



政策强调稳增长，
期债逢回调做多
——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

摘要：十月下旬以来，监管层推出一系列稳定经济增长和金融发展政策。11月9日央行货币政策三季度执行报告再次给出了非常明确地信号——当前货币政策的主要目标从去杠杆转向稳增长和促民企融资。相比10月下旬对宽信用效果冲击长债的担忧，我们反而对于紧信用现实驱动长债继续走牛的逻辑更为乐观。

三季度货币政策执行报告说了什么？

11月9日，央行发布《2018年第三季度货币政策执行报告》，分别对货币政策传导、民营企业融资、汇率、通胀和就业问题进行讨论。报告强调要在多目标中把握好综合平衡，“在实施稳健中性货币政策、增强微观主体活力和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角形支撑框架，促进国民经济整体良性循环”。**注意到三季度执行报告中删除了去杠杆的相关内容，多次强调民营企业，说明目前稳经济和拯救民企已经成为货币政策的首要目标。**

此外，上周五国常会要求加大金融支持，缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵：扩大中期借贷便利合格担保品范围，从单户授信500万元及以下小微企业贷款扩至1000万元；明确授信尽职免责认定标准，将小微企业贷款业务与内部考核、薪酬等挂钩；力争主要商业银行四季度新发放小微企业贷款平均利率比一季度下降1个百分点。此举在于疏通货币政策传导路径，后期密切关注银行超储和信贷方向的变化以评估措施的有效性。

从10月下旬以来，市场上各种喊话和政策的信号频出，投资者对于“政策底”（或者说宽信用）的共识已经形成，而有意思的是我们看到这一阶段利率债的收益率不断下降，十债已经下行至3.47%，中低等级信用债的溢价仍然处在较高位置，没有明显变化。

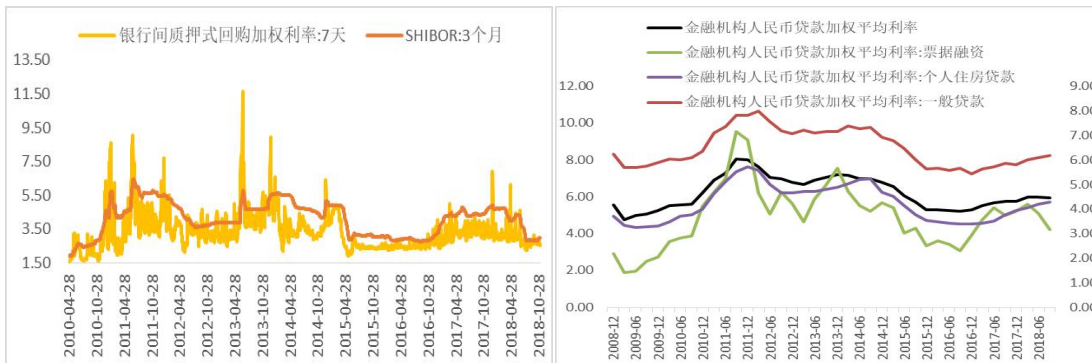
当前债券走势的逻辑？

从期货盘面看，自9月中旬十债主力93.87上涨至本周高点96.17，这一轮的上涨基本没有连续2日以上的回调。我们认为原因如下：一是经济基本面预期的变化不大，无论是近期的发电耗煤数据，还是10月的经济数据，都没有超预期的内容；二是风险偏好仍然较低，10月债市托管数据显示，商业银行、证券、基金、保险、境外机构的增持利率债（特别是国债），减持信用债；三是资金面的宽松，近期资金面可以媲美7月下旬，银行间回购利率一度低于公开市场利率，上周四央行指导大行隔夜回购利率不得低于2%，因此未来若不出现降准降息，意味着资金利率大概率反弹。



10月债券托管量变化

	特殊结算成员	商业银行	全国性商业银行	城商行	农商行+合作社	外资行	银行理财	证券公司	基金	保险	境外机构
国债	42.06	316.77	207.18	-11.41	60.06	53.95	-1.00	190.54	105.50	85.20	793.58
国家开发银行债	37.35	194.06	153.44	0.25	-7.93	42.90	37.36	-46.69	21.26	-5.90	61.86
中国进出口银行债	15.80	-248.49	-144.42	-45.77	-79.20	20.60	48.90	8.37	-78.68	-0.80	12.80
中国农业发展银行债	15.90	670.86	287.52	323.34	17.81	39.40	50.78	47.07	386.97	23.50	7.99
商业银行普通债	0.00	11.15	-29.45	-2.68	43.27	0.00	-25.70	2.54	70.04	-0.20	0.00
商业银行次级债	0.00	0.20	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.20	0.00
商业银行混合资本债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二级资本工具	4.00	109.50	65.20	31.90	12.40	0.00	95.20	14.20	63.00	0.00	0.00
企业债	1.40	19.22	8.97	25.66	-16.90	0.00	-22.91	-8.97	-344.85	-4.28	2.53
中期票据(中债)	0.00	-41.24	-31.25	-2.99	-6.90	-0.10	10.76	0.80	-84.66	-6.60	3.10
短融		-410.57	-186.31	-108.65	0.00	-7.00		-219.39	-3179.33	-41.81	-33.90
超短融		-3004.12	-2251.06	-365.65	0.00	-49.50		-532.58	-9165.69	-72.51	-53.86
中期票据(上清)		-9262.93	-5894.96	-1135.03	-1289.64	-84.21		-1705.69	-32839.73	-2170.10	-236.15
同业存单		-29173.48	-8642.27	-5806.96	-12570.45	-699.70		-2120.17	-44243.38	-603.00	-1816.35



未来货币政策是否会进一步宽松？

目前十年期国债期货再次冲击 96 一线，现券收益率已经下跌至 3.47%。长债收益率能否继续下行，期货主力能否再创年内新高，我们认为将取决于后期货币政策能否进一步放松。三季末贷款加权利率下行 3BP 至 5.94%，其中一般贷款和个人住房贷款上行 11BP，票据融资利率下行 9BP。同期债券、委托贷、信托贷利率也呈现回落状态。根据历史经验，票据融资利率往往具有领先性（约一个季度）。未来在民企融资难为题解决后，便是解决融资贵问题，基准利率不下调情况下，信用溢价难出现明显收缩。因此未来降准概率仍然很大。考虑 12 月美联储加息和当前汇率贬值压力的存在，预计年内落地的可能性小，最早的落地时间可能在 2019 年一季度。

站在十债 96 一线，债市继续追多吗？

目前十债主力加快移仓，预计下周将完成移仓过程，届时 1903 活跃度将上升，1812 活跃度将下降。考虑明年初降准的可能性较大，1903 合约中线看涨。短期内紧信用的现实摆在眼前，宽信用效果尚未显现，市场流动性保持宽松，十债收益率先看 3.4%，对应主力盘面 97，建议 96 以下布局 1903 多单，注意止盈止损。

请务必阅读正文后的免责声明部分

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