

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

— (专题) —

避险情绪过后关注曲线修复路径

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

避险情绪过后关注曲线修复路径

2021. 12. 01

近期南非变种毒株 Omicron 牵动市场神经，欧美多国切断与非洲国家航空联系，并实施边境封锁政策使得全球避险模式再度开启，商品和股票等风险资产大跌，而债券等避险资产上涨，十年期国债现券收益率一度下行至 2.82%，距离年内低点 2.8% 仅一步之遥。考虑目前变异病毒的传播能力、致病率和致死率并没有定论，还需要观察，短期市场可能存在过度反应的，不建议投资者高位追涨期债。

避险情绪推动收益率曲线平坦化

10 月下旬以来，国债收益率震荡下行，同时 10 年-1 年国债期限利差先缩后扩，反映市场运行逻辑从基本面向资金端转化。市场上交易经济悲观预期情况下，长端收益率率先下行，压缩与中短期利率债的利差。而 11 月中下旬开始，随着降准降息的落空，长端收益率下行受阻，宽松的资金吸引投资者配置确定性更强的短债，国债期限利差逐渐扩大。11 月末南非变种毒株袭扰市场，避险情绪升温，长端收益率快速下行令曲线再度平坦化。

目前十年国债收益率接近年内低点 8 月初水平，市场较为关心本轮国债收益率能否突破年内低点。暂不考虑新毒株影响，我们认为当前无论是经济基本面还是政策面对债市利好程度均不及彼时，十年国债收益率突破前低概率较小。

当前基本面环境好于 8 月初

从经济基本面看，今年 7-8 月是国内经济下行压力最大的时候，国内局部地区疫情反复叠加极端天气冲击，令生产、投资、消费环比均快速下行。9 月以来，国内房企融资压力加剧导致信用风险走升，经济悲观预期再起，但监管层陆续加码稳增长政策。11 月央行先后推出碳排放工具和 2000 亿支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，定向推动宽信用。此外，监管层释放房地产边际放松信号稳定市场信心。从货币政策三季度执行报告看，尽管央行继续强调“房住不炒”，但报告中提及“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益”、“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”，表明政策防风险的底线思维回归，后期房地产出现失速下滑可能性。由此来看，当前基本面虽仍有下滑压力，但政策托底经济意图明显，经济增长压力或不及 7-8 月水平。另外，12 月即将召开中央经济工作会议，市场可能博弈后期稳增长政策加码，亦不利于追涨债券。

从政策面看，四季度以来货币政策始终维持中性基调。即使在房地产企业频频暴雷背景下，央行仍主推结构性工具和再贷款政策，并等额续作 MLF。结合央行三季度货币政策执行报告删除“管好货币总闸门”措辞，并强调增强信贷总量增长的稳定性，当前货币政策意在宽信用而非宽货币。相比于 7 月降准后市场对于货币政策进一步宽松的期待，近期政策层释放的信号已经给债市投资者更多提示，除非风险事件冲击否则短期总量宽松可能性不大。当前以同业存单利率为代表的短端利率已经和政策利率形成倒挂，且倒挂幅度堪比 7 月降准后水平，短期若无降准降息操作，债券收益率下行空间将很有限。

情绪过后关注曲线恢复路径

目前医学界对于新毒株“奥密克戎”没有给出确定性结论，投资者需要关注新病毒对于资产价格的影响。后续市场可能有两种演绎路径：一种情况是疫情发展较快，新毒株引发重症率和死亡率显著上升，那么新毒株对于市场的影响可能会持续一段时间，不排除央行进行货币宽松可能，届时短端收益率将快速下行，中长端收益率风险释放，收益率曲线陡变化；另一种情况是疫情控制较好，重症率和死亡率没有显著变化，意味着新毒株对于市场冲击偏短期，随着避险情绪褪去，长端收益率面临较大反弹压力，若货币政策维持中性基调，国债收益率曲线将在长端收益率带动下陡峭变化。

未来市场将如何演绎我们不得而知，医学界将在未来一到两周给出结论。不过，对比前几轮全球疫情，本次新毒株全球响应较为迅速，多国及时切断与非洲国家航班一定程度降低了病毒的危害性。因此，投资者需要特别警惕第二种路径演绎。短期内若新病毒得到市场充分认知，并找到疫苗进行应对，前期市场对于新毒株的定价将快速修正。而即使新毒株作用市场时间更长一些，只要国内经济影响有限，年内国内货币政策放松必要性不强，债券收益率下行空间有限，十年国债恐难以突破今年7月的低点。

综上所述，在新毒株“奥密克戎”尚未充分认知前，市场风险偏好或有反复，密切关注避险情绪变化。考虑当前期债估值较高，短期市场情绪可能过度以及中期宽信用政策加码可能，不建议追多国债期货。当前10年-1年期国债期限利差仍处于历史中位之下，表明长端利率尚未计入信用扩张的预期和可能存在的通胀隐忧。情绪冲击过后，中长端利率调整压力大，或期带动国债收益率陡峭变化。考虑2112合约临近交割，建议投资者重点布局多TS2203空T2203策略。

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