



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

国债期货月报：经济下行债市破位上涨 中央亟待破解利率下行“无效化”

2018/12/01

国债期货月报

研究院

- 上月市场核心要点回顾：（1）G20 峰会召开在即，全球关注中美谈判（2）美国开始把汽车关税征收与否推上日程（3）油价崩盘，美国通胀拐头，美联储考虑提前终止加息的可能（4）国内经济基本面持续恶化，11 月官方 PMI 降至 50.0，险守荣枯线，经济进一步降速，债市破位上涨（5）十月社融新增同比 10.2%，刨除新增的专项债融资项目，传统社融口径新增 9.3%（6）央行创纪录连续 25 日零投放零回笼，市场有传言央行甚至开展了正回购，回笼多余资金（7）本月十债上涨明显，截止 11 月 30 日，二债 1903 上涨 0.34% 至 99.95 元，五债 1903 月度上涨 0.48% 至 98.80 元，十债 1903 月度上涨 0.97% 至 96.68 元
- 后市展望：G20 于月末开幕，中美谈判牵动全球眼球。根据周日最新的内容，中美贸易战暂时不会继续恶化，能否达成全面一致还需观望，从现有内容来看，避险情绪退散利空国债期货。在中美会谈之外，俄罗斯与乌克兰冲突，美国对汽车关税的征收与否，将渐成全球未来风险偏好的主要关注点。由于美国通胀伴随油价拐头，鲍威尔话锋转向鸽派，美联储可能提前结束加息进程。展望十二月，中美会谈很可能较为艰难，达成一致概率不大，叠加加息进程受阻、美俄、汽车关税等风险，避险资产短期可能继续受到青睐。对于国内债市，利率债基本走完了牛市的行情，过去已经证明了绝对利率的压低并不能促进社会融资需求的回暖，反而让稳汇率的压力逐渐加大。因此利率水平在短期很可能基本到顶，事实上央行连续多日的零净投放以及潜在的正回购，正是在回笼淤积在银行的货币。现阶段中央将把工作重心放在疏通融资通道上，利率在未来不存在持续下行的基础。那么对于利率债，未来较长时间表现将不如信用债。
- 预期偏差：（1）中美全面达成协议（2）央行月内降准降息（3）中央重新开始刺激房地产行业，大水漫灌到来

柳瑾

010-59137364

liujin@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0012424

范永嘉

010-59137341

fanyongjia@cofco.com

第一部分 月度行情回顾

（一）月内宏观概况

十一月全球市场持续动荡。全球经济指标的下行，叠加沙特记者事件，终于引爆了国际原油的价格。布油从 85 美元每桶的高位，暴跌至现阶段 60 美元每桶。油价的大幅杀跌，使得全球对通胀的拐头开始预期，其中美国通胀已然有回落的架势。因此根据通胀预期的拐头，美联储主席鲍威尔关于加息的态度由鹰转鸽，甚至在近期的讲话中提到了利率已经接近中性利率，市场认为美联储加息进程很可能提前结束。美联储加息的提前结束的与否，关键时点就看十二月美联储会议，会议上将给出未来的加息路径。一旦提前结束加息的预期落实，那么对美元指数将有中等幅度的回调，中长期一两年的角度来看，美国经济在特朗普的保护政策下还是有暂时性的提振，经济相对的强势将支撑美元的持续强劲。

地缘上，俄罗斯与乌克兰的争端，以及美国在汽车关税上开始做文章将更多地影响全球的风险偏好。即将到来的 G20 峰会与中美谈判，不要抱有特别大的希望，中美贸易以及更深层次的纷争很难在短时间内彻底解决。

国内方面，经济数据持续下滑。PMI、工业增加值、工业利润继续走弱。中央经济工作会议已然给出了稳中有变的经济预警。中国现阶段面临严重的流动性陷阱问题，事实上已经证明了央行一味的压低利率，货币也只在银行端存放，并未到实体经济手上。10 月的社融增速仅为 10.2%，剔除地方政府专项债后增速仅为 9.3%。所以央行在月内持续零投放货币，正在缓缓地回笼多余的流动性；与此同时，中央建立完备的纾困制度，直接把货币输送到急需用钱的实体经济当中。

（二）国债期货市场概览

十一月利率债市破位上涨，上涨动力巨大。本月期货合约换季，二债 1903 月度上涨 0.34%，五债 1903 月度上涨 0.48%，十债 1903 月度上涨 0.97%，现券利差平稳。

免责声明

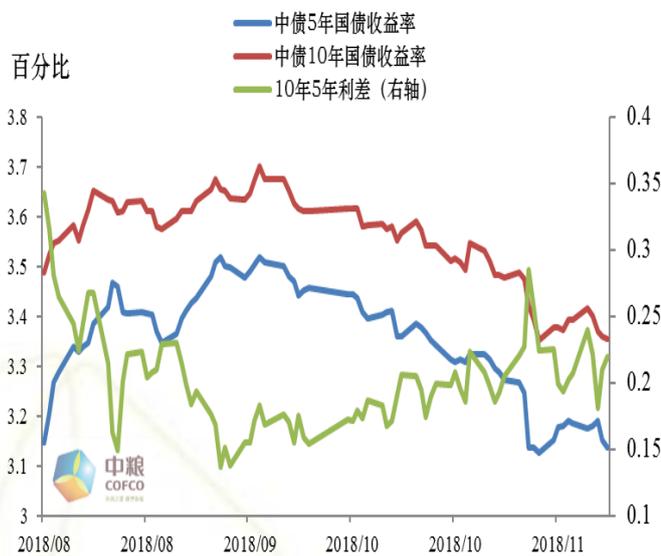
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

表 1: 国债期货市场月度重要价格指标一览

	收盘价	区间涨幅	日均成交量	持仓量	持仓变化	投机度	CTD券	IRR	IRR变化	远期收益率
两年期国债										
TS1812	100.00	0.38%	254	316	-2591	0.80	60002.IB	-0.1%	-2.2%	3.00%
TS1903	99.95	0.34%	120	729	685	0.16	60007.IB	2.6%	0.0%	3.02%
TS1906	100.15	0.84%	4	14	6	0.25	60015.IB	3.2%	0.0%	2.96%
五年期国债										
TF1812	100.15	1.83%	3666	1945	-16099	1.88	60025.IB	18.2%	16.6%	2.97%
TF1903	98.80	0.48%	2906	13873	13508	0.21	60025.IB	0.8%	-0.7%	3.28%
TF1906	98.69	0.37%	7	26	26	0.28	70006.IB	5.5%	0.0%	2.97%
十年期国债										
T1812	96.70	0.93%	21560	1142	-65228	18.88	60017.IB	0.8%	-0.5%	3.49%
T1903	96.68	0.97%	23743	62010	60300	0.38	60017.IB	2.6%	1.3%	3.51%
T1906	96.69	1.01%	55	446	446	0.12	60017.IB	2.8%	1.5%	3.53%

注: 价格截止至11月30日15:15

数据源: Wind, 中粮期货研究院

图 1: 国债收益率与利差


数据源: Wind, 中粮期货研究院

图 2: 信用利差


第二部分 行情研判

G20 于月末开幕, 中美谈判牵动全球眼球。根据周日最新的内容, 中美贸易战暂时不会继续恶化, 能否达成全面一致还需观望。从现有内容来看, 中美形势的缓和将有利于风险的偏好。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

短期的利好使得国内进一步释放货币以及加大财政基建来对冲下行经济的预期暂时落空，总而言之避险情绪的退散利空国债期货。在中美会谈之外，俄罗斯与乌克兰冲突，美国对汽车关税的征收与否，将渐成全球未来风险偏好的主要关注点。由于美国通胀伴随油价拐头，鲍威尔话锋转向鸽派，美联储可能提前结束加息进程。展望十二月，中美的进一步会谈很可能较为艰难，达成一致概率不大，叠加加息进程受阻、美俄、汽车关税等风险，避险资产短期可能继续受到青睐。对于国内债市，利率债基本走完了牛市的行情，过去已经证明了绝对利率的压低并不能促进社会融资需求的回暖，反而让稳汇率的压力逐渐加大。因此利率水平在短期很可能基本到顶，事实上央行连续多日的零净投放以及潜在的正回购，正是在回笼淤积在银行的货币。现阶段中央将把工作重心放在疏通融资通道上，利率在未来不存在持续下行的基础。那么对于利率债，未来较长时间表现将不如信用债。

对于具体的行情，由于价格已经突破笔者认为的上限，现阶段利率债不排除继续强势的可能。然而通胀、流动性陷阱、汇率压力下，利率很难持续下行，并且过去的事实也已经证明了下行也对支撑经济并无太大作用。因此展望中长期，现在可能就是利率债最高光的时刻，十二月也可能利率债仍旧强势。但是19年利率债难言继续牛市，十债大约在92-98区间内运行。

预期偏差主要来自央行的货币政策。如果明年大幅降息，那么大水漫灌就再一次重演，现有逻辑打破，债市将有一波大幅牛市的行情出现。中美全面达成一致也是预期偏差，特朗普的执政风格很难让美国全面废除之前对中国加征的全部关税。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

风险提示

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

更多资讯，欢迎扫描二维码！



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层 邮政编码: 10007
15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007
电话(phone): 010-59137331 传真(fax): 010-59137088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。