



期货研究报告·年度视野
经济探底，债市牛熊切换
——2020 年国债期货投资策略

研究所

李彬联

2019-12-16



期货研究报告·年度视野

经济探底，债市牛熊切换

—2020 年国债期货投资策略

2020 年国内宏观经济展望：前低后高

2020 年是全面建成小康社会的决胜年，但 2019 年 3 季度 GDP 创下 6% 的历史低位，决策层也给出了下行压力持续加大的判断。因此在“翻一番”目标压力下，2020 年的逆周期调节政策仍会加码，经济托底有支撑，全年经济增速探底反弹。通胀压力在下半年将明显减弱，CPI 前高后低，PPI 实现转正。出口拉动在中美贸易阶段性缓和背景下有望发力。

2020 年货币政策展望：利率中枢阶梯式下行

央行下调 MLF 以及逆回购利率证伪结构性通胀对货币政策掣肘。2020 年经济下行压力增大，切实降低实体经济融资成本将成为决策层持续关注点以及着力点，LPR 以及货币市场“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项，结构式宽松政策将愈加精准。

2020 年利率债纵览：牛市尾声 牛熊切换

把握节奏、谨慎风险

股指期货
国债期货

李彬联

li.binlian@gzf2010.com.cn

020-22139824

执业证书编号：F3039476

发布日期：2019 年 12 月 16 日

国债到期收益率



国债期货活跃合约



目 录

一、2019 年国债行情回顾.....	1
1.收益率：“W”型震荡.....	2
2.利率衍生品：一波三折.....	3
3.2019 年债市基本面总结：经济寻底，利率下行.....	4
二、2020 年宏观经济研判.....	5
1.2020 宏观经济：前低后高.....	5
2.物价水平：CPI 前高后低，PPI 有望转正.....	6
3.货币政策：结构式宽松愈加精准，利率中枢阶梯式下行.....	7
4.出口拉动有望发力.....	8
三、2020 债市投资策略：牛熊切换.....	9

图表目录

图表 1：国债到期收益率(单位：%).....	3
图表 2：国债期货活跃合约（单位：元）.....	3
图表 3：国债期货成交量（单位：手）.....	4
图表 4：CPI 和猪肉价格同比（单位：%）.....	7
图表 5：净出口拉动（单位：%）.....	8

经济探底，债市牛熊切换

——2020 年国债期货投资策略

一、2019 年国债行情回顾

1. 收益率：“W”型震荡

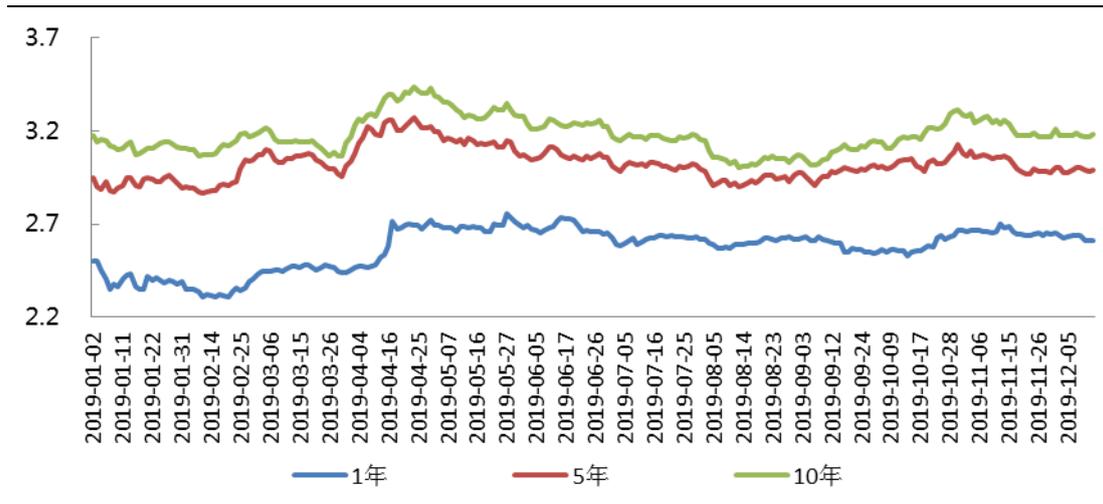
2019 年开年债市延续了 18 年四季度以来的牛市，在年初降准的刺激下，利率突破新低，10 年期国债最低突破 3.1%，10 年国开最低降至 3.5% 以下，实现了良好开局。但进入 2 月后，股市迎来的久违的上涨，市场热情重燃，市场风险偏好明显回升，股债跷跷板效应显现。另外 1 月的金融数据公布，信贷、货币、社融均大超预期，尤其是社融在市场一致预期好转的背景下仍大超市场预期，引发了债市调整。虽然 2 月的金融数据也证实了 1 月份的超高增长是季节性现象，不具有持续性，即在首月效应过去后，未来的信贷和货币增长仍将延续平稳。但社融修复预期难以打破，并在其领先的经济的信号意义下压制债市，叠加股债跷跷板效应难减，债市陷入震荡调整，一度调整至 3.4% 的高位。

5 月后，债市迎来久违的上涨，中美贸易摩擦风波再起，风险偏好明显下降，股市大跌。定向降准意外落地，资金面全面宽松以及经济、金融数据的回落等多重利好下，债市做多情绪重燃。利率调整至高位后，配置价值凸显，重新向下，回到了 3.3% 以下，月度下降近 10 个 BP。

6 月由于包商银行事件爆发，引发市场恐慌，债市一度大跌，在在央行大力维稳并投放流动性支持下，债市重回上涨，并在流动性极度宽裕、货币政策维持宽松、经济下行压力显现、包括美国在内的海外降息潮以及中美贸易谈判波折多重因素刺激下，利率曲线持续向下，到达近三年新低，10 年期国债一度破“3”。

9 月利率新低后，继续下行动力不足，有所反弹。而猪肉价格仍在飙升，CPI 屡创新高，令市场产生了货币政策难再宽升至转向的担忧。即使央行 9 月宣布降准后，利率也不降反升。而央行在海外降息潮涌动，尤其是美联储连续降息后，市场“降息”预期落空。另外金融数据表现靓丽，由于是社融的超预期也似乎显示出需求的回暖。而中美谈判进展顺利，也使得市场风险偏好回升。种种因素下叠加下，债市出现连续调整，10 年期国债一度回升到了 3.3%，10 年国开最高也升至 3.7%，国债一个月的调整幅度就高达 30BP。但随后央行意外先后下调 MLF 利率、逆回购利率向市场宣示了政策未转向，通胀制约有限，货币维持偏宽，以及经济数据的回落，都纠正了此前过于悲观的市场预期，利率修复向下。

图表 1：国债到期收益率(单位：%)

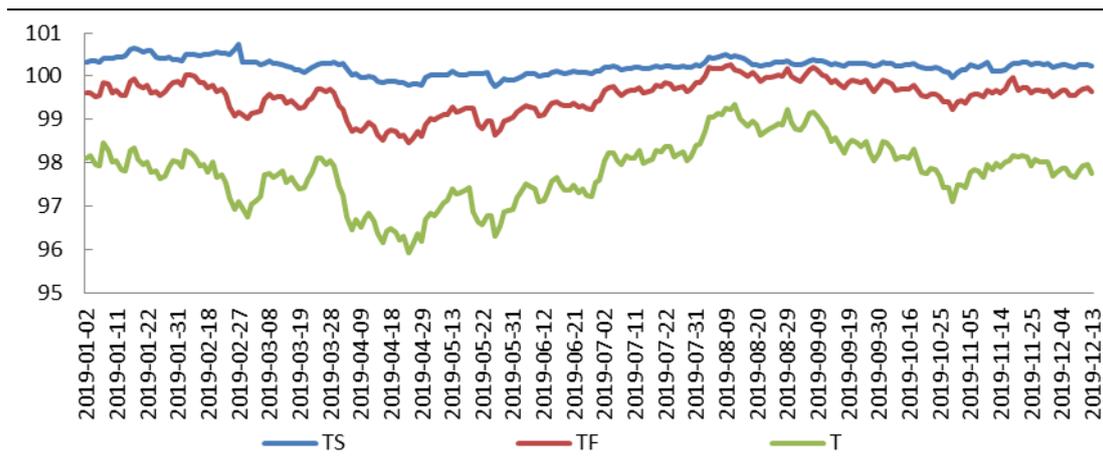


数据来源：Wind 数据库

2.利率衍生品：一波三折

衍生品方面，国债期货呈现一波三折走势，1-4 月份震荡走低，5 年、10 年国债期货主力合约在 4 月 17 日分别触及年内低点 98.335 元、95.82 元后，随后进入长达 4 个月的趋势上涨行情，阶段性高点出现在 8 月下旬至 9 月初，5 年期国债活跃合约顺利破“100”。直到 9 月、10 月，受制于高通胀压力，利率债再度陷入调整。

图表 2：国债期货活跃合约（单位：元）

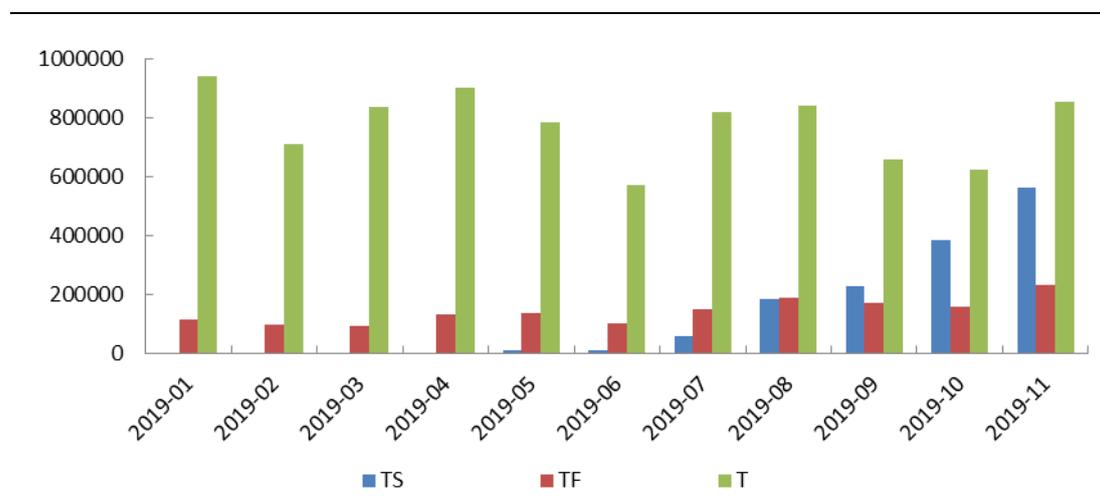


数据来源：Wind 数据库

交投方面，10 年国债期货品种总体交易量仍然远超 2 年、5 年两个品种，不过进入 8 月份以来，2 年国债期货交投量快速增长，从 7 月的 57084 手跳升至 8 月份 182968 手，并超越 5 年期品种，直逼 10 年

国债期货。

图表 3：国债期货成交量（单位：手）



数据来源：Wind 数据库

3.2019 年债市基本面总结：经济寻底，利率下行

从基本面来看，2019 年经济走势是分化的，建筑回升而制造业疲软。19 年上半年受益于信用环境改善与按揭利率下行，地产销售边际改善，下半年尽管地产政策边际收紧，但更多是分化的，国有龙头房企资金并不紧张。民营中小房企资金链承压，因而更多采取降价促销的方式促进销售回款，来对冲融资收紧。整体来看，2019 年地产销售依然是较为超预期的，这也支撑了房企施工明显加快，建安投资增速持续上行，进而也对中上游水泥、黑色行业需求形成支撑。另一方面，2019 年在贸易摩擦及地缘冲突加剧背景下，全球制造业景气共振回落，中国出口增速在 18 年 4 季度下台阶后低位震荡。此外就业压力持续加大，也对消费尤其是非汽车类可选消费品销售形成明显压制。受出口及消费下行影响，制造业景气走弱，企业主动去库存，生产意愿低迷。

由于经济分化，政策基调以调结构为主线。一方面通过定向降准、LPR 改革、及永续债方式缓解银行缺资本的困境，疏通货币政策传导机制，引导资金流向小微及民营企业。另一方面持续收紧地产调控政策，防止资金大量流向地产部门，防止居民杠杆率超预期上行带来的金融风险。

2019 年的货币政策逐步更加转向结构性，同时落实了 LPR 改革，在经历 2018 年以来主要是调降准备金的操作后，我们可以看到 2019 年的货币政策宽松步伐出现了放缓，但并没有停止，呈现“从量宽松”到“价格调控”的趋势。

二、2020 年宏观经济研判

1.2020 宏观经济：前低后高

从基本面来看，2019 年经济走势是分化的，建筑回升而制造业疲软。19 年上半年受益于信用环境改善与按揭利率下行，地产销售边际改善，下半年尽管地产政策边际收紧，但更多是分化的，国有龙头房企资金并不紧张。民营中小房企资金链承压，因而更多采取降价促销的方式促进销售回款，来对冲融资收紧。整体来看，2019 年地产销售依然是较为超预期的，这也支撑了房企施工明显加快，建安投资增速持续上行，进而也对中上游水泥、黑色行业需求形成支撑。另一方面，2019 年在贸易摩擦及地缘冲突加剧背景下，全球制造业景气共振回落，中国出口增速在 18 年 4 季度下台阶后低位震荡。此外就业压力持续加大，也对消费尤其是非汽车类可选消费品销售形成明显压制。受出口及消费下行影响，制造业景气走弱，企业主动去库存，生产意愿低迷。由于 19 年经济处于分化的状态，政策基调以调结构为主线。一方面通过定向降准、LPR 改革、及永续债方式缓解银行缺资本的困境，疏通货币政策传导机制，引导资金流向小微及民营企业。另一方面持续收紧地产调控政策，防止资金大量流向地产部门，防止居民杠杆率超预期上行带来的金融风险。

我国目前的第一经济增长动力是仍然是投资。城市化进程延续、基建需求、产业升级、环境治理等决定了投资的巨大空间，决定了投资在经济动力中的第一地位未变。并且投资在经济的周期性波动和长期发展中处于核心地位。在中国经济的转型周期，投资增长的源泉来自基础设施继续完善、产业转型升级和城镇化的继续提高。

从整体投资增速看，2018 年表现出来的企稳回升势头，在 2019 年 2 季度后并未得到持续，中国经济投资只是不再下降，从态势上看只是艰难走稳。第一增长动力回稳的乏力，也使得 2019 年经济运行偏弱。就投资结构来看，具有顺周期属性的制造业投资在 2019 年始终低迷，但我们认为未来货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应（企业中长期贷款的稳步回升）逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局；在更加积极的财政政策下，专项债与基建资金松绑政策共同发力，基建仍可期；房地产投资严调控下趋势向下，但幅度可控。另外从生产迂回程度来看，经济下行时期使得各类投资下降，资本集中在靠近消费终端环节，导致生产迂回程度缩短。但从投资结构表现来看，远终端的迂回投资先后企稳，尤其是制造业投资中，最为远离终端的计算机、通信与其它电子设备、电气机械及器材、通用设备、专用设备投资等，

在 2019 年 1 季度前后都进入了走稳或回升阶段。这也表明了生产迂回程度重新增长，中国经济的资本密集度将重新恢复上行，因而中国经济增长的底层动力将进一步发展。2020 中国经济新增长动能将初现端倪，科技赋能首次明确经济转型和产业升级方向；虽然旧风险处置增加了经济运行压力，但经济增长质量将更高。生产的迂回程度见底回升，经济网络协调性增强，在中国经济内生增长动力结束持久的“厚积”后将“薄发”。

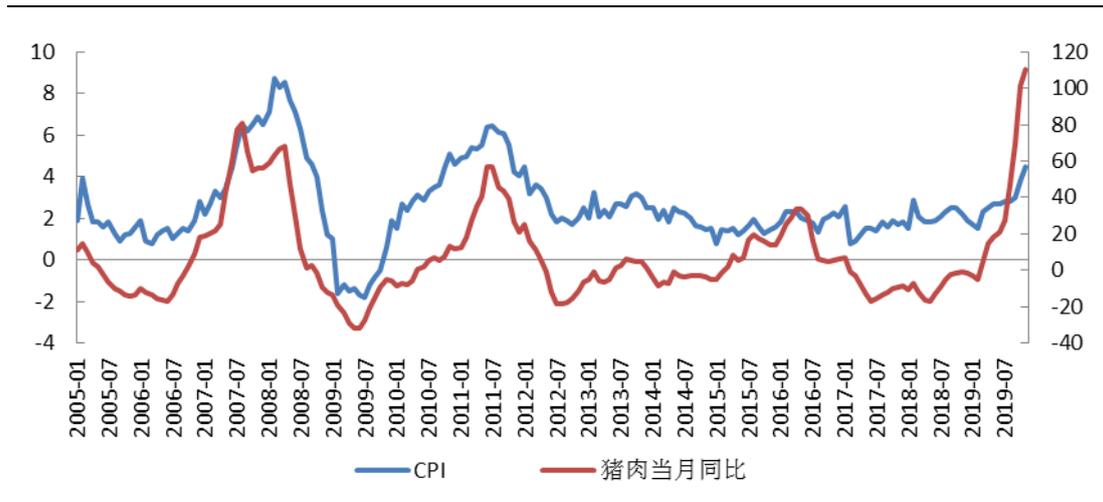
2020 年是全面建成小康社会的最后一年，即“国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番”。根据当前已知的经济增速，计算得出 2019-2020 的 GDP 年平均增速需在 6.1%左右，就能实现目标。但我们仍要注意到 2019 年 3 季度的 GDP 创下 6%的历史低位，央行也给出了下行压力持续加大的判断，因此可以预见的是翻一番目标压力下，2020 年的逆周期调节政策仍会加码，经济托底有支撑。

2. 物价水平：CPI 前高后低，PPI 有望转正

受猪瘟疫情引发的供给短缺导致猪肉价格创新高的持续上涨，带动了 CPI 的超预期回升。10 月 CPI 同比增长 3.8%，创下历史新高。猪肉就贡献了近三分之二的占比。今年以来消费品价格的持续上涨，食品中蔬菜、猪肉、水果轮番涨价，但目前来看只剩下猪肉以及其连锁反应下的替代肉类在涨，结构性通胀特征明显。此次猪肉的涨价仍在在于供给的偏紧，并没有带动需求上升，引发供需两端的共振。从替代的肉类的涨价也可以看出，对猪肉的需求仍偏弱甚至出现转移。因此猪肉价格未来走势的关键仍然在于供给。我们可以发现目前的母猪存栏量仍在下跌，且母猪到生猪出栏还有 1 年左右的时滞，也就是说猪肉供给短缺导致的猪价高位仍将延续至 2020 年。但值得关注的 10 月的同比跌幅明显有所收窄，环比止跌回正，而国家也在大力保障和支持生猪稳产，加大对养殖户的补贴，加上储备肉的投放，猪肉的加大进口，非洲猪瘟病毒攻关取得重要进展，我们认为随着供给的逐步恢复，猪肉价格也有望高位回落。另外市场主要关注 CPI 同比数据，今年 CPI 的高位也为明年提高了高基数，因此 2020 年 CPI 有望先升后降。

PPI 今年以来的持续偏弱，一方面受大宗商品价格影响，另一方面更多受基数效应影响。10 月份 PPI 同比下降的 1.6 个百分点中，就有 1.2 个百分点是翘尾因素，即受上年同期基数较高影响；仅有 0.4 个百分点是新涨价因素。并且从环比角度来看，从 6 月以来环比已出现连续回升，因此我们认为受基数变动影响，工业品价格在大宗商品价格企稳走平后，PPI 同比价格走势在年末才有可能略回升，2020 也基本延续低位运行态势。

图表 4：CPI 和猪肉价格同比（单位：%）



数据来源：Wind 数据库

3. 货币政策：结构式宽松愈加精准，利率中枢阶梯式下行

央行发行的货币政策报告是我们把握货币政策动向的重要工具，针对下一步的政策思路，央行在三季度货币政策报告中提到央行坚持稳健的货币政策，新增加强逆周期调节（此前为适时适度进行逆周期调节），删除“把好货币供给总闸门”，但仍然强调坚决不搞大水漫灌。新增注重预期引导，防止通胀预期发散，坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运用 LPR，沿用“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。另外央行再次提出还提到按照“因城施策”的基本原则，不将房地产作为短期刺激经济的手段，与二季度保持一致。

总体来看，三季度货币政策报告能看出一些明显的边际变化，首先确沿用了经济下行压力上升，措辞增加了持续，我们也可以期待四季度逆周期调整政策的加强，边际宽松或有放开，但要注意尺度，坚决不搞大水漫灌，房地产短期仍不会放开。降成本仍是任务重点，而抓手就是 LPR 的运用，我们此前看到 MLF 利率下降以及逆回购利率下调均体现了当前货币政策仍宽，企业融资成本下降进度还不够（三季度一般贷款平均利率上行），以及结构性通胀的对政策的制约有限。同时央行也判断 CPI 仍面临上行压力，要注重预期引导。虽然到目前为止，中国信贷、货币增长一直表现平稳，且处于相对高位，但笔者一直认为“稳中偏降”是不变趋势。中国货币增长的这种平稳中偏软格局，从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。

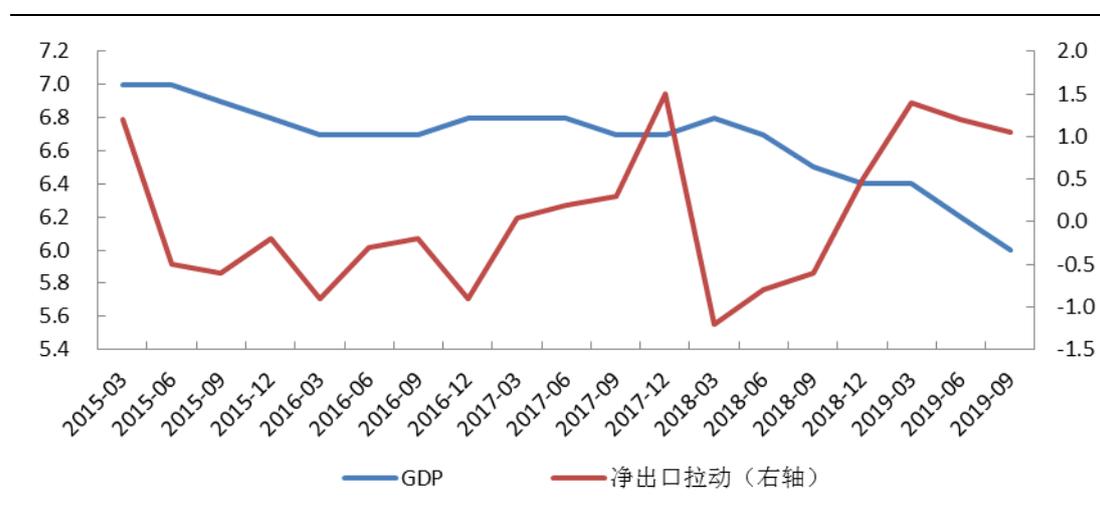
当前短期高通胀仍将持续，但央行的降准降息（下调 MLF 以及逆回购利率）也再次印证了结构性通胀

对政策制约有限。经济转型带来的经济持续底部徘徊，使得企业日常经营难度上升，叠加基建投资重要性的上升，“降成本”自然就成为了下一步“供给侧改革”的重心。当“去杠杆”阶段过去后，货币边际放松就在事实上已呈现；下一阶段的实体经济“降成本”，正在到来中，融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，自然就进入了政策视野，“降息”也就成了未来必不可缺的政策选项。

4.出口拉动有望发力

今年以来，中美贸易战的进程一直通过避险情绪的传导影响着今年的利率变动。今年一季度贸易摩擦边际缓和，利率上行。4月30日-5月1日中美进行第十轮经贸高级别磋商，5月5日，特朗普推文从5月10日起，对价值2000亿美元中国商品加征关税从10%调高至25%，贸易摩擦升级，利率趋势下行。8月1日，特朗普宣布自9月1日起对中国3000亿美元输美商品加征10%关税，中国采取反制措施后，特朗普8月末宣布自10月1日起将2500亿美元中国商品加征关税从25%调高至30%，将3000亿美元中国商品加征关税从10%提高到15%，在9月1日和12月15日分两批实施，贸易战反复升级，利率继续向下。10月中旬中美进行第十三轮经贸高级别磋商，9月有贸易摩擦缓和预期，特朗普也宣布将原定于10月1日将2500亿美元中国商品关税从25%调高至30%推迟到10月15日，利率开始上行。10月份贸易磋商取得进展，暂缓实施原定于10月15日2500亿美元中国商品的关税上调，贸易摩擦边际缓和。除市场情绪的影响外，受贸易战反复和全球经济回落的影响，今年出口金额和出口交货值当月同比增速一路下滑至负区间，出口需求的缺位对工业制造形成拖累。

图表 5：净出口拉动（单位：%）



数据来源：Wind 数据库

展望明年，从短期来看，出口或将边际回暖。其一，从贸易战的进程来看，10月以来贸易摩擦边际缓和，贸易谈判取得阶段性成果；其二，全球 PMI 指数和新订单指数企稳回升，或将拉动外需短期内企稳；其三，PMI 新出口与订单指数边际回升，有利于出口交货值增速的修复。从中长期来看，中美贸易谈判第一阶段文本协议达成一致，中美经贸摩擦迎来阶段性曙光，这体现了中美双方缓和贸易冲突，改善贸易关系的共同诉求，协定的达成避免争端升级，有望对双方经济体均带来一定提振，并减缓对全球经济走势的冲击，同时提升全球金融市场风险偏好。短期中美双方各取所需，但是两国贸易体系重建的长期性和复杂性并未发生根本改变，且经贸协定具体执行层面仍存在各种变数，金融市场短暂情绪冲击过后，中美贸易整体走向仍旧任重道远。

三、2020 债市投资策略：牛熊切换

从经济视角来看，短期内房地产调控政策边际放松，房地产销售边际回暖，基建也将在明年一季度显著发力，工业生产边际回暖，贸易摩擦有所缓和，利率存在向上调整的空间。但中长期来看，在债务控制和经济转型的主线下，房地产周期将收敛，主动去库周期或将有所拉长，制造业投资存压，消费增长乏力。在中长期融资需求的阻力下，经济复苏的节奏必然是缓慢的，利率在明年中期仍然会迎来配置机遇。

当前经济的位置是库存周期短周期底部叠加中长周期高位。居民杠杆的快速堆叠是中期最重要的问题，这使得我们对居民消费、地产等国民经济重要部门都难以乐观。从节奏上看，过去几年棚改货币化是抚平经济波动的重要力量，但这种因素可能会在 2020 年发生变化，棚改货币化需求退潮可能会对商品房销量形成滞后反映，而且 14 年以来棚改形成的新增土地供给逐步进入土拍市场，在销售前期看淡、房企资金链紧张背景下，地方财政空间也是值得担忧的。

宽货币空间客观存在，更多是节奏问题。央行对于宽货币的态度已较为明确“珍惜正常的货币政策空间”、“尽量避免快速进入负利率时代”，从今年的几次货币宽松动作看，都更多是为了对冲金融风险，而非托底经济。并且，政策会避免形成无风险利率下行的一致预期。然而，宽货币的空间客观存在，无论是基准利率还是存款准备金率，都有调降空间。随着经济中期下行压力显化，货币政策亦将趋于宽松。

同时，经济下行周期降低银行负债成本也是宽信用的必要选项。压降 LPR 固然可以通过压缩点差空间的方式降低实体融资成本，但受制于高负债成本，政策压降的效力是边际下降的。监管已采取了一些动作，比如中小行永续债等方式，来支持银行补充次级资本。但银行作为高杠杆经营的行业，负债成本是尤为重

要的议题，后续随着稳增长压力加大，政策有必要采取措施降低银行负债成本，而这也利于加大利率债市场的配置力量，降低无风险利率波动性。

节奏上，明年一季度是大类资产重要的观察窗口：一是基建放量的高度和持续性，年初基建增速的回暖已基本没有悬念，但要观察基建回暖的弹性，目前我们倾向于认为专项债提前下发、资本金及投向基建比例增加等因素将提振基建增速 3.4%-3.9%。另外 2020 年初地产行业资金形势可能会差于 2019 年，土地流拍和政府基金收入的走势也值得观察，这会影响到二季度后的基建增速走势。赤字能否破 3%，根据对财政数据的分析，明年积极的财政政策加码是有难度的，存在预算配平的问题，财政赤字率有破 3% 的可能性。出口、贸易摩擦与年初通胀冲高，仍然是大类资产重要的影响变量。总之，明年一季度仍然有一些不确定性需要观察，包括财政与赤字、基建回暖、贸易形势、通胀高点等，这使得无风险利率走势可能仍显得较为纠结，但随着时间推向二季度至下半年，房地产和基建各自的问题会更加明显的展露出来，利率中期下行趋势较为确定。

从货币视角来看，短期通胀存压，货币政策空间受限，利空债市，不过通胀压力有望在明年中期缓解，货币政策空间将打开。中长期来看，一方面货币政策保持定力，防止信贷过度扩张，信用周期虽然有所上行，但扩张的速度和力度都将放缓，在信贷收敛下，利率上行空间在短期内将受到抑制，在 3.4%-3.5% 左右重新迎来配置机会。另一方面，经过金融去杠杆，货币供给传导到实体的速度加快，金融机构难以再不断加杠杆来加大债市买盘，利率下行空间也受到一定的抑制，在 2.8-2.9 左右或将重新向上调整。

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、衍生品、金属、能化、农产品、宏观研究等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资策略及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致与顺延。

我们将积极依托越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：研究创造价值，深入带来远见

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。