

# 关注降准后利率曲线陡峭化

## 研究院 FICC 组

### 研究员

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

#### 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

#### 孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

### 联系人

#### 汪雅航

☎ 0755-23887993

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F3099648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

政策强预期和银行赎回潮引发债熊超预期降临,但经济弱现实仍支撑国内央行维持稳健宽松的货币政策基调,降准或再度降临。当前资金面、经济面重新对期债有支撑,银行理财赎回压力导致债券抛售压力有所缓解,建议期债维持谨慎偏多态度。

## 核心观点

### ■ 市场分析

利率市场,主要期限国债利率 1y、3y、5y、7y 和 10y 分别为 2.05%、2.35%、2.56%、2.78%和 2.8%,主要期限国债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 75bp、45bp、24bp、73bp 和 43bp,国债利率下行为主,国债利差总体扩大。主要期限国开债利率 1y、3y、5y、7y 和 10y 分别为 2.21%、2.51%、2.72%、2.9%和 2.88%,主要期限国开债利差 10y-1y、10y-3y、10y-5y、7y-1y 和 7y-3y 分别为 66bp、36bp、15bp、68bp 和 39bp,国开债利率下行为主,国开债利差总体扩大。

资金市场,主要期限回购利率 1d、7d、14d、21d 和 1m 分别为 1.16%、2.19%、2.14%、2.09%和 2.22%,主要期限回购利差 1m-1d、1m-7d、1m-14d、21d-1d 和 21d-7d 分别为 106bp、3bp、8bp、93bp 和 -10bp,回购利率下行为主,回购利差总体收窄。主要期限拆借利率 1d、7d、14d、1m 和 3m 分别为 1.04%、1.77%、1.96%、1.94%和 2.19%,主要期限拆借利差 3m-1d、3m-7d、3m-14d、1m-1d 和 1m-7d 分别为 115bp、43bp、24bp、90bp 和 17bp,拆借利率上行为主,拆借利差总体收窄。

期债市场,TS、TF 和 T 主力合约的日涨跌幅分别为 0.04%、0.13%和 0.13%,期债上涨为主;4TS-T、2TF-T 和 3TF-TS-T 的日涨跌幅分别为 0.0 元、0.12 元和 0.23 元,期货隐含利差收窄;TS、TF 和 T 主力合约的净基差均值分别为 0.0802 元、0.3472 元和 0.585 元,净基差多为正。

### ■ 重点指标

从狭义流动性角度看,资金利率上升,货币净投放减少,反映流动性趋紧的背景下,央行仍收紧货币。从广义流动性角度看,最新的融资指标多数下行,信用边际转紧。从持仓角度看,前 5 大席位净多持仓倾向下行,反映期债的做多力量在减弱。从债市杠杆角度看,债市杠杆率下降,做多现券的力量在减弱。从债对股的性价比角度看,债对股的性价比降低。

### ■ 策略建议

昨日期债延续反弹，仍是短端利率下行为主。央行加大净投放的效果逐渐显现，资金面全面宽松，我们认为，赎回压力基本清除，债市定价重回基本面。11月LPR利率持平前值，在前期一系列宽松政策出台后，央行并未调整LPR利率实属情理之中。不过，国常会再度释放降准信号，较超市场预期，导致利率下行。

目前市场对于经济的看法是“弱现实，强预期”，10月经济数据全面走弱，疫情压制下，消费回落3个百分点转为-0.5%，投资回落1.6个百分点至5%，工业增加值回落1.3个百分点至5%，同时地产销售跌幅继续扩大，但在防疫20条和楼市16条的重磅政策出台预期下，未来经济复苏仍有一定期待。

海外方面，美国经济数据再次彰显韧性，零售数据超出市场预期，带来利率呈现企稳回升的迹象。同时，2Y/10Y利率倒挂程度进一步加深至70bp，加息预期虽有回落，但经济悲观预期有增无减，关注近期全球风险偏好回升的持续性。

政策强预期和银行赎回潮引发债熊超预期降临，但经济弱现实仍支撑国内央行维持稳健宽松的货币政策基调，降准或再度降临。当前资金面、经济面重新对期债有支撑，银行理财赎回压力导致债券抛售压力有所缓解，建议期债维持谨慎偏多态度。

## ■ 风险

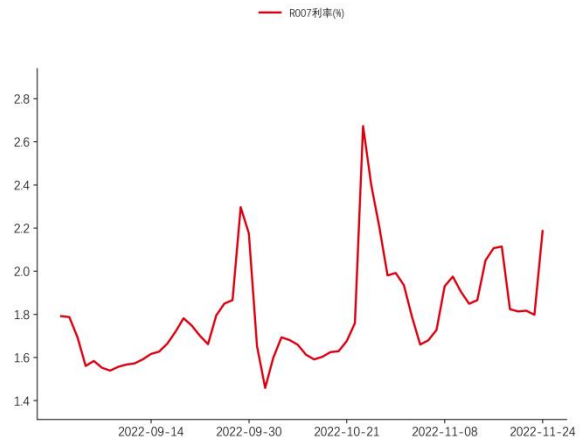
经济超预期；流动性收紧。

**图 1：央行公开市场净投放量**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 2：R007 利率**



数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 3：社融增速**



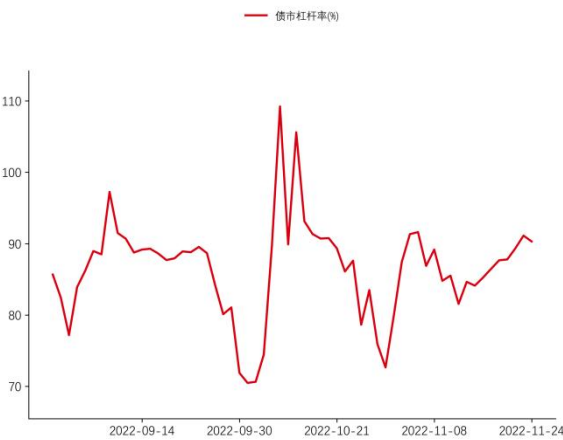
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 4：BCI 企业融资指数**



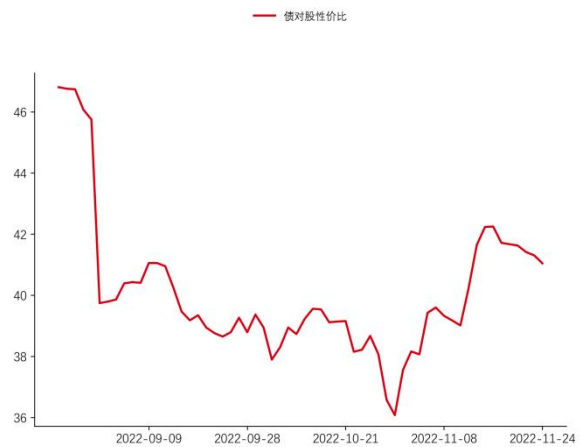
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 5：债市杠杆率**



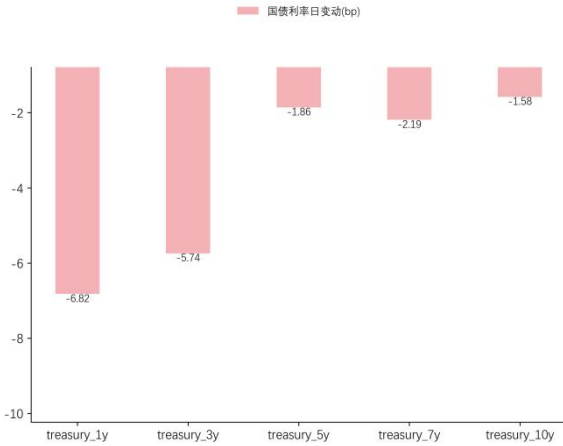
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 6：债对股性价比**



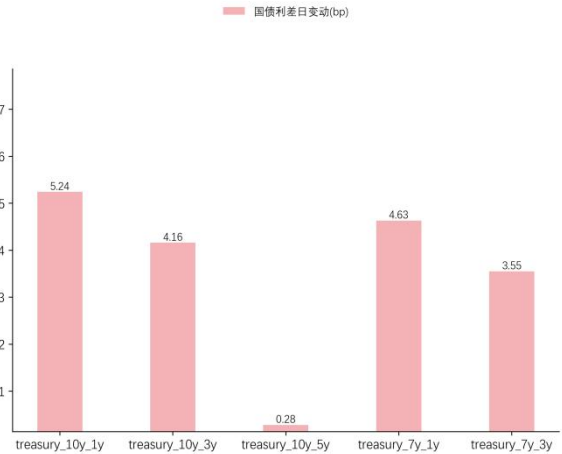
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 7：国债利率日变动**



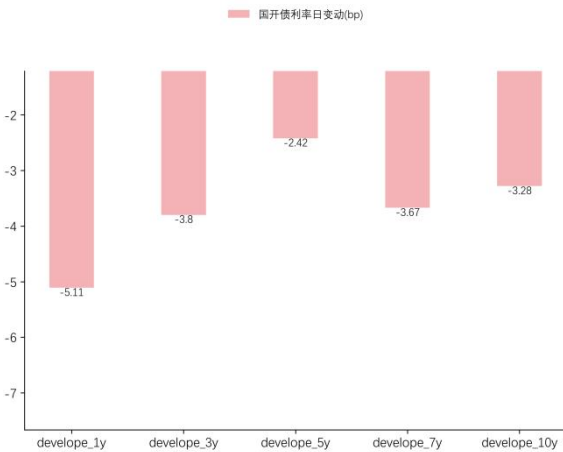
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 8：国债利差日变动**



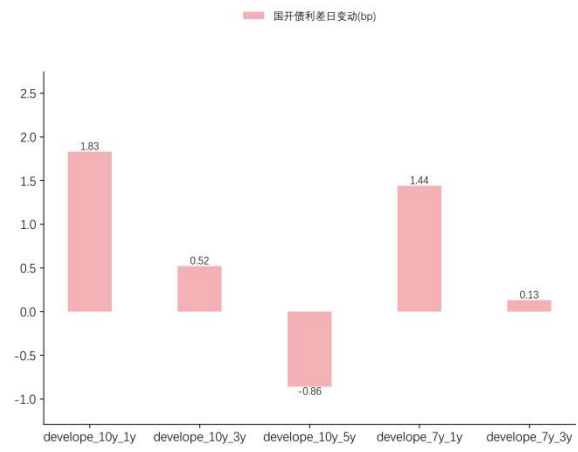
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 9：国开债利率日变动**



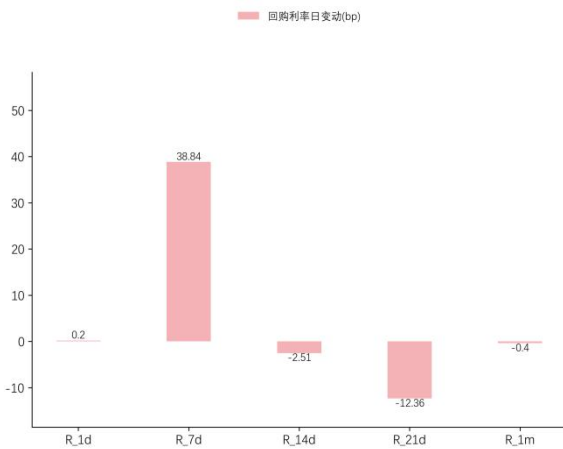
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 10：国开债利差日变动**



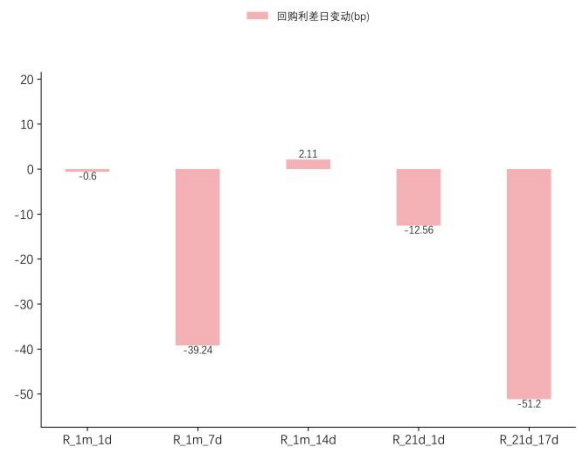
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 11：回购利率日变动**



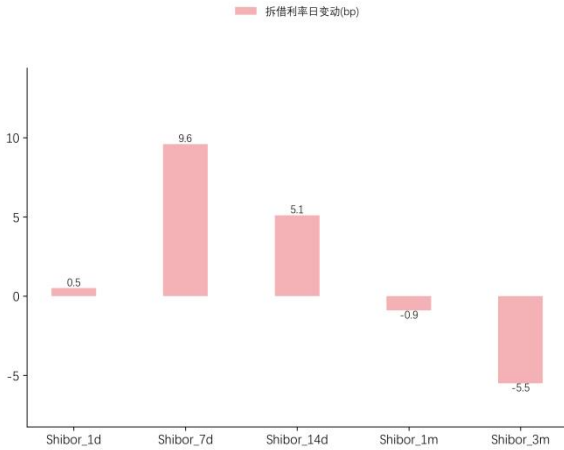
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 12：回购利差日变动**



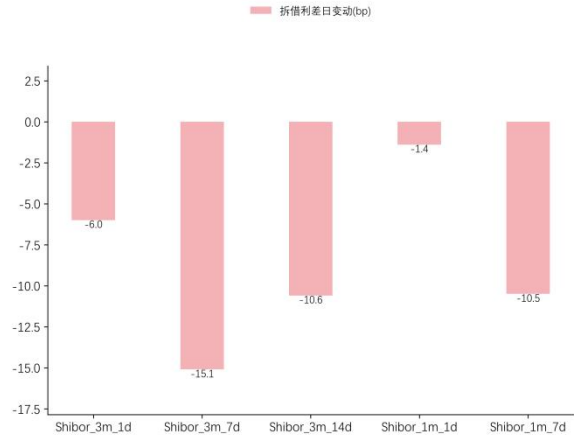
数据来源：Wind 华泰期货研究院

**图 13: 拆借利率日变动**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 14: 拆借利差日变动**



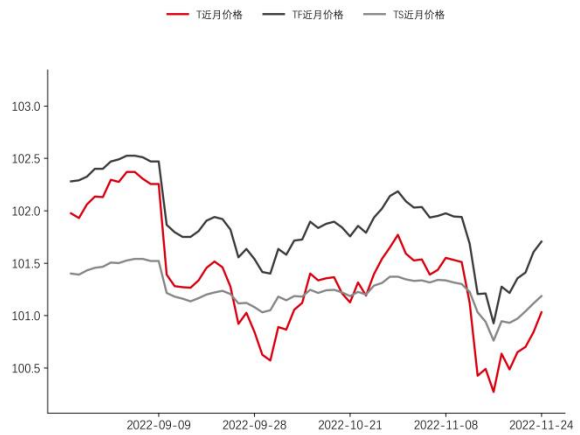
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 15: 近 60 个交易日主连合约价格**



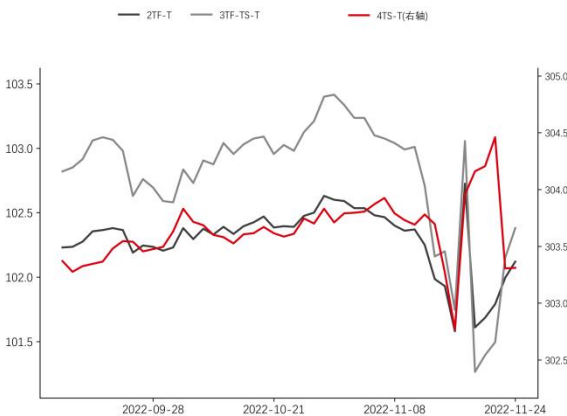
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 16: 近 60 个交易日近月合约价格**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 17: 近 60 个交易日主连合约的跨品种价差**



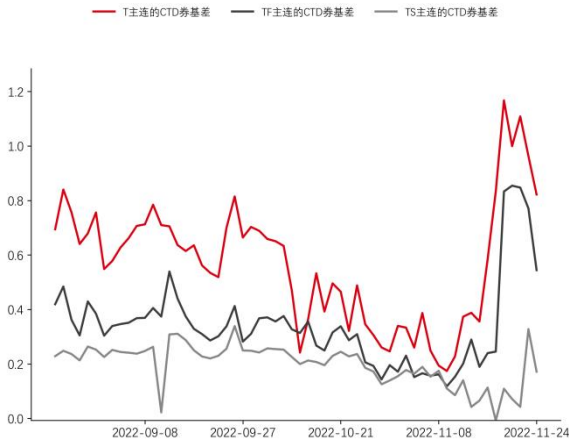
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 18: 近 60 个交易日近月合约的跨品种价差**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 19: 近 60 个交易日主连的 CTD 券基差**



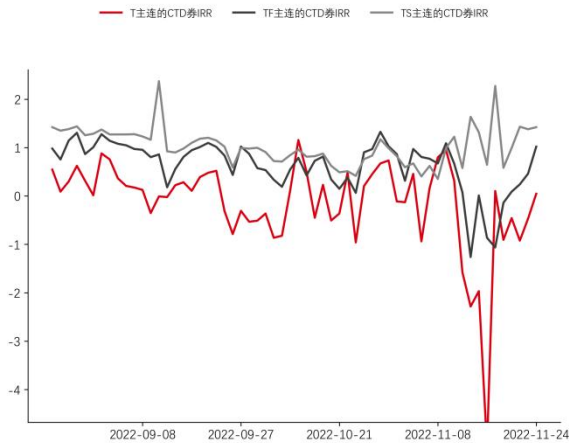
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 20: 近 60 个交易日近月的 CTD 券基差**



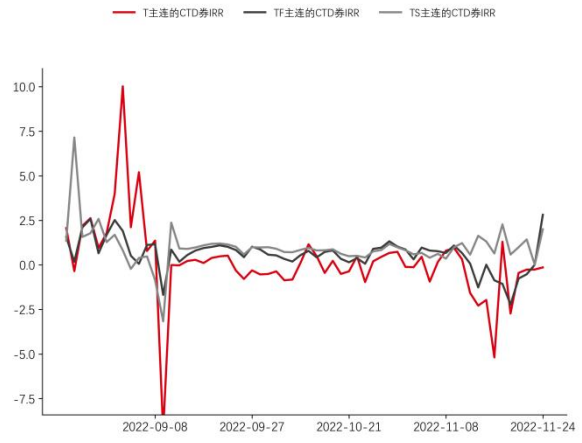
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 21: 近 60 个交易日主连的 CTD 券 IRR**



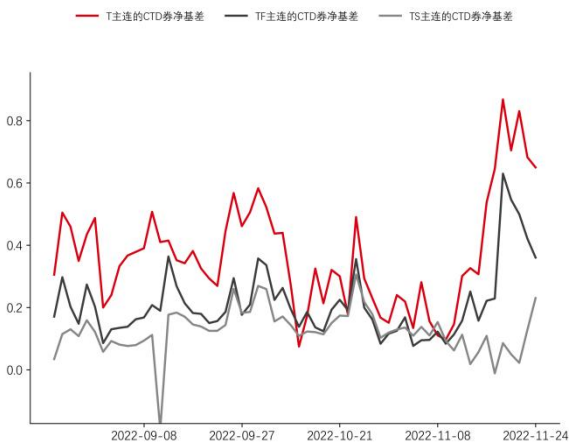
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 22: 近 60 个交易日近月的 CTD 券 IRR**



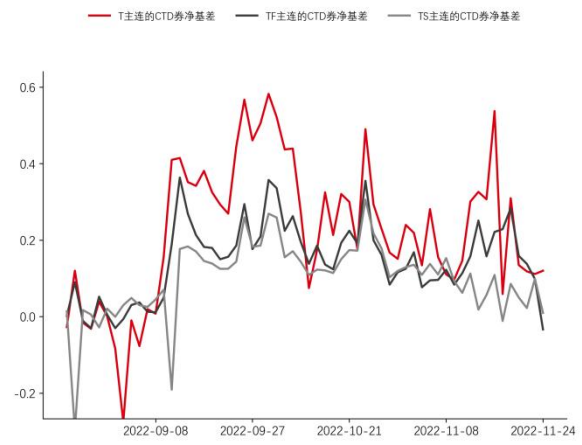
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 23: 近 60 个交易日主连的 CTD 券净基差**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 24: 近 60 个交易日近月的 CTD 券净基差**



数据来源: Wind 华泰期货研究院



**图 25: T 主连合约价格与前 5 大净持仓**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 26: TF 主连合约价格与前 5 大净持仓**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 27: TS 主连合约价格与前 5 大净持仓**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 28: 4TS-T 与前 5 大净持仓之差: TS-T**



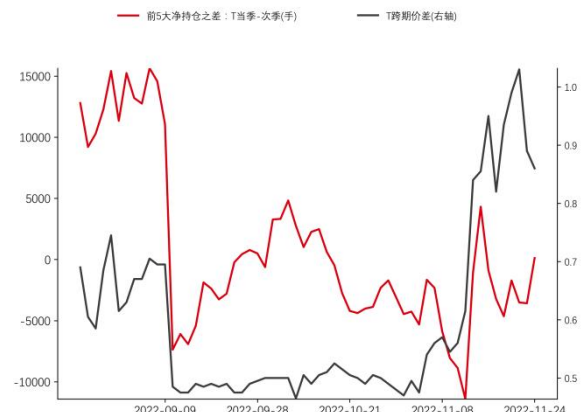
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 29: 2TF-T 与前 5 大净持仓之差: TF-T**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图 30: T 跨期价差与前 5 大净持仓之差: T 当季-次季**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

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