短期或可做陡收益率曲线

国元期货 许雯

3 月以来国债期货走出了小幅震荡缓慢盘升的走势，期间 5 年期国债期货主力合约 TF1906 与 10 年期主力合约 T1906 的价差逐步走低。在此背后的现货收益率表现是 10 年期国债收益率从 3 月初的 3.2%左右缓慢震荡下行至 3.1%左右，同时 5 年期国债收益率受资金面影响更大一些，在 3.0-3.1%区间波动，10 年-5 年期收益率差下行至 6-10BP 之间。国债收益率曲线的中长端已经属于较为扁平的形态。从 2002 年以来的历史数据来看，6-10BP 的 10 年-5 年期国债收益率差大概处于 4%-8%的分位数，属于偏低水平。

目前国债期货价格处于高位，部分交易者担心继续持多风险较高，这种担忧一方面来自预期二季度基本面回暖债市回调，另一方面来自担心机构的套保交易对国债期货价格造成不利影响。对此我们虽不完全认同，但也不能排除这种可能性。考虑到目前 10 年-5 年期收益率差处于历史极低位置，现阶段短期或可以选择做多 10 年-5 年国债收益率差，或者说做陡收益率曲线的中长端，此策略风险较低。

首先从基本面上来分析，1-2 月份经济数据显示，经济基本面对债市仍有利。2019 年 1-2 月工业增加值同比增速 5.3%，增速较 2018 年 12 月份回落 0.4 个百分点，降至 17 年来最低水平，可见工业生产开局较弱，经济增长动能下降。在去年去杠杆、调结构的过程中，经济面对一定的下行压力时依然保持了较强的韧性，其中产出指标属于较强的指标，产出对经济起到了支撑作用。不过自 2018 年 9 月份工业增加值同比增速跌破的 6.0%的 2015-2018 长期平台，这可能是一次产出下滑趋势的开始。此轮汽车、出口方面对产出的拖累较大。3 月以来发电增速小幅回升工业生产有望短期企稳，但经济运行有巨大的惯性，需求不足对产出的负面影响或仍将延续。因此在市场普遍预期名义 GDP 增长率下降的情况下，基本面对中长期国债的价格有较强的支撑。

从资金面来分析，3 月中下旬以来资金面同时受到税期、季末、MLF 到期回笼及地方债缴款等多种因素的影响，资金利率尤其是跨季资金利率升幅较大。受到资金面的影响，国债收益率曲线短端有一定的上行，收益率曲线形态走平。其中 5 年期国债期货价格也受到了一定程度的资金面压力。税期的季度影响主

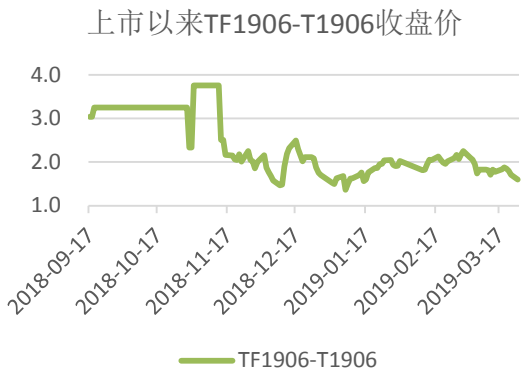
要是企业所得税的季度预缴导致财政存款增加抽取市场流动性，这个影响在 4 月中旬之后就消失了。MLF 到期回笼主要是在今年 1 月份宣布降准时央行明确说明一季度 MLF 不续做，下个季度到期的 MLF 央行则可根据市场情况决定续做或不续做，这个压力也消失了。因此我们判断平稳渡过季末之后 4 月初资金利率大概率会下行，同时带动收益率曲线短端下行，对中期国债的资金面压力消除，10 年-5 年国债收益率差具备走阔的可能性。

近期美国国债收益率倒挂引起了广泛的市场讨论，并引起了对我国国债收益率曲线形态的担忧。我们认为中债国债收益率曲线出现倒挂的可能性极低。上一次国内出现国债收益率曲线倒挂是在 2017 年二季度末，当时财政部决定于 2017 年 6 月 20 日开展首次国债做市支持操作，修复了收益率倒挂。之后为提高国债二级市场流动性，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，财政部多次开展国债做市操作。2018 年共开展操作 12 次、券面总额 206.2 亿元。我们认为财政部任有关键期限国债收益率倒挂的可能性较低，因此 10 年-5 年国债收益率差可能会处于低位但走负的概率较小，做多的风险较低。

最后从货币政策上来看，2019 年的货币政策更加着眼于稳定总需求、更加注重逆周期调节，同时比较重视疏通信用的传导机制，整体偏暖。外部环境上由于经济数据回落压力增大，美联储停止加息，全球流动性压力减轻，中国货币政策的外部压力减轻。因此结合基本面趋势判断，货币政策基调短期内没有出现转向的迹象，债市虽在高位但任有支撑。

综上所述，我们认为基本面与政策面对现阶段的国债价格仍有支撑，随着跨季之后资金利率下降做多 10 年-5 年国债收益率差交易有获利的机会。同时财政部出于维护国债收益率曲线正常结构的国债做市支持操作的政策使该策略面临的亏损风险较低。

数据来源：Wind 资讯，国元期货



数据来源：Wind 资讯，国元期货