



国债期货年报：2019 年 01 月 03 日

债牛未尽 来者可追

国债期货年报

摘要：

预计 2019 年经济继续回落，工业生产、消费和进出口都存在一定的下行压力，基建仍然是托底经济的重要工具，部分地区房地产调控可能出现松动，房地产市场企稳，销售增速持续下滑的势头有所减弱。经济可能会在下半年触底，关注“宽信用”政策效果及减税政策。通胀方面，由于供给侧改革红利逐渐兑现和环保政策不再一刀切，对上游价格推动减弱，PPI 大概率回落，原油价格因为 18 年同期价格较高，10 月前对 CPI 有一定拖累，10 月后拖累减弱，猪肉价格受猪瘟影响去产能加速，上涨可能性较大，预计 2019 年 CPI 前低后高，温和通胀，CPI 与 PPI 剪刀差持续缩小。外部环境依旧复杂，全球经济共振向下，联储加息预期减弱，中美贸易摩擦可能会继续反复，对市场影响较难预期，人民币贬值压力依然存在。为了稳经济、保就业，货币政策继续宽松，财政政策将更加积极。

操作建议：

总体而言，对于利率债市场，2019 年依旧是利多环境，预计利率先下后上，10 年国债到期收益率在 3.0-3.6 之间波动。建议上半年 10 年国债收益率 3.0 以上可建仓做多，进入下半年或向下突破 3.0 时逐渐减仓。值得注意的是，当前市场对于经济走弱、货币政策宽松和通胀等宏观走势达成一致性预期，部分预期已提前反映在当前的国债期货价格中，国债期货波动可能会加剧，若有利空因素出现反转速度和幅度可能会超预期。

建议关注指标：就业压力、基建反弹力度、地产调控政策变动、减税力度、中美贸易摩擦进展

作者姓名：王雪乔、何熙

wangxueqiao@csc.com.cn

电话：023-86769673

期货从业资格号：F3004057

期货投资咨询号：Z0012050

hexi@csc.com.cn

电话：023-81157284

期货从业资格号：F3034892

发布日期：2019 年 01 月 03 日

目 录

一、2018 年国债市场回顾	3
二、2019 年宏观经济展望	5
1、经济发展基调：稳中有变 变中有忧	6
2、内外需求转弱趋势短期内难以扭转	7
3、房地产：调控政策是否边际放松成为关键	9
4、固定资产投资：基建或成主要亮点	11
5、工业企业利润高增速难以持续	12
三、通胀预期：CPI 前低后高 PPI 延续低增速	14
四、货币政策：降准可期 延续宽松	16
五、国债期货投资策略	19

图目录

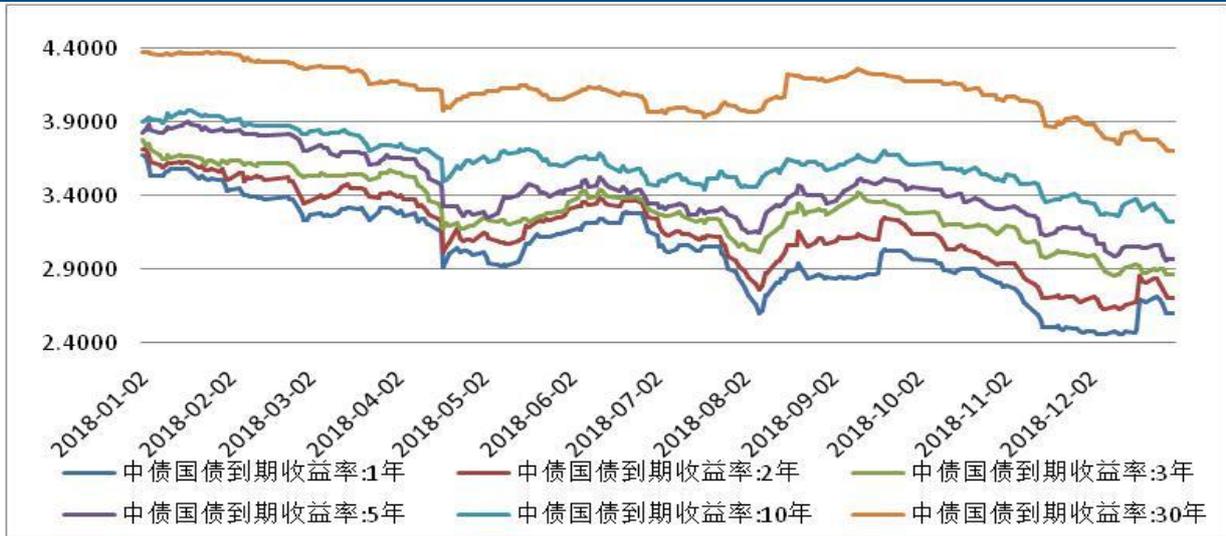
图 1: 2018 年国债到期收益率走势	3
图 2: 2018 年国债期货走势	3
图 3: 国债期限利差	4
图 4: 国债收益率每月变动 (BP)	4
图 5: 2018 年 GDP 增速前高后低	6
图 6: 消费对 GDP 增速的贡献继续提高	6
图 7: 2018 年 12 月份制造业 PMI 重回荣枯线以下	7
图 8: 2018 年 6 大发电集团耗煤量显著低于 2017 年同期	7
图 9: 工业增速出现放缓, 2019 年有望延续	7
图 10: 2018 年零售增速呈现持续下滑趋势	8
图 11: 2018 年汽车需求不振	8
图 12: 2018 年以来地产销售维持在较低增速	11
图 13: 地产下行周期中投资和新拿地面积增速相对平稳	11
图 14: 2018 年固定资产投资增速触底反弹, 制造业企稳, 基建成主要拖累项	12
图 15: 2018 年以来工业企业利润增速持续下滑	13
图 16: 食品拖累减弱造成 2018 年通胀中枢抬升	15
图 17: 2018 年 6 月份开始 PPI 同比增速呈现下降趋势	15
图 18: 国债期限利差	17
图 19: 国债收益率每月变动 (BP)	17
图 20: 社融分项数据	17
图 21: 信用债违约统计	18
图 22: 贷款利率并未随金融市场融资利率下行	18

表目录

表 1: 2018 货币政策内容	16
------------------------	----

一、2018 年国债市场回顾

图 1：2018 年国债到期收益率走势



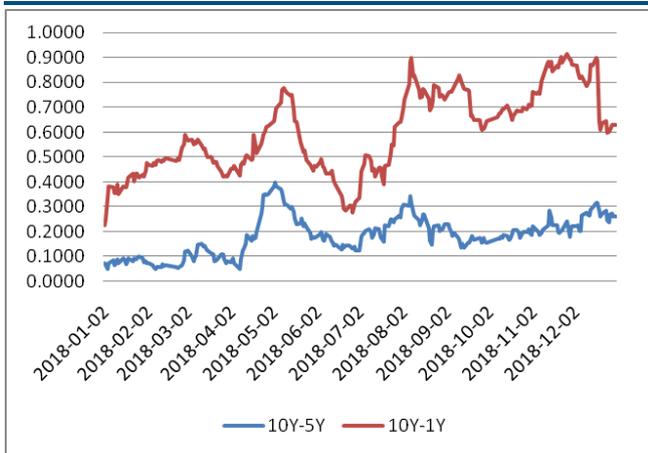
数据来源：wind—中信建投期货

图 2：2018 年国债期货走势



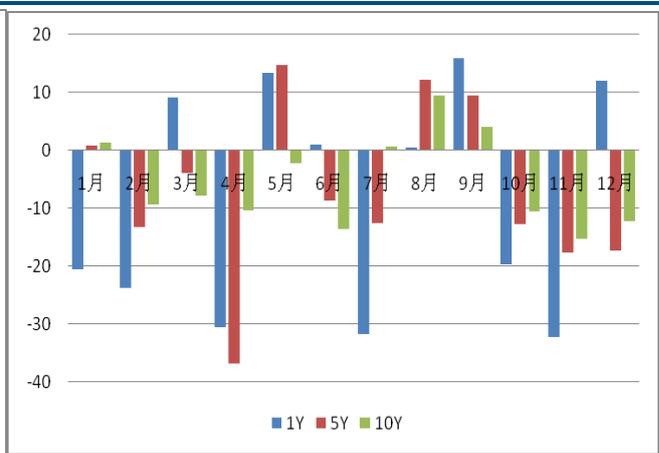
数据来源：wind—中信建投期货

图 3: 国债期限利差



数据来源: wind—中信建投期货

图 4: 国债收益率每月变动 (BP)



数据来源: wind—中信建投期货

回顾 2018 年利率债市场, 受经济下行、融资收缩、货币政策逐渐放松、金融监管放缓、贸易战避险情绪等因素影响, 利率债收益率大幅下行, 国债期货稳步上涨。一季度, 受货币政策边际宽松的推动, 短端利率先行下降, 季末受贸易摩擦超预期影响, 长端利率跟随下降。自 1 月 2 日到 4 月 18 日, 1 年期国债到期收益率下行 76BP, 10 年国债到期收益率下行 40BP, 特别是 4 月 17 日央行定向降准, 4 月 18 日各期限国债到期收益率大幅下行 10BP 以上。之后一个月受交易盘止盈和流动性略有收紧的因素影响, 利率债调整。自 4 月 18 日到 5 月 17 日, 1 年期、10 年期国债到期收益率分别上行 16BP、21BP。5 月 18 日至 7 月 17 日, 资金面持续宽松, 同时经济下行压力显现, 央行各种宽信用政策强化后期货货币政策宽松的预期, 10 年国债到期收益率在此期间下行 23BP。7 月 18 日至 9 月 18 日, “宽信用”政策频出, 原油价格大幅上涨引发通胀预期大幅提升, 利率债窄幅调整, 10 年国债到期收益率上行 17BP。9 月 19 日至 12 月 31 日, 经济数据和融资数据均明显下行, 市场流动性充裕, 市场对后期货币政策宽松预期一致, 十年国债到期收益率在此期间下行 45BP 左右。

全年来看, 各期限债券收益率均下行明显, 1 年期、5 年期、10 年期国债到期收益率分别下行 108BP、86BP、67BP。2018 年可以称得上利率债牛市, 其主要得益于货币政策逐步放松, 融资收缩。

二、2019 年宏观经济展望

2018 年前三季度，国内 GDP 同比增长 6.7%，比上年同期小幅回落 0.2 个百分点，略低于年初预期的 6.8%，预计全年的 GDP 增速有可能会进一步回落至 6.6%。四季度的 GDP 数据还未公布，但是看前 11 个月的各项主要经济数据和 12 月份的 PMI 数据均出现不同程度的下滑，经济下行压力不断显现。

经济弱于预期的原因是多方面的，但以下几点特别值得关注。第一，工业生产增速的不断放缓，六大发电集团的日均耗煤量显著低于往年同期水平，制造业 PMI 进入 2018 年以来持续下降，11 月份已经回到荣枯线上，12 月份进一步下跌至 49.4%。第二，2017 年基建投资增速维持在 20%左右的较高水平之上，但进入 2018 年以来基建投资增速持续放缓，进入 9 月份之后基建投资增速已经跌破 4%，国内需求受到明显抑制。第三，全球经济结束同步复苏，中美贸易战自 2018 年 4 月份爆发以来，出现了不断的反复，全球主要经济体对中国的商品需求减弱。

当然，虽然当前经济下行压力不小，但同时也要看到积极的一面，从 GDP 增速的贡献率来看，2018 年前三季度驱动经济增长的三驾马车消费、投资和净出口所占的比重分别为 78.0%、31.8%和-9.8%，而去年同期三个项目的比重分别为 64.0%、34.7%和 1.3%。消费项目对 GDP 增速的贡献大幅增加了 14 个百分点，已经成为驱动我国经济增长的主要力量，而投资和净出口一方面边际增量较少，另一方面也受到 2017 年高基数的影响，增速有所下滑。关于 GDP 增速贡献率的变化反映出我国经济结构的转型优化在 2018 年得以继续推进，经济增长的动能对投资和外部需求的依赖继续降低。

展望 2019 年的国内经济走势和政策基调，可以从刚刚落幕的中央经济工作会议中找到一些端倪。首先，同 2017 年年末的会议一样，今年依旧淡化了年度经济增长目标，更加注重经济增长的稳定性和发展质量，经济增长新旧动能的切换和制造业产业链由低端向高端转化有望继续推进。其次，中央经济工作会议提到了明年的经济增长的基调将会为“稳中有变，变中有忧”，说明政策当局在国内外需求均可能走弱的情况下，充分正视了明年经济增长可能遇到的困难，作为应对，政策上有望保持积极的财政政策，明年地方政府专项债的发行有望提速，基建增速在今年跌入冰点之后大概率触底反弹，继续加大降税减费的力度，同时中小民营企业融资难融资贵的问题有望得到缓解，但具体的成效尚需观察。

总体上看，2019 年经济下行压力较大，主要经济指标均可能会进一步下滑，关于这一点市场的预期较为一致。但影响经济走势的变量也较为复杂，国内方面企业融资是否会明显改善，基建增速反弹的力度，房地产调控政策是否在在边际上放松，国外方面贸易战是偃旗息鼓还是愈演愈烈，全球主要经济体的增速放缓是否确认为中长期趋势性扭转，美联储加息的频率是否如预期般降低。2019 年的经济韧性必定要低于 2017 年和 2018 年。

图 5:2018 年 GDP 增速前高后低



数据来源: wind—中信建投期货

图 6:消费对 GDP 增速的贡献继续提高



数据来源: wind—中信建投期货

1、经济发展基调：稳中有变 变中有忧

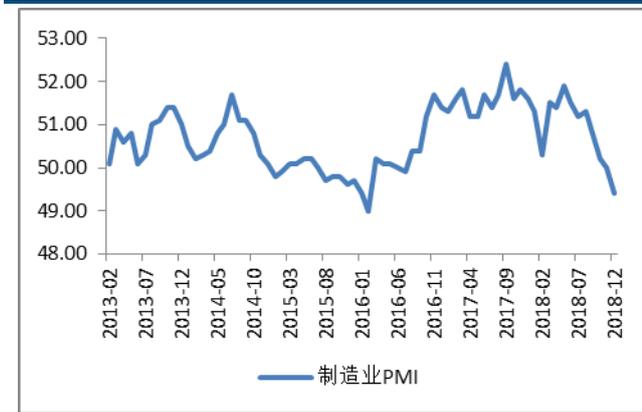
2017 年到 2018 年 9 月份之前这段时间，供给端受益于供给侧改革，过剩产能在行政手段的刺激之下加速出清，需求端受益于包括中国在内的主要经济体经济增长强劲，内外需求保持旺盛的态势，中国经济体现出了强大的韧性。但在进入 2018 年 9 月份之后国内经济开始出现较为明显的走弱迹象，主要经济数据开始出现明显的下滑。

从制造业 PMI 来看，9 月份的制造业 PMI 为 50.80%，较 8 月份下跌 0.5 个百分点，10 月份、11 月份和 12 月份进一步下跌至 50.2%、50.0%和 49.40%，自 2016 年 7 月份之后再度回落至荣枯线以下。剔除春节因素，2018 年 9 月份工业增加值同比增速自 2016 年 3 月之后再度跌破 6.0%，当月工业增加值同比增速仅为 5.8%，而 10 月份和 11 月份的同比增速分别为 5.9%和 5.4%，继续保持较低增速。而与工业生产息息相关的电厂耗煤量则能更加直观地反映工业制造增长的放缓，2018 年 9 月、10 月和 11 月，国内六大发电集团日均耗煤量分别为 63.14 万吨、51.55 万吨和 52.31 万吨，而 2017 年同期的数据分别为 71.18 万吨、79.66 万吨和 72.14 万吨。从发电耗煤角度来看，也印证了工业增长的放缓。

从 GDP 增速上看，确实当前并未出现明显失速，经济结构的转型也在稳步推进当中，这是当前经济保持相对平稳的例证，但是经济结构转型任重道远且并非一朝一夕之事，短期来看工业增速的降低成为当前不得不担忧的问题。从历史经验来看，工业增长的加速或者放缓存在一定的趋势性，而这种趋势一旦形成经常会呈现出一定的惯性，持续时间短则两三个季度长则四五年，具体持续时间的长短受到政策和国内外需求变化等等这些

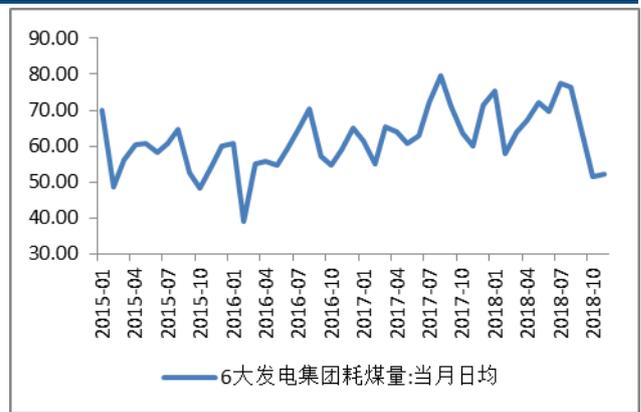
因素的影响，因此可以预见，2019 年上半年国内经济大概率延续弱势，2019 年下半年经济走势的影响因素将更为复杂和难以预测。

图 7:2018 年 12 月份制造业 PMI 重回荣枯线以下



数据来源: wind—中信建投期货

图 8:2018 年 6 大发电集团耗煤量显著低于 2017 年同期



数据来源: wind—中信建投期货

图 9:工业增速出现放缓, 2019 年有望延续



数据来源: wind—中信建投期货

2、内外需求转弱趋势短期内难以扭转

2017 年至 2018 年上半年这段时间经济的企稳主要依赖的就是旺盛的内需和出口的优异表现。但是进入 2018 年，尤其是进入下半年之后，全球主要经济体结束了同步复苏。虽然美国经济表现强劲，失业率甚至已经接近历史最低位，但是其他主要经济体均表现出触顶回落的迹象。通过制造业 PMI 这一指标来看，德国 2017 年 12 月份见顶，2018 年全年处于下降通道，英国领先德国一个月 2017 年 11 月份就已经见顶，亚洲方面日本也于 2018 年 1 月份见顶。以上几个国家均为中国的重要贸易伙伴，在近一年的时间内相继出现经济走弱的迹象，传导至

国内之后最直接的影响就是出口数据出现的波动。PMI 数据中的重要分项指标新出口订单指数在 2018 年 3 月份达到 51.3% 的阶段顶部之后就开始呈现出回落的趋势，根据最新的 12 月份数据，已经回落至 46.6%。

而内需方面也不容乐观，2017 年社会消费品零售总额累计同比增速达到 10.20%，而进入 2018 年之后零售增速就已经跌破 10%，且全年继续呈现下降趋势，截止至 11 月增速仅为 9.10%，创出 2004 年 1 月份以来的最低增速。当然零售总额的增速较为宏观，房地产和汽车的销售增速出现明显的下滑则能更加直观地验证内需的不振。在房地产调控开始两年之后，2018 年 1-9 月份商品房累计销售面积增速由 1-8 月份的 4.0% 下降至 2.9%，而 10 月份和 11 月份更是进一步下降至 2.2% 和 1.4%，地产调控成效显著。而汽车销售增速则从 2018 年 7 月份开始由正转负，7 月份当月乘用车销量同比下降 5.3%，进入三季度之后增速跌幅呈现扩大趋势，9 月份至 11 月份跌幅均超过 10%，其中 11 月份当月跌幅更是达到 -16.06%，创出有该数据统计以来的最大跌幅。

内外需求的下滑，同之前提到的工业增速放缓两者之间相互印证，表明当前国内经济确实出现了供需两弱的情况。根据国际货币基金组织（IMF）最新发布的《世界与中国经济展望报告》，将 2019 年全球经济增速预期下调至 3.7%，比 4 月份的预测低 0.2 个百分点。种种迹象均表明本轮经济复苏的高点已经过去，目前正处于缓慢下降的通道当中，需求疲弱的趋势将很难扭转。而对于房地产和汽车消费，前者主要取决于地产调控政策是否会在边际上放松，而汽车消费在经历了近十几年的高速增长之后，增速逐渐放缓本就是一件理所当然的事情，预计 2019 年也很难重现 2016 年和 2017 年的那样巨额补贴促进销售暴涨的情形，2019 年汽车销售增速大概率继续保持低位甚至负增长。

图 10:2018 年零售增速呈现持续下滑趋势



数据来源: wind—中信建投期货

图 11:2018 年汽车需求不振



数据来源: wind—中信建投期货

3、房地产：调控政策是否边际放松成为关键

2018年1-11月份，全国房地产开发投资110083亿元，同比增长9.7%，增速与1-10月份持平。1-11月份，房地产开发企业房屋施工面积804886万平方米，同比增长4.7%，增速比1-10月份提高0.4个百分点。1-11月份，房地产开发企业土地购置面积25326万平方米，同比增长14.3%，增速比1-10月份回落1个百分点。1-11月份，商品房销售面积148604万平方米，同比增长1.4%，增速比1-10月份回落0.8个百分点。11月末，商品房待售面积52627万平方米，比10月末减少162万平方米。价格方面，1-11月份平均，一线城市同比上涨0.3%，涨幅比去年同期回落10.6个百分点，二三线城市同比分别上涨7.2%和7.6%，涨幅比去年同期分别回落2.2和0.3个百分点。

本轮房地产调控开始于2016年10月份，但采取了“因城施策，分类调控”的方式，因此我们可以看到首先受到冲击的一线城市开始出现量价齐跌的情形，但是2017年房地产市场开始出现“一二线熄火，三四线接力”的情形，因此整个2017年房地产市场无论是销售还是投资均未出现明显的下滑，除一线城市和之前涨幅过大的部分二线城市外，整个房地产市场的运行依旧较为稳健。

而进入2018年之后，房地产调控政策进一步趋严，除了传统的调控手段，例如限购、限贷、限售、提高首付比例和提高贷款利率之外，多地还出现限价这一个之前较少大范围采用的调控手段。具体而言，就是限制一手房的备案销售价格，受此政策影响包括深圳、广州、杭州、成都和南京在内的多个热点城市均出现了一手房价格和周边二手房价格倒挂的局面。而另一个影响较大的变化是2018年6月份末棚改政策的调整，国开行分支行暂停审批棚改项目，仅总行具有新棚改项目的审批权限。市场预期2018年三季度之后，新棚改项目的审批期限将大大延长，而棚改货币化的比重或将有所降低。

回顾本轮地产周期的整个过程，不难看出在调控政策推出之前，即周期的前半段，两个因素起到了至关重要的作用。一个是涨价去库存，具体而言就是从2015年年初开始陆续放松调控政策，并配合以宽松的货币政策，连续下调基准利率，形成涨价的基础，涨势确认之后，持币观望的刚性需求和希望获得超额收益的投机需求迅速形成购买力，需求的暴涨又反过来进一步刺激房价和商品房成交量的暴涨，两者之前互相强化螺旋上升，结果看到的是库存快速去化。另一个因素就是棚改政策的加码，并不断提高货币化安置的比例，有些地方的货币化比率甚至已经超过50%，这一部分增量资金也涌入房地产市场，形成巨大的需求，对整个市场形成推波助澜的效果。

而2018年从房价上看，上涨的势头已经得到基本的遏制，2018年1-9月份商品房累计销售面积增速下降至2.9%，而10月份和11月份更是进一步下降至2.2%和1.4%，以房地产待售面积大概衡量的房地产库存相较

于 2016 年 3 月份的历史最高点也出现了明显的下降，加上上文提到的棚改政策的收紧，我们发现本次地产周期中价格暴涨的因素已经基本不存在了，本轮房地产调控已经体现出明显的效果。当然我们回头看本轮地产周期，虽然价格、销售面积和库存出现明显的调控效果，但是投资、新拿地面积和施工面积并没有如预期般出现明显的增速下滑，关于这一点明显有别于之前的几轮地产周期。

展望 2019 年，我们看到在地产调控出现明显成效的情况下，已经陆续有一些地方开始出现调控政策的松动。2018 年 12 月 12 日，国家发改委下发了《关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》，重点支持符合要求的优质房企发行企业债券，此举被市场解读为地产融资松绑。2018 年 12 月 18 日晚间，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，通知第六条明确规定：取消新购住房限制转让措施。2018 年 12 月 19 日，广州市住建委官网挂出“红头文件”《广州市住房和城乡建设委员会关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，确认个人可以购买公寓。2018 年 12 月 19 日，进入 12 月份，深圳多家银行包括中行、建行、工行三大行在内已经将首套房贷利率由基准上浮 15% 下调至上浮 10%，包括交行、农行、招行在内的其他银行也在陆续跟进。2018 年 12 月 21 日珠海限购放松，社保缴纳年限缩短。2018 年 12 月 21 日，据钱江晚报报道，在杭州，日前社保补缴政策悄悄进行了微调，24 个月内补缴不超过 3 个月无需提供情况说明和劳务合同。受益于社保补缴条件放松，将有更多外地户籍人士通过补缴社保的方式获得在杭购房资格。

以上种种迹象表明，在房地产调控出现明显成效，房价过快上涨的势头得到遏制，同时国内经济下行压力较大的情况下，房地产调控最严厉的情况可能已经过去。2019 年关于房地产市场在官方口径之下可能我们听到的依旧是坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”，大力促进房地产长效机制的形成。但是，在一部分城市房地产调控政策大概率出现边际放松，而从销售增速上看，可能在上半年见底。同时，也要考虑到当前经济虽然出现走弱的趋势，但是相比于 2014 年还是要更为稳健一些，房地产的库存也维持在近年来相对低位的水平，当前货币政策较为宽松，在美联储加息持续的情况下，央行降低基准利率的可能性不大。棚改方面我们可以看到 2015 年-2017 年完成的数量分别是 601 万、606 万和 609 万套，对于 2018-2020 年，住建部规划棚改数量为 1500 万套，其中 2018 年为 580 万套，2019 和 2020 年各 460 万套，棚改对需求的推动将呈现下降的趋势。

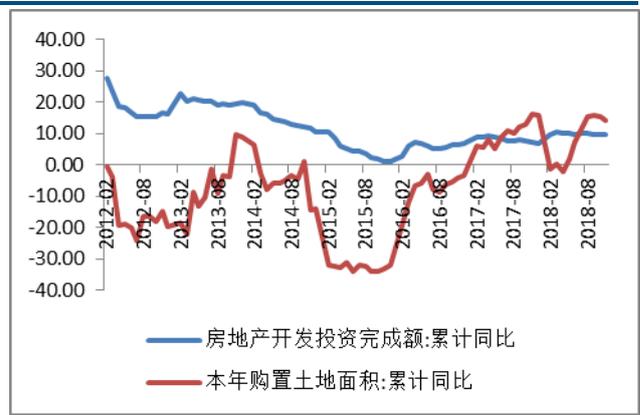
综合以上因素，我们大概可以对 2019 年的房地产市场做出如下的预测：全国范围内房地产调控政策全面放开很难出现，但部分地区调控政策很可能出现松动，放开限售、限贷、限价和下调贷款利率均是可能采取的措施，除了部分房价明显超过当地居民购买力的部城市之外，房价可能出现温和的上涨，前一轮地产周期下“大水漫灌”影响下热点城市房价迅速翻倍的情形很难再现，销售增速缓慢回升，房地产投资、新拿地面积和施工面积保持相对稳定。

图 12:2018 年以来地产销售维持在较低增速



数据来源: wind—中信建投期货

图 13:地产下行周期中投资和新拿地面积增速相对平稳



数据来源: wind—中信建投期货

4、固定资产投资：基建或成主要亮点

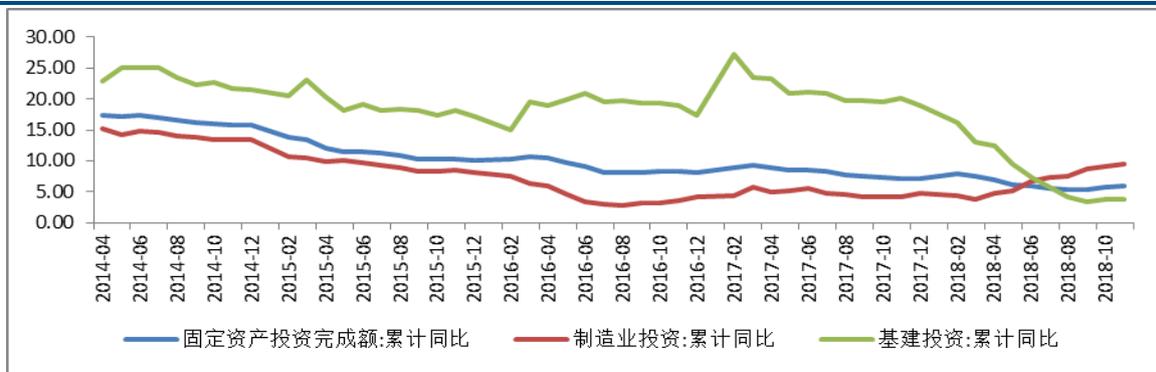
对于 2018 年的固定资产投资，房地产开发投资前文已经提到过了，虽然增速出现小幅的下滑但总体还是保持了相对的稳定，主要变化来自制造业投资和基建投资。2018 年 4 月份之前制造业投资增速总体是呈现出持续下滑的趋势，这也是近年来固定资产投资增速持续下降的主要原因，但是制造业投资增速从 2018 年 4 月份开始反弹，截止至 11 月末，2018 年前 11 个月的制造业投资累计同比增速回到了 9.50%，这一增速也达到了 3 年以来的最高水平。而基建投资增速总体在降低，2017 年全年基建投资增速达到 19.0%，而 2018 年基建增速不断下滑，截止至前 11 个月，基建增速已经下降至 3.7%。在两者的共同作用之下，我们看到固定资产投资增速在 2018 年 8 月创出近 20 年来的最低水平 5.3%之后，从 2018 年 9 月开始触底反弹，截止到 11 月末，固定资产投资增速已经回升至 5.9%。

展望 2019 年的固定资产投资，房地产投资在部分地区调控政策可能出现放松，存量施工面积巨大，发改委发文鼓励优质房企融资的情况下，预计仍旧能够保持相对的稳定，甚至出现小幅的反弹。制造业投资一方面工业增长乏力，内需需求可能走弱，另一方面从今年下半年以来政策风向上看，央行也好，银保监会也好是鼓励中小民营企业融资的，两方因素共同作用之下很可能导致制造业投资增速虽然很难出现明显滑坡，但增速持续提高的可能性也不大。

主要的变化很可能来自基建投资增速的明显触底反弹，从 2018 年下半年开始以财政部为主导，发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》等三份文件，明确要加快 9 月、10 月新增专项债发行速度。从结果上看，确实出现了明显的效果，2018 年新增地方政府专项债券额度 1.35 万亿元，比 2017 年增加 5500 亿元，该发

行计划到 10 月末已经基本提前完成。根据往常的经验，地方政府专项债的主要投向为地方基础设施建设，但是我们看到虽然 8 月、9 月和 10 月份的专项债发行速度明显加快，但是基建增速始终保持在低位，这说明本次地方政府专项债发行的加速并没有迅速传导至实际的基建当中，存在的一定的时滞。2018 年 12 月 27 日至 28 日，全国财政工作会议在北京召开，会议提到，2019 年将大幅增加地方政府专项债券的发行，部分投资机构预计 2019 年新增的地方政府专项债有望在 2018 年 1.35 万亿的基础上，进一步提升至 2 万亿。综合以上各种因素，预计进入 2019 年之后基建增速有望出现明显反弹，对冲可能出现的经济下行风险，成为固定资产投资的主要亮点，而在基建发力的情况下，固定资产投资增速有望延续反弹的势头。

图 14:2018 年固定资产投资增速触底反弹，制造业企稳，基建成主要拖累项



数据来源: wind—中信建投期货

5、工业企业利润高增速难以持续

2018 年 1-11 月份，全国规模以上工业企业利润总额增长 11.8%，增速比 1-10 月份减缓 1.8 个百分点，11 月份当月利润下降 1.8%。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 18087 亿元，同比增长 16.1%，私营企业实现利润总额 15815.5 亿元，增长 10%。新增利润主要来源于石油开采、钢铁、建材等行业，石油开采行业利润增长 3.3 倍，钢铁行业增长 50.2%，建材行业增长 44.2%，化工行业增长 19.1%，专用设备制造业增长 21%，5 个行业合计对规模以上工业企业利润增长的贡献率为 76.6%。

如果详细拆分不同行业的工业企业利润的情况，可以发现 2018 年工业企业利润继续改善，一方面受益于 2018 年 10 月份之前国际原油价格大涨，另一方面也受益于近几年钢铁、建材和化工领域的供给侧改革和环保限产轮番发力，使得以钢材为代表的大宗商品价格 2018 年 4 季度之前始终维持在高位，导致相关行业的企业利润持续改善。

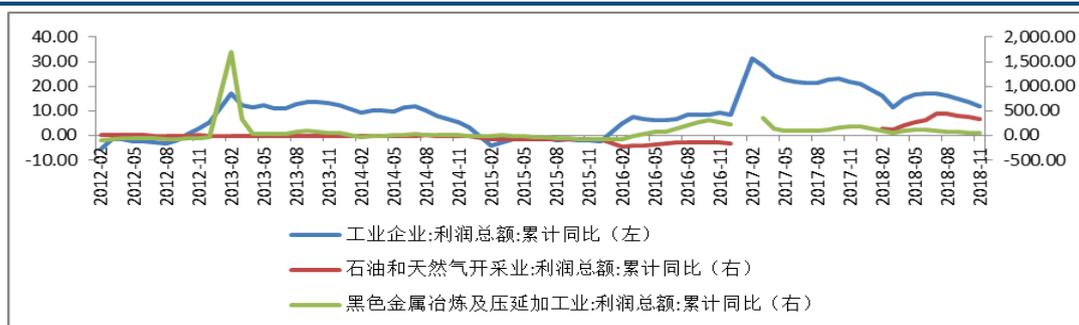
展望 2019 年，首先是对于国际原油价格的判断，我们可以看到自 2018 年 10 月 3 日布伦特原油期货价格创出 86.74 美元/每桶之后，原油价格就开始出现暴跌，不到 3 个月跌幅超过 40%，目前已经回落至 50

美元/桶附近。当然，原因是多方面的，供给方面，近几个月以沙特为首的欧佩克国家接连爆出大幅增产的消息，有媒体报道沙特目前的原油日产量超过 1100 万桶/日，达到历史最高纪录，11 月初美国原油产量达到 1160 万桶/天，正式取代沙特成为世界第一产油大国，此外制裁伊朗给了包括中国、日本在内的主要消费国 180 天豁免期，12 月初的欧佩克减产会议，减产幅度和期限均不及预期。需求方面，IMF 和世界银行等机构均下调了 2019 年的预期经济增速，预计需求也难寻亮点。以上各种因素均是造成原油价格下跌的重要原因，对于 2019 年的原油价格而言，这些不利因素短期内很难消除，因此虽然经过前期的超跌之后原油价格虽然可能出现反弹，但反弹空间或相当有限，市场普遍预测很难超过 60 美元/桶，预计美国页岩油厂商的生产成本在 45 美元/桶，因此 2019 年国际原油价格预计将在 45-60 美元/桶之间震荡。作为原油产业链的下游产业，在原油价格保持相对弱势的情况下，预计化工产业也很难获得大量的超额利润。

对于以钢材为代表的黑色系商品而言，2018 年四季度之前，在环保限产炒作预期下，价格一直保持坚挺，利润方面，吨钢利润一直维持在千元以上，唐山钢坯的价格超过一度超过 4000 元/吨。但进入 11 月份之后，在经济下行压力较大的情况下，今年的环保政策出现了明显的变化，多个地区发布政策文件声称禁止环保限产“一刀切”，下调了环境改善指标的数值，给各地方政府更高的自主裁量权。这些政策一经推出，钢材价格出现了断崖式的下跌，11 月份当月在不到一个月的时间之内，多个地区钢材价格下跌 700 元/吨，截止至目前钢材价格依旧保持弱势。而另一方面作为钢材的上游产品，焦炭价格同期也下跌了超过 300 元/吨。对于 2019 年，过去两年轮番炒作的供给侧改革和环保限产，在 2019 年虽然依旧可能被提及但力度上预计将会显著减弱，进入销售旺季之后，钢材价格可能会出现一定的反弹，但空间有限，整个钢材行业连同钢材的上下游产业也很难维持 2018 年的高利润状态。

综合以上各项因素，预计 2019 年工业企业利润高增速难以持续。当然这是基于目前形势的判断，但也存在一个不容易估量的变量，就是近期频繁提到的，大力推进降税减费，这个降税减费的力度将会很大程度上影响明年的工业企业利润，而这一因素目前并不好衡量。

图 15:2018 年以来工业企业利润增速持续下滑



数据来源: wind—中信建投期货

请参阅最后一页的重要声明

三、通胀预期：CPI 前低后高 PPI 延续低增速

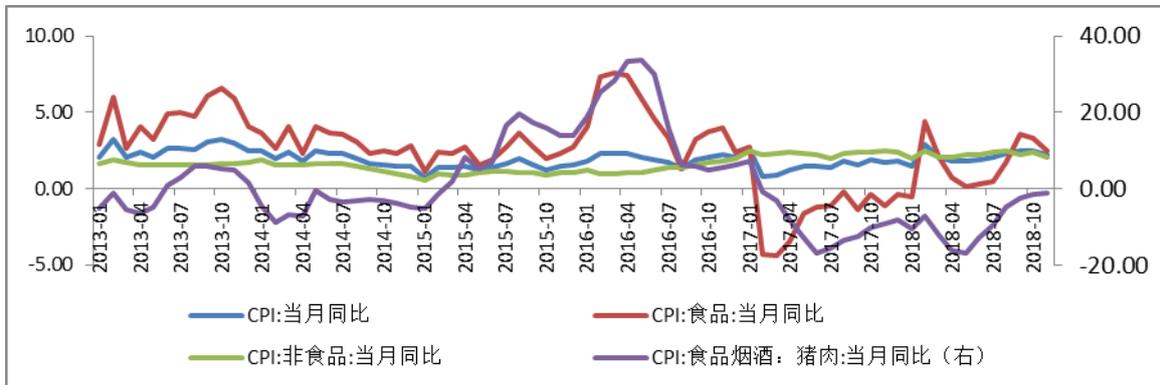
2018 年前 11 个月的 CPI 同比增速均值为 2.15%，高于 2017 年同期的 1.53%，而 2018 年通胀中枢高于 2017 的主要原因在于食品价格的上涨，而食品价格当中猪肉的影响依旧最显著的，2016 年处于猪周期的高点，给 2017 年形成较高的统计基数，2017 年猪价回落，全年猪肉价格成为 CPI 统计的主要拖累项目，但同时也对 2018 年的统计形成较低的基数，所以在 2018 年猪价企稳反弹之后，CPI 增速提高明显。当然 2018 年 CPI 增速较高，一些短期扰动因素也值得关注，2018 年 8 月有着“中国蔬菜之乡”之称的寿光地区出现严重的洪涝灾害，也在一定程度上也驱动了短期蔬菜价格的上涨，对 8 月和 9 月的 CPI 产生了比较明显的影响。除了食品之外，2018 年 10 月份之前国际原油价格的暴涨，带动整个原油产业链上的相关消费品价格出现上涨也成为 2018 年前十个月 CPI 同比增速呈现提高趋势的重要原因。

而展望 2019 年的 CPI，首先先来看猪肉价格。本轮猪周期呈现出与之前几轮周期不同的特征，最重要的影响因素就是非洲猪瘟的扰动。本次猪瘟的影响范围大，持续时间长，自 2018 年 8 月 3 日沈阳地区出现第一例非洲猪瘟以来，逐渐扩散至吉林、河南、安徽、浙江、江苏、湖南、重庆、福建和广东等省份，其中不乏猪肉的供应和消费大省。非洲猪瘟的最直接影响就是限制了疫情省区猪肉的外调，而像河南和湖南这样的生猪生产大省，省内消费量有限，外调途径被掐断，一方面使得当地的猪肉价格出现断崖式下跌，另一方面也大大降低了养殖户补栏的热情。综合来看，目前猪瘟疫情愈演愈烈，疫情省区生猪补栏都受到了一定的影响，能繁母猪的淘汰也有所加快，加速了生猪产能的出清。因此几乎可以预见的是，在 2019 年四季度之前，疫如果情的影响还较为严重，且处于猪肉消费的淡季，猪肉价格很难出现大幅的反弹，但进入 2019 年四季度之后，传统消费旺季的来临，叠加 2018 年产能的加速出清，能繁母猪大量淘汰，供给在 6 到 10 个月后发现下降是猪周期的正常规律，猪价大涨几乎没有什么悬念。

而原油价格按照先前的分析，2019 年大概率会维持在 45-60 美元/桶这个区间之内，但是在 2019 年 10 月份之前，2018 年同期的原油价格基数较高，因此 2019 年前 9 个月原油相关的消费品可能会对 CPI 统计形成明显的拖累，而拖累效应在进入 2019 年 10 月份之后有所减弱。

综合以上因素，2019 年 CPI 增速或呈现出前低后高的走势，前三季度保持在相对较低水平，进入四季度之后，如果猪价真如预期般大涨，原油价格拖累效应消失，四季度的 CPI 或出现明显的提高。

图 16:食品拖累减弱造成 2018 年通胀中枢抬升



数据来源: wind—中信建投期货

PPI 方面 2018 年前 11 个月的同比增速均值为 3.78%，低于去年同期的 6.46%，从趋势上看自 2018 年 6 月份之后 PPI 同比增速就呈现出持续下降的趋势，到 11 月份已经下降至 2.7%，为 2016 年 11 月份以来的最低值。这一点也不难理解，2017 年 6 月份之后市场炒作环保限产，使得以钢铁煤炭为代表的大宗商品价格维持在高位，这对 2018 年的统计形成较高的基数，而进入 2018 年 10 月份之后，随着禁止环保限产“一刀切”，环境改善指标的数值的下调，国际原油价格下跌等等一系列事情的发生，钢材和化工品陆续开始下跌，这都导致了 PPI 增速的持续下降。

展望 2019 年，在经济下行压力大，内外需求均可能减弱，环保因素不再“一刀切”成为常态等因素的共同作用下，大宗商品价格很难出现大幅的反弹，PPI 统计 2018 年同期尤其是前 10 个月的基数并不低，因此 PPI 增速大概率继续维持低增速，年内增速重新由正转负也并非不可能。

图 17:2018 年 6 月份开始 PPI 同比增速呈现下降趋势



数据来源: wind—中信建投期货

四、货币政策：降准可期 延续宽松

2018 年中美货币政策大相径庭，国内货币政策以国内矛盾为主，在经济下行和信用紧缩的背景下，二季度开始货币政策逐渐转向宽松，开启宽松周期。

表 1:2018 货币政策内容

时间	政策	内容	实际作用
2017 年 12 月	临时准备金动用安排	在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为 30 天。	可释放临时流动性规模 2 万亿，跨春节
2018 年 1 月	普惠金融定向降准	2017 年 9 月 30 日，央行宣布：凡前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。上述措施将从 2018 年起实施。	额外释放 3000-4000 亿资金，缓解春节流动性压力
2018 年 3 月 22 日	公开市场操作加息 5BP	央行进行 100 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率上调 5BP 至为 2.55%	
2018 年 4 月 17 日	降准	中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）	释放增量资金约 4000 亿元。
2018 年 6 月 1 日	MLF 抵押品扩容	中国人民银行 6 月 1 日宣布，决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围。新纳入中期借贷便利担保品范围的有：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款。	
2018 年 6 月 24 日	定向降准	从 2018 年 7 月 5 日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。	共计释放约 7000 亿元资金
2018 年 6 月	再贷款、再贴现	增加支持小农再贷款和再贴现额度共 1500 亿	
2018 年 7 月 18 日	促进信用投放	央行窗口指导等鼓励金融机构加大信贷投放或购买债券力度，调整 MPA 参数，促进银行信贷投放	
2018 年 10 月 7 日	降准	从 2018 年 10 月 15 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。	额外释放增量资金约 7500 亿
2018 年 10 月 22 日	再贷款、再贴现	人民银行决定在 6 月增加了再贷款和再贴现额度 1500 亿元的基础上，再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元；同时引导设立民营企业债券融资支持工具，包括信用风险缓释工具（CRM）、担保增信等，以央行再贷款作为部分初始资金。	

数据来源：wind—中信建投期货

货币政策在一季度以稳健中性为主，央行强调流动性“合理稳定”与去年比有所放松。“综合考虑金融监管政策的宏观效应及对金融业态和市场运行格局的影响”改为“综合考虑宏观经济运行变化”，显示货币政策关注重心已经从金融监管转移到了经济增长。此时中美贸易摩擦伊始，国内经济在去杠杆和金融严监管的背景下已经有一定的下行压力。一季度投放的资金主要用于对冲金融严监管对市场的影响，市场利率在一季度也出现了较为明显的回落。

图 18：国债期限利差

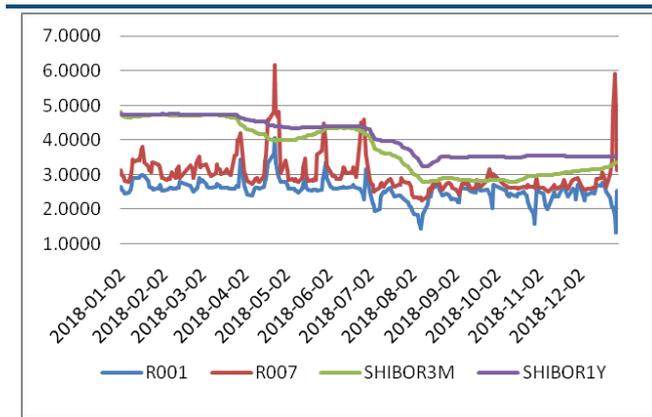


图 19：国债收益率每月变动 (BP)



数据来源：wind—中信建投期货

二季度货币政策向稳健灵活过渡，货币政策开始转松，不再跟随美联储加息以及两次实行定向降准。二季度债券违约风险明显上升，信用债净增量一度转负，社融快速下滑，特别是表外及其它融资增速出现快速下跌。

图 20：社融分项数据



数据来源：wind—中信建投期货

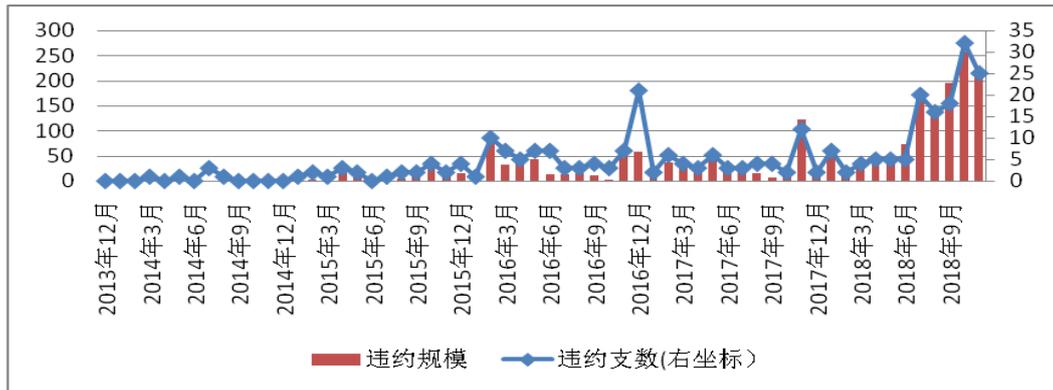
三季度，在 7 月国常会和政治局会议之后，央行货币政策首要目标已经明显转向稳经济和救助民企。在 7 月投放超过 5000 亿 MLF 后，资金面彻底转松，货币市场利率降至 2010 年以来新低。三季度中美贸易战升级，人民币贬值压力上升。

进入四季度，央行进一步加大对民营企业的扶持力度。央行已经通过多种举措来引导金融机构在风险可控的条件下，按照市场化原则向民营企业提供融资支持，稳定民企融资，增强市场信心。措施包括增加中长期流动性投放；将小微和民营企业债券和贷款纳入央行合格担保品范围，适度增加再贷款再贴现额度；在 MPA 考核中新增临时性专项指标，专门用于考察金融机构小微企业贷款情况，在结构性参数计算

中，将考察范围拓展至普惠金融领域。同时政府高层高度重视对民营企业的帮扶和救助，密集召开了各种会议，要帮助民营经济度过目前的融资难融资贵的难关。

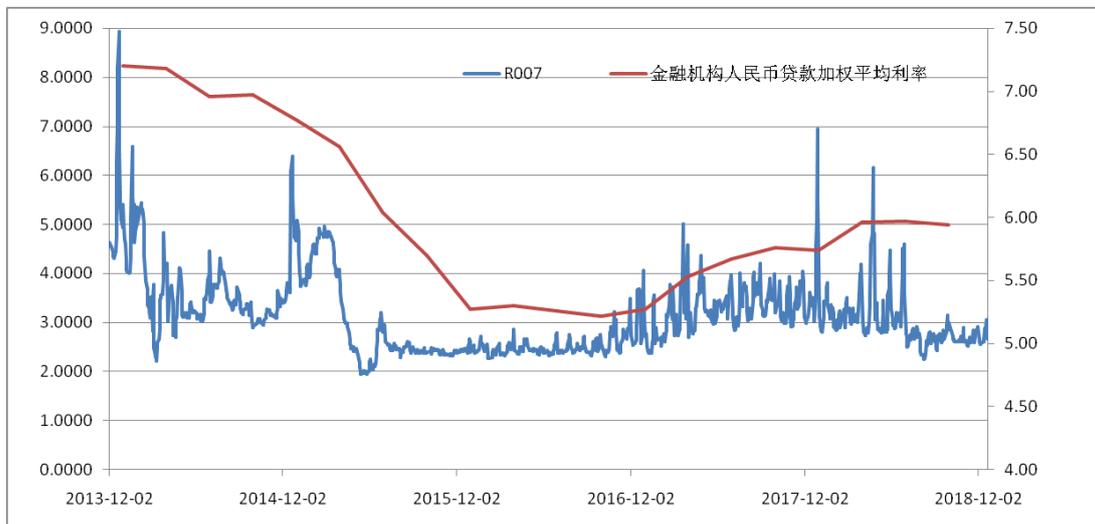
今年以来，前三季度共完成四次降准，MLF 投放等大额流动性支持，但“宽货币”到“宽信用”传导不畅。央行货币政策放松的初衷是改善流动性环境，提振经济增长。但到目前为止，民营企业的融资困境依旧改善不大，信用违约事件频发。

图 21：信用债违约统计



数据来源：wind—中信建投期货

图 22：贷款利率并未随金融市场融资利率下行



数据来源：wind—中信建投期货

2019 年经济大概率下行，货币政策重心会向稳增长和保就业倾斜。预计 2019 年货币政策将延续宽松的基调，以降准投放货币，通过降低公开市场操作利率引导市场融资成本下行，降息有一定的可能性，但央行会非常谨慎。

五、国债期货投资策略

预计 2019 年经济继续回落，工业生产、消费和进出口都存在一定的下行压力，基建仍然是托底经济的重要工具。部分地区房地产调控可能出现松动，房地产市场企稳，销售增速持续下滑的势头有所减弱。经济可能会在下半年触底，关注“宽信用”政策效果及减税政策。通胀方面，由于供给侧改革红利逐渐兑现和环保政策不再一刀切，对上游价格推动减弱，PPI 大概率回落；原油价格因为 18 年同期价格较高，10 月前对 CPI 有一定拖累，10 月后拖累减弱；猪肉价格受猪瘟影响去产能加速，上涨可能性较大。整体而言，预计 2019 年 CPI 前低后高，温和通胀，CPI 与 PPI 剪刀差持续缩小。外部环境依旧复杂，全球经济共振向下，联储加息预期减弱，中美贸易摩擦可能会继续反复，对市场影响较难预期，人民币贬值压力依然存在。为了稳经济、保就业，货币政策继续宽松，财政政策将更加积极。

总体而言，对于利率债市场，2019 年依旧是利多环境，预计利率先下后上，10 年国债到期收益率在 3.0-3.6 之间波动。建议上半年 10 年国债收益率 3.0 以上可建仓做多，进入下半年或向下突破 3.0 时逐渐减仓。值得注意的是，当前市场对于经济走弱、货币政策宽松和通胀等宏观走势达成一致性预期，部分预期已提前反映在当前的国债期货价格中，国债期货波动可能会加剧，若有利空因素出现反转速度和幅度可能会超预期。

联系我们

中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

上海世纪大道营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼 -3404 室

电话：0791-82082702

廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道 66 号圣泰财富中心 1 号楼 4 层西侧 4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号

电话：0596-6161588

西安营业部

地址：西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912

电话：010-82129971

武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路 108 号兴业银行大厦 3 楼

电话：027-59909521

杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路 137 号华都大厦 811、812 室

电话：0571-28056983

太原营业部

地址：太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室

电话：0351-8366898

济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座十层 1016、1018、1020 室

电话：0531-85180636

大连营业部

地址：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 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806316

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房

电话：0371-65612397

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325286

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502020

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号

电话：028-62818701

深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I

电话：0755-33378759

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室

电话：021-64040178

南京营业部

地址：南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座

电话：025-86951881

宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路 17 号

电话：0574-89071681

合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室

电话：0551-2889767

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406

电话：020-22922102

上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com