

宽预期冲淡资金压力 期现联动十债再走高

报告日期 2015-10-23

主要观点

行情回顾。本周期债震荡走高，成交量维持高位，十年期主力 T1512 周二大涨 1.04%，创下纪录，周五午后更是冲高创下新高点，但尾盘急速跳水，最终收于十日线上方。由于配置需求高企的局面短期内不会发生根本性变化，二级市场交投依旧火热，现券端收益率继续下行。本周 TF1512 开盘 99.670 元，收盘 100.055 元，涨 0.43%，T1512 开盘 98.050，收盘 98.955，涨 0.90%。

经济增速下行，第三产业表现相对稳定。三季度国内生产总值同比增长 6.9%，较前值 7.0% 略有下降，创下 2009 年一季度以来最低。GDP 平减指数由正转负，通缩压力明显增大。第二产业名义 GDP 增速大幅下降，但第三产业表现相对稳定，对 GDP 贡献率也进一步提高至 58.9%，创下有统计数据以来的新高。虽然 GDP 增速仍处在下滑区间，但三季度数据要好于市场预期，主要是由于消费形式向好，以及经济结构的不断优化。但三驾马车中，只有消费数据相对乐观，伴随着经济结构调整的进行，短期内经济仍将承压。

固定资产投资增速创 15 年来新低，基建暂无发力迹象。固定资产投资方面，前三季度固定资产投资同比增长 10.3%，创 2000 年以来新低，9 月名义固定资产投资同比增长 6.8%，前值 9.2%，降幅明显。地产投资萎靡、工业企业生产动能不足导致地产投资降幅进一步扩大、制造业投资增速持续下滑。而公路、铁路投资增速回落，基建投资也无发力迹象。9 月信贷数据虽然大幅超预期，但财政收入压力制约了国家预算内资金的增长，基建投资仍面临资金困局。

二级市场整体向暖，宽松预期冲淡资金面压力。外汇占款持续下降，基本面仍显疲弱，虽然公开市场延续净回笼态势，但现券市场做多情绪依旧，二级市场整体向暖，各期限品种收益率均有不同程度走跌。虽然央行重启 MLF，但基础货币缺口仍需对冲，降准预期冲淡了资金面短期的压力。

后期走势。三季度 GDP 增速回落、规模以上工业增加值低于预期、固定资产投资创新低等仍然显示了巨大的经济下行压力，而经济增速下行无疑支持无风险利率继续下行。货币政策方面，逆回购虽然缩量，但 MLF 重启、降准预期犹在、外加缴税期基本过去等因素均一定程度上冲淡了资金面压力。反应在二级市场上，债市交投依旧维持暖势，各期限国债、国开债收益率也仍有所下行。预期下周资金面将恢复宽松局面，但考虑到长端利率下行空间有限，短期内期债震荡的可能性较大，但长期依旧维持偏多的看法。操作上，前期多单可继续持有，逢低建仓，切莫追高。此外需关注周末消息面的情况。

研究所

罗玉

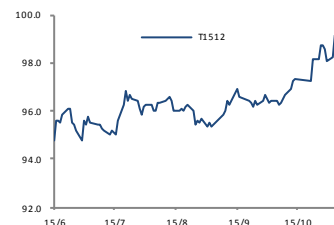
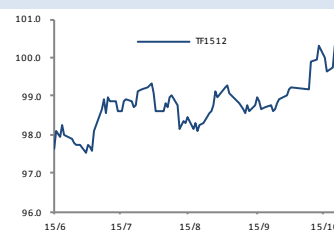
国债期货分析师

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

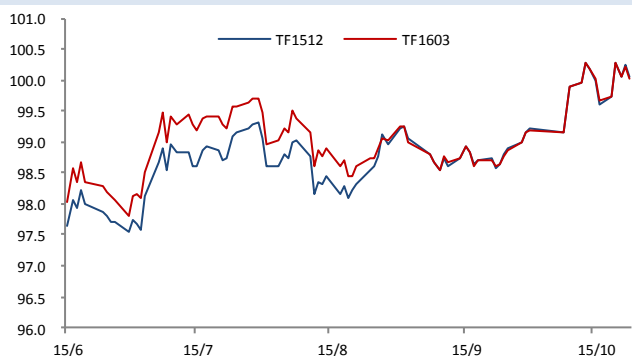
插图

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 国内生产总值	6
图 8 工业增加值	6
图 9 固定资产投资完成额	7
图 10 社会消费品零售总额	7
图 11 财政收支增速	7
图 12 财政收支差额	7
图 13 农村外出务工劳动力人数	7
图 14 农村外出务工劳动力月均收入	7
图 15 央行公开市场操作	8
图 16 人民币兑美元中间价	8
图 17 SHIBOR 利率走势	9
图 18 银行间质押式回购利率走势	9
图 19 SHIBOR 利率周变化	9
图 20 银质押利率周变化	9
图 21 国债收益率周变化	9
图 22 国开债收益率周变化	9

一、行情回顾

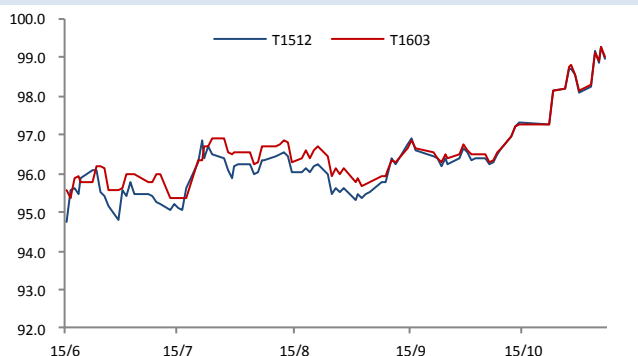
三季度GDP增速回落、规模以上工业增加值低于预期、固定资产投资创新低仍然显示了巨大的经济下行压力。货币政策方面，逆回购缩量但MLF重启，后期降准的宽松预期一定程度上冲淡了资金面压力。本周期债震荡走高，成交量维持高位，十年期主力T1512周二大涨1.04%，创下纪录，周五午后更是冲高创下新高点，但尾盘急速跳水，最终收于十日线上方。由于配置需求高企的局面短期内不会发生根本性变化，二级市场交投依旧火热，现券端收益率继续下行。但长端利率下行空间有限，短期内期债震荡可能性较大，长期仍然看多。本周TF1512开盘99.670元，收盘100.055元，涨0.43%，T1512开盘98.050，收盘98.955，涨0.90%。

图 1 TF 主力合约走势



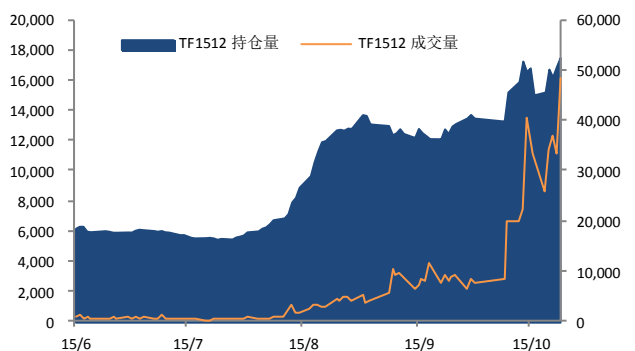
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



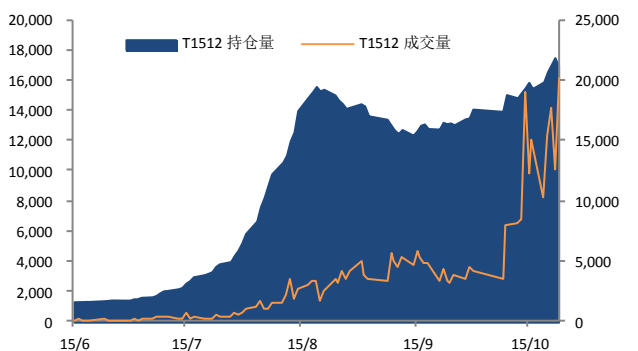
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF 主力合约成交量及持仓量



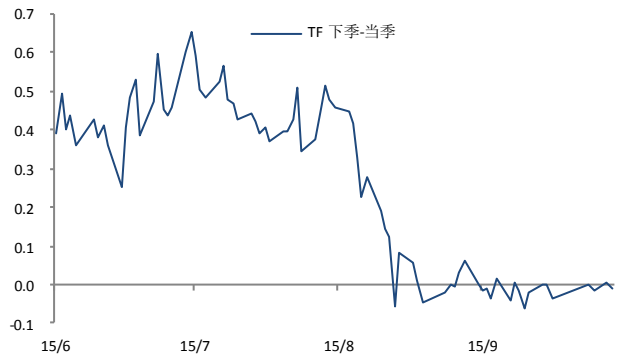
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 T 主力合约成交量及持仓量



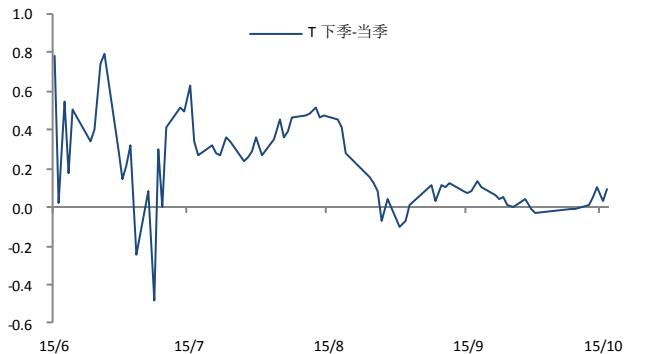
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

周一统计局公布数据显示，三季度国内生产总值同比增长**6.9%**，较前值**7.0%**略有下降，创下2009年一季度以来最低。GDP平减指数由正转负，通缩压力明显增大。第二产业名义GDP增速大幅下降，但第三产业表现相对稳定，对GDP贡献率也进一步提高至**58.9%**，创下有统计数据以来的新高。虽然GDP增速仍处在下滑区间，但三季度数据要好于市场预期，主要是由于消费形式向好，以及经济结构的不断优化。但三驾马车中，只有消费数据相对乐观，伴随着经济结构调整的进行，短期内经济仍将承压。年末将至，财政发力的可能性增大，基建项目也逐步开始落实，加上货币政策保持偏宽松的预期，四季度GDP有望回稳。但需要注意的是，“股灾”对GDP的负面影响可能在四季度开始显现，可能会对GDP增速产生一定的拖累。

前三季度，规模以上工业增加值同比增长**6.2%**，9月工业增加值同比增速从前值**6.1%**下降至**5.7%**，低于市场预期。受投资、出口需求低迷的影响，工业行业生产经营情况持续恶化，其中多个工业行业均呈现增速下滑趋势，而国有企业生产增速更是明显放缓。

固定资产投资方面，前三季度固定资产投资同比增长**10.3%**，创2000年以来新低，9月名义固定资产投资同比增长**6.8%**，前值**9.2%**，降幅明显。地产投资萎靡、工业企业生产动能不足导致地产投资降幅进一步扩大、制造业投资增速持续下滑。而公路、铁路投资增速回落，基建投资也无发力迹象。9月信贷数据虽然大幅超预期，但财政收入压力制约了国家预算内资金的增长，基建投资仍面临资金困局。9月新建商品住宅与二手住宅价格环比继续上涨，但涨幅回落，同比涨幅有所扩大。

消费方面，社会消费品零售同比增长10.5%，创下逾11年半新低；9月消费同比增长10.9%，基本符合预期。消费回暖，第三季度的消费增速逐月回升，餐饮、通讯器材等消费保持增长。

财政部19日公布的9月财政收支情况显示，9月全国一般公共预算收入10892亿元，比上年同月增长9.4%；全国一般公共预算支出17799亿元，比上年同月增长26.9%。1-9月，全国一般公共预算收入114412亿元，较上年同期增长7.6%；全国一般公共预算支出120663亿元，比上年同期增长16.3%。财政收入小幅上升，财政支出连续3个月保持24%以上的增速，财政赤字不断加码。其中，地方财政支出由于受地方政府债务置换的影响，连续出现大幅回升，成为稳增长政策的一个主要发力点。此外，9月调查失业率5.2%，较前几个月有所上升，农村外出务工劳动力人数和平均工资均有所下降，就业压力凸显。

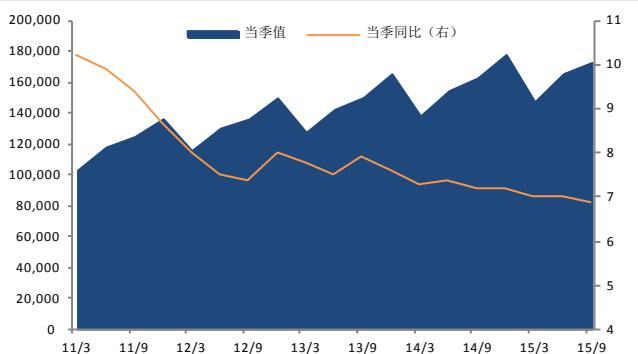
（二）央行政策

央行离岸债券发行首战告捷，于20日在伦敦成功发行50亿元人民币央行票据，期限1年，票面利率3.1%。此举一方面丰富了离岸市场高信用等级的人民币金融产品，同时也有利于深化离岸人民币市场发展，推动跨境贸易和投资的便利化，也为人民币加入SDR创造了条件。

21日，央行重启MLF操作，对11家金融机构开展中期借贷便利操作共1055亿元，期限6个月，利率3.35%，同时继续引导金融机构加大对小微企业和“三农”等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。上一次MLF操作发生在8月19日，当时规模为1100亿元，期限和利率与本次相同。

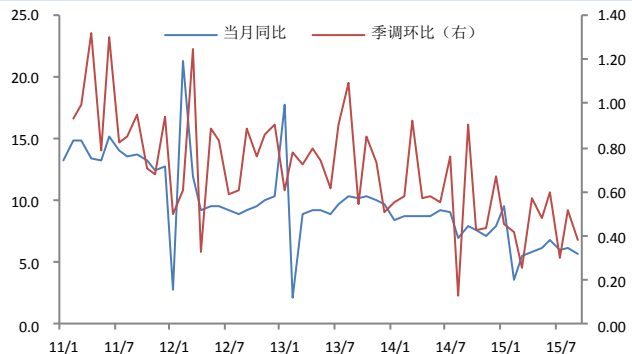
逆回购持续缩量，央行于20日、22日分别开展250亿元和200亿元7天逆回购操作，单周净回笼450亿元，上周为净回笼700亿元，7天逆回购利率维持在2.35%。9月金融机构外汇占款单月降幅再创新高，MLF重启使得市场上出现了对于降准预期的分歧，但整体预期依旧保持宽松。

图7 国内生产总值



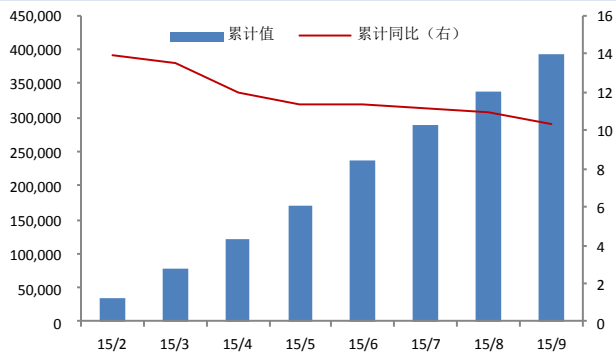
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 工业增加值



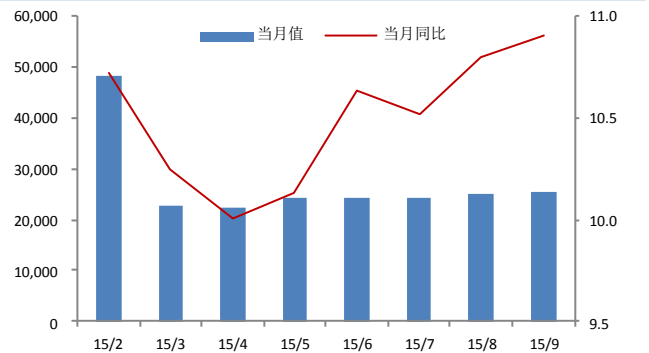
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 9 固定资产投资完成额



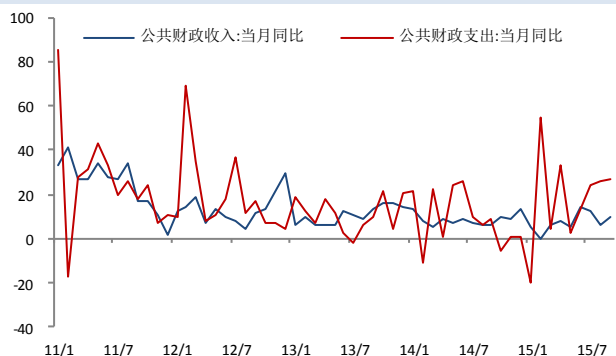
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 社会消费品零售总额



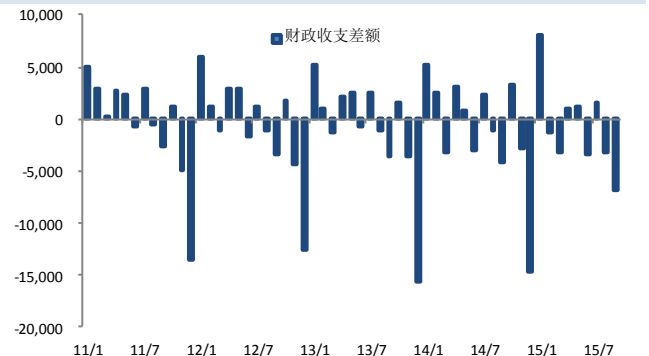
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 财政收支增速



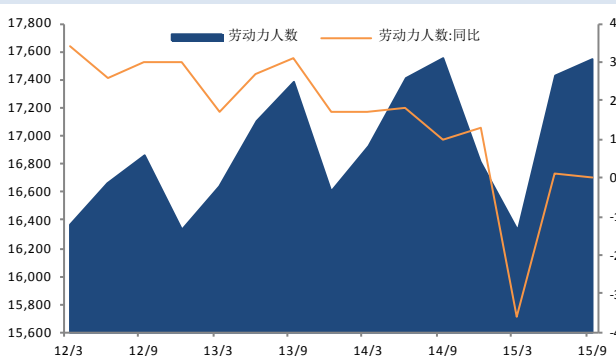
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 财政收支差额



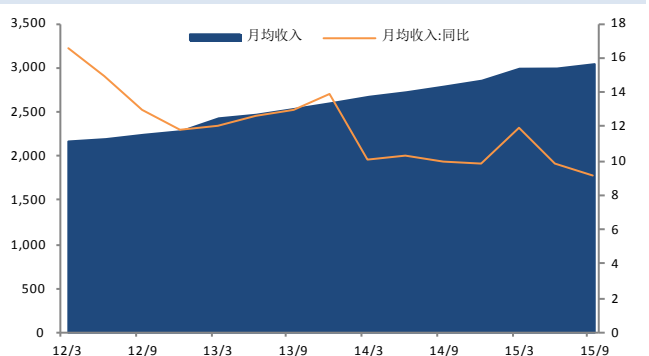
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 农村外出务工劳动力人数

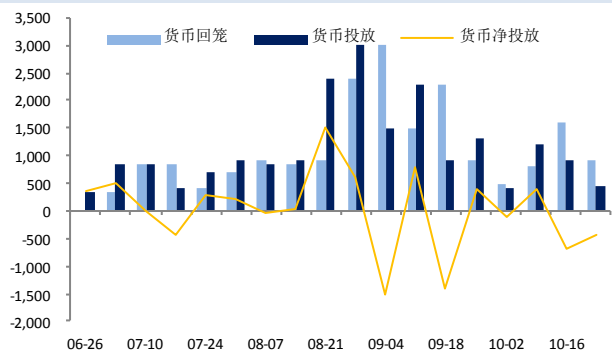


数据来源: Wind、国都期货研究所

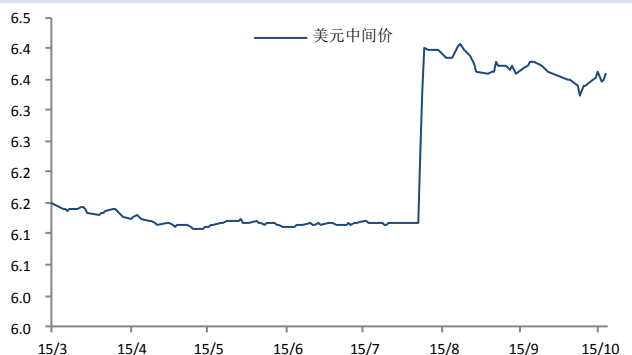
图 14 农村外出务工劳动力月均收入



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 央行公开市场操作


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 人民币兑美元中间价


数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

（一）货币市场

虽然重启MLF，但逆回购继续缩量外加处于季度缴税期，货币市场的宽松格局稍显收敛。周五Shibor隔夜利率1.9090%，较上期上行1BP；Shibor1周为2.4010%，较上期上行0.7BP；Shibor2周为2.7300%，较上期下行0.4BP；Shibor1月3.0230%，较上期下行4.3BP；Shibor3月3.1440%，较上期下行3.86BP。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，隔夜收于1.9117，较上期微涨0.6BP；7天、14天、21天、1月、2月、3月均有不同幅度下行，1、2、3月下行幅度分别为11.23BP、8.59BP和9.8BP。

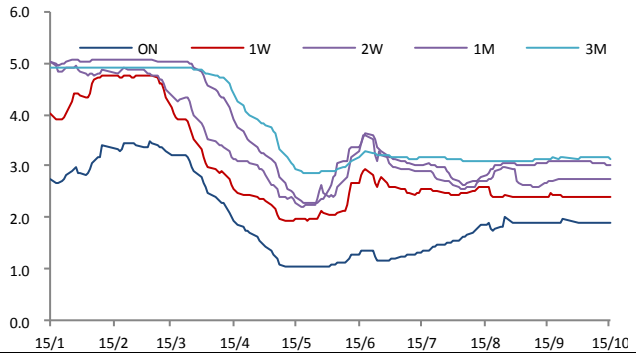
（二）利率债市场

外汇占款持续下降，基本面仍显疲弱，虽然公开市场延续净回笼态势，但现券市场做多情绪依旧，二级市场整体向暖，中长期品种收益率均有不同程度下跌。5、7、10年期国债收益率分别较上期下行0.97BP、3.99BP和2.98BP；国开债中，除3月期收益率微涨之外，其余全部下行，1年期和10年期分别下行4.71BP和3.99BP。虽然央行重启MLF，但基础货币缺口仍需对冲，降准预期仍在，一定程度上冲淡了资金面短期的压力。

一级市场方面，周一财政部发行30年期固息国债，中标利率3.74%，全场倍数 1.88。农发行1、3、7年期固息债中标利率分别为2.5878%、3.2337%和3.6527%，全场倍数分别为3.51、3.14 和3.74。周二，国开行招标 5 期债，1、3、5、7、10年中标利率分别为2.5187%、3.1082%、3.3305%、3.5900%和3.5059%，其中7年期和10年期收益率倒挂，5年期边际倍数高达16.83。周三，财政部招标发行7年期固息国债，中标利率 3.05%，全场倍数1.99，边际倍数1.39，需求较为平淡。周四，进出口行发行3期债，1、5、10 年中标利率分别为 2.5493%、3.3764%和 3.6605%。

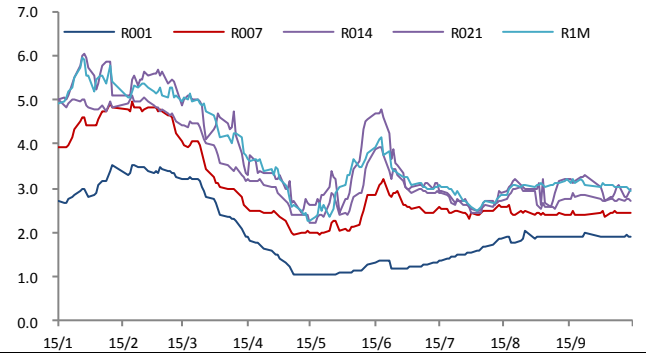
周五，财政部3个月期贴现国债加权中标利率2.3516%，182天期贴现国债加权中标利率2.3891%。

图 17 SHIBOR 利率走势



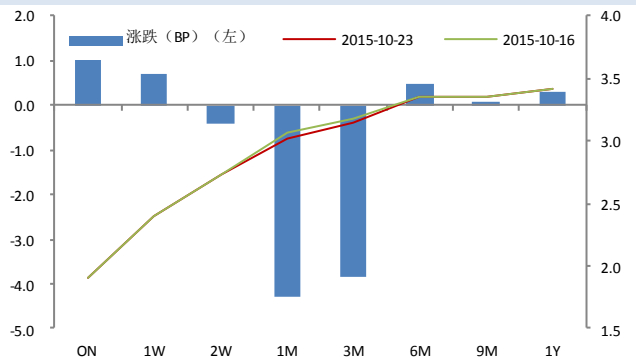
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 银行间质押式回购利率走势



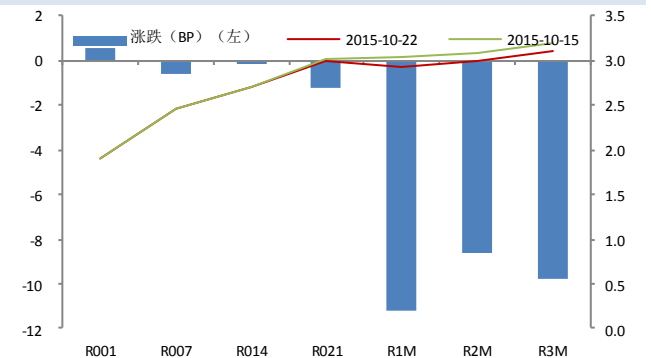
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 SHIBOR 利率周变化



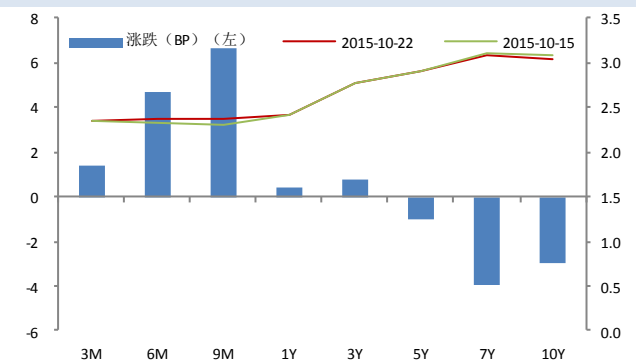
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 银质押利率周变化



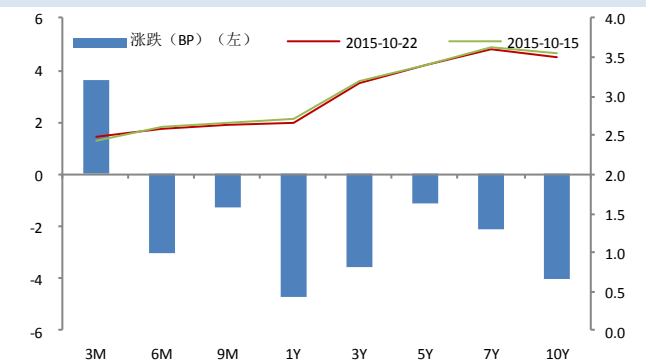
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 国债收益率周变化



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 22 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

三季度GDP增速回落、规模以上工业增加值低于预期、固定资产投资创新低等仍然显示了巨大的经济下行压力，而经济增速下行无疑支持无风险利率继续下行。货币政策方面，逆回购虽然缩量，但MLF重启、降准预期犹在、外加缴税期基本过去等因素均一定程度上冲淡了资金面压力。反应在二级市场上，债市交投依旧维持暖势，各期限国债、国开债收益率也仍有所下行。预期下周资金面将恢复宽松局面，但考虑到长端利率下行空间有限，短期内期债震荡的可能性较大，但长期依旧维持偏多的看法。操作上，前期多单可继续持有，逢低建仓，切莫追高。此外需关注周末消息面的情况。

分析师简介

罗玉，澳大利亚国立大学国际及发展经济学硕士，现任国债期货分析师。擅长基本面研究，对固定收益产品有着丰富的研究经验。

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。