

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— 专题报告 ——

9月美联储加息，
我们不必太纠结

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



9月美联储加息，我们不必太纠结

2018.9.25

美联储9月议息会议将于26日召开，届时大概率会上调联邦基金利率0.25%。加息几乎已成定局，投资者或许更为关注美联储加息前国内央行的操作，特别是反映更直接更敏感的债券市场。本文首先梳理当前的市场逻辑，而后对联储加息前后央行操作做出预判并给出债市操作策略。

1、近期债市的逻辑是什么？

目前基本面没发生明显变化，但上周消息和预期的变化令周度成交量减少3万手。

周一央行在无到期MLF和逆回购情况下，为对冲缴税和政府债券发行，开展2650亿元1年期MLF（利率持平前值3.3%），提振债市情绪。周二凌晨美国对华再征2000亿关税落地，当日下午发改委强调加大加快及基础设施投放，市场情绪瞬时转弱。周三总理在达沃斯论坛上再提保持基建投资稳定不下行。隔夜美债利率突破3%，周四开盘期债走低。周五央行在港发行离岸央票CNH大涨，银行间市场因国库定存招标流动性充裕加上降准传闻期债大涨。受消息面扰动，上周十年期国债期货主力T1812一度跌破前低至93.875，周五反弹收于94.185。

从盘中看，投资者对贸易战早有预期，此背景下国内拉动基建投资稳经济的预期越发强烈。叠加美债收益率的冲高，维持中美利差成为另一做空的原因。但实际上对经济悲观的预期又令债市投资者对降准抱有希望，债市走势显得很纠结。

2、美联储加息前后央行会跟调吗？

对于下周美联储加息前后央行的应对，市场的分歧很大。回顾2015年来美联储的历次加息，我们看到央行在加息前后多数情况会采取跟调操作，并在此后出于稳经济的目的投放流动性进行对冲。那么这次央行是否会采取相似操作？我们可以从以下几个方面考虑。

一是汇率层面。美元近期的表现平稳，按照4月中90反弹至目前94.4的幅度计算，升值幅度5%，同期人民币自6.3贬值9%至6.85附近，因此汇率难成为央行跟调的原因。

二是市场利率和政策利率。一季度和二季度美联储加息前后央行上调多项公开市场操作利率，其中一个重要考量在于货币市场利率一度跌破公开市场利率，但目前银行间利率在政策利率之上，DR007和R007均稳于2.6%之上，且二者之差较小，因此随行就市的跟调也很难说通。

三是中美利差。截止到9月21日中债十债现券收益率收于3.67%，美国十年期国债收益率3.07%，中美利差60BP，较年初明显缩窄。诚然，利差缩窄对汇率有压力，但考虑前期央行已经通过重启逆周期因子、上调外汇风险准备金、离岸发行央票提高做空成本等操作稳定汇率，美联储加息前后人民币兑美元大概率稳定前提下中美利差也难构成跟调原因。

3、国内债市会有什么样影响？

基于上述分析，我们认为对于国庆节前的操作，不必那么纠结，毕竟年初以来国债还是在走国内基本面，只要美债收益率不再出现快速反弹，中债也没有大跌的基础。主要风险在于宽信用稳经济预期的不断强化。考虑外部市场和政策面的不确定性，建议离场观望。

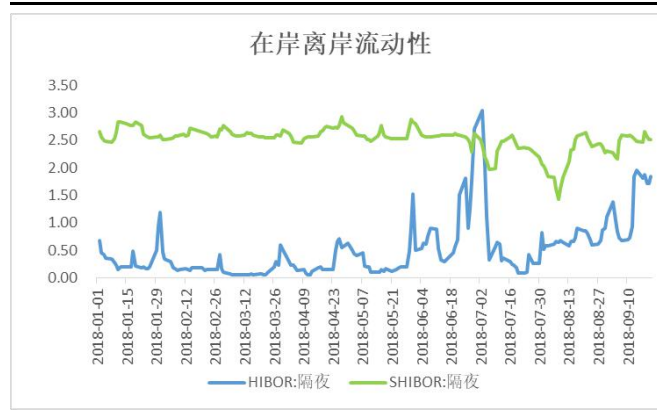
9月美联储加息，我们不必太纠结
2018.9.25

中美利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

Shibor 和 Hibor (%)



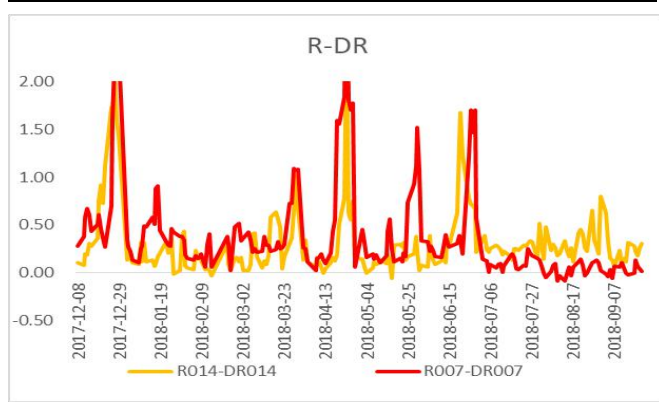
资料来源: wind, 一德期权部

货币政策工具一览

日期	操作	期限	利率
2017年12月14日	2880亿元MLF 500亿元逆回购	一年期2880亿元	利率上调5BP至3.25%
		7天期逆回购300亿元	7天期上调5BP至2.5%
		1月期逆回购200亿元	1月期上调5BP至2.8%
2017年12月18日	3000亿元逆回购	7天期逆回购1100亿元	14天期上调5BP至2.65%
		14天期逆回购1200亿元	
2017年12月29日	临时降准 (CRA)	30天	可临时使用不超过两个百分点的准备金
		7天期逆回购1600亿元	63天期上调5BP至2.95%
2018年1月16日	3200亿元逆回购	14天期逆回购1500亿元	
		1月期逆回购100亿元	
2018年1月25日	普惠金融定向降准落地	释放长期流动性约4500亿元	下调人民币存款准备金率0.5-1个百分点
2018年3月22日	100亿元逆回购	7天期逆回购100亿元	7天期上调5BP至2.55%
2018年4月16日	1500亿逆回购	7天期800亿+14天期700亿	14天期上调5BP至2.7%
2018年4月17日	3675亿元MLF	一年期3675亿元	利率上调5BP至3.3%
2018年4月25日	置换降准	9000亿元置换资金	人民币存款准备金率降低1个百分点
		+4000亿元增量资金	
2018年5月28日	300亿元逆回购	7天期逆回购200亿元	28天期上调5BP至2.85%
		1月期100亿元	
2018年7月5日	定向降准	5000亿支持“债转股”项目 +2000亿发放小微企业贷款	下调人民币存款准备金率0.5个百分点

资料来源: wind, 一德期权部

银行间质押式回购利率 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

国债期限利差 (BP)



资料来源: wind, 一德期权部

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。



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 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海新区营业部 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 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 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 淄博营业部 255000
山东省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
河北省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室
Tel：0535-2163353/2169678