

## 信贷投放超预期 收益率面临上行压力

### 主要观点

**行情回顾。**春节假期期间，外围市场表现欠佳，股票、原油、美元均出现了明显下跌。受避险情绪的刺激，节后首个交易日期债高开高走，10 债大涨超 0.40%。但随着避险情绪的释放以及外围市场的反弹，加上信贷社融的超预期投放、货币宽松的预期减弱，利率债迎收益率连续上行，期债也连续两天回调回吐了周一涨幅。周四受央行 MLF 降价询量及延续增加逆回购次数的提振，利率债尾盘表现强势，期债同样全线收红。而周五在地方债供给压力的制约下，期债日内震荡加剧，尾盘小幅收跌。本周 TF1606 开盘 100.495 元，收盘 100.460 元；T1606 开盘 99.990 元，收盘 99.765 元。

**外贸数据远逊预期，进口弱势贸易顺差创新高。**在全球经济整体乏力的背景下，内外需疲弱的局面难有根本性改变，1 月对美、欧、日、东盟的出口同比增速均出现明显回落。此外，春节的季节性因素以及汇率频繁的波动均制约了出口的表现。进口方面，虽然大宗商品价格持续下行，但原油、铁矿石进口增速分别较 12 月下行 13.9% 和 7.4%。就一季度来看，美联储加息预期降低一定程度上能缓解人民币的贬值压力，但鉴于海外需求没有复苏迹象，短期内贸易数据难有起色。

**新增贷款创纪录，可持续性有待观察。**1 月信贷、社融加速投放远超市场预期，带动广义货币增速提速，但实体经济投资意愿是否有所改善还需要继续观察。M2 增速创下 19 个月来新高，主要是受信贷社融超预期投放的推动，但 M2-M1 差额的增速降低，投资需求暂时没有得到体现，“宽信贷”代替“宽货币”是否能有效的刺激实体经济投资意愿还存在不确定性。

**CPI 涨幅不及预期，PPI 跌幅有所收窄。**受寒潮天气及春节的季节性影响，1 月鲜果、鲜菜等食品价格出现明显上涨；非食品价格方面，由于元旦、寒假期间出行人数增加、居民对服务需求旺盛，交通、旅游价格及家政服务、美发等服务项目价格环比也出现明显上涨。虽然 1 月 CPI 受多重因素推升，但未超出市场预期，在当前宏观经济环境下更多的是季节性短期波动。

**后市展望。**从本周出炉的高频数据来看，虽然 1 月 CPI 受多重因素推升，但未超出市场预期，在当前宏观经济环境下更多的是季节性短期波动，对债市压力有限。但结合 1 月信贷数据及近期密集出台的政策来看，宽信贷在逐渐取代宽货币，利率债短期内收益率难免面临上行压力。此外，新年地方债供给大幕拉开，难免会对当前的利率水平造成冲击，因此短期内依旧维持债市震荡格局的判断。操作上，期债移仓已完成，建议围绕 20 日线波段操作，控制仓位，关注央行货币政策走向及高频数据表现。

报告日期 2016-02-19

### 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

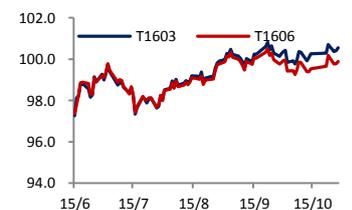
国债期货分析师

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) 外贸数据远逊预期，进口弱势贸易顺差创新高 .....	4
(二) 新增贷款创纪录，可持续性有待观察 .....	5
(三) CPI 涨幅不及预期，PPI 跌幅有所收窄 .....	6
三、债券市场表现 .....	7
(一) 货币市场 .....	7
(二) 利率债市场 .....	8
四、后市展望 .....	9

## 插图

图 1 TF1603 走势 .....	4
图 2 T1603 走势 .....	4
图 3 TF1603 成交量及持仓量 .....	4
图 4 T603 成交量及持仓量 .....	4
图 5 进出口金额 .....	5
图 6 离岸、在岸人民币价差 .....	5
图 7 社会融资规模 .....	6
图 8 新增人民币贷款 .....	6
图 9 M1、M2 余额同比 .....	6
图 10 央行公开市场操作 .....	6
图 11 CPI .....	7
图 12 PPI .....	7
图 13 SHIBOR 利率走势 .....	8
图 14 银行间质押式回购利率走势 .....	8
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

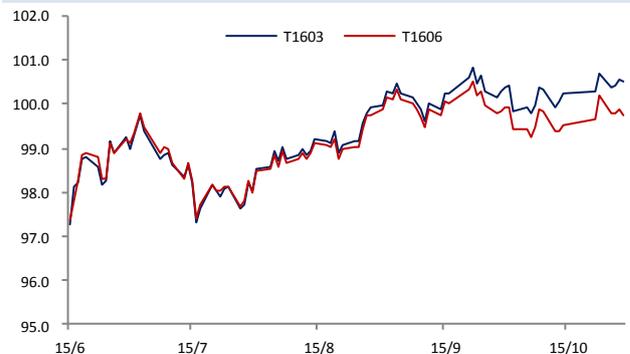
春节假期期间，外围市场表现欠佳，股票、原油、美元均出现了明显下跌。受避险情绪的刺激，节后首个交易日期债高开高走，10债大涨超0.40%。但随着避险情绪的释放以及外围市场的反弹，加上信贷社融的超预期投放、货币宽松的预期减弱，利率债迎收益率连续上行，期债也连续两天回调回吐了周一涨幅。周四受央行MLF降价询量及延续增加逆回购次数的提振，利率债尾盘表现强势，期债同样全线收红。而周五在地方债供给压力的制约下，期债日内震荡加剧，尾盘小幅收跌。本周TF1606开盘100.495元，收盘100.460元；T1606开盘99.990元，收盘99.765元。

图 1 TF1603 走势



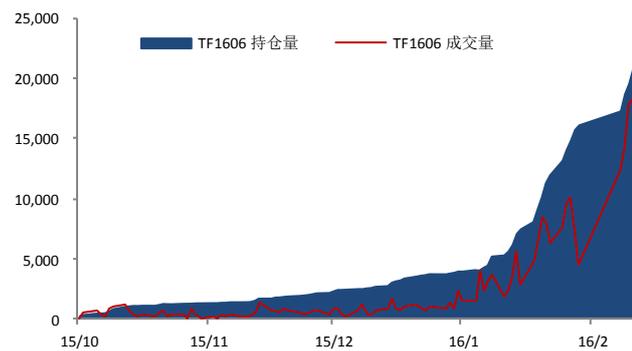
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



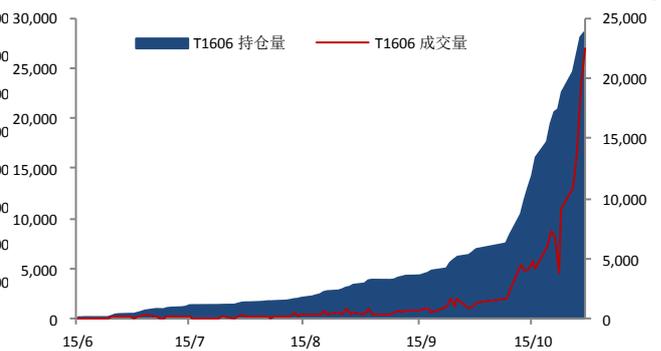
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1603 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 T603 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) 外贸数据远逊预期，进口弱势贸易顺差创新高

海关总署数据显示，2016年1月全国进出口1.88万亿元，表现均远逊预期。其中，出口1.14万亿元，同比下降6.6%，前值+2.3%；进口同比下降14.4%，前值-4%；贸易顺差4062亿元，前值3820.5亿元，增长12.2%。

在全球经济整体乏力的背景下，全球贸易依旧在低谷徘徊，内外需疲弱的局面难有根本性改变，1月对美、欧、日、东盟的出口同比增速均出现明显回落。此外，春节的季节性因素以及汇率频繁的波动均制约了出口的表现，1月进出口不意外的出现了双降局面。进口方面表现同样疲弱，虽然大宗商品价格持续下行，但原油、铁矿石进口增速分别较12月下行13.9%和7.4%。而由于进口的弱势表现，贸易顺差依旧维持高位。

就一季度来看，美联储加息预期降低一定程度上能缓解人民币的贬值压力，但鉴于海外需求没有复苏迹象，国内实体经济企稳仍需时日，短期内贸易数据难有起色。

**图5 进出口金额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 离岸、在岸人民币价差**

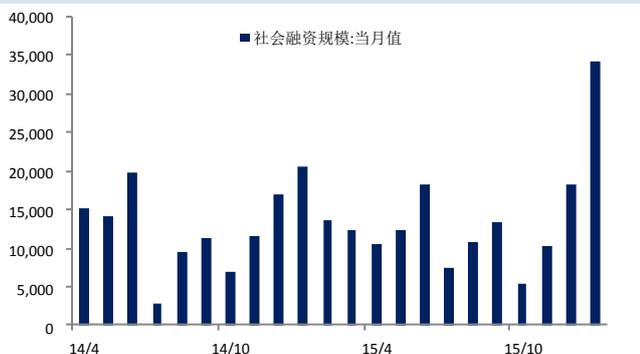

数据来源：Wind、国都期货研究所

## （二）新增贷款创纪录，可持续性有待观察

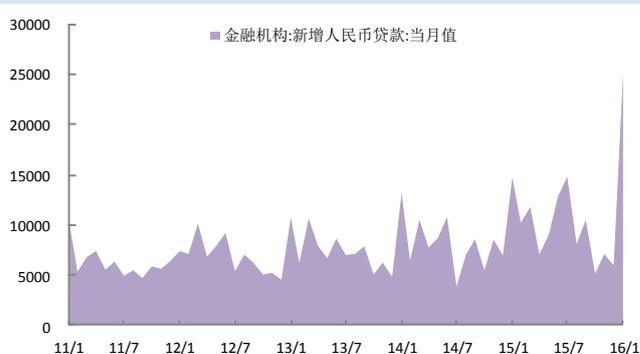
据央行最新出炉的数据显示，2016年1月，中国新增人民币贷款2.51万亿，前值5978亿元；1月社会融资规模3.42万亿元，前值1.82万亿元。货币方面，1月M2同比增长14%，前值13.3%，创19个月新高；M1同比增长18.6%，前值15.2%。

1月信贷、社融加速投放远超市场预期，带动广义货币增速提速。具体来看，1月对实体经济新增贷款达到1.54万亿元，同比多增超万亿，但实体经济投资意愿是否有所改善还需要继续观察。此外，银行于新年获得新的额度以及1月份地方政府债务置换暂停也均影响了1月信贷数据。社融总量环比同样大幅增加，债券融资、委托贷款、信托贷款均出现同比多增。M2增速创下19个月来新高，主要是受信贷社融超预期投放的推动，但

M2-M1差额的增速降低，投资需求暂时没有得到体现，“宽信贷”代替“宽货币”是否能有效的刺激实体经济投资意愿还存在不确定性。

**图7 社会融资规模**


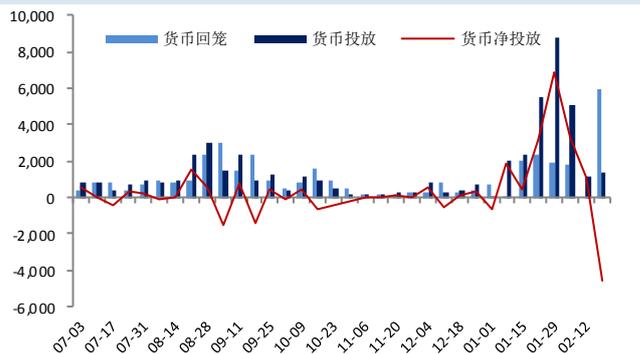
数据来源：Wind、国都期货研究所

**图8 新增人民币贷款**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图9 M1、M2 余额同比**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图10 央行公开市场操作**


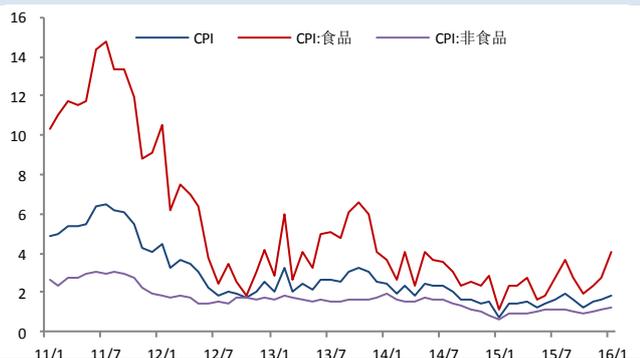
数据来源：Wind、国都期货研究所

### (三) CPI 涨幅不及预期，PPI 跌幅有所收窄

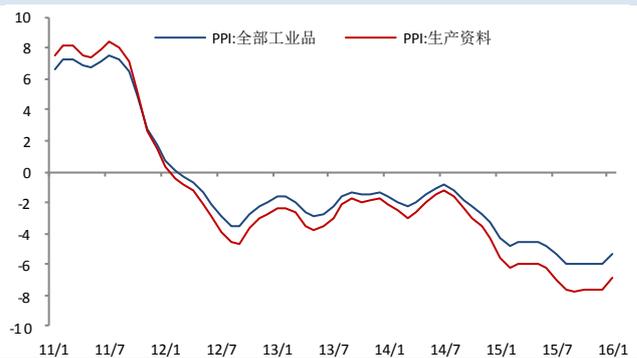
统计局数据显示，1月CPI同比上涨1.8%。其中，食品价格上涨4.1%，非食品价格上涨1.2%；消费品价格上涨1.5%，服务价格上涨2.2%。PPI同比下降5.3%，工业生产者购进价格同比下降6.3%。

受寒潮天气及春节的季节性影响，1月鲜菜、鲜果、猪肉价格环比分别上涨7.2%、4.0%和2.5%，合计影响CPI环比上涨0.32个百分点；非食品价格方面，由于元旦、寒假期间出行人数增加、居民对服务需求旺盛，交通、旅游价格及家政服务、美发等服务项目价格环比也出现明显上涨。工业生产者出厂价格指数连降47个月，但降幅较上月有所收窄。环比来看，黑色及有色金属行业出厂价格出现反弹，带动PPI降幅环比收窄0.1个百分点；而由于去年同期基数偏低，PPI同比降幅也较上月缩小0.6个百分点。

虽然1月CPI受多重因素推升，但未超出市场预期，在当前宏观经济环境下更多的是季节性短期波动。但结合1月信贷数据及近期密集出台的政策来看，宽信贷在逐渐取代宽货币，虽然实体经济好转信号尚未出现，但对债市而言，短期内收益率将面临上行压力。

**图 11 CPI**


数据来源：Wind、国都期货研究所

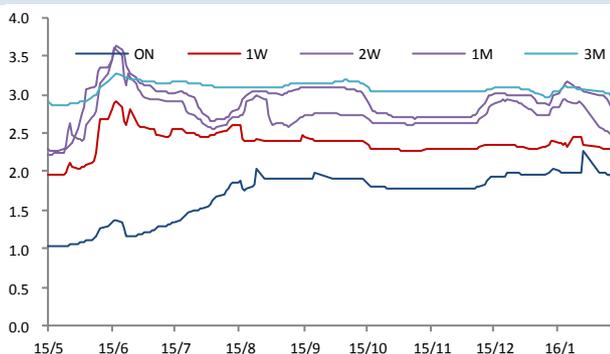
**图 12 PPI**


数据来源：Wind、国都期货研究所

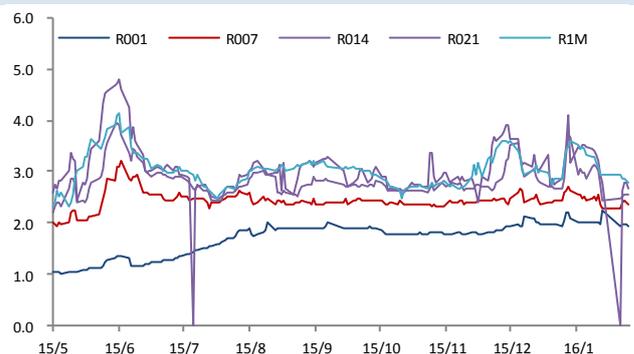
### 三、债券市场表现

#### (一) 货币市场

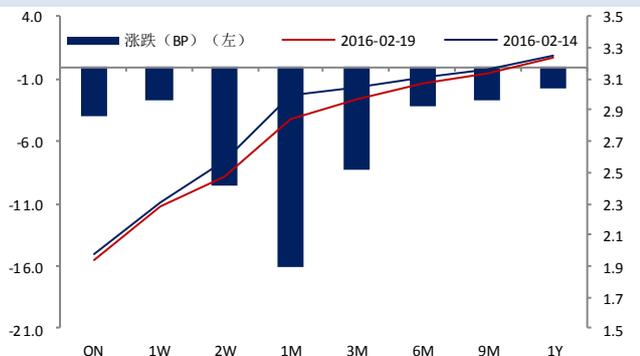
春节过后，面对逆回购大量到期以及资金回流的局面，央行持续继续缩量逆回购来平滑资金面的波动，单周净回笼4550亿元创三年来新高。而18号央行公告称将延续前期增加公开市场操作频率的有关安排，原则上每个工作日均开展公开市场操作，并于当日进行了MLF降价询量，6月期及1年期的利率分别降至2.85%和3.00%。资金面整体表现宽松，周五Shibor隔夜利率1.9380%，较上期下行4BP；Shibor1周期报2.2860%，较上期下行2.7BP；Shibor2周报2.4740%，较上期下行9.6BP；Shibor1月期报2.8390，较上期下行16BP；Shibor3月期报2.9670，较上期下行8.25BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报1.9539，较上期下行30.3BP；7天报2.3686，较上期上行9.74BP，14天报2.5572%，较上期上行13.64BP；21天报2.6792%，较上期下行12.08BP；1月报2.7831%，较上期下行16.69BP。

**图 13 SHIBOR 利率走势**


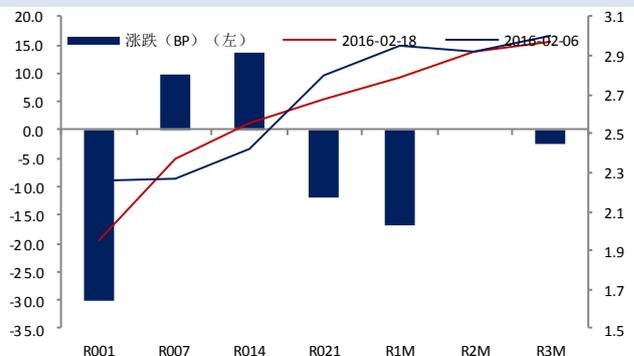
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


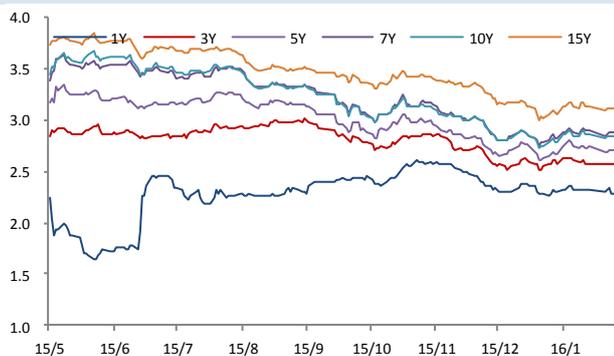
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 利率债市场

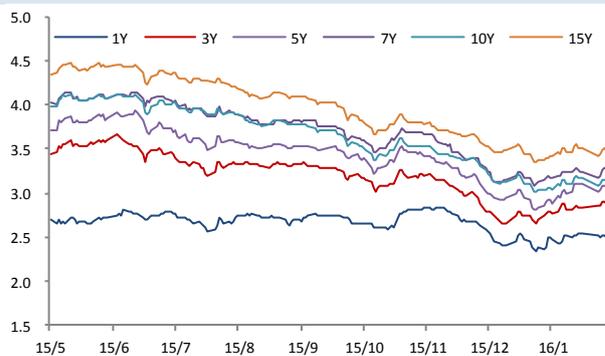
利率债在本周初期受多重利空影响收益率持续走高,但受央行增加公开市场操作频率并进行MLF降价询价的提振,长债买盘有所增加。截至周四收盘,1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.2718%、2.5634%、2.7053%、2.8740%和2.8351%,分别较上期下行5.5BP、0.41BP、3.4BP、2.4BP和1.84BP。国开债1、3、5、7、10年期收益率分别报2.5011%、2.8742%、3.0840%、3.2915%和3.1427%,分别较上期上行-2.96BP、3.79BP、-2.35BP、4.43BP和-1.87BP。

一级市场方面,16日,国开行招标发行1、3、5、7年四期债,中标利率分别为2.4179%、2.8109%、2.96%、3.2576%,全场倍数分别为3.12、2.30、3.77和2.61,3年及7年结果高出预期,但整体需求表现一般。17日,财政部续发1年期及5年期国债,中标利率分别为2.22%和2.6246%,均低于市场预测,而招标倍数分别为2.33和2.97。18日,地方债发行开局不利,湖北省四期债发行中标利率均位于投标区间的偏上位置。政策性银行债招标情况尚佳,进出口行发行3年及10年期固息债,中标利率分别为2.82%和3.33%,全场倍数为2.97和2.51,其中10年期边际倍数19.25;国开行10

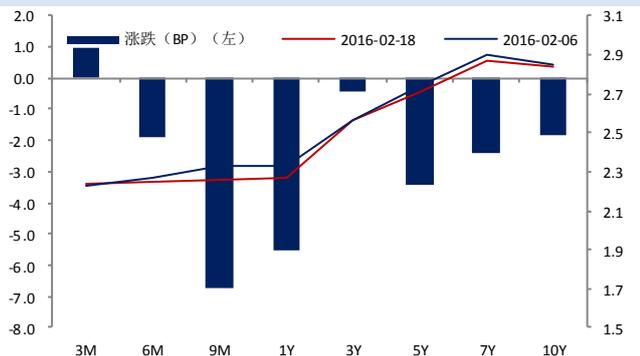
年期固息债中标利率为3.1205%，低于预期，全场倍数2.46，边际倍数8.57。19日，财政部91天期及182天期国债中标利率2.0540%和2.1214%，投标倍数分别为3.33和3.07。

**图 17 国债收益率周变化**


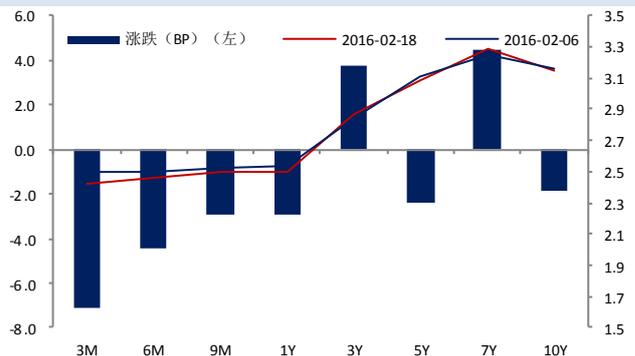
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

从本周出炉的高频数据来看，虽然 1 月 CPI 受多重因素推升，但未超出市场预期，在当前宏观经济环境下更多的是季节性短期波动，对债市压力有限。但结合 1 月信贷数据及近期密集出台的政策来看，宽信贷在逐渐取代宽货币，利率债短期内收益率难免面临上行压力。此外，新年地方债供给大幕拉开，难免会对当前的利率水平造成冲击，因此短期内依旧维持债市震荡格局的判断。操作上，期债移仓已完成，建议围绕 20 日线波段操作，控制仓位，避免过度乐观，关注央行货币政策走向及高频数据表现。

### 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。