国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2019.12.30

国债期货年度观点

国元期货研究咨询部

国债期货承压震荡

主要结论：

中国经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。2020 年通胀处于较高水平，下半年会随着食品价格回落。代表无风险利率的中枢逐步下移。

对于 2020 年行情，我们判断还是震荡为主，无风险利率中枢下移。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 2.8.0-3.5%区间，5 年期国债利率水平预期在 2.7-3.4%区间内波动，2 年期国债利率水平预期在 2.2-3.0%区间波动。

宏观金融

电话：010-84555131

相关报告

目　　录

一、2019 年国债期货行情回顾 1
二、国债现货市场分析 3
（一）、国债发行量回升 3
（二）、机构配置结构稳定 4
三、基本面分析 6
（一）、经济下行压力增大 6
（二）、通胀预期走强 9
四、金融数据低位持稳 10
五、资金利率水平下降 14
六、货币政策宽松 15
六、2020 年国债期货展望 18
七、风险揭示 19

附　图

图 1：2019 年国债到期收益率 2
图 2：国债期货 2019 年行情回顾 2
图 3：2019 年国债收益率变化 2
图 4：国债收益率差 2
图 5：中国 GDP 7
图 6：年度固定资产投资数据 7
图 7：中国零售总额 8
图 8：年度进出口数据 8
图 9：价格指标 10
图 10：PPI-CPI 10
图 11：M0 11
图 12：M1 11
图 13：M2 12
图 14：社会融资规模 12
图 15：存量社会融资规模 13
图 16：人民币贷款余额 13

图 17：7 天资金利率 14
图 18：SHIBOR 利率 14
图 19：利率走廊 15
图 20：公开市场操作 15
图 21：存款准备金率 16
图 22：MLF 余额 16
图 23：PSL 余额 16
图 24：货币当局总资产 16
图 25：中美长债息差 17
图 26：欧洲主要国家 10 年国债收益率 17

一、2019 年国债期货行情回顾

2019 年国债期货全年高位震荡行情。2019 年初十年期国债收益率在 3.2%附近，年末依旧在 3.2%附近。2019 年债市在经济下行加速的宏观背景下运行，国债价格在高位得到了支撑。年初延续 2018 年年末的牛市行情，国债收益率下行，十年国债收益率降至 3.1%之下，二年国债收益率降至 2.5%左右。随后 4 月初公布的一季度经济数据向好、社融数据超预期，在当时经济触底的预期下债市大跌，十年国债收益率上行至 3.4%附近。五月份央行接管包商银行，债市受到短暂流动性冲击，国债承压。及至 7、8 月份经济数据显示宏观经济下行加速，债市再次走强，及至 8 月中旬十年期国债期货创下 2 年半以来新高，十债收益率触及 3.0%。9、10 月份，猪肉带动食品价格大涨，市场通胀预期逐步走强，国债期货承压下行，十债收益率上行至 3.3%左右。之后进入年末的配置行情，震荡整理为主。2019 年债市的运行轨迹主要反映了我国国内的基本面，市场对于中美贸易谈判的进展依旧很关心，贸易谈判的反复也能带来市场的短期波动，但它已经不是推动市场运行趋势的核心因素。

2019 年十年期国债收益率在 3.0041%-3.4343%区间波动，均值 3.18%，较 2018 年均值 3.6090%下行 43BP；对应十债主力合约价格区间 99.34-95.98 元，均值 97.8 元。五年期国债收益率在 2.8643%-3.2693%区间波动，均值 3.0258%，较 2018 年均值 3.4242%下行 40BP，对应五债主力合约价格区间 100.25-98.49 元，均值 99.53 元。二年期国债收益率在 2.4901%-2.9541%区间波动，均值 2.7265%，较 2018 年均值 3.1449%下降 42BP。10 年-5 年利差处于 6-27BP 之间，低于去年水平，年内中大部分时段处于 20BP 之下。国债收益率曲线较去年略为走平，整体走出了高

位震荡的行情。

对于 2020 年期债行情的判断，从基本面上主要考虑物价能否稳定与需求能否提震，若二者对期债的影响方向一致则有单边行情，若如物价稳定需求低迷，则债市单边走强，若通胀走强经济回升则期债下跌。否则若基本面多空因素交织则在逆周期调节政策影响下应该还是以震荡为主。因此明年上半年期债仍有一定的下行压力，下半年有望震荡走升。

图 1：2019 年国债到期收益率



数据来源：Wind、国元期货

图 2：国债期货 2019 年行情回顾



数据来源：Wind、国元期货

图 3：2019 年国债收益率变化

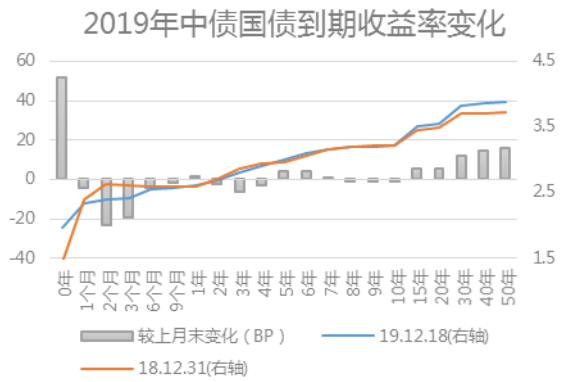
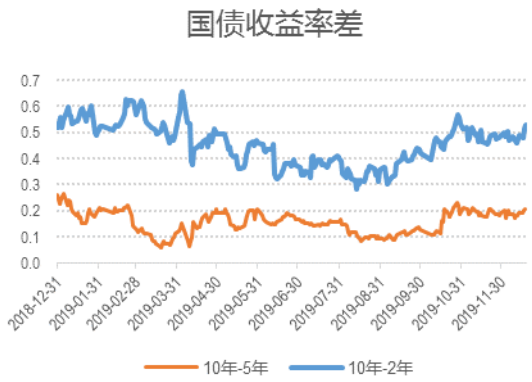


图 4：国债收益率差



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

二、国债现货市场分析

（一）、国债发行量回升

近3年来债券市场发行量保持稳步增长态势，2017年债券发行量增速较快较2016年增长11%，2018年增速略有放缓增速至7.4%左右，2019年截至11月新债发行增速恢复到11%左右。

2019年终同业存单、交易商协会ABN、政府支持机构债、金融债中的商业银行债的发行规模较去年缩减较大。2019年银监会主管ABS、可转债、证券公司短期融资券、商业银行次级债规模增幅较大。利率债方面，国债、地方政府债、政策性银行债均有一定程度的增长，其中国债和政金债的增幅均超一成，而地方政府债较去年增长4.2%左右略低于年初的预期。

2020年中央工作会议精神积极的财政政策要加力提效，国债、地方债新发规模继续扩大。

表 1、债券发行量

债券发行额（亿元）	2018	占比%	2019/12/13	占比%	变化	变化率%
国债	36,671.0	8.4	39,869.9	9.3	3198.9	8.7
地方政府债	41,651.7	9.5	43,417.6	10.1	1765.9	4.2
央行票据			260.0	0.1	260.0	-
同业存单	210,985.6	48.1	169,821.3	39.4	-41164.3	-19.5
金融债	52,459.1	12.0	64,648.3	15.0	12189.2	23.2
政策银行债	34,649.8	7.9	37,638.0	8.7	2988.2	8.6
商业银行债	5,170.2	1.2	4,196.5	1.0	-973.7	-18.8
商业银行次级债券	4,007.2	0.9	11,389.0	2.6	7381.8	184.2
保险公司债	570.0	0.1	566.5	0.1	-3.5	-0.6
证券公司债	4,723.9	1.1	4,526.3	1.1	-197.6	-4.2
证券公司短期融资券	1,425.0	0.3	4,304.0	1.0	2879.0	202.0

其它金融机构债	1,913.0	0.4	2,028.0	0.5	115.0	6.0
企业债	2,418.4	0.6	3,237.3	0.8	818.9	33.9
一般企业债	2,418.4	0.6	3,237.3	0.8	818.9	33.9
公司债	16,575.7	3.8	23,689.2	5.5	7113.6	42.9
一般公司债	10,110.7	2.3	10,353.1	2.4	242.4	2.4
私募债	6,465.0	1.5	13,336.1	3.1	6871.1	106.3
中期票据	16,962.2	3.9	19,433.6	4.5	2471.5	14.6
一般中期票据	16,962.2	3.9	19,433.6	4.5	2471.5	14.6
短期融资券	31,275.3	7.1	34,514.5	8.0	3239.2	10.4
一般短期融资券	4,778.3	1.1	4,715.2	1.1	-63.1	-1.3
超短期融资债券	26,497.0	6.0	29,799.3	6.9	3302.3	12.5
定向工具	5,478.9	1.3	5,909.2	1.4	430.3	7.9
国际机构债	54.6	0.0	135.0	0.0	80.4	147.3
政府支持机构债	2,530.0	0.6	1,650.0	0.4	-880.0	-34.8
资产支持证券	20,132.5	4.6	20,828.2	4.8	695.7	3.5
交易商协会 ABN	9,318.4	2.1	2,485.8	0.6	-6832.5	-73.3
银监会主管 ABS	1,257.0	0.3	9,596.1	2.2	8339.2	663.4
证监会主管 ABS	9,557.2	2.2	8,746.2	2.0	-810.9	-8.5
可转债	795.7	0.2	2,565.2	0.6	1769.5	222.4
可交换债	464.7	0.1	786.9	0.2	322.1	69.3
合计	438,455.2	100.0	430,766.1	100.0	-7689.1	-1.8

记账式国债方面，长期以来发行量逐年增长，只是在 2018 年出现了 9%左右的年度下滑，2019 年恢复了上涨趋势，今年 1-11 月发行记帐式国债发行 33882.6 亿元，已经超过去年全年的 33335.6 亿元。考虑到积极财政的资金需求市场预计 2020 年国债发行量将达到 4 万亿人民币。

（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，期限结构均衡，2019 年存量国债增长速度也与 2018 年的 10.8%大体持平，保持平稳增长态势。其中存量增幅最大的是 2-3 年期、7-8 年期 8-9 年期与国债。2 年期、10 年期国债

表 2、存量国债按剩余期限统计

2018	20191213

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)	增幅
1年以内	57	20,127.23	60	23,387.24	16%
1-2年	41	17,768.44	42	21,642.43	22%
2-3年	38	18,003.33	38	27,789.12	54%
3-4年	26	21,511.05	24	14,212.74	-34%
4-5年	23	13,322.64	21	15,557.74	17%
5-6年	10	11,228.40	10	10,082.70	-10%
6-7年	8	7,152.30	7	7,189.50	1%
7-8年	5	3,916.60	6	5,998.30	53%
8-9年	6	5,998.30	6	7,936.60	32%
9-10年	6	6,856.20	4	3,700.90	-46%
10年以上	62	22,919.17	62	26,722.77	17%
合计	282	148,803.67	280	164,220.04	10%

2019年国债持有者结构大体与前些年一致，商业银行依然是国债持有的主体。2019年商业银行整体增持了国债，国债持有占比从2018年的65%增长到66.8%，其中城商行持有占比从9.9%赠至10.8%增幅最大。值的注意的是境外机构持续增持国债，持有比例从2017年的5%、2018年的8%到2019年的9%；非法人产品（基金为主）的国债持有比例连续三年上升，证券公司持有比例连续两年上升。

表3、中债国债投资者持有结构

投资者结构	2019年11月	占比
银行间债券市场	143,563.39	100.0%
政策性银行	1,020.61	0.7%
商业银行	95,884.67	66.8%
全国性商业银行及其分支行	68,957.90	48.0%
城市商业银行	15,495.71	10.8%
农村商业银行	7,786.02	5.4%
农村合作银行	10.00	0.0%
村镇银行	49.70	0.0%
外资银行	3,048.93	2.1%
其它银行	536.40	0.4%
信用社	1,011.72	0.7%

保险机构	3,799.93	2.6%
证券公司	1,820.78	1.3%
基金公司及基金会	51.55	0.0%
其他金融机构	462.80	0.3%
非金融机构	7.20	0.0%
非法人产品	11,019.40	7.7%
商业银行理财产品	19.40	0.0%
境外机构	12,883.30	9.0%
其他	15,601.44	10.9%
柜台市场	194.84	0.1%
交易所市场	5,586.44	3.9%
自贸区市场	0.00	0.0%

三、基本面分析

（一）、经济下行压力增大

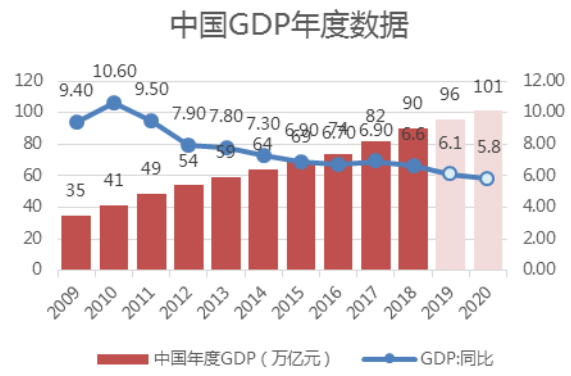
2019 年我国经济增长速度放缓，经济下行压力较大。三季度经济增速较前两个季度有明显的加速下行，整体不及上半年。四季度经济下行压力仍存，但下行空间或许有限。2019 年前三季度 GDP 为 697798 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，与上半年相比小幅下滑。分季度看，一季度增长 6.4%，二季度增长 6.2%，三季度增长 6.0%，其中三季度的 6.0%为改革开放以来单季最低增长水平。

2019 年生产端的表现不及 2018 年，2018 年在经济下行压力比较大的时候生产端表现出较强韧性给市场以信心，而在 2019 年不仅工业增加值增速下滑，并且波动性比往年大，表现出稳定性较低。2019 年 1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，累计增速与前两个月持平。今年汽车行业产销下滑对生产和消费数据都产生了较大的负面影响。长期来看下行趋势没有扭转，不过 2020 年由于外需、内需的修复可能会略微好于今年，再加上闰年效应数据上

会好看一些。

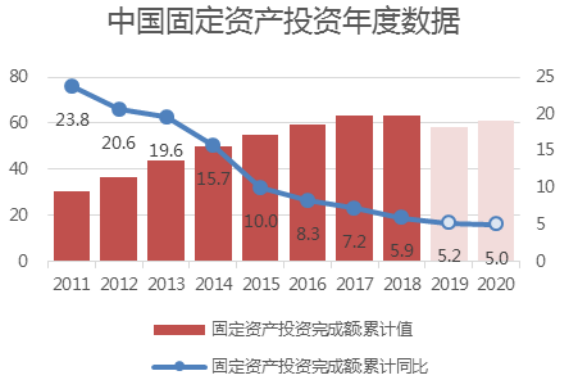
2019 年固定资产投资徘徊在低位。2009 年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2019 年 10 月份降至 5.2%，创出历史新低。年初时固定资产投资增速有一定程度的上升，3 月份达到年内高点 6.3%，这和今年财政发力较早有一定的关系，之后一路下行，创下年内新低。2019 年制造业投资小幅下行处于低位，基建投资有政府托底止跌回稳亦处于低位，房地产投资表现的相当的强势，房地产开发投资增速放缓的过程明显好于市场预期。2019 年固定资产投资增速逐步小幅下滑。2019 年 1-11 月全国固定资产投资 533718 亿元，同比增长 5.2%，增速与 1-10 月份持平。其中，民间固定资产投资 303786 亿元，同比增长 4.5%，增速提高 0.1 个百分点。

图 5：中国 GDP



数据来源：Wind、国元期货

图 6：年度固定资产投资数据

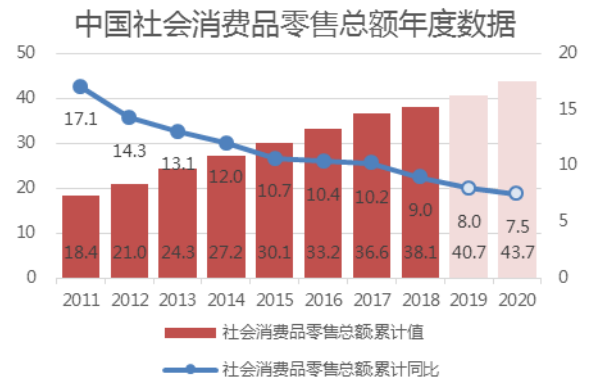


数据来源：Wind、国元期货

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。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，2018 年开始连网购的增速都下行了。2019 年初的情况大体与 2018 年相同。

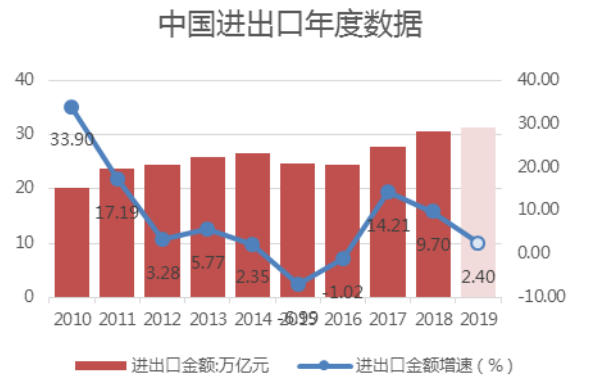
2019 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 372872 亿元，同比增长 8.0%，较 1-10 月份下滑 0.1 个百分点。汽车消费对总消费的拖累较大。消费名义增速提升应该结合 CPI 的走势来考虑，居民的实际消费能力其实比数据显示的更低一些。

图 7：中国零售总额



数据来源：Wind、国元期货

图 8：年度进出口数据



数据来源：Wind、国元期货

进出口小幅增长。2019 年年初由于全球经济下行趋势开始明确叠加贸易摩擦的因素，市场对于今年的外贸形势非常悲观，认为进出口负增长会成为 GDP 增涨的拖累，年内政府通过关税、产业政策等一系列措施来“稳外贸”，实际的情况要好于市场预期。2019 年前 11 个月进出口总值 28.5 万亿元，同比增长 2.4%。其中出口 15.55 万亿元，同比增长 4.5%；进口 12.95 万亿元，同比增长 0%。与去年同期累计增速合计 10.9%、出口 7.9%、进口 14.5%相比，今年的外贸增速下滑幅度较大。其中出口方面略好于进口，进口方面下滑较多，一方面去年进口的基数较高，更主要的是内需不足。今年进口增速低于出口增速的时间较长，反映了年内内需增长动力下滑是基本面影响带来的趋势性变化。

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信

贷、财政发力较早力度较大，起到了一定的托底经济的作用。虽然 2019 年经济下行的趋势比较确定，但下行幅度也没有显著地超出市场预期，经济指标保持在合理区间内运行。2020 年经济下行压力仍存，但下行空间尚存在一定变数。

（二）、通胀预期走强

2019 年价格指标走势出现分化，CPI 上升 PPI 下降，通胀预期走强。2019 年由于猪肉价格上涨带动食品价格上涨，CPI 受食品价格影响全年持续上涨，创下近 8 年新高。经济下行压力较大，工业品价格下滑，PPI 滑落至 0 值之下。PPI-CPI 剪刀差持续下降，上游行业利润下降，下游消费尚可。较 2016 年-2017 年的形势反转。

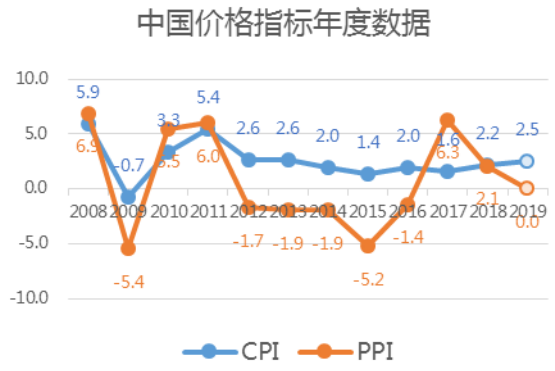
CPI 方面，2019 年 11 月 CPI 同比上涨 4.5%，创近 8 年以来新高。其中，城市上涨 4.2%，农村上涨 5.5%；食品价格上涨 19.1%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 6.5%，服务价格上涨 1.2%。1-11 月平均 CPI 比去年同期上涨 2.8%。今年以来 CPI 的同比涨幅主要是由食品价格上涨推动。食品价格中，畜肉类价格上涨 74.5%，影响 CPI 上涨约 3.27 个百分点；猪肉价格上涨 110.2%，影响 CPI 上涨约 2.64 个百分点。短期来讲，食品价格大幅下降的可能性也比较小。因而 CPI 大概率在高位波动。

据测算，在 11 月份 4.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为 4.5 个百分点。翘尾因素影响力下降，CPI 分析的重点转向新涨价动能。从新涨价动能变化方面推导，我们判断 2020 年春节之后 CPI 可能到达阶段性高点，之后可能小幅回落，2019 年年末至 2020 年年初 CPI 整体仍在高位、难下台

阶。

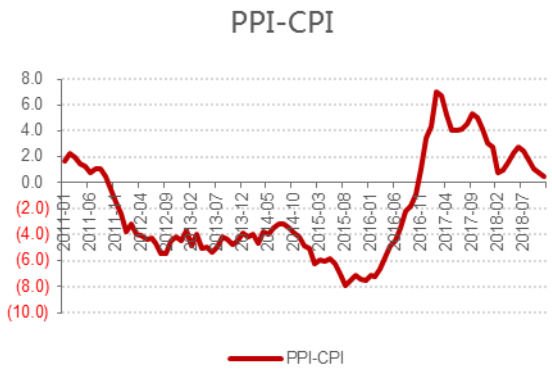
PPI 方面，2019 年 11 月份 PPI 同比下降 1.4%为连续 5 个月为负，环比下降 0.1%。PPIRM 同比下降 2.2%，环比下降 0.1%。工业品价格指标全线走弱。新涨价动能较弱，且环比指标一直徘徊在低位。

图 9：价格指标



数据来源：Wind，国元期货

图 10：PPI-CPI



数据来源：Wind、国元期货

CPI 在 2019 年、2020 年**全年保持较高增长，2020 年 CPI 中枢大概率会显著高于 2019 年**。在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 涨势尚未失控。由于需求不足，消费品、工业品价格指标大幅上涨的概率不是特别高。市场预期由于翘尾因素的负面影响，在经济下行工业品新涨价动能不足的情况下，PPI 继续处于低位，徘徊在 0 值附近一段时间。

四、金融数据低位持稳

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。

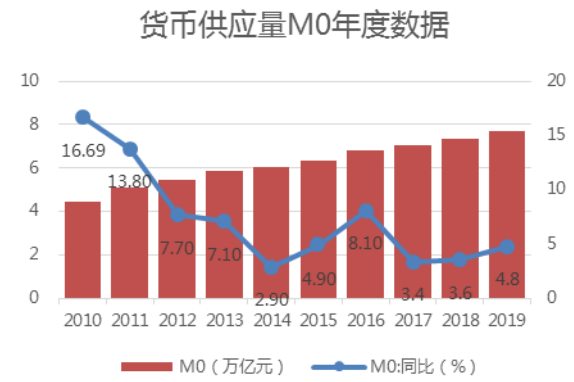
由于货币政策、宏观审慎政策、宏观经济、融资需求等多方面的作用，2018年的金融数据全面不及市场预期。M2 增速、社会融资规模增速持续下行，屡创新低。货币增速处于偏低水平成为常态，社会融资规模增速向 M2 增速靠近，M2 与社融增速“剪刀差”持续收窄。实体领域的融资需求对比去年有显著的下滑。

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。

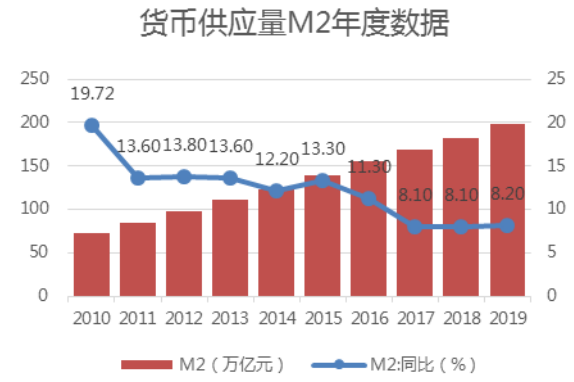
图 11：M0

图 12：M1

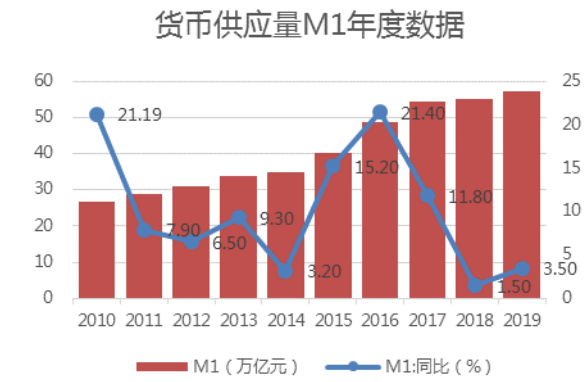


数据来源：Wind、国元期货

图 13：M2

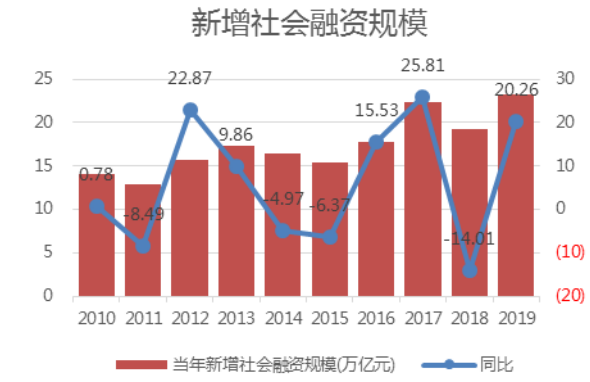


数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

图 14：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速经历了 2017-2018 年的中长期下降之后于 2019 年止跌回升。央行从 2018 年 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，直至 2019 年初才出现了社融单月回升，年初小幅回升之后全年大体维持平稳。长期看未来不悲观。

存量看 11 月末社会融资规模存量为 221.28 万亿元，同比增长 10.7%，与上月持平。11 月社融强于 10 月一方面体现了季节性特征。分项来看同比上升的有：

实体经济人民币贷款 150.5 万亿元增 12.5%、企业债券 23.09 万亿增 13.6%、地方政府专项债 9.41 万亿元增 30.2%、非金融企业境内股票 7.31 万亿增 4.5%。同比下降的有：外币贷款折合人民币 2.15 万亿降 6.9%、委托贷款 11.57 万亿降 8.2%、信托贷款 7.55 万亿降 3.7%、未贴现的银行承兑汇票 3.23 亿降 12.6%。值得注意的是表外融资降幅继续趋缓，表外融资收缩对社融的影响逐步降低，信贷维持在高位，地方债增速放缓，社融整体平稳。从存量社融结构分析，社会融资的主体依然是贷款，占比 68%。非标融资收缩比较符合金融供给侧改革的方向，有序推进结构性去杠杆。

略高于名义 GDP 增速的社融增速比较符合当前的政策形势，三季度的名义 GDP 增速在 7.6%左右，社融增速较其高 3 个百分点，后期如果名义 GDP 无法上行则社融还有下行空间，若货币政策过于宽松则不利于物价稳定。

图 15：存量社会融资规模

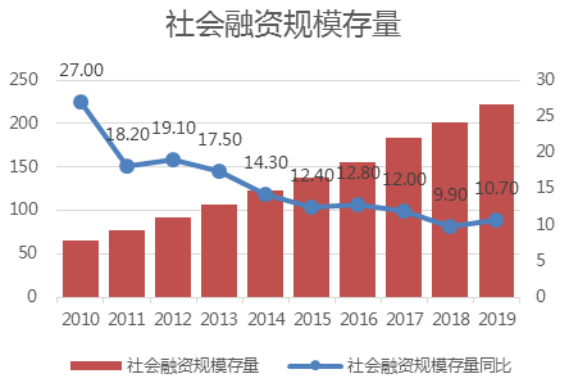
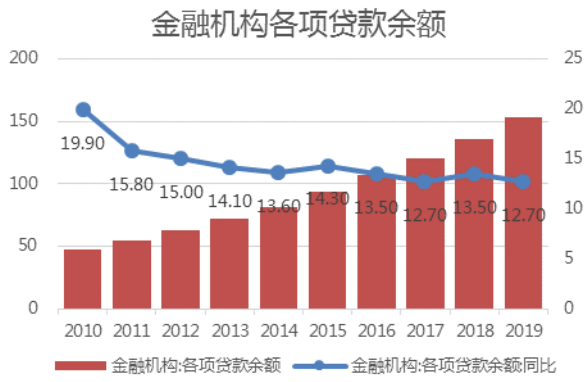


图 16：人民币贷款余额



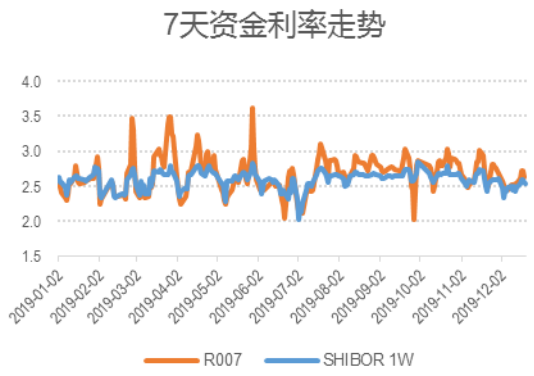
整体来看，2019 年的金融数据好于 2018 年，是央行在 2019 年外部压力增大国内经济下行的形势下加强逆周期调节的体现。2020 年央行的货币政策将保持稳定，并根据经济增长和价格形势变化相机调整。

五、资金利率水平下降

2019 年资金面整体偏宽松，资金利率水平整体低于往年。在宏观经济下行压力较大的态势下，央行保持银行体系内资金充裕，以稳定金融市场。2019 年 Shibor7 天利率在 2.0320%-2.8430%区间运行，均值为 2.5919%，较 2018 年均值下降 15BP 左右；7 天银行间质押式回购加权利率在 2.0167%-3.625%区间运行，均值为 2.6721%，较 2018 年均值下降 35BP 左右。2019 年是 2017 年至今三年来融资利率水平最低的，在 2019 年适度杠杆加票息策略的市场环境比较适宜。

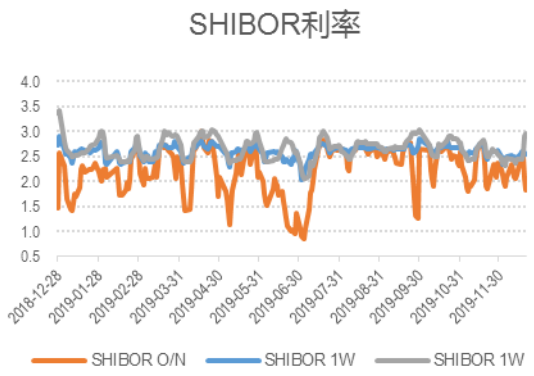
2020 年由于外部环境宽松、经济下行压力仍存，稳金融确保不发生风险的政策目标不变，货币市场利率整体回升的概率较低，大概率维持在低于历史均值的水平。2020 年也会延续通过公开市场操作调控流动性、指导资金利率的政策思路，公开市场以灵活适度的精准量化流动性供应为主。

图 17：7 天资金利率



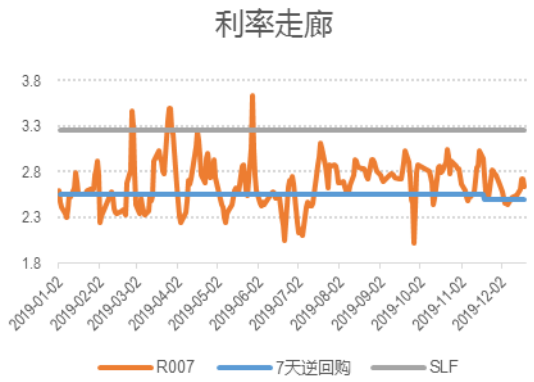
数据来源：Wind、国元期货

图 18：SHIBOR 利率



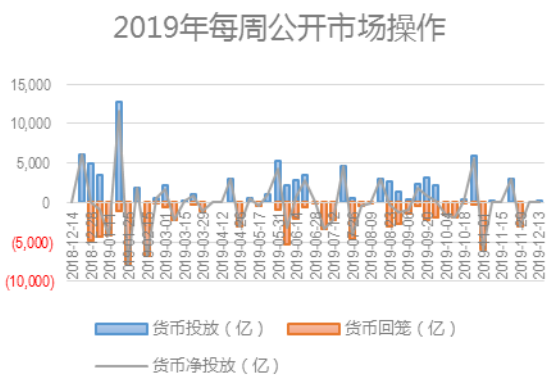
数据来源：Wind、国元期货

图 19：利率走廊



数据来源：Wind、国元期货

图 20：公开市场操作



数据来源：Wind、国元期货

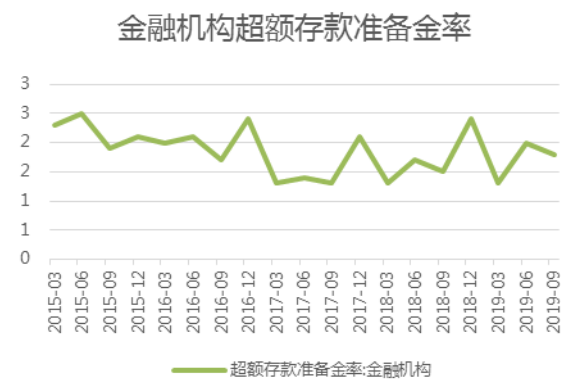
六、货币政策宽松

2019 年财政政策积极、货币政策稳健。2019 年货币政策较 2018 年边际放松，注重结构性调整，定向精准调控。2019 年进行了重大的利率并轨改革，通过 LPR 将市场利率与银行贷款基准利率挂钩，引导实体经济融资成本下行。

应对经济下行压力，进行货币政策领域的逆周期调节，2019 年央行实施了三轮降准、一轮降息，包括 1 月份的全面降准，分别于 1 月 15 日和 25 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放资金约 1.5 万亿。5 月份开始的一轮定向降准，开始的对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率，分别在 5、6、7 月三次实施到位。9 月份的全面降准与定向降准相结合，2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，再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 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。11 月份先后通过下调 MLF、OMO 利率引导 LPR 利率下行 5BP。

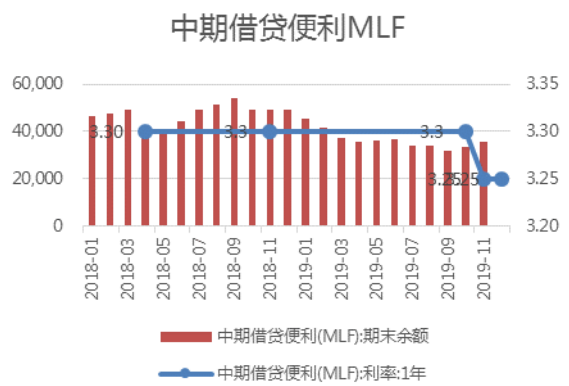
2020 年货币政策基调大体与 2019 年末的基调相同，稳健的货币政策仍将保持较高的稳定性。既不会大水漫灌，也将会根据经济运行情况相机进行逆周期调节。

图 21：存款准备金率



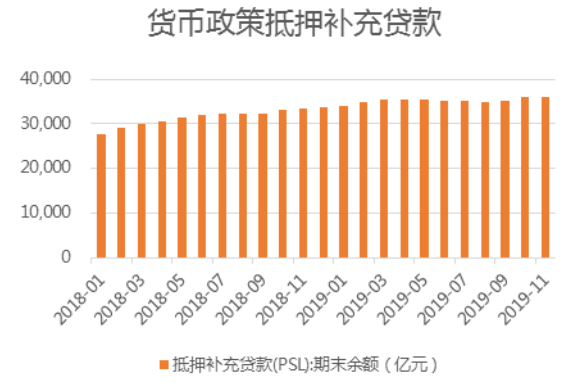
数据来源：Wind、国元期货

图 22：MLF 余额



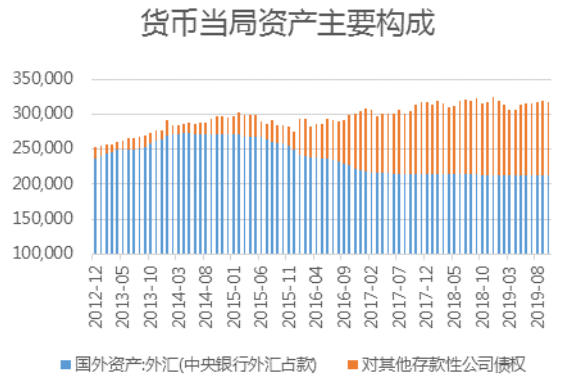
数据来源：Wind、国元期货

图 23：PSL 余额



数据来源：Wind、国元期货

图 24：货币当局总资产

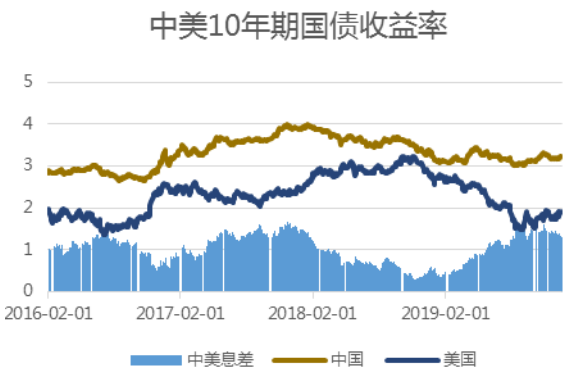


数据来源：Wind、国元期货

2019 年全球重要央行货币政策转向宽松。上一轮加息周期是以 2015 年 12 月美联储启动加息缩表为标志，伴随着其他主要央行的货币政策调整，全球长期利率整体上升。特别地，2018 年外部央行的政策导向是以回收流动性为主，

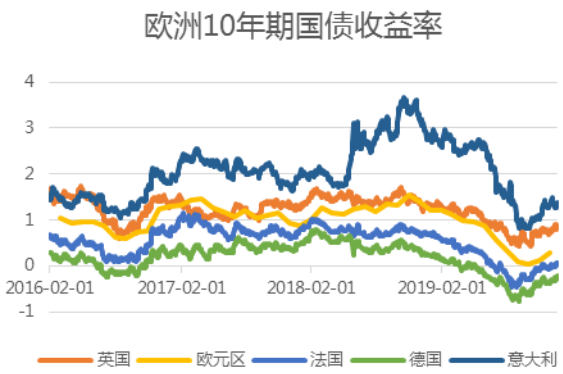
表现为美联储坚持年内加息 4 次，美国国债收益率上升，其他主要国家的长期国债收益率普遍平稳。而 2019 年全球央行政策方向发生了转折。

图 25：中美长债息差



数据来源：Wind、国元期货

图 26：欧洲主要国家 10 年国债收益率



数据来源：Wind、国元期货

2019 年一季度之后美国经济数据有明显的放缓，美联储分别于 2019 年 7 月、9 月、10 月三次下调利率 5 个基点至 1.50%-1.75%。并将停止缩表时间从 2019 年 10 月提前至 8 月，重启了正回购和短期国债购买。全球央行启动降息潮。欧央行 9 月会议下调存款便利利率 10 个基点至-0.50%，为自 2016 年以来首次降息，并宣布重启资产购买计划。日本、英国央行则维持现有宽松立场不变。此外，包括澳大利亚、新西兰、印度、韩国、俄罗斯、土耳其在内的将近 40 多家发达和新兴市场经济体央行 2019 年以来已因经济增长动能减弱或为实现通胀目标而选择降息。

对于 2020 年，市场普遍认为欧洲、日本等经济增长乏力的地区较难以摆脱低利率环境。美联储则会根据美国的经济基本面变化与其货币政策目标结合做出货币政策决策。2019 年下半年，美国经济数据有一定程度的好转，年末就业、

消费数据均处于高位。2020 年初美联储政策维持稳定的概率较大。

六、2020 年国债期货展望

从基本面来看，中国经济长期下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。2020 年经济增速面临下行压力，下行压力一方面来自内部需求的收缩压力另一方面来自于全球贸易保护主义盛行带来的外需冲击。2020 年 GDP 将首次突破 100 万亿元大关，GDP 增速或滑落至 5.5%-6%区间。因此以年为单位的长周期来看，以 10 年国债收益率为代表无风险利率的中枢逐步下移，这是因为在中国进入中高速发展阶段之后对投资、融资的依赖性降低，社会平均资本回报率跟随名义 GDP 增速的下行。

从政策面来看，2020 年货币政策基调大体与 2019 年末的基调相同，稳健的货币政策仍将保持较高的稳定性。既不会大水漫灌，也将会根据经济运行情况相机进行逆周期调节。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，2020 年货币政策偏宽松的概率较大。货币偏宽松比较确定，信用能否宽松尚存在一定的不确定性，整体上政策面比较利好利率债与高等级信用债。

资金面来看，2019 年是 2017 年至今三年来融资利率水平最低的。2020 年由于外部环境宽松、经济下行压力仍存，稳金融确保不发生风险的政策目标不变，货币市场利率整体回升的概率较低，大概率维持在低于历史均值的水平，2020 年利率债与高等级债券的杠杆加票息策略的市场环境比较适宜。短端收益率受到影响较大利好短期国债。

2020 年国债也会阶段性的承受不同方面的压力，价格表现呈压。它面临的最大风险就是通胀。第二大风险来自于经济企稳回升的幅度与时间长度超预期。特别地对于期债来说由于预期差以及基本面不确定性变化带来套保资金会使得期债承受的压力更甚于现券。因此全年呈现出乘压震荡的特点，难以出现大级别的顺畅走势。收益率的波动区间同 2019 年类似依然不会太大，无风险收益率波动区间收窄中枢下行可能是经济达到底部均衡状态之前的一个特点，只是在 2020 年会特别颠簸。

对于 2020 年行情，我们判断还是震荡为主，无风险利率中枢下移。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 2.8-3.5%区间，5 年期国债利率水平预期在 2.7-3.4%区间内波动，2 年期国债利率水平预期在 2.2-3.0%区间波动。

七、风险揭示

1、 猪肉带动食品价格上涨是产业结构问题不会向其他领域传导这一目前的市场共识被证伪，通胀成为经济整体性问题。

2、 经济企稳时间长度超出市场预期，甚至中期步入复苏通道，长期资本回报率上升。

3、 美国经济数据走强，资金需求带动长期国债利率大幅上升。

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

合肥分公司
地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

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

大连分公司
地址：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

西安分公司
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

上海分公司
地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室
电话：021-68400292

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
电话：0475-6380818

合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809

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

深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

唐山营业部
地址：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

杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

宝鸡营业部
地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室
电话：0917-3859933
电话：021-68400292