

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（四季报）

2019 年国债期货四季报

——谋定而动，知止有得

刘晓艺

一德期货 期权部

■ 内容摘要

三季末国债期货由涨转跌，切换的原因是降息预期的落空。当前市场对年内经济下行压力和货币政策保持定力已经达成共识，四季度债市的焦点集中在逆周期调节政策的力度和效果、流动性进一步宽松的时点、债市内外配置力量强弱的变化，本文将逐一分析。

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

- 四季度，内外需求回落下，经济下行趋势不改。逆周期调节加码下，四季度消费刺激政策推出和地方专项债提前发行可能性较大。但发行额度预计有限，地方政府不再为城投提供信用担保将抑制后者加杠杆能力，基建对冲效果有限，经济基本面下行的趋势难改。
- 受制于物价、房价和汇率等约束，短期货币政策将保持定力。当前银行负债压力正在显现，流动性储备不足限制了贷款的投放，四季度可能再次降准或加大公开市场投放量。考虑年内实体融资降成本目标，MLF利率可能按兵不动，而LPR缓慢下行的可能性较大。
- 由同业破刚兑引发的信用分层加剧了中小行缩表的压力，警惕利率债抛售换取流动性行为。经济下行叠加金融严监管使得高质量和高收益资产相对缺少，当前大行更倾向于定价更简单的信用债投资而非信贷，未来风险偏好若有回升，信用债配置将对利率债形成挤压。四季度国内配置力量可能较三季度弱化，海外配置力量相对加强。
- 经济下行趋势不变情况下，利率债难言转熊。但考虑后期货币数量型宽松针对缓解银行负债压力，以疏通货币传导机制，对于债市的利好有限。相比三季度，四季度债市的配置力量内部减弱，外部增强。操作上建议区间下沿做多，十债关注2.8%-3.2%，T1912关注区间【97,100】。

目 录

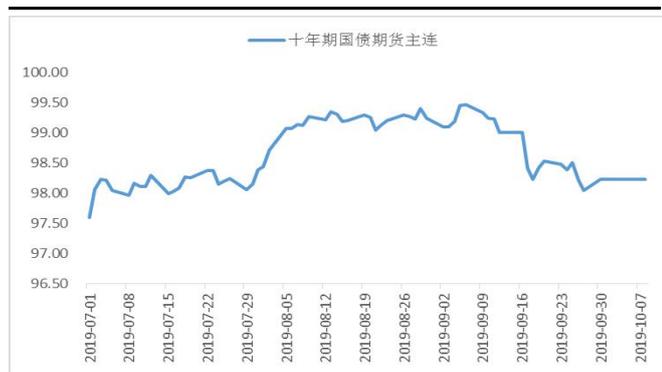
1. 行情回顾：三季度先涨后跌，行情多次震荡.....	2
2. 经济下行预期增强，逆周期调控有望加码.....	3
2.1 内外需求继续回落，投资下行压力加剧.....	3
2.2 逆周期调节再加码，消费基建托而不举.....	4
3. 短期货币难现宽松，量松价降择机落地.....	5
3.1 货币政策以我为主，短期存在掣肘因素.....	5
3.2 银行负债压力仍在，宽松政策择机落地.....	6
4. 内部驱动有所弱化，外部配置力量加强.....	7
4.1 国内配置力量弱化，警惕风险偏好回升.....	7
4.2 海外负收益率时代，中债优势逐渐凸显.....	8
5. 结论与操作建议：.....	9
免责声明.....	11

1. 行情回顾：三季度先涨后跌，行情多次震荡

三季度，国债期货先涨后跌。7月-8月期债整体延续6月末的上涨行情，虽然价格上行幅度较为可观（T1912上行2元左右），但节奏上并不流畅。6月28日至7月2日在降准预期下，十债主力合约三连阳上行至98.2（涨幅1元），但随后由于缺乏驱动导致市场陷入盘整。直至8月1日特朗普宣布自9月开始对中国3000亿商品再加10%关税，导致避险情绪再起，T1912跳空高开近0.4元。随后，伴随着美债收益率走低、月中公布的PPI同比转负、贷款数据不及预期，T1912一度走升至99.49。8月下旬，在前期利多逐渐消化后，整个市场再次陷入震荡。9月初国常会释放降准信号后，虽然期债一度跳空高开，但降准落地后债券市场表现平平。9月中随着降息预期的落空、资金面收紧以及通胀预期升温，期债出现明显调整，T1912跌幅超1元。

三季末的行情与一季末较为相似，债市由涨转跌的直接原因均是货币政策短期难以看到进一步放松。但根本原因并不相同：3月末制造业PMI重回线上，经济企稳预期较强，货币政策保持稳健；9月末内部来自物价和房地产调控，以及外部汇率的压力，或是央行保持定力的主要考虑。对于年内经济下行压力和当前的货币政策市场已经达成共识，四季度债市的焦点集中在逆周期调节政策的力度和效果、流动性进一步宽松的时点、债市内外配置力量强弱的变化，本文将逐一分析。

图 1.1：十年期国债期货主连走势



资料来源：wind，一德期权部

图 1.2：国债期限利差 (%)



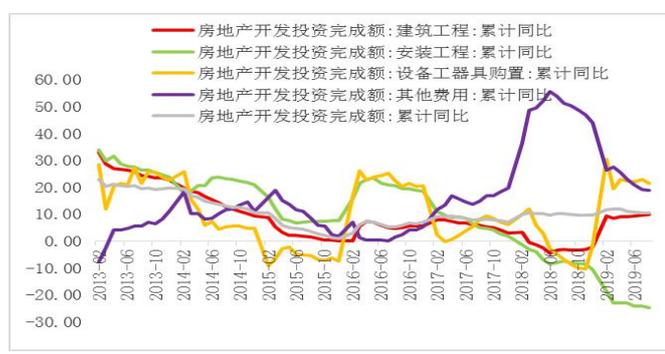
资料来源：wind，一德期权部

2. 经济下行预期增强，逆周期调控有望加码

2.1 内外需求继续回落，投资下行压力加剧

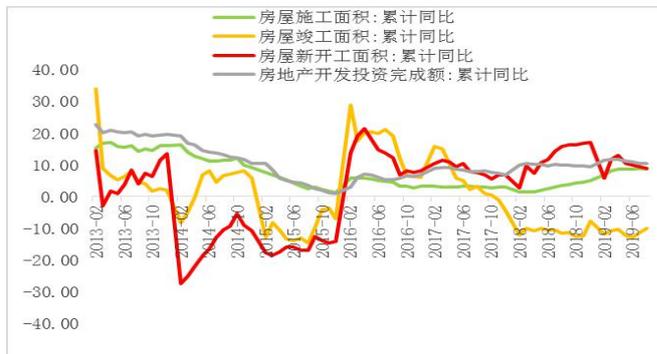
今年以来，房地产调控政策频出。三季度“房住不炒”和“因城施策”的精神再次强调，同时在地产融资端在债券和信托融资方面度均出现明显收紧。融资端的制约，导致房企土地购置速度的放缓，并加大对销售回款的依赖。截止8月，固定资产投资累计同比增速下行至5.5%，其中房地产投资同比增速下滑至10.5%，土地购置面积同比增速放缓至21.9%。分项指标看，土地购置费对投资的拉动力继续减弱，并且后期将进一步走弱。而期房交付压力下（详见半年报《趋势向暖，隐忧仍存》），房地产施工面积增速有望加快，从而拉动竣工面积增速回升，带动房地产投资建安工程增速维持稳定。随着前端拿地和新开工增速的不断走弱，房地产施工中后期将受到压制。在土地购置费增速进一步放缓和建安工程增速维持稳定的判断下，预计四季度房地产投资增速将下滑至8%左右。

图 2.1：房地产投资分项（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.2：房屋施工面积同比增速（%）



资料来源：wind，一德期权部

制造业投资方面，年初以来多次会议强调小微和民营企业降成本的目标，并且央行多次进行定向降准操作和再贷款操作，意在引导银行间资金流入实体，解决民企融资难融资贵问题，但三季度制造业和民间投资增速仍在下滑。同期，民间融资利率整体变化不大，说明小微和民营企业融资需求疲弱是制约制造业投资的主因。目前工业企业利润仍然处于收缩区间（前8月工业企业利润同比下降1.7%），叠加部分中小行缩表影响，四季度制造业投资难见好转。

2019年前9个月，已有20多个国家进行降准降息操作应对经济下行压力。根据德意志银行统计，8月末全球负收益率债券总额已达到15万亿美元，占全球所有政府债券比例高达25%，但货币宽松效果并不明显。9月摩根大通全球制造业PMI仍处于景气线之下，9月美国ISM制造PMI分项指标出口订单下滑表明贸易战影响开始

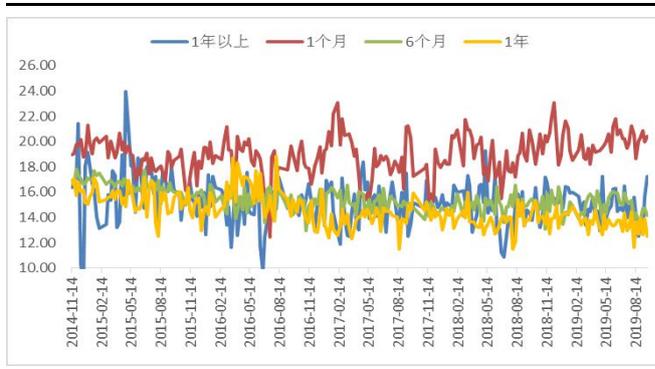
体现，考虑外需的普遍回落，预计四季度净出口将施压经济增速。

图 2.3: 制造业投资和民间固定资产投资 (%)



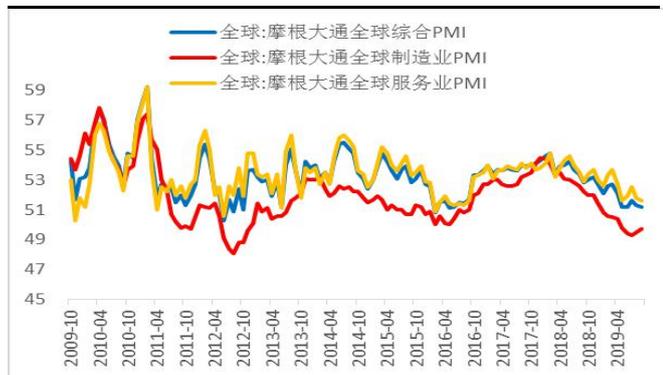
资料来源: wind, 一德期权部

图 2.4: 温州地区民间融资综合指数 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.5: 摩根大通全球 PMI 指数 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 2.6: 工业企业利润增速 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

2.2 逆周期调节再加码，消费基建托而不举

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，企业税负减轻 16000 亿，减税措施拉动了上半年的消费。目前看，虽然三季度消费略有下滑，宏观预期整体悲观，但考虑四季度房地产施工之后竣工加快，今年消费增速有望维持在 8% 左右。

大规模的减税措施造成了财政收支差额的快速扩大，四季度财政政策发挥空间受限。此外，今年地方专项债提前发行，截止 9 月底，2019 年新增地方政府专项债已发行 2.13 万亿元，完成 2019 年新增额度的 99%，年内所剩额度已经相当有限。9 月 24 日，在庆祝新中国成立 70 周年活动举办的首场新闻发布会上，国家发改委、财政部和央行官员同时发表讲话，确认经济下行压力，强调逆周期调节政策作用，并提及提前下达 2020 年度专项债新增额度，以带动有效投资，支持补短板、扩内需。后续地方专项债的提前发行将对基建投资产生一定拉动。但

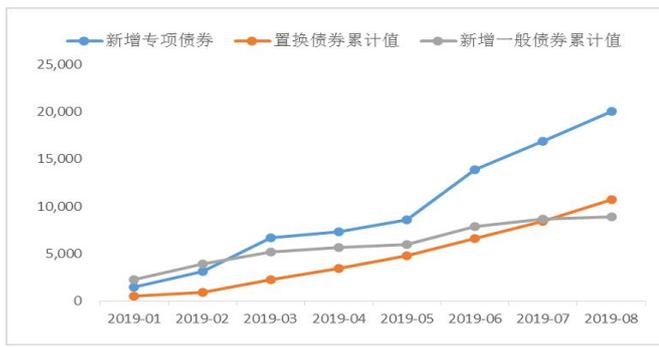
需要注意的是，四季度专项债发行额度尚未确定，而基建最终能否起到对冲作用难以确定。当前地方政府不能再为城投提供信用担保，金融机构不愿意发放贷款，城投加杠杆的能力受到限制，因此，我们认为基建投资对冲地产和制造业下滑作用有限，经济基本面下行的趋势难改。

图 2.7: 社会消费品零售总额同比增速 (%)



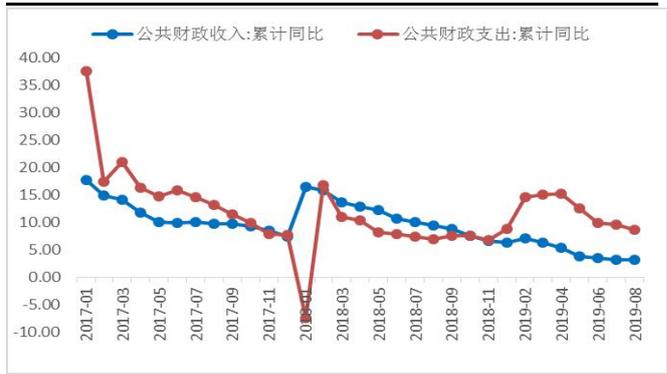
资料来源: wind, 一德期权部

图 2.9: 新增地方债发行累计值 (%)



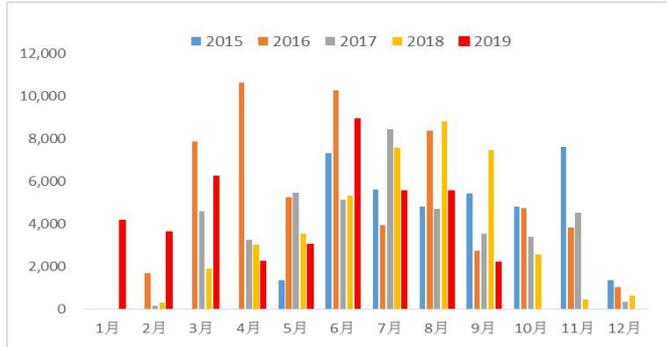
资料来源: wind, 一德期权部

图 2.8: 财政收入和支出累计同比 (%)



资料来源: 中泰证券研究所

图 2.10: 地方政府债月度发行 (亿元)



资料来源: wind, 一德期权部

3. 短期货币难现宽松，量松价降择机落地

3.1 货币政策以我为主，短期存在掣肘因素

三季度货币政策继续以数量型工具为主和定向性为特征，同时监管层为推进利率并轨制的工作开启了 LPR 的改革。9 月美联储降息，欧洲央行重启 QE，但国内货币政策保持较强定力，9 月两次 MLF 到期央行都没有顺势下调操作利率，使得此前市场对于降息的预期落空，导致债市调整。9 月 24 日在为庆祝新中国成立 70 周年活动举办的新闻发布会上央行行长讲话表示，“中国的货币政策的取向应当是以我为主，考虑到国内的经济形式和物价走势来进行预调和微调”。总体判断目前经济运行处于合理区间，并不急于做出较大的降准或者量化宽松举措。

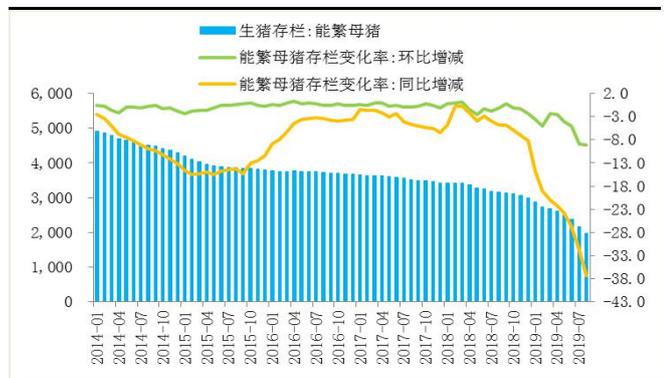
当前物价指数呈现明显结构分化，CPI 食品价格和非食品价格以及工业品价格涨跌相悖。三季度猪价的上涨加剧了分化。8月农业农村部联合多部门下达多项政策支持生猪养殖稳定猪肉供应，涉及基础设施、贷款贴息、保险、补贴补助、养殖用地、禁养区规定、运输、抵押贷款和农机等方面，9月中央储备冻猪肉投放近3万吨，对于猪肉价格的抑制效果较为明显。但至8月末能繁母猪的存栏同比和环比降幅仍在扩大，即使9月存栏回升，生猪出栏回升最早在明年年中。随着冬季猪肉需求旺季的来临，猪价将继续上涨，考虑去年CPI低基数效应四季度CPI同比上破3%。此外，房价的稳定和汇率的贬值预期也是短期货币政策掣肘因素。

图 3.1：三季度货币政策一览

日期	货币政策工具
20190715	定向降准释放3000亿（5月15日已公告）
20190730	晚间央行增加支小再贷款额度500亿元支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放，意味着短期货币政策仍会延续定向刺激而非大水漫灌操作
20190817	央行宣布LPR改革
20190820	LPR进行了改革后的首次报价，1年期LPR报价4.25% 在市场预期范围之内，但当天的央行政策吹风会减弱了市场的降息预期
20190916	全面下调金融机构存款准备金率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）（9月6日已公告）
20190920	LPR第二次报价，五年期利率不变，一年期下调5BP

资料来源：wind，一德期权部

图 3.3：生猪存栏（万头）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.2：农业部猪肉批发价（元/公斤）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.4：即期人民币兑美元和 1 年期 NDF（元/美元）



资料来源：wind，一德期权部

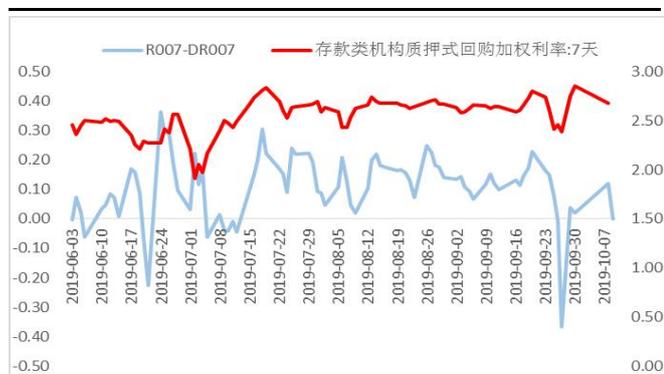
3.2 银行负债压力仍在，宽松政策择机落地

5月末包商银行事件发生后，为解决银行间流动性分层问题央行加大公开市场操作，6月资金面较为宽松，而进入三季度公开市场操作开始减少，并且银行间资金面二季度末出现明显抬升，银行间回购成交量减少。同时，同业存单净融资大幅增加，一定程度上反映了银行负债压力加大。从央行资产负债表看，当前外汇资产维持稳定，公开市场投放有限的情况下，基础货币增长放缓甚至出现减少。法定存款准备金率的调低试图维持超额准备金的规模，但目前货币乘数上升至历史高位说明银行储备压力仍维持高位，储备压力进一步限制贷款的投放。后

期央行可能先观察降准后超出率和货币乘数的变化，再决定何时进行数量型宽松以稳定银行负债。目前中小银行准备金率已经降到 11% 的水平上，再向下降的空间不大，所以，工具选择上或以加大公开市场投放为主。

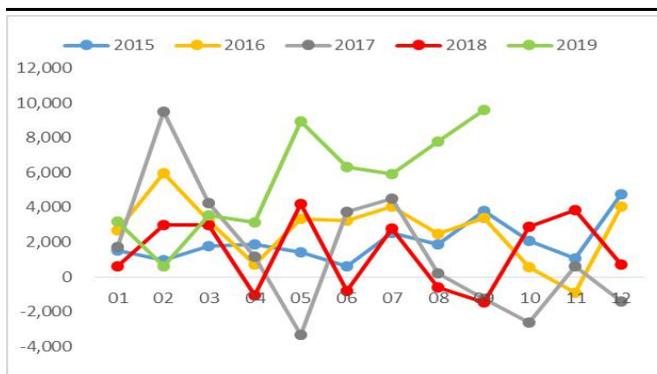
考虑降准操作更多为了稳定银行负债，实际拉动贷款投放效果有限，未来降成本目标需要价格型工具的发挥作用。实际上，从 LPR 改革后的第二次报价可见贷款报价利差可以压降的空间还很大。9 月 1 年期 LPR 报价为 4.2%，与同期限 MLF 利率相差 90BP。在商业银行风险偏好尚未恢复的情况下，即使下调 MLF 操作利率，银行可以通过上调利差方式维持贷款利率不降。考虑当前实体融资需求仍弱，下调贷款利率恐将进一步抑制商业银行的放贷意愿。预计四季度 MLF 利率按兵不动，LPR 缓慢下行的可能性较大。

图 3.5: 银行间质押式回购利率 (%)



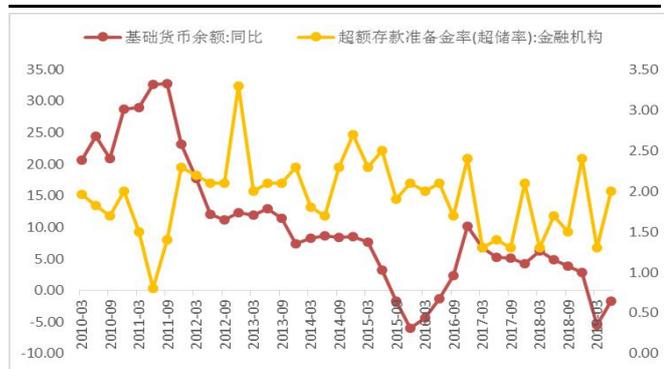
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.6: 同业存单净融资 (亿元)



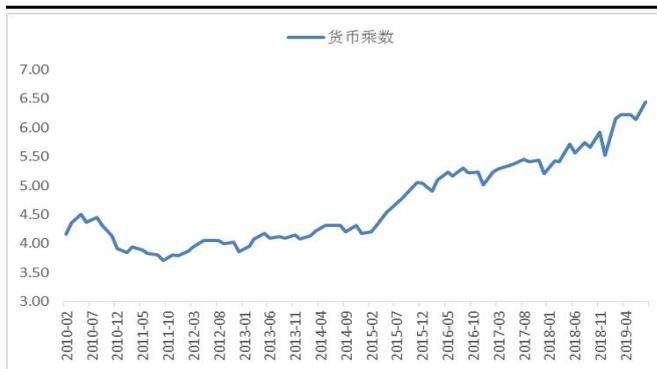
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.7 银行超储率增速 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.8: 货币乘数 (倍)



资料来源: wind, 一德期权部

4. 内部驱动有所弱化，外部配置力量加强

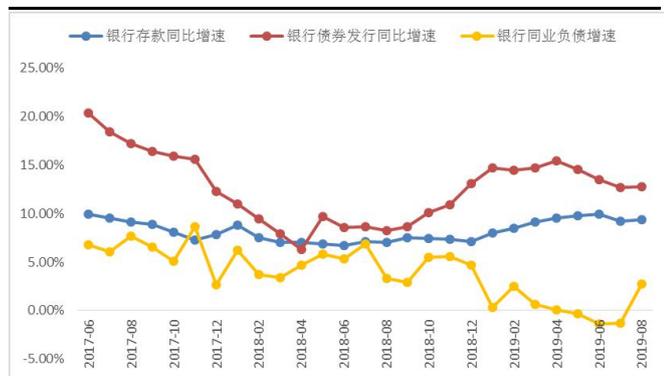
4.1 国内配置力量弱化，警惕风险偏好回升

剔除同业存单发行的银行对存款类金融机构和非存款类金融机构的负债同比增速在零附近左右，而银行存款和债券发行增速在三季度已经放缓。半年报中，我们提到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。风险事件冲击短期表现为风偏下行，中长期的影响将通过存款分流、同业负债和债券发行全面施压中小行的负债端，缩表压力下中小行将利率债抛售换取流动性可能性存在。

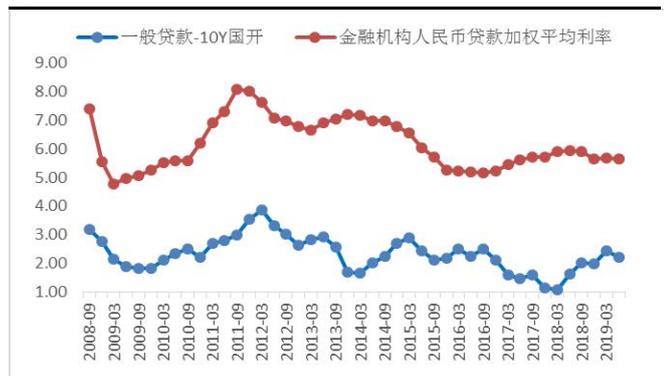
而对于大行来说，尽管负债情况好于中小行，但银行期望寻找高质量、高收益资产、简单定价的资产。经济下行叠加金融严监管使得高质量和高收益资产相对缺少，实体融资降成本要求下，大行更倾向于定价更简单的信用债投资而非信贷，这是年初以来信用债收益率较贷款加权利率下行更多的原因。未来风险偏好若有回升，信用债配置将对利率债形成挤压。中小行的缩表压力，大行的定价偏好以及风险偏好可能回升，四季度国内配置力量可能会较年初弱化，操作上建议区间下沿做多，十债关注 2.8%-3.2%，T1912 关注区间【97,100】。

图 4.1 银行负债结构变化 (%)



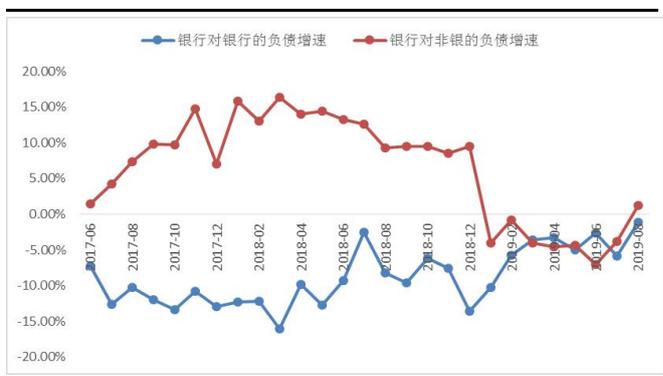
资料来源：wind，一德期权部

图 4.3 金融机构贷款加权平均利率 (%)



资料来源：wind，一德期权部

图 4.2：银行对银行和非银负债同比增速 (%)



资料来源：wind，一德期权部

图 4.4：产业债和城投收益率 (%)



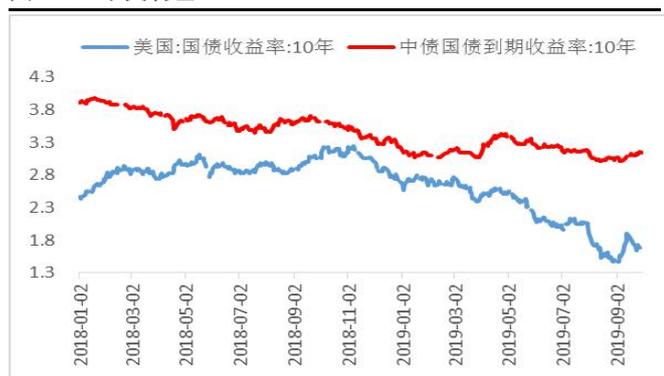
资料来源：wind，一德期权部

4.2 海外负收益率时代，中债优势逐渐凸显

今年以来，多国下调经济增长预期并相继开启降操作，越来越多国家国债收益率逼零甚至出现负利率，中债收益率的绝对收益优势凸显，吸引了境外机构大量配置。前三季度境外机构净买入中债规模超过 8000 亿元，远超去年全年总和，其中国债和政金债是主要配置品种。

截止9月底，三年期国债收益率显著高于同期限货币利率互换，意味着考虑汇率因素后中债收益率仍然存在较高的配置价值。从当前在岸和离岸人民币兑美元之差来看，典型的两次人民币贬值预期出现在2015年8月汇改之后和2018年1月，外资配置出现放缓甚至流出，在贬值预期充分释放后会重新配置。回顾三季度境外机构的买入情况，在8月人民币快速破7后，9月外资净买入额重回千亿规模，则表明8月以来人民币汇率贬值的影响逐渐消退，预计四季度外资配置力量会进一步加强。

图 4.5：中美利差（%）



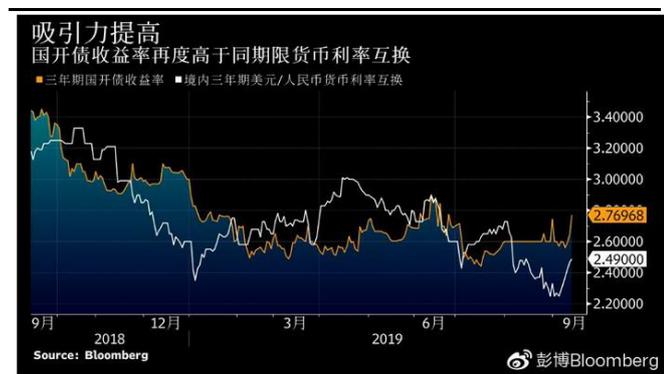
资料来源：wind，一德期权部

图 4.6：境外机构债券增持量（亿元）



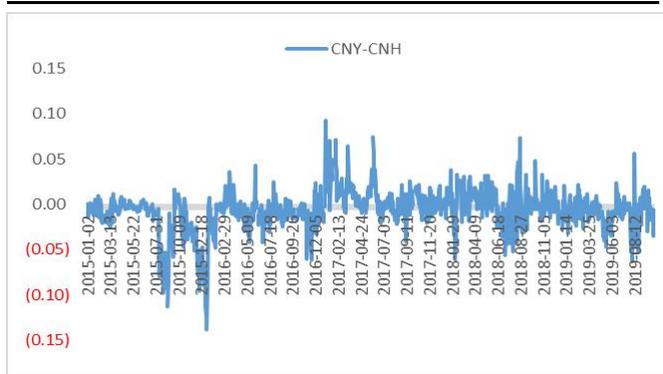
资料来源：wind，一德期权部

图 4.7：国开债收益率与货币互换利率（%）



资料来源：彭博

图 4.8：境外机构债券增持量（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

5. 结论与操作建议：

展望四季度，内外需求回落和企业利润下滑将继续拉低制造业投资增速。融资渠道的收紧和销售的放缓施压房地产投资，但期房交付压力下房屋施工保持高增速，建安工程将支撑房地产投资不出现快速下滑。逆周期调节加码下，四季度消费刺激政策推出和地方专项债提前发行可能性较大。但发行额度预计有限，地方政府不再为城投提供信用担保将抑制后者将杠杆能力，基建对冲作用难以确定，经济基本面下行的趋势难改。

受制于物价、房价和汇率约束，短期货币政策将保持定力。当前银行负债压力正在显现，流动性储备不足限

制了贷款的投放。若前期降准效果不明显，四季度可能再次降准或加大公开市场投放量。考虑年内实体融资需求仍然疲弱，公开市场操作利率可能按兵不动，而 LPR 缓慢下行的可能性较大。

由同业破刚兑引发的信用分层加剧了中小行缩表的压力，警惕利率债抛售换取流动性行为。经济下行叠加金融严监管使得高质量和高收益资产相对缺少，当前大行更倾向于定价更简单的信用债投资而非信贷，未来风险偏好若有回升，信用债配置将对利率债形成挤压。四季度国内配置力量可能会较年初弱化。而海外负利率债券规模增加凸显了中债的收益吸引力，外资的配置力量或有加强。

经济下行趋势不变情况下，利率债难言转熊。但考虑后期货币数量型宽松针对缓解银行负债压力，以疏通货币传导机制，对于债市的利好有限。相比三季度，四季度债市的配置力量内部减弱，外部增强。操作上建议区间下沿做多，十债关注 2.8%-3.2%，T1912 关注区间【97,100】。

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

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

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

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省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

辽宁省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2702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

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673