

2017 年 12 月 19 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

“靴子”落地不代表利好，

期债反弹空间有限

“超级周”结束，各个“靴子”落地，短期内利空出尽，期债连续三个交易日上涨。但利空出尽并不代表利好来袭，期债本轮回调只是对前期悲观情绪的修复，空间有限，追涨需谨慎。短期看，十年国债利率可能会在 3.85%-4.0% 的区间内震荡，对应 T1803 合约价格大概在 92-93 之间，近期建议逢高做空。

政策利率涨幅小于预期，却终归是涨了

由于今年以来人民币持续升值，2 月份外汇占款的月度减少额从此前的 2000 亿降至 581 亿，此后减少量逐月递减。直至 9 月份，外汇占款实现了两年以来的首次增长并延续至今。随着外汇占款投放的基础货币量趋于稳定，央行主动投放中长期货币进行对冲的必要性也在减弱，于是央行逐渐减少了 MLF 操作的次数和量，改为每月一次性续作当月全部到期量，且净投放量通常在 500 亿以下的规模。只有 8 月份净投放了 1120 亿，这大概率是由于当月 MLF 正值缴税高峰期到期，为了对冲财政缴税所回笼的流动性，央行超额投放以维稳资金面。但 12 月央行再次打破了此前的操作模式。12 月 6 日，本月第一笔 1880 亿的 MLF 到期时，央行精准续作，并随即解读本月将开展两次 MLF 操作以平滑月内流动性。这导致市场上加息预期愈发强烈，国债期货开始连续下跌。12 月 14 日，美联储宣布加息当日，央行加价加量续作当日到期的 1870 亿 MLF，上调操作利率 5 个基点，同时超额续作 1010 亿。由于此次加息幅度不及前两次的 10 个基点，叠加超量续作，市场普遍认为加息不及预期，利空变利好，国债期货止跌回升。然而，涨幅小于预期，却也终归是涨了；利空不及预期，却也终归是利空了。此番反弹更多的是预期差的修复，空间终归是有限的。除跟随美联储加息外，央行此番提高利率或许还有如下两方面的特别意义。

收窄利差，防范机构进一步加杠杆

一方面，央行提高了机构使用短期资金的成本，适度缩短了长短期利差，有助于防范机构进一步加杠杆，表明其金融去杠杆的决心。众所周知，利率有其内生的传导机制，短端资金利率传导至中长期资金利率，中长期资金利率传导至国债利率。这也是各国中央银行之所以能够通过改变政策利率，进而一步步引导市场收益率水平的必要条件。央行曾在三季度货币政策执行报告中点名机构“滚隔夜”

的行为，称不鼓励这种过度错配行为和以短搏长过度加杠杆的激进交易策略。事实上，今年3月份到5月份监管趋严，全市场高呼“去杠杆”时，可以看到回购余额的量是有明显的降低的。10月份以来，随着国债利率快速攀升，其与1年期MLF操作利率的利差最高已达到90BP以上，而10月份以前此利差尚且小于60BP，更不要说去年的绝大部分时间里该利差甚至为负。随着利率持续高涨，与资金利率的利差持续走扩，以短博长的获利空间增大。于是，回购余额又回到了很高的水平，背后所揭示的或许正是杠杆的“死灰复燃”。如此，央行此番小幅提高利率，可以说给了机构们一个“下马威”。如果金融体系继续加杠杆，那么不能排除央行在短期内再次提高操作利率的可能性。毕竟，今年前两次上调公开市场操作利率，也仅仅间隔了不到两个月的时间。谁又能确信地说，短期内央行就不会再上调一次呢？

加量加价，优胜劣汰

另一方面，央行加量加价，可以很好地利用市场自带的“优胜劣汰，适者生存”的机制。公开市场操作利率虽说是政策利率，但在一定程度上也是市场化的利率。这个价格最起码是银行有能力承担的价格，否则有价无市，招标也难以完成。央行超量投放是保证了整个体系内有充足的跨年、跨春节资金，防止流动性过紧而发生系统性的风险。而央行加价则保证了使用这笔资金的机构是那些有更小的风险和更迫切的需求、有更能与负债匹配的资产端的机构。在未来逐步加息的过程中，一些资产端风险过高，或者收益不好的机构，将在使用杠杆的过程中承担更高的成本，面临更大的压力。那时，能够优化资产结构、控制杠杆和风险的机构将生存下来，而不能去改变自己以适应大环境的机构将逐渐被沉重的负担压垮。“优胜劣汰”的最终结果将是去杠杆成效显著，风险出清。

总而言之，政治局会议将防风险、控杠杆、增强金融服务实体摆在三大攻坚首位，表明明年将持续推进去杠杆，金融监管不会放松。而后期每一次理财、资管新规等的细则陆续出台，对债市而言都会是一次冲击。此外，在全球货币政策正常化的背景下，美联储明年预计加息三次，欧洲央行持续缩表，国内也面临着巨大的加息压力。在监管趋紧，货币政策难松的环境下，债市尚未进入上涨的通道，每一次回调都是空头入场的机会。根据对利率的敏感性测算，T1803建议在92.7-93.3的区间内空单建仓。债路漫漫，道阻且长，且行且珍惜。

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。