

## 超级数据周 债市承压下行

### 主要观点

**行情回顾。**本周宏观数据密集出炉，虽然通胀数据保持温和，但鉴于食品价格居高不下，市场对低于预期的通胀并没有做出明显反应。而在贸易数据、投资、消费及 GDP 数据接连出炉之后，基本面企稳预期再度升温，加上在季度缴税及 MLF 集中到期等因素的扰动下明显趋紧的资金面制约，债市在本周的表现的可谓相当低迷。一级市场中标利率多次大幅高于市场预期，二级市场上收益率也全线大幅上行，期债亦在本周二至周四连续三天大跌触及 120 日均线。虽然周五随着流动性的好转期债出现了技术性反弹，但在基本面和资金面的双重压力下，后续表现仍需关注央行货币政策的指引。TF1606 本周开盘 100.970 元，收盘 100.635 元；T1606 开盘 99.640 元，收盘 99.485 元。

**通胀略低于预期，食品价格居高不下。**3 月 CPI 数据低于市场普遍预期，主要是由于春节过后，食品及服务价格季节性回落导致。但由于寒潮的影响仍在持续，鲜菜价格居高不下，同时由于生猪存栏下降导致猪肉价格继续上涨，CPI 同比涨幅依旧偏高。在大宗商品价格持续反弹、需求端不断回暖的背景下，PPI 同比降幅连续 3 月收窄，环比更是由跌转升。但鉴于一线城市限购政策不断出台，两高一剩行业转型困难，制造业真正企稳仍需时日。

**出口同比 9 个月来首增。**全球基本面依旧疲软，虽然美国持续缓慢复苏，但欧日经济难有起色且新兴经济体分化加剧，贸易格局偏弱势的局面短期内也难有根本改变。但结合前期出炉的 3 月 PMI 来看，中采及财新的新订单指数均较 2 月出现明显回升，企业外需确有好转迹象。此外，由于 15 年春节较晚导致当年 3 月出口环比出现明显下降，基数偏低也一定程度上促成了今年 3 月出口数据的改善。

**房地产拉动投资消费，一季度 GDP 高于预期。**随着商品房销售的改善，房地产开发投资持续反弹，一季度房地产开发投资同比名义增长 6.2%，较 2015 年加快 5.2 个百分点。具体来看，房屋新开工面积、住宅新开工面积、商品房销售面积、住宅销售面积同比均出现较大幅度增长%。房地产行业的火爆行情带动了 3 月投资及消费的增长以及一季度经济增速的企稳，但考虑到一线城市限购政策的陆续出台，及三四线城市的高库存压力，房地产市场的后续发展仍存在一定的不确定性，后续经济的进一步企稳，仍需制造业及服务行业进一步发力。

**后市展望。**从 3 月已出炉的数据来看，PMI、外贸、投资及 GDP 数据均有不同程度好转，市场担忧情绪升温，一级市场招标情况欠佳，二级市场利率债现券抛压不减，期债也连续出现大幅下挫。虽然周五随着资金面的走松，债市出现一定程度反弹，但在基本面及资金面的双重压力下，想走出低迷仍需要利好刺激。短期来看，虽然收益率快速上行后长端国债配置价值再现，然而考虑到数据扰动以及流动性的不确定性，需谨慎关注利空集中释放后的买入机会。

报告日期 2016-04-15

研究所

罗玉

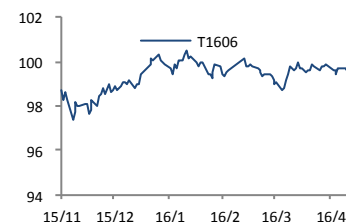
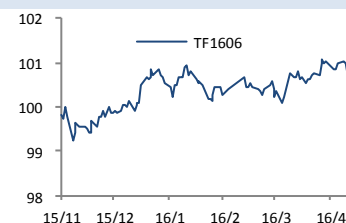
国债期货分析师

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) 通胀略低于预期，食品价格居高不下 .....	5
(二) 出口同比9个月来首增 .....	6
(三) 房地产拉动投资消费，一季度 GDP 高于预期 .....	6
三、基础市场表现 .....	8
(一) 货币市场 .....	8
(二) 利率债市场 .....	8
四、后市展望 .....	10

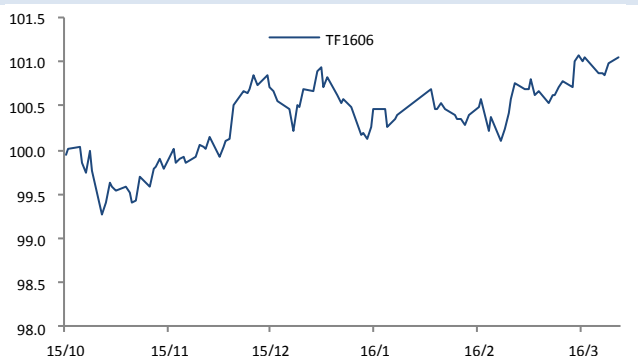
## 插图

图 1 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 CPI .....	5
图 8 PPI .....	5
图 9 进出口金额 .....	6
图 10 贸易差额 .....	6
图 11 固定资产投资完成额 .....	7
图 12 社会消费品零售总额 .....	7
图 13 GDP .....	7
图 14 GDP 累计同比贡献率 .....	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 .....	10
图 22 国开债收益率周变化 .....	10

## 一、行情回顾

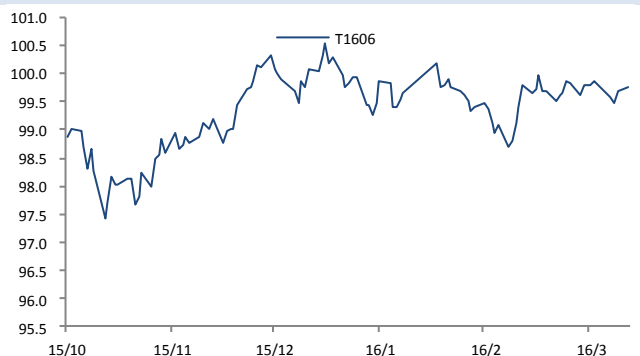
本周宏观数据密集出炉，虽然通胀数据保持温和，但鉴于食品价格居高不下，市场对低于预期的通胀并没有做出明显反应。而在贸易数据、投资、消费及GDP数据接连出炉之后，基本面企稳预期再度升温，加上在季度缴税及MLF集中到期等因素的扰动下明显趋紧的资金面制约，债市在本周的表现的可谓相当低迷。一级市场中标利率多次大幅高于市场预期，二级市场上收益率也全线大幅上行，期债亦在本周二至周四连续三天大跌触及120日均线。虽然周五随着流动性的好转期债出现了技术性反弹，但在基本面和资金面的双重压力下，后续表现仍需关注央行货币政策的指引。TF1606本周开盘100.970元，收盘100.635元；T1606开盘99.640元，收盘99.485元。

### 图 1 TF1606 走势



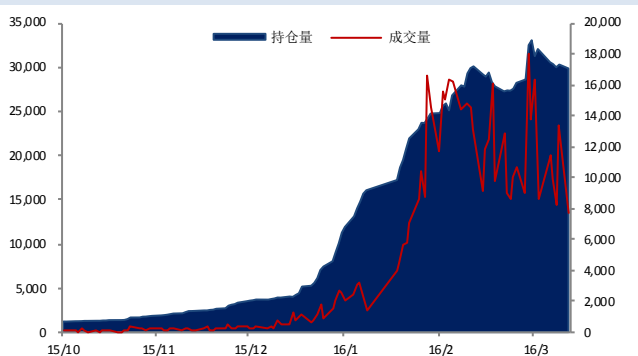
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 2 T1606 走势



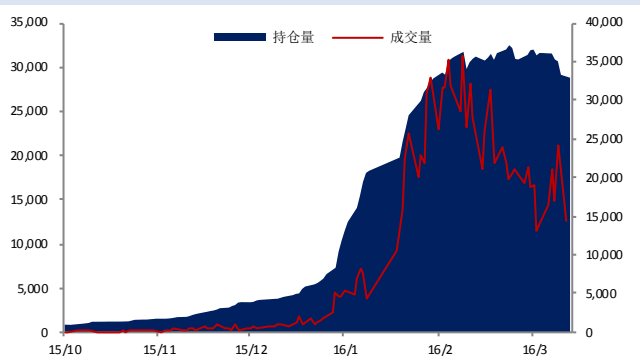
数据来源：Wind、国都期货研究所

### 图 3 TF1606 成交量及持仓量

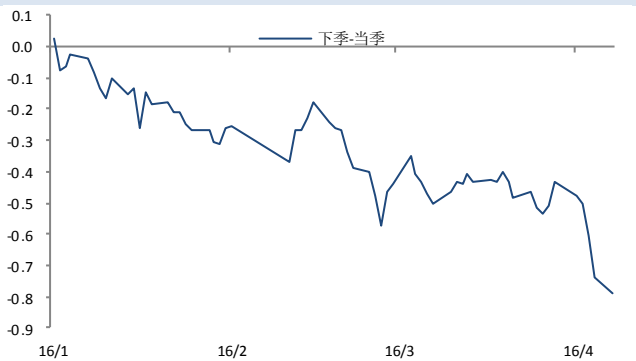


数据来源：Wind、国都期货研究所

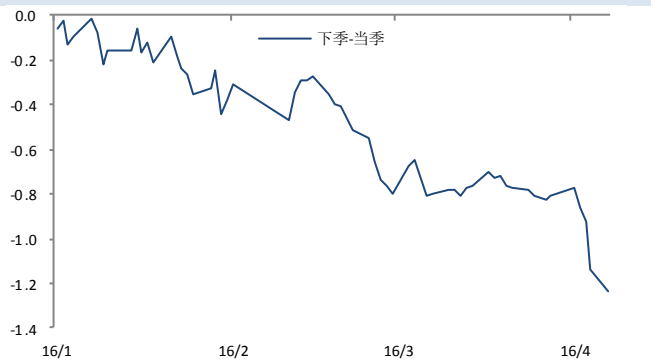
### 图 4 T1606 成交量及持仓量



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**


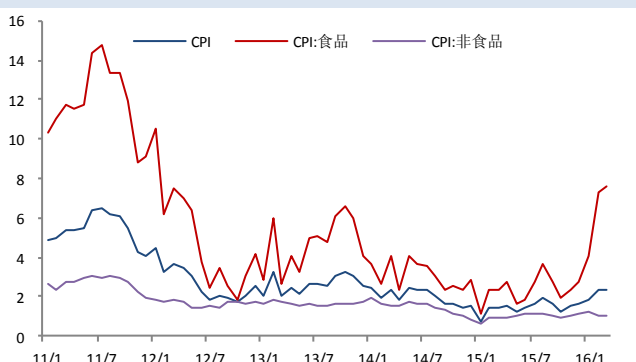
数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、债市基本面分析

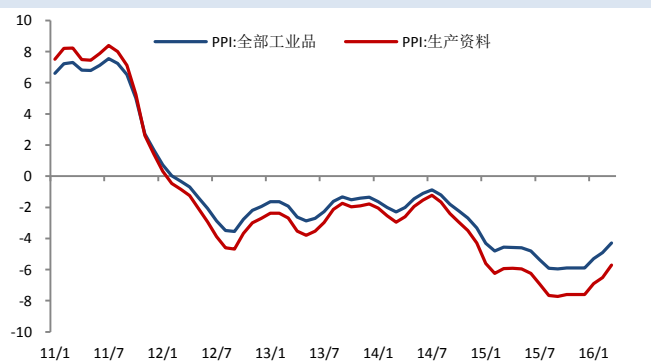
### (一) 通胀略低于预期，食品价格居高不下

3月CPI同比上涨2.3%，与上月持平，其中食品价格上涨7.6%，非食品价格上涨1.0%；环比来看，3月CPI环比下降0.4%，前值为1.6%。3月PPI同比下降4.3%，环比上涨0.5%。

3月CPI数据低于市场普遍预期，主要是由于春节过后，食品价格及服务价格季节性回落导致。但由于寒潮的影响仍在持续，鲜菜价格居高不下，同时由于生猪存栏下降导致猪肉价格继续上涨，CPI同比涨幅依旧偏高。在大宗商品价格持续反弹、需求端不断回暖的背景下，PPI同比降幅连续3月收窄，环比更是由跌转升。但鉴于一线城市限购政策不断出台，两高一剩行业转型困难，制造业真正企稳仍需时日。

**图 7 CPI**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 8 PPI**


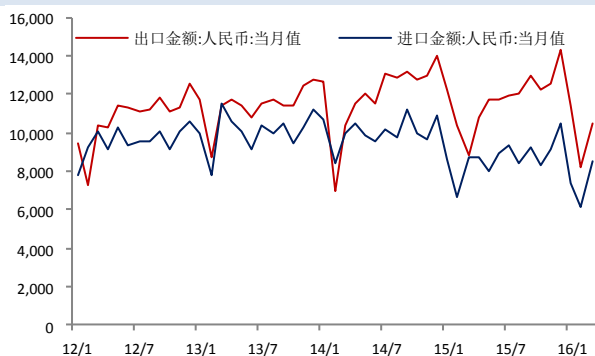
数据来源: Wind、国都期货研究所

## （二）出口同比9个月来首增

中国3月进出口总值1.91万亿元人民币，增长8.6%。其中，出口同比增18.7%，为9个月来首增；进口同比降1.7%，连降17个月；贸易顺差1946亿元，去年同期值为146亿元。一季度我国货物贸易进出口总值5.2万亿元人民币，比去年同期下降5.9%。其中，出口同比下降4.2%，进口同比下降8.2%，贸易顺差扩大8.5%。

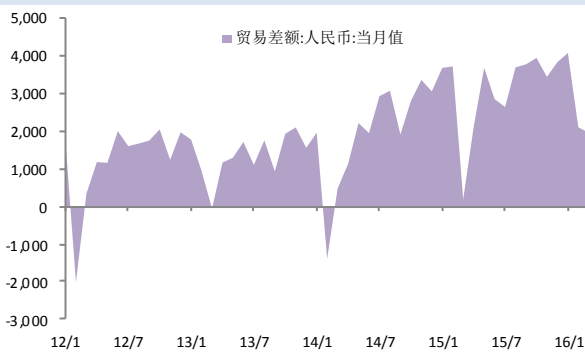
全球基本面依旧疲软，虽然美国持续缓慢复苏，但欧日经济难有起色且新兴经济体分化加剧，贸易格局偏弱势的局面短期内也难有根本改变。但结合前期出炉的3月PMI来看，中采及财新的新订单指数均较2月出现明显回升，企业外需确有好转迹象。此外，由于2015年春节较晚，导致2015年3月出口环比出现明显下降，基数偏低也一定程度上促成了今年3月出口数据的改善。而从进口方面来看，随着商品房销售改善以及成品油配额增加，铜材、煤炭、铁矿石及原油进口规模均在3月出现明显提升。从外贸先导指数来看，3月外贸出口先导指数31.6，较前值回升0.3，二季度出口有望逐步企稳，但鉴于当前我国与美、欧、东盟的双边贸易均有下降趋势，短期内贸易形式依旧颇为复杂。

图9 进出口金额



数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 贸易差额



数据来源: Wind、国都期货研究所

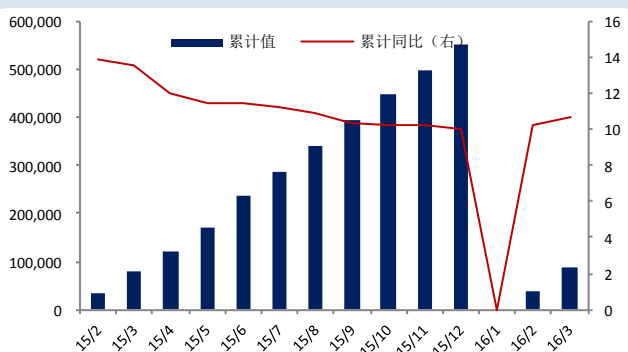
## （三）房地产拉动投资消费，一季度GDP高于预期

2016年1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）85843亿元，同比名义增长10.7%，增速比1-2月份加快0.5个百分点。从环比速度看，3月份固定资产投资（不含农户）增长0.86%。消费方面，3月社会消费品零售总额25114亿元，同比名义增长10.5%。其中，限额以上单位消费品零售额11717亿元，增长8.6%。

随着商品房销售的改善，房地产开发投资持续反弹，一季度房地产开发投资同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%），增速较2015

年加快5.2个百分点。具体来看，房屋新开工面积、住宅新开工面积、商品房销售面积、住宅销售面积同比分别上涨19.2%、14.8%、33.1%和35.6%，全国商品房销售额更是同比增长54.1%。房地产行业的火爆行情带动了3月投资及消费的增长，但考虑到一线城市限购政策的陆续出台，及三四线城市的高库存压力，房地产市场的后续发展仍存在一定的不确定性，高速增长料难以持续。

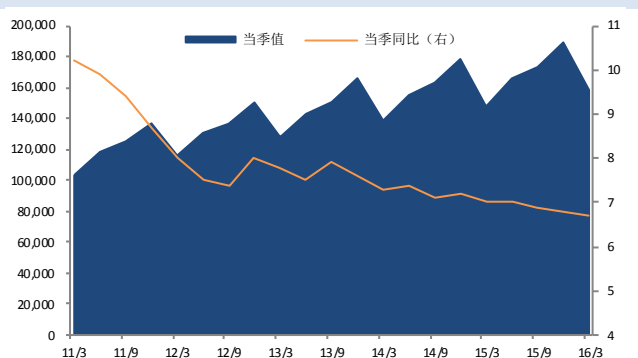
经初步核算，一季度国内生产总值158526亿元，同比增长6.7%。其中，第一产业同比增长2.9%、第二产业同比增长5.8%、第三产业同比增长7.6%。以2015年价格计算，今年一季度GDP增量为9851亿元，比上年同期多增222亿元。一季度GDP虽然继续放缓，但好于市场预期。此外，尽管1、2月经济数据表现不佳，但从3月已出炉的宏观数据来看，基本面回暖信号再次出现，房地产及基建的爆发，对经济增速企稳功不可没。然而从长期来看，房地产和基建的可持续性存疑，后续经济的进一步企稳，仍需制造业及服务业在供给侧改革的背景下，进一步发力。

**图 11 固定资产投资完成额**


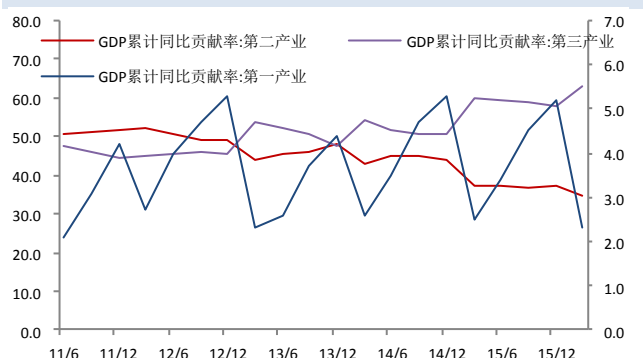
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 社会消费品零售总额**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 13 GDP**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 GDP 累计同比贡献率**


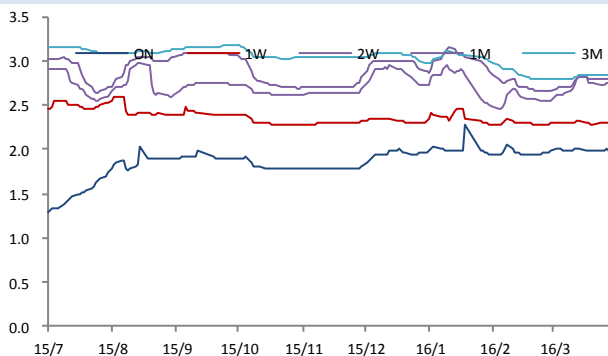
数据来源: Wind、国都期货研究所



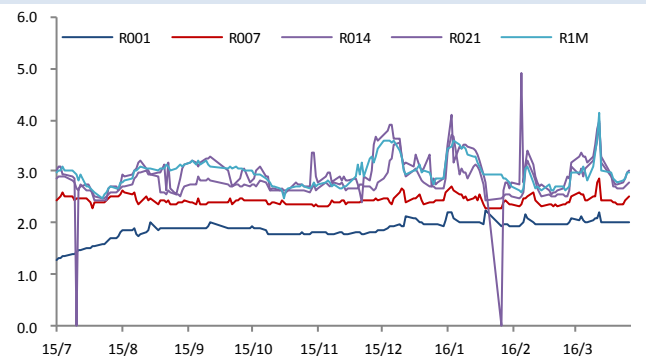
### 三、基础市场表现

#### (一) 货币市场

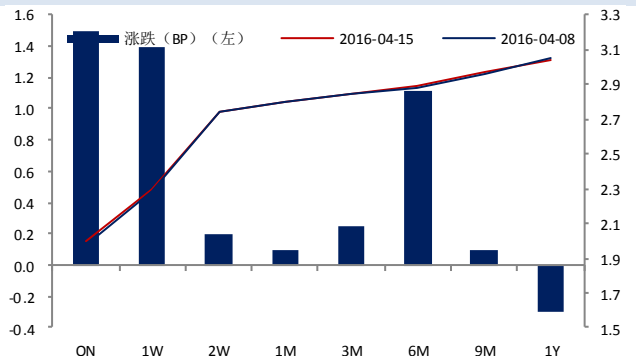
虽然小长假过去，但由于季度缴税期即将到来，且MLF即将大量到期，加上大行出资偏少，虽然周五出现回落，但本周资金面整体偏紧。而尽管央行于周三进行了MLF操作，但由于只是续作，资金面并没有因此走稳，银行间质押式回购利率仍全线大幅上行。周五Shibor隔夜利率1.9950%，较上期上行1.5BP；Shibor1周期报2.3010%，较上期上行1.4BP；Shibor2周报2.7430%，较上期上行0.2BP；Shibor1月期报2.7990%，较上期上行0.1BP；Shibor3月期报2.8480%，较上期上行0.25BP；银行间质押式回购利率全线收紧，周四收盘隔夜报2.0294%，较上期上行2.45BP；7天报2.5117%，较上期上行14.41BP，14天报2.7884%，较上期上行13.28BP；21天报3.0357%，较上期上行20.32BP；1月期报2.9779%，较上期上行20.17BP。

**图 15 SHIBOR 利率走势**


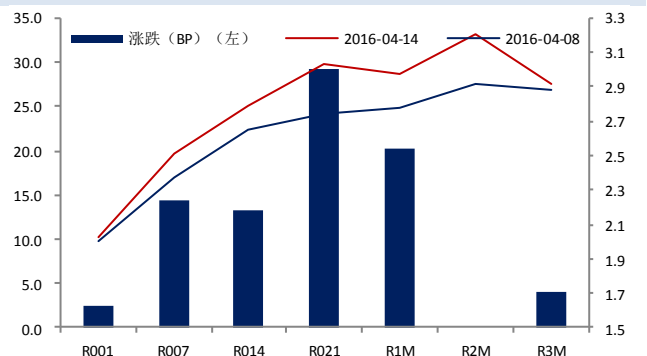
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

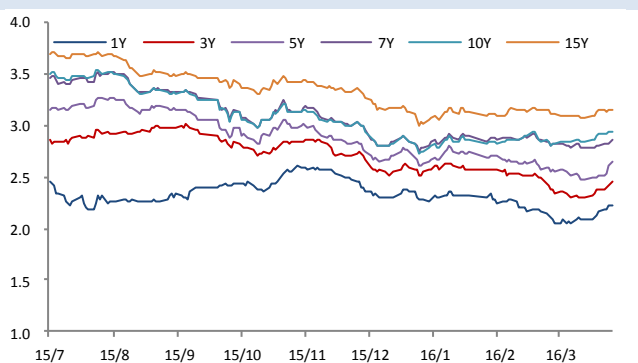
#### (二) 利率债市场

请务必阅读正文后的免责声明

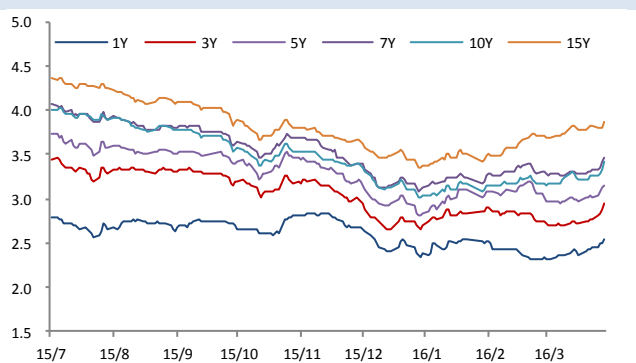


本周经济数据集中出炉，通胀、外贸、投资及GDP数据均有不同程度好转，加上资金面相对紧张，债市延续了此前低迷的表现，一级市场招标情况欠佳，二级市场上收益率也大幅上行。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.2259%、2.4534%、2.6450%、2.8537%和2.9352%，分别较上期上行5.82BP、7.37BP、14.06BP、4.72BP和1.94BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.5317%、2.9527%、3.1575%、3.4590%和3.4100%，分别较上期上行9.29BP、18.08BP、13.52BP、14.21BP和14.25BP。

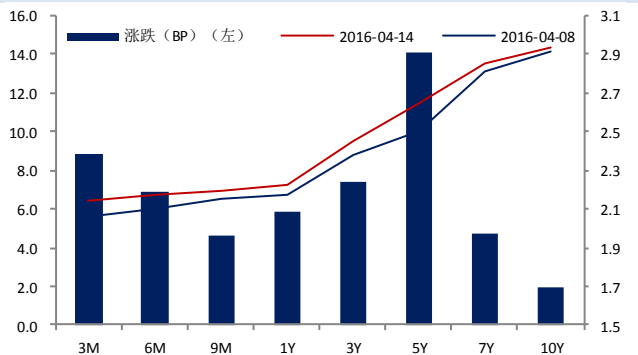
一级市场方面，周一农发行招标发行1、3、5、7、10年期固息债，中标利率分别为2.30%、2.82%、3.05%、3.35%和3.42，全场倍数分别为2.86、2.74、2.84、2.86和2.92，1年期中标利率大幅低于前日二级市场收益率；周二国开行招标发行1、3、5、7年期固息债，中标利率分别为2.3480%、2.7782%、3.0336%和3.3405%，均高于市场预期；周三财政部招标发行5年期固息国债，中标利率2.58%，远高于市场预期；周四进出口行招标1、3、5、10年期固息债，中标利率分别为2.46%、3.0007%、3.1475%和3.5377%，全场倍数分别为2.07、1.45、2.84和2.14，3年期及5年期品种中标利率大幅走高；国开行招标发行10年期及20年期固息债，中标利率分别为3.4143%和3.9775%，10年期中标利率明显高于市场预期，投标倍数分别为3.44和5.12；周五财政部招标发行100亿元91天期贴现国债，加权中标利率2.0747%，投标倍数2.73，6月期贴现国债中标利率2.1488%，投标倍数2.64。

**图 19 国债收益率周变化**


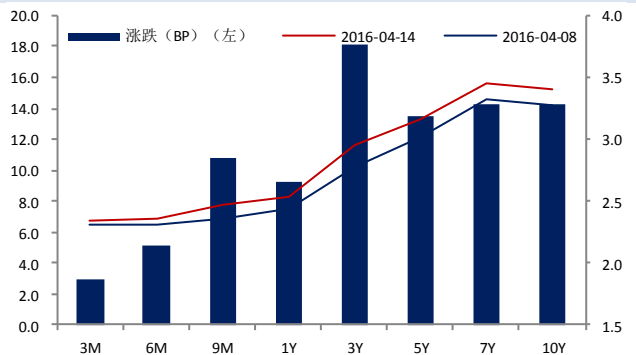
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

从3月已出炉的数据来看，PMI、外贸、投资及GDP数据均有不同程度好转，市场担忧情绪升温，一级市场招标情况欠佳，二级市场利率债现券抛压不减，期债也连续出现大幅下挫。虽然周五随着资金面的走松，债市出现一定程度反弹，但在基本面及资金面的双重压力下，想走出低迷仍需要利好刺激。短期来看，虽然收益率快速上行后长端国债配置价值再现，然而考虑到数据扰动以及流动性的不确定性，需谨慎关注利空集中释放后的买入机会。

### 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。