

# 利率债短端机会更大，密切关注政策转向的可能性

## 利率债大涨快评

### 相关研究报告：

《10月降准点评》--2018/10/07

《理财业务监督管理办法点评》

--2018/09/29

《9月份美联储加息点评》

--2018/09/27

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

### 报告摘要

#### 事件：

10月11日，股市大跌，但利率债大涨，10年期国债期货TF1812上涨0.41%，现券收益率同样下降明显。

#### 投资要点：

**全球股市暴跌带来的避险情绪提振利率债。**

今日之前利率债并未明显走强，相反在降准之前利率债连续5个工作日上涨，因此部分观点认为之前的上涨已经反映了降准的预期。但是我们知道节后最后一天降准1%从时点和幅度上看都是超出市场预期的。虽然今天利率债大涨主要是因为全球股市暴跌导致避险情绪提升。但这也引起了降准之后利率债中长期走势如何的讨论。

**超预期降准淡化了流动性的担忧。**

在节前制约利率债进一步走强的因素主要有三个：通胀预期、美债收益率以及流动性扰动。降准政策公布之后，市场对于流动性的担忧大幅度淡化。10月缴税大月、地方债、巨额MLF到期等可能给流动性带来扰动的因素都被降准给化解。市场主要考虑额外释放的流动性在选择资产配置的时候倾向于哪一类。

**通胀与美债等制约因素仍然存在。**

但是降准没有改善制约利率债进一步走强的另两个因素：通胀预期抬头以及美债收益率持续提升。虽然今年底因为去年的过高基数不会发生恶性通胀，但是明年上半年新涨价因素仍然存在而且今年上半年基数较低，通货膨胀的担忧变得较为现实，金融市场表现提前一个季度，因此四季度市场对通货膨胀的担忧将持续存在。

虽然从逻辑上说中美利差走平乃至倒挂都是有可能的，但是美债收益率持续提高在操作层面会真实影响国内利率债投资者的交易决策。当美债收益率进一步提升，国内利率债的抛盘压力也会变大，因此中美利差收窄也会制约国内国债收益率进一步下行。

**利率债短端品种上涨空间或大于长端。**

降准之后上述三个变量的变化会对利率债不同期限的品种产生不同的影响。流动性超预期充足使得短端利率债品种上涨概率与空间更

大，而通胀与美债因素使得长端利率债品种涨幅有限，利率债不同期限的品种表现将出现分化。

**房地产对经济的拖累或在四季度或明年有所体现。**

另外一个市场尚未察觉到的变量是房地产对经济数据的拖累可能在四季度和明年上半年有所体现。房地产企业降价促销现象开始在多地显现，说明房地产企业的资金链已经达到了比较紧张的状态。土地购置费的增长势必会明显下降进而拖累房地产投资增速；降价预期的逐步形成最终也会导致房地产销售增速再次下滑。前三个季度房地产对经济的贡献持续超预期，在四季度或明年上半年其对经济开始产生拖累作用，这无疑对利率债而言是一个利好。

**政策是否转向有待观察，表外融资变化是关键。**

央行降准与财政部研究减税政策几乎同步，这意味着之前央行与财政部相互掐架以各让一步妥协而结束。这背后可能意味着央行货币政策的转向：去杠杆强监管态度转向温和。如果这种转变是真实的，宽信用可能被打通，对于资产配置而言城投债与产业债的吸引力将高于利率债。但是这与供给侧改革的大方向似乎有所违背，因此还需要观察以待确认。我们认为未来几个月社融数据中如果表外融资恢复明显则意味着政策真正的发生转向。

**风险提示：**

人民币兑美元汇率贬值超预期；

猪周期提前提升通胀预期；

中美贸易战再升级。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

---

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。