

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观国债小组

咨询电话：4008-878766

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



国债：

震荡行情有望延续 把握波段操作机会

内容提要：

2020年全球经济仍将在低增速中度过，回暖有限，但国内经济已经显露企稳迹象。货币政策很可能会像2019年一样灵活变化，在整体宽松的基调下前紧后松，降准降息均可期。但为不增加存量贷款转LPR基准的难度，在8月之前，LPR利率不太可能会变动，且受银行吸储成本的限制，降息操作空间不大。2020年宏观调控政策坚持稳字当头，资金面预计不会有太大波动，央行公开市场操作思路将是削峰填谷。短期资金面的宽松与否将取决于央行的公开市场操作、缴税、发债、节假日等因素，需要对具体时点进行判断。金融监管政策将以查缺补漏、稳固成果为主，监管态度会有所缓和。从债券供需来看，因债券到期量大增，预计明年国债发行量将为4.37万亿，2020年地方债供给规模在5.1-5.6万亿，高于今年。由于股市向好，利率处在低位，利率债配置需求整体上不高，外资拉动作用也较为有限。当前市场认为明年国债利率震荡的占多数，那也意味着利率债投资价值不高。随着中美关系转好，美元指数继续区间震荡的概率大，人民币在明年的贬值压力不大，也为货币政策宽松提供了空间。中美双方正在朝着好的方向行进，2020年贸易摩擦对市场的干扰将会弱于今年，对国债而言更多的是利空。综合来看，明年10年期国债利率可能在3-3.4%之间波动，没有确定性方向。全年看，国债期货缺乏趋势性交易机会，只能把握短期波段机会。在10年期国债到期收益率升至3.4%附近时，做多国债期货，在3%附近时，做空国债期货。持仓量根据资金面做出微调，实时对行情进行评估，再决定是否继续做多或者转而做空，跨品种和套利机会暂无，故不推荐。

风险提示：

对于投资这门学问来说，同时应关注外部市场的变化。若有异常或特别的最新影响期价的基本面或消息面变化，则应及时注意调整投资策略，以适应市场的新变化。

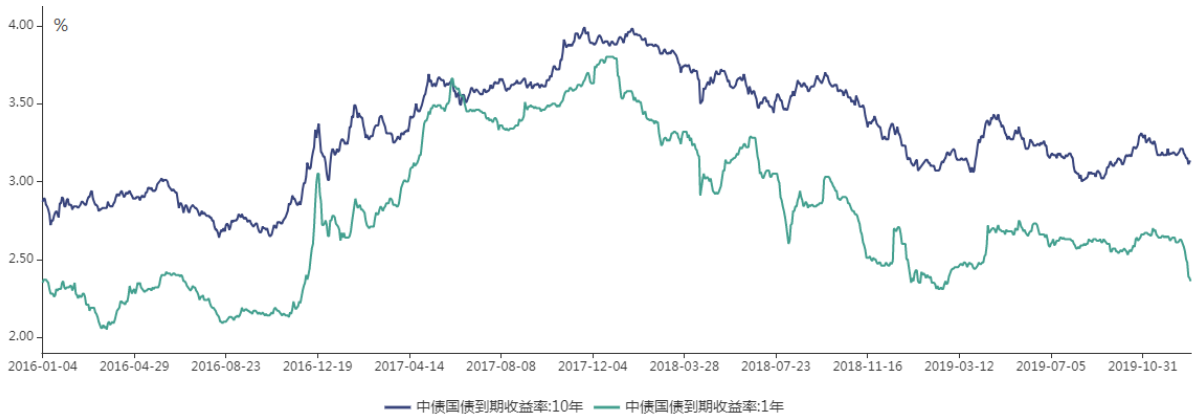
目录

第一部分：震荡—2019 年国债期货回顾.....	1
第二部分：国债影响因素综合分析.....	4
2.1 利率传导途径分析.....	4
2.1.1 经济基本面：全球低迷，国内显露企稳迹象.....	4
2.1.2 货币政策：基调宽松，灵活多变.....	12
2.1.3 资金面：稳为主线.....	15
2.1.4 金融监管：整体趋缓.....	16
2.2 供需传导途径分析.....	17
2.2.1 政府债券供给.....	17
2.2.2 国债配置需求.....	18
2.3 预期传导途径分析.....	19
2.4 汇率与利率：内外均衡，制约减少.....	19
2.5 中美贸易战：干扰作用下降.....	22
第三部分：2020 年期债投资建议.....	24

第一部分：震荡—2019 年国债期货回顾

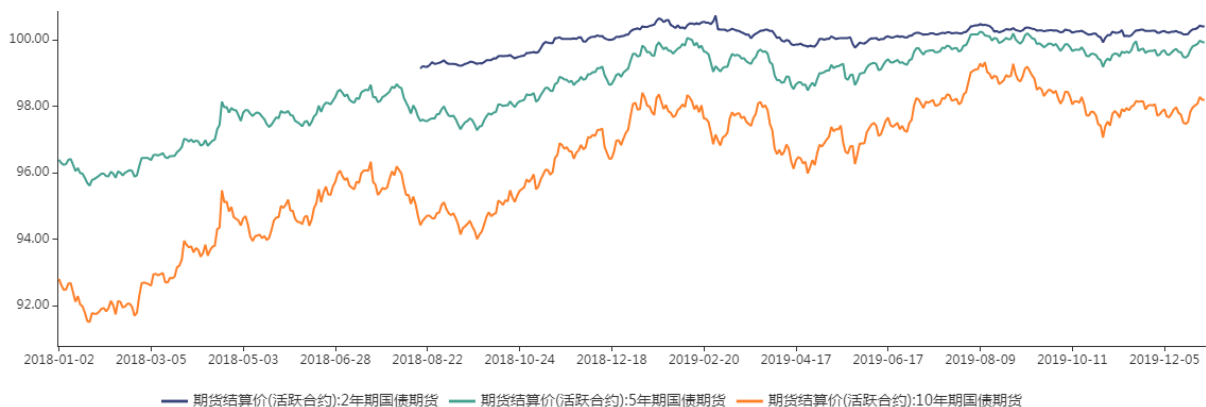
如果用一个词来形容 2019 年国债期货的行情，那就是震荡。与 2018 年不同，2019 年的债券市场较为令人失望，10 年期国债收益率并未下探至 3% 以下，而是在 3%-3.4% 之间来回震荡。对比股市和商品，债券是 2019 年正收益率极低的大类资产（截止 2019 年 12 月 30 日，上证综指年收益率 21.9%，文华商品指数上涨 2.56%）。中国经济数据前强后弱，中美贸易摩擦好转-变差-好转，使得货币政策导向几次变更，市场预期几度变化，债市收益率也随之起起落落。2019 年全年，长端利率债收益率全年窄幅震荡后重新回到起点，十年期国债收益率由 1 月初的 3.18% 上涨至 4 月的 3.4%，再降至 8 月的 3%，最后又升至 12 月底的 3.13%，十年期国开债收益率年初为 3.6%，年末为 3.58%，短端利率债收益率呈现出前低后高的态势，一年期国债收益率全年维持在 2.58% 上下。作为利率衍生品的国债期货震荡全年，10 年期国债期货加权年度涨幅仅 0.45%，远不及去年的 2.13%，5 年期国债期货加权年度涨幅为 0.53%，也不及去年的 3.57%。

图 1：1 年期与 10 年期国债收益率



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院，数据截至 2019 年 12 月 30 日。

图 2：2018-2019 年国债期货活跃合约收盘价



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院，数据截至 2019 年 12 月 30 日。

从走势上看，国债期货在 2019 年主要有四波主要行情：即 1 月至 4 月的下行、5 月至 8 月的上行，9 月及 10 月的下调，11 月开始的反弹。第一波下行，有多个因素推动，国内股市触底反弹，中美关系缓和，人民币大幅升值，一季度经济数据提振市场预期和信心，央行降准预期在 4 月落空，共同作用使得国债收益率不断走高至年内顶点。第一波反弹以中美贸易摩擦加剧、国内经济数据全面下滑为主导，多国下调经济前景预期并实质性降息提供了良好降息氛围，加之 A 股仍然疲弱不振、信用分层，市场预期央行货币政策存在加码宽松的需求，资金面较为宽松。进入 9 月，中美双方各有让步，中美经贸高级别磋商在 10 月取得实质性进展，国内三季度经济数据好坏参半，央行在 9 月初如期降息后并没有继续加码宽松，TMLF 迟迟不操作，市场预期改变，引发国债期货持续下行。11 月中美经贸关系没有太大波澜，央行下调 MLF 利率、OMO 利率以及 LPR 利率，各期限国债收益率有所下降，市场对货币政策宽松加码的预期有所增加，使得国债期货大幅反弹。尽管 12 月中上旬，随着中美达成第一阶段谈判，11 月多项经济数据向好，国内股市回升，多项利空因素打压，导致国债期货小幅下挫，但央行临近月末进行大规模逆回购操作，引导资金利率下行，使得国债期货走高。

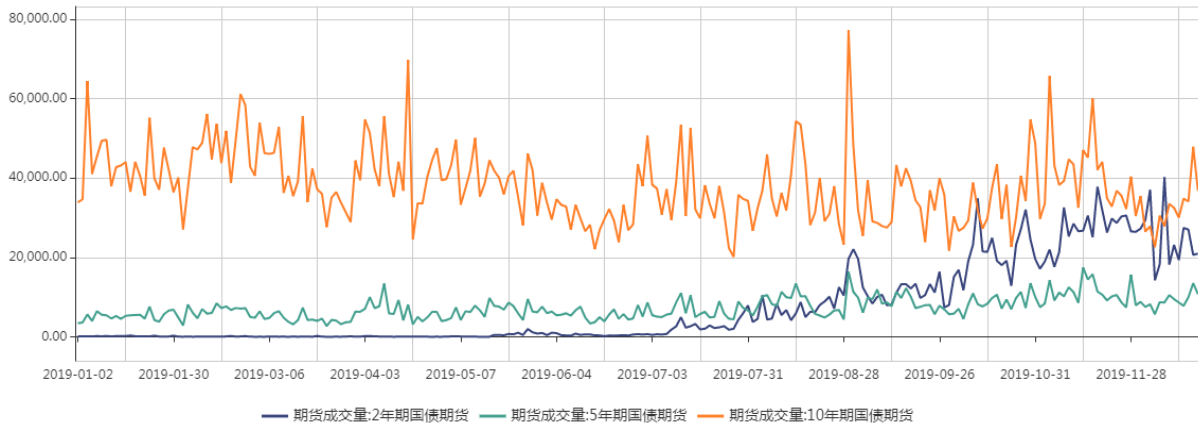
图 3:2019 年 10 年期国债期货活跃合约收盘价



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

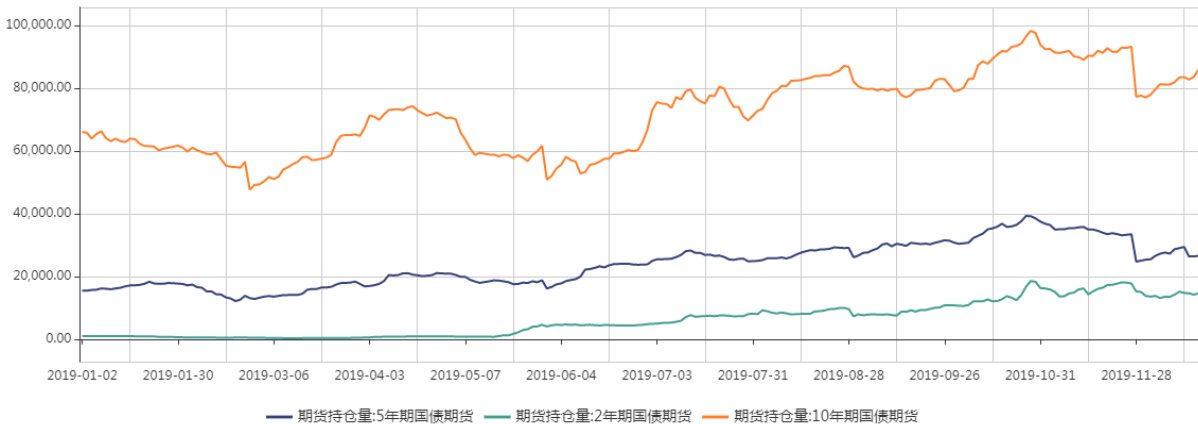
从成交量上看，2019 年三大国债期货品种的日均成交量与 2018 年相比差别较大的是 2 年期国债期货。2019 年，10 年期国债期货的成交量维持在 3.8 万手左右，5 年期国债期货的成交量维持在七千手左右，呈现出上半年低下半年高的特征，2 年期国债期货的成交量因做市商的引入在 7 月起大增，当前日成交量在 2 万手上下。从持仓量上看，2019 年各期限国债期货均有增加。与 2018 年底相比，10 年期国债期货持仓量从 6.2 万手增至 8.6 万手，5 年期从 1.4 万手增至 2.8 万手，2 年期从一千手到一万五千手。

图 4：国债期货成交量



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 5：国债期货持仓量

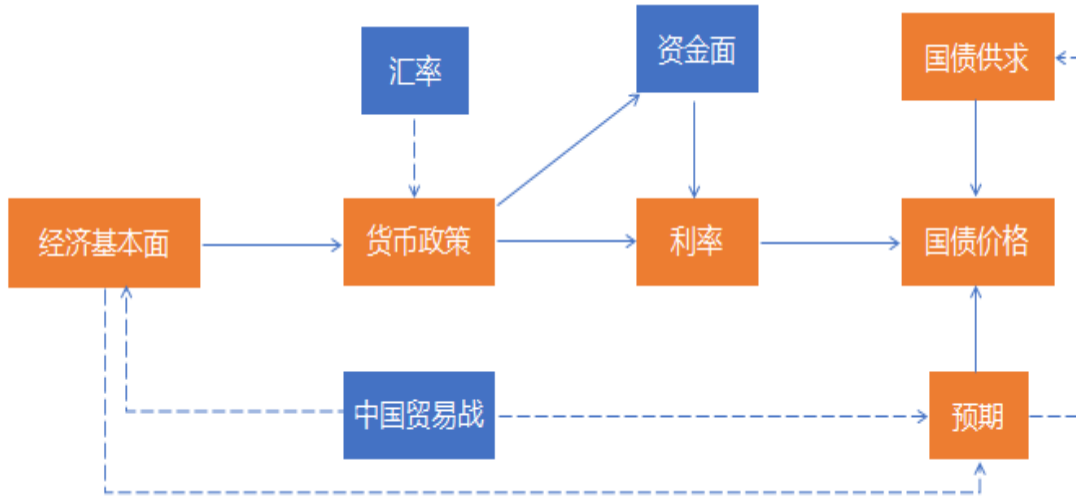


资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2018 年我们曾经梳理出影响国债价格的三条主要传导途径：一条是利率途径传导，即“经济基本面——货币政策——资金面/金融监管——利率——国债价格”，一条是供需传导，即“配置需求+债券供给——国债价格”，另外一条是建立在前两条传导途径之上的预期传导，由预期直接影响国债期货价格，即“预期——国债价格”。经济基本面的好坏，会影响货币政策走向，也会影响市场对货币政策的预期，以及国债投资价值的大小。国债的配置需求以及债券供给情况，会影响国债的现券利率。国债的避险需求主要来自金融市场动荡以及政治事件，比如中美贸易摩擦的不确定性。而预期会影响国债当前以及未来的配置需求，并直接影响到国债的价格。而国债期货的价格依赖于国债现券的价格，这三条传导途径也可以看成是影响国债期货的途径。此外，汇率与利率关系密切，尤其是我国当前人民币汇率破 7 的情况下，内部均衡与外部均衡需要兼顾，人民币汇率会掣肘货币政策的实施空间。中美贸易战是另外一个非常重要的干扰项，也会影响到国债期货的价格。这些关

系用图来表示出来，如图 6 所示。其中，利率传导途径是主导。本报告以下部分内容，将分别从这三条途径来对国债期货 2020 年的走势进行详细分析。

图 6：国债价格影响因素关系图



资料来源：瑞达研究院

第二部分：国债影响因素综合分析

2.1 利率传导途径分析

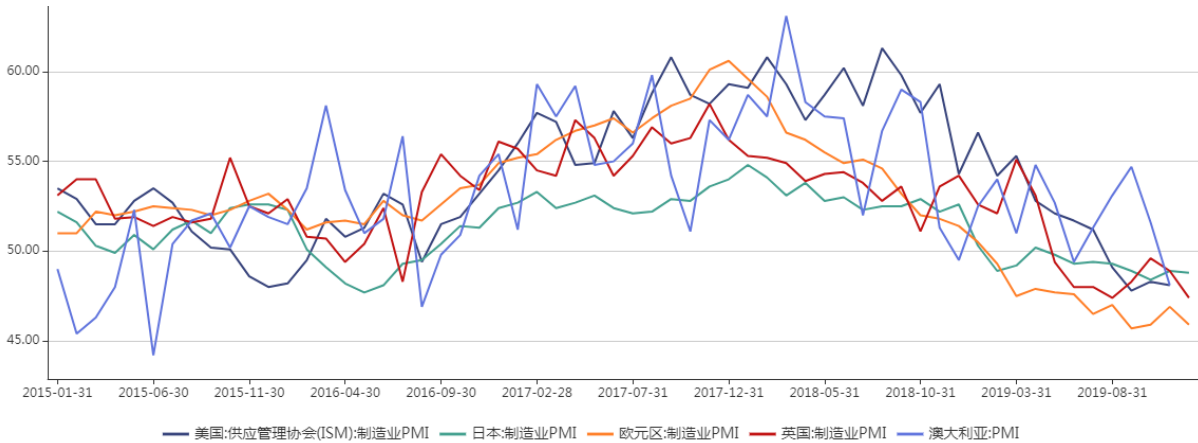
“经济基本面——货币政策——资金面/金融监管——利率——国债价格”这一传导途径在国债价格的形成当中，起到决定性因素，决定国债价格长期走势。本节将对这一传导途径当中的各个关键节点进行分析。

2.1.1 经济基本面：全球低迷，国内显露企稳迹象

受贸易不确定性以及制造业活动萎靡不振影响，2019 年全球经济增速放缓与下行的风险持续增加。IMF 在 10 月发布的最新《世界经济展望》报告中，下调 2019 年全球经济增速预期 0.2 个百分点至 3%，创金融危机以来的最低点，且同时下调了美国、欧元区、中国、英国今明两年的经济增速预期。继 9 月下调 2019 年全球经济增长预期 0.7 个百分点至 2.9%之后，OECD 于 11 月下调 2020 年增长预期 0.1 个百分点至 2.9%。OECD 表示，今年全球商品和服务产出将以金融危机以来最慢的速度增长，2020 年全球经济增长也不会有任何起色，2021 年也只会略有加速。在贸易冲突大背景下，今年全球商品与服务贸易额增速已经放缓至 2009 年以来的最低水平，贸

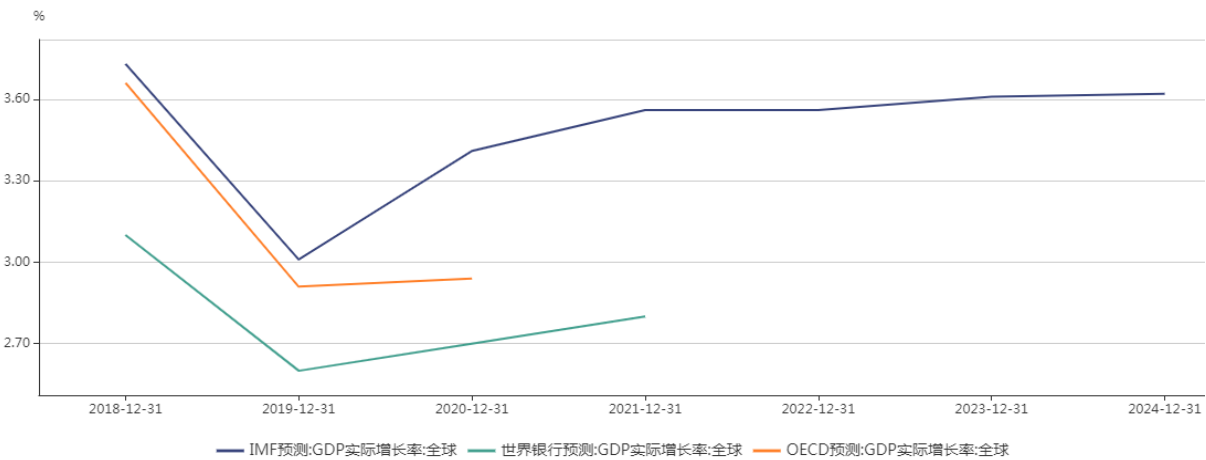
易局势的任何进一步升级都将损害全球经济信心和投资信心，影响到就业和收入。而新兴经济体面临偿债高峰，存在较大风险隐患。IMF 与世界银行的预测相对较为乐观，但对明年的经济增速预期仍然较低，不及 2018 年。

图 7：主要发达经济体制造业 PMI



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 8：三大机构对未来的全球经济增速预测

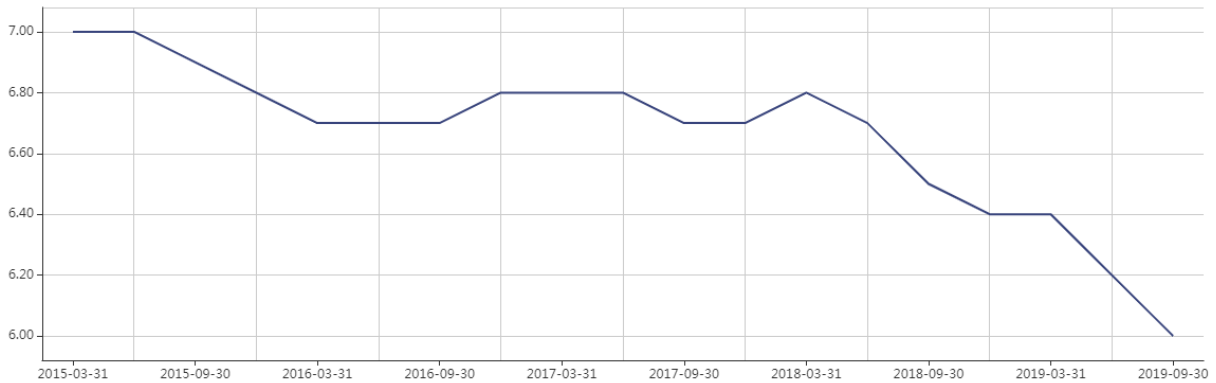


资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2019 年我国经济增速继续下滑，一、二、三季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%。三驾马车当中的投资趋稳，消费与净出口增速小幅下行。投资方面，今年的基建投资和房地产投资有所反弹，抵消了制造业投资的下滑，整体投资增速得以保持。消费方面，社会零售品销售总额同比增速在上半年小幅反弹后，下半年不断下滑，降至几年来新低，内需稳中偏弱。净出口方面，今年各月份进口与出口以美元计多为负增长，受中美贸易战互加关税影响较大，全球经济不景气也是一个原因。今年下半年通胀上行的问题令人关注，受猪肉价格影响，CPI 同比

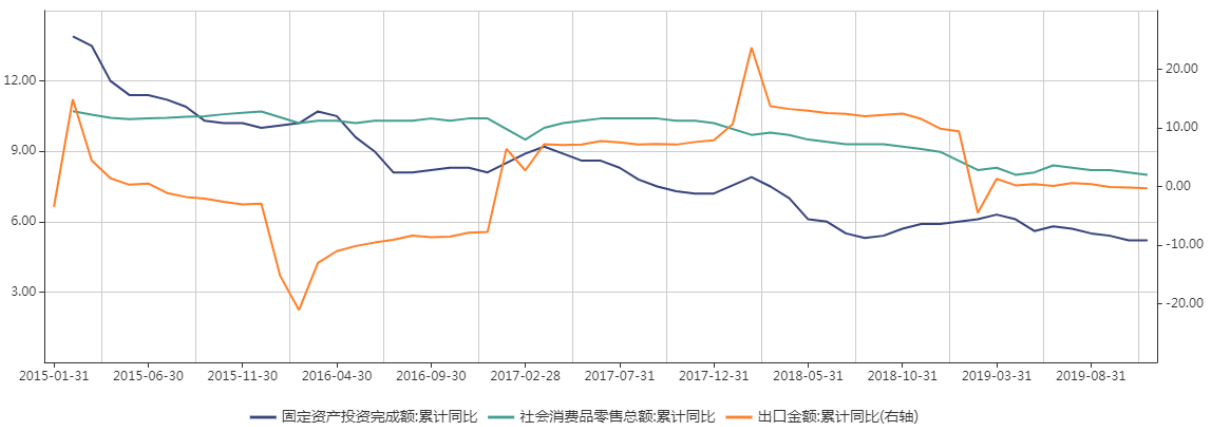
已经创下逾十年新高。

图 9：中国实际 GDP 季度同比



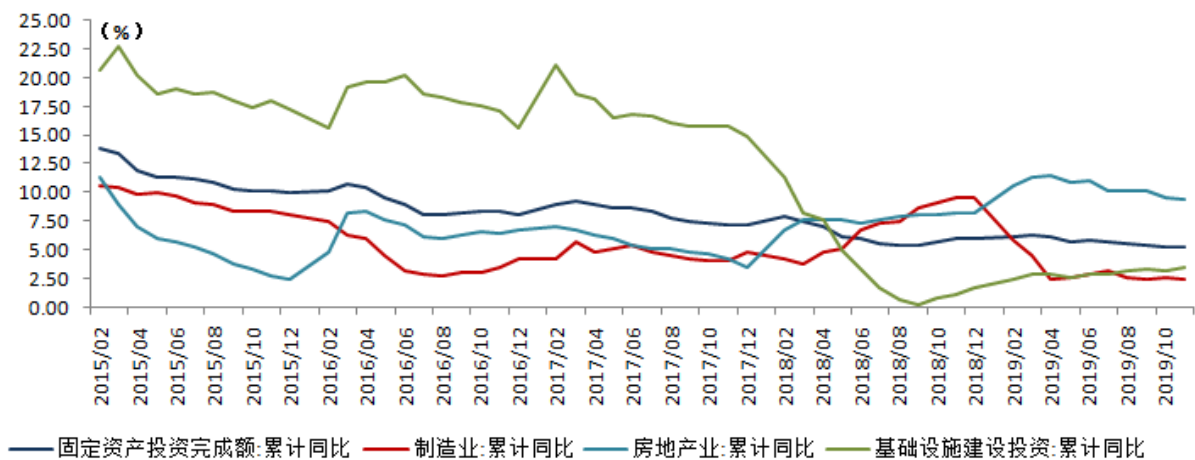
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 10：三驾马车同比增速



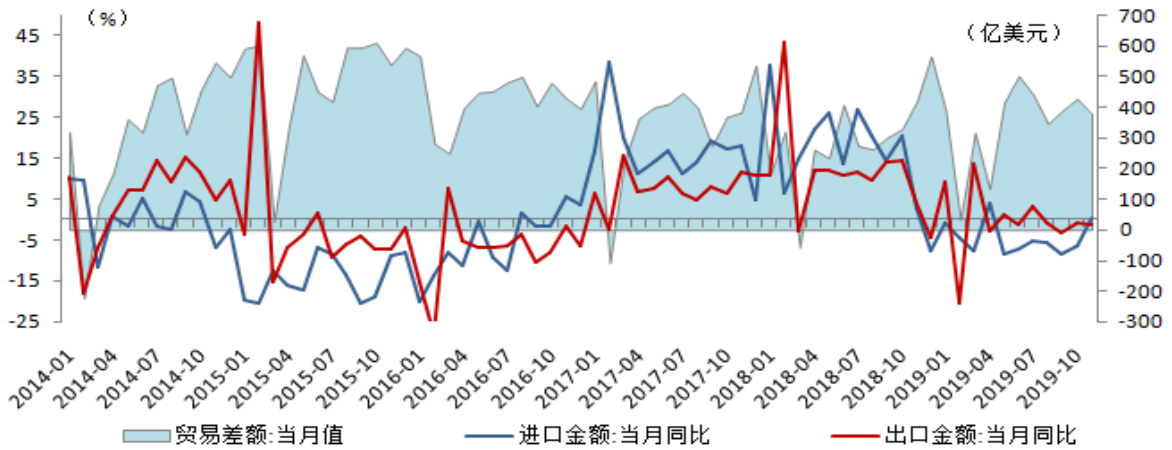
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 11：固定投资增速以及三大分项增速



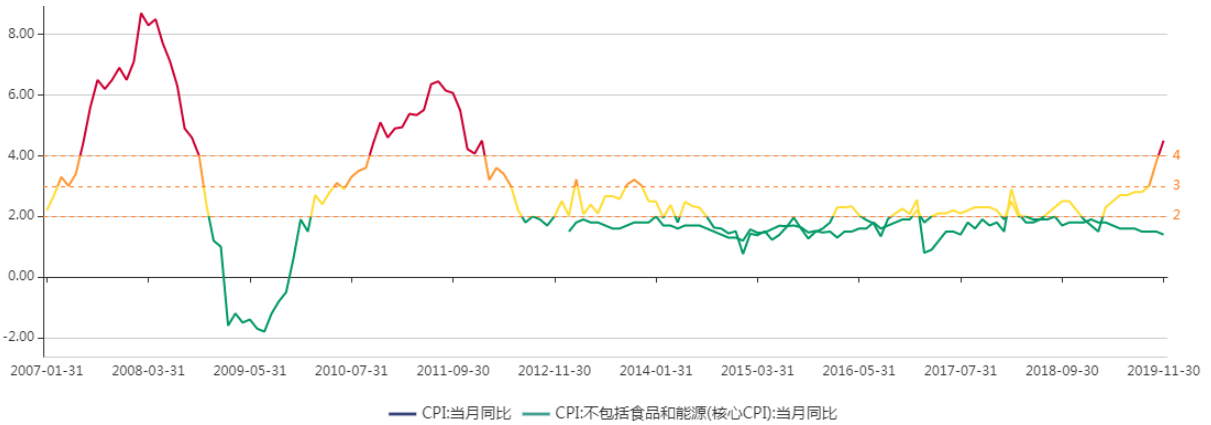
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 12: 进出口增速与贸易差额



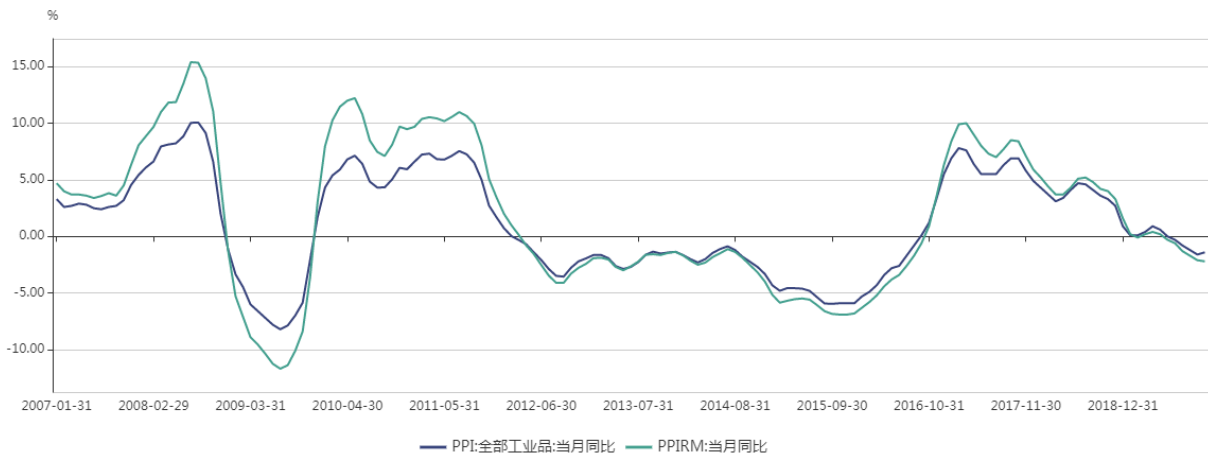
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 13: CPI 同比与核心 CPI 同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 14: PPI 同比与 PPIRM 同比

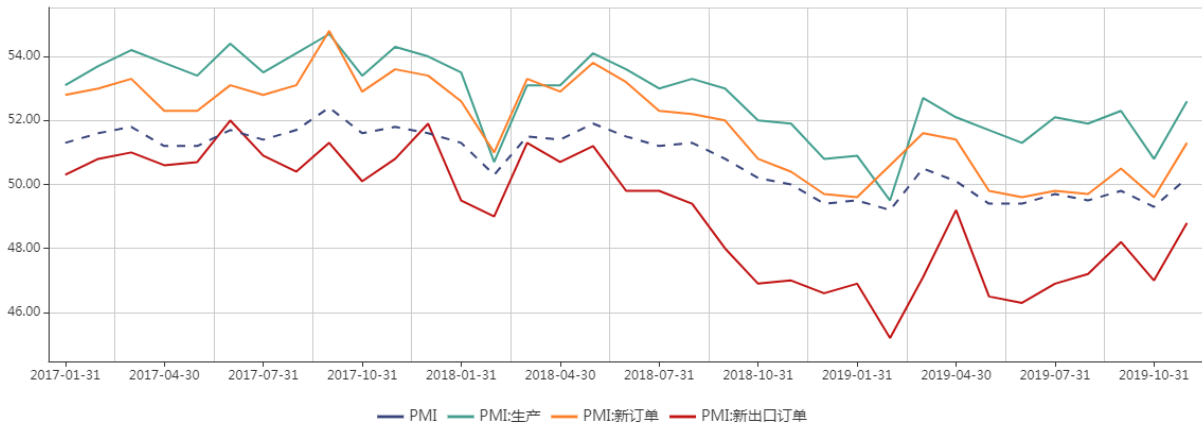


资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

2020年是十三五规划收官之年，要达到2020年国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番的目标，2020年GDP同比至少要在5.8%以上。为达成目标，今年的中央经济工作会议已经指出，继续实施积极的财政政策，要大力提质增效，更加注重结构调整，巩固和拓展减税降费成效，同时促进房地产市场平稳健康发展，加大制造业中长期融资，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。这意味着，明年政府将会继续增加基础设施建设投资力度，而房地产投资将会持稳，消费有望在各项促进消费的措施下企稳回升。2020年的专项债额度已经提前发放1万亿元，国务院常委会特别指出不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目，结合降低项目资本金比例等政策，未来专项债投向基建的规模有望大幅提升。借着中美达成第一阶段协议的东风，国内推进更高水平对外开放以及特朗普明年大选，贸易摩擦问题有望缓和，出口预计将较为乐观，但改善程度还依赖于国外经济前景。通胀方面，因为完整的猪周期通常要历时3-4年，本轮猪价上涨已经走完1年3个月，根据2年左右的上升周期及本轮周期能繁母猪和生猪存栏量过快下滑，可能要到2020年下半年迎来价格向下拐点，通胀问题将是明年政策制定时不能不考虑的一大问题。就PPI而言，明年将大概率会摆脱通缩。目前有部分商品的库存已经处于历史低位，有望进入主动补库存阶段，价格有回升之势。12月OPEC+达成减产协议，如果各方均能遵守减产协议中的约定，即便全球经济不景气，油价也有继续上涨的可能。

经济数据也显露出当前经济正在改善的迹象。PMI指标通常领先GDP几个月，11月官方制造业PMI指数以及财新制造业PMI数据上行，尤其是新订单指数与新出口订单指数上行明显，预示着明年上半年经济有望企稳。从其他几个领先指标中，也能看出端倪。从房地产来看，尽管今年土地流拍率大幅增加，房地产筹资渠道与筹资额度被限，但是商品房销售面积同比转正，新开工面积同比保持在相对高位，房地产开发资金并未下降。这也显示出，房地产业韧性十足，房地产投资明年也不太可能转差。制造业的投资主要依赖于利润好坏以及对市场前景的判断。尽管货运量与用电量尚未有明显改善迹象，但工业企业利润累计同比已经持续一年负增长，从前两次负增长看，持续时长在一年以内，而本次的持续时长已经有10个月。11月负值已经收窄，且当月利润同比已经转正，一旦利润改善，制造业投资将会上升。消费方面，乘用车的销量跌幅已经不断收窄。而人民币有效汇率走贬已经领先一年多时间，预示着出口明年会转好。从变动更明显的克强指数来看，当前经济也有企稳迹象。

图 15：中国制造业 PMI



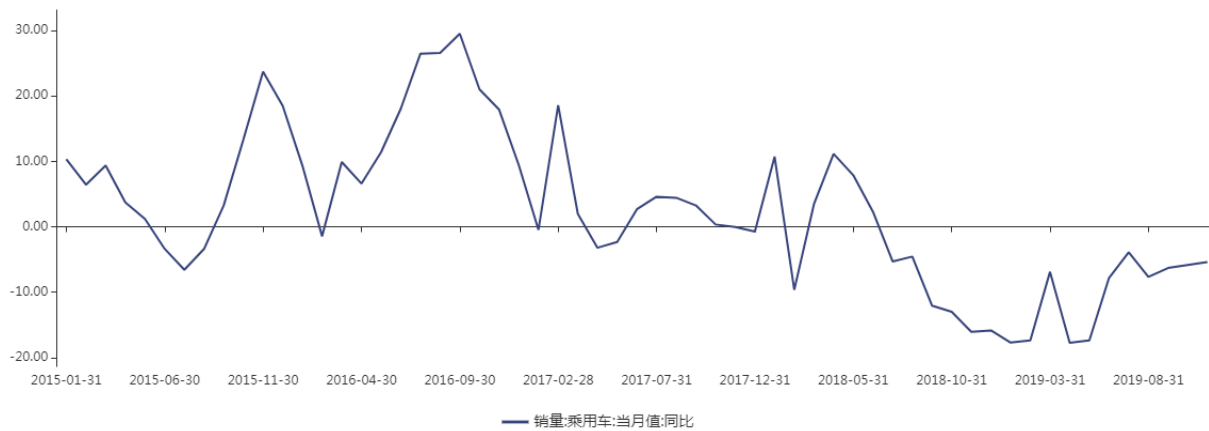
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 16：货运量与用电量同比



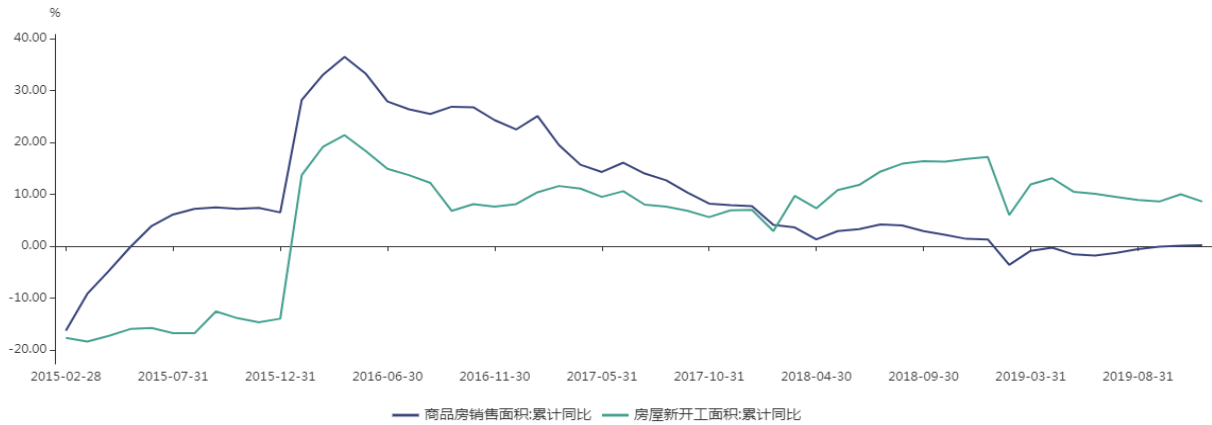
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 17：乘用车销量同比



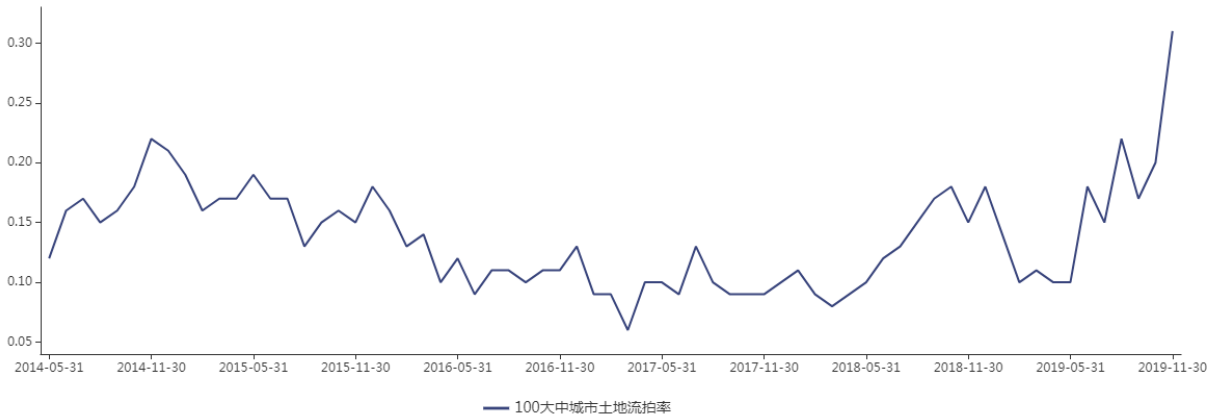
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 18: 商品房销售面积与房屋新开工面积



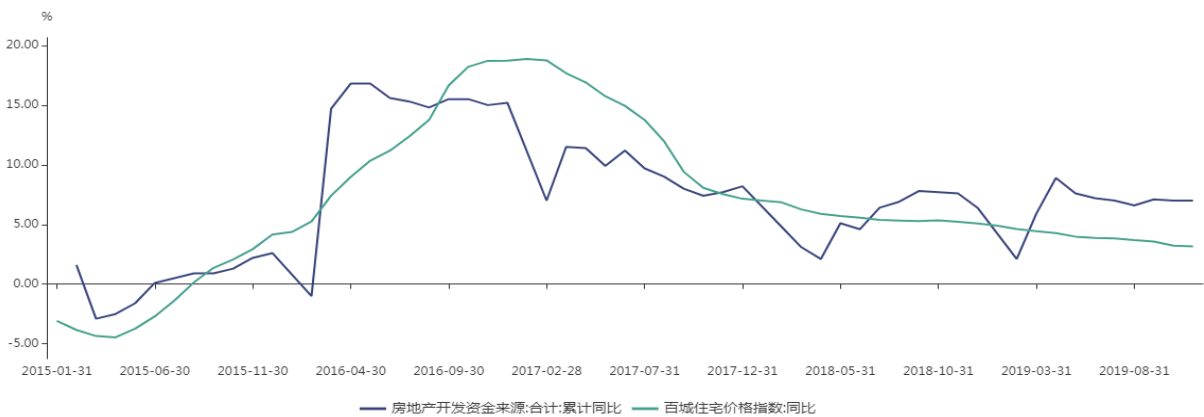
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 19: 100 大中城市土地流拍率



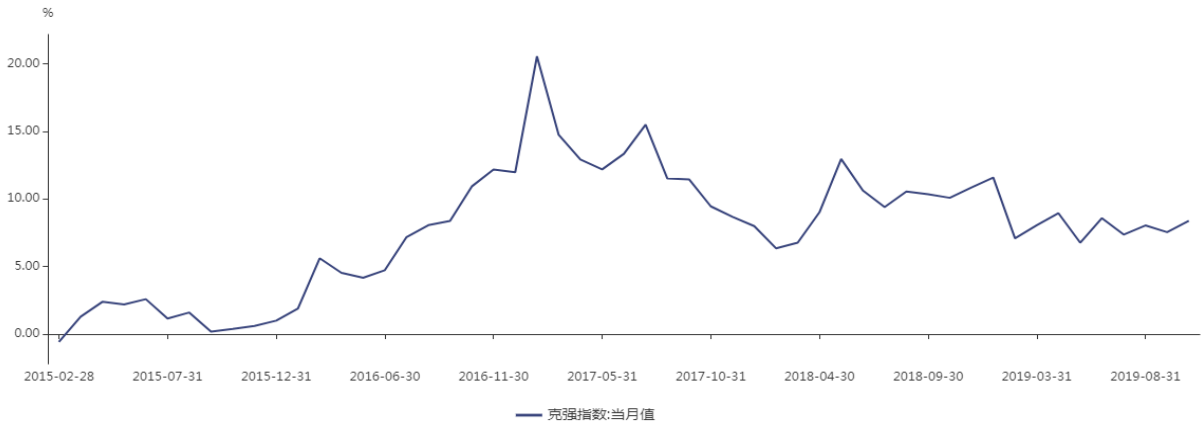
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 20: 房地产开发资金来源与百城住宅价格指数同比



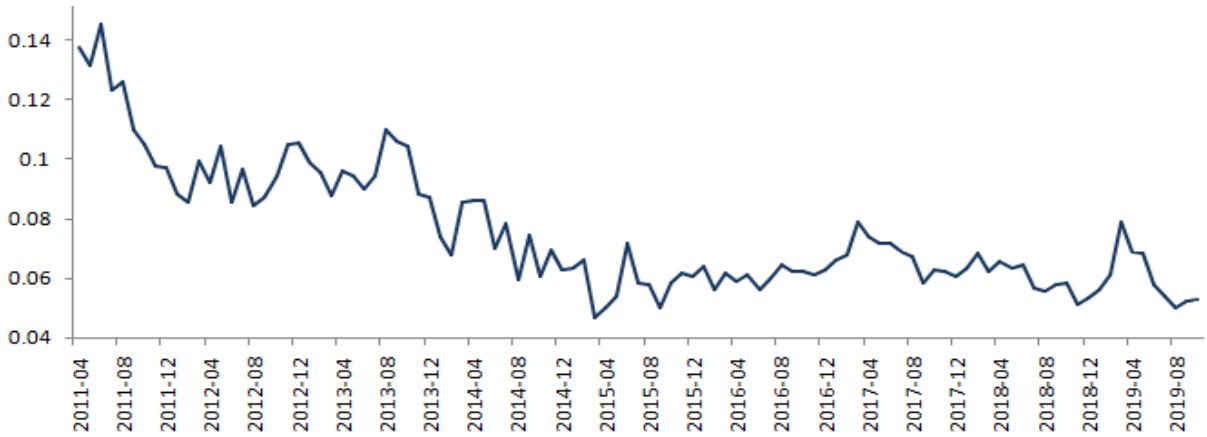
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 21: 克强指数



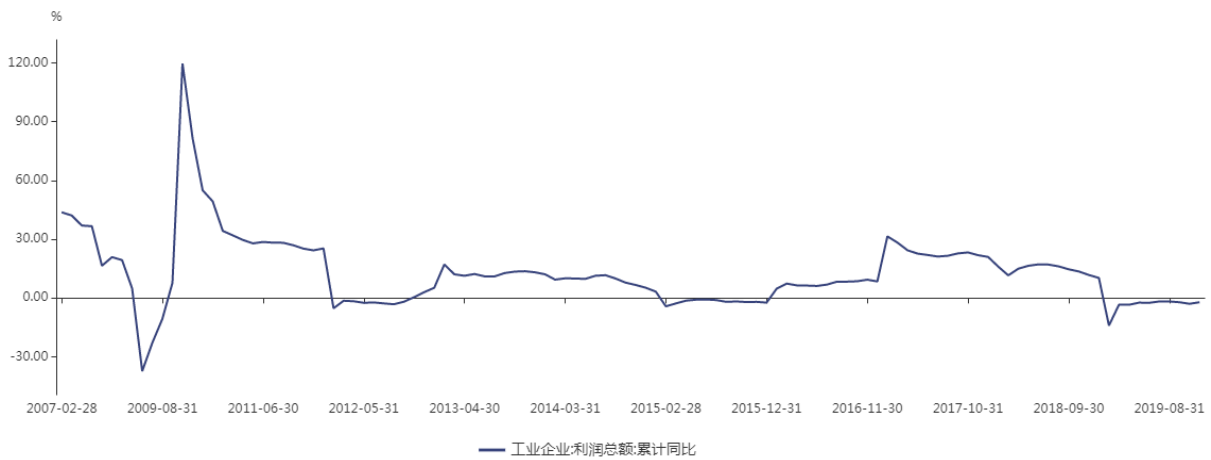
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 22: 工业增加值 3 个月移动环比折年率 (季调)



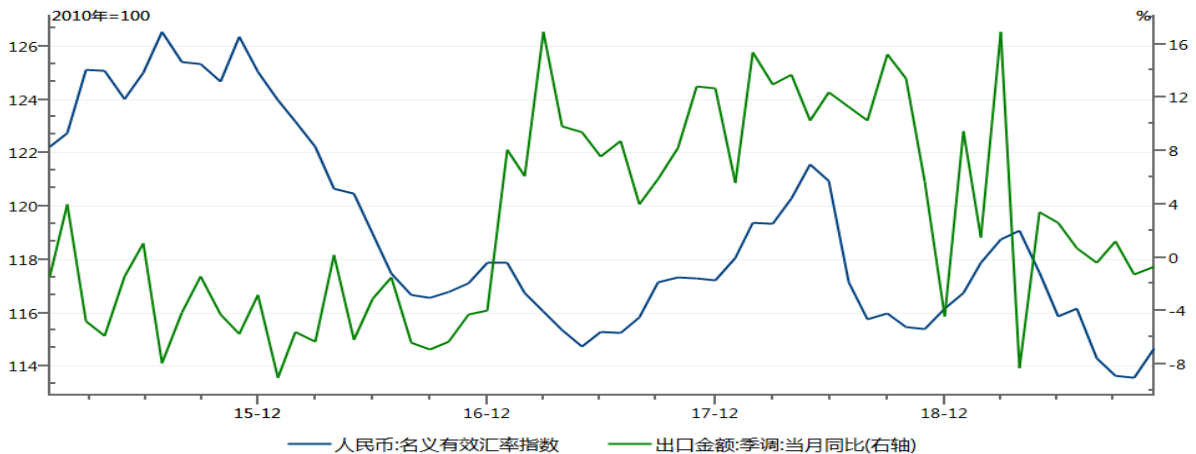
资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 23: 工业企业利润累计同比



资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 24：人民币有效汇率与出口



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2.1.2 货币政策：基调宽松，灵活多变

鉴于全球经济下滑，多国央行开启降息潮，今年以来已经有 30 多个主要国家宣布降息。美联储在 7 月、9 月和 10 月连续降息三次，同时调降贴现率、重启逆回购、购买短期美债，而欧洲央行重新推出定向长期再融资操作计划并再次降息，澳联储年内连降三次息，很多发展中国家也加入了降息行列。日本央行与英国央行虽然维持现有货币政策不变，但均下调了本国的经济增长预期。国内也有降息操作，在货币政策宽松的大趋势下，货币环境则是松紧交替。

一季度市场流动性较为充裕，央行在 1 月分两次下调存款准备金率共 100 个基点，并首次开展 TMLF 操作向市场投放 2575 亿元，操作利率 3.15%，比 MLF 优惠 15 个基点，而且通过大规模逆回购熨平春节前后资金波动，3 月中上旬资金面延续宽松。一季度经济数据的超预期向好，以及宽松资金面导致市场杠杆率有所上升，令央行在 4 月的态度有所转变。先是辟谣降准，再重提把好货币供给总闸门，暗示 TMLF 常态化、强调预调微调。4 月 5 月流动性有所收紧，5 月中下旬起，央行连续利用逆回购与 MLF 向市场投放资金，对冲巨量资金赎回压力，使得资金面平稳度过 6 月。7 月中央政治局会议提到“货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕”，货币政策基调比 4 月时要宽松。9 月 4 日国常会释放了降准与降息信号，9 月 6 日央行如期降准，并采取了普遍降准与定向降准结合的方式，分三个月共向市场释放约 9000 亿元资金，第一周内国债期货上行。9 月中旬，央行并未如期降低 MLF 利率，下旬仅降低 LPR 利率 5 个基点，降准预期兑现而降息操作不及预期，态度比预期强硬，货币环境整体稳健偏紧。央行在三季度例会上表态，“稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”，态度明显转变，使得 10 月货币市场资金利率维持在年内的相对高位。在资本市场利率全线走高之际，11 月央行下

调 OMO 利率以及 LPR 利率，资金面又由紧变松。12 月下旬央行又通过大规模逆回购操作拉低货币市场利率，货币环境整体宽松。纵观全年，央行既有降准操作也有降息操作，降准操作在 1 月和 9 月各一次，降息主要集中在下半年，对象有逆回购、MLF 与 LPR，一年期存贷款利率并未调整。

表 1：央行货币政策执行报告

	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2017 年 偏紧	平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险；流动性基本稳定	把握好去杠杆和维护流动性基本稳定的平衡	保持总量稳定，处理好稳增长、调结构、控总量的关系	维护银行体系流动性基本稳定
2018 年 趋宽松	保持流动性合理稳定	流动性合理稳定	流动性合理充裕	松紧适度，处理好稳增长与去杠杆、强监管关系
2019 年 松紧交替	松紧适度，强化逆周期调节	松紧适度，适时适度实行逆周期调节，把好货币供给总闸门	松紧适度，适时适度实行逆周期调节，把好货币供给总闸门	加强逆周期调节，防止通胀预期发散

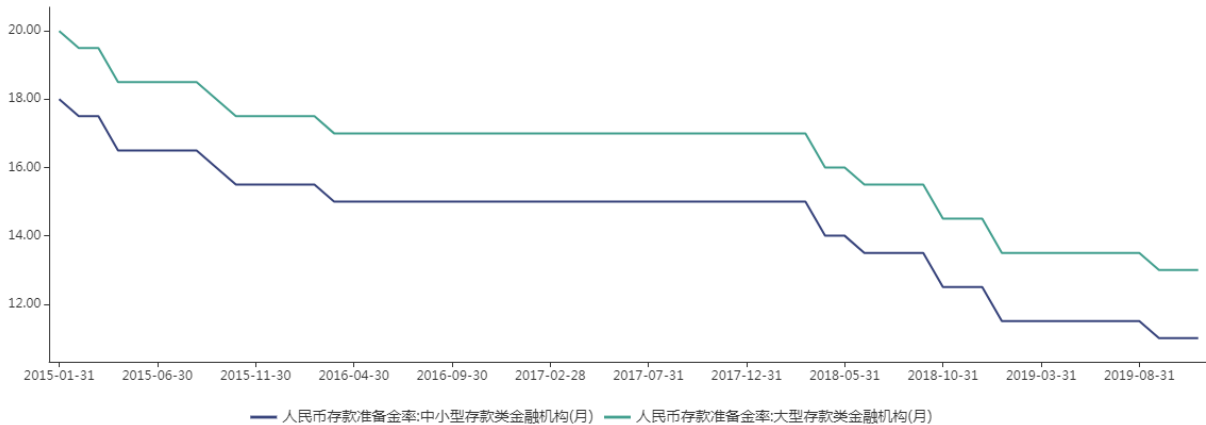
资料来源：人民银行网站、瑞达研究院

表 2：央行货币政策工具利率

货币政策工具利率	年初	年末	调整幅度	调整时间
逆回购操作				
7 天期	2.55%	2.50%	-5bp	11 月 18 日
14 天期	2.70%	2.65%	-5bp	12 月 18 日
中期借贷便利 (MLF)				
12M	3.30%	3.25%	-5bp	11 月 15 日
定向中期借贷便利 (TMLF)				
12M	3.15%	3.15%		1 月新设
贷款市场报价利率 (LPR)				
1 年	4.31%	4.15%	-16bp	8 月-11 月
5 年	4.85%	4.80%	-5bp	11 月 20 日

资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

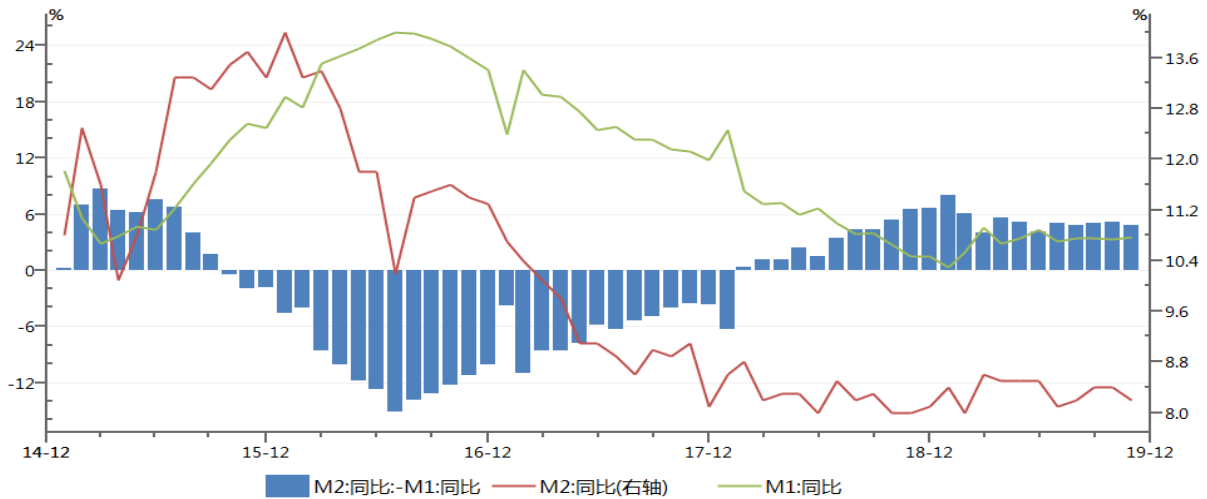
图 25：存款准备金率



资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

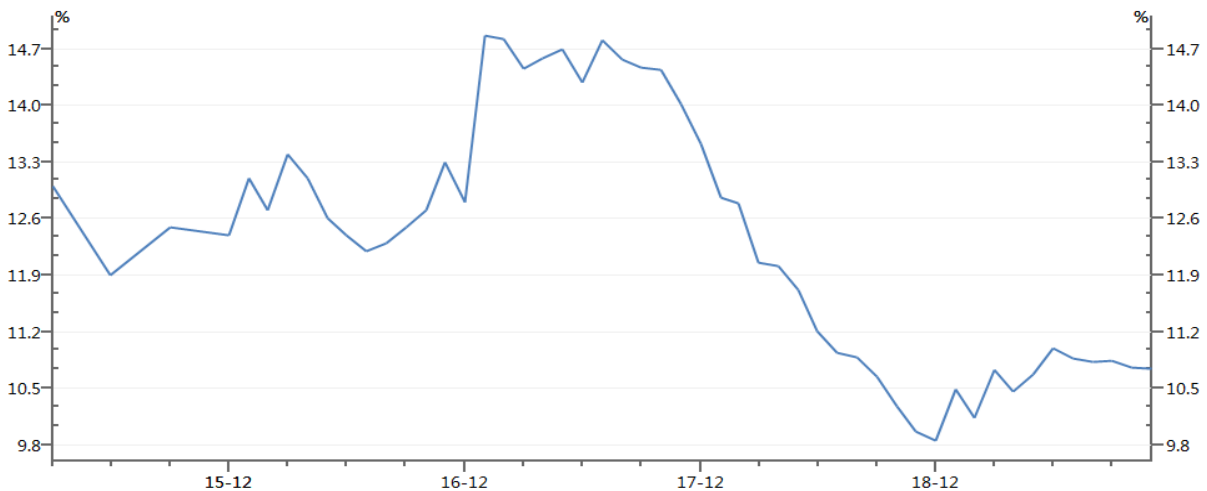
鉴于明年上半年经济有望企稳、通胀压力较大以及中美贸易摩擦可能存在干扰的情况下,明年货币政策很可能会像 2019 年一样灵活变化,在整体宽松的基调下前紧后松,降准降息均可期。12 月中央经济工作会议表示下阶段稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕,货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应,降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革,疏通货币政策传导机制,增加制造业中长期融资,更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。将“松紧适度”换成“灵活适度”,这也表明货币政策会更加注重灵活,不会一味紧或者一味松,要看实现稳增长和防风险平衡的需要。而将“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的提法改成“货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”,也暗示货币政策将更加灵活,更着眼于全局。此外,存量参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款将于明年 2020 年 3 月 1 日至 2020 年 8 月 31 日完成参考 LPR 定价。存量换锚,有利于提升逆周期调控效果,但短期内对债市影响中性。截止 11 月,企业与居民存量挂钩基准利率贷款共 95.5 万亿,转换任务艰巨,为不增加转换难度,在 8 月之前,LPR 利率不太可能会变动,且受银行吸储成本的显示,降息操作空间不大。

图 26: M1、M2 同比以及两者差值



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 27：存量社融同比



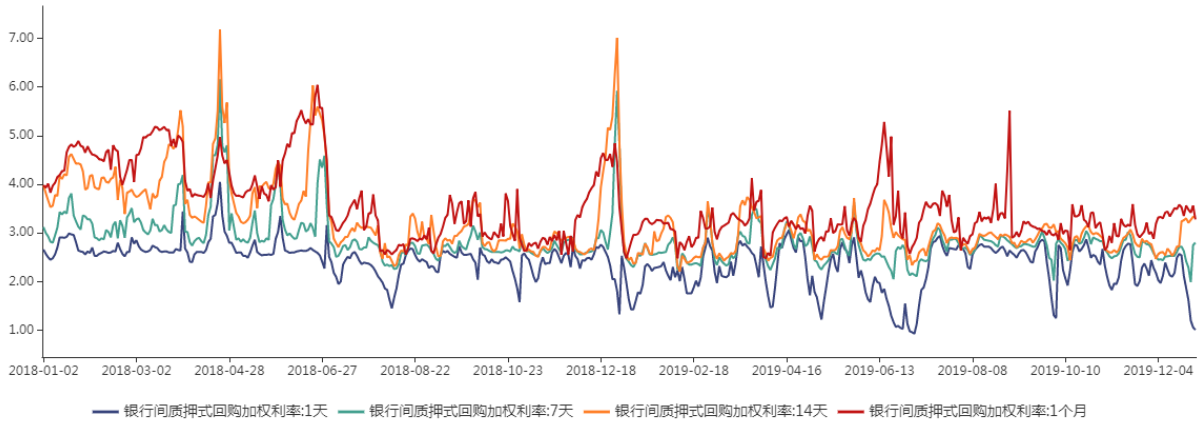
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2.1.3 资金面：稳为主线

今年全年资金面宽松程度好于去年，降准降息等操作向市场注入了大量流动性。国债期货在 12 月下旬的上行，很大程度上是市场流动性宽松所致，由短期资金利率下行带动。2020 年元旦与春节较近，节日现金需求强烈，而且专项债提前至 1 月发行，再叠加缴税因素，流动性压力较大，为熨平资金波动，央行有望继续向市场大幅投放资金。但短期内资金面充裕的情况不太可能延续，即便真有降准落地，一旦 12 月经济数据继续向好，资金面将没有继续宽松的必要。2020 年宏观调控政策坚持稳字当头，资金面预计不会有太大波动，央行公开市场操作思路将是削峰填谷。短期资金面的宽松与否将取决于央行的公开市场操作、缴税、发债、节假日等因素，

需要对具体时点进行判断。

图 28：银行间债券回购利率



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2.1.4 金融监管：整体趋缓

自 2018 年 4 月资管新规下达至今，金融体系资金空转现象改善明显。2018 年金融监管政策出台密集，今年的出台频率明显较低，监管态度也有所缓和。2020 年底，资管新规过渡期将结束。从目前看，银行体系非标规模存量仍较大，预计银行在 2020 年底完成资管新规整改的可能性较低。而且随着通道规模压缩，非标资产回表对银行资本金补充带来很大压力，对银行扩张信贷形成约束。今年 12 月银保监会有关负责人表示，过渡期结束后，由于特殊原因而难以处置的存量资产，可由相关机构提出申请和承诺，经金融监管部门同意，采取适当安排，妥善处理。由于国内系统重要性银行评估实施在即，部分银行面临系统重要性附加资本要求。过渡期延迟，将有助于缓解某些银行的资本补充压力。中央经济工作会议表示坚决打好三大攻坚战，重点提到脱贫攻坚与污染防治，不再提金融风险，也没有提结构性去杠杆，而是认为我国金融体系总体健康，具备化解各类风险的能力，要保持宏观杠杆率基本稳定。这也预示着，2020 年金融监管政策将以查缺补漏、稳固成果为主。

表 3：2019 年出台的部分金融监管新规

1 月	《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》（“175 号文”）
10 月	《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（“205 号文”）
12 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）

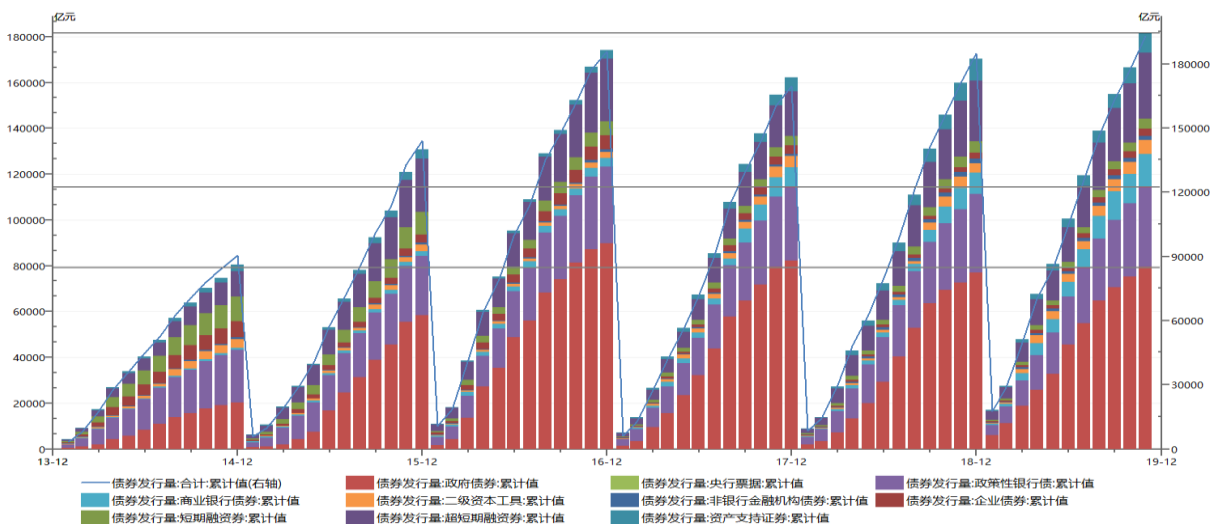
资料来源：网上公开资料整理得到。

2.2 供需传导途径分析

2.2.1 政府债券供给

今年全年国债发行量为 4.2 万亿，比 2018 年多出 5200 亿元，地方政府债发债规模在 4.36 万亿，比 2018 年多出 2000 亿。关于 2020 年政府债券的供给量，我们可以借用中信建投的算法。据中信建投，政府债券供给预测主要采用“总发行量=总偿还量+净融资额”公式，由于地方政府专项债在政府性基金预算内，这一部分亦需要额外考虑。按照近四年第四季度名义 GDP 占全年占比在 28%左右，取值 28.2%来计算，可以预计今年的名义 GDP 规模在 97.18 万亿。明年的实际 GDP 增速大概率会在 5.8%-6%之间，考虑到明年 CPI 将会回落冲高后回落，全年均值预计在 3%，PPI 同比将会上升至 2%左右，第三季度 GDP 平减指数同比为 0.41%，我们预计 2020 年 GDP 平减指数在 2%。把名义 GDP 增速和 GDP 平减指数加总，初步预计 2020 年名义 GDP 增速目标为 7.9%。由此可以计算出，2020 年名义 GDP 将为 104.86 万亿。中央经济工作会议提出，积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，表明赤字率很可能与 2019 年持平，保持在 2.8%。赤字规模为名义 GDP 与赤字率的乘积，即 2.94 万亿。由于近三年来地方赤字规模占比相对稳定，在 33%-35%之间，按照 34%中值来计算，2020 年中央政府赤字规模为 1.94 万亿，地方政府赤字规模为 1 万亿。由于 2020 年国债偿还量为 2.43 万亿，那么国债发行量将为 4.37 万亿。2020 年地方债偿还量为 2.08 万亿，新增专项债可能在 2-2.5 万亿左右，因此预计 2020 年地方债供给规模在 5.1-5.6 万亿。

图 29：2013 年-2019 年债券发行量

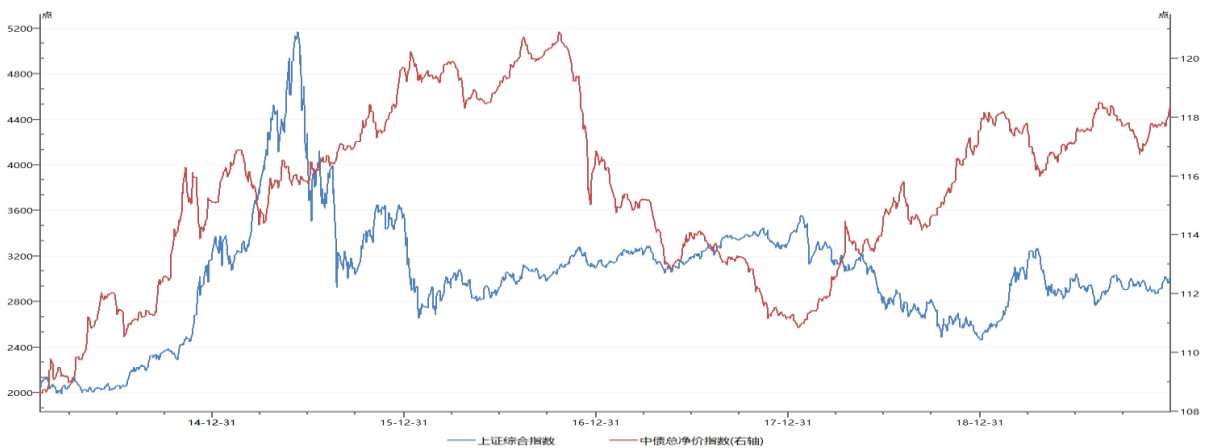


资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2.2.2 国债配置需求

国债的配置需求主要来自投资和避险。去年以来，中美贸易摩擦频频成为市场热点，股市、汇市波动加大，产生了部分避险需求，债券刚性兑付也被打破，信用债频频违约，股市收益不佳，令国债配置需求增加。从配置价值来说，当前利率债与银行负债成本利差不断压缩，利率债收益率处在低位，国内机构配置利率债的性价比偏低。今年违约的信用债个数增加至 177 只，违约债券规模达 1419.08 亿元，符合我们在年初做出的信用债违约量增速下降预期。随着金融风险的下行以及经济企稳改善，信用债违约速度将继续下降。在“稳经济、宽信用”预期下，城投债、地方债和信用债的价值有望继续上升，国债投资价值也相对下降。而且年末 A 股市场有突破迹象，将会分流一部分国债的配置需求。与此同时，境外机构的配置需求需要关注。随着中国债市对外开放力度加大，2019 年中国债券市场被纳入彭博巴克莱和摩根大通指数，市场预期将为国内债券市场带来超过 3000 亿美元资金的流入。今年 4 月以来，境外资金流入国债和政策性金融债的月度规模在 400 亿元左右。利率债是境外机构进入国内债市的主要配置标的，随着未来汇率因素扰动减小，2020 年境外机构流入债市的资金有望明显上升，但因整体占比较小，对国债行情不会有很大的拉动作用。对于避险需求来说，在中美摩擦趋缓的情况下，国债的避险需求将会下降。

图 30：上证综指与中债总净价指数



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

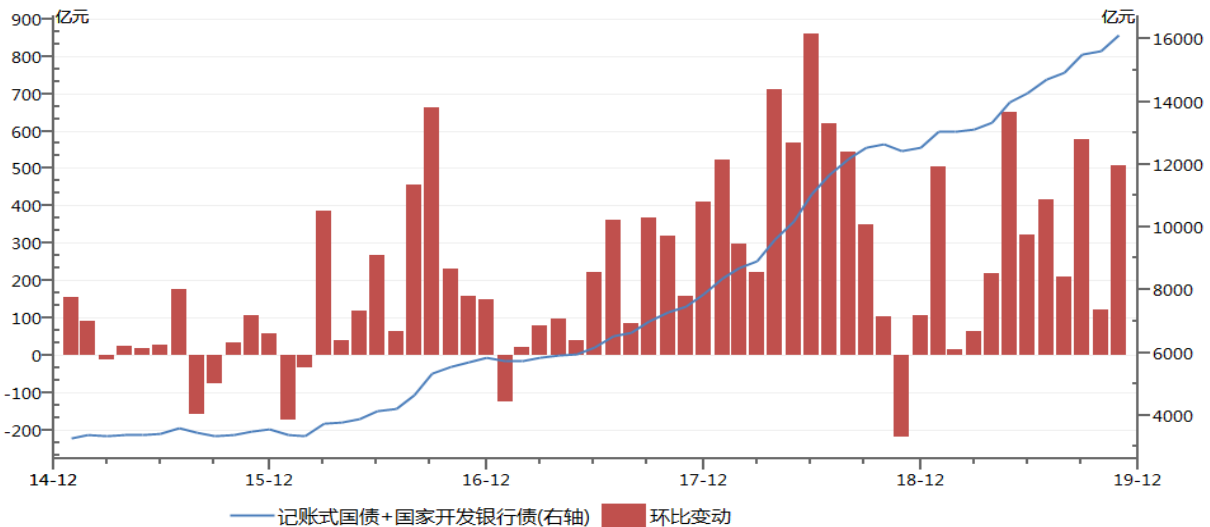
表 4：历年债券违约个数及金额

	违约个数（只）	违约金额（亿元）
2014 年	6	13.4
2015 年	25	115.19

2016年	56	393.77
2017年	34	312.49
2018年	125	1209.61
2019年	177	1419.08

注：截止 2019 年 12 月 29 日，数据来源于 Wind 资讯。

图 31：境外机构的利率债托管量



资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

2.3 预期传导途径分析

投资者预期包括对未来货币政策工具的预期、利率走向的预测、中美贸易关系的预期、对资金面松紧以及国债价格强弱的预测等，会直接影响到国债的价格。投资者预期是基于当前以及历史信息做出的判断，当占主导地位的投资者或者市场整体预期较为一致时，国债价格基本会按照预期模式演变。当市场预期不一致时，国债价格要么有价无市，要么多空争夺激烈，陷入盘整行情。当前市场对明年利率走势的预期差异较大，认为震荡的占据多数，也有少部分认为有下行空间。总得来说，国债不会是明年最佳的配置资产。需要注意的是，预期跟市场情绪一样，容易多变，在出现一些新政策或者言论时，预期很容易会做出调整。

2.4 汇率与利率：内外均衡，制约减少

汇率对一国经济非常重要，可以直接影响到该国商品在国际上的价格，也会影响跨境资金进出。近年来，央行对汇率的调控思路主要在于在内部均衡和外部均衡之间寻找一个平衡点。央行在第三季度货币政策执行报告中表示，下一阶段的汇率政策思路为协调好本外币政策，处

理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。对于 2020 年，汇率问题将不会是制约货币政策的主要因素。原因有二，一是美元指数有望区间震荡，二是中美关系转好，人民币贬值压力不大。

美元指数 2020 年有望继续在 95-99 之间区间震荡。2019 年 2 月以来，在贸易局势反复的避险需求以及美国经济基本面强于其他国家的背景下，美元指数延续强势。在 10 月份经历了大幅回调后，美指一直在 97.00-98.40 区间内波动。明年支撑美指的因素在于，美国经济数据在三次降息后有所回暖，美联储降息态度软化，降息步伐停滞。美指下行的潜在风险仍较大，若贸易局势转暖、脱欧等风险因素消除，欧元区、英国与日本的经济改善，货币政策将趋向于收紧。美元震荡将大大缓解人民币的贬值压力。

今年 8 月美元兑人民币汇率跌破 7，此后基本上在 7 以上运行。经过央行的引导，市场心理价位 7 已经有所弱化。今年的人民币兑美元汇率走向除了与美元关系较大外，与中美贸易争端也有很大关联。5 月与 8 月汇率大幅走低，与中美贸易关系转差在同时发生，10 月之后人民币升值也伴随着中美关系的走好。随着中美关系走好，市场对人民币的贬值预期大幅下降。

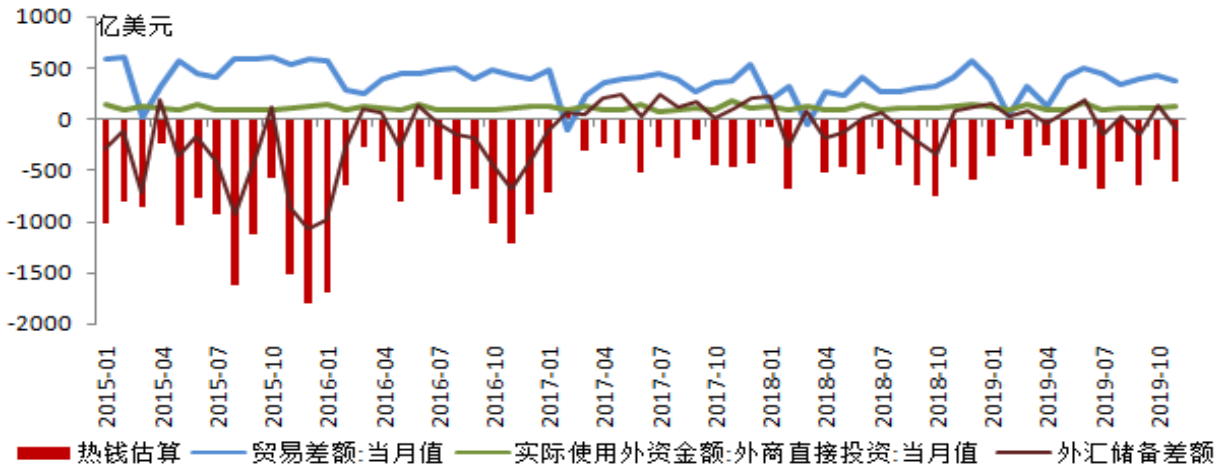
明年中国央行货币政策并没有很明显的宽松导向，在中国经济企稳的情况下，人民币甚至有小幅升值压力。升值程度主要看中美贸易关系的进展以及中美货币政策，还要看对出口的影响。人民币贬值压力缓解，甚至升值，会给央行提供更多宽松的空间。从外汇占款、外汇储备、热钱数据来看，今年跨境资金流动平稳，年末市场对人民币走向也没有明确预期。这也将减轻汇率政策对国内货币政策的约束。

图 32：2018-2019 年美元兑人民币中间价



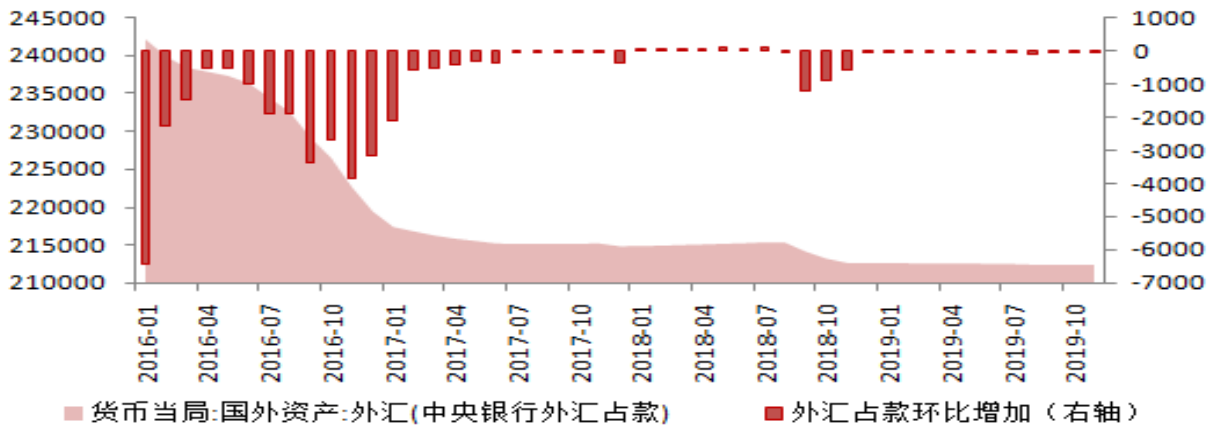
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 33：热钱估算



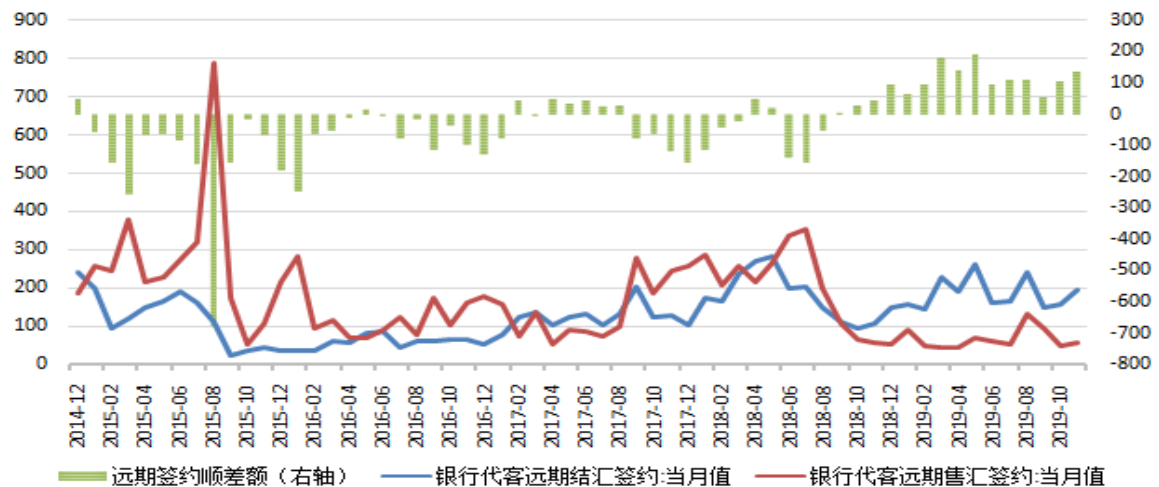
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 34: 外汇占款及变动额



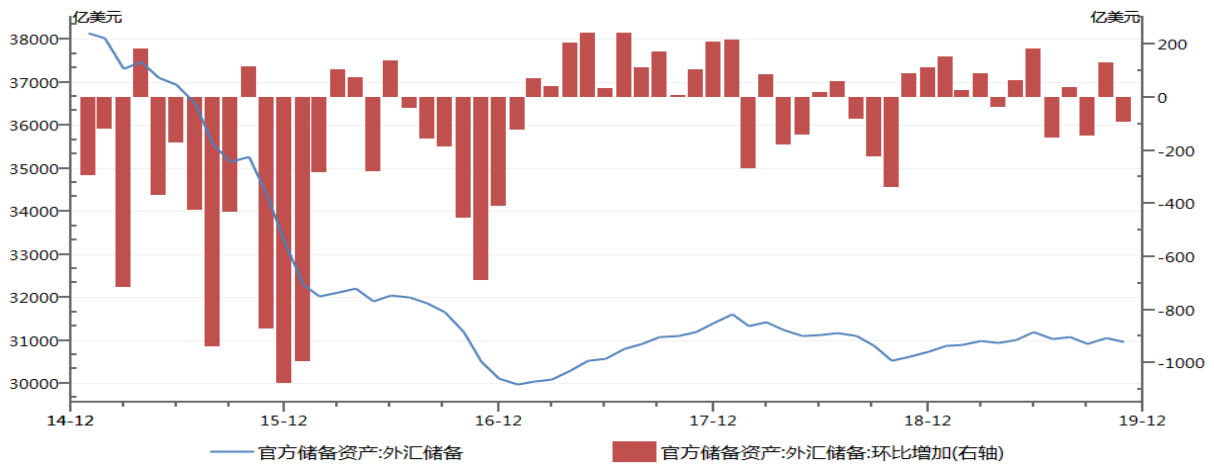
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 35: 银行代客远期结售汇签约金额（亿美元）



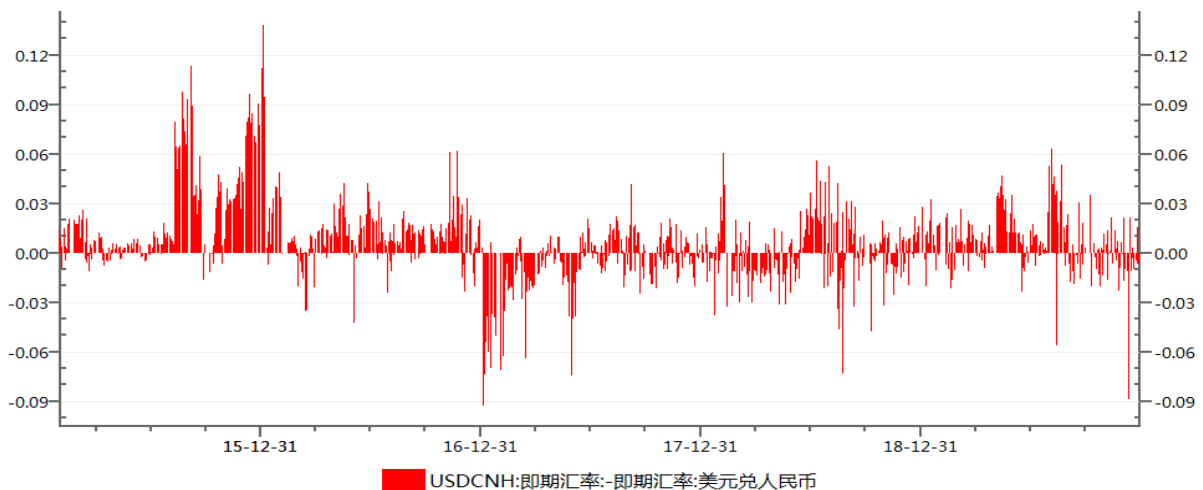
资料来源：Wind 资讯、瑞达研究院

图 36: 官方外汇储备及环比变动



资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

图 37: 美元兑人民币即期离岸与在岸价差



资料来源: Wind 资讯、瑞达研究院

2.5 中美贸易战: 干扰作用下降

2018 年上半年中美贸易战爆发, 至当年年底美国对中国加征关税的商品价值已经达到 2500 亿美元, 中国对美国加征关税的商品价值已经达到 1100 亿美元。在 90 天停火协议之后, 今年 5 月特朗普政府宣布对原 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 提高至 25%, 中国政府也同时宣布将对原 600 亿美元美国商品加征 10%-25% 不等的关税。6 月大阪峰会后中美双方暂时休战, 但 8 月美国再度表示将对其余 3000 亿美元中国商品分两次加征 10% 的关税, 作为回应, 中国宣布对 750 亿美元美国商品加征 5%、10% 的关税。10 月美国宣布暂不对原 2500 亿美元中国商品的加征关税从 25% 提高至 30%。12 月中美达成第一阶段协议, 中美双方均暂停原计划于 12 月 15 日的关税加

征，中美经贸磋商取得重大进展。在贸易战的复杂博弈过程中，参与双方的强弱取决于其经济对关税措施的承受力，这具体反映在出口规模、贸易对经济的整体影响和净出口对增长的贡献等方面，美方显然更为强势。鉴于美国在第一阶段协议中并未承诺取消原先加征的关税，双方寻求合作的道路仍不会一帆风顺。但整体来说，中美双方正在朝着好的方向行进，2020 年贸易摩擦对市场的干扰将会弱于今年，对国债而言更多的是利空。

表 5：2019 年中美贸易战时间轴

时间	事件
2月24日	川普延长了3月1日的最后期限，把对2000亿美元中国商品的关税无限期地维持在10%。
5月5日	特朗普在推特上说打算在5月10日将价值2000亿美元的中国商品的关税提高到25%。
5月8日	晚间特朗普政府正式宣布，从5月10日起，将对2000亿美元的中国进口商品征收的关税从10%提高到25%。
5月13日	晚间中国宣布对已加征关税的600亿美元从美国进口商品的部分商品加征25%、20%或10%关税，于6月1日生效
6月18日	晚间中美两国元首通电话
6月29日	日本大阪G20峰会上，中美双方同意，在平等和相互尊重基础上重启经贸磋商，美方不再对中国产品加征新的关税。
8月1日	晚间特朗普发推特，称拟于9月1日对中国3000亿美元商品加征10%的关税
8月5日	中国要求国企禁止进口美国农产品，在岸与离岸人民币汇率双双破7
8月6日	清晨美国财政部宣布将中国列为汇率操纵国
8月15日	美国宣布对价值3000亿美元中国商品加征10%关税分两批实施，实施日期分别为9月1日和12月15日
8月23日	中国宣布对价值750亿美元美国商品加征5%、10%的关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施
8月28日	USTR 宣布对价值3000亿美元中国商品加征关税税率由原定的10%提高至15%，并分两批实施，实施日期分别为9月1日和12月15日；同时对2500亿美元关税税率从25%提高到30%征求公众意见，并于2019年10月1日生效
9月12日	美国总统特朗普发推文称将计划对2500亿美元中国商品开始增加关税的日期从10月1日推迟至10月15日
9月13日	中方表示将自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，将对上述采购予以加征关税排除
9月17日	美方公布了三份对中国加征关税商品的排除清单，涉及437项商品
10月12日	中美第十三轮经贸谈判取得实质性进展，美方明确表示，取消10月15日对华价值2500亿美元产品的关税税率从25%提升至30%行动，中国将加大对美国农产品的采购。中国进一步扩大金融市场开放，增强货币和汇率政策透明度。美方考虑纠正将中国列为汇率操纵国的错误行为
12月13日	中美第一阶段经贸协议达成。美方对原计划于12月15日起加征关税的原3000亿美元中的中国商品暂不征收15%关税。中国对原计划于12月15日12时01分起加征关税的原产于美国的部分原750亿美元进口商品，暂不征收

10%、5%关税，对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税。

资料来源：网上公开资料整理而来。

第三部分：2020 年期债投资建议

展望 2020 年，全球经济仍将在低增速中度过，回暖有限，国内经济已经显露企稳迹象。2020 年是十三五规划收官之年，明年政府将会继续增加基础设施建设投资力度，而房地产投资将会持稳，消费有望在各项促进消费的措施下企稳回升，借着中美达成第一阶段协议的东风，国内推进更高水平对外开放以及特朗普明年大选，贸易摩擦问题有望缓和，出口预计将较为乐观。11 月官方制造业 PMI 指数以及财新制造业 PMI 数据上行、工业企业利润同比转好，均是积极信号，指向明年上半年经济有望企稳。货币政策很可能会像 2019 年一样灵活变化，在整体宽松的基调下前紧后松，降准降息均可期。但为不增加存量贷款转 LPR 基准的难度，在 8 月之前，LPR 利率不太可能会变动，且受银行吸储成本的限制，降息操作空间不大。2020 年宏观调控政策坚持稳字当头，资金面预计不会有太大波动，央行公开市场操作思路将是削峰填谷。短期资金面的宽松与否将取决于央行的公开市场操作、缴税、发债、节假日等因素，需要对具体时点进行判断。金融监管政策将以查缺补漏、稳固成果为主，监管态度会有所缓和。从债券供需来看，因债券到期量大增，预计明年国债发行量将为 4.37 万亿，2020 年地方债供给规模在 5.1-5.6 万亿，高于今年。由于股市向好，利率处在低位，利率债配置需求整体不高，外资拉动作用也较为有限。当前市场认为明年国债利率震荡的占多数，那也意味着利率债投资价值不高。随着中美关系转好，美元指数继续区间震荡的概率大，人民币在明年的贬值压力不大，也为货币政策宽松提供了空间。中美双方正在朝着好的方向行进，2020 年贸易摩擦对市场的干扰将会弱于今年，对国债而言更多的是利空。综合来看，明年 10 年期国债利率可能在 3-3.4% 之间波动，与今年类似，没有确定性方向。全年看，国债期货缺乏趋势性交易机会，只能把握短期波段机会。在 10 年期国债到期收益率升至 3.4% 附近时，做多国债期货，在 3% 附近时，做空国债期货。持仓量根据资金面做出微调，实时对行情进行评估，再决定是否继续做多或者转而做空，跨品种和套利机会暂无，故不推荐。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。