

▶年报·国债

金融监管持续，下跌仍有空间

倍特期货·研究发展中心

2017年12月22日

2018年由经济保持中速增长、全球加息周期、金融监管导致的债券收益率上升将会持续，国债期货价格将走低。

相关报告：

《资管新规落地、监管偏严，多空焦灼》

分析师：赵寰宇

从业资格号：F3040448

联系电话：13438829881

QQ：876156189

要点：

- ◆ 经济基本面较好，尤其是进出口增长
- ◆ 金融监管将持续进行
- ◆ 资金面稳中偏紧
- ◆ 全球进入加息周期

观点和操作策略：综合分析，2018年国债期货市场的主导因素是金融监管和经济基本面走向以及全球加息周期。笔者对2018年国债期货价格走势维持“下跌”的看法，预计五年期国债期货主力合约92至97波动，十年期国债期货主力合约88至95波动。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、基本因素分析

2018 年国债期货价格在经济基本面较好，金融监管，资金面稳中偏紧和全球进入加息周期的情况下仍有下跌空间。

2018 年经济基本面较好，尤其是进出口增长，消费将维持 2017 年的增长速度，但固定投资增速回落。预计 2018 年 GDP 增速在 6.6%左右，其中进出口将在欧美经济复苏的带动下呈现较快的增长，对 GDP 增速有较强的推动，预计进出口增速在 15%至 18%；社会消费品零售总额增速保持 2017 年增速，预计在 10%左右；全国固定投资增速将延续 2017 年的下滑趋势大概率回落，预计在 6.3%左右，这也是 2018 年 GDP 增速下滑的一个风险点。总体上进出口增长对经济的推动作用大体弥补固定投资增长回落带来的影响，2018 年 GDP 增长无忧。

金融监管将持续进行。12 月的中央经济工作会议提出“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。”金融监管将在 2018 年成为常态，对利率上涨起到一定推动作用，使得国债期货下跌。

资金面稳中偏紧。中央经济工作会议认为“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。”在不发生系统性风险的前提下，2018 年货币政策稳中偏紧，对利率上涨起到推动作用，且在保持汇率基本稳定的约束下，国外加息的影响将传递至国内利率市场。

全球进入加息周期。2018 年，全球主要经济体将处于加息周期中，预计美联储将在 2018 年渐进进行 3 次加息。在美国减税和加息的带动下，欧洲原定于 2019 年的加息很大概率将提前至 2018 年进行。此外，英国和韩国已在 2017 年进行了加息。在全球加息的背景下，中国大概率在 2018 年跟随加息，推动国债利率上涨。

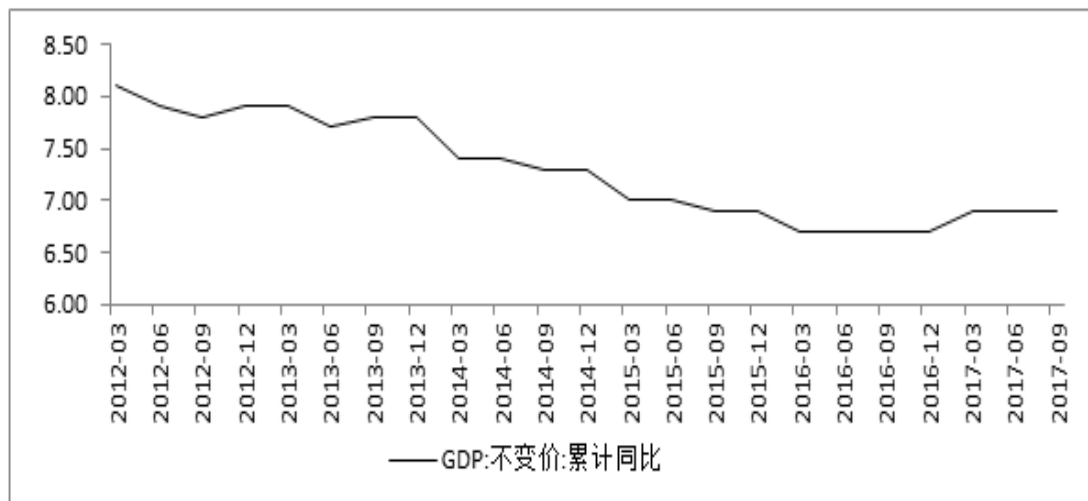
（一）GDP 增速仍有韧性

2017 年前三季度国内生产总值 593288 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%，比上年同期加快 0.2 个百分点。从 10 月和 11 月的经济数据来看，2017 年第四季度 GDP 增速大体维持前三季度走势，2017 年全年 GDP 增速有望达到 6.8%。

2018 年，在欧美经济复苏导致的进出口快速增长的带动下，GDP 增速预计达到 6.6%。社会消费品零售总额增速将保持 2017 年增长速度，不过 2018 年房地产投资增速下滑导致的全国固定资产投资增速回落会拖累 GDP 增长。总体上，进出口增长对经济的带动作用强于固定资产投资增长回落带来的影响，2018 年 GDP 增长仍有韧性。

在 2018 年 GDP 增速仍有韧性的背景下，国债期货缺乏上涨支撑。

图 1: GDP 仍有韧性



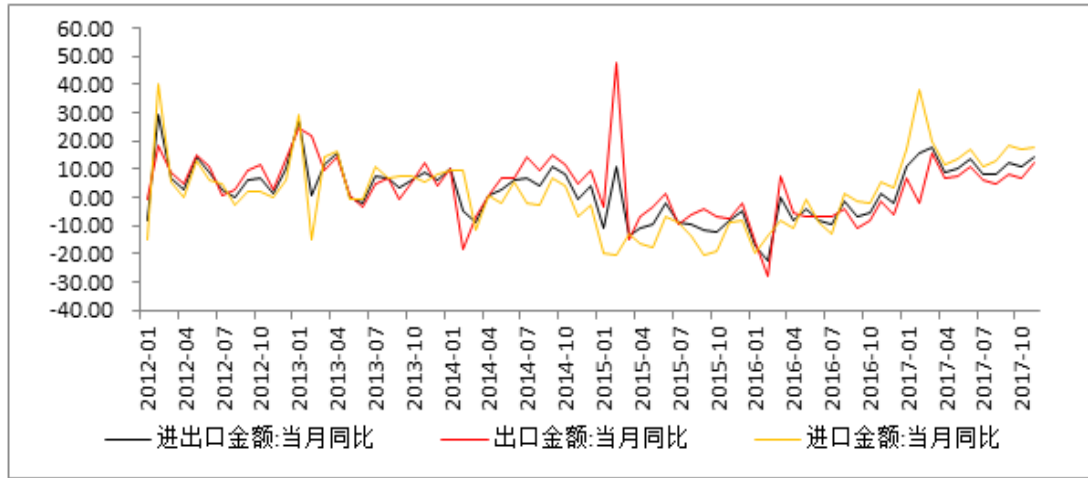
(来源: wind 数据库)

(二) 进出口高速增长

2017 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 20.29 万亿元人民币，比去年同期增长 16.6%。其中，出口 11.16 万亿元，增长 12.4%；进口 9.13 万亿元，增长 22.3%；贸易顺差 2.03 万亿元，收窄 17.7%。且 10 月和 11 月进出口增长分别达到 11.2%和 14.7%，全年有望实现两位数的高速增长。

2018 年在欧美经济持续复苏的带动下，进出口大概率保持 2017 年的高速增长。进出口的增长大体能够抵消固定资产投资增速回落造成的不利影响。

图 2：2017 年进出口高速增长



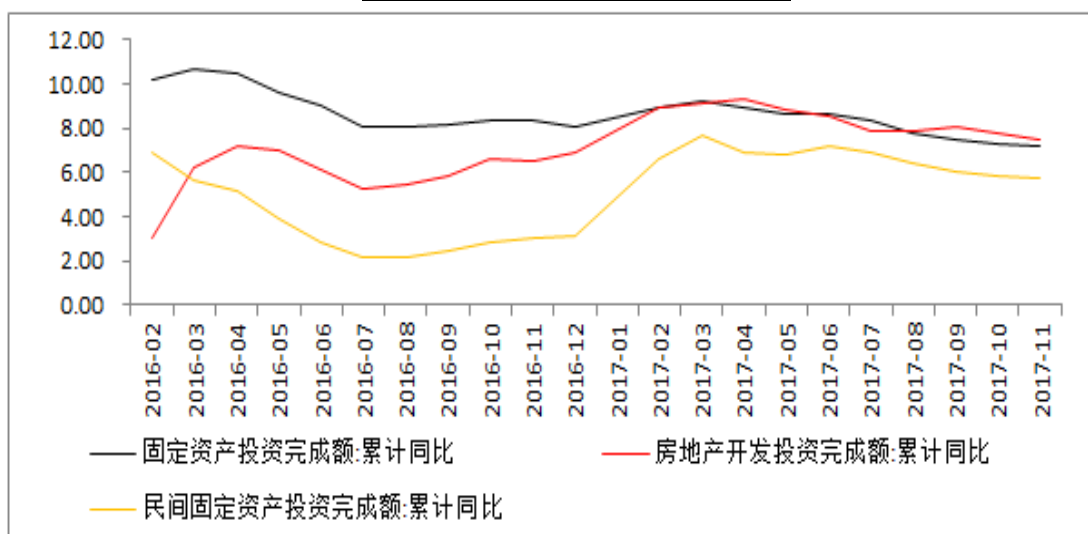
(来源: wind 数据库)

(三) 全国固定资产投资增速继续回落

2017 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）575057 亿元，同比增长 7.2%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。从环比速度看，11 月份比 10 月份增长 0.53%。分产业看，第一产业投资 18979 亿元，同比增长 11.4%，增速比 1-10 月份回落 1.7 个百分点；第二产业投资 214618 亿元，增长 2.6%，增速回落 0.1 个百分点；第三产业投资 341460 亿元，增长 10.1%，增速提高 0.1 个百分点。12 月由于冬季因素固定投资增速预计延续回落态势。

2018 年房地产开发投资受地产调控影响预计延续 2017 年回落走势。受此影响 2018 年全年固定投资增速大概率出现回落走势，对 2018 年 GDP 有所拖累。

图 3：2017 年全国固定资产投资回落



(来源: wind 数据库)

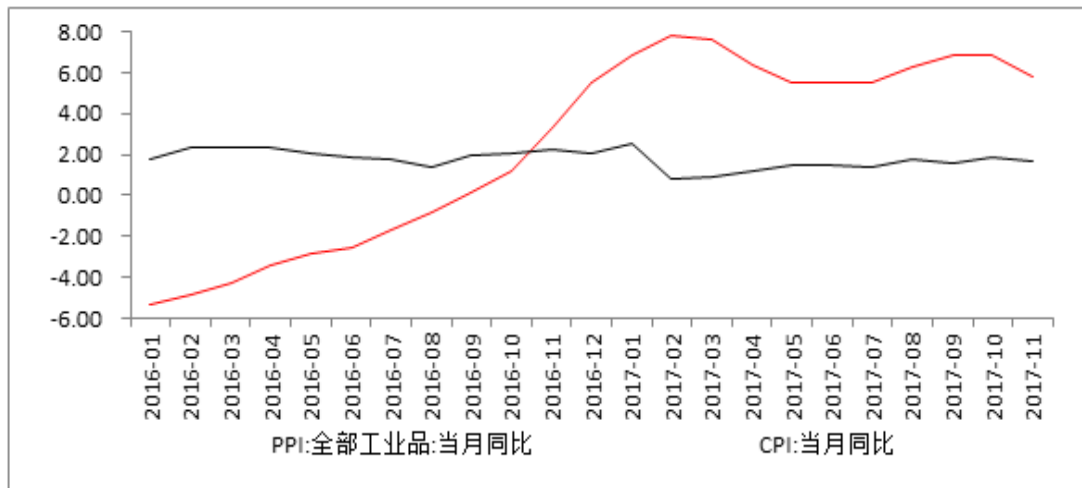
（四）物价指数 CPI 回到 2%且 PPI 向 CPI 收敛

2017 年居民消费价格指数 CPI 从 2 月起连续 10 个月低于 2%。生产价格指数 PPI 在国内供给侧改革推动下呈现前高后回落的走势，并在 2017 年 6 月由国际油价上涨推动下小幅上升，但 PPI 总体呈现向 CPI 收敛的走势。

2018 年，在巩固供给侧改革的推动下，PPI 将保持较高水平，并带动 CPI 上涨。预计 2018 年 PPI 数据将在 5%左右运行，CPI 数据回到 2%以上。同时在全球经济复苏的背景下，大宗商品价格上涨也将推动国内物价水平上涨。

在物价水平上涨的支撑下，利率将呈上涨走势，对国债期货价格形成下跌压力。

图 4：物价指数 CPI 和 PPI



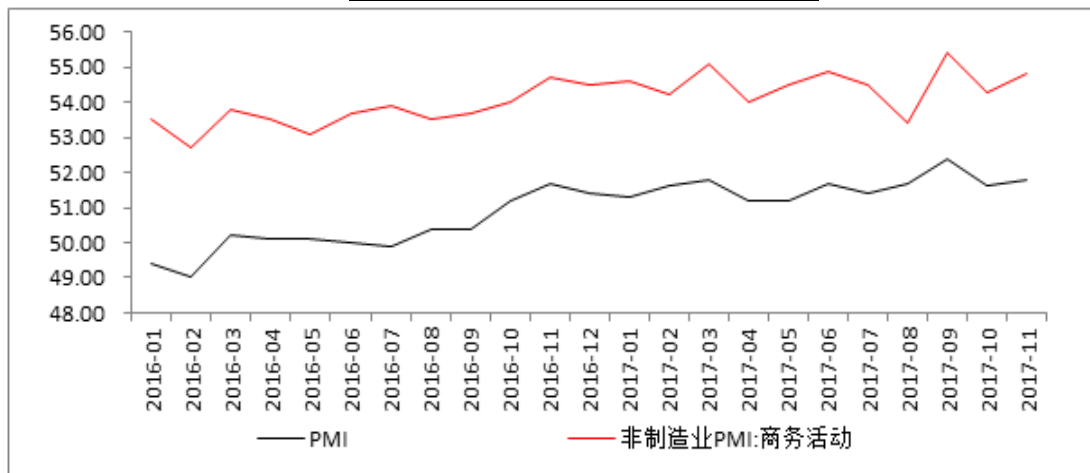
（来源：wind 数据库）

（五）PMI 高于荣枯线

2017 年 1 月至 11 月，制造业采购经理指数 PMI 均在 51 以上，非制造业 PMI 也在 54 以上，有望全年 PMI 数据在 50 以上。从 11 月数据来看，分企业规模看，大型企业 PMI 为 52.9%，比上月微落 0.2 个百分点，继续在扩张区间内平稳运行；中型企业 PMI 为 50.5%，比上月上升 0.7 个百分点，重回临界点之上；小型企业 PMI 为 49.8%，比上月回升 0.8 个百分点，抵近临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。

2018 年在“积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构”的财政政策取向下，PMI 数据预计延续 2017 年的数据，经济增长有韧性。

图 5：2017 年制造业 PMI 和非制造业 PMI



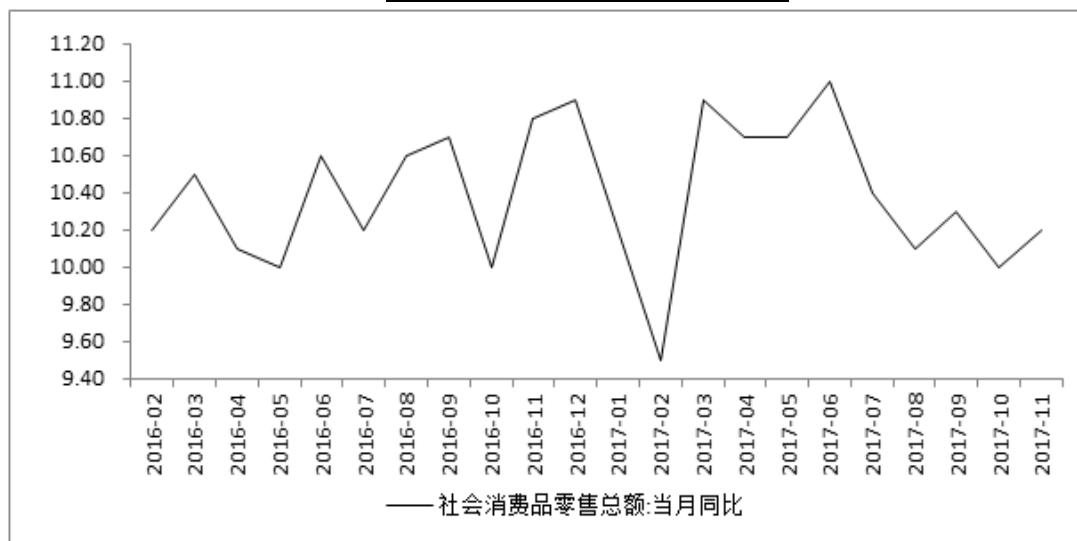
(来源：wind 数据库)

(六) 社会消费品零售总额平稳增长

2017 年 1-11 月份，社会消费品零售总额 331528 亿元，同比增长 10.3%，限额以上单位消费品零售额 145753 亿元，增长 8.3%。其中，11 月份社会消费品零售总额 34108 亿元，同比增长 10.2%，限额以上单位消费品零售额 15779 亿元，增长 7.8%。预计 12 月社会消费品零售总额同比增长不低于 9.5%，全年有望增长 10%以上。

2018 年在供给侧改革促使消费升级的驱动下，社会消费品零售总额增长预计达到 10%的增长速度。在消费增长的带动下，全年 GDP 增速有很大的回旋空间，消费大体抵消固定资产投资增速下滑所带来的不利影响。

图 6：2017 年社会消费品零售总额



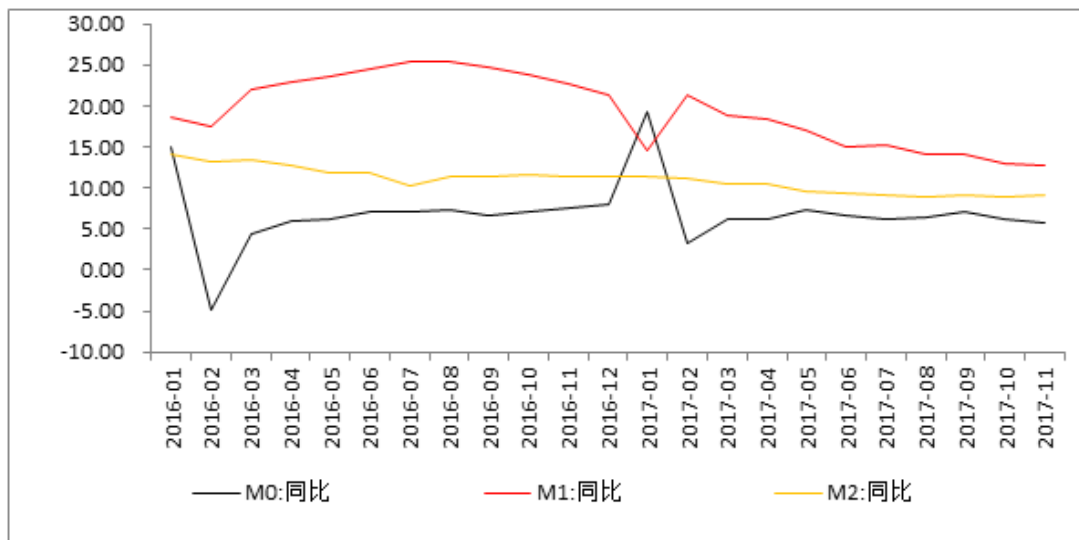
(来源：wind 数据库)

（七）货币供应量稳中偏紧

2017年在金融降杠杆和金融监管的持续进行下，货币供应量增长较以往有较大幅度回落，尤其是旨在解决金融业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管等问题的资产管理新规意见稿提出后，银行理财产品资金余额呈下降走势。原有呈两位数增长的M2数据在降杠杆的作用下进入9%左右的中高速增长。

2018年，在稳健中性的货币政策和金融监管下，银行表外业务回归表内，货币的派生能力下降，M2增长速度将维持在一个中高速增长水平上，货币供应量将进入稳中偏紧的状态，利率呈上涨走势。

图 7：2017 年货币供应量



（来源：wind 数据库）

（八）利率处于加息周期

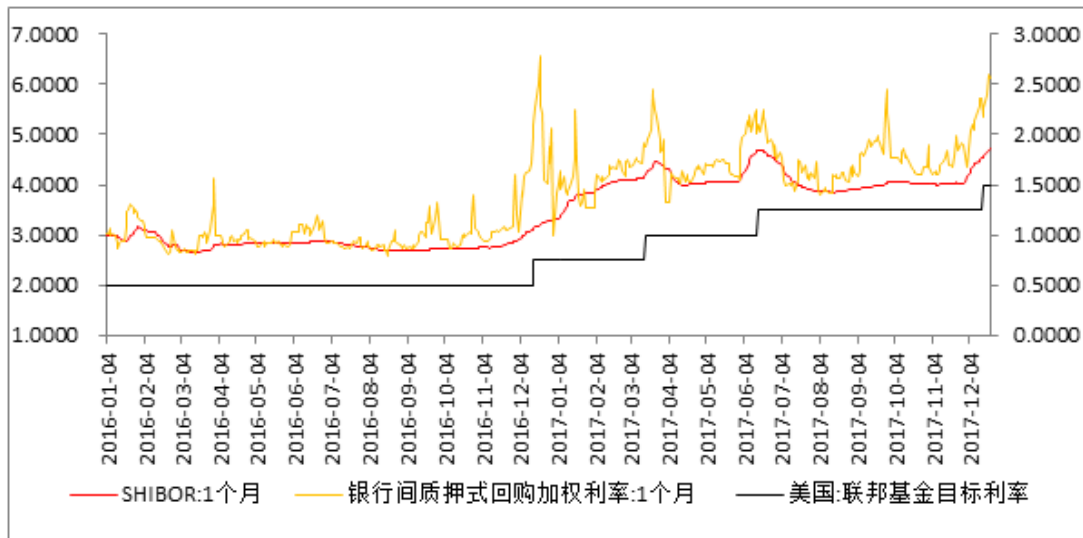
2017年，在美国加息的带动下全球开始进入加息周期。2017年12月14日，美联储进行了当前加息周期的第5次加息，也是2017年内的第三次加息，将基准利率区间调升25个基点，从1.0%-1.25%上调至1.25%-1.5%。在此之前，11月2日英国央行上调基准利率25个基点，从0.25%提升至0.5%；11月30日韩国央行宣布将基准利率从1.25%上调至1.50%。

在今年美国进行的3次加息后，中国都跟随进行了加息，使上海SHIBOR利率从2016年3%附近的均值水平上涨至4%附近的均值水平，银行间质押式回购加权利率也从2016年3%附近的均值上涨至4.5%附近的均值水平。

2018年，在美国加息的带动下，将有更多国家央行跟随美国加息步伐。在国外加息背景下，中国央行坚持2018年中央经济工作会议“保持人民币汇率在合理均衡水平”的汇率目标将推动中国基准利率上涨。同时，中性的货币政策使资金面稳中偏紧增加了基准利率上涨的概率。预计2018年上

海 SHIBOR 利率从 2017 年 4%附近的均值水平上涨至 4.6%附近的均值水平, 银行间质押式回购加权利率也将从 2016 年 4.5%附近的均值水平上涨至 5%附近的均值水平。

图 8: SHIBOR 利率和银行间质押式回购加权利率



(来源: wind 数据库)

二、技术分析

国债期货指数今年从高位下跌。五债期货指数从年初 99.44 下跌至 96.42, 十债期货指数从年初 97.24 下跌至 92.85, 延续了 2016 年 10 月开始的下跌。均线系统上, 10 日、20 日、40 日和 60 日均线呈从低到高排列, 表明国债期货指数将沿着下跌通道运行。2018 年国债期货指数将下跌。

图 9: 2017 年五债期货走势



(来源：文华财经)

图 10：2017 年十债期货走势



(来源：文华财经)

三、结论

2018 年经济仍有韧性，GDP 增速预计在 6.6%左右，进出口将以 15%至 18%的速度增长，社会消费品零售总额增速预计在 10%左右，不过全国固定投资增速回落，预计以 6.3%的速度增长。总体上，进出口增长对经济的推动作用强于固定投资增长回落带来的影响，2018 年 GDP 增长无忧。

在稳健中性的货币政策和金融监管下，M2 增长速度将维持在一个中高速增长水平上，货币供应量将进入稳中偏紧的状态。

在美国加息的带动下，更多国家的央行将跟随美国加息步伐。中国央行在国外加息背景下坚持 2017 年中央经济工作会议的保汇率目标将推动中国基准利率上涨。且中性的货币政策使资金面稳中偏紧增加了基准利率上涨概率。预计 2018 年上海 SHIBOR 利率从 2017 年 4%附近的均值上涨至 4.6%附近的均值水平，银行间质押式回购加权利率也将从 2016 年 4.5%附近的均值上涨至 5%附近的均值水平。

综合分析，笔者对 2018 年国债期货价格走势维持“下跌”的看法，预计五年期国债期货主力合约 92 至 97 波动，十年期国债期货主力合约 88 至 95 波动。

❖ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com