

## 工业通缩堪忧 债市走势动荡

### 主要观点

**行情回顾。**上周五晚，IPO 重启以及美国经济数据超预期导致 12 月联储加息概率增加，债市周一出现较大跌幅，现券端收益率暴涨 10BP 以上，10 债更是创下了上市以来最大跌幅。但周二到周四经济数据密集出台，普遍表现弱于预期，实体经济仍未有企稳迹象，宽松预期增强，债市也出现连续 3 天的上涨修复了周一的跌幅。而周五，受信用债违约影响以及部分围绕数据参与的资金选择获利了结，期债走弱收跌。本周 TF1512 开盘 99.500 元，收盘 99.510 元；T1512 开盘 97.900，收盘 97.940。

**CPI、PPI 双双滑落，通缩风险加剧。**CPI 涨幅不及预期主要是受食品价格下降拖累，由于 10 月鲜活食品供应充足、气温较同期偏高，鸡蛋、猪肉、鲜菜、鲜果价格环比大幅下降。而工业品价格持续低迷，主要是在美元走强、大宗商品价格持续下跌的国际背景下，国内房地产、基建没有起色，内外需疲弱难以推动工业品价格上涨。

**工业、投资继续回落，消费稳中有升。**工业生产增长继续回落，传统“两高一剩”行业增速下降势头未改，但高技术产业保持高速增长，装备制造业增速也出现回升。受投资风险溢价升高、工业企业利润长期下滑影响，10 月投资增速继续小幅回落。高耗能制造业同比增速较全部制造业投资增速低 7.5 个百分点，装备制造业、高新技术制造业投资增速有所提高，服务业投资增长较快。消费市场保持稳中有升的态势，基本生活类商品温和增长，而商品零售和餐饮消费增速加快。此外，受购置税减半政策影响，限额以上汽车类商品增速大幅提高。

**社融信贷增速放缓，M2 增速超预期。**虽然有季节性因素影响，但 10 月社融、信贷数据仍大幅低于预期，但 10 月 M2 同比 13.5% 的增速却创下年内新高，M1 增速更是较前值提高 2.6 个百分点，M2-M1 剪刀差 5 年来首次出现负数。M1 增速快速上升本应是企业生产活化的表现，但根据信贷及社融数据可知，实体经济生产动力下降、投资意愿疲弱的情况并没有改变，M1 “与众不同”的高增速更多的是因为宽松的货币政策及前期“救市”资金投放导致。

**后期走势。**IPO 重启消息出炉后，部分基金会逐渐将配置在纯债中的资金撤出，为打新铺底仓，但由于新规导致中签率降低，或将影响打新收益。并且，10 月经济数据显示经济下行寻底过程仍在持续，社融及信贷数据大幅弱于预期也需要央行进一步采取灵活的货币政策来引导实际利率下行。所以，宽松预期仍支撑资金面保持宽松。而地方债扩容的消息证伪，年内不会有供给压力对中长端利率造成冲击。但由于年底将至，银行收储压力增加，资金面维稳可能会面临压力。短期内期债震荡的可能性较大，注意移仓换月，长期仍看好利率债的走势。

报告日期 2015-11-13

### 研究所

阳洪

电话：010-84180307

邮件：yanghong@guodu.cc

执业证书编号：F0295330

投询从业资格号：Z0011206

罗玉

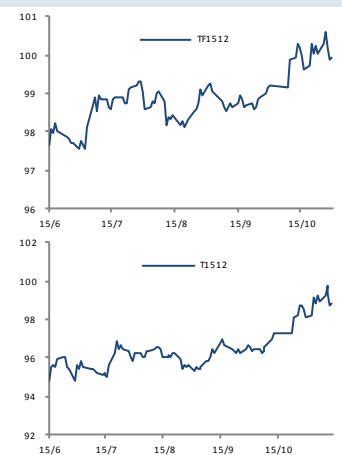
国债期货分析师

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 .....	4
(一) 宏观经济 .....	4
(二) 央行政策 .....	8
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

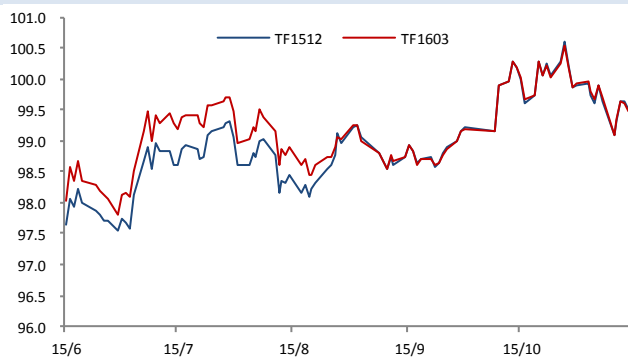
## 插图

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 .....	错误!未定义书签。
图 6 T 跨期价差图 .....	错误!未定义书签。
图 7 工业企业利润 .....	5
图 8 规模以上工业企业应收账款及产成品库存 .....	5
图 9 央行公开市场操作 .....	8
图 10 人民币兑美元中间价 .....	8
图 11 SHIBOR 利率走势 .....	9
图 12 银行间质押式回购利率走势 .....	9
图 13 SHIBOR 利率周变化 .....	9
图 14 银质押利率周变化 .....	9
图 15 国债收益率周变化 .....	10
图 16 国开债收益率周变化 .....	10

## 一、行情回顾

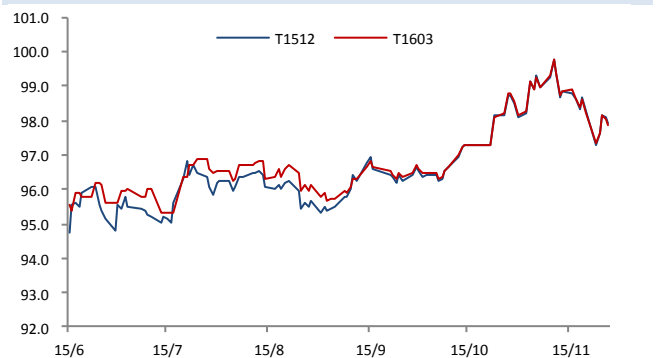
上周五晚，IPO重启以及美国经济数据超预期导致12月联储加息概率增加，债市周一出现较大跌幅，现券端收益率暴涨10BP以上，10债更是创下了上市以来最大跌幅。但周二到周四经济数据密集出台，普遍表现弱于预期，实体经济仍未有企稳迹象，宽松预期增强，债市也出现连续3天的上涨修复了周一的跌幅。而周五，受信用债违约影响以及部分围绕数据参与的资金选择获利了结，期债走弱收跌。本周TF1512开盘99.500元，收盘99.510元；T1512开盘97.900，收盘97.940。

图 1 TF 主力合约走势



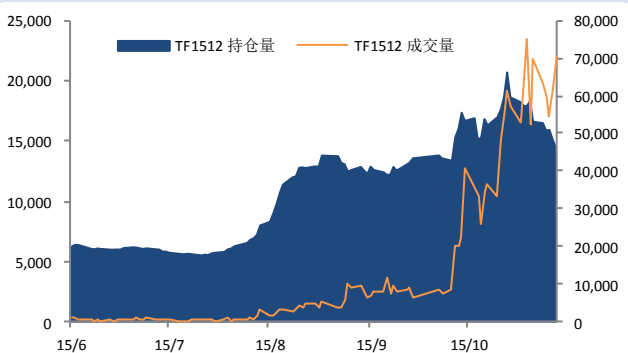
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



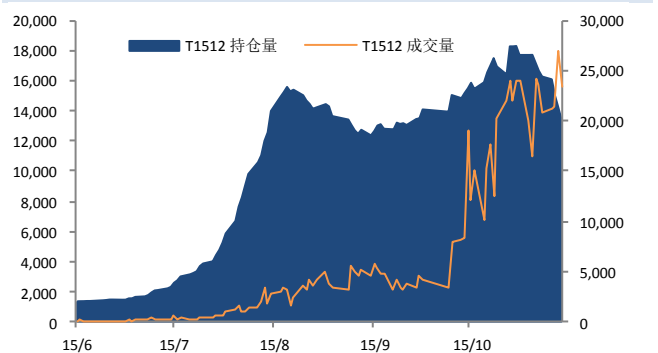
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



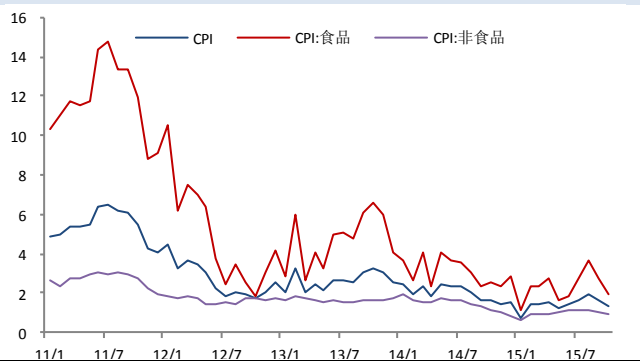
数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、债市基本面分析

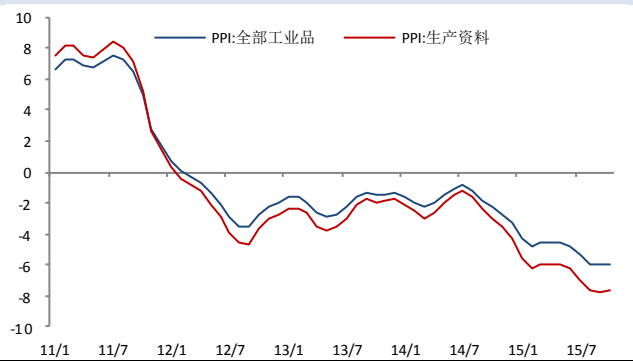
### (一) CPI、PPI 双双滑落，通缩风险加剧

中国10月CPI同比上涨1.3%，涨幅较上月回落0.3个百分点；PPI同比下降5.9%，为连续第44个月下滑，通缩风险进一步加剧。

CPI涨幅不及预期主要是受食品价格下降拖累，由于10月鲜活食品供应充足、气温较同期偏高，鸡蛋、猪肉、鲜菜、鲜果价格环比下降6.9%、1.9%、5.6%和0.5%，合计影响CPI环比下降0.32个百分点；而开学季已过，衣着、文教娱乐非食品价格保持温和并未出现明显上涨。工业品价格持续低迷，主要是在美元走强、大宗商品价格持续下跌的国际背景下，国内房地产、基建没有起色，内外需疲弱难以推动工业品价格上涨。分行业看，石油天然气开采及黑色金属采选业跌幅收窄，主要是原油价格及铁矿石价格在10月稍显企稳对行业形成一定支撑；而受有色金属价格大跌影响，建筑、家电行业持续低迷。

**图5 居民消费价格指数 (CPI)**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 生产者物价指数 (PPI)**


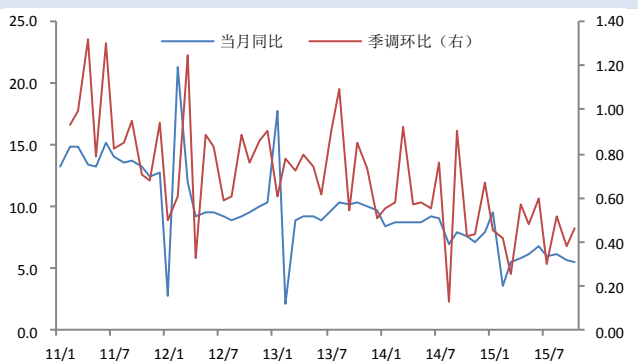
数据来源：Wind、国都期货研究所

## (二) 工业、投资继续回落，消费稳中有升

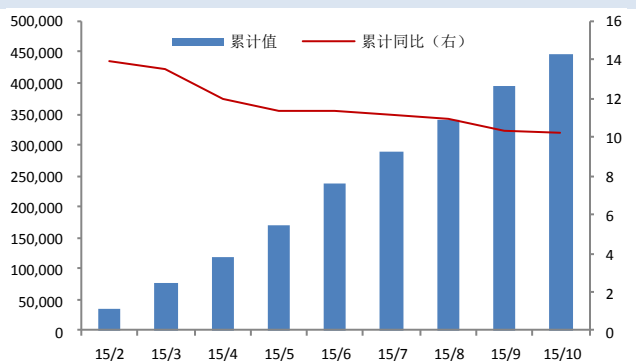
10月全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，增速较9月回落0.1个百分点；1-10月，规模以上工业增加值增长6.1%，增速较前三季度回落0.1个百分点。工业生产增长继续回落，传统“两高一剩”行业增速下降势头未改，六大传统高耗能行业增速较上月回落0.9个百分点；但工业生产结构有继续优化迹象，高技术产业保持高速增长，增速较9月加快0.4个百分点，报10.8%；装备制造业增速出现回升，同比增速6.8%，较上期增加0.9个百分点。

投资增速也同样不容乐观。1-10月，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长10.2%，增速较1-9月小幅回落0.1个百分点，创2000年以来新低；10月固定资产投资环比增长0.72%。受投资风险溢价升高、工业企业利润长期下滑影响，10月投资增速继续小幅回落。高耗能制造业同比增速0.8%，较全部制造业投资增速低7.5个百分点；装备制造业、高新技术制造业投资增速有所提高，较1-9月分别提高0.3和0.1个百分点；服务业投资增长较快，仓储业、批发零售业增速分别为28.1%及17.6%，教育、卫生和社会工作投资增速分别为15.9%和29.5%。

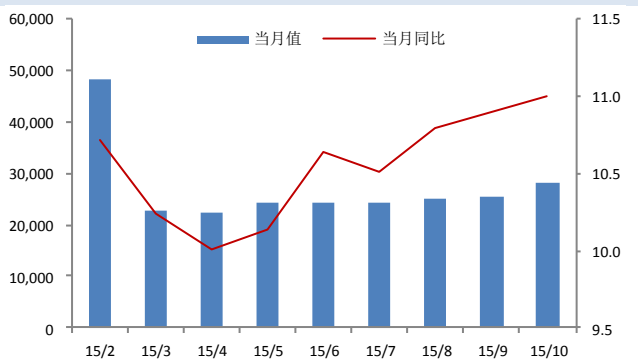
相较于其他数据表现低迷，消费仍是10月的亮点。10月社会消费品零售总额同比名义增长11.0%；1-10月，社会消费品零售总额同比增长10.6%，较1-9月增加0.1个百分点。消费市场保持稳中有升的态势，基本生活类商品温和增长，而商品零售和餐饮消费增速加快。此外，受购置税减半政策影响，限额以上汽车类商品增速大幅提高，拉动社会消费品零售总额增速约0.8个百分点。而1-10月，全国网上零售额29484亿元，同比增长34.6%，占社会消费品零售总额的比重达到12%，“网购”力量不可忽视。

**图7 工业增加值**


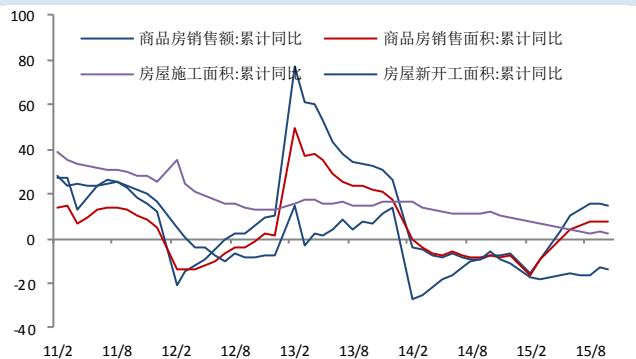
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图8 固定资产投资完成额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图9 社会消费品零售总额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图10 商品房销售情况**


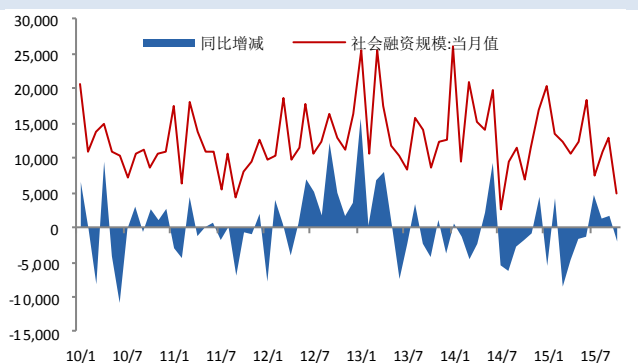
数据来源：Wind、国都期货研究所

### （三）社融信贷增速放缓，M2 增速超预期

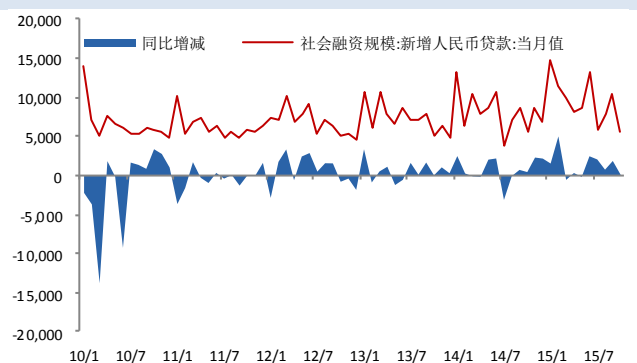
10月社会融资规模增量为4767亿元，较9月环比下降8261亿元，虽然10月社会融资增量季节性偏低，但与去年同期相比也下降2040亿元，降幅达30%。即便将地方债务规模纳入社融体系考虑，10月数据仍较第三季度的表现为弱，社融增速出现明显放缓。其中，由于10月中下旬人民币汇率贬值的影响，外币贷款大幅减少1317亿元；而受实体经济融资需求低迷、生产动力下降的影响，未贴现银行承兑汇票减少3694亿元，

10月信贷数据显示，当月新增信贷5136亿元，较前值1.05万亿大幅下降，也大幅低于市场上普遍7000+的预期。分项中除新增票据融资出现增长外，其余分项均大幅下降，新增中长期贷款从前值6811亿元下降至3517亿元，企业及居民口径中长期贷款均大幅下滑。虽然从历史数据来看，10月信贷数据季节性偏低，但考虑到今年以来宽松的货币政策环境，实体经济投资意愿仍显不足，货币政策的刺激并未能有效的传导到实体经济部门。

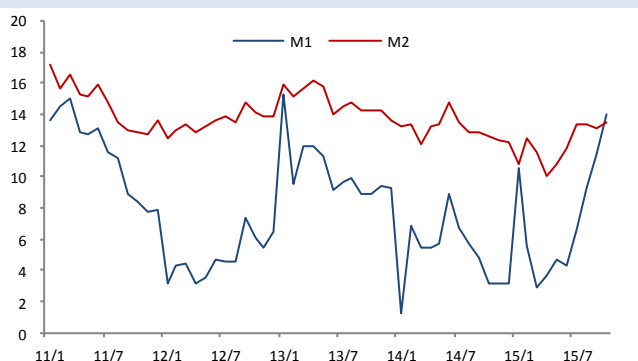
虽然社融、信贷数据疲弱，但10月M2同比13.5%的增速却创下年内新高，M1增速更是较前值提高2.6个百分点，M2-M1剪刀差5年来首次出现负数。M1增速快速上升本应是企业生产活化的表现，但根据信贷及社融数据可知，实体经济生产动力下降、投资意愿疲弱的情况并没有改变，M1“与众不同”的高增速更多的是因为宽松的货币政策及前期“救市”资金投放导致。

**图 11 社会融资规模**


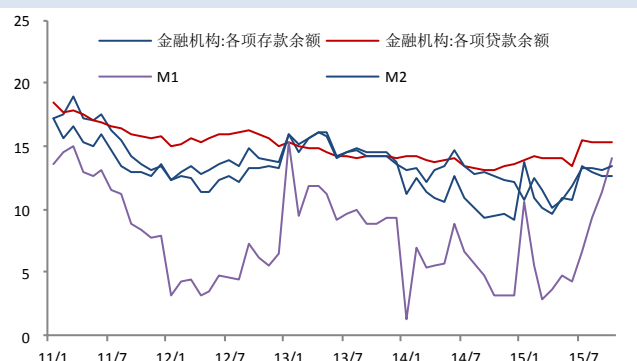
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 新增人民币贷款**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 13 M1、M2 余额同比**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 M1、M2 及金融机构存贷款余额**


数据来源: Wind、国都期货研究所

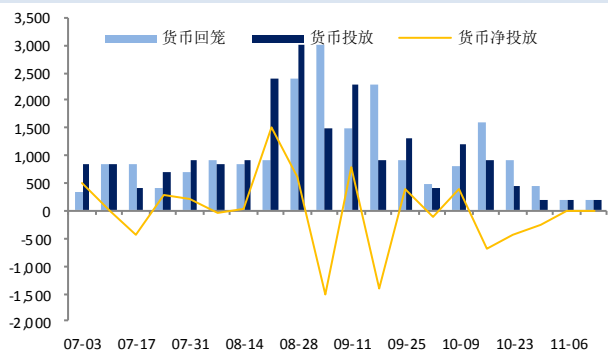


#### （四）央行政策

11月6日,《2015年第三季度中国货币政策执行报告》公布,对下一阶段主要的货币政策思路表述为“进一步加强对货币市场利率的引导和调节,注重稳定短期利率,提高利率传导效率”,“既要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑,同时又不能过度放水、妨碍市场的有效出清。”

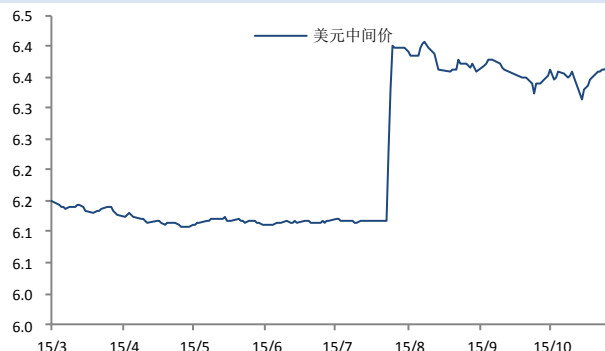
本周央行在周二、周四分别进行100亿元7天期逆回购操作,中标利率持平于2.25%,连续两周无投放无回笼。汇率波动再起,人民币兑美元中间价连续八日下调。

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

虽然本周债市经历了较大起伏,央行公开市场也保持等量操作,本周Shibor利率仍延续着宽松格局,银行间质押式回购利率则出现不同程度走高。周五Shibor隔夜利率1.7860%,较上期下行0.1BP; Shibor1周为2.2780%,较上期下行0.7BP; Shibor2周为2.6170%,较上期下行1.1BP; Shibor1月报2.6970%,较上期下行2.2BP; Shibor3月3.0340%,较上期下行0.2BP。银行间质押式回购利率中,以周四的收盘数据来看,隔夜收于1.8051,较上期上行1.27BP; 7天、14天、21天、1月、2月分别上行0.4BP、0.4BP、17.1BP、10.7BP、8.3BP,仅3月期下行2BP。

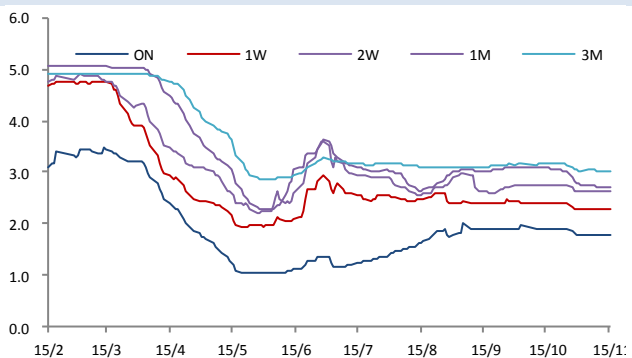
#### （二）利率债市场

受周末IPO重启消息的影响,二级市场在周一表现相当悲观,交易所国债利率上行超过10BP,但伴随着本周低于预期的经济数据出炉,债市收益率在周二、周三又重新走跌,但目前仍处于震荡区间,利率债收益率较上期全线上行。1、3、5、7、10年期国债收益率分别较上期上行11.57BP、

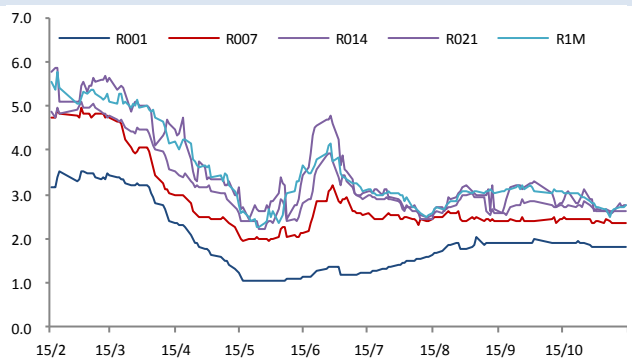


5.78BP、4.01BP、0BP和2.01BP；国开债中，1、3、5、7、10年期收益率分别较上期上行16.06BP、10.5BP、9.76BP、8.08BP和8.01BP。

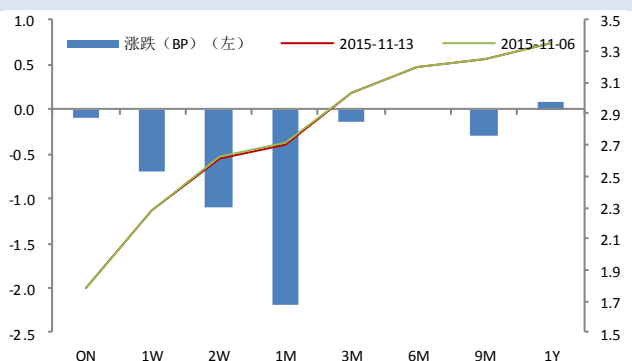
一级市场方面，周二国开行招标发行5期固息金融债，1、3、5、7、10年中标利率为2.682%、3.1636%、3.4275%、3.6933%和3.6312%，中标收益符合预期，利率债配置需求仍在。周三财政部招标发行5年期国债，加权利率2.9807%，边际利率3.0166%，全场2.29倍，边际1.03倍，受债市近日调整的影响，需求较为一般。周四，进出口行5年、10年固息债中标利率分别为3.48%及3.71%，10年期边际倍数高达27倍，一级市场情绪明显回暖。周五财政部招标发行3个月期贴现国债及182天期贴现国债，中标利率分别为2.4298%和2.2657%，中标利率与二级市场持平。

**图 17 SHIBOR 利率走势**


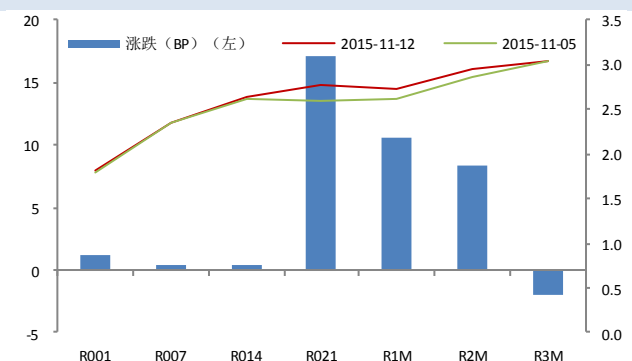
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 18 银行间质押式回购利率走势**


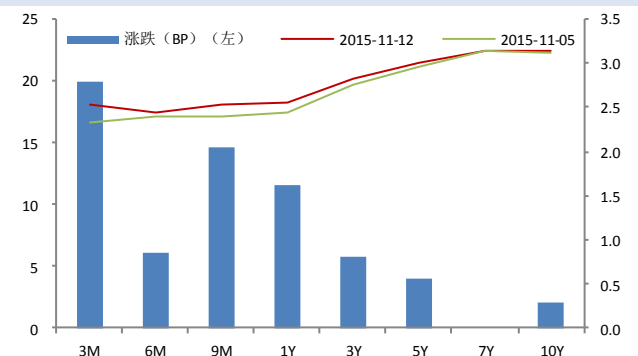
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 19 SHIBOR 利率周变化**


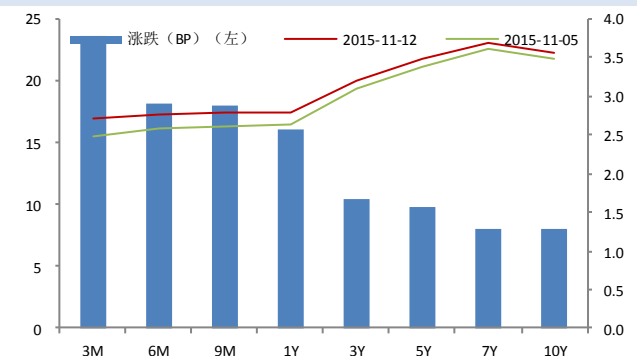
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

IPO重启消息出炉后，部分基金会逐渐将配置在纯债中的资金撤出，为打新铺底仓，但由于新规导致中签率降低，或将影响打新收益。并且，10月经济数据显示经济下行寻底过程仍在持续，社融及信贷数据大幅弱于预期也需要央行进一步采取灵活的货币政策来引导实际利率下行。所以，即使央行连续两周公开市场维持均衡，宽松预期支撑资金面保持宽松，债市也并未受到进一步冲击。而外媒关于“中国计划再增加25%地方置换债额度，额度将从现在的3.2万亿元人民币增加至3.8万亿至4万亿”的消息证伪，年内不会有供给压力对中长端利率造成冲击。但由于年底将至，银行收储压力增加，资金面维稳可能会面临压力。短期内期债震荡的可能性较大，注意移仓换月，长期仍看好利率债的走势。

### 分析师简介

阳洪，国都期货研究所国债期货分析师，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。