

## 股债双杀 防控风险

### 主要观点

**股债双杀 商品大涨。**本周，股票市场走势低迷，上证综指周一低开后震荡，并在周三出现破位下行，顺次跌破短期均线支撑，同时再次跌破 3000 整数关口，日内最大跌幅逾百点，但在午后跌幅收窄，收盘下跌 2.31%，同期国债期货大幅走弱，五年前国债期货合约在临近中午收盘时，一分钟跌幅达到 0.08%，全天下跌 2.29%，而与此相对于，商品期货则继续走高，螺纹、铁矿等工业品表现抢眼，而热点也开始向农产品轮动。本周后两个交易日股债继续走低，而商品则在大幅上涨后出现调整，主要受周四晚间交易所提高交易手续费的影响。周四 RB1610 合约成交量的名义本金高达 5500 亿以上，而中国一年生产 12 亿吨的钢材，其中 2 亿吨左右的螺纹钢，螺纹年度总产量远低于 rb1610 合约的交易量。

**经济基本面维持稳定。**中国一季度 GDP 同比 6.7%，创 2009 年一季度以来最慢增速；预期 6.7%，去年四季度 6.8%。1-3 月城镇固定资产投资同比 10.7%，消费同比增长 10.4%，房地产开发投资增速提高至 6.2%，均超出市场预期，各主要经济指标呈现出全面回升。此前公布的对外贸易数据也出现明显改善。

**“营改增”或影响债券市场流动性。**“营改增”之后，只有通过同业拆借中心成交的同业拆借利息收入免征增值税，买入返售债券利息收入需缴纳增值税，卖出回购债券利息支出不可作为进项税额抵扣。债券方面，仅国债和地方债利息收入免增值税，所有债券价差收入缴纳增值税。这使得同业业务成本提高，尤其是占交易量 80% 的债券回购，这将影响到机构参与回购的热情，还将不可避免的扩大利率债与信用债的利差，这将影响到机构持有企业债的热情。

**关注下周联储会议。**美联储将于 4 月 26-27 日召开为期两天的议息会议。我们观察到央行通过 MLF，逆回购等方式持续向市场注入流动性，但市场利率依旧开始回升，中国银行间市场 7 天期回购利率升近 12 个基点至 2.436%，有望创 2 月 4 日来的新高。如果联储继续暂缓加息，央行有可能迫于资金面的压力选择降准。

**建议偏多思路参与。**上证本周跌破短期均线支撑，在 60 日线处企稳，我们继续看好期指短期的走势，主要基于基本面的改善，以及通胀温和时期（1%-3%），企业受益于价格提升，利润会出现改善。此外周期品的走强也对市场形成一定的支撑。主要的风险来自跨市场风险的传导，一方面来自债券市场，另一方面来自商品市场。我们认为股票市场进一步下跌的风险较低，近期市场的焦点转向期货市场，加之 A 股纳入 MSCI 新一轮评估开始，以及深港通的预期，市场或逐步走强，看好上证综指触碰 60 日均线后回升，建议偏多思路参与。

报告日期 2016-4-22

### 研究所

廖鹏程

股指期货分析师

从业资格号：F0306044

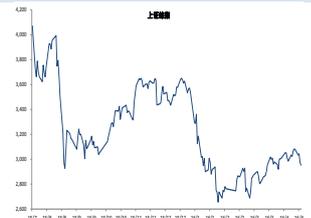
投资咨询号：Z0011584

010-84183011

liaopengcheng@guodu.c

C

### 相关图表



### 相关研究

目 录

股债双杀 商品大涨 .....	4
经济基本面维持稳定 .....	5
“营改增”或影响债券市场流动性.....	6
关注下周联储会议 .....	7
建议偏多思路参与 .....	7

插图

图 1 IF1605.....	4
图 2 IF 主力连续基差 .....	4
图 3 IH1605.....	5
图 4 IH 主力连续基差 .....	5
图 5 IC1605.....	5
图 6 IC 主力连续基差 .....	5
图 7 PMI .....	6
图 8 PMI 分项 .....	6
图 9 投资.....	6
图 10 房地产.....	6
图 11 消费.....	6
图 12 对外贸易.....	6
图 13 上证综指.....	8
图 14 IF 主力连续 .....	8
图 15 IH 主力连续 .....	8
图 16 IC 主力连续 .....	8

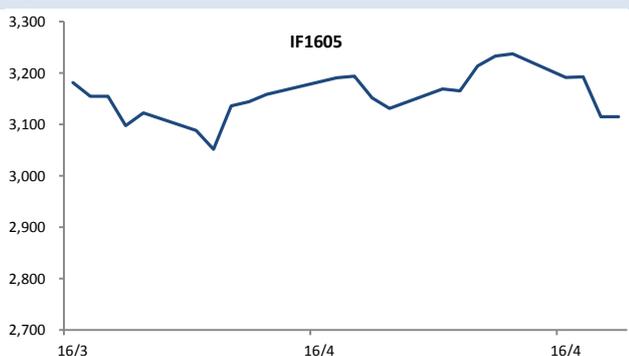
## 股债双杀 商品大涨

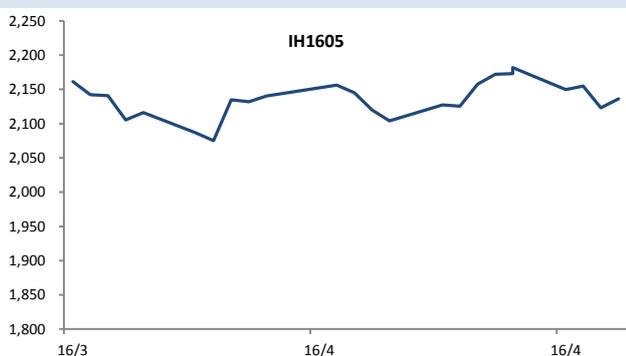
本周，股票市场走势低迷，上证综指周一低开后震荡，并在周三出现破位下行，顺次跌破短期均线支撑，同时再次跌破3000整数关口，日内最大跌幅逾百点，但在午后跌幅收窄，收盘下跌2.31%，同期国债期货大幅走弱，五年前国债期货合约在临近中午收盘时，一分钟跌幅达到0.08%，全天下跌2.29%，而与此相对于，商品期货则继续走高，螺纹、铁矿等工业品表现抢眼，而热点也开始向农产品轮动。本周后两个交易日股债继续走低，而商品则在大幅上涨后出现调整，主要受周四晚间交易所提高交易手续费的影响。周四RB1610合约成交量的名义本金高达5500亿以上，而中国一年生产12亿吨的钢材，其中2亿吨左右的螺纹钢，螺纹年度总产量远低于rb1610合约的交易量。

我们认为期货市场火爆的背后，潜在原因可能在于市场流动性过剩，而缺乏对应的优质配置资产，股市低迷，债券牛市进入风险期，而通胀预期的回升为商品上涨提供了逻辑支撑，加之商品本身属于CPI的组成部分，其上涨会和通胀预期形成正向循环，因此商品期货在当前阶段成为资金追逐的标的。但是考虑到期货高杠杆的特点，我们认为市场短期可能过热，并且担忧进一步调控措施的出台。当前期货市场的情况很容易让人联想到去年的股市，开户人数大增，赚钱效应明显，投资者一致预期明显，并且自带高杠杆。一旦出现风险事件，可能会继续波及股票市场。

由于周三的大跌，本周市场板块普跌，除了银行、保险等主题行业表现平稳外，其余主题行业不同程度下跌。就股市自身而言，我们认为其风险收益比已经到达相对合理的水平，经济基本面在3月继续改善，但跨市场的风险在积聚，我们认为最需要关注的风险来自债券市场。

图 1 IF1605



**图 3 IH1605**


数据来源: Wind、国都期货研究所

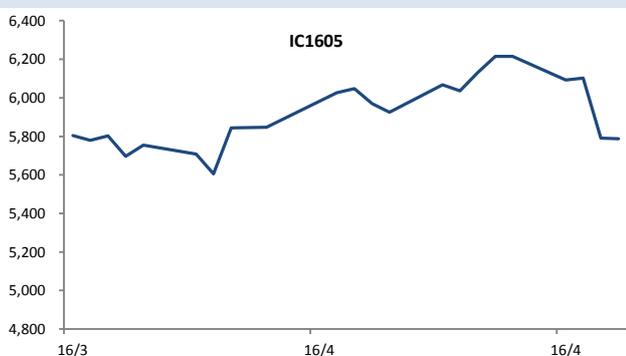
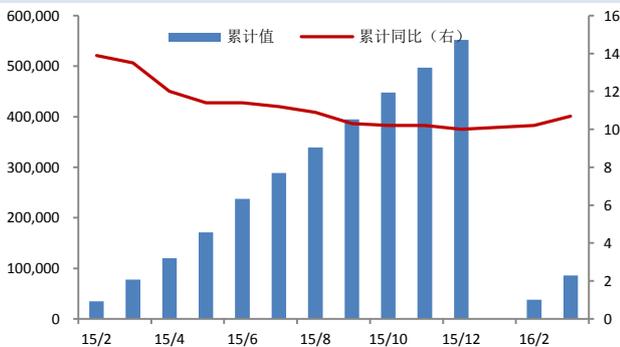
**图 5 IC1605**


图 7 PMI



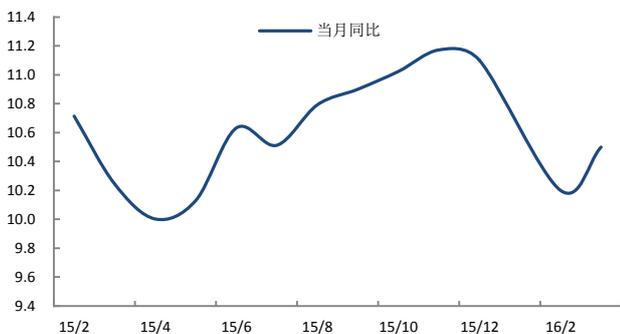
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 9 投资



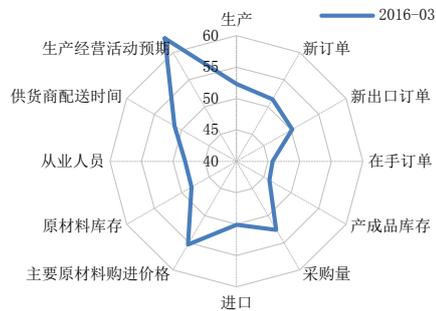
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 11 消费



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 PMI 分项



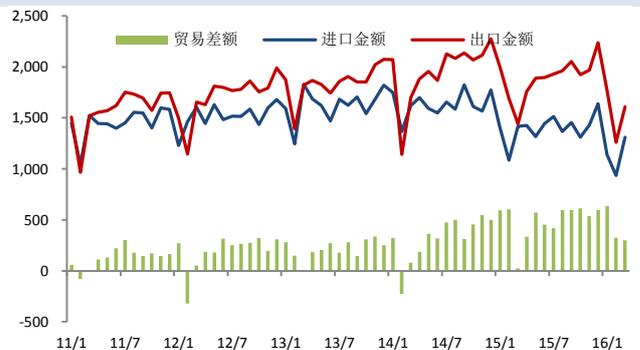
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 房地产



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 对外贸易



数据来源: Wind、国都期货研究所

### “营改增”或影响债券市场流动性

“营改增”税制改革前，金融机构往来业务不征收营业税。如同业拆借以及质押式回购。债券方面，仅就企业债利息部分缴纳营业税，国债、地方债、政策性金融债利息收入不缴纳企业所得税。

“营改增”之后，只有通过同业拆借中心成交的同业拆借利息收入免征增值税，买入返售债券利息收入需缴纳增值税，卖出回购债券利息支出不可作为进项税额抵扣。债券方面，仅国债和地方债利息收入免增值税，所有债券价差收入缴纳增值税。

这使得同业业务成本提高，尤其是占交易量80%的债券回购，这将影响到机构参与回购的热情，根据机构测算，按照2016年3月回购交割量44.7万亿，质押式回购加权利率2.1%计算，当月全市场产生利息收入782亿元，6%的增值税对应44亿元税款。

此外，由于国债和地方债依旧免税，这将不可避免的扩大利率债与信用债的利差，这将影响到机构持有企业债的热情。据中国货币网公告统计，上周（4月11日至4月15日），共有41家发行人、共计46期债券取消或推迟发行，总金额达481.4亿元。截至4月18日，本月已有59家、62期债券取消或推迟发行，涉及金额近600亿元，远超去年4月的总量。以水泥、煤炭、有色等产能过剩行业或低评级券种为主。

由于通胀预期在逐渐提升，且经济基本面企稳，债券的收益率也存在上升的可能，可能对股票市场形成一定的压力。

## 关注下周联储会议

美联储将于4月26-27日召开为期两天的议息会议，尽管市场预期美联储不会在4月会议上加息，但仍认为本次会议将为6月份是否加息提供线索。耶伦曾在3月底发出强烈信号，近期美联储将对加息路径持“谨慎”态度。

我们观察到央行通过MLF，逆回购等方式持续向市场注入流动性，但市场利率依旧开始回升，中国银行间市场7天期回购利率升近12个基点至2.436%，有望创2月4日来的新高。如果联储继续暂缓加息，央行有可能迫于资金面的压力选择降准。

## 建议偏多思路参与

上证本周跌破短期均线支撑，在60日线处企稳，我们继续看好期指短期的走势，主要基于基本面的改善，以及通胀温和时期（1%-3%），企业受益于价格提升，利润会出现改善。此外周期品的走强也对市场形成一定的支撑。主要的风险来自跨市场风险的传导，一方面来自债券市场，另一方面来自商品市场。前者去杠杆叠加“营改增”，可能从流动性上对股票市场形成冲击，而后者短期存在过热风险，风险市场发生可能会对期指形成冲击。

我们认为股票市场进一步下跌的风险较低，近期市场的焦点转向期货市场，加之A股纳入MSCI新一轮评估开始，以及深港通的预期，市场或逐步走强，看好上证综指触碰60日均线后回升，建议偏多思路参与。

图 13 上证综指



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 IF 主力连续



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 IH 主力连续



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 IC 主力连续



数据来源: Wind、国都期货研究所

### 分析师简介

廖鹏程，国都期货研究所股指期货分析师，西南财经大学硕士学位，主要负责股指期货的研究。

### 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。