

## 猛涨势头恐难持续 警惕债市过热风险

### 主要观点

**行情回顾。**本周宏观高频数据频出，进口大幅走弱，CPI 数据低于预期，M2 增速仍保持高位但有所放缓，货币政策宽松预期持续发酵，使得债券配置需求更加强劲。在本周前三天，期债延续了 10 月以来的涨势，并走出了一波强势行情，量价连创新高。周四、周五两天，受获利了结压力以及信贷超预期回暖影响，期债再周四创出新高后出现了较大幅度的回调。期债端高涨的配置热情也带动现券端收益率快速下行，10 年期国债中标利率 7 年来首次破 3%，10 年活跃券 150016 盘中成交一度回到 2 时代。债市基本面向好并无争议，但市场热情之高可谓超乎意料，需要警惕过热风险，待回调结束后再次参与。

**9 月出口增速降幅收窄，进口仍然疲弱。**9 月出口降幅明显收窄，一般贸易出口保持增长，加上“一带一路”的影响，对新兴市场 and 一带一路沿线国家出口保持良好的增长势头，稳增长政策为外贸企业创造了良好的经营环境，政策效果开始逐渐显现。但人民币实际有效汇率依然强势，以及新兴市场近况堪忧，四季度出口可能会继续放缓。进口数据疲弱依旧，主要受大宗商品价格持续下降的影响。

**CPI 涨幅不及预期，PPI 连跌趋势未改。**由于 9 月中旬开始猪肉价格降幅扩大，涨幅较上月回落 7.3%，加上其他主要食品价格相对疲弱，以及非食品方面房租涨幅有限，9 月 CPI 涨幅不及预期。PPI 连跌趋势未改，主要是因为全球工业品价格仍处在下跌周期。9 月前两旬生产资料价格环比继续下降，采掘工业价格同比下降 21.2%，环比下降 2.2%；原材料工业价格同比下降 11.4%，环比下降 0.9%，工业企业价格依旧弱势，内需依旧疲弱。

**切莫误读信贷资产质押再贷款。**虽然再贷款肯定属于基础货币投放方式，但实际效果以及因此带来的基础货币增量恐将有限。由于目前整个银行业信贷资产配置谨慎，导致传统货币政策向实体经济的传导出现了问题，质押再贷款并不能改变这个根本的资产配置问题。信贷资产质押再贷款更多的是能从一定程度上改变农村中小金融机构资产配置结构，但数量级估计有限。

**后期走势。**整由于期债前期快速累积了较大的涨幅，虽然经济悲观预期依旧利好利率债市场，短期内面对获利了结压力，信贷数据的冲击，以及股市回暖的影响，期债将可能会面临一定幅度回调并进入震荡格局。但长期上看，利率债走强的逻辑并没有改变，四季度稳增长政策发力的可能性较大，操作上建议获利盘暂时离场，回调后可轻仓参与，下方关注 20 日线的支撑。

报告日期 2015-10-16

### 研究所

阳洪

国债期货分析师

执业证书编号：F0295330

投资咨询号：Z0011206

电话：010-84180307

邮件：yanghong@guodu.cc

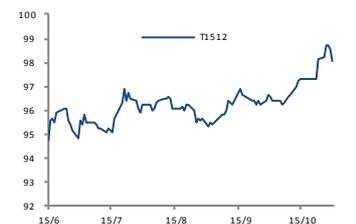
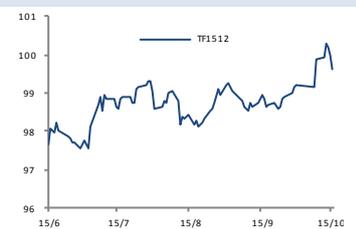
罗玉

执业证书编号：F3014729

电话：010-84183098

邮件：luoyu@guodu.cc

### 主力合约行情走势



## 目 录

一、行情回顾 .....	4
二、债市基本面分析 .....	5
(一) 宏观经济 .....	5
(二) 央行政策 .....	6
三、债券市场表现 .....	8
(一) 货币市场 .....	8
(二) 利率债市场 .....	8
四、后市展望 .....	10

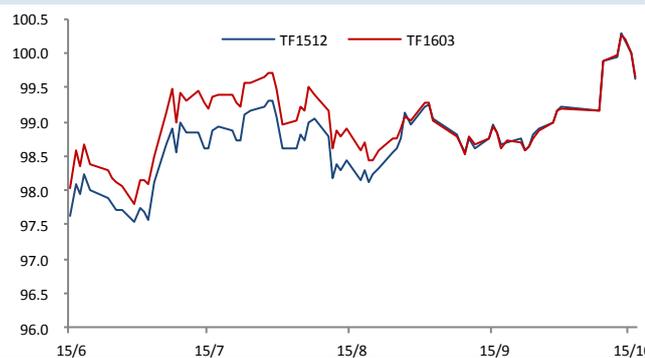
## 插图

图 1 TF 主力合约走势 .....	4
图 2 T 主力合约走势 .....	4
图 3 TF 主力合约成交量及持仓量 .....	4
图 4 T 主力合约成交量及持仓量 .....	4
图 5 TF 跨期价差图 .....	5
图 6 T 跨期价差图 .....	5
图 7 进出口金额 .....	7
图 8 M1、M2 余额同比 .....	7
图 9 CPI 增速 .....	7
图 10 CPI 分项增速 .....	7
图 11 PPI 增速 .....	7
图 12 PPI&PMI .....	7
图 13 央行公开市场操作 .....	8
图 14 6 月以来人民币汇率走势 .....	8
图 15 SHIBOR 利率走势 .....	9
图 16 银行间质押式回购利率走势 .....	9
图 17 SHIBOR 利率周变化 .....	9
图 18 银质押利率周变化 .....	9
图 19 国债收益率周变化 .....	9
图 20 国开债收益率周变化 .....	9

## 一、行情回顾

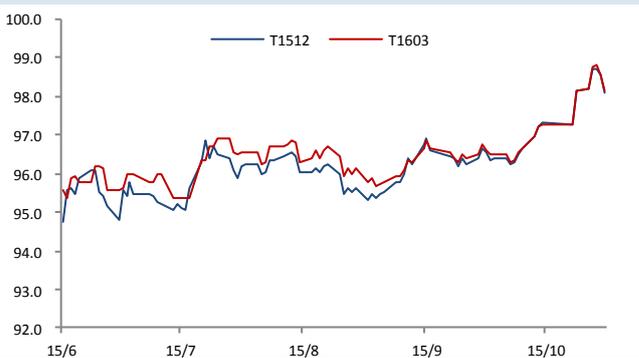
本周宏观高频数据频出，9月经济仍未见起色。进口大幅走弱，CPI数据低于预期，M2增速仍保持高位但有所放缓，货币政策宽松预期持续发酵，使得债券配置需求更加强劲。在本周前三天，期债延续了10月以来的涨势，并走出了一波强势行情，量价连创新高。周四、周五两天，受获利了结压力以及信贷超预期回暖影响，期债再周四创出新高后出现了较大幅度的回调。现券端收益率受期债端高涨的配置热情带动快速下行，10年期国债中标利率7年来首次破3，10年活跃券150016盘中成交一度回到2时代。债市基本面向好并无争议，但市场热情之高可谓超乎意料，需要警惕过热风险，待回调结束后再次参与。本周TF1512开盘99.990元，收盘99.625元，跌0.37%，T1512开盘98.130，收盘98.070，微跌0.06%。

### 图 1 TF 主力合约走势



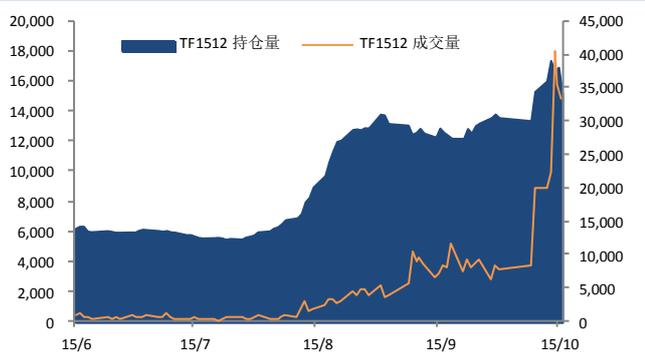
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 2 T 主力合约走势



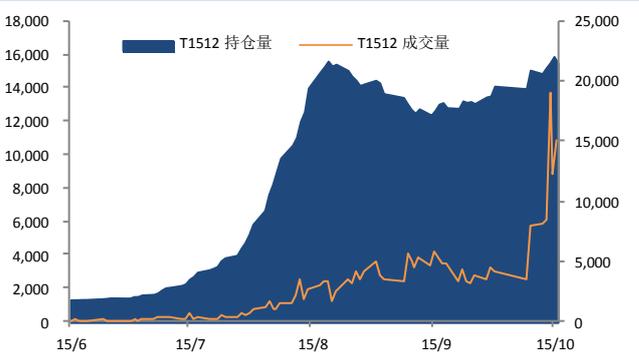
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 3 TF 主力合约成交量及持仓量



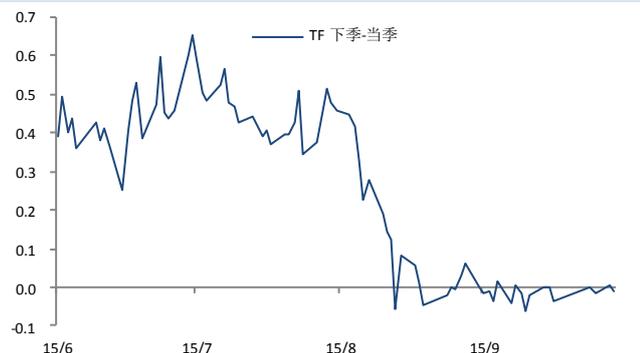
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 4 T 主力合约成交量及持仓量



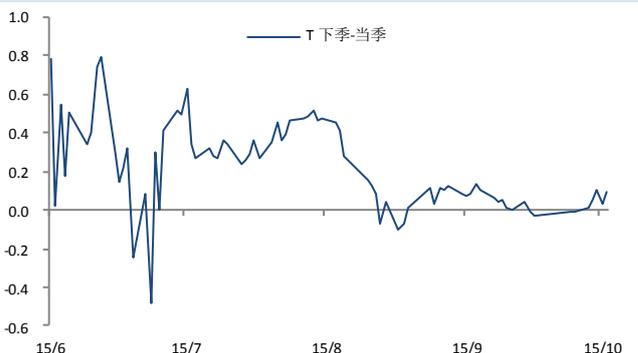
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差图



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 T 跨期价差图



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

10月13日公布的贸易数据显示,前三季度我国进出口总值17.87万亿元人民币,同比下降7.9%,其中出口10.24万亿元、进口7.63万亿元,分别下降1.8%和15.1%;贸易顺差2.61万亿元,扩大82.1%。9月出口同比下降1.1%,前值6.1%,进口大降17.7%,前值14.3%,贸易顺差3762亿元。具体来看,虽然前三季度我国出口增速回落,但从近月数据来看,出口降幅逐渐收窄,一般贸易出口保持增长,加上“一带一路”的影响,对新兴市场 and 一带一路沿线国家出口保持良好的增长势头,稳增长政策为外贸企业创造了良好的经营环境,政策效果开始逐渐显现。但需要注意的是,8汇改以来人民币虽然出现了一定程度的贬值,但幅度有限且已逐渐趋于理性,人民币实际有效汇率依然强势,对出口的提振效果有限。此外,新兴市场近况堪忧,接下来中国对新兴市场出口可能会继续放缓。

14日,国家统计局发布的2015年9月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)数据显示,CPI环比上涨0.1%,同比上涨1.6%;PPI环比下降0.4%,同比下降5.9%。CPI涨幅不及预期,中秋及“十一”假期理应推升食品价格,但由于9月中旬开始猪肉价格降幅扩大,涨幅较上月回落7.3%,加上其他主要食品价格相对疲弱,蔬菜、鲜果价格环比下降1.0%和1.5%,食品价格环比下降0.1%。非食品方面,9月除一线城市外多数城市房价温和上涨,房租涨幅有限,录得0.1%,而受季节性影响,衣着类、娱乐教育文化用品及服务类分别上涨0.8%和0.5%。PPI连跌趋势未改,主要是因为全球工业品价格仍处在下跌周期。9月前两旬生产资料价格环比继续下降,采掘工业价格同比下降21.2%,环比下降2.2%;原材料工业价格同比下降11.4%,环比下降0.9%,工业企业价格依旧弱势,内需依旧疲弱。

9月新增人民币贷款1.1万亿元，创有纪录来同期最高，社会融资增量1.3万亿元人民币，也超出预期。M2增速13.1%，较前值略低0.2个百分点。信贷条件有所改善，显示银行系统对实体经济发放贷款继续增加，受益于房地产市场销售回暖以及基建投资的加速，住户和企业部门贷款均较上月出现明显改善。虽然信贷数据有所起色，M2增速依旧维持高位，但由于9月数据显示经济下行压力依旧不容乐观，加上9月末基础货币较去年底减少1.4万亿，货币乘数接近历史高位，四季度预计央行会通过降准来投放基础货币。

CPI涨幅不及预期，对货币宽松政策的制约减弱，加上PPI低迷引起通缩风险加大，货币乘数接近历史高位，预计四季度宽松局面不会改变，央行会继续投放流动性以维持较低的利率水平，并可能会采取降准手段来对冲货币缺口。虽然近几日人民币汇率又开始出现较大幅度的波动，但由于此前贬值预期已被消化，短期汇率波动对债市的冲击在不断减弱。对债市而言，经济企稳预期证伪导致债券配置需求高企，加上资金面宽松，债牛行情难言结束。

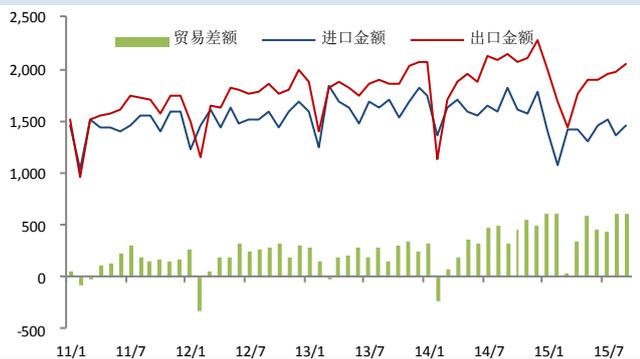
## （二）央行政策

央行上周五晚发布了简短公告，扩容信贷资产质押再贷款的试点范围。市场并没有对此做过多解读，但从周日下午开始，媒体开始大肆宣传“中国式QE”、“七万亿大放水”等等言论，一时间央行此次公告引发了巨大争议。但从专业角度出发，关于“放水”、“QE”等说法基本属于对信贷资产质押再贷款的误读。

关于信贷资产质押再贷款，官方表述为：人民银行分支机构对辖内地方法人金融机构的部分贷款企业进行央行内部评级，将评级结果符合标准的信贷资产纳入人民银行发放再贷款可接受的合格抵押品范围。根据央行文件，抵押的信贷资产需要符合一系列条件，虽然再贷款肯定属于基础货币投放方式，但实际效果以及因此带来的基础货币增量恐将有限。由于目前整个银行业信贷资产配置谨慎，需求有限，导致传统货币政策向实体经济的传导出现了问题，质押再贷款并不能改变这个根本的资产配置问题。而如果真要“放水”，选择无需抵押物的短期再贷款、降准工具可能会更加有效。信贷资产质押再贷款更多的是能从一定程度上改变农村中小金融机构资产配置结构，但数量级估计有限。

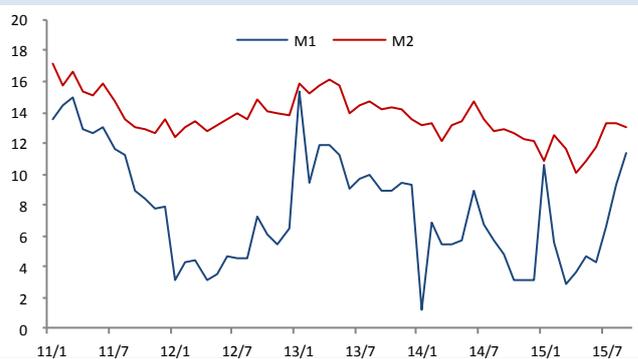
本周，央行于13日、15日分别开展400亿元和500亿元7天逆回购操作，单周净回笼700亿元，上周为净投放400亿元，7天逆回购利率维持在2.35%。由于资金面整体保持宽松，加上本周前期汇率较为稳定，央行本周净回笼并未改变市场上的资金面宽松的状况。

图 7 进出口金额



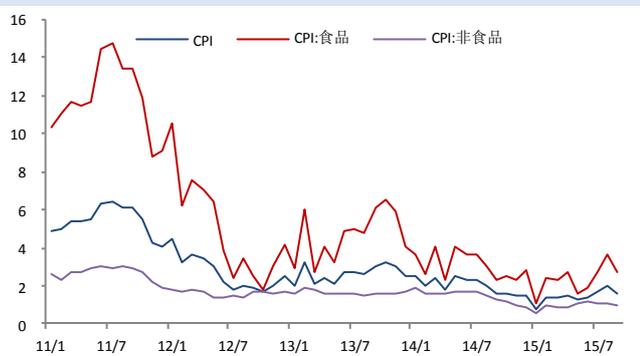
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 M1、M2 余额同比



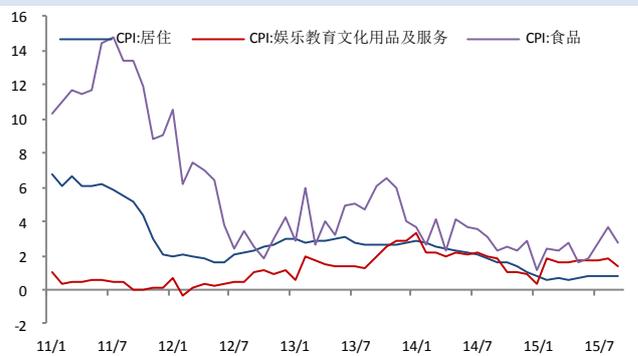
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 CPI 增速



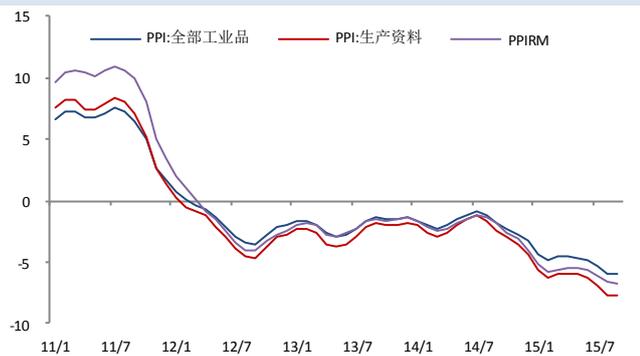
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 CPI 分项增速



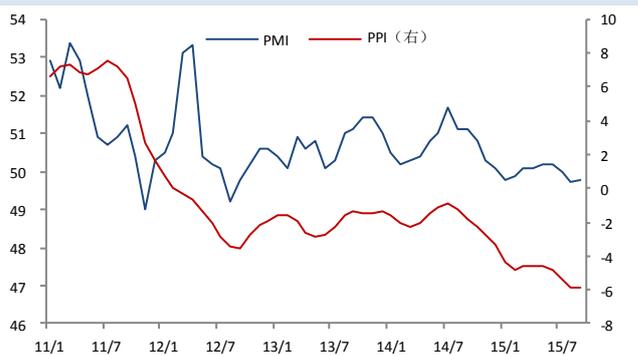
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 PPI 增速

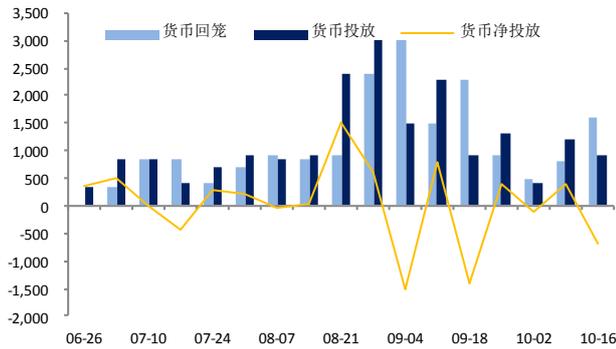


数据来源: Wind、国都期货研究所

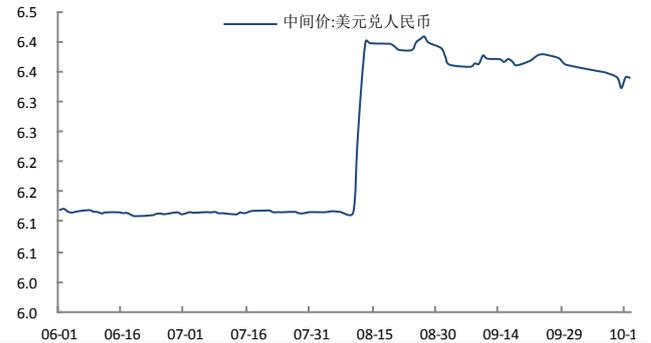
图 12 PPI&PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 13 央行公开市场操作**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 14 6 月以来人民币汇率走势**


数据来源：Wind、国都期货研究所

### 三、债券市场表现

#### （一）货币市场

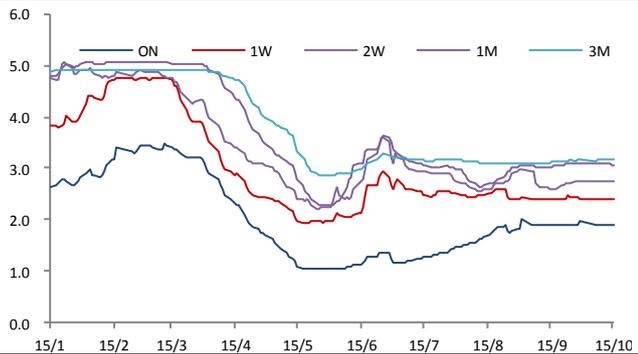
本周货币市场整体保持平稳偏松的态势，10月16日Shibor隔夜利率1.8990%，较上期下行0.5BP；Shibor1周为2.2940%，较上期下行0.7BP；Shibor2周为2.7340%，较上期下行1.4BP；Shibor1月3.0660%，较上期下行2.9BP。银行间质押式回购利率也维持宽松，涨跌互现，以周四的收盘数据来看，隔夜较上期涨2.58BP；21天涨幅较大为14.16BP；其余期限均呈下行态势，R007、R014、R1M分别较上期跌2.32BP、1.26BP、5.24BP。交易所回购利率日内波动较大，GC001、GC002、GC003较上期分别下行24.5BP、152.5BP、114BP，GC007上行53BP。

#### （二）利率债市场

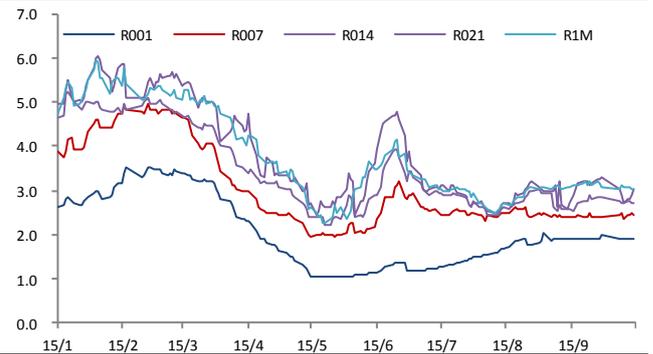
9月债券托管数据显示，中债登和上清所托管总量41.9万亿元，环比大增1.5万亿。其中地方政府债托管大增6055亿元，占利率债增量的78%；国债新增1600亿元，较上月增量翻倍。利率债市场火热，配置需求回归。广义基金全面增持各类债券，持仓总量环比放量增加8270亿元，保险和券商也继续增持利率债。进入4季度，地方债月均发行量会开始有所降低，利率品供给冲击会开始减小。

一级市场方面，13日国开行增发五期债，1、3、5、7、10年期中标利率分别为2.53%、3.13%、3.33%、3.60%和3.54%，对应投标倍数为3.70倍、6.27倍、4.49倍、5.76倍和3.77倍，整体需求保持暖势。14日，财政部招标发行10年期固息国债，中标利率为2.99%，继2008年12月以来，10年期国债招标首次低于3%。16日，财政部3个月期贴现国债加权中标收益率2.3134%，1年期固息国债中标利率2.41%；进出口行增发1年期和10年期固息债，中标利率分别为2.6521%和3.6749%。

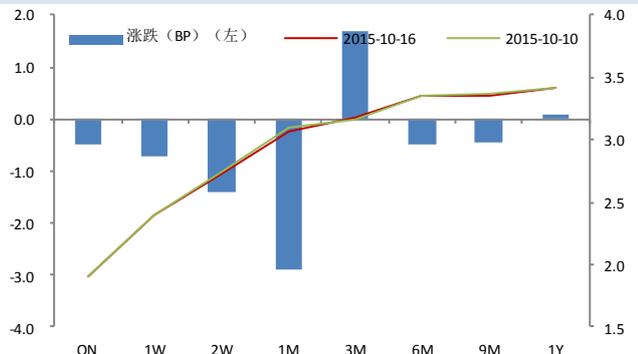
本周前三天，二级市场交投火热，配置需求高涨，银行间国债和国开债利率均降至5年来低位，十年期活跃券150016收益率一度降到2.91%，收益率曲线快速平坦。周四期债走弱带动现券端收益率止跌小涨，而信贷超预期数据公布后，叠加期债市场获利了结压力的影响，周五期债出现较大幅度回调，带动现券端收益率涨幅扩大。

**图 15 SHIBOR 利率走势**


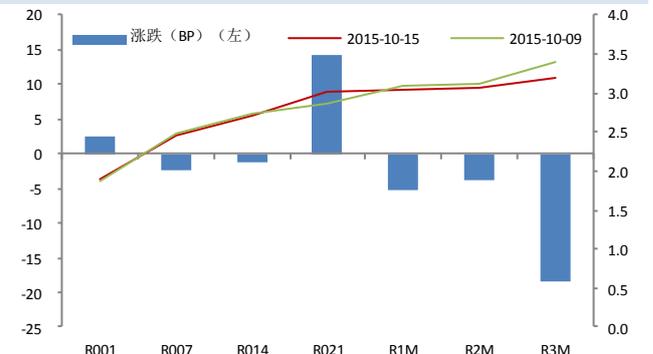
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 16 银行间质押式回购利率走势**


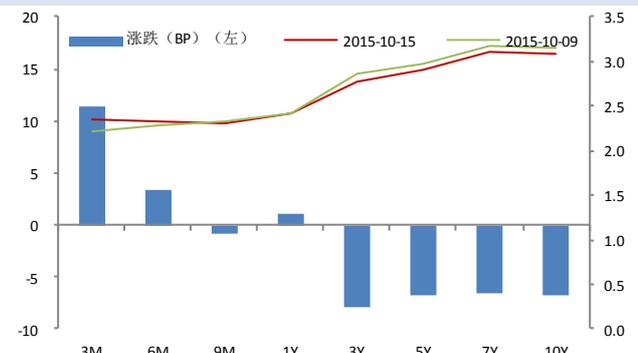
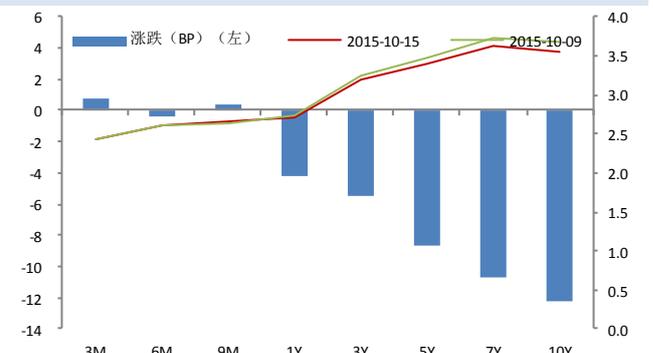
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 17 SHIBOR 利率周变化**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 18 银质押利率周变化**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 19 国债收益率周变化**

**图 20 国开债收益率周变化**


#### 四、后市展望

由于期债前期快速累积了较大的涨幅，虽然经济悲观预期依旧利好利率债市场，但短期内面对获利了结压力，信贷数据的冲击，以及股市回暖的影响，期债将可能会面临一定幅度回调并进入震荡格局。此前市场普遍估计年内10年期国债收益率会下破3，但配置热情高涨导致长端利率超预期陡降，本周内一、二级市场10年期国债甚至一度进入2时代，债市过热风险陡增，未来利率下降空间被压缩。周五在资金面相当宽松的情况下，期债大跌带动现券端收益率大幅，进一步说明近来现券端的波动更多的是受期债走势的影响，机构配置需求带动投机盘炒热的市场恐怕需要冷却一段时间。长期上依旧看好利率债市场，但四季度稳增长政策发力的可能性较大，操作上建议获利盘暂时离场，回调后可轻仓参与，下方关注20日线的支撑。

### 分析师简介

阳洪，国都期货研究所金融期货分析师，主要负责国债期货的研究。

罗玉，澳大利亚国立大学经济学硕士，主要负责国债期货的研究。

### 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。