

## 短期缺乏方向性 静待数据指引

### 主要观点

**行情回顾。**五一小长假过后，资金面并未如预期般收紧，一方面营改增“补丁”中明确指出质押式买入返售金融资产、持有政策性金融债券属于同业业务利息往来收入，令市场如释重负；另一方面央行公告称将常态化进行PSL操作也给资金面注入了一支强心针。而随着资金利率的走低，二级市场上利率债收益率也出现窄幅下行，但在前期利空逐步消散后，收益率缺乏进一步下行的动力。期债移仓基本完成，表现同样缺乏亮点，日内走势震荡上攻乏力。由于短期内资金面难有变化，债市走势更多的依靠后续数据的指引，目前来说方向不明，但围绕数据可能会存在一定的交易性机会。TF1609 本周开盘 99.850 元，收盘 99.955 元；T1609 开盘 98.175 元，收盘 98.465 元。

**PMI 小幅回落，但仍处于枯荣线之上。**4 月 PMI 为 5.1%，较上月回落 0.1 个百分点。虽然 PMI 指数较上月有所回落，但连续两个月处于枯荣线之上依旧显示了制造业平稳向好的趋势。具体来看，制造业生产持续扩张，在投资、房地产、基建的共同作用下，生产指数明显高于一季度均值；而新订单指数虽然小幅回落，但同样连续两月处于 50 分界线之上，市场需求逐步回升；此外，受近期大宗商品价格异动的影响，4 月原材料价格明显回升，创出近两年新高。虽然 PMI 显示制造业有稳定向好的趋势，但考虑到一季度制造业投资有所回落，且新出口订单指数、进口指数双双下行，制造业仍面临下行压力，仍需稳增长政策及供给侧结构性改革政策的刺激。

**中间价大幅调贬，关注美非农就业数据。**5 月 4 日，美元兑人民币中间价大幅下调 378BP，报 6.4943，贬值幅度创下汇改以来新高。随后央行连续 3 天下调人民币中间价，但资本市场反应相对平淡，股市及债市均未明显对贬值做出反应。究其原因，一方面，美元指数在快速下跌后出现大幅反弹，导致中间价大幅调贬；另一方面，新年以来人民币离岸、在岸价差一直保持在低位，人民币贬值压力与汇改时及年初时相比明显偏小。但需要考虑的是，虽然美国 4 月 ADP 就业人数增长大幅低于预期，但从初请失业金人数等数据来看，就业市场仍相对乐观，是否加息仍需要进一步的数据支持，周五晚即将出炉的非农就业数据就值得市场期待。

**后市展望。**在央行的持续呵护下，节后货币市场逐渐趋于宽松，资金利率普遍下行。一级市场上中标利率基本与二级市场水平相近，但认购倍数普遍超过 3 倍显示机构的配置需求逐渐恢复。而在前期利空暂时消化后，二级市场收益率继续窄幅整理，后续走势有待 4 月数据指引。鉴于菜价回落、人民币汇率大幅贬值等因素的影响，4 月数据整体强于 3 月的概率偏低，可考虑围绕数据做波段操作。

报告日期 2016-05-06

### 研究所

罗玉

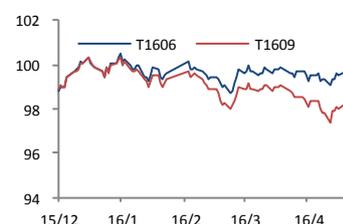
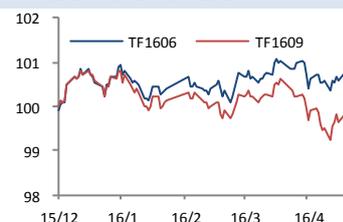
国债期货分析师

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) PMI 小幅回落，但仍处于枯荣线之上 .....	5
(二) 中间价大幅调贬，关注美非农就业数据 .....	6
三、基础市场表现 .....	6
(一) 货币市场 .....	6
(二) 利率债市场 .....	7
四、后市展望 .....	8

## 插图

图 1 TF 主力合约走势 .....	4
图 2 T 主力合约走势 .....	4
图 3 TF1609 成交量及持仓量 .....	4
图 4 T609 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 PMI .....	5
图 8 PMI 分项指数 .....	5
图 9 汇改以来人民币中间价走势 .....	6
图 10 在岸、离岸价差 .....	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

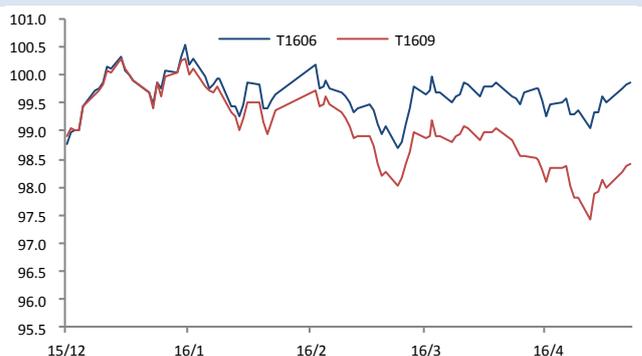
五一小长假过后，资金面并未如预期般收紧，一方面营改增“补丁”中明确指出质押式买入返售金融商品、持有政策性金融债券属于同业业务利息往来收入，令市场如释重负；另一方面央行公告称将常态化进行PSL操作也给资金面注入了一支强心针。而随着资金利率的走低，二级市场上利率债收益率也出现窄幅下行，但在前期利空逐步消散后，收益率缺乏进一步下行的动力。期债移仓基本完成，表现同样缺乏亮点，日内走势震荡上攻乏力。由于短期内资金面难有变化，债市走势更多的依靠后续数据的指引，目前来说方向不明，但围绕数据可能会存在一定的交易性机会。TF1609本周开盘99.850元，收盘99.955元；T1609开盘98.175元，收盘98.465元。

图 1 TF 主力合约走势



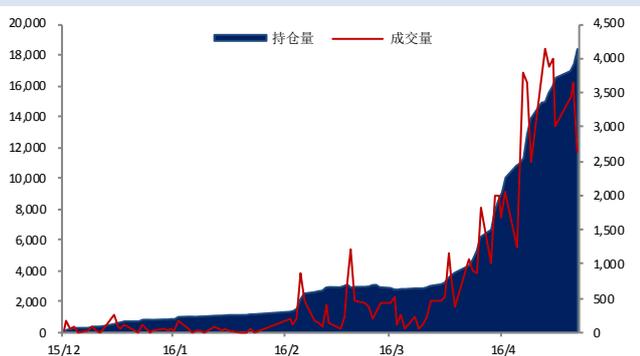
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



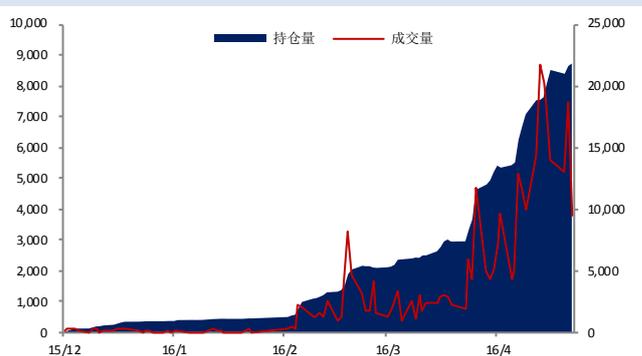
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1609 成交量及持仓量



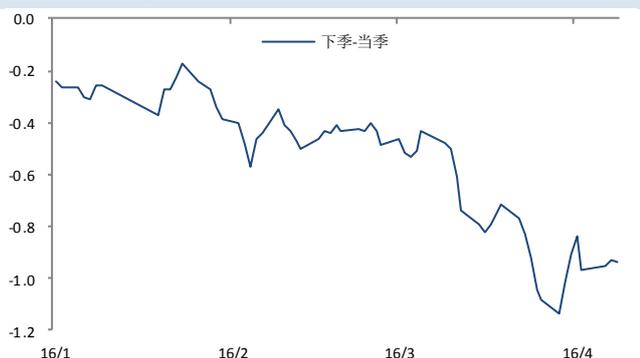
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 T609 成交量及持仓量



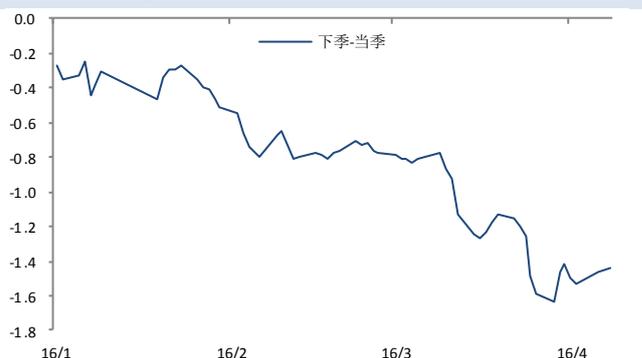
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

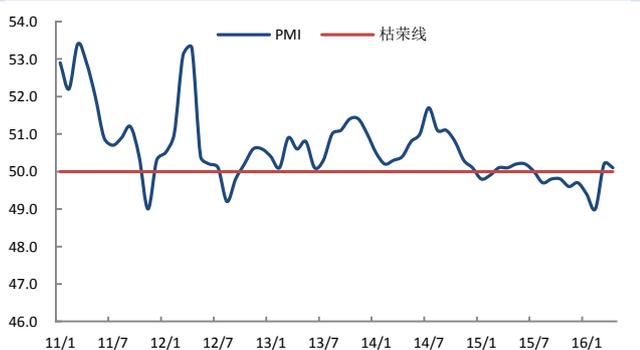
## 二、债市基本面分析

### (一) PMI 小幅回落, 但仍处于枯荣线之上

4月份中国制造业采购经理指数(PMI)为51.1%, 较上月回落0.1个百分点, 继续处于枯荣线之上。分项指数中, 生产指数(52.2)、新订单指数(51)、供应商配送时间指数(50.1)高于临界点, 从业人员指数(47.8)和原材料库存指数(47.4)低于临界点。而分企业类型来看, 大型企业(51)和小型企业PMI(46.9)均有回落, 中型企业PMI(50)有所回升。

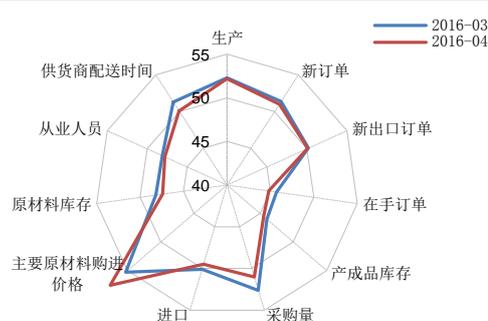
虽然PMI指数较上月有所回落, 但连续两个月处于枯荣线之上依旧显示了制造业平稳向好的趋势。具体来看, 制造业生产持续扩张, 在投资、房地产、基建的共同作用下, 生产指数明显高于一季度均值; 而新订单指数虽然小幅回落, 但同样连续两月处于50分界线之上, 市场需求逐步回升; 此外, 受近期大宗商品价格异动的影响, 4月原材料价格明显回升, 创出近两年新高。虽然PMI显示制造业有稳定向好的趋势, 但考虑到一季度制造业投资有所回落, 且新出口订单指数、进口指数双双下行, 制造业仍面临下行压力, 仍需稳增长政策及供给侧结构性改革政策的刺激。

图 7 PMI



数据来源: Wind、国都期货研究所

图 8 PMI 分项指数



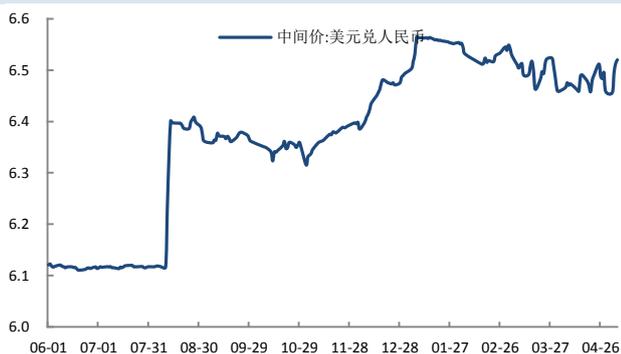
数据来源: Wind、国都期货研究所

## （二）中间价大幅调贬，关注美非农就业数据

5月4日，美元兑人民币中间价大幅下调378BP，报6.4943，贬值幅度创下汇改以来新高。随后央行连续3天下调人民币中间价，但资本市场反应相对平淡，股市及债市均未明显对贬值做出反应。究其原因，一方面，美元指数在快速下跌后出现大幅反弹，导致中间价大幅调贬；另一方面，新年以来人民币离岸、在岸价差一直保持在低位，人民币贬值压力与汇改时及年初时相比明显偏小。

但需要考虑的是，虽然美国4月ADP就业人数增长大幅低于预期，但从初请失业金人数等数据来看，就业市场仍相对乐观，是否加息仍需要进一步的数据支持，周五晚即将出炉的非农就业数据就值得市场期待。而由于联储官员已开始对6月加息保持开放态度，美元指数短期走势相对看好，人民币后续仍有可能面临贬值压力。

图9 汇改以来人民币中间价走势



数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 在岸、离岸价差

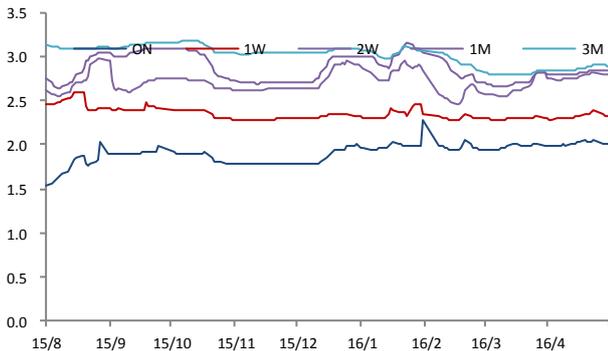


数据来源: Wind、国都期货研究所

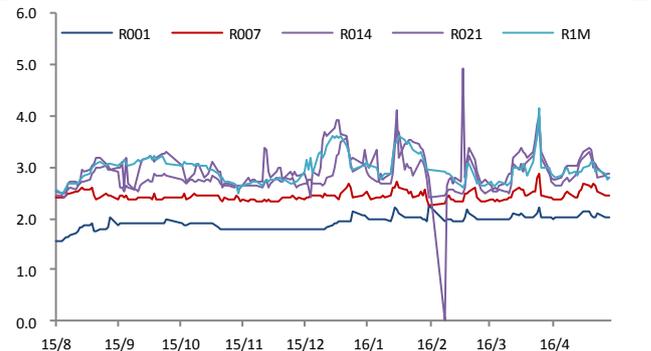
## 三、基础市场表现

### （一）货币市场

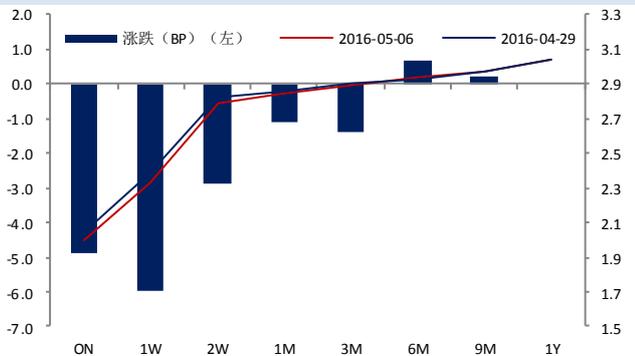
五一小长假过后，在营改增“补丁”及央行公告称将常态化进行PSL操作的作用下，流动性压力逐步得到缓解，货币市场资金利率也普遍出现下行。周五Shibor隔夜利率2.0000%，较上期下行4.9BP；Shibor1周期报2.3260%，较上期下行6BP；Shibor2周报2.7940%，较上期下行2.9BP；Shibor1月期报2.8420%，较上期下行1.1BP；Shibor3月期报2.8940%，较上期下行1.4BP；银行间质押式回购利率中短期限品种较上周也均出现明显下行，周四收盘隔夜报2.0254%，较上期下行7.81BP；7天报2.4277%，较上期下行8.81BP，14天报2.7774%，较上期下行3.2BP；21天报2.8679%，较上期下行11.23BP；1月期报2.7821%，较上期下行15.83BP。

**图 11 SHIBOR 利率走势**


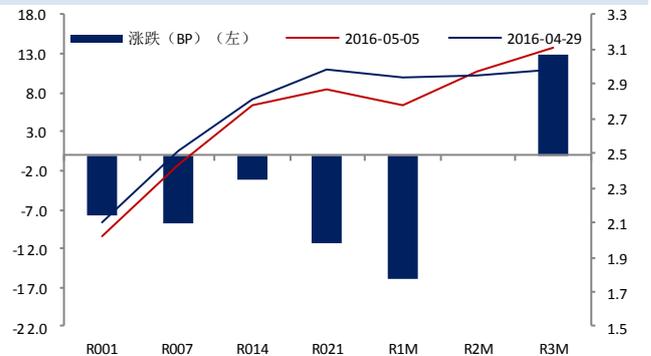
数据来源: Wind、国都期货研究所

**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**


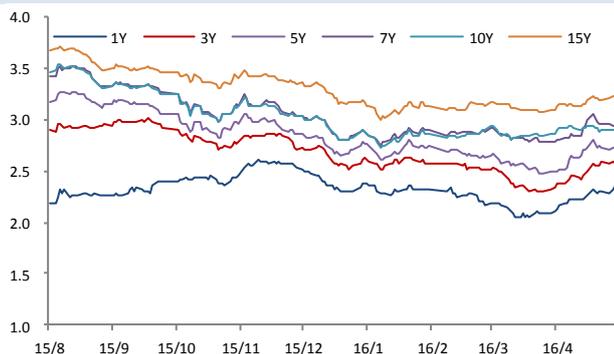
数据来源: Wind、国都期货研究所

## (二) 利率债市场

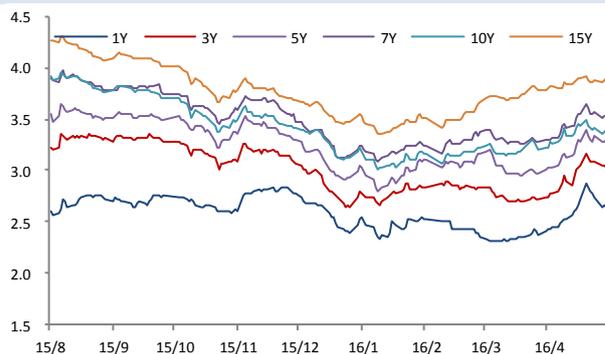
由于4月中采及财新PMI均较上月出现小幅回落,且资金面的压力在节后明显缓解,利率债在本周的趋势整体保持平稳,国债各期限收益率稍有上行,而国开债各期限普遍走低。截至周四收盘,1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.3500%、2.5771%、2.7194%、2.9397%和2.9017%,分别较上期变动4.3BP、-0.46BP、-0.88BP、-1.97BP和1.04BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.6428%、3.0337%、3.2967%、3.5217%和3.3915%,分别较上期下行9.9BP、5.33BP、3.24BP、4.36BP和2.85BP。

一级市场方面,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2.55%、2.9945%、3.2471%和3.5034%,均明显低于前一交易日二级市场水平;周三,财政部发行1年期及10年期国债,中标利率分别为2.30%及2.90%,投标倍数分别为2.07和3.07,由于中标利率基本符合预期,二级市场并未因此出现波动;农发行招标发行1、3、5、7、10年期固息债,中标利率分别为2.6078%、3.0465%、3.2873%、3.5356%和3.5891%,除10年期外中标利率均低于前一交易日二级市场水平;周四,进出口行招标发行3、5、10年期固息债,中标利率分别为3.0424%、3.2710%

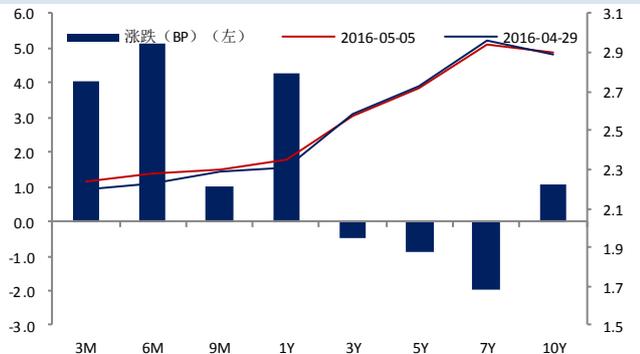
和3.5920%，投标倍数分别为3.23、2.70和3.86，10年期品种中标利率高于上一交易日二级市场水平；国开行招标发行10年期及20年期固息债，中标利率分别为3.3765%和3.9776%，10年期品种中标利率同样高于上一交易日二级市场水平，中标倍数分别为3.44和4.24，配置需求有所恢复；周五财政部91天期国债中标利率2.1761%，边际中标利率2.2345%，投标倍数为3.55。

**图 15 国债收益率周变化**


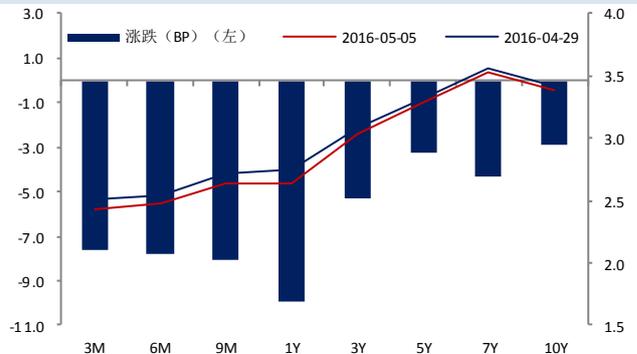
数据来源：Wind、国都期货研究所

**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

在央行的持续呵护下，节后货币市场逐渐趋于宽松，资金利率普遍下行。一级市场上中标利率基本与二级市场水平相近，但认购倍数普遍超过3倍显示机构的配置需求逐渐恢复。而在前期利空暂时消化后，二级市场收益率继续窄幅整理，后续走势有待4月数据指引。鉴于菜价回落、人民币汇率大幅贬值等因素的影响，4月数据整体强于3月的概率偏低，可考虑围绕数据做波段操作。

### 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。