998.30
9-10 年	6.00	5,798.30	6.00	6,375.30
10 年以上	59.00	22,734.47	62.00	22,919.17
合计	274.00	134,344.97	278.00	147,172.77

数据来源：Wind、国元期货

2018 年金融机构对国债的配置需求依然较高。国债的投资者持有结构较上年没有明显变化，商业银行依然是国债持有的主要机构，中债纬度看 2018 年商业银行持有国债约占 65%，较 2017 年的 66.87%小幅下

降。值得注意的是 2015 年以来基金的国债持有占比持续提高，境外机构的国债持有占比从 2017 年的 4.97%提升至 2018 年的 7.96%有较大幅度的增长。

图表 6：中债纬度国债投资者持有结构

机构类型	2017	2018-11	增加
特殊结算成员	16,729.59	16,967.75	238.16
商业银行	81,557.00	86,622.08	5,065.09
全国性商业银行	60,244.13	64,349.16	4,105.03
外资银行	2,270.28	2,406.28	136.00
城市商业银行	13,160.69	13,063.42	-97.27
农村商业银行	5,821.30	6,332.03	510.74
农村合作银行	21.20	12.00	-9.20
村镇银行	11.20	31.60	20.40
其它商业银行	28.20	427.60	399.40
信用社	884.01	805.18	-78.83
非银行金融机构	271.50	309.70	38.20
证券公司	551.89	991.46	439.57
保险机构	2,537.38	3,187.83	650.45
基金	7,038.28	8,477.31	1,439.02
商业银行理财产品	16.00	58.74	42.74
非金融机构	18.02	64.95	46.92
银行间	14.60	7.20	-7.40
柜台	3.42	57.75	54.32
个人投资者	3.68	5.51	1.83
交易所	6,305.76	5,266.72	-1,039.05
其它	6,065.14	10,626.79	4,561.65
境外机构	6,064.92	10,607.73	4,542.81
合计	121,962.27	133,325.27	11,363.00

数据来源：Wind、国元期货

（三）、经济下行压力增大

2018 年前三季度国内生产总值 650899 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%。分季度看，一季度同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%。分产业看，第一产业增加值 42173 亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 262953 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 345773 亿元，增长 7.7%。四季度的经济形势与三季度比较接近，面临类似的内外部压力，因此四季度的经济增速也应在 6.5%左右。2018 年的 GDP 增

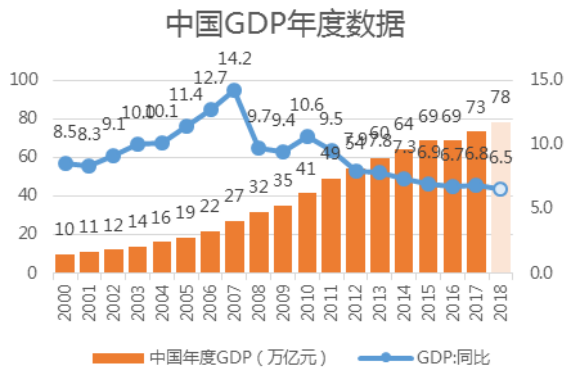
速低于 2017 年的 6.8%应该是比较确定的。10 月 18 日，国际货币基金组织(IMF)发布《世界与中国经济展望报告》，其中预测 2018 年中国经济增速为 6.6%，与上一次预测一样，但是明年的中国经济增速预计为 6.2%，比上一次预测有所下调。

在 2018 年经济下行压力较大的时候，生产端表现出较强韧性。今年 1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.3%，增速较 1-10 月份放缓 0.1 个百分点。2018 年经历了继续深化供给侧改革、房地产行业政策性收紧、环保限产等对于工业生产方面有重大负面影响的事件，但实际产出表现超出市场预期。

2018 年年内固定资产投资增速持续下滑，下滑幅度超出市场预期。2018 年 8 月份固定资产投资增速 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。其中基建投资下滑的幅度已经超过了年初时的市场普遍预期，很大程度上拖累了总体投资增速。而房地产投资表现的相当的强势，房地产开发投资增速放缓的过程明显好于市场预期。

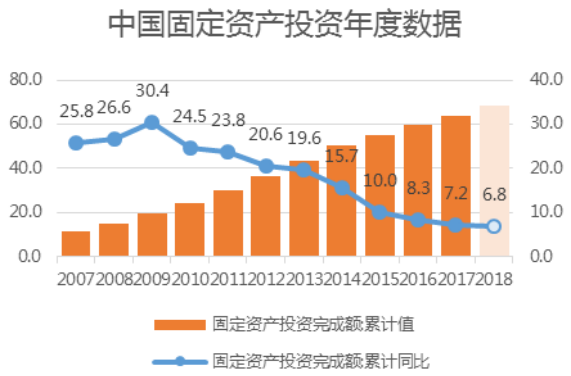
消费方面，社会消费品零售增速回落，消费增速沿续多年来缓慢下降的趋势，没有明显改善。2018 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 345093 亿元，同比增长 9.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 130830 亿元，增长 6.1%。2018 年 11 月份，社会消费品零售总额 35260 亿元，同比名义增长 8.1%。其中，限额以上单位消费品零售额 13679 亿元，增长 2.1%。限额以上单位消费品零售额增速下降较快。网络消费保持高速增长。

图 7：中国 GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 8：年度固定资产投资数据

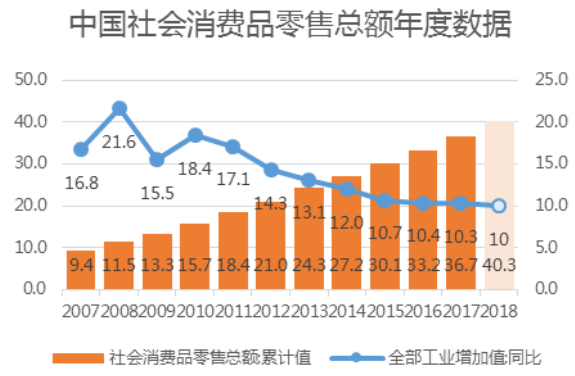


数据来源：Wind、国元期货

2018 年进出口增长大幅超出市场预期，年初市场分析认为 2018 年进出口能够企稳实现 2-3%的小幅增长，实际增速为两位数。自 2018 年 4 月初美国贸易代表办公室依据“301 调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单标志着中美贸易摩擦正式开始以来，直至目前预演越烈。由于贸易摩擦的因素，市场对于今年

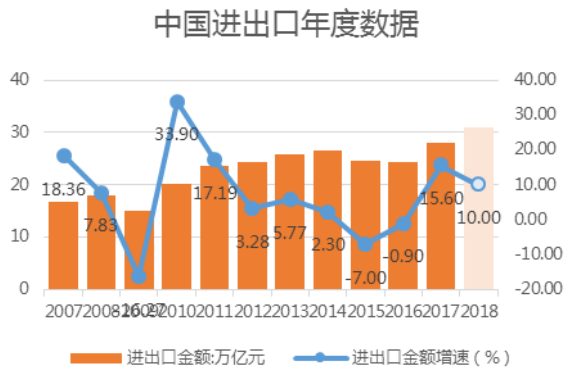
的进出口一直呈非常悲观的预期，但实际上贸易数据要远好于市场预期。

图 9：中国零售总额



数据来源：Wind、国元期货

图 10：年度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

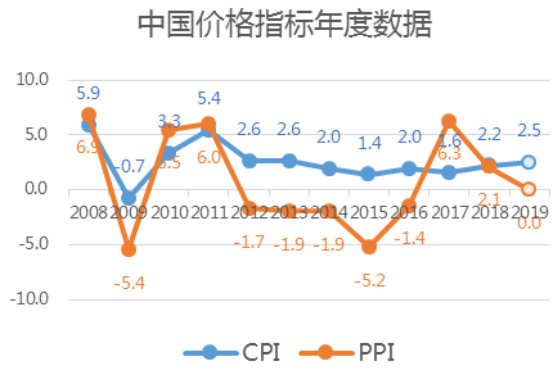
2019 经济面临较大的下行压力，目前部分关键领域数据回落，投资、消费；部分领域持续增长有压力，净出口、生产。现阶段宏观经济增长有一定的压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数，2019 年的基数要略低于 2018 年。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。2019 年全球主要经济体经济增长将放缓，不同经济体之间差异扩大。市场分析认为中国经济增长放缓长期趋势不变，经济名义增速下滑将会降低长期资本回报率的预期，对长久期债券有一定程度的利多作用。2019 年债券在经济下行的大背景下运行，并寻找波动的契机。

（四）、通胀指标温和攀升

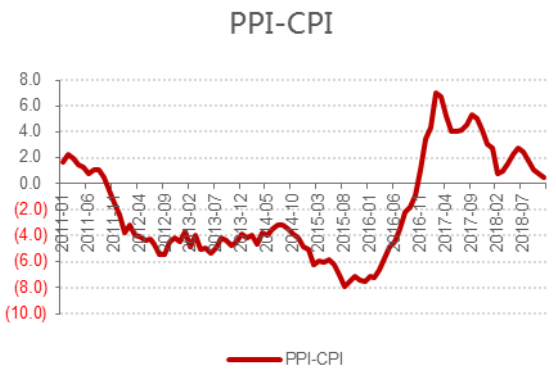
2018 年价格指标走势出现分化，通胀预期阶段走强。2018 年 CPI 受到食品价格带动全年保持温和回升态势，而由于供给侧改革带来的工业品价格上涨逐渐回归均值 PPI 持续回落。PPI-CPI 剪刀差持续收窄，行业利润由上游行业向下传导。1-11 月平均，CPI 比去年同期上涨 2.1%，PPI 比去年同期上涨 3.8 %。

图 11：价格指标

图 12：PPI-CPI



数据来源：Wind、国元期货

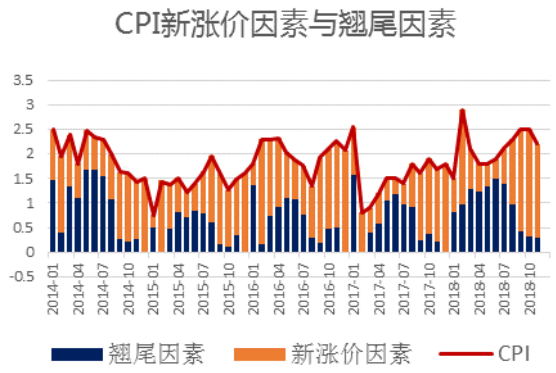


数据来源：Wind、国元期货

2018 年 11 月份，CPI 同比上涨 2.2%，预期 2.4%，前值 2.5%。其中，城市上涨 2.2%，农村上涨 2.2%；食品价格上涨 2.5%，非食品价格上涨 2.1%；消费品价格上涨 2.2%，服务价格上涨 2.1%。1-11 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 2.1%。据测算，在 11 月份 2.2%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.3 个百分点，新涨价影响约为 1.9 个百分点。

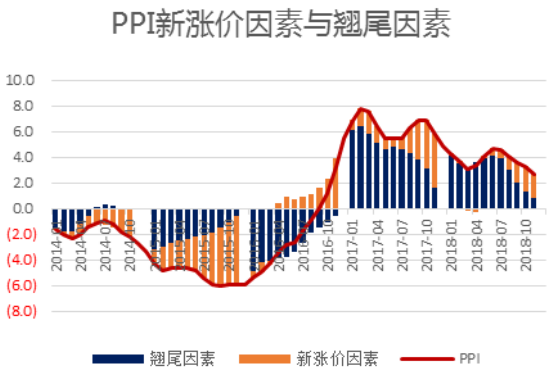
2018 年 11 月份，PPI 同比上涨 2.7%，符合预期，环比下降 0.2%。工业生产者购进价格同比上涨 3.3%，环比持平。1-11 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 3.8%，工业生产者购进价格上涨 4.4%。据测算，在 11 月份 2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.8 个百分点，新涨价影响约为 1.9 个百分点。今年 PPI 同比涨幅回落较多，确认 2017 年 8、9 月份是本轮攻击侧改革带来的工业品料价格高点。

图 13：CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

图 14：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

2019 年 CPI 延续温和通胀的趋势，我们主要是基于货币政策、地租、能源价格对消费品价格的影响作出判断。从中长期来看，内需下滑、进口扩张、经济增速受压回落等因素不利于价格长期处于高位，但短期内国内市场则受到猪瘟、中美贸摩擦、美联储 12 月加息等事件冲击的影响，市场预期价格指标短期向上的概率大。实际上在目前在猪肉等食品价格抬头、一线城市房租上涨的环境下 2018 年末的通胀预期较强。综合来看四季度 CPI 继续持稳在 2.0%上方概率高，2018 年 CPI 为温和攀升。2019 年初价格指标回落的概率不高，2019 年全年或超过 2.2 的历史均值。

2019 年 PPI 增速大概率回落，考虑到供给侧改革对工业品价格影响的效果边际递减，或者此政策的执行或者趋于尾声，在需求下滑的背景下，工业原材料价格维持在高位比较困难。因此新涨价动能不足将会促使 PPI 回落。市场预计回落至 0 值之下。

2016 年以来 CPI 一直处于偏低水平，通胀指标对债市构成价格支撑。但随着通胀指标逐步攀升，18 年这个支撑逐步弱化。2019 年年初通胀预期回落的概率不高，对债券的影响偏负面，随着经济压力对物价压力的作用显现，通胀预期回落对债券的影响减弱。

（五）、货币供应处于低位

2018 年货币供应处于低位，社会融资需求下滑。

2018 年实施稳健的货币政策，年初货币政策尚延续 2017 年的规范银行理财、治理影子银行、在金融领域去杠杆的思路。年内货币政策遇到了一些外部的冲击，这些冲击确实是产生了一些影响，相应的政策小也出现了一些调整。下半年货币政策逐步边际放松，以期达到从宽货币到缓释信用收缩的效果，不过及至年末效果并不明显。

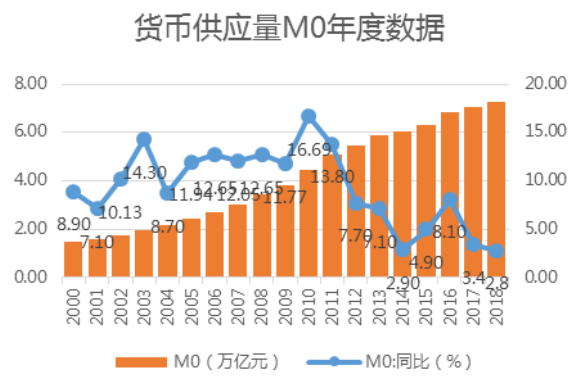
由于货币政策、宏观审慎政策、宏观经济、融资需求等多方面的作用，2018 年的金融数据全面不及市场预期。M2 增速、社会融资规模增速持续下行，屡创新低。货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规模增速向 M2 增速靠近，M2 与社融增速“剪刀差”持续收窄。实体领域的融资需求对比去年有显著的下滑。

2018 年 11 月末，广义货币(M2)余额 181.32 万亿元,同比增长 8%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.1 个百分点；狭义货币(M1)余额 54.35 万亿元,同比增长 1.5%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 11.2 个百分点；流通中货币(M0)余额 7.06 万亿元,同比增长 2.8%。

2016-2017 年 M1 的增速持续显著高于 M2，市场分析认为货币存在着一定程度的脱实向虚现象，2017 年 3 月份开始 M1、M2 剪刀差收窄。及至 2018 年初，M1-M2 剪刀差转负，期间 M2 持续处于低位，但 M1 下

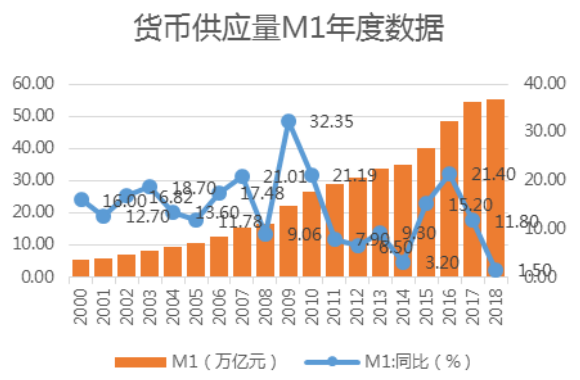
滑的速度更快，企业资金较紧张。

图 15：M0



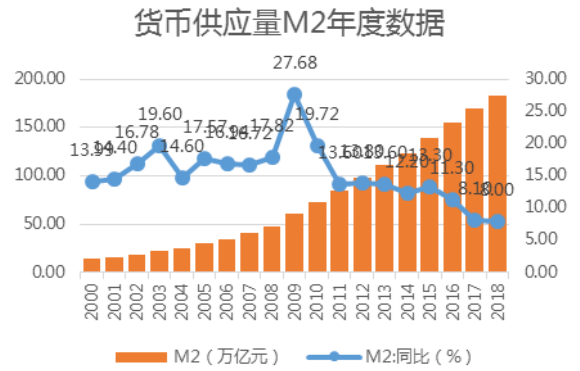
数据来源：Wind、国元期货

图 16：M1



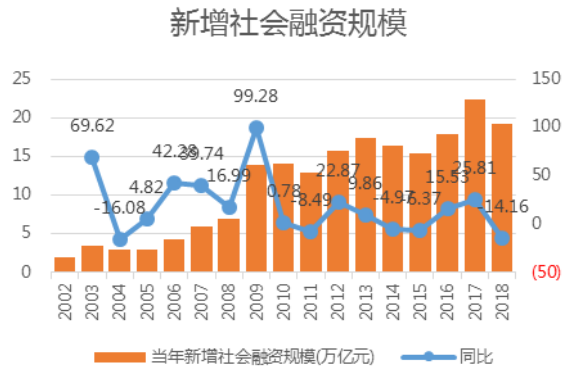
数据来源：Wind、国元期货

图 17：M2



数据来源：Wind、国元期货

图 18：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

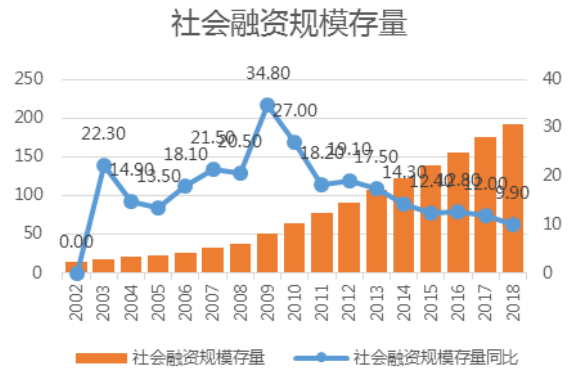
社融增速下降，不及市场预期。央行从 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，但由于传导机制存在时滞，目前来看尚不理想，长期看未来不悲观。

2018 年 11 月末社会融资规模存量为 199.3 万亿元，同比增长 9.9%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 133.76 万亿元，同比增长 12.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.31 万亿元，同比下降 7.3%；委托贷款余额为 12.58 万亿元，同比下降 9.6%；信托贷款余额为 7.9 万亿元，同比下降 4.9%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.7 万亿元，同比下降 15.3%；企业债券余额为 19.79 万亿元，同比增长 7.6%；地方政府专项债券余额为 7.23 万亿元，同比增长 34%；非金融企业境内股票余额为 7 万亿元，

同比增长 6.5%。贷款增速尚可，除贷款以外的其它融资增速都偏弱。非标融资收缩。

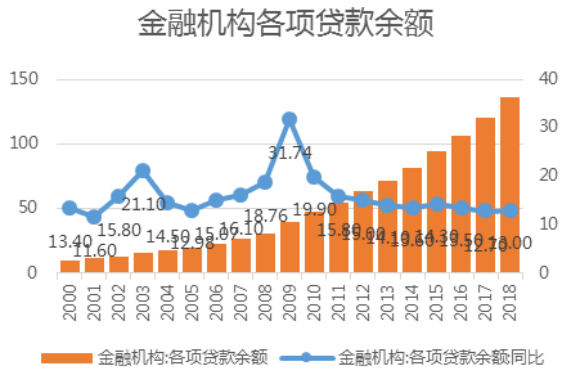
2018 年 11 月末人民币贷款余额 135.21 万亿元，同比增长 13.1%，增速与上月末持平，比上年同期低 0.2 个百分点。从新增贷款结构来看，银行现阶段仍选择风险较低的票据冲量，风险偏好较低。2018 年企业经营状况较 2017 年下滑，融资需求下降，居民中长期贷款需求较高，每月 4000 左右亿新增规模显著贡献了整体信贷增长水平。

图 19：存量社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

图 20：人民币贷款余额



数据来源：Wind、国元期货

整体上看，2018 年金融数据不及市场预期，小幅度恶化。从三季度货币政策执行报告来看，已经删掉了“坚持不搞大水漫灌式强刺激”、“坚定做好结构性去杠杆工作”，强调“定向滴灌”，新提出“多目标中把握好综合平衡”，货币政策态度已经软化。2018 年 6 月之后去杠杆的节奏有所缓和以期改善实体经济中紧信用的状态。我们认为略高于名义 GDP 增速的信贷、社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义 GDP 增速在 9.8%左右。

央行行长易纲 12 月 13 日在《新浪·长安讲坛》上发表主题演讲，其中谈到“货币政策需要根据经济形势变化灵活调整，加强逆周期调控”。因此在 2019 年经济下行压力较大、实体企业融资困难的情况下货币政策较 2018 年边际放松的概率大。

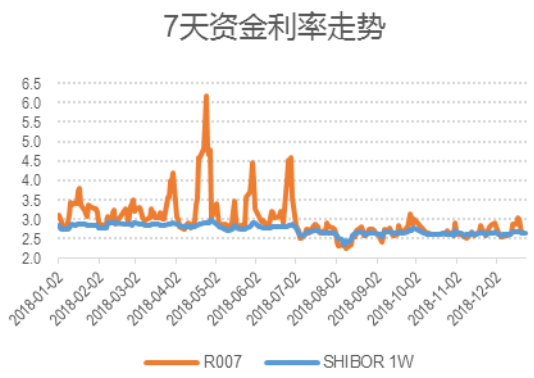
（六）、利率水平全面下降

2018 年资金面整体偏宽松，资金利率水平整体偏低。在宏观经济下行压力较大的态势下，中央提出了六个稳，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，提振市场信心。为了贯彻中央精神，发挥货币政策的逆周期调节作用，2018 年货币政策从年初的偏紧转向偏宽松，银行体系内资金充裕，并从宽

货币向宽信用进行政策性引导，以期达到舒解实体经济融资下滑，托底实体经济信用扩张的作用。2018 年 Shibor7 天均值为 2.738%，最大值 2.978%最小值 2.345%；Shibor 隔夜均值 2.4865%，最大值 2.9210%最小值 1.4220%；总体来说低于往年水平。

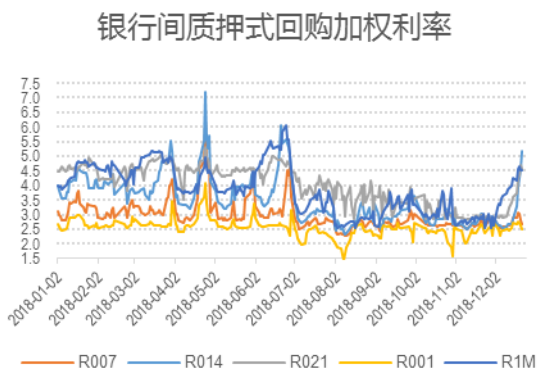
2018 年二季度开始，流动性明显趋于宽松。市场分析认为 2019 年货币市场利率整体回升的概率较低，大概率维持在历史均衡值略偏低的水平。2018 年央行通过公开市场投放的资金大体平衡，公开市场操作以削峰填谷式的精准量化流动性供应为主。2019 年也会延续通过公开市场操作调控流动性、指导资金利率的政策思路。

图 21：7 天资金利率



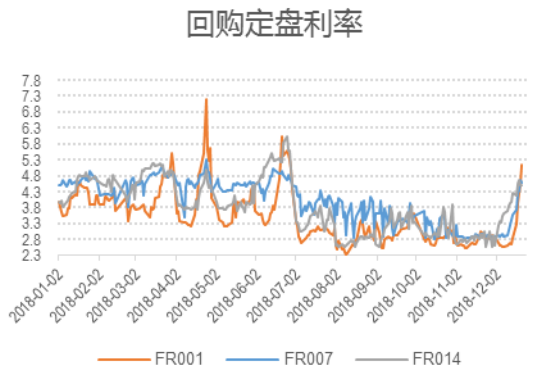
数据来源：Wind、国元期货

图 22：银行间质押式回购加权利率



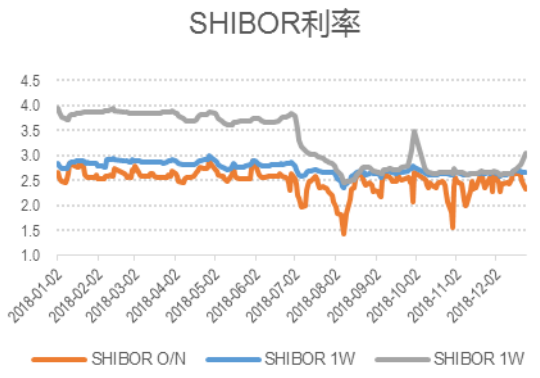
数据来源：Wind、国元期货

图 23：回购定盘利率



数据来源：Wind、国元期货

图 24：SHIBOR 利率

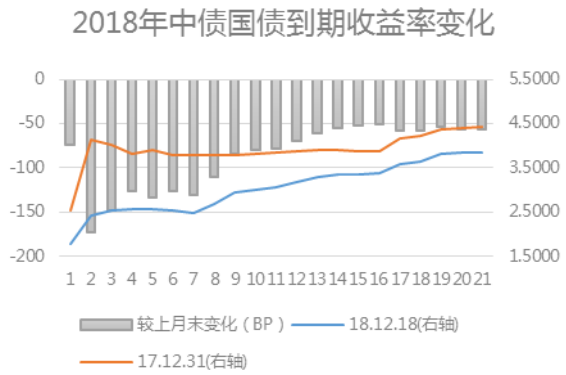


数据来源：Wind、国元期货

国债收益率方面。2018 年是一个国债小牛市，十年期国债期货主力合约从年初低点涨了大约 6 块钱。

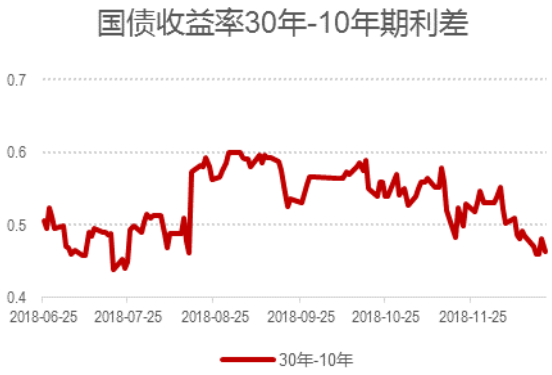
2018 年末国债收益率曲线较 2017 年末有较大幅度的下移，同时长短端利差扩大，10 年-5 年国债利差扩大 28BP，曲线较 2017 年走陡。主要是由于央行政策造成的资金面影响与长期经济预期之间的差异，造成国债收益率长短期限产生分化。短期收益率下降幅度高于中长期收益率下降幅度，造成收益率曲线走陡。通过对以上原因的解读，我们认为 2019 年央行货币政策不会收紧，经济依然有下行压力，国债各期限收益率大概率还将处于低位，但国债收益率曲线不一定能够全年维持陡峭。

图 25：中债国债到期收益率变化图



数据来源：Wind、国元期货

图 26：国债收益率 30 年-10 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

图 27：国债收益率 10 年-5 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

图 28：国债收益 5 年-2 年期利差



数据来源：Wind、国元期货

市场分析认为，2019 年国债市场面临的压力主要来自于：一、通胀预期仍比较强，尤其是长期的货币宽松会推动居民对于物价上涨的担忧。二、2019 年美联储加息 3 次的预期比较高，美国长期国债利率上升美元走强将导致人民币贬值压力上升，并使得资本流出压力上升，央行汇率管理压力较大。三、中央经济

工作会议提明年地方政府较大幅增加专项债规模，即“较大幅度增加地方政府专项债券规模”，债券市场供给增加推升债权融资成本。

2019 年国债市场的支撑主要来自于：一、宏观经济下行预期较强，市场对于未来经济增长还是持有偏谨慎的态度。二、货币政策继续宽松的概率较高。市场分析认为未来几年的经济增长会有一定压力，并迫使宏观调控当局再度放松流动性。三、风险市场的波动迫使一部分资金流入债券市场避险。

长期来看，市场分析认为中长期国债收益率长期趋势走低有一定的合理性。低利率是实体经济回报率偏低的反应。实体经济回报率偏低是中国经济处于长期的下降通道的结果。从这个角度来看，长端处于低利率水平（相对于短端利率）是有合理因素在的。

三、货币政策分析

（一）、货币政策边际放松

2017 年货币政策全年偏紧，防范金融风险、金融行业去杠杆的政策思路贯穿全年。中央经济工作会议对 2018 年的货币政策明确定调，会议指出“稳健货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，基本上延续了货币政策偏紧的基调。不过 2018 年宏观经济环境稳中有变，对内面临经济下行压力，对外面临中美贸易摩擦，实体经济中的民营企业、中小企业经营困难，社会融资需求收缩，在此环境下，货币政策适时调整，货币政策较年初的基调有较大程度放松。央行分别于 2018 年 04 月 25 日、2018 年 07 月 05 日、2018 年 10 月 15 日下调存款准备金率 1%、0.5%、1%至 14.5%。2018 年三季度末金融机构超额准备金率为 1.5%，处于 2012 年以来的偏低水平。

图 29：金融机构超额存款准备金率

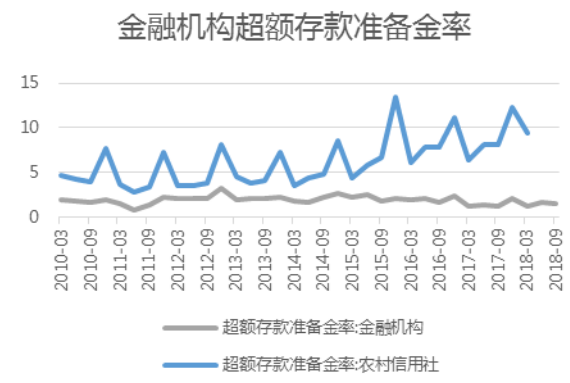
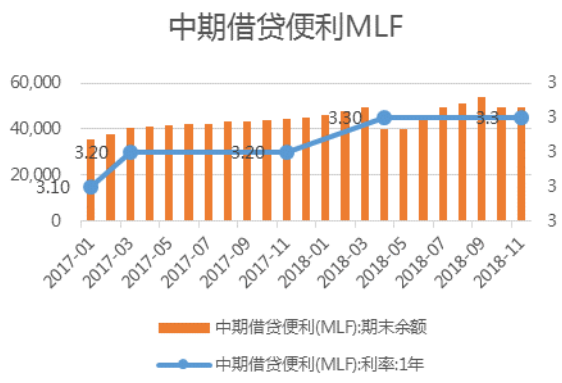


图 30：MLF 余额



数据来源：Wind、国元期货

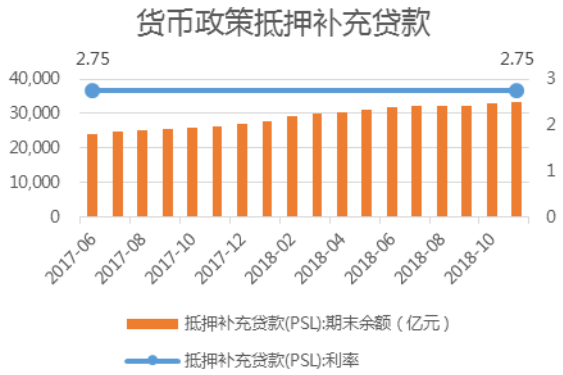
数据来源：Wind、国元期货

2018 年配合降准这个流动性工具，央行积极采取再贷款工具向商业银行提供流动性；通过中期借贷便利、抵押补充贷款等政策工具投放来对冲外汇占款下降造成的基础货币减少，同时提高机构融入长期限资金的占比，抬高杠杆成本。

由于美联储加息中美利差收窄，考虑到汇率压力，央行对于上调存贷款基准利率的态度一直较为谨慎。

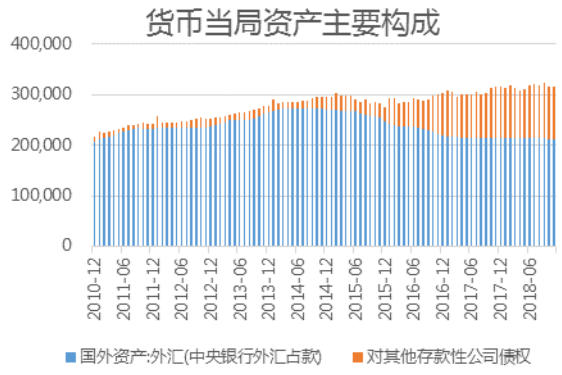
2018 年政策强调“去库存、去产能、去杠杆、降成本、补短板”，2019 年政策表述转向“坚持结构性去杠杆的基本思路”，在强调重点上发生了变化，因此我们判断无论是金融去杠杆还是实体去杠杆，都不会是一个特别剧烈的方式，货币政策应该是推动温和去杠杆、实现软着陆。

图 31：PSL 余额



数据来源：Wind、国元期货

图 32：货币当局总资产



数据来源：Wind、国元期货

对于 2019 年的政策方向，易纲行长有很明确的表述“一是坚持稳健中性的货币政策，做好预调微调，把握好度；二是强化政策统筹协调，缓释信用收缩；三是发挥好“几家抬”的合力，引导资金流向民营企业、小微金融等重要领域和薄弱环节；四是继续深化金融改革，疏通货币政策传导机制”

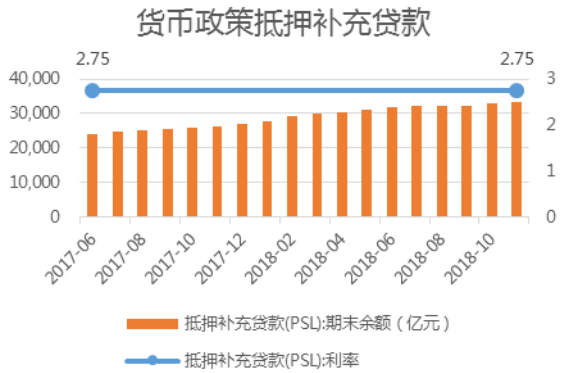
年终经济工作会议确定 2019 年货币政策基调“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题”，从 2018 年保持中性到 2019 年松紧适度有明显的变化。且 2019 年较大幅度增加地方政府专项债券规模也需要适当充裕的流动性来保证市场承接能力。因此市场分析认为，在经济基本面不发生重大变化、外部压力没有明显缓解、宏观金融领域没有发生系统性风险的情况下，2019 年央行将贯彻执行稳健中性的货币政策过程中偏宽松的概率高收紧的概率低。

（二）、资金管理削峰填谷

2018 年上半年由于延续去年的金融行业去杠杆的政策思路，在信用债市场发生了一些违约事件，也起到了一定程度的风险释放作用。因此在银行体系内的资金虽然十分充裕，但银行体系外的资金却偏紧一些，及至 6 月份之后，央行调整政策方向，资金面逐渐放松，资金利率逐步下降。为确保重点领域不发生金融风险，在关键时点，央行对市场采取呵护的态度，同过精准量化的资金投放、及时地政策宣传市场沟通窗口指导等措施，2018 年有惊无险的度过。

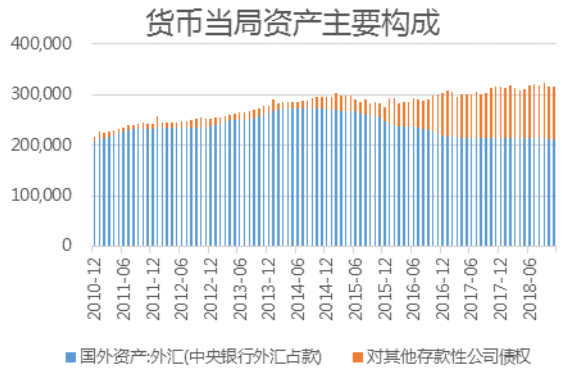
2018 年央行通过公开市场投放的资金大体平衡，公开市场操作以削峰填谷式的精准量化流动性供应为主。2018 年随着美联储 4 次加息，央行也提高中期借贷便利利率以及公开市场逆回购利率，抬高短端资金成本，达到让金融机构去杠杆的目的。2018 年央行同时使用存款准备金率与再贷款工具向商业银行提供流动性，央行已经开始尝试存贷款基准利率和市场利率并轨。就是市场利率下行同时存贷款利率上行，这其中必然需要大幅度降低存款准备金率，让 MLF 和 SLF 的量逐渐减少，在存贷款利率不大幅上行的情况下，实现利率并轨。目前资金管理中价格管理与数量管理并重，并逐渐向价格管理偏重。

图 33：PSL 余额



数据来源：Wind、国元期货

图 34：货币当局总资产



数据来源：Wind、国元期货

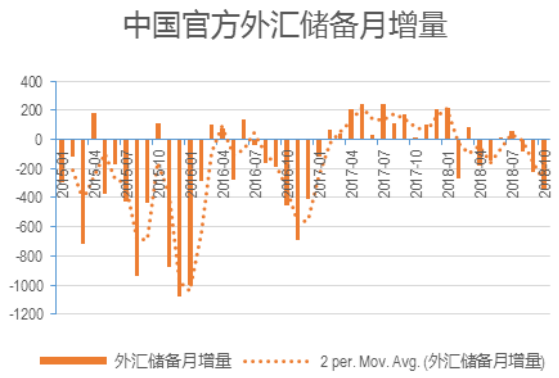
2015 年 11 月央行推出利率走廊，2016 年开始通过利率走廊进行市场化的资金利率管理。利率走廊是一个包含了常备借贷便利操作（以下简称 SLF）、公开市场操作和预期指引的政策框架。2018 年随着美联储加息央行于 3 月 22 日上调常备借贷便利、逆回购利率 5BP。2018 年 DR007 和 R007 的差值较 2017 年缩小，流动性趋紧的结构性矛盾明显缓解，银行体系内与非银机构间的流动性处于全面宽松的状态。

（三）、汇率政策维持稳定

2018 年人民币在全球货币体系中仍表现出稳定强势货币特征。美元在 2017 年中从 103 的高位逐步下滑至 2018 年初的低点 88 附近，随后一路上行，全年表现较为强势。美元走强增加了人民币贬值压力。2018 年外汇储备稳定在三万亿美元的上方。

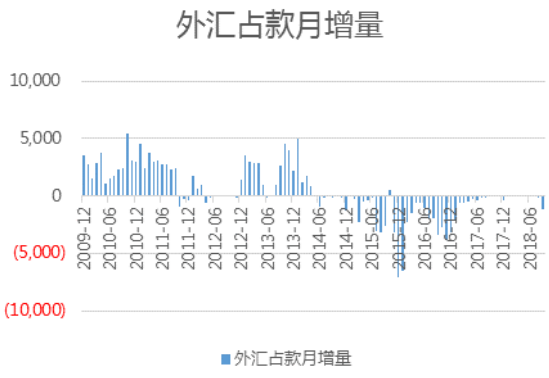
在人民币加入 SDR 后央行汇率政策的思路为保持人民币篮子汇率稳定，让中间价跟随美元指数。在调控转向篮子汇率之后，人民币汇率会更多的跟随其他主要非美货币趋势。因此在美元指数走弱时，人民币中间价上涨。2019 年外汇政策思路大概率延续“811”汇改之后的模式，并引入“逆周期调节因子”，目前的模型为 2017 年 5 月 26 日开始启用的“今日中间价= 前日收盘价+ 过滤系数* 一篮子隔夜变动+ 逆周期因子”。

图 35：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 36：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

市场分析认为，中央及外汇管理当局有维护人民币强势稳定的意愿，人民币的强势稳定也符合人民币国际化与一带一路的国家战略，在压力较大时可能会使用限制资本流出、限制换汇等政策手段来维护币值稳定。2017 年以来，央行外汇占款波动趋缓。2018 年 9 月央行口径外汇占款余额减少 1193.95 亿元至 21.4 万亿元，降幅较 8 月份的 23.85 亿元明显扩大，创 2017 年 1 月以来最大降幅。10 月外汇占款规模为 21.3 万亿元，环比减少超 915 亿元，外汇占款进一步下滑。9、10 月份央行外汇占款突然出现大幅减少，这在一定程度反映出资本流动趋势的同时，也表明央行正在加大入市力度，平抑汇率波动。外汇占款是人行因购买外汇而投放人民币的累计值。

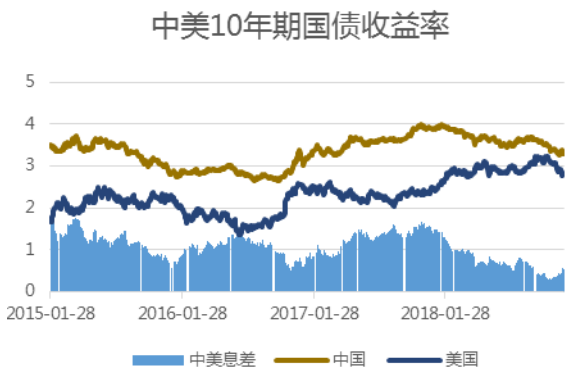
在“稳外贸、稳外资”的政策基调下，2019 年外汇政策思路应不会有重大变化。结合当前的经济环境在 2019 年的汇率波动对债市的影响中要特别注意考虑逆周期调节因子的作用。

四、国际金融环境分析

2018 年国外央行收缩为主。2015 年 12 月开始，随着全球央行的货币政策开始调整，美联储开始加息缩表，资本市场对于全球主要央行的货币政策预期发生改变，全球长期利率整体上升。2018 年美国国债收益率上升，其他主要国家的长期国债收益率普遍平稳。从国外央行现阶段的政策导向来看也是回收流动性为主。

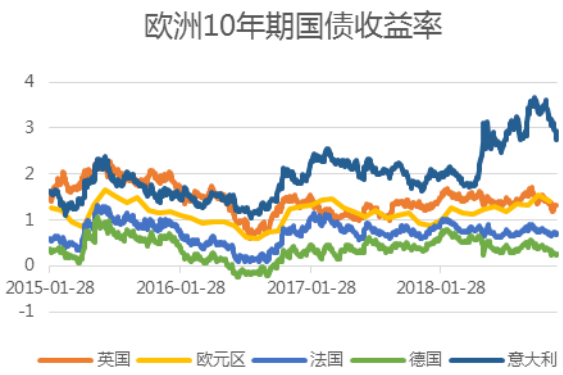
2018 年美国国债利率上升、中国国债利率下降，中美利差下降，资本流出意愿增加，给人民币汇率带来贬值压力。

图 37：中美长债息差



数据来源：Wind、国元期货

图 38：欧洲主要国家 10 年国债收益率



数据来源：Wind、国元期货

美联储对其季度货币政策的执行未受到特朗普政府的干扰，坚持年内加息 4 次。在 12 月加息之后联邦基金利率至 2.25%-2.5%区间，接近决策者所估计的 2.5%-3.5%的中性利率底部区域。这是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第九次加息。美联储声明语气有所软化，但并非完全鸽派，仍表示进一步加息将是适合的，经济前景的风险大致平衡，维持每个月的资产负债表缩减幅度在 500 亿美元不变，经济活动强劲增长，开支强劲增长，投资温和。美联储预计明年加息次数将减少，并暗示在金融市场动荡和全球经济增长放缓的背景下，政策的紧缩周期正接近尾声。

欧洲央行确认 2018 年 12 月底结束 QE。将保持现有关键利率水平不变至少到 2019 年夏季末，维持关键利率在当前水平，直至确保欧元区中期通胀率持续趋同至低于但接近 2%的水平。将在首次加息后进行再投资计划。经济的下行风险可能导致欧洲央行在货币政策正常化进程中趋于谨慎。

五、2019 年国债期货展望

从基本面来看，2019 经济面临较大的下行压力，目前来看部分关键领域数据回落，部分领域持续增长有压力。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，但大幅下行概率不高，不必过于悲观。2019 年全球主要经济体经济增长将放缓，不同经济体之间差异扩大。市场分析认为中国经济增长放缓长期趋势不变，经济名义增速下滑将会降低长期资本回报率的预期，对长久期债券价格有一定的支撑。

从政策面来看，2019 年稳健的货币政策保持松紧适度。面对临经济下行压力、社会融资需求收缩，在宏观政策注重逆周期调节的思路下，2019 年央行将贯彻执行稳健中性的货币政策过程中偏宽松的概率高收紧的概率低。货币政策边际放松对利率债价格有一定的支撑。

从资金面来看，2019 年资金面偏宽松在经济下行压力缓解、企业融资压力下降之前转向的概率较低。目前资金利率水平处于低位，料利率波动幅度降低。对加杠杆持有高等级债券较为有利，也利好短期债券价格。

对于 2019 年行情，我们判断还是偏多震荡为主。短期来看，目前国债价格处于高位，但由于春节的资金面扰动有回落的概率，节后随着 2018 年年度宏观数据逐步发布，经济下行支持债券价格上涨。之后债券价格与经济是否能够触底回升相关性价高，在经济下行的大背景下运行，并受其他因素影响而波动。10 年期国债利率水平预期在 3.0-3.8%区间，5 年期国债利率水平预期在 2.8-3.7%区间内波动，5 年期国债利率水平预期在 2.4-3.4%区间波动。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000　传真：010-84555009

合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908

福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号（世基大厦 12 层西侧）
电话：0475-6380818　传真：0475-6380827

大连营业部
地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840　传真：0411-84807340-803

青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532--66728681, 传真 0532-66728658

郑州营业部
地址：郑州市未来路与纬四路交叉口未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386809/53386892

上海营业部
地址：上海浦东新区松林路 300 号期货大厦 2002 室
电话：021-68401608　传真：021-68400856

合肥营业部
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115888　传真：0551-68115897

北京业务总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 9 层
电话：010-84555028　010-84555123

合肥金寨路营业部
地址：安徽省合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼
电话：0551-62895501 传真：0551-63626903

西安营业部
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

重庆营业部
地址：重庆市江北区观音桥步行街 2 号融恒盈嘉时代广场 14-6
电话：023-67107988

厦门营业部
地址：厦门市思明区莲岳路 1 号 1604 室 08 室
电话：0592-5312922、5312906

深圳营业部
地址：深圳市福田区百花二路 48 号二楼
电话：0755-36934588

唐山营业部
地址：河北省唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115

龙岩营业部
地址：厦门市思明区莲岳路 1 号磐基商务楼 2501 单元
电话：0597-2529256　传真：0592-5312958

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号双城国际大厦 4 号楼 22 层
电话：0571-87686300