

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

短期债市仍处逆风环境

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



短期债市仍处逆风环境

2020. 11. 29

11月中旬信用违约事件一度引发流动性冲击担忧，国债期货经历快速调整。上周在金融委表态严处“逃废债”行为、永煤偿还一半资金、央行加大流动性投放的等利好消息作用下，债市情绪有所恢复，十年期国债期货周线收阳。尽管流动性预期缓和，但结合基本面和政策面来看，当前债市仍处逆风环境。

公开市场加大投放，流动性无近忧有远虑

11月10日永煤债券违约消息曝出后，信用债市场一度陷入冰点，一级市场数十只债券取消发行，二级市场多支债券打折抛售。而利率债受短期流动性冲击引发抛售担忧，十年国债收益率快速反弹至3.35%，十年国债期货主力合约创年内新低。为稳定市场信心，本月中旬开始央行加大公开市场投放，同时监管层多个场合表态防止金融风险发生。11月21日金融委会议表态严厉处罚“逃废债”行为，保护投资人合法权益。11月24日“20永煤SCP003”的持有人大会通过了债券本金展期方案。目前银行间资金利率重回稳定，债市信心有所修复。值得注意的是，短期资金面改善情况下，同业存单发行利率却持续上行。考虑年底前结构性存款继续压降，流动性考核压力下银行发行同业存单的积极性不减，12月同业存单利率很难下降，这将制约长端收益率下行空间。

基本面持续回暖，通胀预期扰动市场

从10月已经公布经济数据看，经济回升趋势不改，特别是此前拖累经济修复的制造业投资和餐饮消费增长出现加速向好势头。随着终端需求的持续恢复，制造业投资信心出现增强迹象，这可能加速经济的修复。此外，从工业企业利润增长情况来看，10月当月规模以上工业企业实现利润同比增长28.2%，增速比9月份加快18.1%，剔除短期非经营因素影响后，10月利润增速与上月大致相当。分行业来看，煤炭、钢铁等上游原材料生产行业对10月利润拉动较为显著，印证了下游基建和地产投资恢复加快对工业生产的支撑。

海外方面，自本月辉瑞和莫德纳相继宣布疫苗有效性超过90%消息后，大宗商品和周期股接连上涨，反映出市场对全球经济前景的乐观预期。尽管此前国内债券市场已经对经济修复进行定价，但伴随海外需求的恢复，通胀预期将不断强化，期债下行压力将加大。

货币政策维持稳定，利率拐点尚未到来

政策面上，目前货币政策继续维持中性基调，但政策重心有所变化。三季度央行货币政策执行报告重提“把好货币供应总闸门”，并表示“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。这与此前金融街年会上央行行长表态一致。在当前在国内货币政策已回归常态、海外经济逐步恢复、美国大选尘埃落定的情况下，政策层面开始着眼长远问题。近期，监管层多次提到保持宏观杠杆率稳定。为应对疫情今年宏观杠杆率有所提升，随着社融增速逐渐匹配名义GDP增速，预计明年宏观杠杆率将趋于稳定。由此来看，下一阶段货币政策重心转向稳杠杆和防风险。

考虑2021年财政政策稳增长的诉求较今年明显降低，预计明年财政赤字率规模将回落至3.3万亿左右，较2020年下降0.4万亿。按照2021年不发行特别国债，地方专项债3万亿发行量，预估2021年全年利率债供给

短期债市仍处逆风环境

2020. 11. 29

将大幅减少 1.7 万亿。再考虑明年一季度为信用债发行低谷期，不排除市场配置需求有望提前释放的可能。但从历史经验来看，利率拐点往往出现在社融拐点后，而目前社融拐点尚未出现，利率大概率继续寻顶，配置盘可能等待时机入场。由此推测，利率拐点出现在明年一季度的可能性较大。

综上所述，短期信用事件冲击央行有意呵护流动性，债市悲观情绪有所缓和。但考虑当前国内经济加快修复，海外通胀预期升温，年内同业存单利率难降，期债继续反弹动力不足，短期操作仍以反弹沽空为主。

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作为其服务对象。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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

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

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

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

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省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2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

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: 0533-358 6709

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

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

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: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673