

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

2019 年国债期货半年报

——趋势向暖，隐忧仍存

刘晓艺

一德期货 期权部



■ 内容摘要

上半年经济企稳预期反复，伴随着市场风险偏好不断变化，利率表现一波三折。展望下半年行情，在市场对经济增速放缓形成共识的情况下，经济刺激政策有望进一步加码，基本面对于债市的驱动力可能较为有限。相比之下，总量流性能否进一步宽松，5月包商事件后导致信用分层影响，将决定国内机构是否继续加仓国债的重要考量。

刘晓艺
金融衍生品分析师
期货从业资格号：
F3012593
投资咨询证号：
Z0012930
liuxiaoyionly@sina.com

一德期权部

电话：（022）59182510
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心804
邮编：300051

■ 核心观点

- **经济增长：**下半年，内外需求收缩和贸易环境恶化将继续拉低制造业投资增速。融资渠道收紧和销售的回落增加房地产投资放缓压力，但期房交付压力下房屋施工保持高增速，预计房地产投资增速小幅下滑。由于今年地方债提前发行，剩余额度不及去年同期，若不增加财政赤字和表外资金额度，基建投资增速反弹空间有限。
- **财政政策：**若下半年经济出现快速下滑，财政政策有望加码，提高财政赤字、增加专项债额度、提前使用下一年地方债额度、发行特别国债都是可行方式。
- **货币政策：**在经济下行压力仍存，银行风险偏好较低背景下，采用价格型工具（下调公开市场操作利率）降成本的效果可能更显著。但考虑同业刚兑打破后，中小行负债端的稳定需求，采用数量型工具维持总量流动性宽松仍有实施必要。
- **微观视角：**由同业破刚兑引发的流动性分化目前已疏解，但信用分层将对债市产生持续影响。风偏回落虽有利于无风险利率的下行，但同样会加大中小行缩表压力，引发利率债抛售行为，制约债券收益率利率下行。
- **结论：**下半年经济增长压力仍存，经济刺激政策有望加码。财政政策有续发力有空间，货币政策将维持总量流动性宽松，并择机下调公开市场利率引导让实体融资成本下行。但考虑中小行面临缩表压力，利率下行空间有限。预估十年期国债收益率波动区间【3.0%-3.6%】，T主连续波动区间【95，99】，建议期债区间操作。

目 录

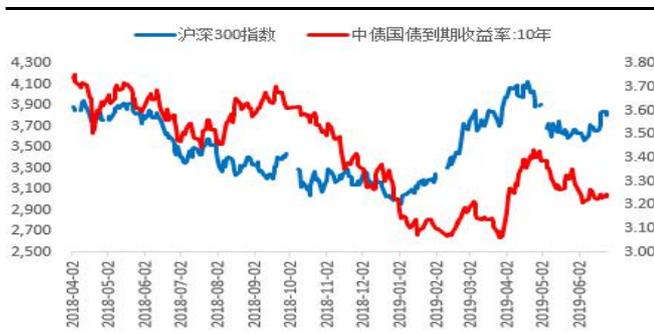
1. 行情回顾：	2
1.1 经济预期反复，风险偏好变化，利率一波三折.....	2
2. 经济下行达成共识，刺激政策有望加码.....	3
2.1 内外需求双收缩，投资下滑压力大.....	3
2.2 宽信用政策再加码，财政发力有空间.....	4
3. 货币总量维持宽松，量价兼顾降成本.....	5
3.1 政策重心降成本，重量价配合效率高.....	5
3.2 CPI 并非绝对约束，价格型工具择机落地.....	7
4. 流动性分层易解，信用分层难逆转.....	8
4.1 银行同业破刚兑，流动性信用双分层.....	8
4.2 负债增速渐放缓，中小行缩表压力大.....	9
5. 结论与操作建议：	10
免责声明.....	12

1. 行情回顾：经济预期反复，风险偏好变化，利率一波三折

上半年经济企稳预期反复，市场整体风险偏好不断变化，利率走势一波三折。从长债角度看，上半年的走势大致可以分为三个阶段：第一阶段，1月中旬前，国内市场延续2018年末经济增长的悲观情绪，叠加资金面宽松，国债表现好于股指和商品，十年国债收益率下破3.1%，十年国开收益率下破3.5%，十年期国债期货主力上冲至98.4的高位；第二阶段，1月下旬到4月中旬，先有央行降准操作，再有1月社融超预期增长，随后3月末制造业PMI重回线上，市场对经济企稳预期加强，市场风险偏好回升股强债弱，尽管期间2月社融数据不及预期，令3月股债走短暂震荡，但债市反弹力度有限，十年期债主力上冲至98.2开始回落。第三阶段，4月下旬至今，在贸易战再次反复、汇率维稳、外部经济体货币政策转向宽松预期下，市场风险偏好回落，债券表现强于股指和商品。

总的来看，上半年利率债走势逻辑与经济企稳的预期密不可分，十年期债券总体波动的区间在3.0%-3.6%，与我们前期报告中的预测区间几乎一致。期限利差方面，一季度国债10年和1年期限利差变化主要有短债引导，二季度国债期限利差变化主要长债引导。1月-2月央行降准加大春节前大量投放流动性，期限利差大幅走扩，国债10年-1年利差自63BP走扩至83BP。3月央行公开市场资金净回笼，短端利率上行带动期限利差回落至60BP。二季度开始，尽管利率债经历快速下跌再回涨，但期限利差总体走势与长债收益率变化相关性明显增强，曲线形态从熊陡向牛平变化，说明市场前期对经济企稳预期再次得到修正。展望下半年利率债走势，在市场对经济增速放缓形成共识的情况下，经济刺激政策有望进一步加码，基本面对于债市的驱动力可能较为有限。相比之下，总量流性能否进一步宽松，5月包商事件后导致信用分层影响，将决定国内机构是否继续加仓国债的重要考量。

图 1.1：十年期国债收益率（%）和沪深 300 指数



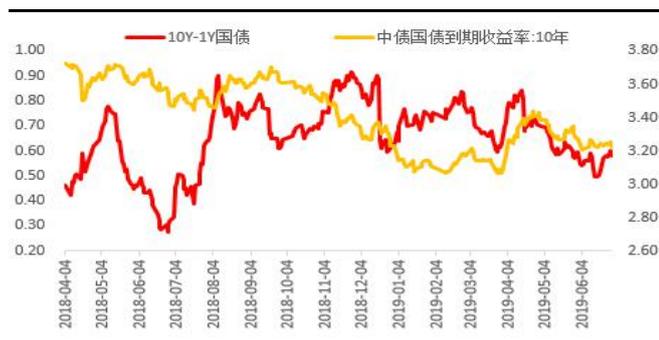
资料来源：wind，一德期权部

图 1.2：十年期国债收益率（%）和南华工业品指数



资料来源：wind，一德期权部

图 1.3: 国债期限利差 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 1.4: 银行间拆借和回购利率 (%)



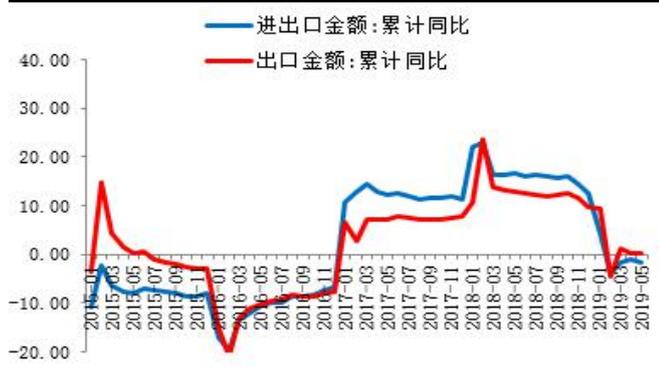
资料来源: wind, 一德期权部

2. 经济下行达成共识，刺激政策有望加码

2.1 内外需求双收缩，投资下滑压力大

2019 年以来内外需求双双放缓。贸易战背景下，我国进口和出口增速大幅下滑。叠加工业企业利润持续回落（截止 5 月工业企业利润同比下降 2.3%），制造业和民间投资大幅下滑。尽管自 2018 年中美贸易争端开始后，我国逐渐调整产品出口方向，但先行指标显示非美贸易伙伴的经济景气指数较 2018 年回落。下半年，外需的恶化会继续拉低我国制造业投资增速。

图 2.1: 进出口金额累计同比 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.2: 工业企业利润增速 (%)

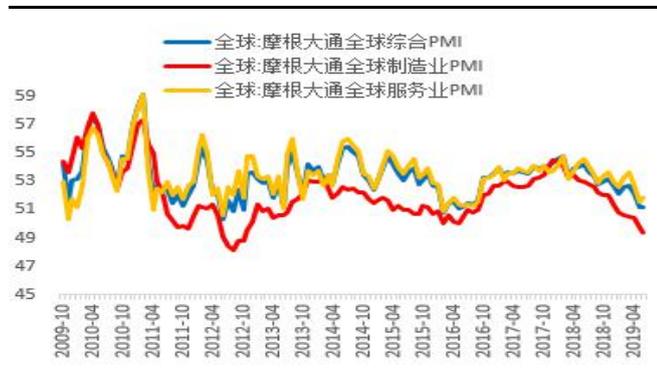


资料来源: wind, 一德期权部

上半年超预期的增长来自于房地产投资。前 5 个月房地产投资保持在 11% 左右的快速增长，其中建安工程取代其他费用成为房地产投资增速的主要拉动力。在行业融资渠道收紧和商品房销售面积增速转负的背景下，前期土地购置费拉动的减弱，房企减少新开工，加快存量项目施工，以促进销售回款，由此房地产施工面积保持快速增长。此外，2016 年-2018 年销售的大量期房今年面临交付压力，也是施工增速的保障。下半年，期房交付的拉

动力仍在，但土地购置费用对投资拉动效果继续减弱，房企融资环境不及上半年（5月房企公司债发行额环比下降257亿至244亿，净融资由正转负），房地产投资增速将小幅放缓。

图 2.3：摩根大通全球 PMI 指数 (%)



资料来源：wind，一德期权部

图 2.5：商品房现房和期房销售面积同比 (%)



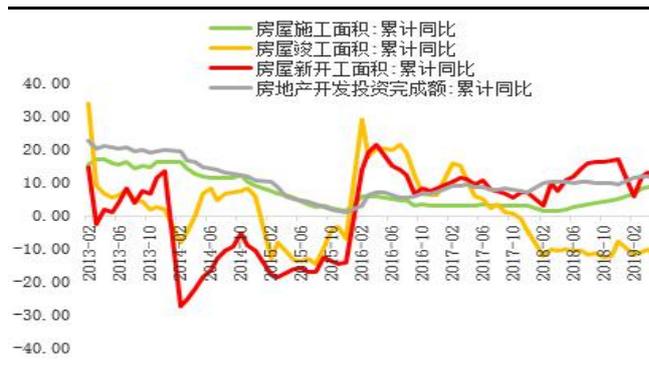
资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：固定资产投资累计同比 (%)



资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：房屋施工面积同比增速 (%)



资料来源：wind，一德期权部

2.2 宽信用政策再加码，财政发力有空间

年初以来，宽信用政策频出，特别是财政政策的推出频率和力度都超出预期。今年两会宣布减税 2 万亿创历史新高，其中个人税负减轻 4000 亿，企业减税 1.6 万亿。减税最大作用是增加居民收入，刺激居民消费。按照居民消费占 GDP 的 40% 测算，居民收入提高 4000 亿，将拉动消费 2500 亿左右，带动 GDP 增长 0.2%。同时，上半年企业增值税的减免导致了财政收支差额的快速扩大，后续财政资金来源成为部分投资者对政策发力空间的担忧。此外，今年地方债发行提前，下半年基建投资资金来源是否在四季度缺乏保障？

今年两会确定地方政府赤字和专项债新增额度分别为 9300 亿和 2.15 万亿，截止 6 月地方一般债和专项债净融资额度共计 2.05 万亿。按照财政部 9 月底前完成全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿发行的要求，下半年特别是四季度，地方债对基建投资的拉动作用将明显减弱。在表内预算有限和表外专项债额度固定前提下，近期出台地方债专项作为项目资本金（2019 年 6 月 10 日国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资

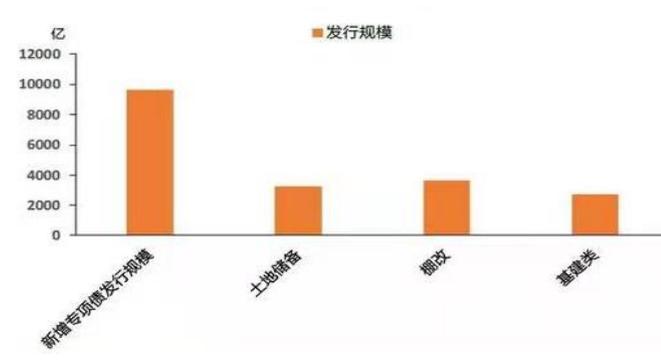
工作的通知》)的措施提高了财政资金使用的效率。需要注意的是,该政策只是增加了专项债资金的用途,而非新增额度,用年内专项债剩余新增额度乘以基建项目占比去测算专项债撬动的基建投资规模,结果将大幅高估改政策对基建投资的拉动。因此,在不增加财政赤字和表外资金额度下,基建投资增速反弹空间有限。假设下半年经济出现快速下滑,提高财政赤字、增加专项债额度、提前使用下半年地方债额度、发行特别国债都是宽信用加码的可行方式。

图 2.7: 财政收入和支出累计同比 (%)



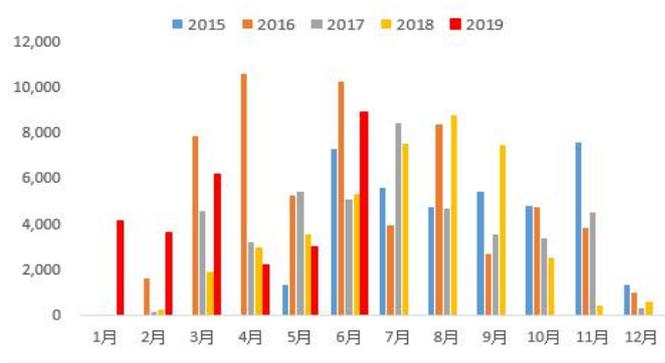
资料来源: wind, 一德期权部

图 2.9: 上半年新增专项债投向 (亿元)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.8: 地方政府债月度发行 (亿元)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.10: 上半年收费公路债融资机构 (%)

债券名称	资本金占比	专项债占比	其他资金占比
19青海债06	25%	75%	0%
19内蒙11	36%	64%	0%
19安徽04	45%	38%	17%
19福建债08	30%	70%	0%
19湖北06	37%	39%	24%
19四川债27	66%	34%	0%
19甘肃债02	29%	71%	0%
19四川07	43%	57%	0%
19河北债01	34%	31%	35%
19天津05	50%	50%	0%
平均值	40%	53%	8%

资料来源: 中泰证券研究所

3. 货币总量维持宽松, 量价兼顾降成本

3.1 政策重心降成本, 量价配合效率高

2019 年货币政策继续强调降成本目标。年初央行实施了全面性降准, 随后陆续推进银行永续债发行、MLF 置换 OMO、降准置换 MLF、创设 TMLF、定向降准的一系列操作, 以解决金融机构资金供给端的资本约束、流动性约束和利率约束问题, 但结果显示效果并不突出, 一季末金融机构一般贷款加权利率不降反升, 扣除无风险利率的指标显示一季末风险溢价仍在上行, 实体融资过程中各类机构感受差异较大。二季度货币政策定向化特征更为

明显，5月央行开始实施定向降准，随后R007中枢下滑。尽管5月末包商银行事件发生后，资金利率波动加大，但6月央行有意加大公开市场投放量以稳定中小行和非银负债，整体流动性宽裕。

总的来看，上半年货币政策以数量型为主，定向性逐渐增强，整体流动性保持充裕，但货币市场利率向信贷市场利率传导仍然不畅。6月26日国常会再提降低小微企业融资实际利率，对比上一次国常会的措辞，本次会议更加强调货币政策的量价配合。在经济下行压力仍存，银行风险偏好较低的背景下，下半年采用价格型工具降成本的效果可能更显著。但考虑同业刚兑打破后，中小行负债端的稳定需求，数量化的货币政策工具仍有实施必要。

具体到价格型工具选择上，我们认为下半年采取下调公开市场操作利率（逆回购或MLF）的可能性较大。今年央行政策屡次提到利率市场化推进，5月18日央行行长易纲讲话“研究不在公布贷款基准利率”，意味着未来可能通过调节贷款基础利率（LPR），引导贷款利率下行，从而推进利率市场化“两轨并一轨”目标实现。但就当前LPR和金融机构贷款利率背离的表现来说，LPR的传导机制并不完善（虽二者同为市场化利率，但由于LPR期限集中在1年期限对整个信贷市场影响有限）。短期内降成本目标的达成还要依赖于公开市场利率的下调。长期看，随着利率市场化的推进，LPR在利率市场化中的地位逐渐提升，最终形成公开市场利率-LPR-贷款利率的利率传导机制。

图 3.1: 上半年货币政策一览

日期	货币政策工具
20190104	央行宣布降准1%，分别在1月15日和25日各降0.5%
20190123	投放1年期TMLF2575亿，利率3.15%
20190124	央行推出票据互换业务，促进商业银行对永续债的购买
20190417	投放1年期MLF2000亿
20190424	投放1年期TMLF2674亿，利率3.15%
20190514	投放1年期MLF2000亿
20190515	定向降准（针对县域农商行分三次下调存款准备）
20190606	投放1年期MLF5000亿
20190614	央行公告增加2000亿再贴现额度和1000亿常备借贷便利额度，以支持中小行流动性，且允许中小行使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向央行申请流动性支持
20190617	央行定向降准释放3000亿流动性（5月15日已公告）
20190619	投放1年期MLF2400亿

资料来源：wind，一德期权部

图 3.3 金融机构加权贷款利率（%）



资料来源：wind，一德期权部

3.2 CPI 并非绝对约束，价格型工具择机落地

今年以来，猪肉价格持续攀升，根据农业部公布的全国猪肉平均批发价从 2 月底 17.95 元/公斤上涨到 6 月底 22.43 元/公斤，大幅拉涨 CPI 食品分项。5 月末 CPI 同比上行至 2.7%，其中食品拉动 2.17%。5 月生猪存栏持续下滑，意味着后期猪肉价格将延续上涨态势。尽管下半年总需求的走弱会带动非食品价格下滑，对冲部分食品价格上涨影响，但去年低基数作用下四季度 CPI 同比可能上行至 3% 左右。由于本轮食品价格上涨源于供给端，并不能反映经济情况和消费需求，因此 CPI 并不是货币政策限制因素。相比之下，汇率因素是货币政策考虑的目标之一。

随着上半年多国下调经济增长预期，陆续加入降息队伍，国内市场降息预期增强。特别是 6 月美联储议息会议释放强烈鸽派信号后，十年期美债收益率一度走跌至 6 月末 2%。目前市场较为关心的是美联储降息落地的时间将在 7 月还是 9 月，尽管中美十年利差已经拉大至 120BP，但人民币兑美元在 6.9 附近仍然存在较大贬值压力，出于汇率考虑，国内降息时点不宜过早。半年报中我们统计了历史上美债收益率曲线倒挂后，联储停止加息至开始降息大约 3-6 个月时间，按照 3 月份美债收益率曲线倒挂计算，美联储 9 月降息可能性比较大。在此之前，若内需总体稳定，则降息可能性不大。

图 3.2: 金融机构加权贷款利率（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.4: 贷款加权利率与 LPR（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.5: CPI 同比 (%)



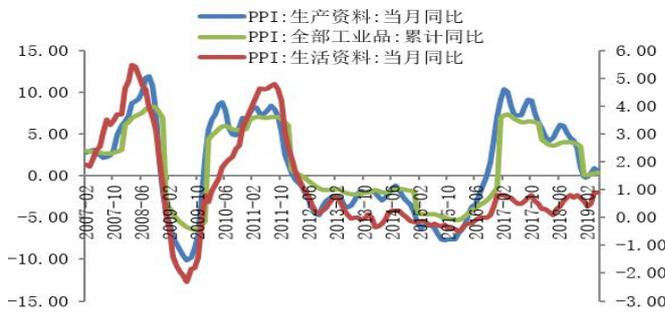
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.7: 2019 年各国降息情况

日期	国家	降息幅度
2月7日	埃及	降息100BP
2月15日	印度	降息25BP
4月4日	印度	降息25BP
5月7日	马来西亚	降息25BP
5月8日	新西兰	降息25BP
5月9日	菲律宾	降息25BP
6月4日	澳大利亚	降息25BP
6月6日	印度	降息25BP
6月14日	俄罗斯	降息25BP
7月2日	澳大利亚	降息25BP

资料来源: wind, 一德期权部

图 3.6: PPI 同比 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.8: 中美十年期国债收益率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

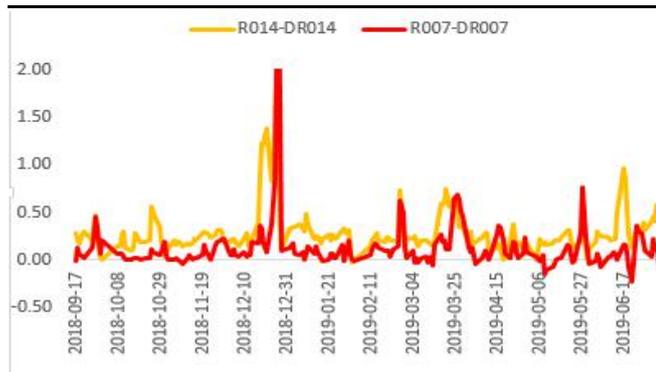
4. 流动性分层易解，信用分层难逆转

4.1 银行同业破刚兑，流动性信用双分层

5月包商银行被接管以来，中小行和非银机构经历了一轮明显的流动性冲击，市场风偏的回落导致“大行-中小行-非银”资金传导不畅。6月以来资金市场最为直观的感受是回购加权利率逐渐走低，而银银和非银拆借利率差异较大，一面是大行出不掉资金，另一面非银和中小行拆入仍然困难。在此背景下，央行开始直接向非银输血，鼓励头部券商发行金融债，并提高部分券商短期融资券发行额度。目前看，流动性的安抚工作已经起效，避免流动性分层引发的系统性风险。

更值得关注的是，同业刚兑打破引发的机构间信任问题对市场的持续影响。6月在央行大量公开市场操作呵护流动性的背景下，同业存单发行表现出城商行和农商行与国有行的两级分化。同业刚兑打破后，整个市场将更多关注债券的信用资质，而中小行面临信用风险的重新定价。未来信用分化现象会延续，利于风险偏好的下行。

图 4.1：银银和非银拆借利率差（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.2：同业存单发行利率（%）



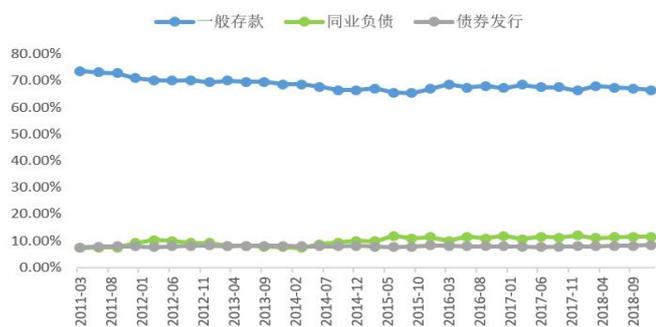
资料来源：wind，一德期权部

4.2 负债增长渐放缓，中小行缩表压力大

虽然同业刚兑的打破利于市场风险偏好的下行，利多利率债收益率下行，但长期看由信用分层引发的贷款分流和同业负债增速放缓将带来中小行缩表的压力。风险事件发生后中小行遭遇的流动性冲击正是交易机构风偏下行的第一反应——筛选交易对手，往后看企业和居民同样会出于安全性考虑倾向将存款存放大行，由此带来中小行存款增速的下降。另一方面，相比大型商业银行，中小行负债结构中存款占比小、同业负债和其他负债占比高，而自 2017 年后，同业存单已经成为中小行主动负债的工具，如果存单发行继续受阻，中小行负债端的压力将明显加大。

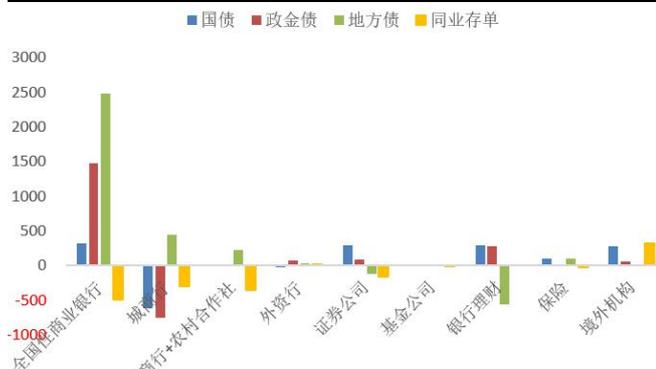
结合 6 月债市托管数据，可以看到以城商行为代表的同业负债依存度较高的机构大量减持利率债，说明负债端的压力逐渐凸显，而利率债由于流动性较好率先遭到抛售。因此，流动性分层或许是相对容易解决的问题，而信用分层或长时间作用市场。随着风险偏好的回落，中小行无论同业负债还是传统存款都面临着不小压力，中小行面临缩表压力，由此引发利率债的抛售将制约无风险收益率的下行。

图 4.3：中资大型商业银行负债结构（%）



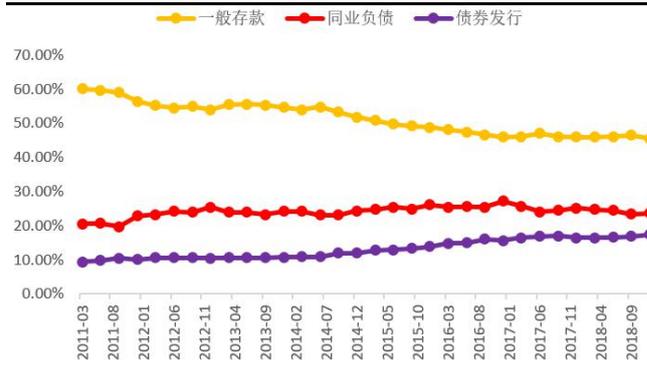
资料来源：wind，一德期权部

图 4.5：6 月利率债托管量环比变化（%）



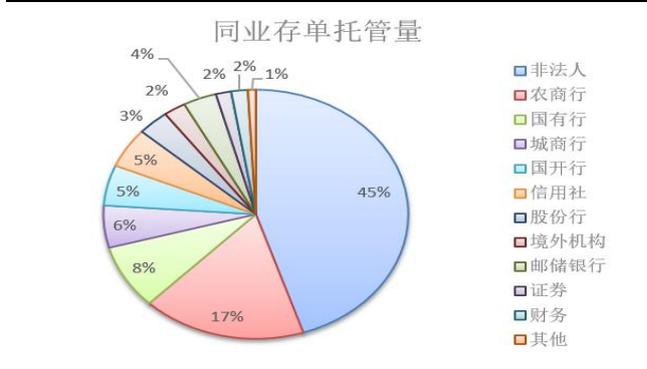
资料来源：wind，一德期权部

图 4.4：中资中型商业银行负债结构（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.6：6 月末同业存单托管量（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

5. 结论与操作建议：

经济增长：下半年，内外需求收缩和贸易环境恶化将继续拉低制造业投资增速。融资渠道收紧和销售的回落增加房地产投资放缓压力，但期房交付压力下房屋施工保持高增速，是支撑房地产投资保持韧性的原因。由于今年地方债提前发行，剩余额度不及去年同期，若不增加财政赤字和表外资金额度，基建投资增速反弹空间有限。

财政政策：一旦下半年经济出现快速下滑，财政政策有望加码，提高财政赤字、增加专项债额度、提前使用下一年地方债额度、发行特别国债都是可行方式。

货币政策：在经济下行压力仍存，银行风险偏好较低背景下，采用价格型工具（下调公开市场操作利率）降成本的效果可能更显著。但考虑同业刚兑打破后，中小行负债端的稳定需求，采用数量型工具维持总量流动性宽松仍有实施必要。

微观视角：由同业破刚兑引发的流动性分化目前已疏解，但信用分层将对债市产生持续影响。风偏回落虽有利于无风险利率的下行，但同样会加大中小行缩表压力，引发流动性好的利率债抛售，制约债券收益率下行。

综上所述，下半年经济增长压力仍存，经济刺激政策有望加码。财政政策有继续发力的空间和进一步加码的可能，货币政策将维持总量流动性宽松，并择机下调公开市场利率引导让实体融资成本下行。但考虑中小行面临缩表压力，利率下行空间有限。预估十年期国债收益率波动区间【3.0%-3.6%】，T 主连续波动区间【95，99】，建议区间操作。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678