

## 通胀重回2时代 无碍期债四连阳

### 主要观点

**行情回顾。**本周高频数据集中出炉，虽然外储降幅收窄，但出口降幅远超预期、PPI 连降势头不改显示基本面仍不改疲弱态势。资金面则非常宽松，在央行维持低量逆回购操作的基础上，Shibor 利率连续下行，流动性预期走稳有力的支撑了利率债本周的表现。通胀数据虽有抬头迹象，但2月CPI超预期主要是受鲜菜价格的拉动，不具有可持续性，所以对债市影响有限。收益率曲线也在快速走陡之后，整体出现下移，期债表现同样强势，走出四连阳。本周TF1606开盘100.345元，收盘100.760元；T1606开盘98.990元，收盘99.790元。

**2月外储降幅大幅收窄。**2月外储降幅收窄，远低于市场预期。一方面是因为2月恰逢春节假期，工作日减少，且离、在岸价差一度倒挂，套利空间被挤压；另一方面，由于美元指数在2月走势疲弱，加上大宗商品价格逐步回暖，资本回流新兴市场导致非美元资产相应升值。然而进入三月以来，人民币汇率波动再起，中间价重回6.50之上，3月数据可能会出现波动。

**出口降幅远超预期。**2月出口降幅远超预期，除了春节的季节性因素以及去年同期基数偏高的影响之外，海外市场需求疲弱的情况依旧，全球贸易持续萎缩。1-2月，我国对美、欧、日、东盟的出口同比增速分别为-15.7%、-15.4%、-12.6%和-24.8%，降幅较去年明显扩大。此外，在劳动力密集产品出口下滑的同时，高新技术产品出口降幅同样显著，2月高新技术产品和机电产品出口总额下降17.37%，前值为-9.88%。进口情况则好于市场预期，在春节期间企业大量停产停工的情况下，大宗商品价格回调带动了补库情绪，1-2月铁矿石进口量同比上涨5.4%。

**CPI重回2时代。**2月CPI同比涨幅较上月扩大0.5个百分点，环比涨幅扩大1.1个百分点，除极端寒潮天气影响了鲜菜供给外，春节期间需求旺盛同样推升了食品价格。此外，受春节长假期间需求增加以及用工短缺的影响，交通旅游及服务行业价格也季节性走高。具体来看，食品价格中，鲜菜、鲜果、猪肉价格环比分别上涨29.9%、6.9%和6.3%，鲜菜价格环比涨幅更是创2008年3月以来新高，影响CPI环比上涨约0.84个百分点；非食品价格方面，长途汽车、旅行社收费、车辆修理与保养、理发价格环比分别上涨4.3%、3.1%、6.9%和5.7%。

**后市展望。**大宗商品价格大起大落带动了债市的强势反弹，二级市场收益率普遍下行的同时，本周一级市场上利率债投标倍数也重回3以上，机构配置需求明显转暖。而期债虽受CPI数据偏高影响出现短暂回调，但随后表现强势，收得四连阳。从基本面看，虽然CPI回升压制了货币宽松的空间，但由于货币市场预期保持宽松，且利率债收益率曲线在迅速走陡之后也触及了阶段性顶部，债市在中长期的表现仍值得期待。建议维持震荡偏多思路参与，围绕均线及数据阶段性操作。

报告日期 2016-03-11

研究所

罗玉

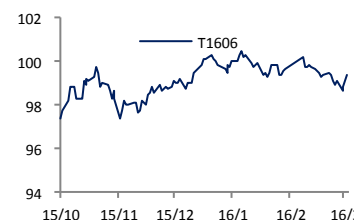
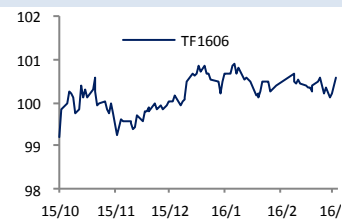
国债期货分析师

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 .....	4
(一) 外储降幅收窄 .....	4
(二) 出口同比大降 20.6% .....	5
(三) CPI 重回 2 时代 .....	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

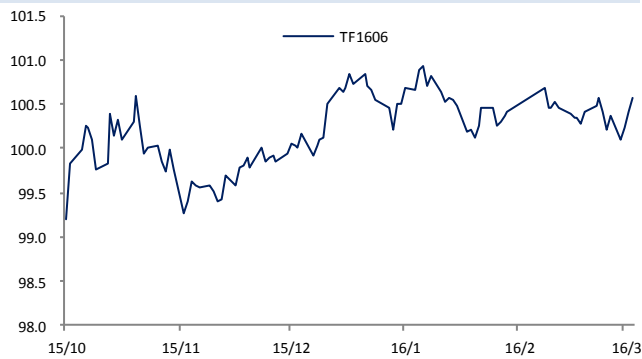
## 插图

图 1 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 外汇储备 .....	5
图 6 外汇储备环比变动 .....	5
图 7 进出口金额 .....	6
图 8 贸易差额 .....	6
图 9 CPI .....	7
图 10 PPI .....	7
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 .....	8
图 14 银质押利率周变化 .....	8
图 15 国债收益率周变化 .....	9
图 16 国开债收益率周变化 .....	9
图 17 国债收益率周变化 .....	9
图 18 国开债收益率周变化 .....	9

## 一、行情回顾

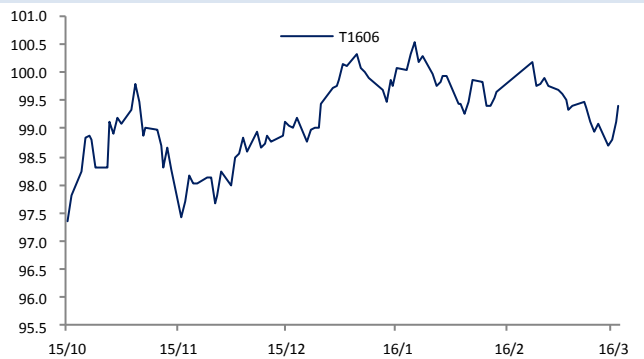
本周高频数据集中出炉，虽然外储降幅收窄，但出口降幅远超预期、PPI连降势头不改显示基本面仍不改疲弱态势。资金面则非常宽松，在央行维持低量逆回购操作的基础上，Shibor利率连续下行，流动性预期走稳有力的支撑了利率债本周的表现。通胀数据虽有抬头迹象，但2月CPI超预期主要是受鲜菜价格的拉动，不具有可持续性，所以对债市影响有限。收益率曲线也在快速走陡之后，整体出现下移，期债表现同样强势，走出四连阳。本周TF1606开盘100.345元，收盘100.760元；T1606开盘98.990元，收盘99.790元。

图 1 TF1606 走势



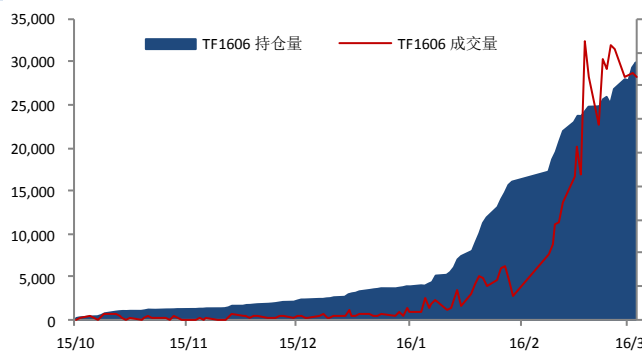
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1606 走势



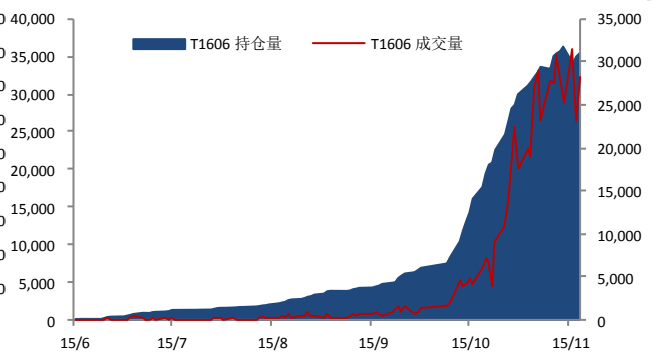
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



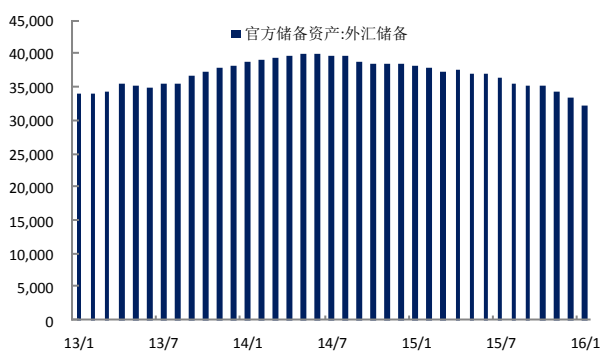
数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、债市基本面分析

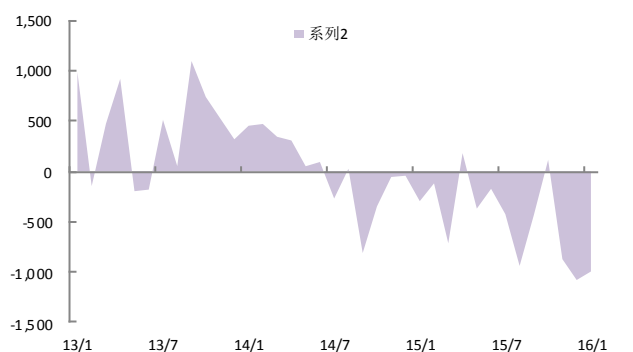
### (一) 外储降幅收窄

央行数据显示，2月外汇储备32023.21亿美元，环比下降286亿美元，前值为下降994亿美元；2月黄金储备710.06亿美元，前值635.70亿美元。

外储降幅收窄，远低于市场预期。一方面是因为2月恰逢春节假期，工作日减少，且离、在岸价差一度倒挂，套利空间被挤压；另一方面，由于美元指数在2月走势疲弱，加上大宗商品价格逐步回暖，资本回流新兴市场导致非美元资产相应升值。然而进入三月以来，人民币汇率波动再起，中间价重回6.50之上，3月数据可能会出现波动。

**图5 外汇储备**


数据来源: Wind、国都期货研究所

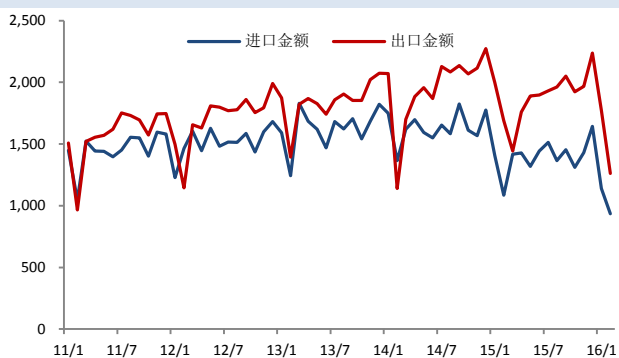
**图6 外汇储备环比变动**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 出口同比大降 20.6%

海关总署3月8号公布数据显示,2月份,我国进出口总值1.43亿美元,下降15.7%。其中,出口8218亿元,大降20.6%;进口6123亿元,降幅缩窄至8%;贸易顺差2095亿元,收窄43.4%。

2月出口降幅远超预期,除了春节的季节性因素以及去年同期基数偏高的影响之外,海外市场需求疲弱的情况依旧,全球贸易持续萎缩。1-2月,我国对美、欧、日、东盟的出口同比增速分别为-15.7%、-15.4%、-12.6%和-24.8%,降幅较去年明显扩大。此外,在劳动力密集产品出口下滑的同时,高新技术产品出口降幅同样显著,2月高新技术产品和机电产品出口总额下降17.37%,前值为-9.88%。进口情况则好于市场预期,在春节期间企业大量停产停工的情况下,大宗商品价格回调带动了补库情绪,1-2月铁矿石进口量同比上涨5.4%。

**图7 进出口金额**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图8 贸易差额**

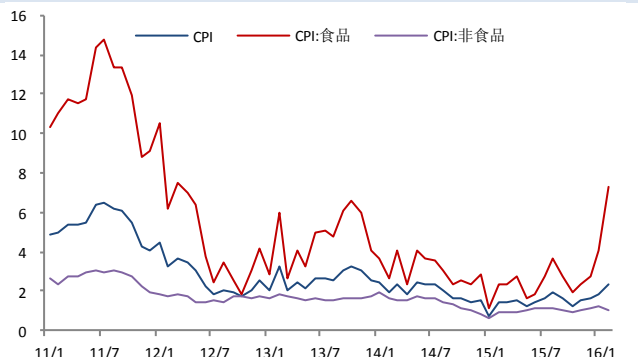

数据来源: Wind、国都期货研究所

### (三) CPI 重回 2 时代

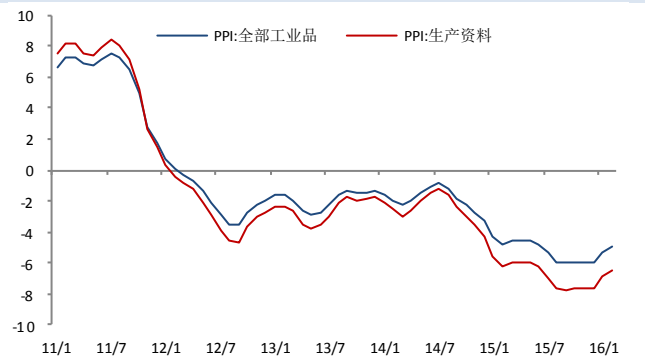
统计局数据显示, 2月全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨2.3%。其中, 食品价格上涨7.3%, 非食品价格上涨1.0%; 消费品价格上涨2.6%, 服务价格上涨1.8%。工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降4.9%, 工业生产者购进价格同比下降5.8%。

2月CPI同比涨幅较上月扩大0.5个百分点, 环比涨幅扩大1.1个百分点, 除极端寒潮天气影响了鲜菜供给外, 春节期间需求旺盛同样推升了食品价格。此外, 受春节长假期间需求增加以及用工短缺的影响, 交通旅游及服务行业价格也季节性走高。具体来看, 食品价格中, 鲜菜、鲜果、猪肉价格环比分别上涨29.9%、6.9%和6.3%, 鲜菜价格环比涨幅更是创2008年3月以来新高, 影响CPI环比上涨约0.84个百分点; 非食品价格方面, 长途汽车、旅行社收费、车辆修理与保养、理发价格环比分别上涨4.3%、3.1%、6.9%和5.7%。

工业生产者出厂价格指数连降48个月, 降幅继续收窄, 主要是受2月大宗商品价格回暖, 黑色金属及有色金属价格环比上涨所带动。相关行业出厂价格也有所优化, 有色金属矿采选、黑色金属冶炼和压延加工价格环比涨幅分别扩大0.6及0.4个百分点, 而石油和天然气开采、煤炭开采和洗选价格环比降幅分别缩小了3.0及0.7个百分点。

**图 9 CPI**


数据来源: Wind、国都期货研究所

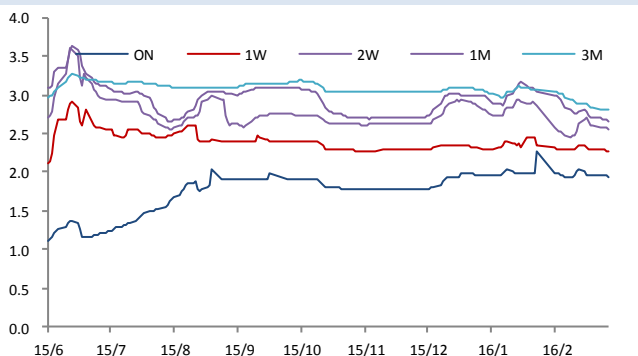
**图 10 PPI**


数据来源: Wind、国都期货研究所

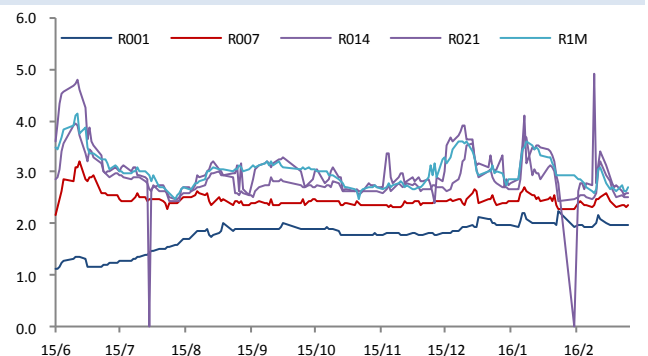
### 三、债券市场表现

#### (一) 货币市场

由于流动性集中到期的高峰已过,加上央行继续在公开市场上延续缩量逆回购操作,本周资金面非常宽松,货币市场利率明显下行。Shibor利率连跌数日,纷纷创下近年来新低。周五Shibor隔夜利率1.9450%,较上期下行0.5BP;Shibor1周期报2.2820%,较上期下行1.3BP;Shibor2周报2.5610%,较上期下行3.1BP;Shibor1月期报2.6660%,较上期下行3.7BP;Shibor3月期报2.7990%,较上期下行3.3BP;银行间质押式回购利率同样多数小幅下行,周四收盘隔夜报1.9838%,较上期上行0.8BP;7天报2.3584%,较上期上行1.34BP,14天报2.5260%,较上期下行5.16BP;21天报2.5792%,较上期下行11.7BP;1月报2.6906%,较上期上行3.81BP。

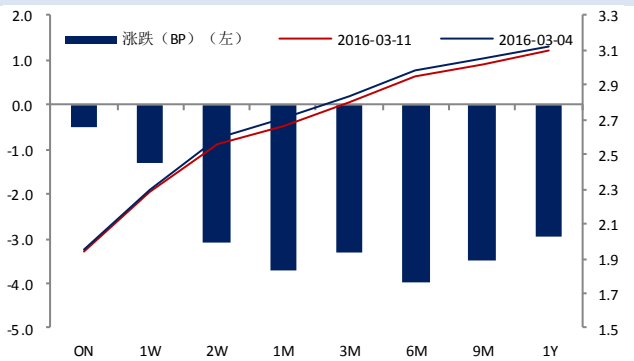
**图 11 SHIBOR 利率走势**


数据来源: Wind、国都期货研究所

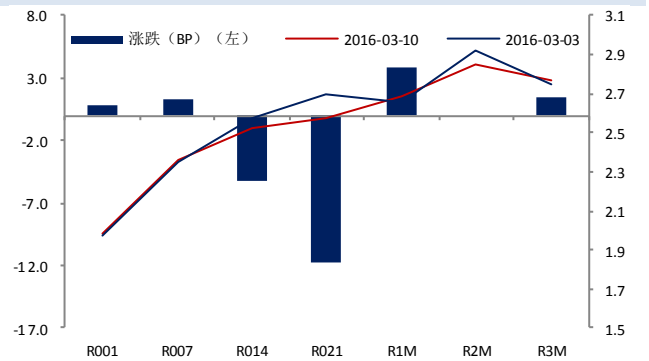
**图 12 银行间质押式回购利率走势**


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**


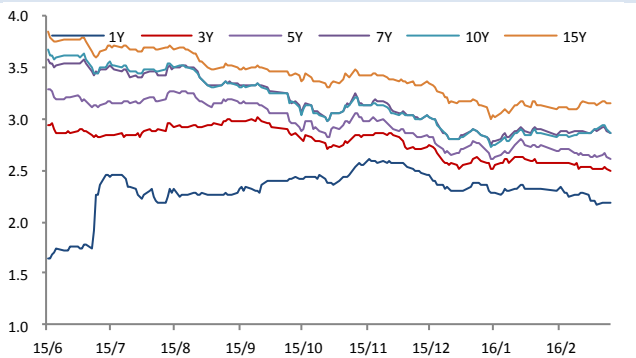
数据来源：Wind、国都期货研究所

## （二）利率债市场

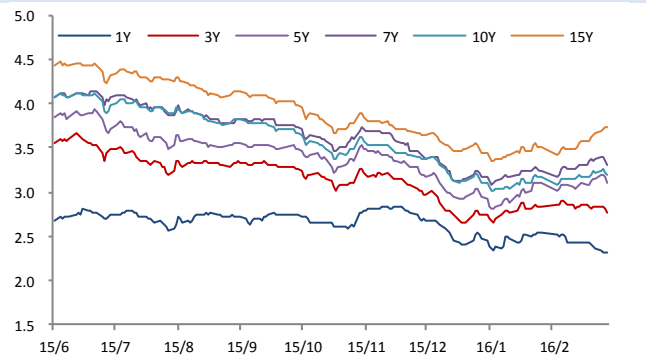
虽然通胀数据有抬头迹象，但在资金面宽松的大环境下，加上收益率曲线在前期快速走陡后利差触及了阶段高点，利率债在本周表现较为抢眼，各期限收益率均有下行。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.1895%、2.4843%、2.6049%、2.8651%和2.8653%，分别较上期下行2.37BP、2.75BP、3.27BP、2.79BP和3.49BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.3102%、2.7729%、3.1056%、3.3150%和3.1907%，分别较上期下行7.5BP、6.14BP、5.1BP、2.84BP和3.82BP。

一级市场方面，利率债供给压力偏大，但整体来看招标情况表现尚佳。周一农发行发行5期债，1、3、5、7、10年期中标利率分别为2.2453%、2.8041%、3.1485%、3.4039%和3.4377%，全场倍数为4.14、2.7、2.51、3.71和4.84，1、7、10年期需求较为旺盛；周二，国开行发行4期债，1、3、5、7年期中标利率分别为2.2158%、2.7701%、3.0767%和3.3875%，全场倍数为2.70、2.52、2.53和3.94，招标情况较符合市场预期；周三，财政部5年期国债中标利率2.5661%，投标倍数3.21，中标利率低于预期且需求较为旺盛；农发行发行5期债，5、7、10、15、20年期中标利率分别为3.10%、3.3968%、3.4394%、3.9877%和4.0767%，全场倍数分别为3.24、2.74、2.42、3.88和2.44，中标利率多低于市场预期；周四，进出口行3年期、5年期及10年期固息债中标利率分别为2.7590%、3.0642%和3.4007%，投标倍数分别为3.61、4.12和4.34；国开行10年期及20年期固息债中标利率分别为3.1431%和3.9710%，全场倍数分别为3.64和8.33；周五，财政部91天期及182天期国债中标利率均为1.9542%，全场倍数分别为2.49和3.01。

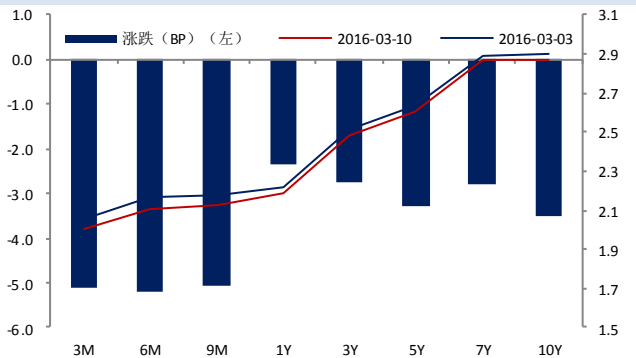


**图 15 国债收益率周变化**


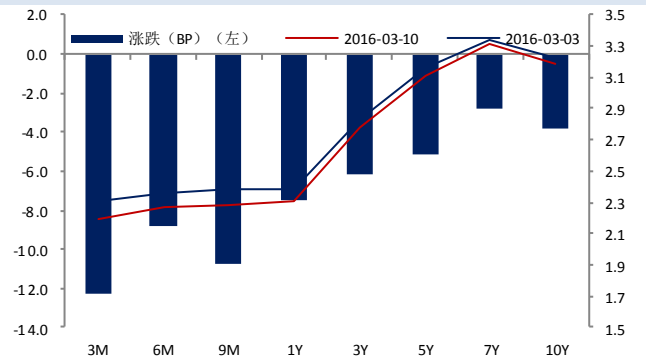
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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

大宗商品价格大起大落带动了债市的强势反弹，二级市场收益率普遍下行的同时，本周一级市场上利率债投标倍数也重回3以上，机构配置需求明显转暖。而期债虽受CPI数据偏高影响出现短暂回调，但随后表现强势，收得四连阳。从基本面看，虽然CPI回升压制了货币宽松的空间，但由于货币市场预期保持宽松，且利率债收益率曲线在迅速走陡之后也触及了阶段性顶部，债市在中长期的表现仍值得期待。建议维持震荡偏多思路参与，围绕均线及数据阶段性操作。

### 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。