

## 利率曲线跟踪专题（一）

### ——博弈增陡策略

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

**联系人:**

陈峤

股指国债研究员

☎0755-82537411

✉chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

#### 摘要:

在 2018 年 1-2 月之间收益率曲线有望进入一轮阶段性的陡峭化行情。长端利率方面，通胀水平有望在今年 2 月达到全年最高水平 2.5%-3% 区间之中，再通胀趋势将会对长端国债收益率形成一定的支撑。短端利率方面，虽然金融去杠杆的大环境下货币政策总体偏紧，且春节期间民众对现金需求量较大，但受益于央行建立“临时准备金动用安排”，有望为市场带来 1.5-2 万亿左右的流动性投放，再叠加定向降准的实施，一定程度上满足了节前的资金需求，短端利率或有望出现下行，利率曲线或将出现阶段性的陡峭化行情。因此，在今年的 1-2 月之间，投资者可考虑博弈增陡收益率曲线策略。

#### 策略:

我们推荐考虑使用久期中性法配比国债期货合约进行增陡策略，多 2 倍 TF1803，空 1 倍 T1803。（一般来讲，久期中性法得到的合约配比比例会保持在 1.4-2 的范围内，实际投资时投资者可以根据主观判断及交易方便取整数或 1 位小数，允许部分敞口。）具体策略如下表：

策略	时间	入场点位	目标点位
开仓做多跨品种价差策略 (多 2 倍 TF1803, 空 1 倍 T1803)	2018/01~2018/02	99.98	100.81

#### 相关研究:

通胀短期压力犹存，央行释放维稳信号

2017-09-10

同存新规落地，期债未见趋势性方向

2016-09-04

#### 风险:

收益率曲线继续平坦化

## 基于期限利差的历史回顾

基于我们判断 2018 年债市大概率将延续熊市（参见《与债熊的斗争》），我们梳理了历史上债券熊市时收益率曲线的不同形态。在此，我们选取 10 年期国债到期收益率-5 年期国债到期收益率作为期限利差样本作为观察。

### 1. 债熊下的利率曲线形态跟踪

回顾我国自 2002 年以来的 6 轮债熊，可以发现我国国债收益率曲线总共出现了两次熊陡和四次熊平，分别是：2003 年 08 月-2004 年 11 月（熊陡），2006 年 09 月-2007 年 08 月（熊陡），2008 年 12 月-2009 年 11 月（熊平），2010 年 08 月-2011 年 08 月（熊平），2013 年 06 月-2014 年 01 月（熊平），2016 年 10 月-至今（熊平）。由于长端利率主要反映经济基本面和通胀水平，我们通过观察这几轮债熊所对应的宏观环境来寻找收益率曲线变动方向不同的原因。

观察 2003 年至 2004 年以及 2006 年至 2007 年出现的两次“熊陡”可以发现，当时的经济增速和通胀水平无一例外地均出现了快速的回升，导致长端国债利率上行过快从而拉大利差令利率曲线逐渐陡峭化。

2008 年 12 月至 2009 年 11 月出现“熊平”，当时经济增速刚刚从金融危机中复苏，GDP 增速出现逐步上行，但是 CPI 指数却逐渐向下并由正转负，通缩导致长端利率易下难上，利差水平也由高位滑落，从而导致利率曲线逐渐平坦化。

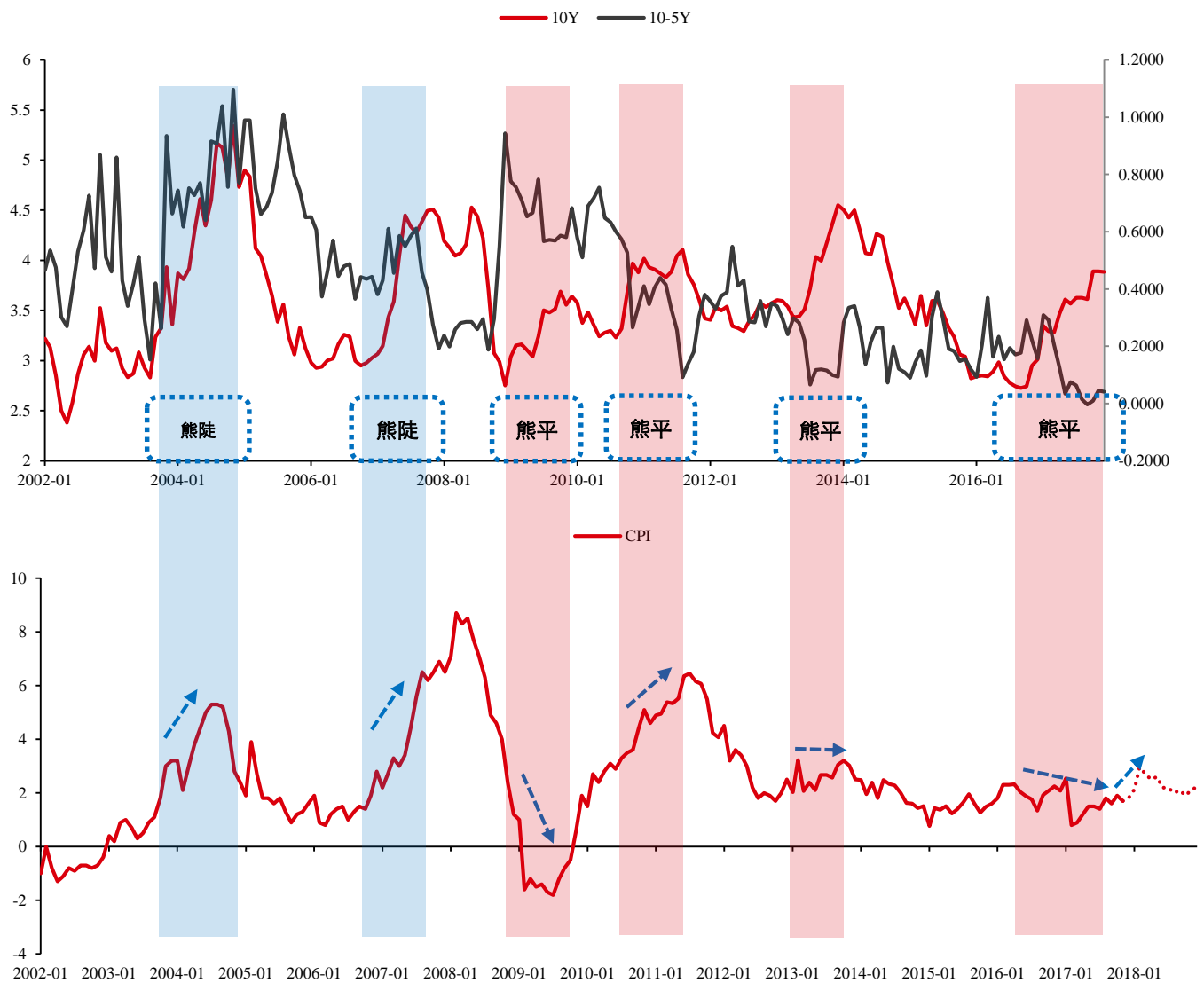
2010 年 08 月至 2011 年 08 月出现“熊平”，虽然当时通胀水平逐渐走高，但由于央行的货币政策逐渐回归常态，至 2011 年三季度末，存款准备金率在 2010 年的基础上上涨 3%，1 年期存贷款基准利率相较 2010 年末上行 0.75%，货币政策的收紧在短端利率最先反应出来。同时，经济增速由于货币的收紧而出现下行，GDP 增速从 10.8% 一路下滑至 8.8%，长端利率也因为经济基本面的走弱而出现下行，在长短端利率的共同作用下，利率曲线再度平坦化。

2013 年 06 月至 2014 年 01 月期间整体出现“熊平”的形态，但是利差水平在微观结构上呈现先跌后涨态势（先平坦化后陡峭化）。观察当时的 CPI 指数和 GDP 指数可以发现，整个经济增速呈现缓慢放缓的形态，而通胀水平则呈现先低后高的走势，和利率曲线一致。在 2013 年 6 月时市场发生了著名的“钱荒”事件，短端利率大幅上升，利差水平则受此影响而大幅走低。而在 13 年年末，受益于通胀水平的逐渐走高，长端利率受此提振向上，利率曲线由平变陡。

2016 年 10 月至今出现“熊平”，17 年 2 月 CPI 指数由 2.55% 下滑至 0.80%，10-5Y 利差也随之出现下行。紧接着，4 至 5 月份债市监管政策频繁落地，市场谨慎情绪上行而导致短端

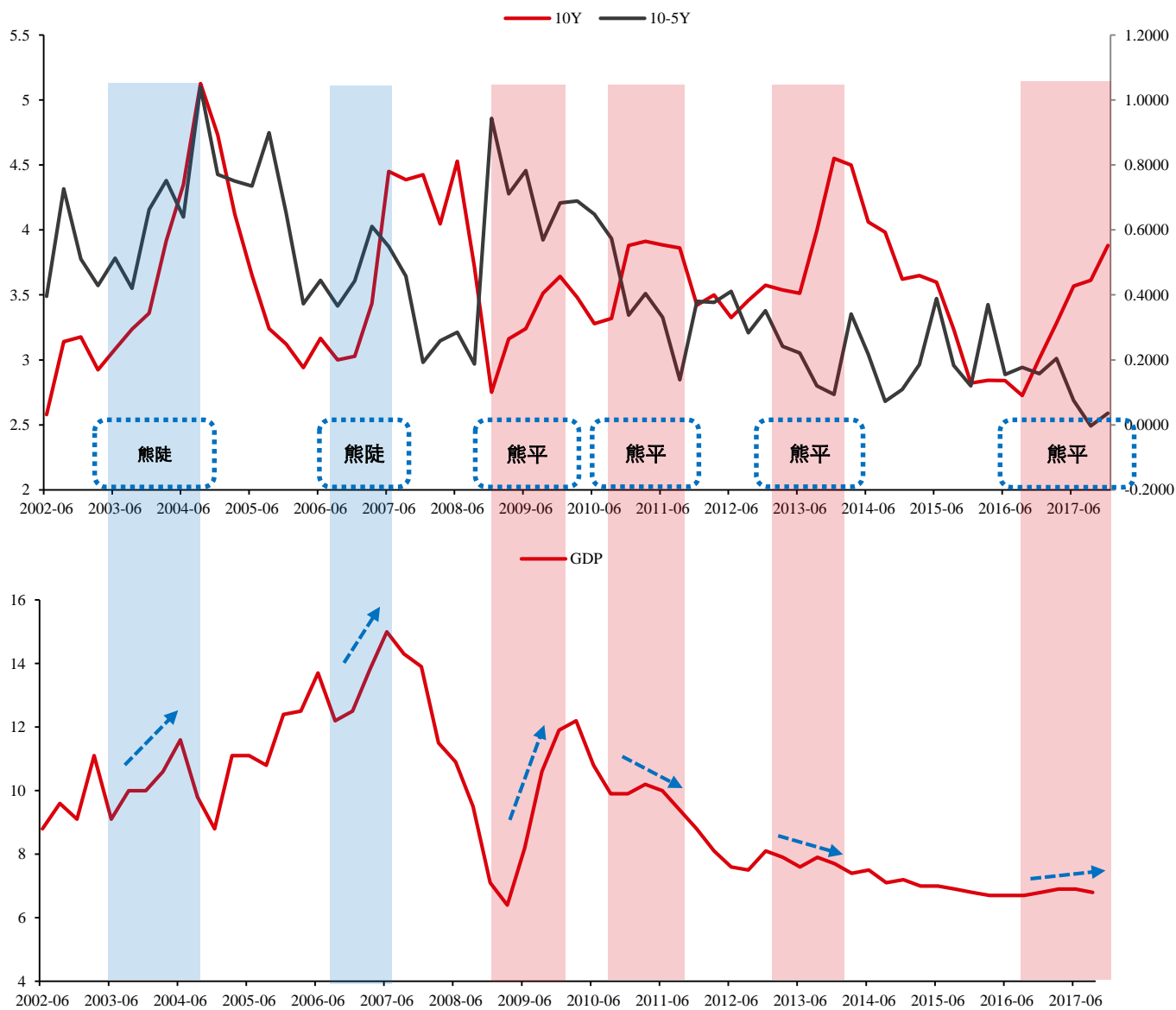
利率上行过快，利率曲线大幅走平甚至出现倒挂现象。10月后期，通胀预期再度回归到市场视野当中，利率曲线小幅走陡但仍然在较低位置徘徊。

图1： 债熊下的收益率曲线形态跟踪（CPI）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2: 债熊下的收益率曲线形态跟踪 (GDP)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

展望 2018, 经济增速依旧保持平稳, 通胀或成为影响长端利率走势最重要的因素。经过测算, 通胀水平有望在今年 2 月达到全年最高水平 2.5%-3% 区间之中, 再通胀趋势将会对长端国债收益率形成一定的支撑, 利率曲线也有望在 1-2 月间逐渐走陡。

## 2. 短期流动性影响

经过我们之前的分析可知，通胀和经济增速将会反应在长端利率中，而短端利率则主要受到短期流动性的影响，我们预计春节前资金利率有望进入一段稳定时期，短端利率有望出现下行。

2017年12月29日午间，央行公告称，为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，促进货币市场平稳运行，支持金融机构做好春节前后的各项金融服务，决定建立“临时准备金动用安排”。央行称，在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。央行本次准备金动用安排和2017年春节期间的TLF一样都是货币政策工具的创新，目的则是为了化解春节前的资金紧张。2017年1月央行共投放了6000亿“临时流动性便利（TLF）”为几家大型商业银行提供临时流动性支持。本次人民银行本次临时准备金动用安排操作针对的对象是“现金投放中占比较高的全国性商业银行”，目前中资全国性大型银行一般存款规模在78万亿左右，在“可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金”的安排下最大释放1.5-2万亿左右流动性。与2017年春节“TLF+定向降准”组合相比，此次力度更大，春节前资金面紧张的态势或有望放缓，短端利率或有望出现下行。

综上所述，在2018年1-2月之间收益率曲线有望进入一轮阶段性的陡峭化行情。长端利率方面，通胀水平有望在今年2月达到全年最高水平2.5%-3%区间之中，再通胀趋势将会对长端国债收益率形成一定的支撑。短端利率方面，虽然金融去杠杆的大环境下货币政策总体偏紧，且春节期间民众对现金需求量较大，但受益于央行建立“临时准备金动用安排”，有望为市场带来1.5-2万亿左右流动性投放，再叠加定向降准的实施，一定程度上满足了节前的资金需求，短端利率或有望出现下行。因此，在今年的1-2月之间，投资者可考虑博弈增陡收益率曲线策略。

### 博弈增陡策略

经过我们上述的分析，我们推荐考虑使用久期中性法配比国债期货合约进行增陡策略。一般来讲，久期中性法得到的合约配比比例会保持在1.4-2的范围内，实际投资时投资者往往会根据主观判断及交易方便取整数或1位小数，允许部分敞口。

表格 1: 跨品种策略

策略	时间	入场点位	目标点位
开仓做多跨品种价差策略 (多 2 倍 TF1803, 空 1 倍 T1803)	2018-01~2018-02	99.98	100.81

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 2:1TF 当季-T 当季 vs 利差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 2:1TF 下季-T 下季 vs 利差



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司 2018 版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)