

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

— (专题) —

国债波动料加大

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



11月底以来，央行意外开展 MLF 操作和积极的公开市场投放令市场情绪改善，并带动利率出现一波下行。尽管经济出现加速修复迹象，但盘面对基本面变化并不敏感，流动性预期成为债市的主导因素。

流动性预期较为乐观

11月信用违约事件发生后，央行加大了流动性投放。11月30日，在当日无到期的情况下，央行开展2000亿元 MLF 操作，并在公告中称12月中旬将续作到期的 MLF。MLF 的意外投放，一方面打消了信用风险带来的流动性担忧，另一方面压制了持续上行的同业存单利率。进入12月，银行间资金面明显宽松，央行公开市场继续小额净投放令债市情绪进一步回暖。截至12月11日，股份制商业银行一年期同业存单发行利率较11月末累计下行16个BP。上周银行间隔夜回购利率一度回落至1%附近，令债市情绪回暖，国债期货多头成为盘面的主导力量。

当前市场对于月中 MLF 续作和年末财政资金投放充满期待，叠加月初以来同业存单利率不断下行，流动性预期较为乐观，但我们对于年末流动性持谨慎态度。此前央行在三季度货币政策执行报告中重提“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”，可见当前货币政策对于流动性的定调仍然中性。12月11日，中央政治局会议提出“抓好各种存量风险化解和增量风险防范”，可见中央并未因近期的债务风险而放松对风险的管控力度，防风险仍是当下监管工作的重点。基于此，对年末流动性投放不宜过分乐观。尽管12月是财政存款投放大月，但考虑到缴准和公开市场到期因素，月中开始资金面波动可能加大。考虑到目前存单利率已经回落至3.2%，流动性投放已经取得成效，后期更值得关注的是央行净投放情况。本周 MLF 续作将是观察货币政策态度的重要窗口。

经济回升态势稳固

从11月已经公布的经济先行指标和金融数据看，经济回升态势稳固，特别是此前拖累经济修复的制造业投资出现加速势头。11月官方制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数分别为52.1%和56.4%，环比分别上升0.7个和0.2个百分点，两大指数双双创下新高，经济呈现全面加速修复走势。制造业 PMI 分项指数中，生产指数为54.7%，环比上升0.8个百分点，表明制造业生产继续恢复；新订单指数为53.9%，环比上升1.1个百分点，表明制造业市场需求加快复苏；原材料库存指数为48.6%，环比回升0.6个百分点，产成品库存指数为45.7%，环比回升0.8个百分点，表明制造业下游需求改善，制造业产成品存货持续消化，并进一步增加企业原材料库存回补。建筑业商务活动指数为60.5%，环比回升0.7个百分点，表明在赶工需求拉动下，建筑业维持高

景气状态。

金融数据方面，11月社会融资规模 2.13 万亿元，环比多增 7127 亿元，好于市场预期；人民币贷款增加 1.43 万亿元，环比多增 7402 亿元，符合预期。11月，M2 同比增长 10.7%，增速较上月回升 0.2 个百分点；M1 同比增长 10%，增速较上月回升 0.9 个百分点，均强于预期。受信用违约事件影响，11月债券融资大幅缩减，并倒逼企业短期融资需求转向票据，同时，信托产品到期和表外票据融资收缩，亦拖累社融增长。11月新增贷款和政府债券是社融增长的主要推动力量。从企业看，当前长期贷款延续较快增长，信贷结构不断优化，实体经济改善对货币供给持续推动。考虑到年末专项债及非标融资均存在回落压力，预计年内社融增长大概率见顶。实际上，扣除政府债券后，11月社融存量同比增速 12.26%，环比下滑 0.15 个百分点，社融增速拐点已现，但债市早有预期，盘面变化并不大。此外，考虑到社融拐点往往领先于基本面拐点，在经济需求延续回暖的情况下，利率水平仍面临向上压力。

警惕抢跑行情

目前国内经济持续回暖成为市场共识，海外市场也开始为明年全球经济复苏进行定价。自 11 月辉瑞和莫德纳相继宣布疫苗有效性超过 90% 的消息后，大宗商品和周期股接连上涨，通胀预期将不断强化，国债期货走势承压。在基本面预期趋同的情况下，需要警惕资金面和风险偏好的变化。尽管 11 月以来海外疫苗进展加快，但考虑到疫苗推出到海外疫情稳定仍需时间，疫苗接种效果有待观察，近期美欧日疫情再度恶化，市场风险偏好可能出现反复。

此外，考虑到明年年初债券供给压力大概率减轻，不排除部分机构提前配置利率债。2021 年财政政策稳增长诉求较今年明显降低，预计明年财政赤字率规模回落至 3.3 万亿元左右，较 2020 年下降 0.4 万亿元。如果 2021 年不发行特别国债，全年地方专项债和政策性银行债分别按照 3 万亿元和 4.7 万亿元发行量估算，2021 年全年利率债净供给 7.9 万亿元，较 2020 年大幅减少 2.6 万亿元。再考虑到明年一季度为信用债发行低谷期，以及机构早配置早收益的模式，不排除市场配置需求提前释放的可能。当前十年期国债收益率在 3.3% 附近，债券已具备配置价值。若明年年初资金面较为宽松，配置力量将增强，部分机构或基于此抢跑行情。

综上所述，目前债市对于基本面预期较为一致，后期需要特别关注资金面和风险偏好变化。考虑到当前流动性“不缺不溢”的定位和防风险政策导向，我们对年末流动性投放持谨慎态度。近期海外疫情再度恶化或引发市场偏好的反复。此外，明年一季度国内债券发行压力不大，在明年年初资金面宽松情况下，配置力量的增强或引发今年年末的抢跑行情。多空因素交织下，债市不确定性较强，建议离场观望。

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