

市场心态纠结 利率品弱勢整理

主要观点

行情回顾。虽然由于央行提前超额续作MLF，且结束了连续3周的净回笼，虽有缴税的扰动，本周资金面仍稳中趋降，整体保持宽松。但由于市场传言有监管新规对资产管理计划杠杆倍数进行了严格限制，且拟对基金子公司的设立设置一系列门槛，并对开展特定客户资产管理业务的子公司实施风控管理和分级分类监管，市场对于债市去杠杆的担忧升温。此外，美联储对6月是否加息表态偏鹰，市场情绪受到了较明显冲击，二级市场收益率大幅上行。期债表现稍强于现券，在本周前3天连续下挫后，于周四、周五企稳反弹，10债振幅大于5债。技术上看，主力合约5日线均下穿10日线，短期调整或将持续。TF1609本周开盘100.470元，收盘100.245元；T1609开盘99.350元，收盘99.095元。

投资增速放缓。投资增速环比小幅回落，主要是受制造业投资增速继续下滑的影响。虽然稳增长政策对基建投资起到了良好支撑，但鉴于产能过剩矛盾难以化解以及市场需求明显不足，1-4月基础设施投资增加较一季度回落0.6个百分点。此外，由于企业投资意愿不足、市场准入限制存在等因素的影响，民间投资增速持续回落，考虑到民间投资占全部投资比重在6成以上，投资的平稳增长也因此受到影响。

实际消费增速创新低。随着政策刺激后需求集中释放，汽车消费在4月明显放缓，限额以上单位汽车类商品同比增速较上月回落7.2个百分点，拉低社会消费品零售总额增速0.7个百分点左右。此外，石油消费也在4月明显放缓，拖累消费增速。需要注意的是，虽然整体而言消费品市场仍保持平稳增长，但4月9.3%的实际消费增速已创下新低，一方面，居民集中购房挤压了其他消费，另一方面，居民收入增速放缓更是从根本上制约了消费的表现。

工业增加值低于预期。4月工业增加值较3月出现明显回落，且低于市场预期，主要是受部分高耗能行业增速大幅回落以及大宗商品价格波动的影响。同时，结合4月贸易数据来看，4月出口同比增速较3月回落14.6个百分点，外需疲弱也制约了工业生产的表现。而随着投资增速放缓，工业发展也显得后劲不足。

后市展望。监管部门对于资管及基金公司新规的征求意见稿引发了债市去杠杆的担忧，此外美国6月加息预期强化也对情绪面有所冲击，利率债延续了本周以来的弱势表现，期债表现相对强势，一定程度上带动了现券端企稳。从基本面触发，鉴于资金面预期趋稳，且宏观数据表现平平，在货币政策保持相对稳定的情况下，利率债仍具有配置价值，收益率走高的空间也较为有限。从近日来一级市场利率债的招标情况可以看出，虽然市场心态仍较为纠结，但机构配置需求仍较为旺盛。由于本周以来期债已出现较大幅度回调，可等待监管消息落实后，把握交易机会。

报告日期 2016-05-20

研究所

罗玉

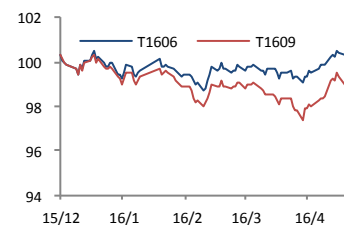
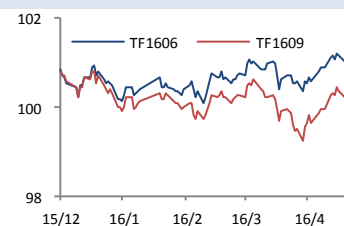
国债期货分析师

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) 投资增速放缓，实际消费增速创新低	5
(二) 工业增加值低于预期	6
三、基础市场表现	7
(一) 货币市场	7
(二) 利率债市场	8
四、后市展望	9

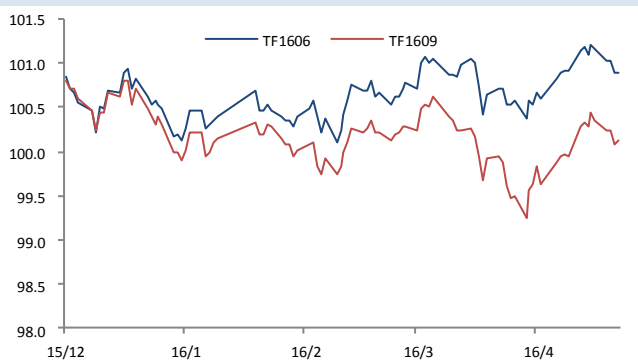
插图

图 1 TF 主力合约走势	4
图 2 T 主力合约走势	4
图 3 TF1609 成交量及持仓量	4
图 4 T609 成交量及持仓量	4
图 5 TF 跨期价差	5
图 6 T 跨期价差	5
图 7 固定资产投资完成额	6
图 8 商品房销售额及销售、开工、施工面积	6
图 9 社会消费品零售总额	6
图 10 社会消费品零售总额：季调环比	6
图 11 工业增加值	7
图 12 粗钢及发电量	7
图 13 SHIBOR 利率走势	7
图 14 银行间质押式回购利率走势	7
图 15 SHIBOR 利率周变化	8
图 16 银质押利率周变化	8
图 17 国债收益率周变化	9
图 18 国开债收益率周变化	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

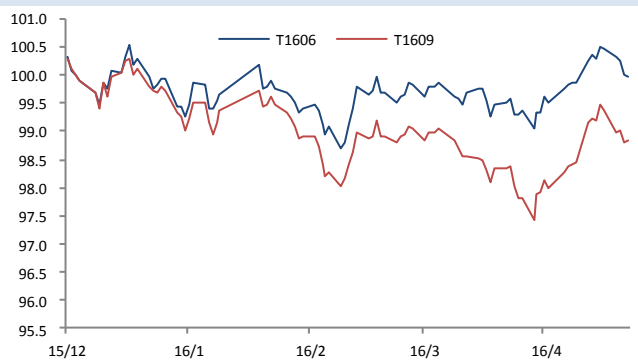
由于央行提前超额续作MLF，且结束了连续3周的净回笼，虽有缴税的扰动，本周资金面仍稳中趋降，整体保持宽松。但由于《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订征求意见稿）》中对资产管理计划杠杆倍数进行了严格限制，且《证券投资基金管理子公司管理规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风控指标指引》拟对基金子公司的设立设置一系列门槛，并对开展特定客户资产管理业务的子公司实施风控管理和分级分类监管，市场对于债市去杠杆的担忧升温，且美联储对6月是否加息表态偏鹰，市场情绪受到了较明显冲击，二级市场收益率大幅上行。期债表现稍强于现券，在本周前3天连续下挫后，于周四、周五企稳反弹，10债振幅大于5债。技术上看，主力合约5日线均下穿10日线，短期调整或将持续。TF1609本周开盘100.470元，收盘100.245元；T1609开盘99.350元，收盘99.095元。

图 1 TF 主力合约走势



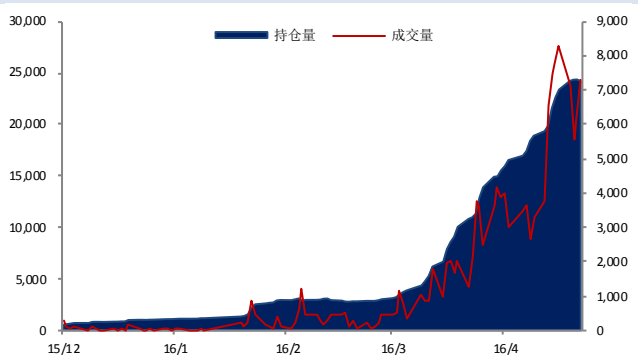
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



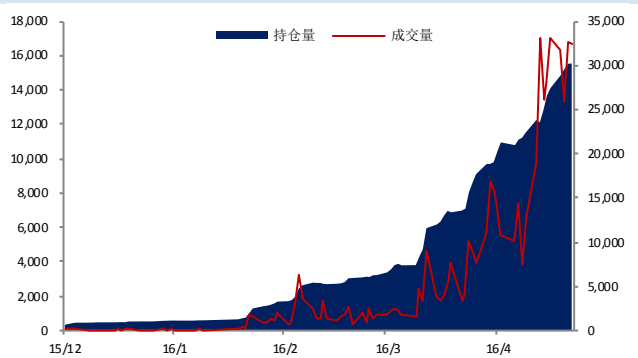
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1609 成交量及持仓量

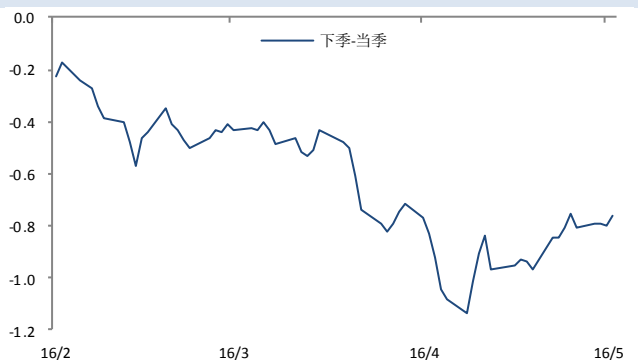


数据来源：Wind、国都期货研究所

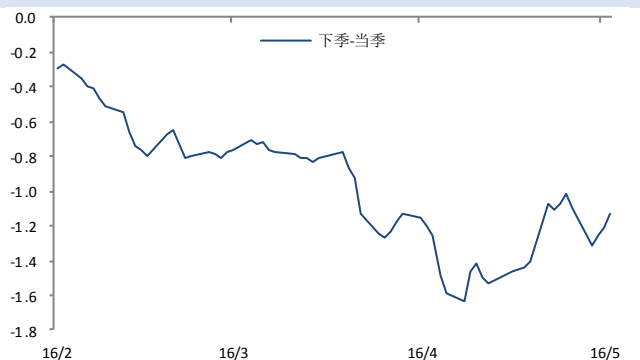
图 4 T609 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 T 跨期价差


数据来源: Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

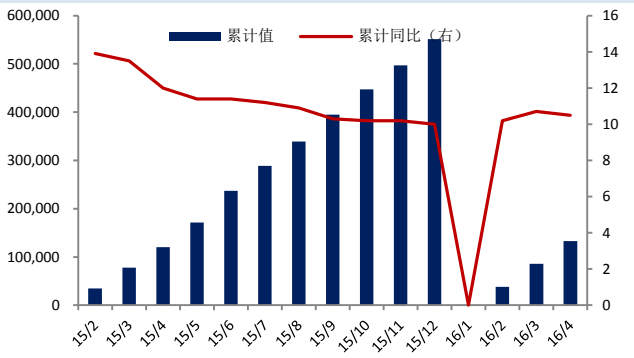
(一) 投资增速放缓，实际消费增速创新低

统计局数据显示，2016年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）132592亿元，同比名义增长10.5%，增速比1-3月份回落0.2个百分点。从环比速度看，4月份固定资产投资（不含农户）增长0.72%。

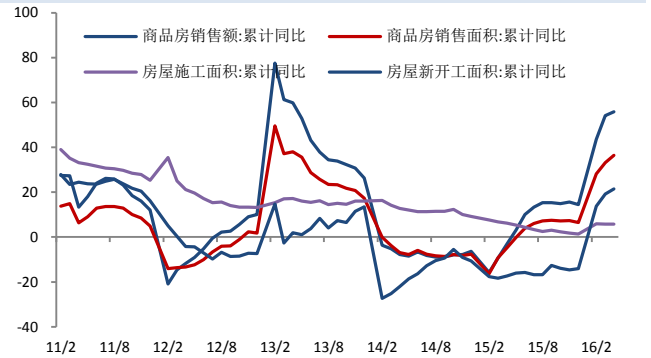
投资增速环比小幅回落，主要是受制造业投资增速继续下滑的影响。虽然稳增长政策对基建投资起到了良好支撑，但鉴于产能过剩矛盾难以化解以及市场需求明显不足，1-4月基础设施投资增加较一季度回落0.6个百分点。此外，由于企业投资意愿不足、市场准入限制存在等因素的影响，民间投资增速持续回落，考虑到民间投资占全部投资比重在6成以上，投资的平稳增长也因此受到影响。

2016年1-4月份，社会消费品零售总额102670亿元，同比名义增长10.3%。其中，限额以上单位消费品零售额46111亿元，增长7.7%。4月份，社会消费品零售总额24646亿元，同比名义增长10.1%（扣除价格因素实际增长9.3%）。其中，限额以上单位消费品零售额11264亿元，增长6.7%。

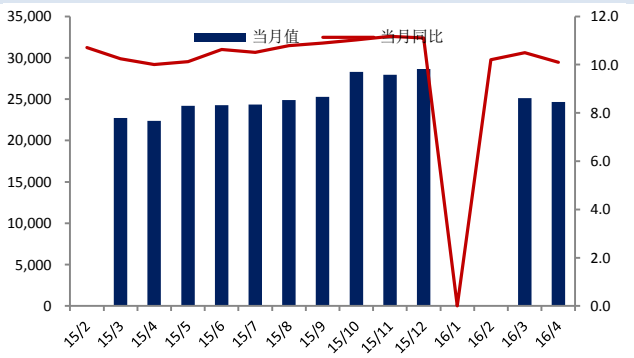
随着政策刺激后需求集中释放，汽车消费在4月明显放缓，限额以上单位汽车类商品同比增速较上月回落7.2个百分点，拉低社会消费品零售总额增速0.7个百分点左右。此外，石油消费也在4月明显放缓，拖累消费增速。需要注意的是，虽然整体而言消费品市场仍保持平稳增长，但4月9.3%的实际消费增速已创下新低，一方面，居民集中购房挤压了其他消费，另一方面，居民收入增速放缓更是从根本上制约了消费的表现。

图7 固定资产投资完成额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 商品房销售额及销售、开工、施工面积


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

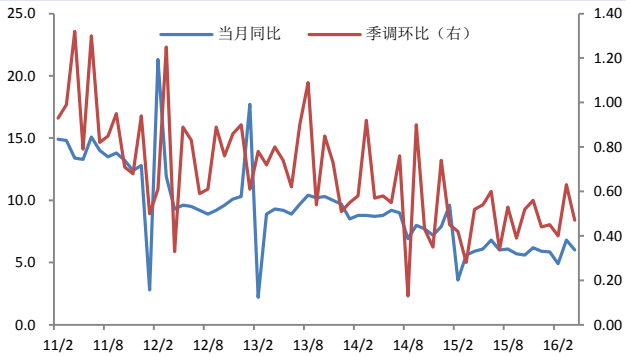
图10 社会消费品零售总额：季调环比


数据来源：Wind、国都期货研究所

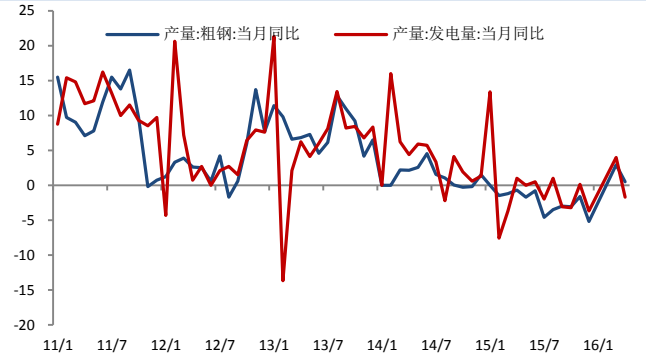
（二）工业增加值低于预期

2016年4月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，比3月份回落0.8个百分点。从环比看，4月规模以上工业增加值比上月增长0.47%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长5.8%。

4月工业增加值较3月出现明显回落，且低于市场平均预期，主要是受部分高耗能行业增速大幅回落以及大宗商品价格波动的影响。同时，结合4月贸易数据来看，4月出口同比增速较3月回落14.6个百分点，外需疲弱也制约了工业生产的表现。而随着投资增速放缓，工业发展也显得后劲不足。

图 11 工业增加值


数据来源: Wind、国都期货研究所

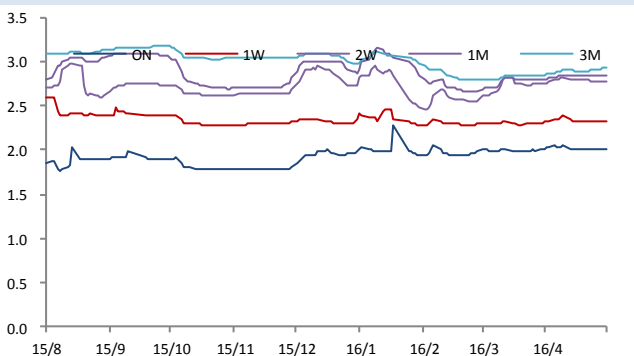
图 12 粗钢及发电量


数据来源: Wind、国都期货研究所

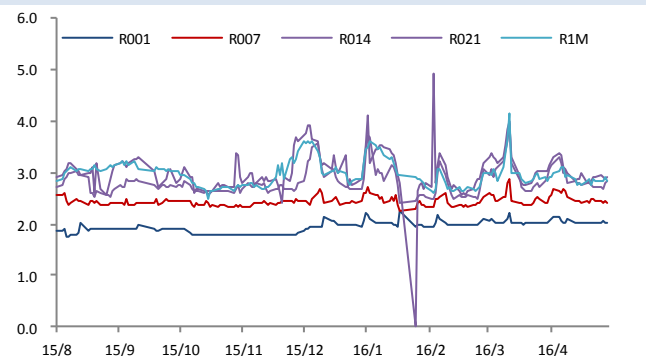
三、基础市场表现

(一) 货币市场

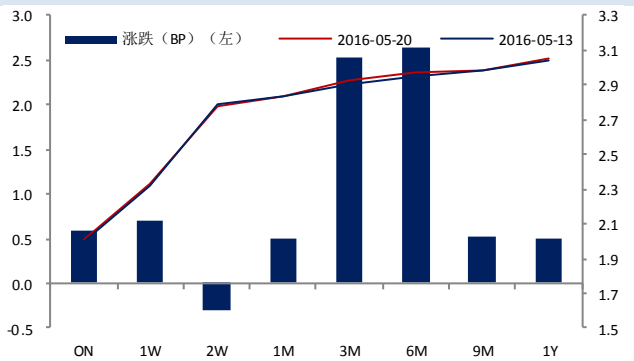
本周央行净投放500亿元,结束了连续3周的净回笼,而由于央行提前超额续作MLF以及缴税高峰已过的原因,本周货币市场利率稳中趋降,流动性格局整体宽松。周五Shibor隔夜利率2.0080%,较上期上行0.6BP; Shibor1周期报2.3310%,较上期上行0.7BP; Shibor2周报2.7820%,较上期下行0.3BP; Shibor1月期报2.8390%,较上期上行0.5BP; Shibor3月期报2.9288%,较上期上行2.53BP; 银行间质押式回购利率涨跌互现,周四收盘隔夜报2.0256%,较上期下行0.32BP; 7天报2.3895%,较上期下行5.67BP, 14天报2.8131%,较上期上行9.21BP; 21天报2.8969%,较上期下行3.03BP; 1月期报2.8333%,较上期上行0.44BP; 3月期报2.8560%,较上期下行1.76BP。

图 13 SHIBOR 利率走势


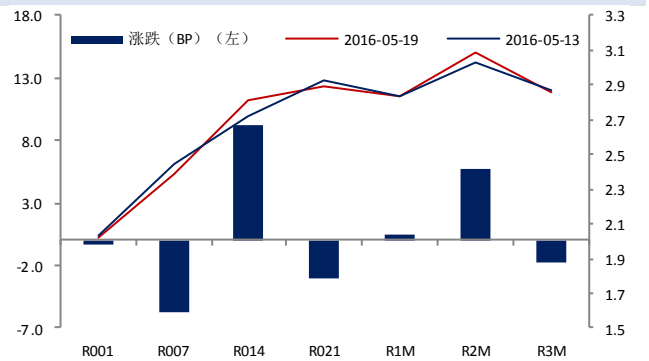
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 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 15 SHIBOR 利率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

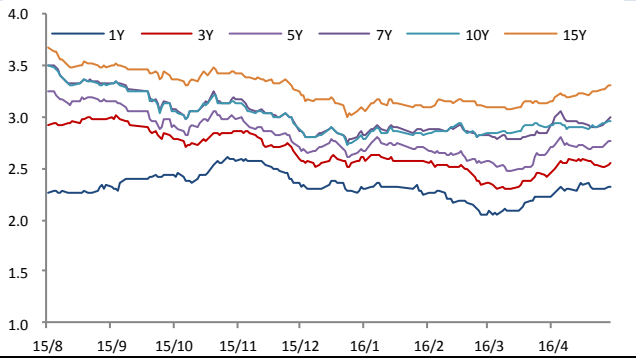
图 16 银质押利率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

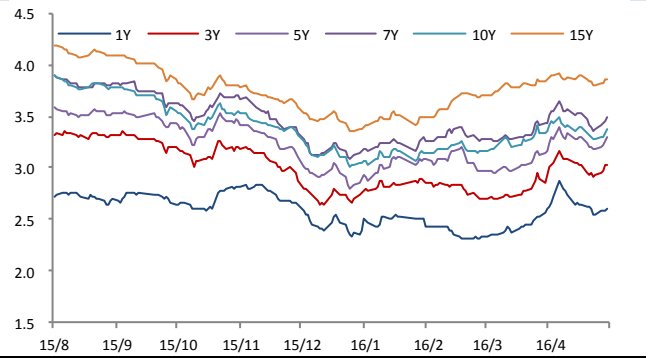
（二）利率债市场

监管部门对于资管及基金公司新规的征求意见稿引发了债市去杠杆的担忧，此外美国6月加息预期强化也对情绪面有所冲击，利率债延续了本周以来的弱势表现，二级市场利率债收益率明显上行。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.3143%、2.5417%、2.7663%、2.9897%和2.9600%，分别较上期上行2.38BP、1.68BP、6.4BP、8.91BP和5.5BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.6021%、3.0232%、3.2897%、3.4826%和3.3706%，分别较上期上行4.92BP、8.89BP、11.02BP、11.15BP和9.76BP。

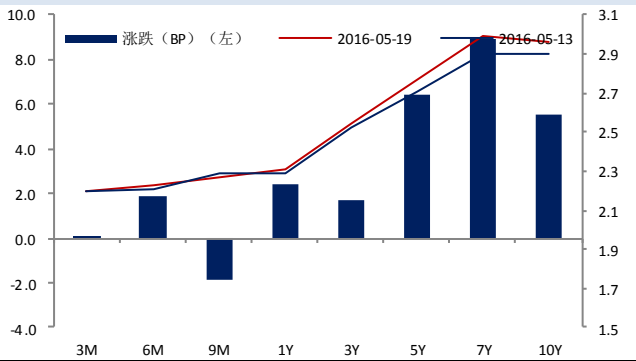
一级市场方面，周一农发行增发2、3、5、7、10年期固息债，中标利率分别为2.9238%、2.9558%、3.1997%、3.4458%和3.4798%，3、5、7年期中标利率均低于上一日二级市场水平，但10年期中标利率偏高；周二国开行增发1、3、5、7年期债，中标利率分别为2.4955%、2.9234%、3.1548%和3.3934%，中标利率均低于前一日二级市场水平，招标需求向好；周三财政部发行2年期及7年期国债，中标利率分别为2.51%和2.9741%，均高于此前预测；周四，进出口行发行1、5、10年期固息债，中标利率分别为2.5693%、3.2276%和3.5401%，投标倍数分别为2.97、3.24和5.74，招标结果尚可，10年期配置需求仍较为旺盛；周五财政部50年期国债中标利率3.70%，高于市场预期，全场倍数2.05；91天期贴现国债加权中标利率2.1744%，投标倍数4.02。

图 17 国债收益率周变化


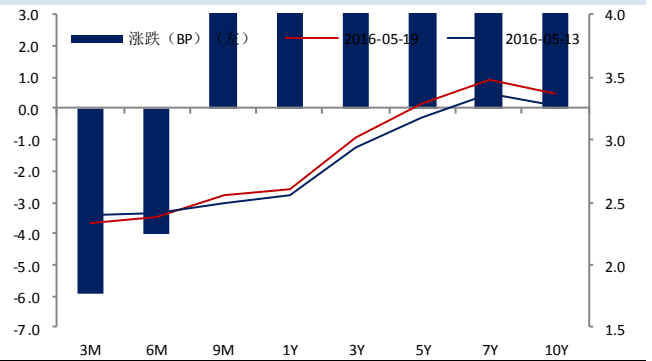
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 国开债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 国债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 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

监管部门对于资管及基金子公司新规的征求意见稿引发了债市去杠杆的担忧,此外美国6月加息预期强化也对情绪面有所冲击,利率债延续了本周以来的弱势表现,期债表现相对强势,一定程度上带动了现券端企稳。从基本面触发,鉴于资金面预期趋稳,且宏观数据表现平平,在货币政策保持相对稳定的情况下,利率债仍具有配置价值,收益率走高的空间也较为有限。从近日来一级市场利率债的招标情况可以看出,虽然市场心态仍较为纠结,但机构配置需求仍较为旺盛。由于本周以来期债已出现较大幅度回调,可等待监管消息落实后,把握交易机会。

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。