

一 诺 千 金 德 厚 载 富

一德期货 研究报告

——（专题）——

期债振荡格局难破

2020. 09. 27

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



本周债市表现先抑后扬，主要驱动力量来自资金面变化。本周初央行提前超额续作 MLF，提振债市情绪。资金面在周二周三明显转松，银行间隔夜利率一度下行至 1.5% 以下。而周四开始资金面再度收紧使得多头信心备受打击。

9 月以来，央行公开市场投放大量流动性对冲到期量，但实际净投放量有限（截止 9 月 18 日一周，本月累计净投放量 1000 亿）。按照周度统计，本周公开市场净投放仅比上周增加 300 亿元，难言货币政策边际放松。我们认为 15 日央行超额续作 MLF 主要目的在于投放中长期流动性缓解商业负债压力。受结构性存款规模压降影响，自 6 月开始商业银行同业存单发行利率不断上行，此次 MLF 投放后 1 年期国股行存单发行利率重回 2.95%。考虑 10 月为缴税大月，结构性存款压降压力可能再度袭来，同业存单利率走势仍需关注。注意到 15 日当天到期的逆回购并有续作，监管层或出于当时资金面较松考虑，用 MLF 置换逆回购操作回笼了短期流动性。而周后期除了月中缴税的影响，周四周五两天利率债超过千亿的缴款规模造成了资金面再度收紧。不过，随着税期影响消退，利率债缴款回流银行间，下周资金面会逐渐缓解，短期流动性无需担忧。

从 8 月已经公布经济数据看，经济延续修复趋势，生产、投资和消费全面改善，显示较强的内生增长动力。不过，8 月基建投资和房地产新开工数据不及预期，有观点认为年内将出现信用收缩概率较大，利率债将重回强势，而笔者的观点与之相反。考虑 7 月让路特别国债发行、8 月地方债加快发行、10 月底前专项债发行完毕，9 月开始基建投资有望加快。今年 6 月以来地产政策边际收紧，8 月拿地数据明显转弱进一步增强了房地产投资放缓的预期，但当前住房贷款利率和一般贷款利率倒挂情况下，银行发放房贷意愿上升，叠加开发商加速推盘回款，年内房地产投资将保持韧性。另外，十一长假将带动消费需求、服务活动和生产活动的回暖，短期经济改善的动力仍然较强。在此背景下，货币政策进一步放松的概率较低，债券收益率将面临上行压力。

海外方面，近期有以下几个方面值得关注。首先，9 月 FOMC 会议上美联储虽然释放 2023 年前不加息的信号，但并没有释放 QE 加码信号，由于美国经济改善较为确定，因此投资者对于 FED 的宽松不应有太高期待，后期美债利率存在上行风险，中美利差可能压缩；其次，美国大选前市场风险偏好摇摆不定，股市的上涨可以为特朗普增添更多竞选筹码，而市场风偏的抬升将施压避险资产表现，从而影响外资配置节奏；再次，下周富时罗素将针对人民币债券指数纳入事宜进行最终评估，目前来看，本次中国国债纳入指数的可能性较大，若指数纳入将为我国债市带来可观的配置资金，一定程度影响 A 债的市场节奏。

综上所述，在国内经济改善背景下，货币政策预计呈现边际收紧态势，国债期货下行的趋势较为确定。得益于资金面的改善，短期期债存在向上反弹的动力，投资者可借此布局十年期货空单。技术上看，T2012 在 98 一线争夺激烈，投资者可参考 98 以上建立空单。

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