

2018 年 04 月 03 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

中金所国债期货策略交流会 -会议纪要

一、国债期货市场运行情况总结（中金所债券事业部总监助理李忠朝）

2017 年国债期货日均成交 6.05 万手（5 年期 11563 手，10 年期 48971 手），日均持仓 10.56 万手（5 年期 40242 手，10 年期 65308 手），分别较 2016 年增长 65% 和 41%；成交持仓比约 0.5，和美国等成熟市场水平相当，市场交易理性。国债期货上市至 2017 年底，5 年期、10 年期国债期货主力合约期现货价格相关系数均在 98% 以上。国债期货与现货走势密切，有利于国债期货价格发现和套期保值功能的发挥。

国债期货已完成 27 个合约交割，累计交割 3.6 万手，平均交割量 733 手，平均交割金额 7.3 亿元，平均交割率不足 3%，与国际市场基本一致。2017 年平稳完成 8 个国债期货合约交割，合约平均交割量 1008 手，交割金额 9.7 亿元，平均交割率 1.87%，与国际成熟市场水平相当。1706 合约起，国债期货增加了券款对付（DVP）交割方式，符合现货交易习惯，提高了券款使用效率。2017 年，DVP 交割量占比 72%，大大提升了市场效率。1706、1709 和 1712 合约中，5 年期国债期货 DVP 交割量 2485 手，占总交割量 70%；1706、1709 和 1712 合约中，10 年期国债期货 DVP 交割量 2776 手，占总交割量 73%。

二、2018 年宏观策略（华泰证券首席宏观研究员李超）

2018 年温和通胀是最重要的宏观投资机会。预测 2018 年 CPI 同比 2.5%，四个季度均值分别为 2.4%、2.8%、2.7% 以及 2.4%，年内高点将在 2.9% 附近。其中，食品 CPI 同比增速均值为 5.6%，从 2 月起仍可能显著上行，年中为高点；非食品 CPI 同比增速均值为 1.8%，年初出现回落，随后上半年基本走平，下半年继续回落。预测 2018 年 PPI 增速 4%，高点为 4.7% 左右，可能出现在年中的 6 月。PPI 与 CPI 之和会是回落的走势，剪刀差收窄，物价对债市的压力有所缓解。从历史通胀周期来看，猪价和油价是决定 CPI 最关键的两个因素。近几年，猪价和油价由于各自原因没有呈现叠加状态，是 CPI 没有走高的主要原因。当前猪周期波动减弱，环保限产对猪肉供给的负面影响可能有一定的滞后性，维持今年上半年猪肉 CPI 同比跌幅温和收窄、同比最快可能在今年 6-7 月由负转正的预判。尽管当前对于生猪养殖的环保督查愈发严格，但生产效率的提高使猪肉供给没有受到太大影响，因而猪肉价格尽管可能已经同比触底，但没有很强的上行动能。当前的猪粮比已经接近盈亏平衡线，也使猪价无明显上行压力。前期油价上涨不能简单地归为基本面因素，更多的是来自政治因素的影响。预测 2018 年油价中枢有望维持在 65 美元，年初到年中上行，下半年回落。温和上行的通胀对宏观经济是利好，PPI 与 CPI 剪刀差收窄，有利于食品饮料、农林牧渔、商贸零售等中游行业的利润改善，以及涨价从上中游

行业向下游行业的传导，行业受益度的排序可能是消费>周期。此外，原油中枢的上行也有利于对石油石化产业链的投资。

宏观经济下行压力不大。预计 2018 年四个季度 GDP 不变价增速依次为 6.7%、6.6%、6.7%以及 6.7%，全年增速为 6.7%。2018 年下半年经济增速可能回升的理由，一是基数逐渐下降；二是供给侧改革继续推动行业出清、健康性改善；三是需求侧下行压力逐渐呈现后，政府可能在地产、基建等方面给出一定的刺激信号；四是全球经济进入同步弱复苏，外需可能迎来持续修复。当本轮美元强势周期结束后，新兴市场将迎来发展机遇。预计 2018 年消费增速 10.4%，呈前低后高的走势。2018 年固定资产投资增速略下行 0.5%至 6.7%，四个季度累计同比增速的节奏是先下行后上升，二季度最低，下半年小幅回升。其中，制造业投资增速 5%，基建投资增速 14%-16%，房地产投资增速 4.5%。在利率阶段性下行时看好的行业包括航空航天、军工、半导体、5G；另外，环保政策趋严，看好企业增加环保技改投入。预计 2018 年出口增速在 12%左右，进口增速 17%左右，进出口总额增速略回落，但贸易顺差回升，净出口对 GDP 贡献增加，要更多关注人民币有效汇率对进出口的影响。

货币政策没有全面宽松可能。当前全球货币政策收紧趋势清晰，金融去杠杆仍然是金融稳定关注的重点领域，CPI 的不确定性依然制约货币政策全面宽松。因此，2018 年货币政策边际上仍然趋紧，可能没有全面宽松的可能，很可能见不到降息降准。但可能出现定向降准（普惠金融、绿色信贷），PSL 投放量加大等结构性的货币政策宽松。中央经济工作会议提出“管住货币供给总闸门”，意味着 2018 年 M2 增速仍会低于名义 GDP 增速，预计全年 M2 增速在 9%左右，社融增速在 11.5%左右，信贷增速基本稳定在 13%左右。政策利率调整是市场的后验性指标，我国的货币政策受限还是要更加重视量的变化，尤其是央行短端资金的供应。因此，政策利率的调整并不重要。金融去杠杆的力度和节奏根本上取决于政府对经济的判断，如果经济好，很可能力度和节奏上会超出市场预期；如果经济一般或偏弱，力度和节奏会比较温和。人民银行资管新规即将出台，打破刚性兑付和资金池决心非常大。设置较长过渡期是关键，也可能是未来出台监管政策的趋势。资管新规不能算政策面的利空出尽，还要等银监会几项与金融市场相关的监管措施出逃，才能算政策面的利空出尽。

对于本次 A 股调整，短期下跌主要受情绪面影响，不应过度解读。市场中长期取决于基本面，中国经济基本面健康，韧性较强，中长期坚定看好 A 股市场，未来资本回流将与人民币升值相互强化。对于利率走势，今年交易性机会将显著高于去年，判断长端利率可能在今年二季度迎来右侧拐点，10 年国债利率在 3.5%-4%的区间，中枢在 3.75%的水平。

三、国债期货对险资的意义和市场展望（泰康资产固定收益投资中心负责人苏振华）

中外保险股的周期性存在差异，大陆保险公司股价和权益市场指数联动明显，周期性显著；外资保险股消费品属性更强，周期性相对较弱。我国保险公司利润主要依靠利差，对投资收益依赖度较大。投资资产中 80%-90%是固定资产，对于利率风险管理工具需求迫切。

2018 年是利率磨顶之年，长端利率或高位震荡。预计通胀小幅回升，名义 GDP 大致稳定，货币政策维持中性偏紧，严监管、去杠杆政策持续，海外货币政策正常化稳步推进。据估算，满足 6.7%的 GDP 增长目标的广义社融合意增速为 13%，对应央行社融合意增速为 12%，需要新增贷款 17 万亿。而当前市场对全年新增贷款的乐观预期在 15 万亿附近，因此，今年整体融资收紧大概率对经济有一定负面作用。一季度投资新开工项目大概率可决定下半年投资增速，替代指标显示年初基建订单增速大概率回落，今年前 10 周开发商拿地增速回落，新开工指标预示下半年隐忧。但生产指标尚平稳，同时，采暖季停工等环保因素、南方天气因素、招工困难等一些临时性原因也推后了需求释放，这显示短期内经济真实需求状况尚待检验。中美争夺全球制造业产业链上层造成了贸易冲突的必然性，而中期选举和半岛危机缓和则进一步催化了贸易战。因此贸易战并不是偶然事件，可能会提升今年经济的不确定性，但目前来看影响十分有限。整体看来，当前对债市有利的因素有四个：融资对经济的负面影响终会显现；全球政治不确定性正在提升；监管和去杠杆周期未结束，但剧烈冲击阶段已过；地方债置换结束，利率债进入全球指数，供需结构不利的大周期逐步反弹。对债市不利的因素有五个：

二季度债券供给将大幅上升；监管风险并未出清，资管新规对金融体系影响仍待评估；信用风险积聚可能有释放压力；目前货币政策属于对冲性宽松，并非托底性放水；全球经济复苏及货币政策正常化尚未出现确定性结束信号。

四、利率债与国债期货交易策略框架（鹏扬基金固定收益总监王华）

长期利率本质上受制于经济增长和通胀。债券持有者需要高利率来补偿因为通胀而消失的购买力，只有“长期”通胀影响利率。直接投资于实体经济的收益则是债券投资者的机会成本。基本面分析对长期（1-3 年）的交易是有作用的，价格与基本面的偏离程度可以用于评估市场预期的偏离程度。而人们总是倾向于高估短期变化的影响，而低估长期变化的影响。但基本面无法用来指导中短期交易，尤其是国债期货的交易。因为基本面价值偏离但不修复的持续时间可能会维持数个季度甚至 1 年。我国处于经济、金融基本面发生剧变的高速发展时期，估值的锚更容易偏离，加剧上述问题。

通过对常识和经验加以量化后验的方法，可以总结出对长期利率有确实影响的主要因素。对这些因素分别进行评判、打分，进而加总获得对利率债与国债期货的交易策略框架。一个可参考的模型框架包括三方面因素：**基本面（经济增长、通胀），市场流动（估值、流动性），投机与情绪（动量、情绪、海外因素）**。从历史上看，该模型的准确率很高。对上述各因素有如下评估方法。经济增长：中长周期是宏观基本面研究的核心问题，短周期则可以通过一系列领先或高频指标拟合，包括 PMI、全社会货运量、广义信贷增速等。通胀：综合考虑产出缺口、货币条件以及外生冲击。只有长周期的通胀是有意义的，短周期的波动对资产价格完全没有意义。估值：具有体量的金融资产主要有股票、债券和现金，这三类资产相对估值的高低决定了资金的流动，进而决定了中期资产价格变化。流动性：从数量的角度看，商业银行体系是流动性的来源，其扩张速度决定了流动性充沛的程度，目前最主要的制约扩张速度的因素是 MPA。从结构的角度看，如果货币（表内负债）增速大于广义信贷（表内标准资产）增速，意味着银行在通过更多表外、影子银行创造流动性。这意味着银行在突破监管快速扩张，利好各类资产。最后还需要结合价格的角度看。动量：动量广泛存在于几乎所有金融资产里，技术分析无论具体用什么指标，本质都是在追踪动量。情绪：国内最反应风险偏好变化的指标是股市的涨跌，其它可参考的指标包括 VIX 指数等。海外因素：对美股、美债等的跟踪和分析。

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。