

# 风险偏好上升，股债跷跷板效应再现

## ——宏观债券周度报告

何 慧

2019.02.15-02.22

# 情绪偏好上升，股债再现跷跷板行情

日期	美元指数	人民币	WIND商品	南华商品	股指期货			国债期货		
	USDX. FX	USDCNY. IB	CCFI. WI	NH0100. NHF	IF. CFE	IH. CFE	IC. CFE	TS. CFE	TF. CFE	T. CFE
2019-02-22	96.5418	6.72	1087.04	1451.99	3539.80	2635.00	4804.80	100.52	99.57	97.55
2019-02-15	96.9181	6.78	1071.63	1416.73	3352.60	2526.80	4502.60	100.50	99.86	97.96
变化(%)	-0.39%	0.91%	1.44%	2.49%	5.58%	4.28%	6.71%	0.02%	-0.29%	-0.42%

- 市场回顾：股市继续上扬，风险偏好的修复继续演绎，股债跷跷板效应下，债市震荡中小幅回调。

上周债市主要影响变量集中在市场风险偏好快速回升和资金面边际收紧。市场风险偏好转变或将加速股债切换。

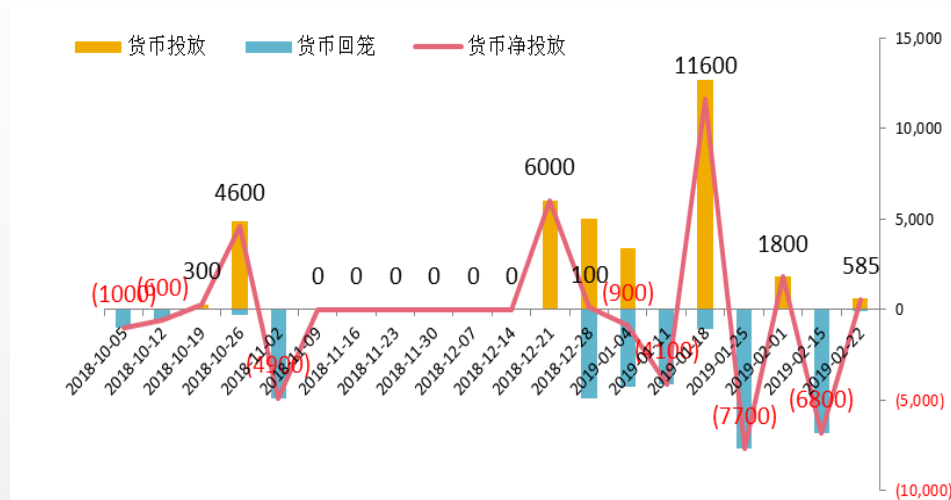
上周市场风险偏好明显回升，股债跷跷板明显，同时资金面呈现边际收紧迹象。虽然本轮中美贸易协商延长两天，暂时还没有明确谈判结果，但从此前新闻报道来看，中美贸易谈判仍在向好发展，建议对此保持高度警惕。资金面方面，跨月和税期等导致资金面边际收紧，四季度货政执行报告强调进一步疏通货币政策传导机制，大幅宽松的空间并不大。市场对于经济基本面的悲观预期有望修正。

# 跨月税期扰动，资金面边际收紧

## ● 资金面乐观预期被修正

上周央行重启逆回购操作，全周净回笼400亿元，同时跨月和税期等导致全周资金面边际收紧，R001和DR001上行70bp以上，全市场资金面情绪指数突破50。

拉长周期来看，当前资金利率仍低于去年下半年以来中枢水平近20bp左右水平。



日期	SHIBIOR					R			DR			价差
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014	R007-DR007
2019-02-22	2.4310	2.6000	2.5180	2.6560	2.7490	2.5067	2.6796	2.7015	2.4276	2.5668	2.4985	0.1128
2019-02-15	1.7130	2.3510	2.3930	2.6980	2.8020	1.7615	2.3453	2.4311	1.7096	2.2174	2.2180	0.1279
变化 (BP)	71.80	24.90	12.50	-4.20	-5.30	74.52	33.43	27.04	71.80	34.94	28.05	-1.51

# 四季度货币政策执行报告

**1.货币政策方面：**下一阶段稳健的货币政策将保持松紧适度，强化逆周期调节，去除“中性”，与中央经济工作会议表述一致。需要关注：专栏1指出我国货币发行机制与海外的不同，表示央行无需直接从市场购买国债等资产来实施所谓的量化宽松，下一阶段将继续疏通货币政策传导渠道。专栏3特别强调货币政策传导中银行信用扩张的重要作用，后期建议关注针对银行体系的相关宽信用政策的推出。

**2.资金面：**报告指出，当前银行体系流动性合理充裕，而当前货币政策并非“大水漫灌”的概念，预计后期资金利率仍有小幅下行空间，但幅度有限。

**3.信贷：**贷款同比大幅多增，贷款利率稳中有降。就社融走向来看，在新增信贷、非标超预期、债券融资放量等多因素拉动下，1月社融总体好于预期。预计2019年一定有阶段呈现社融反弹+经济下行的组合，目前看至少上半年会使这种组合，全年社融高点在12.5%以上，接近13%。

**4.外汇：**人民币汇率趋于稳定。2018年2季度以来中国人民银行实施包括加强与市场沟通、提高远期售汇风险准备金率、重启中间价报价“逆周期因子”等，并创新和丰富调控工具箱，着力引导和稳定市场预期。2019年1月以来海外货币政策环境趋于宽松，1月央行口径外汇占款余额环比减少12.14亿人民币，延续12月以来企稳趋势；近期人民币汇率整体走强，继续验证当前债市外部压力持续缓解。

# 中美贸易谈判暂时向好发展

节后以来的两周，债券市场最大的影响变量就是股票市场的扰动，而影响股票市场的市场风险偏好又与中美贸易谈判密切相关。

上上周（2月14-15日）在北京举行的第六轮中美经贸高级别磋商后，新华社发文称，“对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流。双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商”。更进一步，上周中国外交部发言人表示“双方就主要问题达成了原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了磋商”。

上周四和周五（2月21-22日），刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦，在美国白宫艾森豪威尔行政办公楼共同主持第七轮中美经贸高级别磋商。截至目前依然没有明确的谈判结果，但根据新华社报道，刘鹤表示“两天来，两国经贸团队进行了富有成效的谈判，在贸易平衡、农业、技术转让、知识产权保护、金融服务等方面取得积极进展”，而特朗普表示“美中关系极其重要，当前两国关系十分良好。本轮高级别经贸磋商取得巨大进展，同时仍有不少工作需要完成。为此，双方已决定将本轮磋商延长两天。美方愿同中方共同努力，推动磋商取得更多成果。

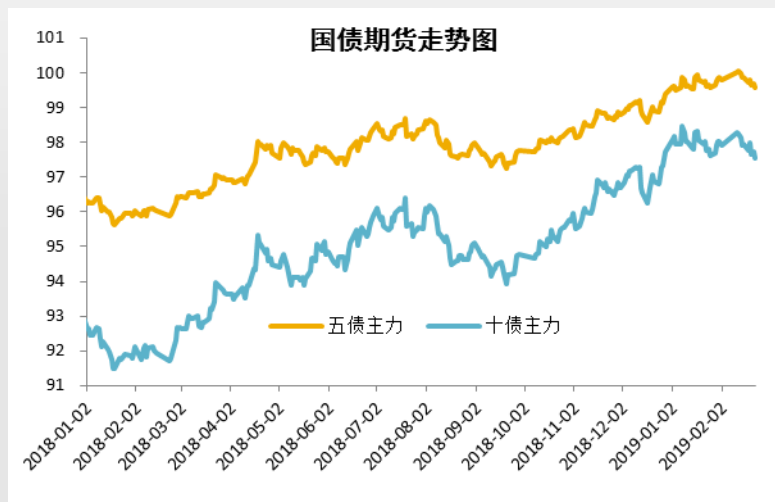
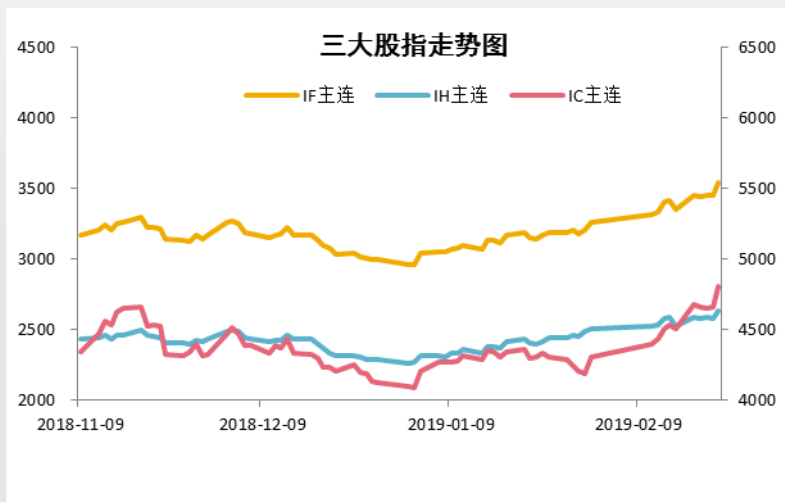
整体来看，中美贸易谈判仍在向好发展，本轮磋商延长两天后，短期可能会有明确的谈判结果，建议短期对此保持高度关注。

# 股指多单逐步离场，债市高位震荡

- 投资策略：期指反弹至压力位，谨慎偏多；期债高位震荡，高抛低吸为主。

**期指：三大期指全线大涨，重心上移，波动放大，多日以来的持续上涨面临获利了结压力，建议多单逐步离场，不宜盲目追涨。**本轮股指反弹已经持续一个多月，后续仍存表现的空间和持续性。A股整体估值不高，龙头公司具备吸引力；市场情绪也远未到过热状态；政策托底力度可能增强，外资流入力度增大，后市反弹高度和持续性依然可期。短期内注意获利回吐压力。

**期债：三大期债小幅回调，高位震荡的概率较大，区间内高抛低吸为主，五债、十债分别关注99.4元、97.3元支撑。**随着宽信用效果显现，在社融反弹的初始阶段，对债市会有冲击，且就1季度而言，经济基本面对债市的带动偏弱，但是后面看到经济数据再次下行后，债市还是会回归基本面，同时政策有望继续宽松，令债市维持偏强的走势。



THANK YOU