

## 基本面支撑下 债牛趋势仍将延续

宏观经济/国债

### 内容提要:

- ◆ 2019 年，房地产投资增速将降至 5-7%左右；基建仍扮演托底固定资产投资的角色，政府稳增长将会加码基建投资，预计基建投资增速将出现显著回升。受企业利润回落，制造业投资上行空间有限。预计 2019 年固定资产投资拉动经济作用有限。预计 2019 年消费仍将保持平稳增长，全年增速维持在 8%-10%。2019 年中国出口并不乐观，对经济的拉动作用将会进一步减弱。
- ◆ 受贸易保护和新兴经济体区域性金融风险给全球经济增长带来新的挑战，2019 年全球经济上行动力减弱，下行风险增加。中美贸易摩擦仍为影响经济的最大变数。2019 年美国经济增长将边际放缓，中美利差仍有进一步压缩空间有限，不必过度担忧。
- ◆ 2018 年货币政策边际宽松，有降准可能性。在未来政策不反转的前提下，宽信用将很难快速实现。因此，未来还需继续跟踪政策走向以判断未来宽货币是否能够向宽信用有效传导。2019 年地方专项债发行规模会提高，但是不会太大，除非因为上半年经济下行压力大而要求加快发行节奏，其对流动性的冲击无需过于担忧。
- ◆ 2019 年上半年 CPI 同比增速将短期走高，高点出现在 4-6 月但不超过 3%。预计 2019 年 PPI 延续回落，甚至存在一定通缩风险，不确定性来自国际油价。预计 2019 年通胀中枢小幅回升。下半年通胀环境有望阶段性企稳。
- ◆ 倘若中美贸易冲突加剧（并无谈判结果或针对全部中国进口商品征税）、中国信用风险联动爆发、中美基本面的分化延长，或是欧元超预期下行，美元兑人民币将承受额外的上行压力。若美股回调或是欧元区潜在风险事件顺利扫除使得美联储和欧央行货币政策的分化超预期收窄，则美元指数贬值幅度更大，人民币汇率受到额外的升值动力。
- ◆ 预计 2019 年上半年，经济下行压力将进一步显现，2019 年下半年经济和金融数据企稳，风险偏好修复，利率区间震荡，或小幅上行。2019 年国内国债期货市场将维持乐观，基本面支撑的债牛趋势仍在，尤其把握上半年做多机会。

### 葛 妍

国债期货分析师（见习）

从业资格证：T339455

TEL：0516-83831165

E-MAIL:

geyan@neweraqh.com.cn

### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

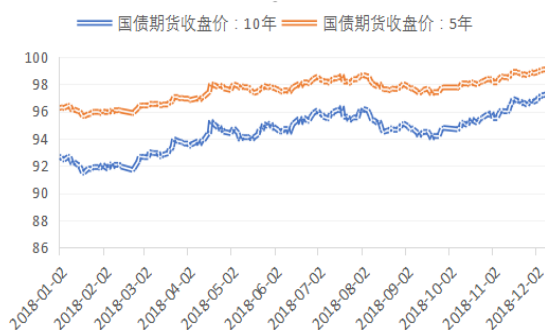
E-MAIL: chengwei

@neweraqh.com.cn

## 第一部分 2018 国债行情回顾

经历过 2017 年金融去杠杆，2018 年债市迎来牛市。年初以来，国债期货整体表现强势，各期限品种均实现较大幅度的上涨，10 年期债连续合约较上年年底上涨 5.51%，2 年期国债期货自上市以来维持平稳上升态势。具体来看，年初市场较为平稳；年初，经济数据强劲和监管政策落地预期，债市悲观情绪蔓延。2 月初美股大幅调整引发海外和国内市场风险偏好回落。3 月以来，中美贸易战打响，市场避险情绪浓厚，银行间流动性较为充足，国债期货在震荡中逐渐上涨，10 年期国债期货收盘上涨达到 8 月 3 日 98.67 的高位，涨幅达到 2.50%。7 月 23 日国务院常务会议召开以来，着力于宽信用、稳增长的减税降费政策连续密集出台，在一系列促投资稳增长的政策调整下，8 月国债期货受此影响小幅下跌回调，随着 9 月 20 日国务院常务会议的再次启动，会议做出五大部属持续深化改革以应对经济下行压力和巨大就业压力，在稳中向好的政策推动下，9 月至今，经济基本面预期更加悲观，叠加资金面较为宽松，国债期货再次呈现出稳步上涨态势。经济增长逐步下行，政策从紧信用、稳信用到宽信用，中美关系从合作到对抗，共同组合构成了今年国债期货牛市的基础。

图 1.5 年期和 10 年期国债期货表现强势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2.2 年期国债期货平稳上升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

现券方面，与去年年底相比，国债与国开债收益率都出现大幅下滑，且短期限品种收益率下降幅度更大。国债收益率各期限普遍下降，收益率曲线平行下移，其中 1 年期收益率大幅下降逾 100BP，长端下降幅度在 50-60BP 左右，相差不大。国开债各期限品种收益率降幅更大，1 年期和 2 年期品种收益率分别大幅下降逾 170BP 和 140BP 长端下降幅度在 90-100BP，其中 10 年期收益率下降约 90BP。

图 3.5 年期和 10 年期国债收益率大幅下跌



图 4.1 年期和 2 年期国债跌幅更大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

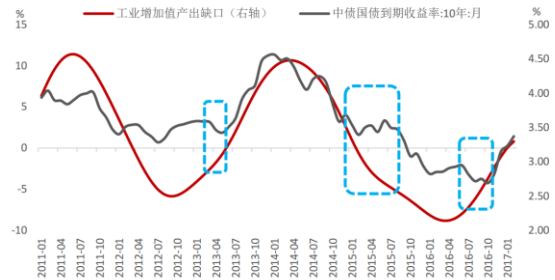
图 5. 短期限国开债收益率跌幅更大



资料来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6: 长端利率的短期背离总会回到基本面趋势上



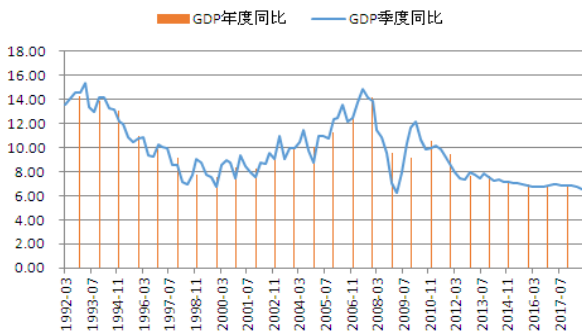
资料来源：WIND 国开证券研究部

## 第二部分 2019 宏观经济及政策分析

### 一、国内经济下行压力增加

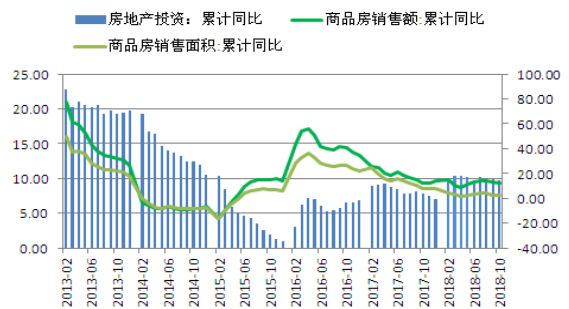
2018 年初以来 GDP 增速加速下滑，社零、基建投资大幅回落，受贸易战影响出口预期恶化，加上融资下行难以扭转，进一步强化经济下行预期，而上半年通胀大幅低于预期，虽然年中以来出现一系列短期扰动因素，但对 CPI 提升有限。政策面上，年初严监管推动收益率上行，但金融去杠杆导致表外萎缩太快，加剧社融下滑压力，后续出台资管新规和理财新规边际上均有放松，金融去杠杆淡化；货币政策年初以来边际放松，短端国债利率快速下行，6 月末央行会议货币政策正式定调合理充裕，资金利率维持低位运行，进一步带动债市利率下行。

图 7. 经济增速再次探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 房地产投资稳中有降



资料来源：WIND 新纪元期货研究

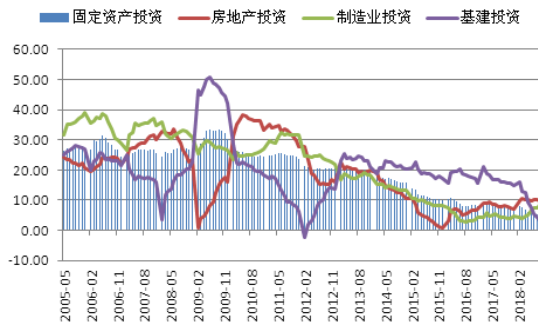
### (一) 投资方面

基建资金来源改善，投资增速有望企稳。2018 年前三季度，基建投资成为固定资产投资下滑的最大拖累，固定资产投资增速从年初的 7.9% 下滑至 8 月末 5.3%，基建投资从年初的 16.1% 下滑至 9 月末的 3.3%，无论是资金端还是项目端，地方政府在基建方面都进行了大幅度缩减，资金来源成为稳基建的最大障碍。10 月末固定资产投资同比增长 5.7%，其中，基础设施投资增长回升至 3.7%，主要受地方债发行加

快，基础设施补短板项目加快落实的提振。

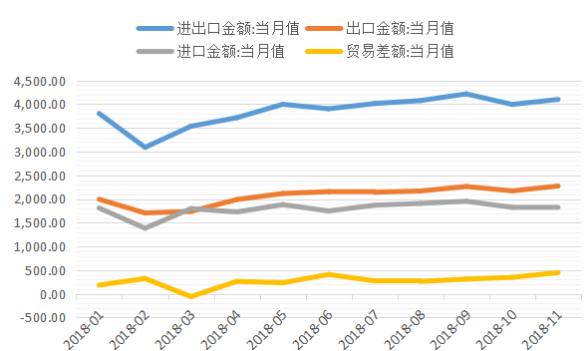
2019 年预计在政策调整背景下，财政支出发力，地方专项债发行加速，城投融资有所好转，PPP 规范化进程推进，贷款将向基建项目提供更多支持，预计基建投资逐渐企稳回升，明显改善的时点可能出现在明年上半年。

图 9：投资增速边际放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10：进出口数据表现强势



资料来源：WIND 新纪元期货研究

房地产投资增速逐步回落。2018 年在地产调控较为严格的背景下，房地产投资依然维持较高增速，前 10 月房地产开发投资同比增速 9.7%，总投资额达到 9.9 万亿，有力的支撑了固定资产投资。但是与房地产投资高增长相悖的是房地产销售面积和土地溢价率不断创出新高。房地产高增长的可持续存疑。通过进一步分析，建安工程投资在年初已经出现大幅下滑，那么土地购路费成为了支撑房地产投资高增长的关键。随着 10 月土地购路面积增速下降，未来房地产投资增速也将进一步回落。下游商品房销售额和销售面积增速减缓，影响了房地产公司的资金周转制约了房地产公司拿地积极性。伴随商品房销售面积和销售额的回落，房地产库存面积将环比增加。在房地产调控政策不放松背景下，随着融资约束的进一步增加，2019 年房地产公司自筹资金压力增加，将会提高对销售回款的依赖，到位资金同比增速放缓，土地购路面积将会明显下滑，房地产投资高增长存疑。2019 年房地产投资或许会成为固定资产投资增速的最大拖累项，随着土地购路费放缓，房地产投资增速将会进一步下滑。

制造业投资增速上升空间有限。2018 年 3 月份之后制造业投资出现了显著回升，一方面来自于供给侧结构性改革受益的上游产业，尤其是钢铁、化工等，这些行业在供给侧结构性改革背景下，利润出现了显著改善，投资增速回升；另一方面来自于上一轮周期刺激下部分行业需要设备更新换代以及高端制造业产业升级的需求，制造业投资出现了显著回升。在需求偏弱环境下，制造业企业利润增速已现回落，2019 年制造业投资增速上升空间有限。

综上所述，地方调控没有实质放松背景下，受土地购路费影响，房地产投资增速将降至 5-7% 左右；基建仍扮演托底固定资产投资的角色，政府稳增长将会加码基建投资，预计基建投资增速将出现显著回升；受企业利润回落，制造业投资上行空间有限。预计 2019 年固定资产投资拉动经济作用有限。

## （二）消费方面



消费偏弱，汽车和房地产相关消费拖累较大。受制于居民不断攀升的杠杆率和收入增速的下滑，2018 年居民消费整体偏弱，其中消费市场最大占比较高的乘用车消费一改之前高歌猛进，2018 年 5 月份开始步入负增长，一方面可能是购置税减免导致的提前消费透支了当期消费，取消之后导致汽车消费大幅下降；另一方面中国居民汽车保有量达到 2.3 亿辆，一线城市接近发达国家水平，未来需要进一步城镇化刺激汽车消费增速回升。目前居民的杠杆水平限制了其进一步举债空间，2018 年 5 月开始居民中长期贷款增速出现负增长，商品房销售也开始趋缓。2019 年在个税改革的刺激下，对低收入群体边际提振作用将会更显著，但整体居民消费上行来自于收入的增长，预计 2019 年消费仍将保持平稳增长，全年增速维持在 8%-10%。

### （三）出口方面

出口仍在高位，而新出口订单已经转弱。根据海关总署 10 月数据显示，出口额同比增长 15.6%；进口额同比增长 21.4%；进出口总值同比增长 18.2%，贸易顺差 340.2 亿美元。进出口数据均表现强劲，暂时受中美贸易摩擦影响较小。贸易战爆发后，市场普遍预期出口增速回落，但出口增速不降反升，背后的原因是企业的出口抢跑。但是随着 2019 年全球经济增速下滑，外需将会进一步走弱，PMI 新出口订单和 BDI 波罗的海干散货指数已经转弱，叠加中美贸易摩擦但不确定性，2019 年中国出口并不乐观，对经济的拉动作用将会进一步减弱。

## 二、国际经济形势面临挑战

### （一）国外经济上行动能减弱

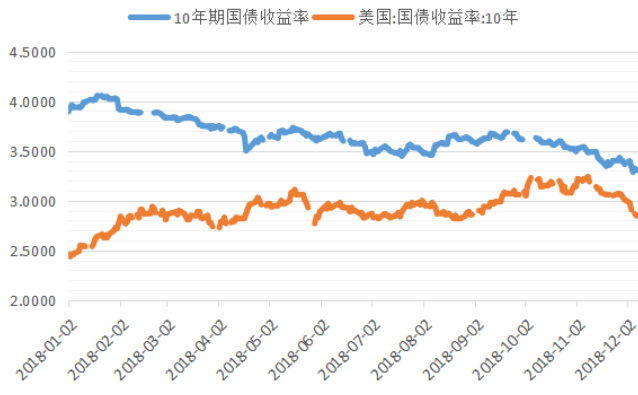
2018 年，全球经济在缓慢复苏中迎来分化。虽然美国经济保持了强劲增长，日本也在经历泡沫破灭后的复苏之旅，但欧元区经济增速进一步放缓，面对美联储加息步伐加快和全球流动性趋于收缩，新兴经济体未来前景不确定性增强。总之，受贸易保护和新兴经济体区域性金融风险给全球经济增长带来新的挑战，2019 年全球经济上行动力减弱，下行风险增加。

### （二）中美贸易摩擦仍较大变数

中美贸易战是新世纪“修昔底德陷阱”在经济领域的展现，源于美国，甚至西方大国对中国长期国力上升和在世界经济政治事务中影响力增强的担忧。3 月份美国发公布对中国的《301 条款调查》，随后中国商务部发布了针对此前美国 232 措施的反制清单，中美贸易战正式开打。此后贸易战愈演愈烈，从 4 月份宣布对 500 亿美元中国商品征收 25% 的关税，到 6 月份宣布额外对 2000 亿美元中国商品加征 10% 关税，再到 9 月份宣布 2019 年开始税率从 10% 上调至 25%，并威胁对 2670 亿美元的额外进口征收关税。2018 年 11 月 30 日至 12 月 1 日 G20 峰会于阿根廷首都布宜诺斯艾利斯举行，中美双方就经贸问题进行磋商，会后美方发布《白宫新闻秘书关于总统与中国共进工作晚餐的声明》。中美双方同意暂停加征新的关税，达成初步框架协议，供后续谈判推进；虽然贸易摩擦不确定性仍存，但已明显打破 2018 年 5-10 月的僵局状态；如果后续关税不再加码，中国放松政策刺激、稳定国内需求的压力将有所下降。中美贸易摩擦仍为影响经济的最大变数。

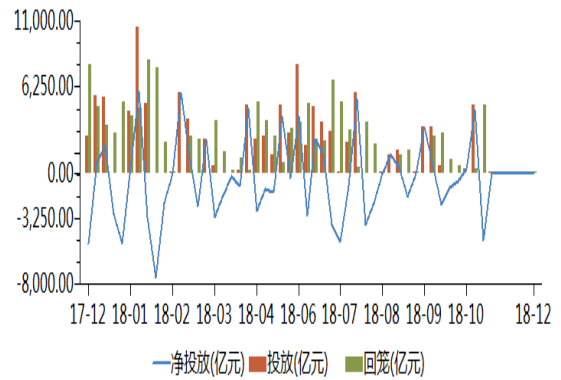
对于债市来说，由于市场存在提前预期，并非每一轮贸易战升级都伴随收益率下行，但中美贸易战恶化出口预期，加大经济下滑压力，加上未来还有进一步升级的可能，刺激市场避险情绪，降低了市场风险偏好。

图 11.: 中美利差持续收缩



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 12.: 流动性充裕央行 10 月末公开市场操作连续暂停



资料来源: WIND 新纪元期货研究

### 三、中美利差持续性收缩

中美利差持续压缩成为市场的关注点，2018 年 7 月美联储加息后国内央行并没有进行公开市场操作利率的跟调操作，而是进行两次降准，降准后人民币兑美元波动幅度加大，中美利差快速收缩。当前的中美利差（10 年国债）已经达到 11 年以来的低点（30bp 附近），而美国期限利差平坦。利率倒挂的背后是基本面和货币政策的分化，两国货币政策的差异来源于基本面的差异。但 2019 年美国经济增长将边际放缓，中美利差仍有进一步压缩空间有限，不必过度担忧。

### 四、货币政策将保持宽松，有降准可能性

2018 年货币政策先后进行了公开市场逆回购投放、MLF 投放和定向降准的操作，货币投放方式从此前通过逆回购和 MLF 转为降准释放流动性，传统货币政策回归。年初以来央行先后实施 4 次降准，释放流动性高达 3.5 万亿，而逆回购缩减约 1.2 万亿，SLF 缩减约 1000 亿，MLF 和 PSL 分别增加 4100 亿和 6325 亿，降准是央行流动性投放的主要渠道。伴随着货币投放方式变化，资金投放期限拉长，逆回购等短期工具逐渐退出，MLF 操作期限也普遍延长至 1 年。

货币政策未来走向会如何？10 月 25 日之后至今央行逆回购持续暂停，截至到现在银行间流动性仍然非常宽裕，隔夜回购利率也处于偏低的位置。因此，从流动性的角度，央行货币政策仍然稳定，宽货币的预期没有明显变化。

然而尽管 2018 年投放大量流动性，但对于中小型企业融资难的问题没有太大程度上改变。2019 年降准仍有较大操作空间。当前 1 年期 MLF 利率 3.3%，短期要向下调整利率仍然面临美国加息的约束。但通过降准予以置换，则可以在某种程度上削弱 MLF 利率对短期利率的下限约束。同时，在外汇占款补充基础货币趋

势转变、同业负债管理趋严之后，出于公平的考虑，也需要降低存款准备金率，使得中小行，尤其是农商行城商行能有着更为稳定、便宜的资金来源。而且，在银行面临存款荒，负债压力增大之时，降准对于中小行也更为重要。截至 10 月，MLF 存量规模仍超 4.9 万亿，明年置换式降准仍然有不小的空间，其次伴随经济下行压力的增大、融资渠道的逐步改善而进行。考虑到 2019 年专项债的发行规模加大，央行需要降准来对冲，来维持银行的流动性。但是也应当注意到，当前货币政策症结不在于流动性，2018 年货币政策边际宽松，“宽货币”是起点，“宽信用”是目的。

## 五、宽信用尚未形成，寻求破局之法

上半年因为去杠杆引发了信用危机，而这种信用危机又主要来自于金融体系的明显紧缩，导致表外融资受限，社会融资规模持续收缩，企业外部融资环境恶化，宏观层面受影响最大的是基建投资，增速断崖式的下跌严重拖累了经济增长，所以政策在加速对冲。从 7 月 31 日和 10 月 31 日的政治局会议的表态来看，从宽货币推向宽信用的信号非常明显，目前宽信用格局尚未形成，但基建投资增速有止跌迹象。因为本轮宽信用面临客观的约束与障碍：宏观杠杆率的限制、地方政府隐性债务的约束、居民资产负债表已经在损伤、本轮银行风险偏好修复难以立竿见影。

宽信用的效果不佳，政策也在需求破解之法。总体来看，2018 年的宽信用表现出结构性的特征，但破局之法也在加强：进一步释放增量资金，地方专项债进一步扩容，ABS 从突破存贷比约束到突破资本金约束，长期的制度性建设在路上，资管新规细则落地，监管冲击回归中性。

以上 5 个破局信用之法，在缓解信用收缩上起到一定的正面作用。但历史上信用的扩张基本都是通过基建托底，地产加杠杆跟进来实现，与历史上都是通过基建和地产的放松相比，未来宽信用的幅度有限。当下难以通过强刺激来达到全面复苏，更多是防止总需求下滑太多而引发系统性风险，要看到宽信用和经济的回升，可能需要更加进一步的刺激政策，比如地产的放松和隐性债务的刚兑。但需要注意的是，今年社融增速明显回落主要源于非标融资的收缩，考虑低基数效应，2019 年社融增速可能企稳，但不代表融资需求企稳，需要结合融资结构和资金面相互印证。

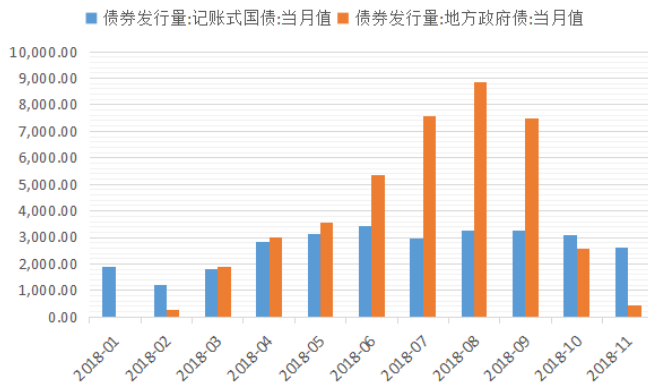
在经济下行压力较大，经济预期悲观的前提下，实体经济信贷需求整体来说仍然较弱，社会融资增速自身反弹动力不足。但是如果迫于稳增长压力，中央对城投平台的政策出现 2015 年类似的反转，进而支持基建投资；或者说中央再次试图通过房地产拉经济，放开限购、限贷，降低首付比，下调房贷利率等房地产调控政策密集出台，融资增速可能快速提高，宽信用在短期内可以快速实现。不过政策反转的概率并不高，在未来政策不反转的前提下，宽信用将很难快速实现。因此，未来还需继续跟踪政策走向以判断未来宽货币是否能够向宽信用有效传导。

## 六、地方专项债供给压力会增加，但其对流动性影响可控可预见

随着“积极地财政政策要更积极”，未来地方政府专项债对“宽财政”和“稳增长”具有重要意义。但是政府债券供给以稳杠杆为基调而非加杠杆，因此认为 2019 年地方专项债发行规模会提高，但是不会太大，预计在 2-3 万亿之间。不过因为具体规模会在今年年底财政预算中提前公布，其对流动性影响是可控可预见的。因此，不用担心政府债券供给对流动性带来特别大的冲击。除非因为上半年经济下行压力大而

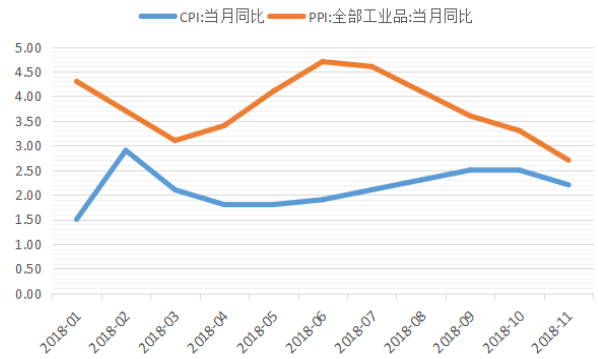
要求加快发行节奏，其对流动性的冲击无需过于担忧。

图 13: 地方性债务发行具有阶段性



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 14. CPI, PPI 一升一降



资料来源: WIND 新纪元期货研究

## 七、通货膨胀: CPI 涨幅有限, PPI 跌入通缩

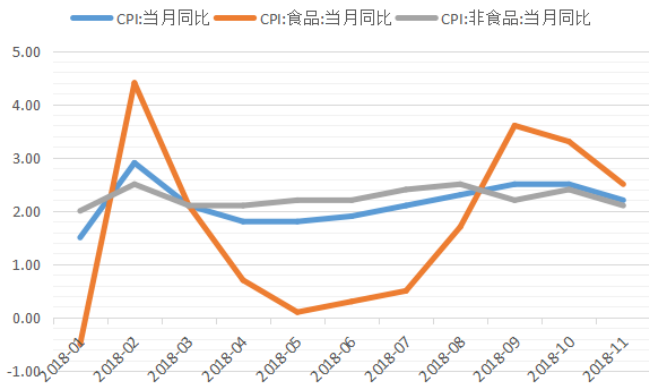
今年以来, 食品价格反弹与原材料涨幅回落决定了 CPI 与 PPI “一升一降” 的格局。CPI 方面, 预计 2018 年全年 CPI 均值在 2.2% 左右, 较 2017 年提高 0.6 个百分点, 食品价格由降转升是主要原因。尤其是 7-9 月, 受季节性因素及供给冲击事件 (猪肉上涨对应猪瘟疫情, 鲜菜鲜果上涨对应极端天气带来的市场供应偏紧) 影响, 食品价格出现超季节性上涨, 导致 CPI 同比涨幅连月扩大。PPI 方面, 预计 2018 年全年 PPI 均值在 3.7% 左右, 较 2017 年回落 2.6 个百分点, 钢材、有色、金属、水泥等上游行业价格涨幅都出现回落。这一方面是因为基建投资持续低迷, 另一方面是因为相关行业供给侧改革对于国内价格的抬升作用已经体现得较为充分。虽然 5-9 月国际原油价格大涨, 带动国内石油及相关行业价格上涨较多, PPI 环比出现持续回升, 但因去年同期基数较高且 10 月起油价已然大幅回落, 所以从同比来看, 今年 PPI 总体上涨势减弱、走势平稳。

2019 年上半年 CPI 同比增速将短期走高, 高点出现在 4-6 月但不超过 3%。明年 CPI 上涨的主要因素仍然在于食品价格上涨, 不过供给冲击带来的超额涨幅已经持续弱化至近 0, 之前推高 CPI 的重点品种都回落至季节性水平甚至以下。预计 2019 年 PPI 延续回落, 甚至存在一定通缩风险, 不确定性来自国际油

预计 2019 年通胀中枢小幅回升。从长期来看, 物价涨幅取决于宏观经济基本面状况与供求关系, 供给侧改革因素下的居民消费与工业品价格背离, 或将于明年出现阶段性收敛。上半年我国将大致进入库存周期回落的第二阶段, 届时中美两国名义增长周期或有收敛趋势, 总需求回落将对通胀环境尤其工业端价格形成阶段性扰动。下半年伴随货币政策和融资修复空间逐步开启, 减税降费、财政扩张等对冲政策阶段性纠偏, 通胀环境有望阶段性企稳。

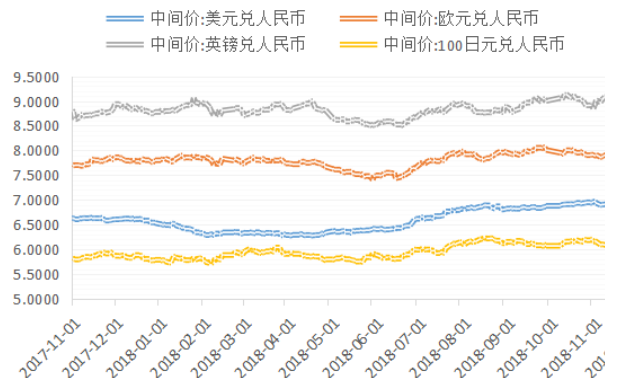


图 15: 食品为 CPI 主要影响因素



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 16 人民币对美元、欧元、英镑、日元贬值



资料来源: WIND 新纪元期货研究

## 八、汇率有望企稳，还需关注外围风险动向

2018 年美元王者归来，非美货币全面承压，美国经济与全球主要经济体分化加剧是根本原因。美联储维持了鹰派姿态，高油价推波助澜，美元利率显著上行；而欧元区经济放缓，政治风险故态复萌，货币政策正常化迟缓。2 月和第四季度美股两轮大幅下挫，引发全球风险资产抛售，美元成为避风港。

2018 年，人民币相对美元经历“大起大落”，全年波动区间与弹性均显著提升。截至 2018 年 11 月 28 日，相较 2017 年 12 月 29 日，境内人民币相对美元、欧元、英镑、日元分别贬值 6.8%、贬值 0.6%、贬值 1.0% 和贬值 5.8%。三大人民币指数首先上行突破 2017 年震荡区间，随后回落到区间底部。美元兑人民币汇率弹性提升、双向波动和自由浮动特征加剧，2018 年年化波动率为 4.6%，与 G3 货币差距缩小。

2018 年人民币相对美元双向波动。整体行情分为四个阶段：第一阶段，年初美元指数跌破 91 关键支撑位，美元兑人民币顺势下行，一度突破 6.25。第二阶段，四月中旬起美元指数强势反弹，人民币相对美元初时显著“抗跌”，三大人民币指数持续上行，结汇率提升。第三阶段，6 月中旬美国宣布对华 500 亿美元进口商品征税，掀起了人民币贬值序幕，美元兑人民币快速上行，修复与美元指数、美中利差的背离，购汇率抬升，三大人民币指数回吐涨幅。第四阶段，随着逆周期政策全面回归，第四季度美元兑人民币震荡于 6.88 到 6.98 区间，结汇率回落到购汇率下方，美元兑人民币与利差的分化再次加剧，压力重新开始累积。

2019 上半年，美元指数或保持强势，紧信用的环境或延续，美元兑人民币客观上存在继续上行压力。中美贸易争端的走向将影响人民币汇率调整幅度：倘若 2019 年初美方将 2000 亿美元进口商品关税上调至 25%，甚至针对剩余全部商品征税，则人民币汇率压力增加；倘若中美关系边际改善，人民币汇率趋势性动能将缓和。2019 下半年人民币汇率压力将减轻甚至发生行情反转。一方面，美国与周期错位经济体（欧元区、中国）相对基本面变化可能扭转，叠加特朗普“弱美元”倾向，美元指数升值动能减弱；另一方面，在支持民企信贷扩张政策的推动下，2018 上半年实施的宽货币政策将传导至信用端。

2019 年外商投资和金融市场将继续开放，2019 年 4 月中国国债和政策性银行债正式纳入巴克莱全球指

数，被动资金流入将对人民币汇率形成支撑。逆周期调控政策继续阶段性稳定人民币市场预期，削弱“利差锚”向汇率的传导，同时逆周期政策将随内外环境变化、政策目标变迁而调整。人民币汇率弹性继续提升，外管局坚持外汇市场化改革，提升主体避险意识与经验。

倘若中美贸易冲突加剧（并无谈判结果或针对全部中国进口商品征税）、中国信用风险联动爆发、中美基本面的分化延长，或是欧元超预期下行，美元兑人民币将承受额外的上行压力。倘若美股回调或是欧元区潜在风险事件顺利扫除使得美联储和欧央行货币政策的分化超预期收窄，则美元指数贬值幅度更大，人民币汇率受到额外的升值动力。

### 第三部分 2019 年国债期货市场展望

2019 年全球经济上行动力减弱，下行风险增加。预计 2019 年上半年，经济下行压力将进一步显现，宽货币宽信用政策经济托底，流动性支持期限利差和高等级信用利差的压缩，无风险利率下行。2019 年下半年经济和金融数据企稳，风险偏好修复，利率区间震荡，或小幅上行。投资增速有可能在 2019 年企稳或者是增速下滑趋势大幅放缓。消费将偏弱，汽车和房地产相关消费拖累较大。2018 年贸易战导致抢出口的透支了未来的需求，2019 年出口难以拉动经济增长。2019 年货币政策将继续维持宽松。2019 年流动性整体保持合理充裕并没有问题，但是在年初的几个月流动性可能出现边际收紧。外储下降并不会构成国内流动性长期压力，流动性更多取决于国内政策因素，整体流动性充裕环境不变。积极财政政策将需要宽货币政策支持，2019 年上半年 CPI 同比增速将短期走高，但通胀指数不会成为货币政策放松的约束。通胀的不确定性来自国际油价的变化。下半年伴随货币政策和融资修复空间逐步开启，减税降费、财政扩张等对冲政策阶段性纠偏，通胀环境有望阶段性企稳。2019 年上半年，美元指数延续强势，紧信用的环境或延续，美元兑人民币客观上存在继续上行压力。2019 年下半年人民币汇率压力将减轻甚至发生行情反转，还需密切关注中美贸易战动向及欧元区潜在风险事件。预计 2019 年国内国债期货市场将维持乐观，基本面支撑的债牛趋势仍在，尤其把握上半年做多机会。

## 免责声明

本研究报告由新纪元期货股份有限公司撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货股份有限公司并获得许可，并需注明出处为新纪元期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 联系我们

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855  
电话：0516-83831105  
研究所电话：0516-83831185  
传真：0516-83831100  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

### 管理总部

电话：021-60968860  
传真：021-60968861  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8E&F

### 成都分公司

电话：028-68850966  
邮编：610000  
传真：028-68850968  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803、2804号

### 深圳分公司

电话：0755-33376099  
邮编：518009  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

### 北京东四十条营业部

电话：010-84261653  
传真：010-84261675  
邮编：100027  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦4层407室

### 南京营业部

电话：025-84787999  
传真：025-84787997  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号

### 徐州营业部

电话：0516-83831119  
传真：0516-83831110  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

### 常州营业部

电话：0519-88059977  
传真：0519-88051000  
邮编：213121  
地址：常州市武进区延政中路16号世贸中心B栋2008-2009

### 南通营业部

电话：0513-55880598  
传真：0513-55880517  
邮编：226000  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

### 苏州营业部

电话：0512-69560998  
传真：0512-69560997  
邮编：215002  
地址：苏州干将西路399号601室

### 上海东方路营业部

电话：021-61017395  
传真：021-61017336  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2112室

### 杭州营业部

电话：0571-85817186  
传真：0571-85817280  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号

### 广州营业部

电话：020-87750826  
传真：020-87750882  
邮编：510080  
地址：广州市越秀区东风东路703大院29号8层803

### 成都高新营业部

电话：028-68850968-826  
传真：028-68850968  
邮编：610000  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

### 重庆营业部

电话：023-67917658  
传真：023-67901088  
邮编：400020  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1号