



# 周报

日期  
2019.1.3

## 地方债供给压力影响几何 ——国债期货投资策略周报

一德研究院金融衍生品研发中心

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



研究院

## 核心观点摘要

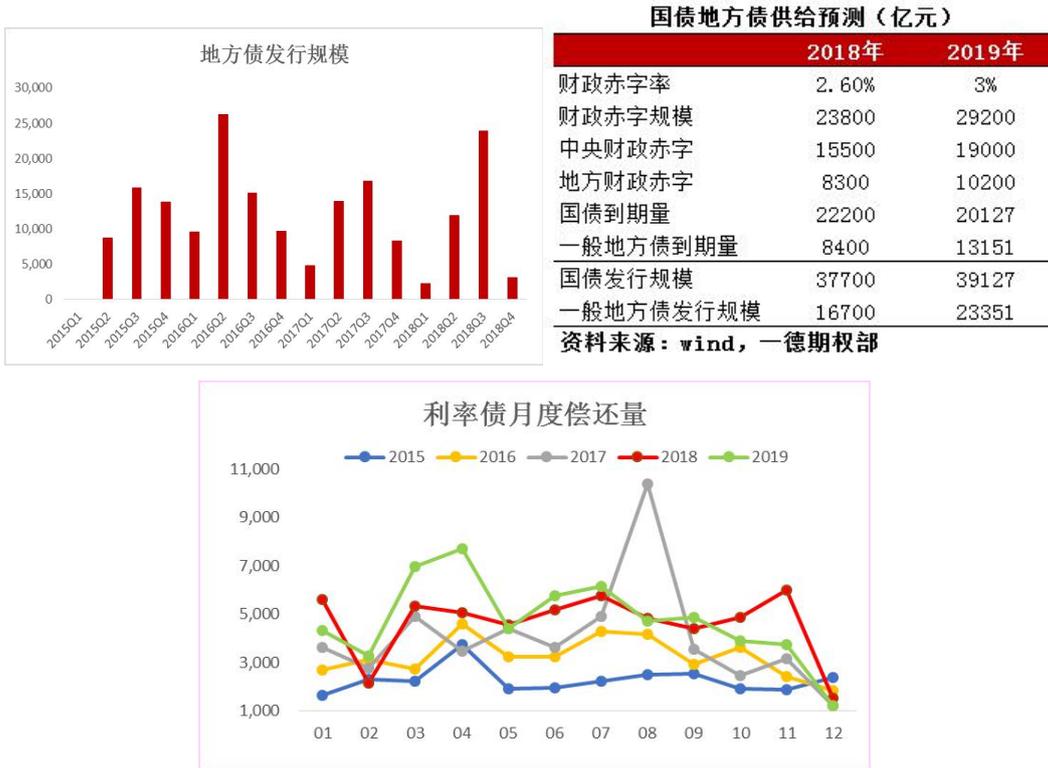
新年伊始，国债市场的做多情绪高涨，开工第一日，十债主力合约创近一年新高，当日现券市场活跃券 019 和 210 当日分别下行 5BP 和 4BP。在 2018 年 12 月 PMI 先行指数回落的背景下，市场对基本面的悲观预期加剧，进一步点燃了降准预期。而考虑地方债发行提前可能会对国债配置形成挤压的利空影响，本报告详细测算地方债供给规模，并对 1 月期债逻辑进行推演，以期提供择时的依据。

### 1、2019 年利率债供给压力有多大？

2018 年 12 月 29 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议表决通过了《关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》。该文件指出，在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。

而该决定意味着 2019 年地方债的发行将大幅提前。从 2018 年情况看，根据两会确定的地方财政预算赤字规模，当年新增地方一般债券规模 8300 亿，地方专项债至 13500 亿。而提前下达的决定只是部分地方债务限额，就包括 5800 亿一般债和 8100 亿专项债。假设 2019 年全国财政赤字率 3%，中央和地方赤字占比分别 65% 和 35% 可以估算全年国债和一般地方债的发行规模 1.9 万亿和 1 万亿。如果考虑到期偿还量，二者规模分别在 3.9 万亿和 2.3 万亿（由于政策性金融债的发行规模每年变化不大，在 1 万亿左右，因此全年利率债供给压力主要来自地方债和国债，这里不在讨论）。

考虑经济下行压力较大，地方专项债纳入社会融资口径和不计入财政赤字的属性，2019 年地方新增专项债券规模有望代替非标融资拉动投资，预计发行规模 2018 年 1.35 万亿的规模大幅增加，保守估计在 2 万亿左右。此外，截至 2018 年 11 月底还有 2565 亿非政府债券形式存量债务尚待置换，以及 2018 年低于限额 1.2 万亿的专项债务额度（发行不确定性较大），2019 年全年的地方债发行量约 4.5 万亿-5.5 万亿，远高于 2018 年 4.1 万亿的规模。如果考虑二季度到期量较大，一季度的地方债发债规模或超过 1 万亿。



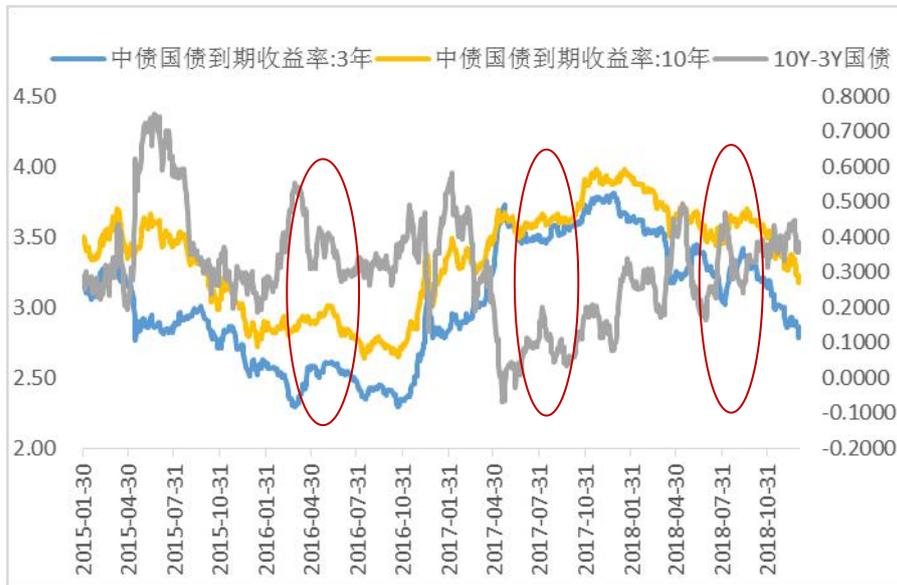
## 2、地方债发行放量影响几何？

相比同期限国债，地方债具有 40BP 的溢价以及同样免税的特征，扣除资本占用后，地方债的收益高于国债，使得地方债具有吸引力。而超过同期的供给压力能否对国债形成挤压，还需要看具体的传导路径。

首先，超预期的供给会引发资金面的收紧，从而施压国债配置。特别是发生在年初，1 月是缴税大月，加上今年春节在 2 月初，银行备付资金需求，预计月中开始资金面的压力将显现。根据华创证券测算，春节前流动性缺口在 4-4.5 万亿。按照 1 月 2 日晚间央行调整的定向考核标准测算，一次定向降准 100BP 释放的流动性不过万亿。仅依靠降准是难以覆盖流动性缺口的，那么时间上月中可能是期债的阶段高点。

其次，地方债发行的放量不一定伴随国债收益率反弹。历史数据看，2015 年二季度、2016 年二季度、2017 年三季度、2018 年三季度地方债的发行均出现明显放量，但盘面并不是每次都出现调整，说明地方债的挤出力量并不能主导利率债的行情。而我们发现同期期限利差往往呈现先升后降的态势，可能因为地方债发行初期资金面对供给压力并不敏感或货币政策在初期配合发行的原因。

最后，地方专项债具体投向或从基本面进一步施压国债价格。2019 年经济下行压力加大背景下，地方债是否会取代城投，成为拉动投资的力量，还要看具体的债务投向。如果投向基建地产，带动社融大幅回升，可能形成基本面的预期差，从而抑制利率下行。



**中国人民银行**  
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

**信息公开** | 新闻发布 | 法律法规 | 货币政策 | 信贷政策 | 金融市场 | 金融稳定 | 调查统计 | 银行会计 | 支付体系 | 金融科技  
人民币 | 经理国库 | 国际交往 | 人员招录 | 金融研究 | 征信管理 | 反洗钱 | 党建工作 | 工会工作 | 金融标准化

**服务互动** | 公开目录 | 公告信息 | 在线访谈 | 图文直播 | 工作论文 | 音视频 | 市场动态 | 网上展厅 | 报告下载 | 报刊年鉴  
网送文告 | 办事大厅 | 在线申报 | 下载中心 | 网上调查 | 意见征集 | 金融知识 | 关于我们

2019年1月3日 星期四 | 我的位置: 首页 > 沟通交流 > 新闻

**中国人民银行决定调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准**

字号 大 中 小
文章来源: 沟通交流
2019-01-02 20:57:57

[打印本页](#)   [关闭窗口](#)

中国人民银行决定，自2019年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。这有利于扩大普惠金融定向降准优惠政策的覆盖面，引导金融机构更好地满足小微企业的贷款需求，使更多的小微企业受益。（完）

### 3、1月债市推演逻辑？

通过我们的测算，预计一季度地方债发行将破万亿。地方债的发行大幅提前，加上1月中旬开始资金面压力显现，一次性定向降准100BP是难以满足流动性缺口的。假设月中前资金面仍然宽松，降准预期继续作用市场，那么现在看多头的交易窗口只剩1周的时间，月中恐怕是国债的阶段高点。届时若降准落地后的资金利率出现拐点，建议逢高沽空。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180  
一德期货有限公司 天津营业部 300191  
天津市南开区水上公园路水云花园C19号  
Tel: 022-2813 9206  
一德期货有限公司 滨海营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
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2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-3586 709  
一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511  
一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室  
Tel: 0535-2163353/2169678