

2017 年 11 月 2 日

国债期货

研发中心

张晨

研究员，期货执业证书编号：

F3027880

zhangchen@dxqh.net

国债期货仍有下跌空间， 货币政策边际放松是关键

10 月份基本面利空、资金紧张以及监管趋严三方面共同压制债市，1712 合约跌至上市以来最低点。回忆 2013 年的债灾，当年 8 月至 11 月资金面紧张、政策态度偏紧、经济增长意外回暖以及通胀上行等一系列因素致使十年国债利率从 3.7% 上升至 4.7%。2014 年年初至 4 月初，市场对货币政策的松紧反复纠结，利率横盘震荡。直至 4 月中旬定向降准政策落地，市场投资者才坚信货币政策转向宽松，利率从 4.5% 回落到 4% 附近。相应地，我们思考当下，目前利率尚不具备进入下行通道的大环境，短期内国债期货难以形成上涨趋势，更多的可能是横盘震荡调整甚至继续下跌。

一、海外避险偏好加强，多国央行收紧货币政策，或带动国内利率上行

从海外经济看，国债利率仍有上行空间。2013 年 11 月十年国债利率上行至 4.7% 时，中美利差高达 199BP，远高于目前的 150BP，因此现在说利差不会再扩大还为时过早。退一步说，即使中美利差已经到顶点了，当前美国税改不断推进、美联储易主预期货币政策偏鹰、市场预期美联储 12 月加息、美国经济稳步复苏等一系列因素都支撑美债利率继续上行。因此即便在中美利差不变甚至小幅回落的情况下，十年国债利率也可能跟随美债利率继续上行。此外，欧盟等经济体持续复苏，货币当局也陆续收紧货币政策，因此，当前外围因素并不支撑十年国债利率筑顶。

二、经济基本面仍存韧性，尚不能支撑利率下行

当前经济下行趋势尚未确认，基本面并不支撑债市上涨。9 月官方制造业 PMI 环比上升、金融数据同比好于前期、通胀数据基本符合预期、周小川行长提出“下半年 GDP 有望实现 7%”，一系列基本面因素利空债市，10 月上半月国债期货在基本面和资金面的双重作用下持续下跌。尽管 19 日三季度 GDP 数据有所下滑一度拉升期债，但监管加严预期再度打击了市场情绪。直至 10 月官方制造业低于预期，期债才大幅反弹。目前基本面数据对市场情绪的影响仍然是短暂的，暂且不能对价格形成长期的支撑。未来仍需密切关注经济基本面，寻找确定的经济拐点。

三、监管担忧犹存，风险尚未出清

当前市场对监管加严的担忧尚未减弱，去杠杆、同业等方面的监管风险尚未出清。10 月 19 日上

午公布的三季度 GDP 拉动期债急剧上升，但下午再次传来金融监管加严的言论，致使期债快速回落。而 25 日市场传“商业银行同业负债占比指标将从目前的 33% 调整到 25%”，再次助力期债跌幅扩大，央行于晚间辟谣维稳。目前监管方面的风吹草动极易造成市场情绪的波动，监管风险出清是债市回暖的必要条件之一。

四、未来债市回暖的关键在于货币政策的边际放松

今年以来，资金收紧导致流动性在很大程度上影响着利率的走势。国庆假期结束后，资金趋紧叠加经济利好因素，国债期货大幅收跌。会议期间，央行大量净投放逆回购提前对冲税期等影响，23 日进入缴税高峰期后资金面尚且维持紧平衡。然而 25 日央行停止净投放，市场此前建立的信心崩塌，叠加缴税缴准高峰期资金本就紧张，于是当日期债跌幅扩大。次日央行就 2 个月逆回购询量，释放维稳信号，期债午后大幅拉升。27 日央行首次开展 2 个月逆回购，但投放量不及预期，期债高开低走，尾盘跳水。30 日资金紧张叠加市场情绪悲观，T1712 收跌 0.88%，创上市以来最大单日跌幅。整体看，10 月份流动性主导市场情绪，是国债期货大跌的主要原因之一。

此外，近期央行推出 63 天期逆回购并连续净投放，此举看似利好资金面，但细思极恐。央行以 63 天操作替代 28 天操作，看似增加投放量且熨平资金的季节波动，但事实上是以 2.9% 的 63 天资金替代 2.75% 的 28 天资金，甚至替代部分 2.45% 的 7 天资金和 2.6% 的 14 天资金，这其实是提高了资金的加权成本，很可能会抬高资金利率中枢。所以当前的货币投放是涨价放量的，乐观看是没有放松迹象，悲观看则是在边际收紧。而只有当货币政策出现明显的放松迹象，利率才具备了进入下行通道所需要的市场情绪。由于货币政策的转变存在时滞，市场参与者需密切关注流动性的边际变化，包括公开市场操作投放量、期限和招标利率，以及银行间回购利率等资金价格指标。

五、国债期货仍有下跌空间，建议逢高做空

思考目前的环境，经济基本面仍存韧性，下行趋势尚未确认，市场仍有通胀上行的预期；监管加严言论不断，且年内仍有监管政策落地；货币政策稳健中性，央行精准投放，但并没有明显转松迹象。可以说，当前并不具备形成利率下行趋势的大环境，料短期内横盘震荡调整，国债期货仍存下跌空间，建议逢高做空，近期 T1712 合约的顶可能在 93.5。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。