

## 经济数据缺乏亮点 期债连涨再创新高

### 主要观点

**行情回顾。**本周恰逢超级数据周，但物价、投资、工业增加值等数据表现均缺乏亮点，经济下行压力不减也进一步提振了债市情绪。虽然资金面自月初以来出现了一定程度的收紧，但在配置需求及基本面的支撑下，利率债收益率接连下行，10Y 国债收益率也顺利突破了 2.7% 的阶段底部，创下 7 年多来新低。期债同样表现抢眼，五连涨不断刷新新高，TF1609 本周开盘 101.695 元，收盘 102.045 元，T1609 开盘 101.395 元，收盘 101.980 元，涨幅达 0.34% 及 0.58%。

**CPI 连续两月重回“1 时代”。**下半年猪肉、蔬菜价格对食品价格的推动作用或将弱于上半年，天气因素虽带来一定的不确定性，但难以改变 CPI 温和上涨的局面，CPI 对于货币政策的约束进一步降低。但央行在《2016 年第二季度中国货币政策执行报告》中指出，“频繁降准会大量投放流动性，促使市场利率下行，加上其信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，导致人民币贬值压力加大、外汇储备下降。而这些会促使投机者拿钱去买汇炒汇，由此形成循环。“因此，无需过度博弈宽松，实现供给侧结构改革、提升增长动力，仍需财政政策进一步发力。

**内外需疲弱不改，经济指标增速放缓。**7 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速较上月回落 0.2 个百分点，与上年同期持平。从结构上来看，制造业、采矿业仍在下滑区间，但受洪涝灾害以及局部高温的影响，电力燃气及水供应业增速大幅反弹。而汽车制造业亮点再现，产量同比大增 25.4 个百分点。三驾马车方面表现依旧平平，固定资产投资增速持续放缓，民间投资增速再创新低。此外，内外需疲弱也依旧制约进出口表现，仅消费仍保持平稳增长。

**后市展望。**随着央行逆回购增量，月初以来资金面趋紧的状况有所缓解。而由于数据缺乏亮点，经济下行压力不减，债市情绪持续向好，一二级市场均有上佳表现。期债也在本周不断刷新前期高点，5 债、10 债主力收盘分别报 102.045 和 101.980，单周涨幅达 0.34% 及 0.58%。虽然近月来收益率快速下行后价值洼地逐渐被填平，但鉴于基本面无明显利空，且下半年利率债供给减少，而从技术面来看收益率已突破今年的区间下限，债市或仍有上涨空间，但波动在逐渐加大。操作上依旧建议保有部分多单，适当高抛低吸。

报告日期 2016-08-12

### 研究所

罗玉

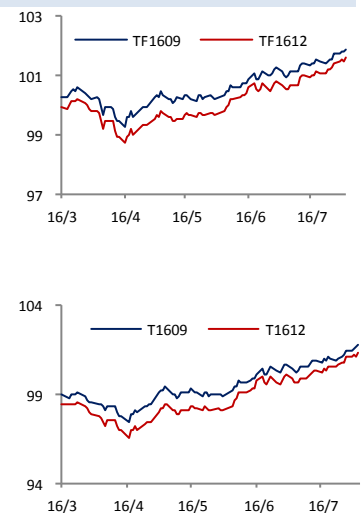
国债期货分析师

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) CPI 连续 3 个月走低, PPI 同比降幅继续收窄 .....	5
(二) 内外需疲弱不改, 经济指标增速放缓 .....	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 .....	10

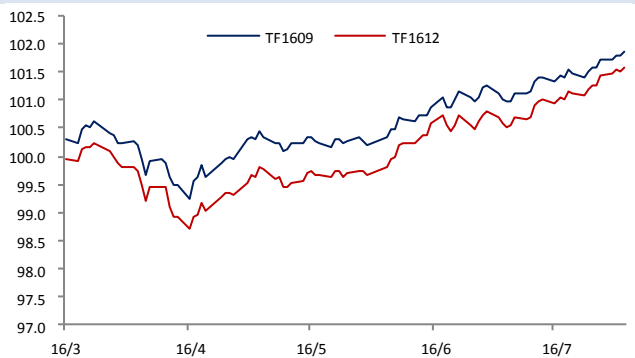
## 插图

图 1 TF 主力合约走势 .....	4
图 2 T 主力合约走势 .....	4
图 3 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 CPI .....	6
图 8 PPI .....	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 工业增加值 .....	7
图 12 工业企业利润总额 .....	7
图 13 进出口金额 .....	7
图 14 贸易差额 .....	7
图 15 SHIBOR 利率走势 .....	8
图 16 银行间质押式回购利率走势 .....	8
图 17 SHIBOR 利率周变化 .....	8
图 18 银质押利率周变化 .....	8
图 19 国债收益率周变化 .....	9
图 20 国开债收益率周变化 .....	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

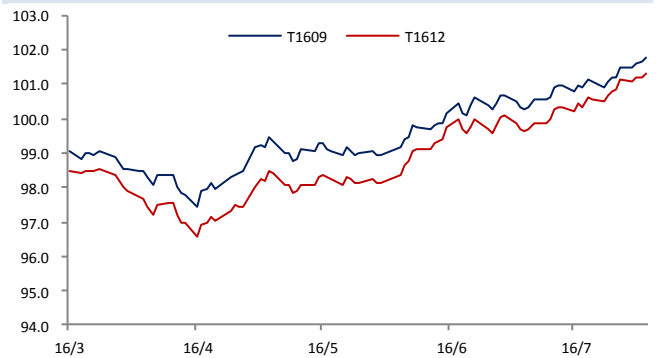
本周恰逢超级数据周，但物价、投资、工业增加值等数据表现均缺乏亮点，经济下行压力不减也进一步提振了债市情绪。虽然资金面自月初以来出现了一定程度的收紧，但在配置需求及基本面的支撑下，利率债收益率接连下行，10Y国债收益率也顺利突破了2.7%的阶段底部，创下7年多来新低。期债同样表现抢眼，五连涨不断刷新新高，TF1609本周开盘101.695元，收盘102.045元，T1609开盘101.395元，收盘101.980元，涨幅达0.34%及0.58%。

### 图 1 TF 主力合约走势



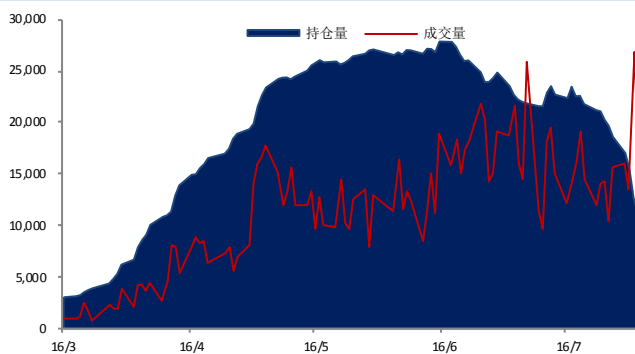
数据来源: Wind、国都期货研究所

### 图 2 T 主力合约走势



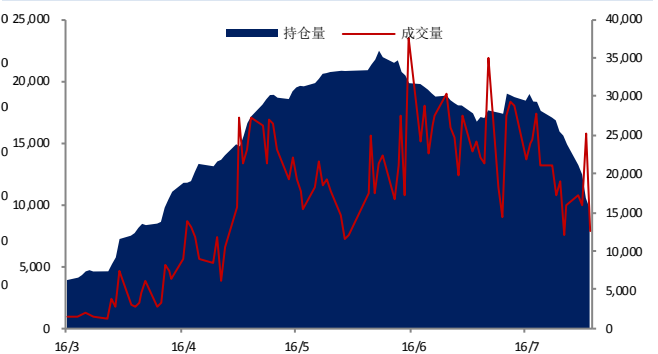
数据来源: Wind、国都期货研究所

### 图 3 TF1609 成交量及持仓量

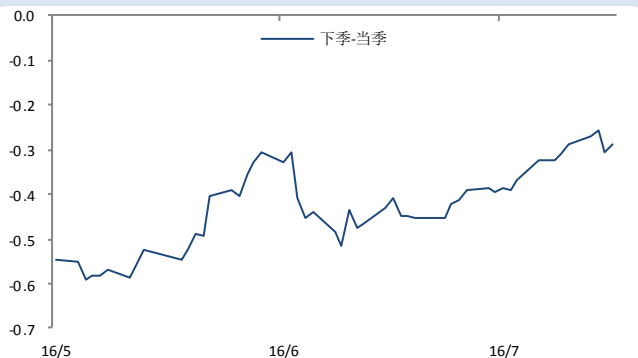


数据来源: Wind、国都期货研究所

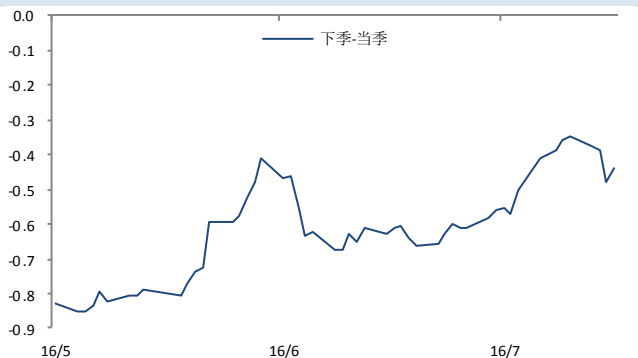
### 图 4 T609 成交量及持仓量



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

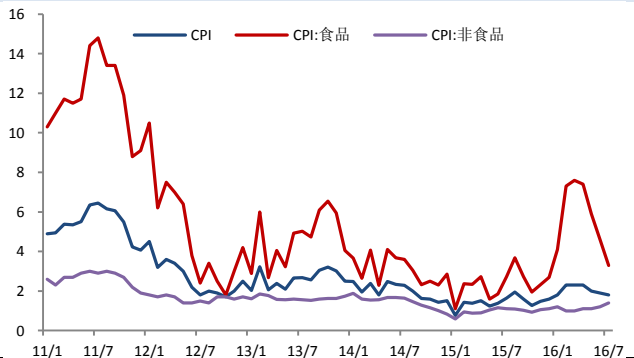
### (一) CPI 连续 3 个月走低, PPI 同比降幅继续收窄

7月全国居民消费价格总水平同比上涨1.8%。其中,食品价格上涨3.3%,非食品价格上涨1.4%;消费品价格上涨1.4%,服务价格上涨2.3%;7月全国居民消费价格总水平环比上涨0.2%。其中,食品价格下降0.2%,非食品价格上涨0.3%;消费品价格下降0.1%,服务价格上涨0.6%。从同比来看,CPI涨幅较上月回落0.1个百分点,主要是受猪肉价格涨幅大幅回落的影响。6月初以来生猪价格大幅下跌,22省生猪均价已从6月初的21.2元/公斤降至7月底的18.2元/公斤,猪肉均价也相应从30.1元/公斤降至27.5元/公斤,降幅分别为14.1%和8.6%。虽然零售端价格相对稳定,但鉴于去年同期高基数的影响,7月猪肉价格同比仍出现明显回落,对CPI形成拖累。而从环比来看,虽然猪肉价格回落,鲜果及蛋价格继续下行,合计影响CPI环比下降0.1个百分点,但受强降雨天气的影响,全国多个地区鲜菜价格出现较大涨幅,且交通及旅游等服务价格在暑假期间出现季节性上涨,CPI环比因此保持上行势头。

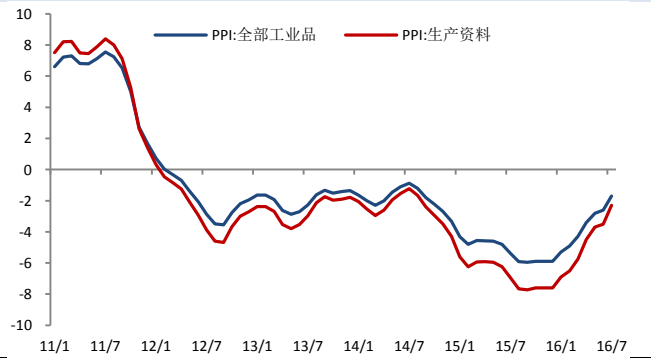
7月全国工业生产者出厂价格同比下降1.7%,环比上涨0.2%。工业生产者购进价格同比下降2.6%,环比上涨0.3%。1-7月平均,工业生产者出厂价格同比下降3.6%,工业生产者购进价格同比下降4.5%。PPI同比降幅持续收窄,环比由降转升,主要是受7月大宗商品市场,尤其是黑色产业链价格大幅上涨的影响。部分行业,如有色金属冶炼和压延加工、黑色金属矿采选、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比由降转升,而有色金属矿采选、石油和天然气开采、煤炭开采和洗选等行业价格依旧维持涨势。

CPI连续两月重回“1时代”,下半年猪肉、蔬菜价格对食品价格的推动作用或将弱于上半年,天气因素虽带来一定的不确定性,但难以改变CPI温和上涨的局面,CPI对于货币政策的约束进一步降低。但央行在《2016年第二季度中国货币政策执行报告》中指出,“频繁降准会大量投放流动

性，促使市场利率下行，加上其信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，导致人民币贬值压力加大、外汇储备下降。而这些会促使投机者拿钱去买汇炒汇，由此形成循环。“因此，无需过度博弈宽松，实现供给侧结构改革、提升增长动力，仍需财政政策进一步发力。

**图 7 CPI**


数据来源：Wind、国都期货研究所

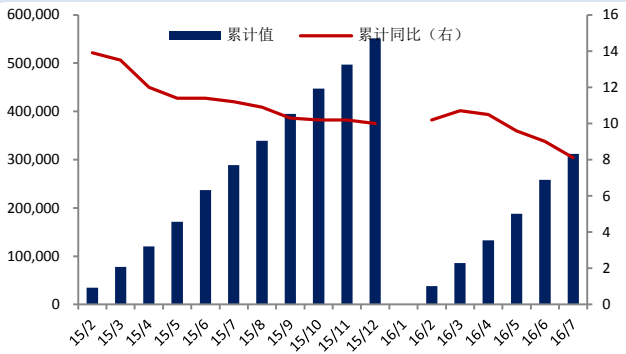
**图 8 PPI**


数据来源：Wind、国都期货研究所

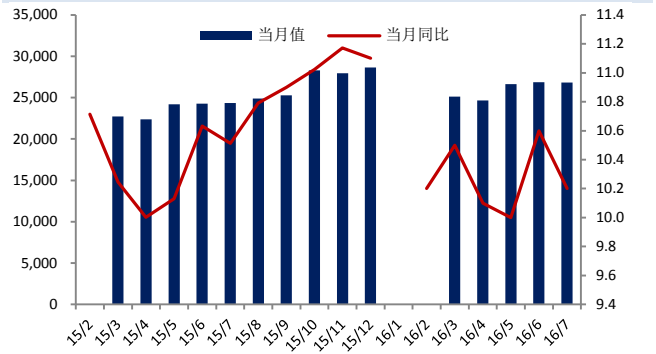
## （二）内外需疲弱不改，经济指标增速放缓

8月12日，统计局公布7月经济指标，部分指标增速有所放缓，但整体仍在平稳运行区间。全国规模以上工业增加值（按可比价格计算）同比增长6.0%，增速较上月回落0.2个百分点，与上年同期持平；环比增长0.52%，较上月提高0.02个百分点。从结构上来看，制造业、采矿业仍在下滑区间，但受洪涝灾害以及局部高温的影响，电力燃气及水供应业增速大幅反弹。而汽车制造业亮点再现，产量同比大增25.4个百分点。

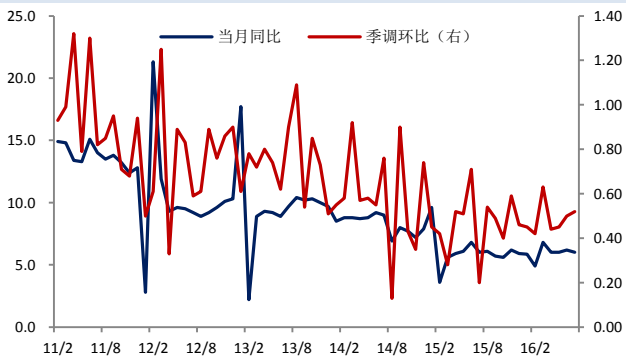
三驾马车方面，固定资产投资增速持续放缓，内外需疲弱依旧制约进出口表现，仅消费仍保持平稳增长。数据显示，1-7月，全国固定资产投资（不含农户）311694亿元，同比增长8.1%，增速较前值回落0.9个百分点。其中，国有控股投资及民间投资增速分别为21.8%和2.1%，民间投资增速再创新低。而受制于国际贸易的衰退，进出口表现依旧欠佳，7月份，进出口总额20888亿元，同比下降0.9%。其中，出口12158亿元，增长2.9%，比上月加快1.6个百分点；进口8730亿元，下降5.7%。1-7月份，进出口总额132087亿元，同比下降3.0%。其中，出口下降1.6%，进口下降4.8%。消费依旧保持平稳增长，7月份，社会消费品零售总额26827亿元，同比名义增长10.2%，增速比上月回落0.4个百分点，比上年同期回落0.3个百分点（扣除价格因素实际增长9.8%）。

**图 9 固定资产投资完成额**


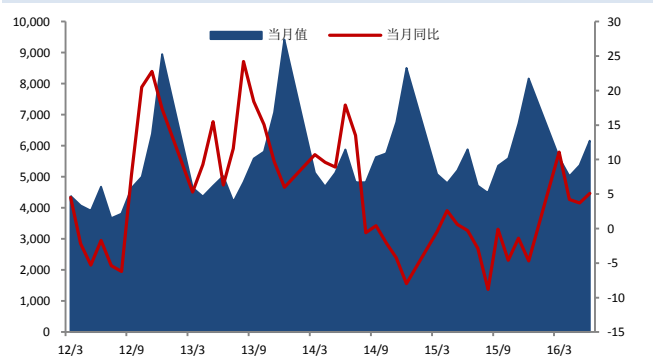
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 10 社会消费品零售总额**


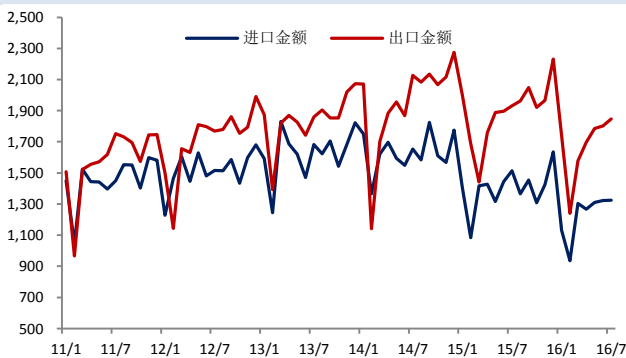
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 11 工业增加值**


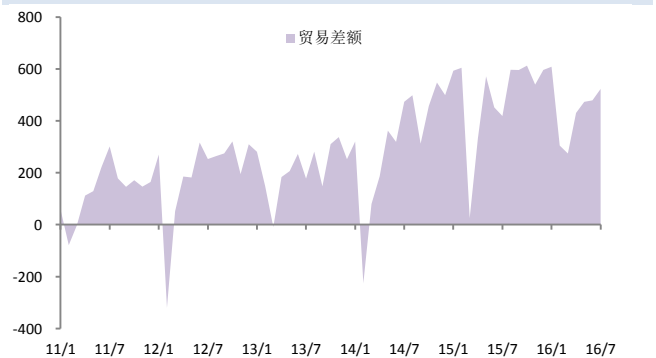
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 12 工业企业利润总额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 13 进出口金额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 14 贸易差额**


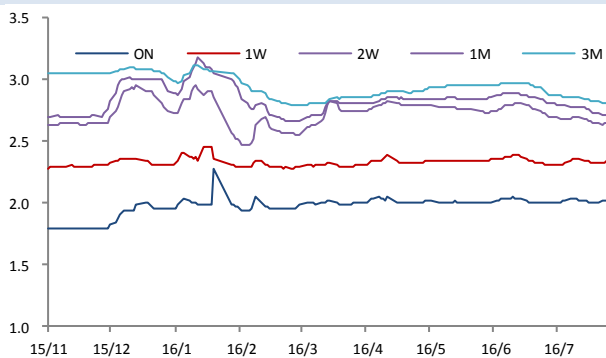
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 三、基础市场表现

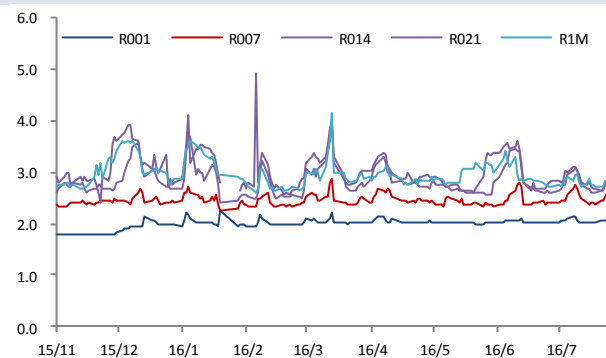
#### （一）货币市场

由于央行周初维持地量逆回购，加上金融去杠杆的影响，货币市场利率在周中一度收紧，但随着周四、周五央行逆回购增量，资金面在周五已基本重回宽松。Shibor 中长期继续下行，周五 Shibor 隔夜利率 2.0210%，

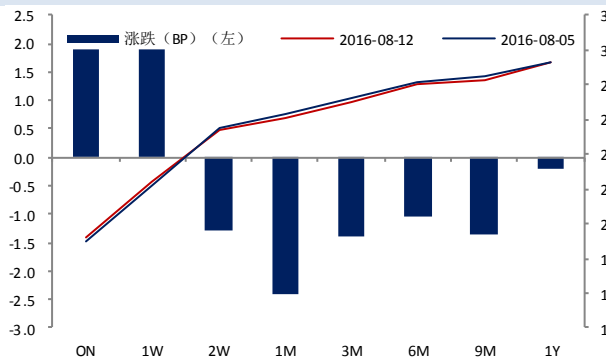
较上期上行1.9BP；Shibor1周期报2.3360%，较上期上行1.9BP；Shibor2周报2.6360%，较上期下行1.3BP；Shibor1月期报2.7050%，较上期下行2.4BP；Shibor3月期报2.8045%，较上期下行1.4BP；银行间质押式回购利率基本全线较上周走高，周四收盘隔夜报2.0669%，较上期上行2.72BP；7天报2.5813%，较上期上行19.37BP；14天报2.7421%，较上期上行12.54BP；21天报2.7881%，较上期上行12.39BP；1月期报2.7956%，较上期上行8.81BP；3月期报2.7829%，较上期下行5.86BP。

**图 15 SHIBOR 利率走势**


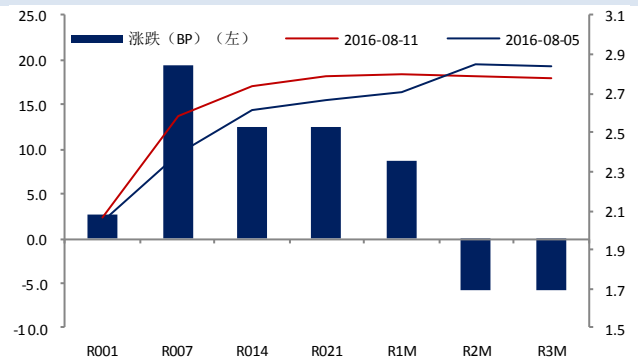
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

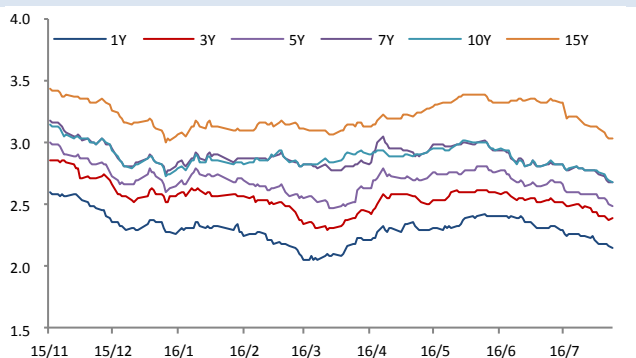
## (二) 利率债市场

超级数据周过后，由于物价、投资等数据均缺乏亮点，在基本面及配置需求的推动下，债市一二级市场均表现出众。二级市场各期限收益率再度下行，10Y国债收益率突破2.7%创下7年半来新低。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.1531%、2.3843%、2.4872%、2.6811%和2.6875%，分别较上期下行3.29BP、2.83BP、6.75BP、5.85BP和6.59BP。国开债收益率同样全线下行，1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报

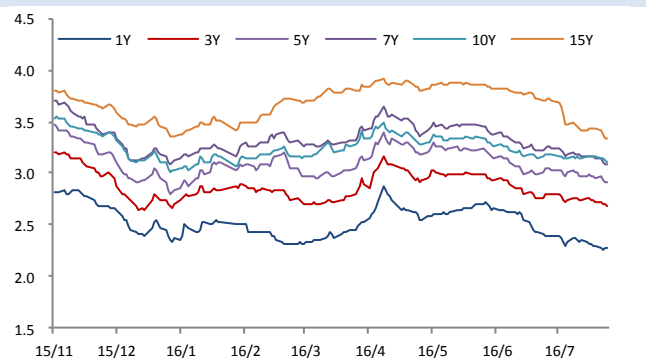


2.2797%、2.6867%、2.9089%、3.0826%和3.1128%，分别较上期下行1.29BP、3.67BP、4.97BP、5.82BP和4.35BP。

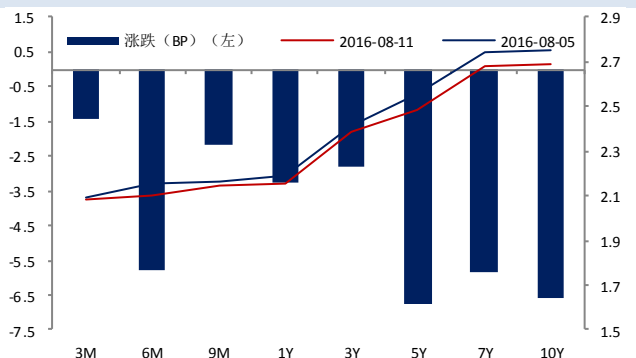
一级市场方面，周一农发行1、3、5、7、10年期固息债中标利率分别为2.1972%、2.6959%、2.9089%、3.1067%和3.1184%，均低于上一交易日二级市场水平，全场倍数分别为4.2、3.56、5.53、4.65和9.78。此外，浙江省政府专项债及一般债招标情况也均表现良好；周二，国开行7、10、20年期固息债中标利率分别为3.0511%、3.1003%和3.4369%，全场倍数分别为7.43、4.81和4.47；周三，财政部5年期国债中标利率2.4315%，明显低于上一交易日水平，全场倍数3.8，招标结果符合预期；周四，进出口行5年期及10年期债中标利率分别为2.86%和3.0734%，全场倍数分别为6.88和6.01，配置需求依旧强劲；周五，财政部3个月期及6个月期贴现国债中标利率分别为2.0063%和2.0544%，投标倍数分别为4.45和3.11。

**图 19 国债收益率周变化**


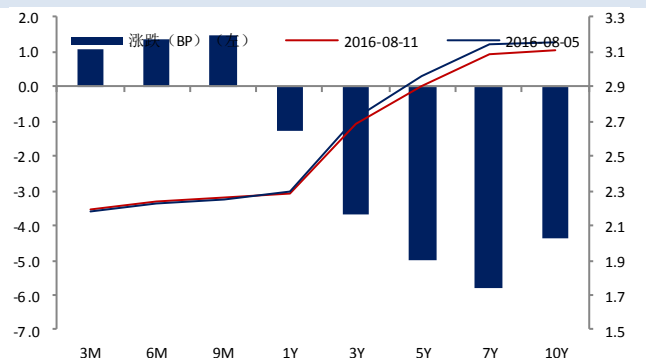
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 20 国开债收益率周变化**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

随着央行逆回购增量，月初以来资金面趋紧的状况有所缓解。而由于数据缺乏亮点，经济下行压力不减，债市情绪持续向好，一二级市场均有上佳表现。期债也在本周不断刷新前期高点，5债、10债主力收盘分别报102.045和101.980，单周涨幅达0.34%及0.58%。虽然近月来收益率快速下行后价值洼地逐渐被填平，但鉴于基本面无明显利空，且下半年利率债供给减少，而从技术面来看收益率已突破今年的区间下限，债市或仍有上涨空间，但波动在逐渐加大。操作上依旧建议保有部分多单，适当高抛低吸。

### 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。