

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

—— 专题报告 ——

政策转向宽货币+宽信用后，

债牛还有多少空间

一德期货期权部

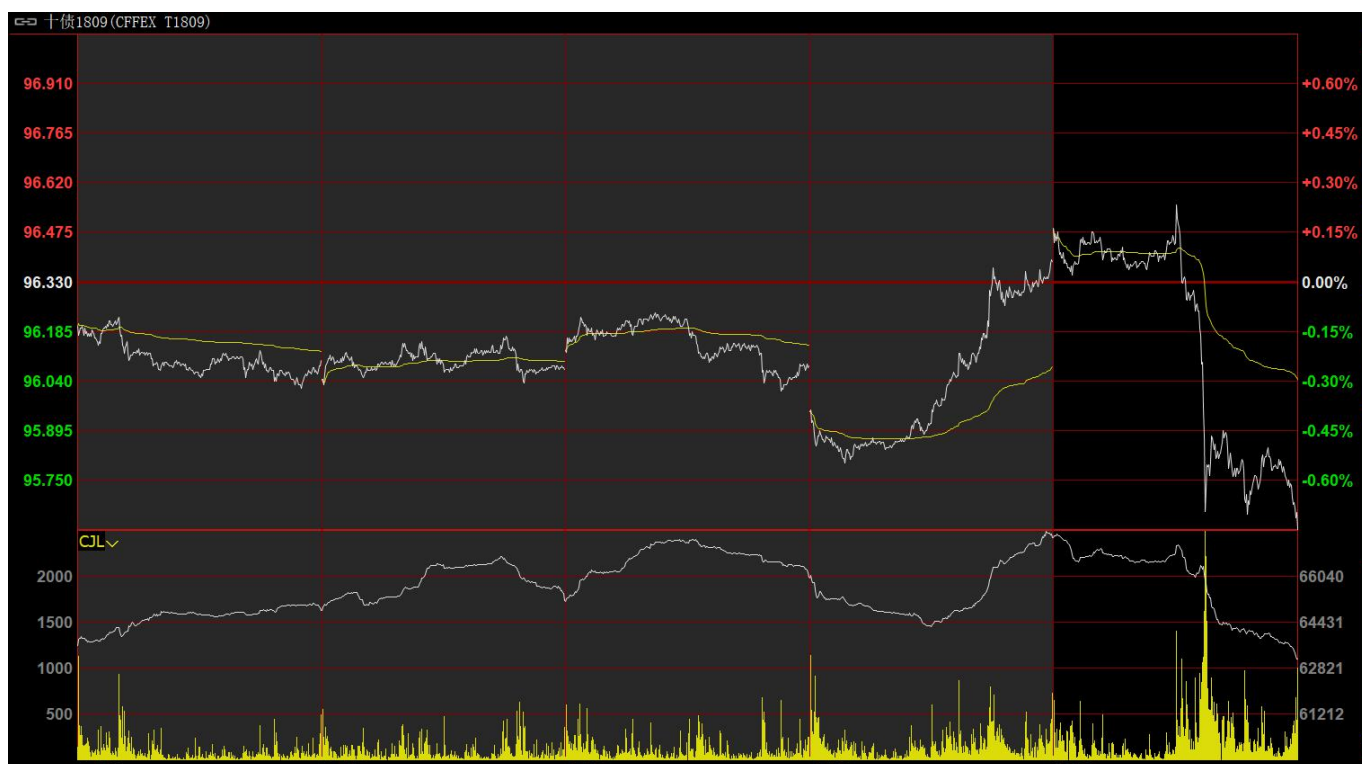
金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



## 一、行情回顾

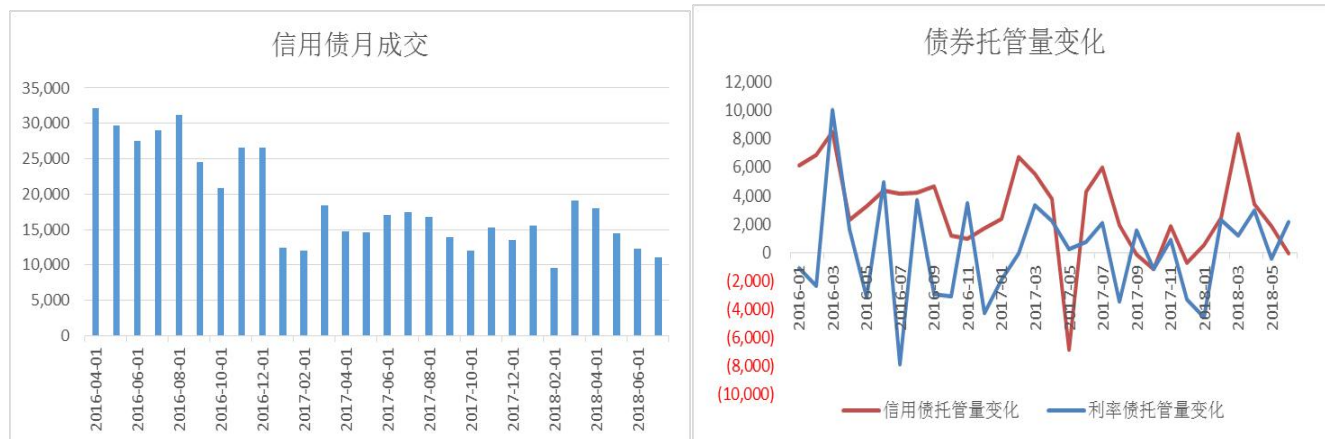
过去的一周债券市场消息满天飞，信用违约继续发酵引发相关债券价格大幅调整，央行官员和财政部官员就财政和货币政策互怼，央行和银保监会同时发声从贷款和信用债两方面支持小微企业贷款，国开行回应棚改贷款和审批权问题，但前半周国债期货走势整体平稳。周四中午传出资管新规周末可能出台，并且将大大放松，T1809 逆势上涨 0.4 元。周五中午收盘后媒体曝资管新规执行通知出台，午后国债期货大幅跳水 T1809 一度下跌 0.8 元，据说是因为《通知》允许公募投资非标。同日现券市场，活跃 10 年期国开债成交放量达 1100 笔，盘中收益率最高上行至 4.19%，最低 4.03%，收盘 4.13%，较前一日收盘价只高 1BP。



## 二、研究背景

年初以来，伴随表外融资的大幅收缩，社融大幅放缓，由信用收缩引发的信用风险问题不断爆发。信用违约事件频发，信用债成交缩量，导致市场风险偏好整体处于回落状态，利率债和信用债走势分化。2018 年 6 月信用债成交 12 万亿，低于去年同期 17 万亿，环比下降 1100 亿；6 月信用债全市场托管量 27 万亿，去年同期 25 万亿，环比下降 84 万亿。表外融资渠道限制，债券发行成本仍处高位，银行断贷、抽贷，传统依靠借新还

旧的小微企业经营现金流受到极大挑战。但与此同时，为了配合表外融资回表，宏观层面流动性一直保持充裕，上半年三次的定向降准以及6月美联储加息后央行没有跟调跟随上调公开市场操作利率，令整个债市对流动性宽松的预期在强化。由此我们看到利率债的牛市和信用债的熊市同时出现。



从近期监管层发声和监管文件的放松可以看出，信用收缩已经引发了足够的重视，监管层正着力解决其负效用。如果把7月18日央行窗口指导银行增配低评级信用债的操作看作政策组合的转向，即由年初的“宽货币+紧信用”转向“宽货币+宽信用”，那么尽管目前还没有达到“宽信用”的效果，但“宽信用”的预期已经形成！

（“宽货币”的“宽”不能再以M2进行衡量，因为外部美联储加息和内部去杠杆的背景下，不可能出现大水漫灌的操作，M2保持8%-9%的增速是常态，我们暂且以银行间市场的流动性作为衡量标准）。如果认可上述假设的成立，那么我们是什么时候讨论这轮利率债的牛市还有多少空间会结束！

### 三、研究方法

我们统计了2002年2016年以来的四轮牛市发现，“宽货币+紧信用”的政策组合中债牛出现的概率是100%，历史上四轮牛市中只有2013年11月-2016年8月的债券牛市起始于紧货币周期内。2013年11月-2014年4月名义增长已经出现回落，同期外汇占款增量较前期回升，宽货币以及形成，只是“正回购-逆回购-暂停逆回购-重启逆回购”的公开市场操作对债券市场心态形成冲击。另一方面，我们发现历史上当“宽货币+紧信用”向“宽货币+宽信用”转化后，往往意味着牛市走向尾声。

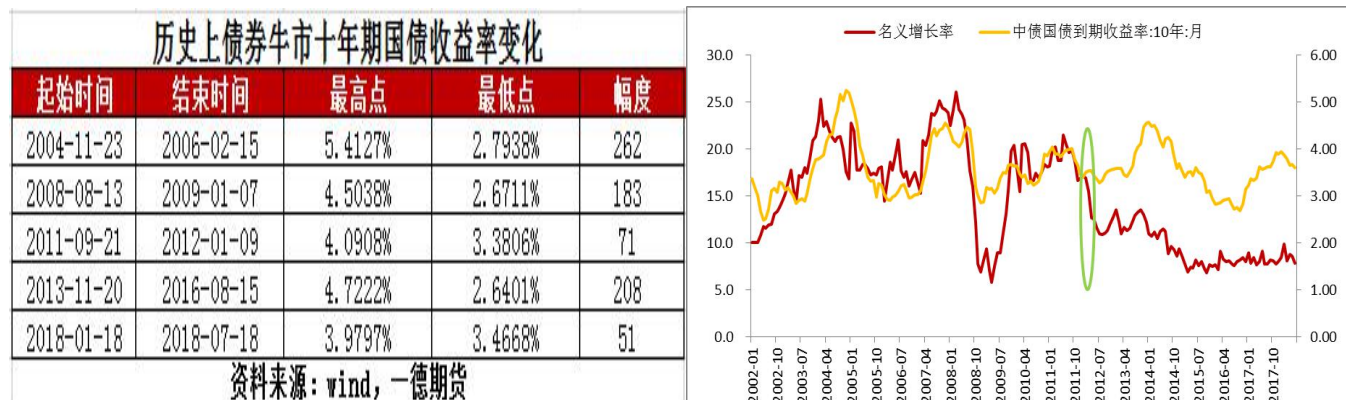
本文暂不讨论央行以何种方式宽信用，也不讨论哪种操作更为奏效，我们关注的是“宽信用”预期达成后，债牛还有多少空间。以政策预期转向为分割点，统计十年期国债和国开债收益率下行幅度。从政策背景上看，本轮债牛与2004-2006,2008-2009较为相似，即政策组合均有“宽货币+紧信用”转向“宽货币+宽信用”。这两轮牛市在政策转向前收益率下行幅度占整轮牛市的80%以上，由此我们推得在“宽信用”效果达成前，收益率还将有近20%的空间。对于本轮“宽信用”效果达成时间我们难以推断，但依据历史情况，预测十年期国债收益率向下还有10BP空间到3.3%，十年期国开债收益率向下还有20BP空间到3.8%。

就近期利率债操作建议，我们认为监管细则部分放松，特别是非标资产投资权限的放松，的确会分流部分利

## 宽信用后，债牛还有多少空间

2018. 7. 20

率债的配置力量。此外，业务监管变松，宏观流动性是否会由此收紧后期值得关注。但是去杠杆的大方针没有变，信用风险短期也难见缓解，总体来说配置利率债还是比较安全的，因此现券配置上建议回调买入。



**货币+信用组合**

序号	时期	货币+信用
1	2002. 01-2003. 06	宽货币+宽信用
2	2003. 06-2004. 11	紧货币+紧信用
3	2004. 11-2005. 12	宽货币+紧信用
4	2005. 12-2006. 04	宽货币+宽信用
5	2006. 04-2008. 02	紧货币+宽信用
6	2008. 02-2008. 09	紧货币+紧信用
7	2008. 09-2008. 12	宽货币+紧信用
8	2008. 12-2009. 07	宽货币+宽信用
9	2009. 07-2009. 12	紧货币+宽信用
10	2009. 12-2010. 07	紧货币+紧信用
11	2010. 07-2010. 12	紧货币+宽信用
12	2010. 12-2011. 11	紧货币+紧信用
13	2011. 11-2012. 07	宽货币+紧信用
14	2012. 07-2013. 05	紧货币+宽信用
15	2013. 05-2014. 04	紧货币+紧信用
16	2014. 04-2014. 07	宽货币+宽信用
17	2014. 07-2016. 09	宽货币+紧信用
18	2016. 10-2017. 12	紧货币+紧信用
19	2018. 01-2018. 07	宽货币+紧信用
20	2018. 07-?	宽货币+宽信用

资料来源：国信证券，一德期货

**历史上债券牛市十年期国债收益率变化**

起始时间	结束时间	最高点	最低点	幅度	政策变化日期	利率	阶段幅度已下行幅度占比	政策变化内容	
2004-11-23	2006-02-15	5.4127%	2.7938%	262	2005-12-31	3.1216%	229	87.48%	信用由紧变宽
2008-08-13	2009-01-07	4.5038%	2.6711%	183	2008-12-15	2.9186%	159	86.50%	信用由紧变宽
2011-09-21	2012-01-09	4.0908%	3.3806%	71	2011-11-01	3.7395%	35	49.46%	紧货币变为宽货币
2013-11-20	2016-08-15	4.7222%	2.6401%	208	2014-04-11	4.4521%	27	12.97%	货币、信用同时变宽
					2014-07-15	4.1571%	57	27.38%	信用由宽变紧
2018-01-18		3.9797%	3.4668%	51	2018-07-18				

资料来源：wind，一德期货

**历史上债券牛市十年期国债收益率变化**

起始时间	结束时间	最高点	最低点	幅度	政策变化日期	利率	阶段幅度已下行幅度占比	政策变化内容	
2004-12-27	2006-03-03	5.2414%	3.0251%	222	2005-12-31	3.4330%	181	81.60%	信用由紧变宽
2008-08-11	2009-01-09	5.3254%	3.0894%	224	2008-12-15	3.3841%	194	86.82%	信用由紧变宽
2011-09-19	2012-01-10	4.9203%	3.8775%	104	2011-11-01	4.3892%	53	50.93%	紧货币变为宽货币
2014-01-14	2016-10-20	5.9211%	3.0129%	291	2014-04-11	5.6510%	27	9.29%	货币、信用同时变宽
					2014-07-15	4.1571%	77	26.48%	信用由宽变紧
2018-01-19		5.1257%	4.0796%	105	2018-07-18				

资料来源：wind，一德期货

## 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。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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

一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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：0533-3586 709  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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：0535-2163353/2169678