

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

2018 年国债期货四季报 ——这个冬天不太冷

刘晓艺

一德期货 期权部

■ 内容摘要

三季度资金面整体宽松为现券市场营造了良好的做多环境。而地方债的供给和通胀预期令8月-9月国债走势承压。政策方面，宏观政策转向宽信用，但截至三季末宏观基本面变化并不明显，对国债的影响也尚未显现。四季度国债牛市将延续还是终结，本文从经济增长、通胀、货币政策和债券供给方面作出分析，并给出长债波动区间预判。

刘晓艺
金融衍生品分析师
期货从业资格号：
F3012593
投资咨询证号：
Z0012930
liuxiaoyionly@sina.com

一德期权部

电话：（022）59182510
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心804
邮编：300051

■ 核心观点

- **经济增长：**受融资渠道收窄影响，四季度房地产企业将继续加快销售回款维持投资增速，而基建投资因地方专项债投向限制投资增速继续放缓。企业盈利受原材料涨价和需求放缓影响，将继续回落，并通过就业和工资传导至居民部门，限制消费增速的上升。
- **通胀：**四季度采暖季环保限产和企业补库预期，将推动大宗商品价格的上涨，并带动PPI同比和CPI非食品价格走高。按照布伦特原油维持80-85美元/桶，预计四季度PPI同比增速将在4%左右波动，CPI同比在2.5%-3%波动。
- **流动性：**经济增长下行压力不断加大的背景下，宏观流动性将继续保持平稳，货币政策仍然有进一步放松的可能。
- **中美利差：**长周期看，中债和美元的相关性强于中债与美债，强美元背景往往对应中债收益率下行。需要注意的是，当前同业存单和政策银行债的票息收益比国债更加吸引境外机构。
- **债券供需：**风险偏好回落背景下，银行倾向于将更多资金投向利率债和高等级信用债，并拉长久期扩大收益，四季度收益率曲线将走向牛平。尽管四季度利率债供给压力较三季度减弱，但10月和11月地方债对国债的挤出效应仍然不能忽视。
- **结论：**通胀抬头对债市的利空作用难以抵消掉总需求回落的利好作用，但会限制货币政策放松的空间，并对债券市场形成阶段性冲击。预估四季度十年期国债波动区间【3.3%-3.7%】，十年期国债主力波动区间【94,97.5】。

目 录

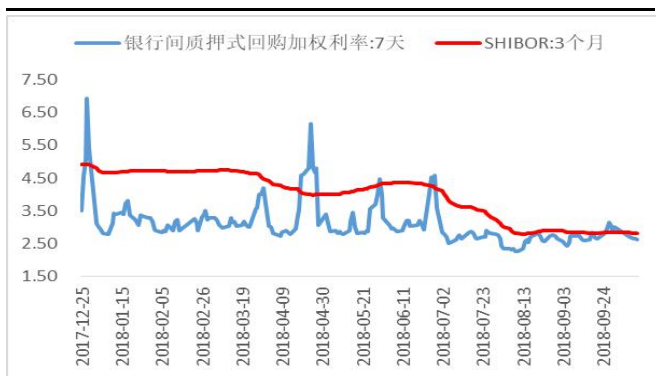
1. 三季度回顾：资金面维持宽松，供给放量加快调整.....	2
2. 基本面研判：	3
2.1 融资渠道收窄限制，基建投资成为拖累.....	3
2.2 企业利润持续恶化，影响传导至居民部门.....	5
3. 政策面研判：	6
3.1 通胀有近忧无远虑，货币政策继续维稳.....	6
3.2 中美政策确认分化，外部冲击不足为惧.....	7
4. 债券供需研判：	8
4.1 机构风险偏好回落，收益率曲线走向牛平.....	8
4.2 债券供给冲击减弱，警惕地方债挤出效应.....	9
5. 总结与操作建议：	11
免责声明.....	12

1. 三季度回顾：资金面维持宽松，供给放量加快调整

三季度十年期国债走势先扬后抑。7月资金面宽松贯穿全月，尽管宏观预期不确定性较强，但银行间质押式回购7天利率一度跌破公开市场操作利率2.55%，使得现券市场做多情绪高涨，十年期国债收益率在3.5%附近震荡，10Y-1Y国债利差扩大至60BP。进入8月，一方面市场开始担心流动性是否有些过于宽松，另一方面7月下旬国常会（提出“支持扩内需”、“保持宏观政策稳健”、“积极财政政策更加积极”）、政治局会议（提出“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”的目标）、央行窗口指导增配低等级债，预示着经济政策由“紧信用”转向“宽信用”，债券市场的交易情绪越发谨慎。在8月7日3个月股份行同业存单降至2%的历史低点后，资金利率开始触底反弹。8月中，在资金面和地方专项债发行加快的作用下，长端利率出现明显回调，十年期国债期货主力合约T1812由月初高点96.2一度下滑至94.1。8月下旬，非洲猪瘟发酵和山东寿光水灾令通胀预期升温。在宽信用政策未见效果，通胀预期升温，9月地方债供给压力仍然较大和9月美联储加息前后央行货币政策的不明朗情况下，长债延续弱势震荡。9月T1812在94-95窄区间内震荡，十年期现券3.6%-3.7%波动。

总的来看，三季度资金面整体宽松为现券市场营造了良好的做多环境。而三季度地方债的供给和通胀预期令8月-9月国债走势承压。政策方面，宏观政策转向宽信用，但三季末宏观基本面变化并不明显，对国债的影响也尚未显现。四季度国债牛市将延续还是终结，本文将从经济增长、通胀、货币政策和债券供给方面作出分析，并给出长债波动区间预判。

图 1.1：银行间拆借和回购利率（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 1.2：国债收益率（%）



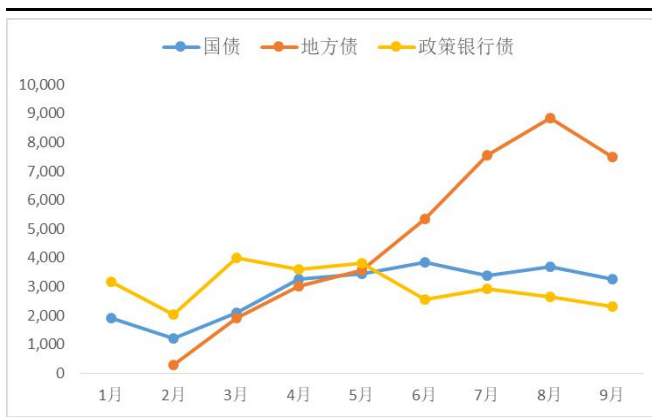
资料来源：wind，一德期权部

图 1.3：三季度大事记一览

日期	事件	备注
2018年7月5日	定向降准，下调人民币存款准备金率0.5个百分点	5000亿支持“债转股”项目+2000亿发放小微企业贷款
2018年7月18日	窗口指导增配低评级债券	贷款部分1:1给予MLF资金，信用债AA+及以上按1:1，AA+及以下按1:2
2018年7月19日	国务院常委会	提出“支持扩内需”“保持宏观政策稳健”“积极财政政策更加积极”
2018年8月1日	7月31日政治局会议纪要发布	六个稳定，稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期
2018年8月15日	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》财政部要求地方专项债加快发行	各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于发行额度的80%，剩余额度应主要放在10月发行
2018年8月23日	猪瘟发酵+寿光水灾	
2018年9月10日	国务院金融稳定发展委员会第三次会议	把握稳健中性货币政策，防范各种“黑天鹅”时间，保持股债汇平稳发展
2018年9月17日	央行意外MLF投放2650亿元	
2018年9月18日	发改委称要加大、加快基建投资	
2018年9月20日	中登允许银行理财直接投资股票	
2018年9月26日	国常会宣布自11月1日起降低1585个税目的进口关税税率	
2018年9月28日	美联储凌晨加息，央行未跟调	

资料来源：wind，一德期权部

图 1.4：2018 年 1-9 月债券发行（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

2. 基本面研判：

2.1 融资渠道收窄限制，基建投资成为拖累

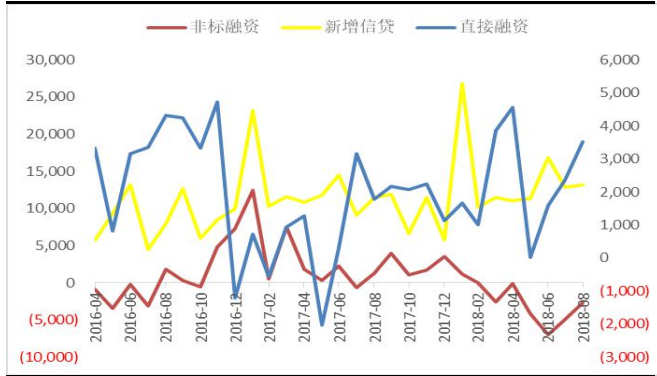
2018 年上半年，在紧信用的政策下，表外融资持续收缩，引发固定资产投资增速下滑。8 月信托贷、委托贷和未贴现银行承兑汇票较 7 月减少 2670 亿，1-8 月固定资产投资累计同比增速降至 5.3%。分行业看，前 8 月房地产投资增速较为平稳，维持在 10%左右，高于去年同期水平 9%；制造业投资增速由 2017 年末的 4.8%回升至 7.5%，高于去年同期；而基建投资断崖式下滑至 5.2%，严重拖累了固定资产投资增速。我们认为投资增速分化的原因是上半年紧信用政策引发的资金来源受限对不同行业的影响程度有差别。

房地产投资方面，三季度土地购置费的拉动减弱，同比增速下滑至 51.1%，而销售和开工的加快令建安工程的降幅收窄。同时，房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金（定金、预收款和个人按揭）的增速分别上升 11.2%和 8.85%。在政策调控背景下，地产企业深知贷款难度不断增大，转而借助三四线城市棚改措施和一二线城市新房二手房差价加快销售，以销售回款补充企业流动性，因此房地产投资表现较强韧性，预估四季度房地产投资将维持 10%增速。

与房地产行业形成鲜明对比，基建行业高度依赖外部融资，近三年内的自有资金投资占比仅为 7%。尽管 2018 年财政赤字率下调至 2.6%，但财政赤字规模 2.38 万亿持平去年。前 8 月财政收支差额共计 7800 亿元，低于去年同期 1 万亿元。PPP 投资方面，自 3 月 PPP 清库工作开展后，PPP 投资增速明显放缓。目前 PPP 项目开工项目仅为总投资额 21%，项目落地率仅为 51%。财政支出缓慢、非标融资缩量、地方债务清理整顿，令基建投资资金来源大幅削减，成为前 8 基建投资下滑的重要原因。8 月初，政治局要求加大基础设施领域补短板的力度，同时财政部要求加强地方专项债的发行进度，稳基建投资成为首要目标。8-9 月地方专项债发行加快，截至 9 月底累计

发行 1.22 万亿，专项债的发行对基建的提振效果预计在 9 月-10 月数据显现。由于专项债投向收费公路、公益性资本支出和其它特定用途的资金占比只有 3 成，且四季度剩余发行规模仅 1300 亿，因此专项债对基建的拉动作用不明显。考虑今年前 8 月财政支出速度较慢，四季度财政政策仍有较大放松空间。受制于高基数效应，即使后期财政发力，四季度基建投资增速也难超 8%。

图 2.1：各项社融规模（亿元）



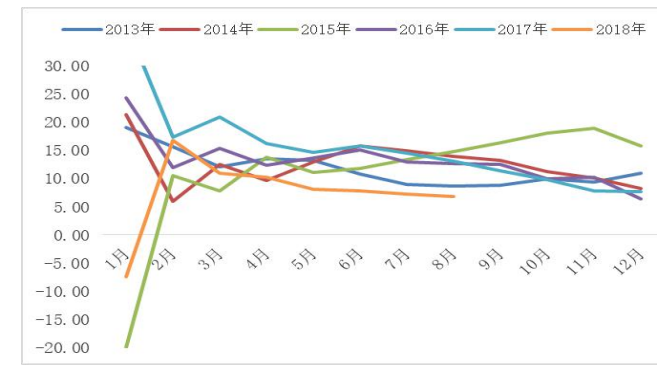
资料来源：wind，一德期权部

图 2.3：房屋销售、开工和土地购置面积累计同比（%）



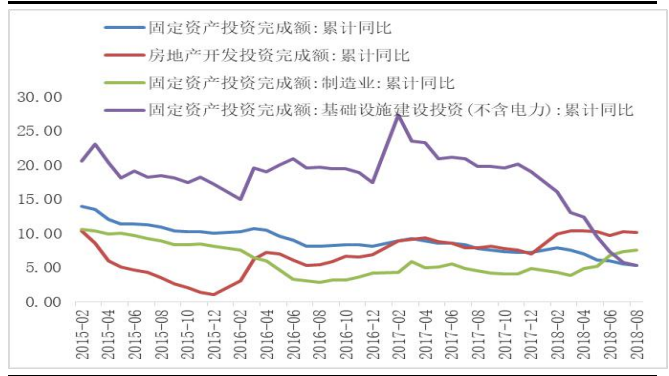
资料来源：wind，一德期权部

图 2.5：中央财政支出同比增速（%）



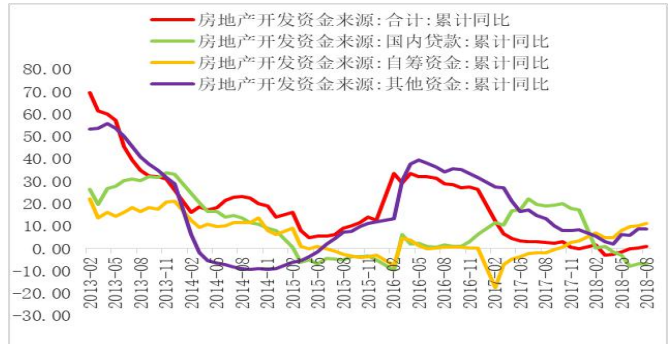
资料来源：wind，一德期权部

图 2.2：固定资产投资累计同比（%）



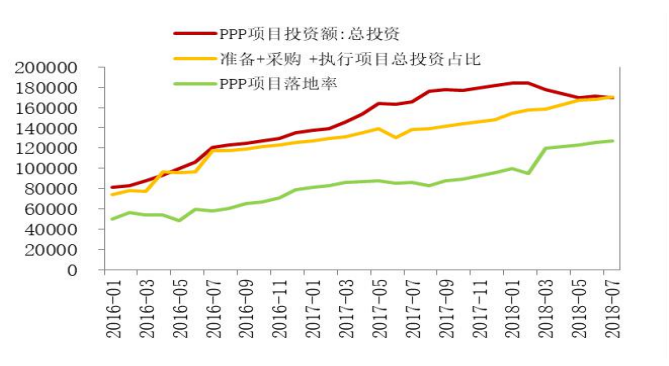
资料来源：wind，一德期权部

图 2.4：房地产开发资金来源（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.6：PPP 项目投资额（亿元）



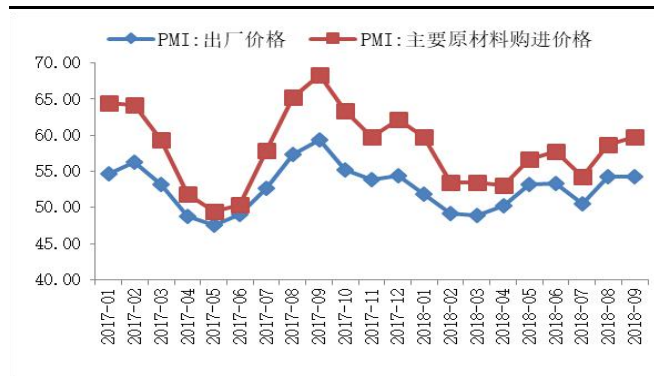
资料来源：wind，一德期权部

2.2 企业利润持续恶化，影响传导至居民部门

2018年上半年环保限产政策密集发布。6月四大大部委联合六大省市共同发布《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强化督查方案》要求生态环境部于6月11日启动强化督查，此次督查在常规的“2+26”城市基础上加入了汾渭11城市各县以及长三角地区4省市。7月唐山等地发布污染减排方案，8月钢铁企业限产升级，使得螺纹钢等原材料价格高涨。9月PMI先行指数显示，原材料价格相对产成品价格优势仍在。四季度面临采暖季限产，预计原材料价格仍将维持强势。受原材料价格上涨影响，上游企业利润改善，但涨价因素使得中下游企业利润增长放缓。截止8月，工业企业利润增速放缓至16.2%，低于去年同期21.6%。

从三季度的市场表现看，宏观总需求放缓、融资渠道收窄、企业利润放缓三者间的作用互相加强，企业部门的发展压力通过工资和就业向居民部门转移，并通过消费形式得以表现。二季末，城镇居民人均可支配收入累计同比增速放缓至7.9%，而城镇居民人均消费性支出累计同比增速上升至6.8%。4月-8月社会消费品零售总额一直在8%-9%附近徘徊，低于去年同期10%增速。进入四季度，我们认为上述的传导过程将延续，拖累国内消费增速，预计10-12月月均增速在8%左右。

图 2.7：原材料价格指数与出厂价格指数（%）



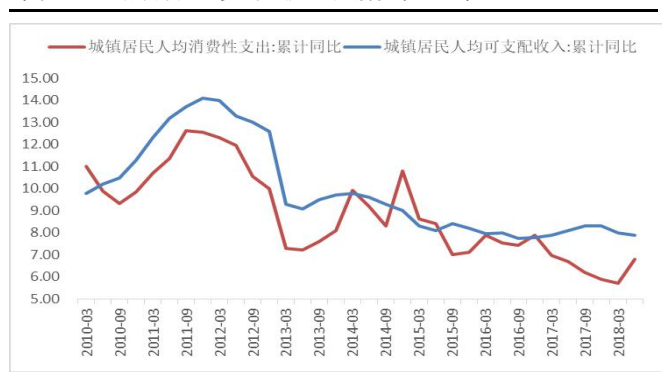
资料来源：wind，一德期权部

图 2.8：工业企业利润（%）



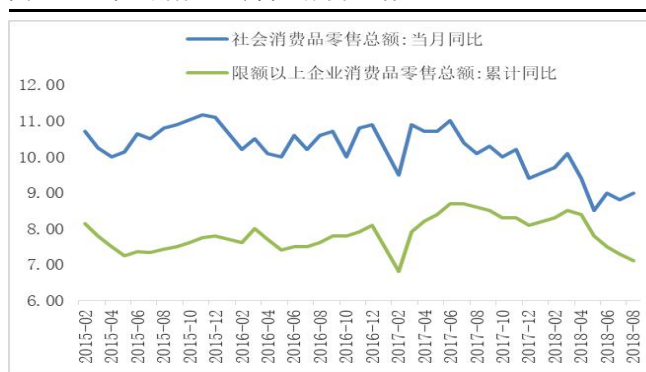
资料来源：wind，一德期权部

图 2.9：城镇居民可支配收入和消费性支出（%）



资料来源：wind，一德期权部

图 2.10：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：wind，一德期权部

3. 政策面研判：

3.1 通胀有近忧无远虑，货币政策继续维稳

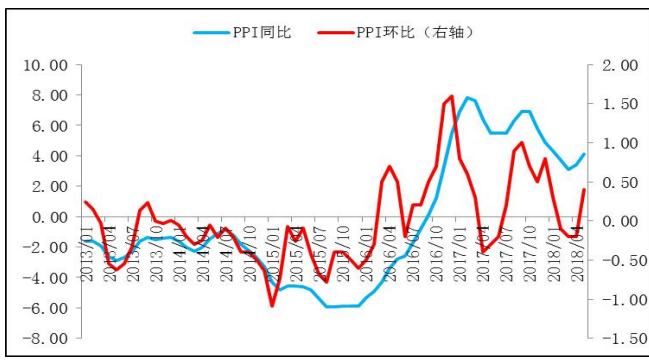
2018年以来，受地缘政治影响，国际原油不断上冲，强势美元的施压并没有抵消掉国际供应缺口对原油价格的推升作用，布伦特原油较年初已经上涨20美元至85美元/桶，并拉动PPI环比上升。8月PPI环比增速回升至0.4%，PPI同比增速4.1%。临近美国中期选举，近期特朗普一直以言论打压油价以控制国内汽油消费对民生的影响，但若11月4日美国对伊朗制裁生效，伊朗原油出口量大幅下滑，220万桶的出口量是沙特130万桶闲置产能无法覆盖的，国际油价将继续上冲。油价继续上涨将拉动PPI同比和CPI非食品价格同比增速的上升。

自2017年2月，食品价格负增长对CPI形成拖累。进入2018年，CPI食品价格同比增速转正，三季度受洪水、台风、猪瘟影响，食品分项对CPI拉动明显增加。2018年8月CPI同比增速2.3%，其中食品项同比上涨至1.7%，非食品项上涨至2.5%。进入四季度，随着极端天气的影响逐渐退去，蔬菜鲜果的价格预计较三季度出现回落。猪肉价格方面，季节性规律显示，生猪价格往往在9月达到高点，进入10月后维持稳定或略有下跌。但需要注意的是，自8月开始爆发的非洲猪瘟疫情仍在蔓延，贸易战的升级导致猪饲料豆粕价格的上升，使得未来猪肉价格仍然存在不确定性。

考虑经济增长压力仍然存在，货币政策对投资和消费的刺激十分有限，总需求难有起色，因此四季度CPI不会出现大幅跳升。但近期国际油价不断冲高，四季度采暖季环保限产和企业补库预期，短期内大宗商品价格的上涨将推动PPI同比和CPI非食品价格上涨，制约货币政策进一步放松。因此，四季度通胀有近忧无远虑。如果布伦特原油维持80-85美元/桶，预估四季度PPI同比增速将在4%左右波动，CPI同比在2.5%-3%波动。

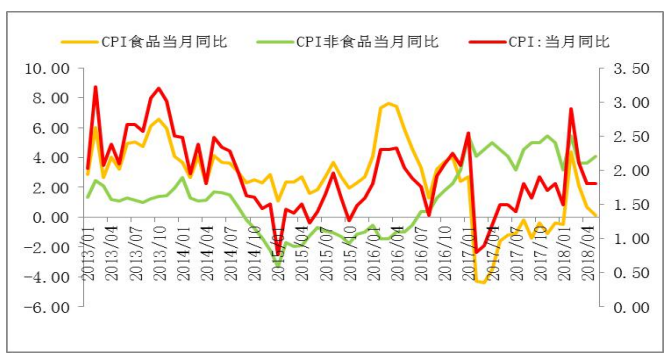
展望四季度的货币政策，在国内经济增长下行压力不断加大的预判下，宏观流动性将继续保持平稳，货币政策仍然有进一步放松的可能。通胀抬头对债市的利空作用难以抵消掉总需求回落的利好作用，但会限制货币政策放松的空间，并对债券市场形成阶段性冲击。

图 3.1: PPI 同比与布伦特原油同比增速 (%)



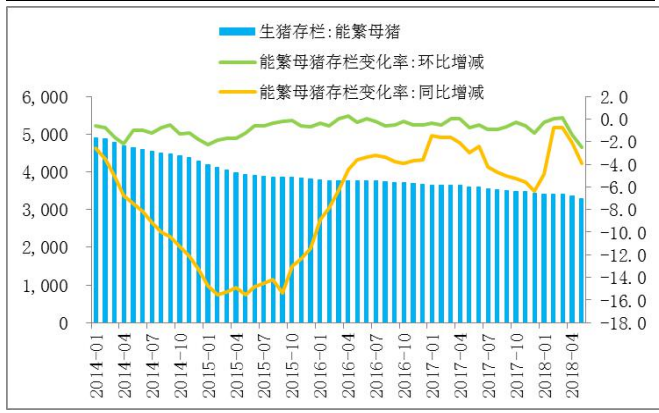
资料来源: wind, 一德期权部

图 3.2: CPI 同比分项 (%)



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.3: 猪肉价格指数



资料来源: wind, 一德期权部

图 3.4: 中国非洲猪瘟疫情情况

发布时间	地点	生猪发病及死亡详情
9月28日	吉林省松原市长岭县一养殖户	存栏生猪44头, 发病9头, 死亡3头。
9月21日	吉林省公主岭市南崞子镇一养殖场	存栏生猪484头, 发病56头, 死亡56头。
9月21日	内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼中旗一养殖户	存栏生猪138头, 发病23头, 死亡22头。
9月17日	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗一养殖户	存栏生猪159头, 发病14头, 死亡8头。
9月14日	河南省新乡市获嘉县一养殖场	发病生猪148头, 死亡64头。
9月14日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗一养殖户	生猪发病16头, 死亡16头。
9月10日	安徽省铜陵市义安区一养殖场	存栏生猪219头, 发病63头, 死亡23头。
9月6日	黑龙江省佳木斯市向阳区一养殖户	存栏生猪203头, 发病26头, 死亡10头。
9月6日	安徽省芜湖市南陵县许镇镇一养殖户	存栏生猪30头, 发病13头, 死亡4头。
9月6日	安徽省宣城市宣州区太湖街道办事处一养殖户	存栏生猪52头, 发病15头, 死亡15头。
9月6日	安徽省滁州市凤阳县一养殖场	存栏生猪886头, 发病62头, 死亡22头。
9月6日	黑龙江省佳木斯市郊区长青乡某养殖户	存栏生猪87头, 发病39头, 死亡12头。
9月3日	江苏省无锡市宜兴市某养殖户	存栏生猪97头, 发病12头, 死亡9头。
9月3日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处某养殖场	存栏生猪308头, 发病152头, 死亡83头。
9月2日	安徽省宣城市宣州区	古泉镇某养殖场存栏生猪285头, 死亡40头。五星乡某养殖场存栏生猪440头, 死亡84头。

资料来源: 农业农村部, 中新经纬

3.2 中美政策确认分化, 外部冲击不足为惧

目前市场对经济基本面下滑已经形成共识, 除了通胀, 债市多头的另一隐忧在于强美元和美债对于国内债市的冲击。9月美联储加息后, 央行并没有跟调操作, 这是继6月美联储加息后第二次没有跟调公开市场操作利率。10月3日, 美联储主鲍威尔讲话表达出美国经济强劲、就业率低和货币收紧的态度, 美元指数上冲96, 美债收益率冲破3.1%, 5日收盘报3.2%, 美股因此出现调整, 但7日中国央行却宣布自10月15日起降准1%。由此, 中美货币政策再次确认分道扬镳。面对分化的基本面和货币政策, 中美利差不断压缩, 部分投资者担忧的是中美利差的缩窄, 会加大汇率贬值压力, 从而导致流动性外溢, 推高国内债市收益率, 毕竟今年境外机构一直在增持国债。

但从历史情况看, 中美利率并没有长周期的相关性。而近十年美元指数与中债的相关度相比美债更高。其传导逻辑在于, 美元走强将吸引国际资本的流入, 而非美国国家因为国内资本的流出, 资产价格下行压力加大, 国内货币被动放松对冲资本外溢导致的流动性缺口; 而当本国经济增长加速时, 国内货币相对美元更有吸引力, 外部资金的流入将推升国内资产价格上涨, 届时货币政策往往会采取紧缩手段, 以消除通胀风险。因此, 在强美元的

背景下，我们大可不必担忧中美利差缩窄导致中债吸引力下降，境外机构可以利用汇率衍生品对冲汇率风险。

需要注意的是，8月和9月债券托管数据显示，境外机构增持国债的绝对规模在下降，而同业存单和政策银行债的增持规模扩大，我们认为主要因为当时国债收益率偏低原因，预计四季度该因素或继续制约境外机构增持国债规模的扩大。

图 3.1：中美利差（%）

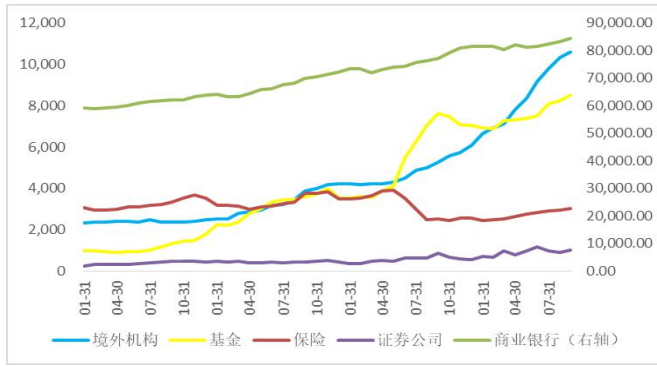


图 3.2：美元指数与中国十年期国债（%）



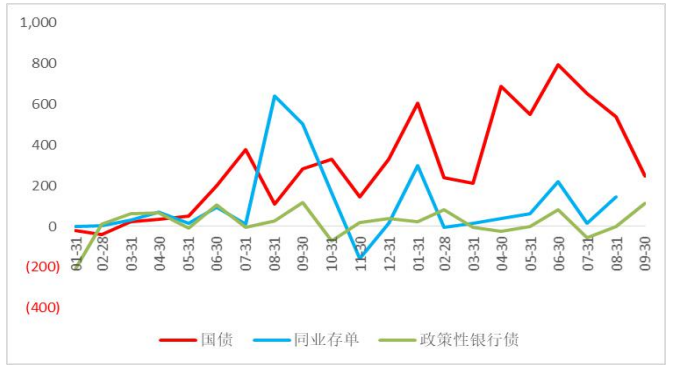
资料来源：wind，一德期权部

图 3.3：国债投资者结构（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

图 3.4：境外机构投资每月增持债券规模（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

4. 债券供需研判：

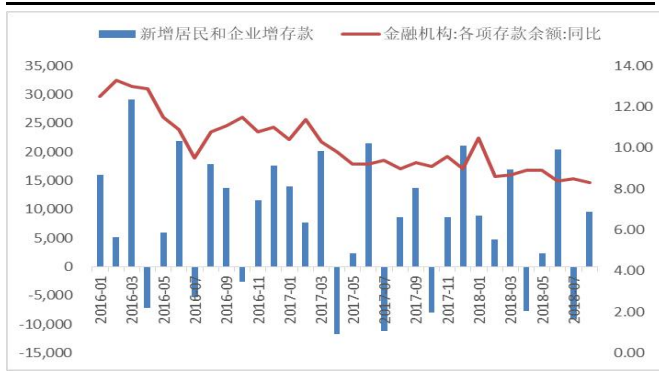
4.1 机构风险偏好回落，收益率曲线走向牛平

2018 年上半年，在金融和实体去杠杆的大背景下，叠加基本面疲弱，导致部分实体企业流动性压力较大，信用违约事件不断发生，并进而带动风险偏好的回落，部分银行为控制不良率出现惜贷情绪。7 月开始，监管层着手解决信用收缩带来的影响：7 月 5 日央行年内第二次定向降准，释放基础货币 5000 亿支持“债转股”项目，2000 亿发放小微企业贷款；7 月 18 日央行窗口指导增配低评级债券，对贷款部分 1:1 给予 MLF 资金，对信用债 AA+及以上按 1:1 给予 MLF 资金，AA+以下按 1:2 给予 MLF 资金；7 月 23 日，国务院会议提出“支持扩内需”，

“保持宏观政策稳”，“积极财政政策要更加积极”，标志着经济政策由“宽货币+紧信用”转向“宽货币+宽信用”。

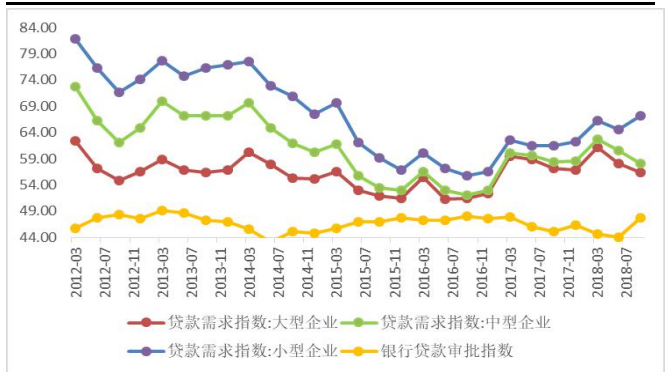
尽管监管层采用了多项措施促进银行间资金流向实体，但截至8月底银行贷款增速仍然没有明显加快。贷款需求上，大中型企业贷款需求回落而小型企业需求上升。在存款利率处于历史低位的背景下，银行资金来源的增长受限，叠加信用利差居高不下，未来银行对资金利用将更加谨慎。8月金融机构新增贷款12800亿，较7月减少1700亿，其中短期贷款、票据融资和中长贷分别新增850亿、4099亿和7840亿，较前值变化-117亿、1711亿、-8671亿，表明宽信用政策下银行倾向于票据融资方式维持资产规模。目前大型和中小型银行资产同比增速均维持在7.5%左右，但大行加快债券投资的速度。在银行风险偏好低和经济下行压力的背景下，收益率曲线将继续下行。货币政策维持稳健中性前提下，短端收益率下行空间有限，配置型机构或倾向于拉长久期来增强收益，四季度收益率曲线大概率走向牛平。

图 4.1：银行新增存款变化（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.2 银行贷款需求指数（%）



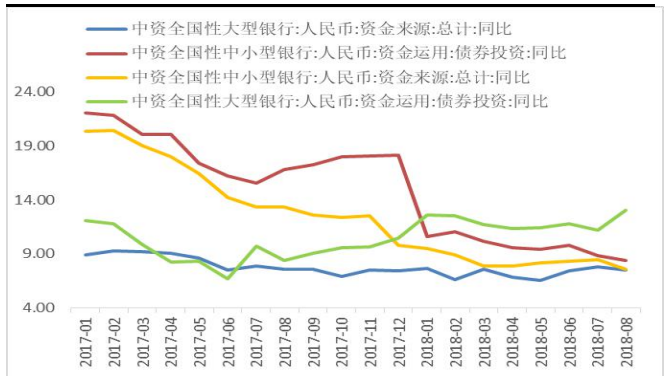
资料来源：wind，一德期权部

图 4.3：信用利差（BP）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.4：商业银行债券投资增速（%）



资料来源：wind，一德期权部

4.2 债券供给冲击减弱，警惕地方债挤出效应

上半年利率债供给偏慢，三季度财政部要求加快地方专项债和置换债发行，导致三季度利率债整体供给高达

4.2 万亿。结构上，国债和政金债供给在二季度已经有所恢复，三季度发行量略低于去年同期，分别 1.03 万亿和 0.78 万亿，远低于三季度地方债发行量 2.38 万亿。截止 9 月底，地方政府债、国债、政策银行债分别发行 3.7 万亿、2.6 万亿和 2.7 万亿。根据财政部 8 月 14 日发文《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》要求，“今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行”，扣除已发行 1.22 万亿新增专项债发，10 月约有 1300 亿专项债发行。考虑置换债发行额度已在三季度完成，10 月、11 月和 12 月地方债到期量分别为 750 亿、1500 亿和 260 亿，预计未来三个月地方债发行规模 3500 亿、4500 亿和 650 亿，地方债供给冲击较三季度明显减弱。

根据 2018 年 1.55 万亿的财政赤字和 1.92 万亿的到期量，扣除前三季度国债发行量，预计未来三月每月将 3000 亿国债。按照全年 1 万亿政策银行债的净融资规模和 2.4 万亿的到期量，扣除已发行债券量，预计 10-12 月每月 2900 亿政金债发行。按绝对规模预期，四季度地方债较三季度发行缩量，而政金债发行略高于三季度，国债与地方债和政策银行债的发行规模基本持平。托管数据和不同券种收益率变化显示，三季度买方更乐于配置地方债，原因或为政策引导以及相对更高的收益率。结合四季度我们预测的发行节奏看，10-11 月地方债对国债的挤出效应仍然不能忽视。

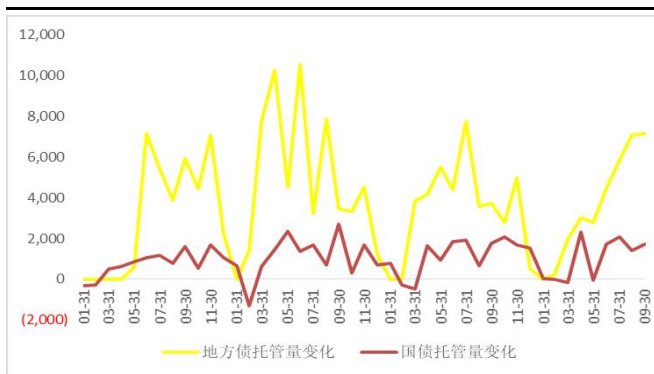
按照中债十债指数倒算十年期国债现券的价格，对比期货主力价格，2018 年期货对现货价格的贴合度较高，再考虑 1812 合约开始交割券将剔除老券，预计四季度期现套利的空间仍然较小。

图 4.5：利率债季度发行量（亿元）

券种	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	发行趋势
国债	4,960	9,352	16,111	9,619	5,200	10,546	10,314	
政策银行债	8,417	8,056	9,295	7,077	9,191	10,151	7,882	
地方政府债	4,745	13,865	16,707	8,264	2,195	11,914	23,885	
同业存单	49,788	45,300	54,026	52,562	52,338	56,414	49,737	
信用债	16,194	19,826	28,455	25,431	20,721	26,908	30,265	

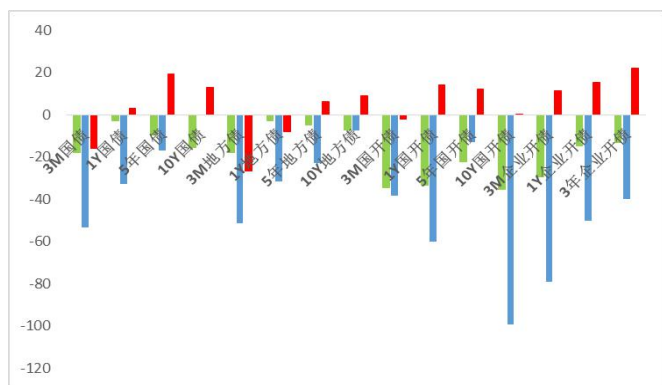
资料来源：wind，一德期权部

图 4.6：国债和地方债月度托管量月度增量（亿元）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.7：近 20 日、40 日、60 日债券收益率变动（BP）



资料来源：wind，一德期权部

图 4.8：国债期货和现货价格（元）



资料来源：wind，一德期权部

5. 总结与操作建议：

四季度，国内经济增长下行压力仍然较大。融资渠道收窄加大了房地产和基建投资压力，企业盈利受原材料涨价和宏观需求放缓影响将继续回落，并通过就业和工资传导至居民部门，限制消费增速的上升。经济增长的放缓背景下，宏观流动性保持中性偏松状态，利好利率中枢下行。但考虑国际油价冲击、采暖季环保限产和企业补库预期对价格指数的推升作用，货币政策降息降准的空间有限，债券收益率或因通胀预期加强而阶段性上冲。

随着中美货币政策的脱钩，中美利差不断压缩，但历史经验看强美元往往对应中债收益率下行，因此无需担心国债收益率跟随美债收益率上行。风险偏好回落背景下，银行倾向于将更多资金投向利率债和高等级信用债，并拉长久期扩大收益，四季度收益率曲线将走向牛平。需要注意的是，当前同业存单和政策银行债的票息收益比国债更加吸引境外机构。虽然四季度利率债供给压力较三季度减弱，但 10 月和 11 月地方债对国债的挤出效应仍然不能忽视。目前十年期国债收益率在 3.6% 左右，T1812 升至 95.7。

综上所述，我们认为四季度价格中枢对利率抬升作用不及总需求回落的拉低影响，利率中枢整体下移，国债期货这个冬天不太冷！预估四季度十年期国债波动区间【3.3%-3.7%】，十年期国债主力连续波动区间【94，97.5】。操作上仍以做多为主，需要特别警惕通胀预期抬头对债券走势的影响。

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

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

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

郑州营业部 450008

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

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2303、2310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