

基本面积积极信号再现 可否持续仍值得观察

主要观点

行情回顾。2016年一季度结束，受通胀制约及流动性大幅波动的影响，债券市场整体表现低迷。从基本面看，本周出炉的数据显示工业企业利润回升且PMI重回枯荣线之上，虽然不排除有去年同期基数偏低的影响，但实体经济依旧有积极的信号出现，对利率债而言仍有不小的压力。而从资金面看，第一次MPA评估临近，季末资金面仍存在不确定性，但周五央行在逆回购放量的同时，重新开展MLF操作，可能一定程度上稳定市场的流动性预期。本周5债表现抢眼，逆势四涨一跌，IRR得到修复，而10债表现相对弱势，继续围绕均线震荡。TF1606本周开盘100.700元，收盘101.055元；T1606开盘99.720元，收盘99.870元。

工业企业利润回暖。1-2月工业企业利润同比上涨4.8%，由跌转升且涨幅远超市场预期。数据大幅回暖一方面受去年同期基数较低的影响，另一方面，随着大宗商品价格反弹，部分行业盈利能力明显回升也带动了数据回暖。具体来看，石油加工、化工行业受益于低油价及成品油定价机制的调整，盈利能力大幅回升；而电器机械和器材制造业依旧保持了较快的增速，同样带动了规模以上工业企业利润增速的回升。但与此同时，仍需注意到工业行业盈利状况分化愈发明显，两高一剩行业经营情况继续恶化，利润下滑的同时，现金流周转速度也在放缓。

PMI重回枯荣线之上。PMI自去年8月以来首次重新回到扩张区间，主要是受春节后企业集中开工、国际大宗商品价格回升、制造业产业升级、房地产市场回暖等因素的综合影响。然而分企业规模来看，虽然大、中、小型企业PMI较上月均有所回升，但仅大型企业重回扩张区间，中小型企业经营难度不减。非制造业商务活动指数较上月回升1.1个百分点，虽然春节假期后零售、交运、旅游等行业出现季节性回落，但随着房地产市场火爆行情的出现，房地产业商务活动指数、建筑业商务活动指数均重回临界点之上。

后市展望。本周前四个交易日，受MPA评估临近及央行公开市场维持低量操作的影响，货币市场资金面持续趋紧，银行间回购利率大幅飙升。而周五，在逆回购放量的基础上，央行重启MLF操作，资金面明显向好，银行间回购利率也全线回落。但考虑到四月份资金面仍有压力，且通胀预期偏高，所以短期内仍维持收益率仍将维持震荡的看法。持续关注3月其他数据是否也出现企稳信号，在资金面企稳前，建议多看少动，警惕回调风险。

报告日期 2016-04-1

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) 工业企业利润回暖	5
(二) PMI 重回枯荣线之上	6
三、债券市场表现	6
(一) 货币市场	6
(二) 利率债市场	7
四、后市展望	8

插图

图 1 TF1606 走势	4
图 2 T1606 走势	4
图 3 TF1606 成交量及持仓量	4
图 4 T606 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 工业企业利润	5
图 8 工业企业主营业务收入	5
图 9 PMI	6
图 10 PMI 分项指数	6
图 11 SHIBOR 利率走势	7
图 12 银行间质押式回购利率走势	7
图 13 SHIBOR 利率周变化	7
图 14 银质押利率周变化	7
图 15 国债收益率周变化	8
图 16 国开债收益率周变化	8
图 17 国债收益率周变化	8
图 18 国开债收益率周变化	8

一、行情回顾

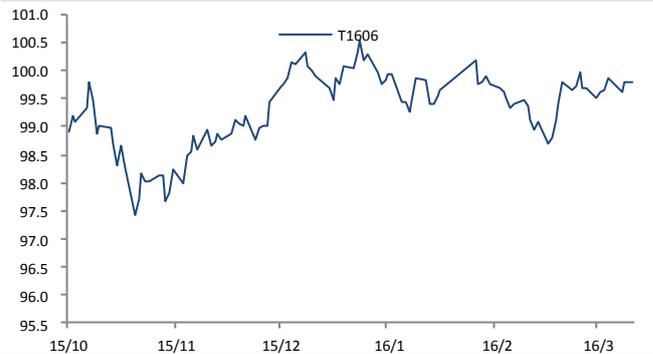
2016年一季度结束，受通胀制约及流动性大幅波动的影响，债券市场整体表现低迷。从基本面看，本周出炉的数据显示工业企业利润回升且PMI重回枯荣线之上，虽然不排除有去年同期基数偏低的影响，但实体经济依旧有积极的信号出现，对利率债而言仍有不小的压力。而从资金面看，第一次MPA评估临近，季末资金面仍存在不确定性，但周五央行在逆回购放量的同时，重新开展MLF操作，可能一定程度上稳定市场的流动性预期。本周5债表现抢眼，逆势四涨一跌，IRR得到修复，而10债表现相对弱势，继续围绕均线震荡。TF1606本周开盘100.700元，收盘101.055元；T1606开盘99.720元，收盘99.870元。

图 1 TF1606 走势



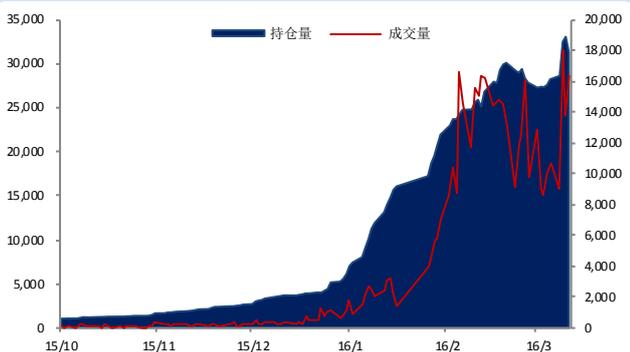
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1606 走势



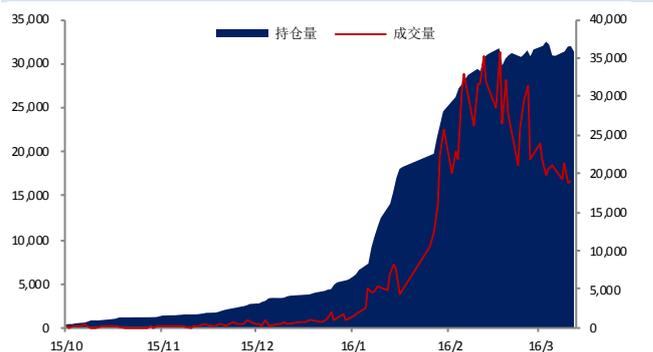
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1606 成交量及持仓量

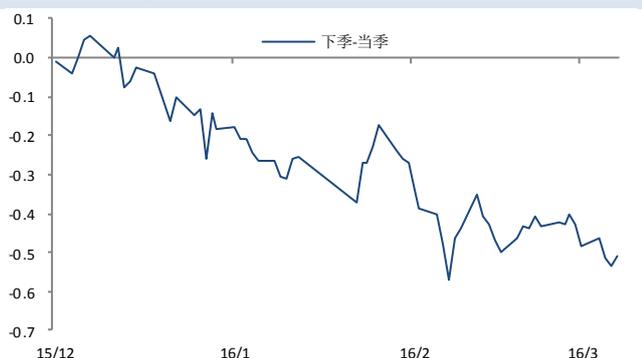


数据来源：Wind、国都期货研究所

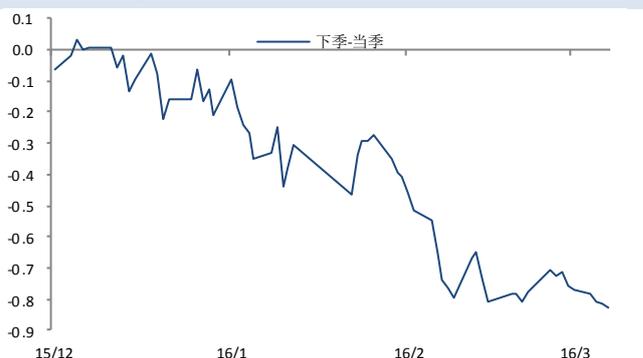
图 4 T1606 成交量及持仓量



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


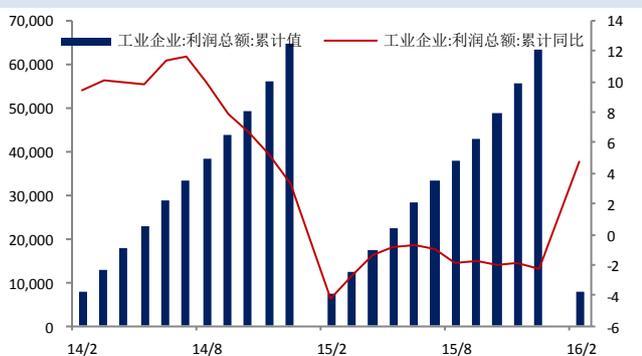
数据来源: Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

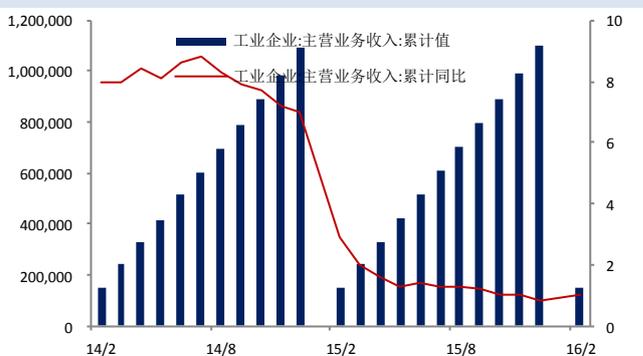
(一) 工业企业利润回暖

据统计局数据显示, 1-2月工业企业利润同比上涨4.8%, 由跌转升且涨幅远超市场预期。数据大幅回暖一方面受去年同期基数较低的影响, 另一方面, 随着大宗商品价格反弹, 部分行业盈利能力明显回升也带动了数据回暖。

具体来看, 石油加工、化工行业受益于低油价及成品油定价机制的调整, 盈利能力大幅回升; 而电器机械和器材制造业依旧保持了较快的增速, 同样带动了规模以上工业企业利润增速的回升。但与此同时, 仍需注意到工业行业盈利状况分化愈发明显, 虽然工业品价格出现了明显回升, 但由于需求端并未出现实质性的改善, 两高一剩行业经营情况继续恶化, 利润下滑的同时, 现金流周转速度也放缓, 传统制造业依旧面临着下行压力。

图 7 工业企业利润


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 工业企业主营业务收入


数据来源: Wind、国都期货研究所

（二）PMI 重回枯荣线之上

2016年3月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为50.2%，前值49.0%；中国非制造业商务活动指数为53.8%，前值52.7%。

PMI自去年8月以来首次重新回到扩张区间，主要是受春节后企业集中开工、国际大宗商品价格回升、制造业产业升级、房地产市场回暖等因素的综合影响。具体来看，3月生产指数(52.3)、新订单指数(51.4)、新出口订单指数(50.2)、进口指数(50.1)、采购量指数(52.6)、原材料购进价格指数(55.3)分别较上月上升2.1%、2.8%、2.8%、4.3%、4.7%和5.1%，并全部高于临界点。分企业规模来看，大、中、小型企业PMI分别较上月回升1.6%、0.1%和3.7%，仅大型企业重回扩张区间，中小型企业经营难度不减。

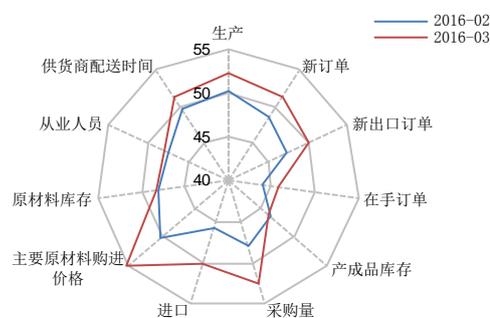
非制造业商务活动指数较上月回升1.1个百分点，虽然春节假期后零售、交运、旅游等行业出现季节性回落，但随着房地产市场火爆行情的出现，房地产业商务活动指数、建筑业商务活动指数均重回临界点之上。但就房地产市场而言，虽然短期内商品房销售、开工情况良好，但随着一线城市调控政策收紧、投机需求减退，火爆表现恐难持续。

图 9 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 PMI 分项指数



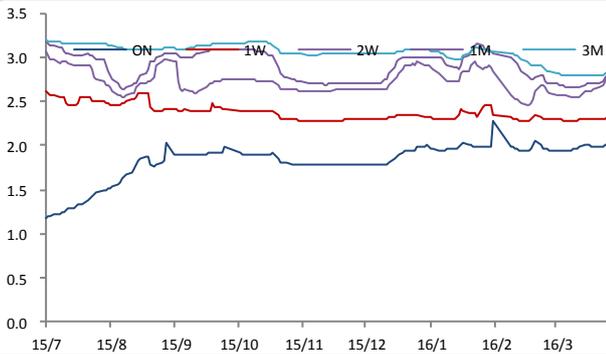
数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

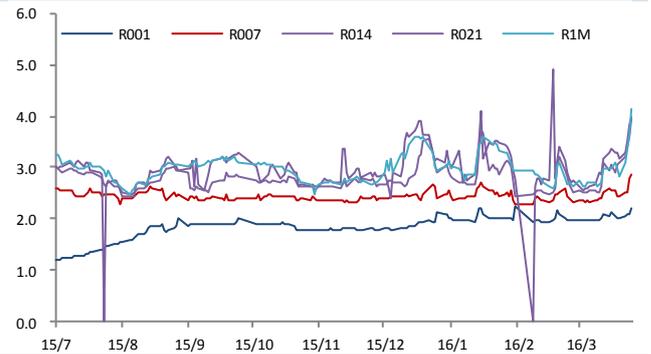
（一）货币市场

首次MPA评估临近，流动性在本周持续趋紧，而在通胀压力的制约下，央行也并未明显增加净投放资金量，货币市场利率多数走高。周五Shibor隔夜利率2.0140%，较上期上行2.5BP；Shibor1周报2.3200%，较上期上行2BP；Shibor2周报2.8210%，较上期上行18.6BP；Shibor1月期报2.8160%，较上期上行11.4BP；Shibor3月期报2.8385%，较上期上行

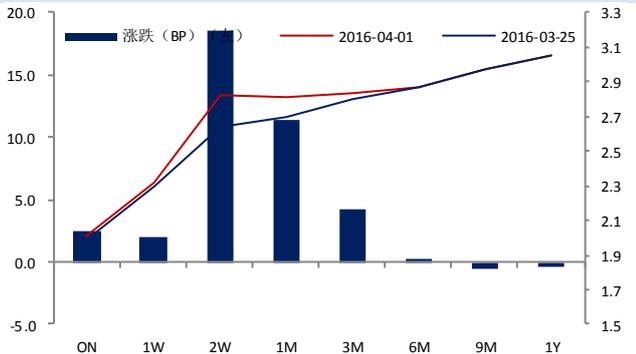
4.15BP; 银行间质押式回购利率全线大幅上行, 周四收盘隔夜报2.2027%, 较上期上行17.59BP; 7天报2.8519%, 较上期上行40.26BP, 14天报3.9357%, 较上期上行88.13BP; 21天报3.9962%, 较上期上行72.56BP; 1月期报4.1335%, 较上期上行115.75BP。

图 11 SHIBOR 利率走势


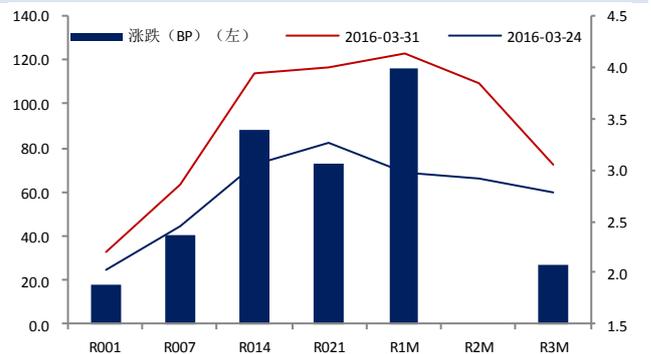
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 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 13 SHIBOR 利率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 银质押利率周变化


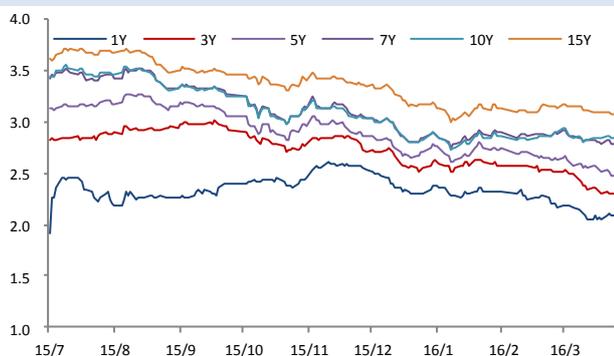
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

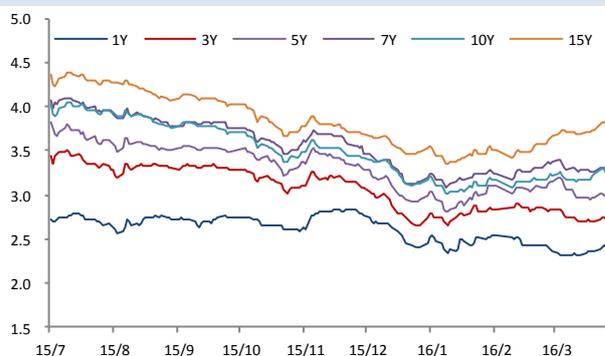
随着通胀预期再起及季末资金面的大幅收紧, 利率债收益率仍在盘整区间, 国债收益率在本周涨跌互现, 而国开债收益率则全线上行。截至周四收盘, 1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.0861%、2.3025%、2.4720%、2.7823%和2.8419%, 分别较上期变动1.71BP、-1.09BP、-5.78BP、-2.09BP和1.1BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.4053%、2.7213%、2.9790%、3.2866%和3.2436%, 分别较上期变动5.17BP、2.71BP、2.24BP、3.14BP和3.94BP。

一级市场方面, 周一农发行10、15、20年期固息债中标利率分别为3.4061%、3.9581%和3.9905%, 全场倍数分别为2.17、3.13和2.27, 中

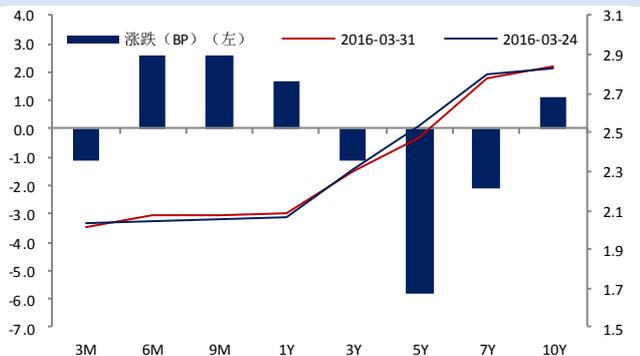
标利率均高于二级市场，市场对长久期债配置情绪较为谨慎；辽宁省政府四期债中标利率中3年期及5年期较投标区域下西限上浮30BP，7年期及10年期分别上浮33BP和35BP；周二，国开行1、3、5、7年期固息债中标利率分别为2.3023%、2.7212%、2.983%和3.31%，全场倍数分别为3.02、2.22、2.85和3.21，中标利率多数高于市场预期，投标倍数一般；周四国开行发行10年及20年期固息债，中标利率分别为3.18%和3.9047%，全场倍数分别为5.69和5.34，配置需求较为强劲，10年期品种中标利率低于二级市场水平10BP以上；周五，财政部91天期国债中标利率1.9738%。

图 15 国债收益率周变化


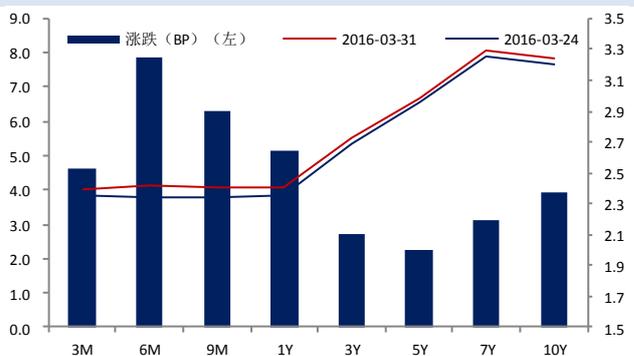
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 国开债收益率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

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

四、后市展望

本周前四个交易日，受MPA评估临近及央行公开市场维持低量操作的影响，货币市场资金面持续趋紧，银行间回购利率大幅飙升。而周五，在逆回购放量的基础上，央行重启MLF操作，资金面明显向好，银行间回购利率也全线回落。但考虑到四月份资金面仍有压力，且通胀预期偏高，

所以短期内仍维持收益率仍将维持震荡的看法。持续关注3月其他数据是否也出现企稳信号，在资金面企稳前，建议多看少动，警惕回调风险。

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。