

期债短期走势波折 但长期依旧看好

报告日期 2015-09-25

主要观点

行情回顾。节前消息面相对平淡，本周除财新 PMI 外无重要经济数据公布，期债市场仍处在震荡格局中，走势一波三折。周四、周五两天期债表现颇为强劲，一方面是因为 PMI 数据欠佳显示三季度 GDP 有破 7 可能，基本面对期债而言较为乐观，另一方面是央行 14 天逆回购稳固了市场信心。5 年期主力合约 TF1512 收盘报 98.900 元，周涨幅 0.20%，10 年期主力合约 T1512 收盘报 96.655 元，周涨幅 0.28%。

PMI 创 2009 年 3 月以来新低。内需疲弱、外需没有明显改善，加上库存积压，制造业运行明显放缓，经济疲弱态势依旧，基本面对债市的支撑仍在。但“基本面差，资金面宽松”的预期已得到广泛认可，并且股市震荡导致大量避险资金流入固定收益市场，利率债市场的风险也在逐步增大，期债市场频繁大幅的波动也显示期债市场近期走势受股市、资金面、市场情绪的影响愈发明显。关注 3 季度 GDP 数据是否破 7，将是期债后期走势的一个关键点。

利率债市场收益率下行。国债、国开债收益率曲线继续平坦下行，一级招标结果也大部分优于二级市场情况，显示债券牛市的行情并没有结束，中长期收益率下行仍可期。。

后期走势。整体而言，由于近期股市动荡，消息面较活跃且市场情绪频繁波动的影响，期债短期仍处在震荡格局。但高频经济数据显示工业疲弱，经济下行压力较大，以及宽松货币政策预期都对债市后期走势有着良好的支撑。随着汇改的进行，人民币贬值企稳，资金面压力得到缓解，市场情绪得到提振，想必债牛的行情还有很长的路要走。期债方面，近期需要关注股市日内大幅波动对资金的影响，逢低短线做多，切忌盲目追高，前期多单可继续持有。

研究所

分析师

阳洪

执业证书编号：F0295330

投资咨询号：Z0011206

电话：010-84180307

邮件：yanghong@guodu.cc

联系人

罗玉

电话：010-84183098

邮件：luoyu@guodu.cc

目 录

一、行情回顾	4
二、债市基本面分析	4
(一) 宏观经济	4
(二) 央行政策	5
三、债券市场表现	5
(一) 货币市场	5
四、后市展望	7

插图

图 1 TF 主力合约走势	4
图 2 T 主力合约走势	4
图 3 财新 PMI	5
图 4 PMI 分项指数	5
图 5 美元对人民币中间价	5
图 6 央行公开市场操作	5
图 7 SHIBOR 利率周变化	7
图 8 银质押利率周变化	7
图 9 国债收益率周变化	7
图 10 国开债收益率周变化	7

一、行情回顾

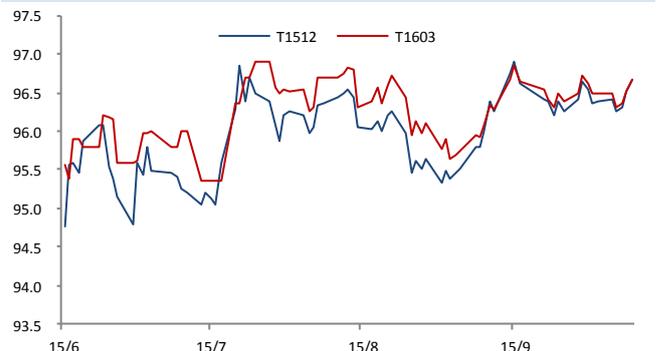
节前消息面相对平淡，本周除财新PMI外无重要经济数据公布，期债市场仍处在震荡格局中，走势一波三折。周四、周五两天期债表现颇为强劲，一方面是因为PMI数据欠佳显示三季度GDP有破7可能，基本面对期债而言较为乐观，另一方面是央行14天逆回购稳固了市场信心。5年期主力合约TF1512收盘报98.900元，周涨幅0.20%，10年期主力合约T1512收盘报96.655元，周涨幅0.28%。

图 1 TF 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

（一）宏观经济

9月23日公布的中国9月财新制造业PMI预览值为47.0，跌至2009年3月以来最低值，已连续7个月低于枯荣线。其中新订单指数、新出口订单指数、就业指数等也未改下滑态势，而产成品库存快速增长也显示了工业产能过剩的情况并没有明显缓解，制造业企业被动补库存导致产成品库存积压严重。发电量同比涨幅也在收窄，工业生产活动放缓，工业面仍缺少对稳增长政策的积极反应。

内需疲弱、外需没有明显改善，加上库存积压，制造业运行明显放缓，经济疲弱态势依旧，基本面对债市的支撑仍在。但“基本面差，资金面宽松”的预期已得到广泛认可，并且股市震荡导致大量避险资金流入固定收益市场，利率债市场的风险也在逐步增大，期债市场频繁大幅的波动也显示期债市场近期走势受股市、资金面、市场情绪的影响愈发明显。关注3季度GDP数据是否破7，将是期债后期走势的一个关键点。

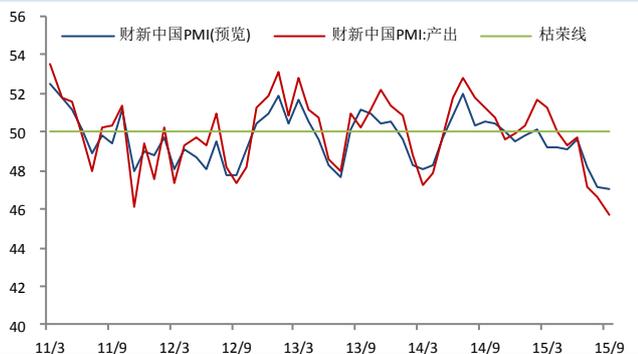
虽美联储暂未加息，但美元在美国经济复苏的大环境下维持升值的预期在不断增强，汇改以来，我国资本流出压力不断加剧。本周人民币兑美元

元汇率贬值178BP，即期汇率贬值103BP，人民币贬值已逐渐有走稳趋势。决策层多次公开表示人民币不存在长期贬值的基础，维护人民币汇率稳定的意图明显。并且从货币市场利率来看，市场流动性保持在一个紧平衡的状态，汇率波动对流动性的影响并没有预期的那么可怕。可以看出虽然存在对汇率波动的担忧，但市场流动性还保持在一个可控的范围内，货币政策宽松的背景下，债市将在较长的一段时间内保持强势。

（二）央行政策

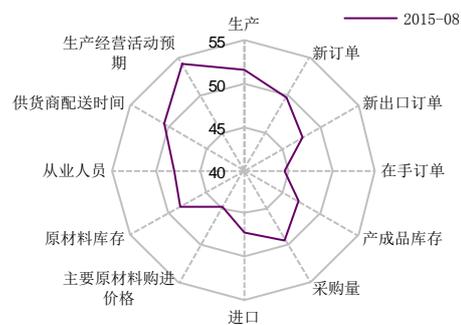
央行在本周依旧采取了一系列公开市场操作来稳定市场流动性，于21、22、24日分别开展400亿元、500亿元和800亿元逆回购操作，单周净投放400亿元，上周为净回笼1400亿元，环比增加1800亿元，7天逆回购利率维持在2.35%。

图3 财新PMI



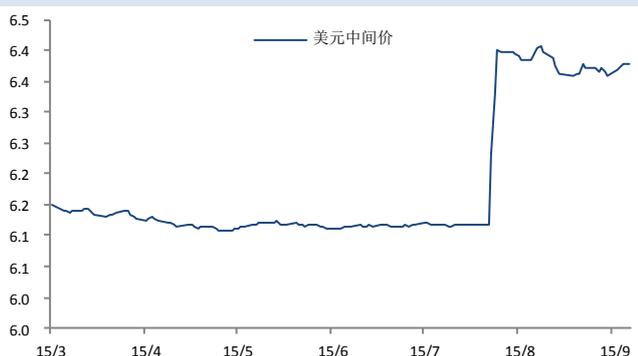
数据来源：Wind、国都期货研究所

图4 PMI分项指数



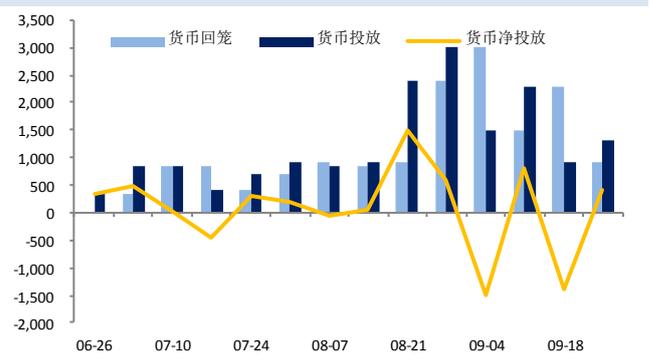
数据来源：Wind、国都期货研究所

图5 美元对人民币中间价



数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 央行公开市场操作



数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

（一）货币市场

央行网站9月23日发布的2015年8月份金融市场运行情况显示，2015年1-8月份，货币市场成交量共计296.9万亿元，同比增长86.7%。8月份货币市场成交量共计45.1万亿元，同比增长98.5%，环比降低13.5%。其中质押式回购成交37.2万亿元，环比降低13.7%；买断式回购成交1.9万亿元，环比降低20.2%，同业拆借成交6.0万亿元，环比降低9.8%。8月份，同业拆借月加权平均利率为1.79%，较上月上行28个BP；质押式回购月加权平均利率为1.79%，较上月上行36个基点。

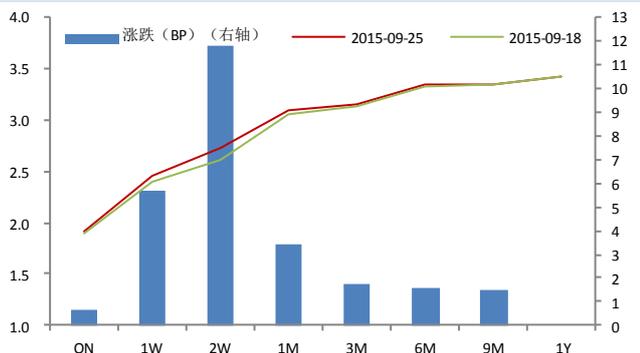
资金成本的回升在一定程度上影响了债市的表现，但回购利率的上涨仅是相对年内低点而言，资金面整体仍保持在一个较为宽松的状态。而且从央行的公开市场操作来看，短期资金成本不存在上涨的空间，年内债券市场趋势没有改变。

（二）利率债市场

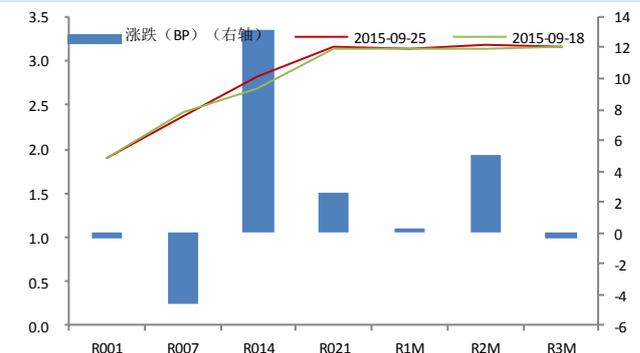
从债券市场发现情况看，2015年1-8月份，债券市场累计发行债券12.6万亿元，同比增长62.8%。8月份债券市场共发行各类债券2.1万亿元，同比增长65%，环比减少7.7%。其中国债发行1945.1亿元，地方政府债发行4803.2亿元，金融债券发行2460.2亿元。截至8月末，债券市场总托管余额为42.3万亿元，其中国债托管余额为9.7万亿元，地方政府债托管余额为2.9万亿元，金融债券托管余额为13万亿元。从债券市场运行情况来看，108月份，银行间市场现券交易累计成交50.1万亿元，日均成交3020.7亿元，同比增长102.5%。8月份，银行间债券市场现券成交8.2万亿元，日均成交2888亿元，同比增长138.9%，环比降低0.9%。

一级市场方面，22日，国开行招标五期债，1、3、5、7、10年期中标结果分别为 2.50%、3.2293%、3.46%、3.7917%和 3.7084%，均低于二级估值水平；对应投标倍数为 4.42 倍、3.82 倍、4.19 倍、3.93 倍和 2.77 倍。23日，农发行增发三期固息债，财政部招标 3 年期国债。招标结果显示，农发行增发 5、7、10 年期固息债发行参考收益率分别为 3.5731%、3.8515%和 3.8934%，投标倍数为 2.79 倍、2.68 倍和 2.15 倍。财政部 3 年期国债中标利率 2.92%。

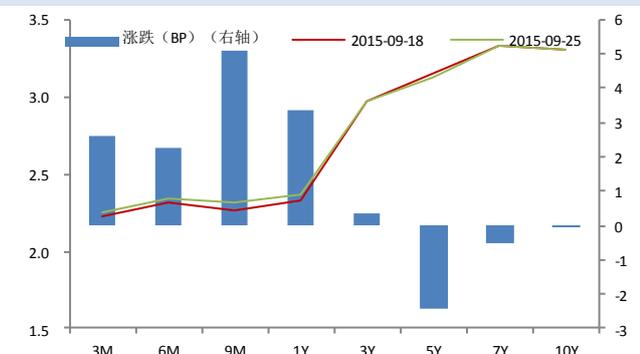
国债、国开债收益率曲线继续平坦下行，一级招标结果也大部分优于二级市场情况，显示债券牛市的行情并没有结束，中长期收益率下行仍可期。

图 7 SHIBOR 利率周变化


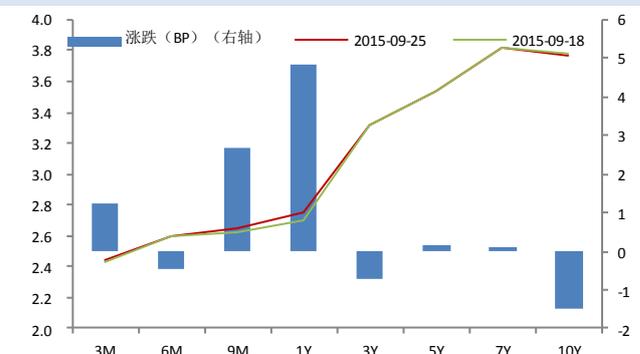
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 银质押利率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 国债收益率周变化


数据来源: Wind、安国都期货研究所

图 10 国开债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

四、后市展望

整体而言,由于近期股市动荡,消息面较活跃且市场情绪频繁波动的影响,期债短期仍处在震荡格局。但高频经济数据显示工业疲弱,经济下行压力较大,以及宽松货币政策预期都对债市后期走势有着良好的支撑。随着汇改的进行,人民币贬值企稳,资金面压力得到缓解,市场情绪得到提振,想必债牛的行市还有很长的路要走。期债方面,近期需要关注股市日内大幅波动对资金的影响,逢低短线做多,切忌盲目追高,前期多单可继续持有。

分析师简介

阳洪，国都期货研究所金融期货分析师，主要负责国债期货、油脂油料的研究。

罗玉，对外经济贸易大学金融学学士，澳大利亚国立大学经济学硕士。

国都期货研究所简介

国都期货研究所拥有一支由多名博士、硕士组成的高水平研究团队，成员来自澳洲国立大学、中国人民大学等海内外一流名校，具有丰富的衍生品投资经验，一直坚守“贴近市场、客观分析、独立判断、创造价值”的核心理念，为机构客户、产业客户提供研究分析、交易咨询、产品设计、风险管理等专业服务。本土智慧，全球视野，国都期货研究所始终与投资者在一起，携手共赢。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于国都信箱(yfb@guodu.cc)，欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(c) 本报告版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64000083。