

利率品短期企稳 警惕下周资金面波动

主要观点

行情回顾。虽然央行连续3周净回笼，但本周资金供需较为稳定。而随着4月数据接连出炉，以及受官方“L”型经济表态及国务院副总理张高丽关于M2回落的讲话影响，市场对经济复苏的预期出现一定程度修正，债市情绪因此明显转暖。从现券端的表现来看，一级市场配置需求旺盛，二级市场利率债收益率也全面下行。期债主力继续移仓，9月合约成交持仓继续放大，在周一收出0.31%和0.71%的涨幅后，主力合约继续偏强震荡，但在周五出现了较明显回调。TF1609本周开盘100.010元，收盘100.355元；T1609开盘98.585元，收盘99.370元。

外储连续正增长。外储在2014年6月后首次出现连续两个月正增长，但考虑到4月美元指数下跌幅度较大，估值因素一定程度上影响了本月外储的表现。但从SDR计价的外汇储备数据可以看出，在不考虑美元涨跌的影响下，4月外储下降86.91亿SDR，前值为-378亿SDR，资本流出较3月有所改善。5月以来人民币贬值压力再度显现，在中间价大幅调贬后，在岸人民币跌幅也明显走阔，主要是受美元指数出现修复性上涨导致。

进出口表现均不及预期。4月进出口增速均较3月高点大幅放缓，并低于市场预期，除去基数效应的影响外，外围市场经济整体降温也拖累了4月贸易数据的表现。具体来看，4月中国对主要贸易伙伴出口全面下滑，对日、美、欧盟、东盟的出口分别下滑21.1%、18.3%、14.7%和8.5%，外需疲弱导致出口难有表现。此外，进口量也出现了明显萎缩，除了大宗商品价格大涨导致进口成本上升外，受制于内需不景气，企业补库存意愿也较为有限。

猪肉价格持续高企。CPI同比涨幅与上月相同，猪肉及鲜菜价格同比涨幅分别为33.5%和22.6%，影响CPI上涨0.75及0.56个百分点。环比来看，CPI小幅下降0.2个百分点，主要是受天气转暖、鲜菜价格环比回落12.5%的影响。猪肉价格在4月依旧维持高位，环比上涨3.2%，但随着各地逐渐开始投放储备冻猪肉，猪肉价格后续或有望企稳。PPI连降势头虽然不改，但同比降幅仍在不断收窄，4月下降3.4%比上月收窄0.9个百分点。而在大宗商品价格回升的推动下，4月PPI环比上涨0.7个百分点，涨幅较上月扩大0.2个百分点，但鉴于大宗商品价格已于近日大幅回调，由供给端价格上涨推动的工业企业盈利或难以持续。

后市展望。在L型经济表态及国务院副总理张高丽关于金融数据可能不及预期讲话的刺激下，债市情绪明显提振，收益率普遍下行。此外，从目前出炉的4月经济数据来看，环比均较3月高点出现不同程度回落，市场对于经济复苏的预期也因此出现了一定程度上的改变。从近日一级市场招标情况也可以看出，利率债配置需求再起，在商品市场行情结束后市场风险偏好有所下行。短期内来看，利率债大概率企稳并仍有反弹空间，但需注意下周资金面可能会受MLF到期及缴税的影响出现波动。

请务必阅读正文后的免责声明

报告日期 2016-05-13

研究所

罗玉

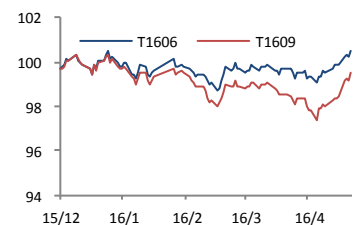
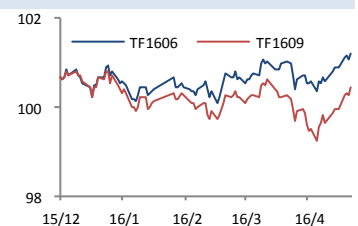
国债期货分析师

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) 外储连续正增长，资本流出有改善	5
(二) 进出口均不及预期，贸易顺差走阔	6
(三) 猪肉价格高企，PPI 环比改善	6
三、基础市场表现	7
(一) 货币市场	7
(二) 利率债市场	8
四、后市展望	9

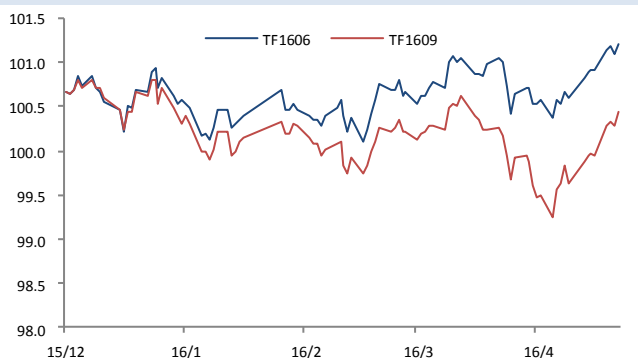
插图

图 1 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	4
图 6 T 跨期价差	4
图 7 外汇储备	5
图 8 外汇储备环比变化	5
图 9 进出口金额	6
图 10 贸易差额	6
图 11 CPI	7
图 12 PPI	7
图 13 SHIBOR 利率走势	7
图 14 银行间质押式回购利率走势	7
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

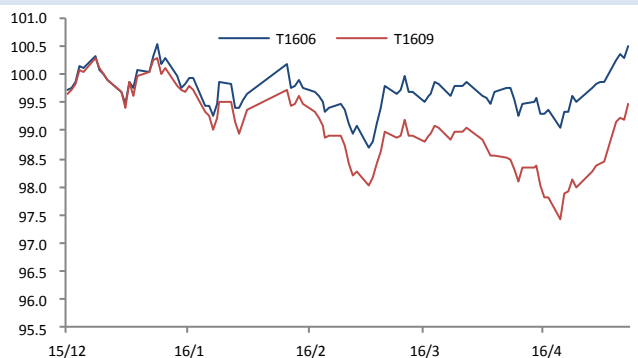
虽然央行连续3周净回笼，但本周流动性整体保持宽松局面，资金供需也较为稳定。而随着4月数据接连出炉，以及受官方“L”型经济表态及国务院副总理张高丽关于M2回落的讲话影响，市场对经济复苏的预期出现一定程度修正，债市情绪因此明显转暖。从现券端的表现来看，一级市场配置需求旺盛，二级市场利率债收益率也全面下行。期债主力继续移仓，9月合约成交持仓继续放大，在周一收出0.31%和0.71%的涨幅后，主力合约继续偏强震荡，但在周五出现了较明显回调。TF1609本周开盘100.010元，收盘100.355元；T1609开盘98.585元，收盘99.370元。

图 1 TF 主力合约走势



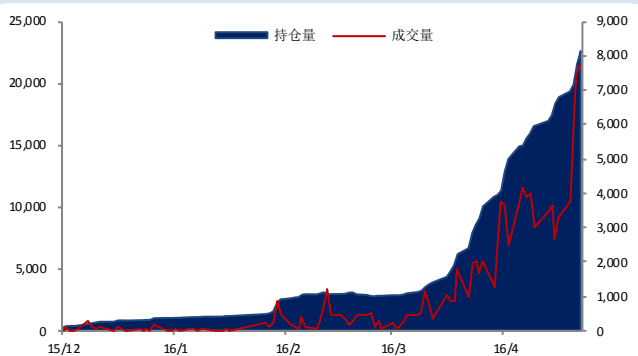
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



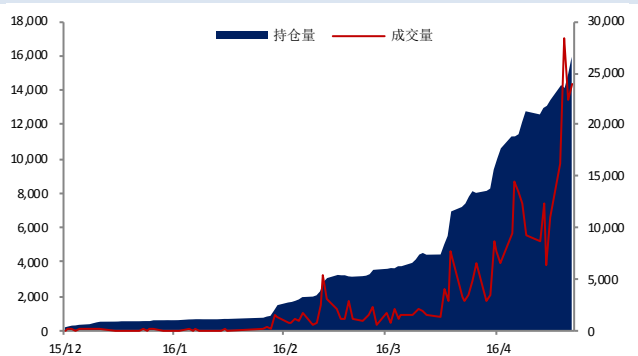
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1609 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

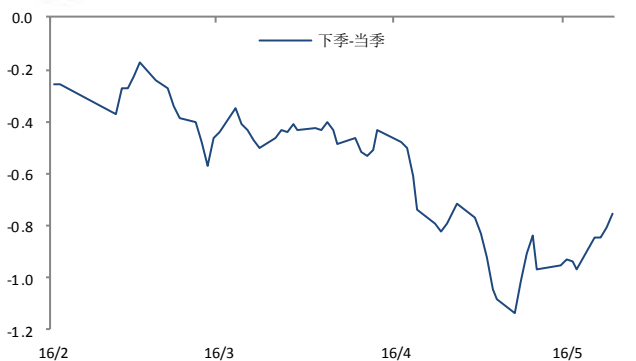
图 4 T609 成交量及持仓量



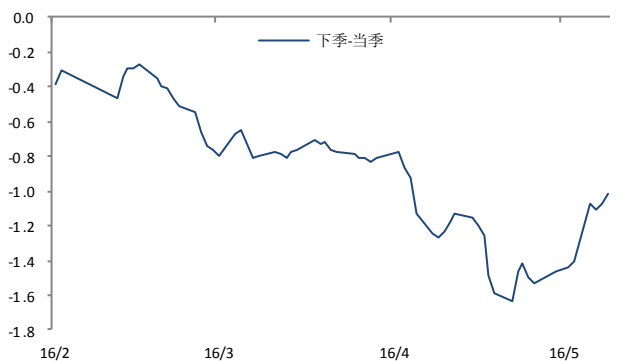
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差

图 6 T 跨期价差



数据来源: Wind、国都期货研究所



数据来源: Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

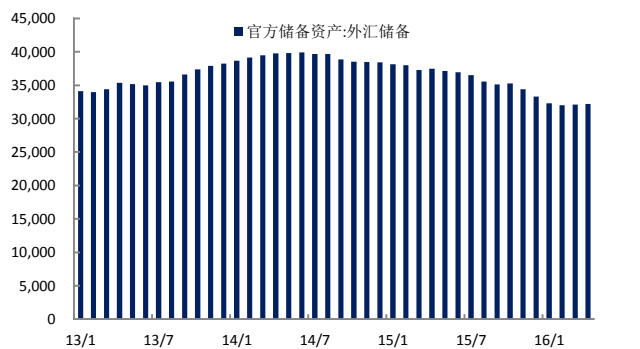
(一) 外储连续正增长，资本流出有改善

央行5月7日公布的数据显示，4月末外汇储备余额32196.68亿美元，前值32125.79亿美元，增加70.89亿美元，创下3个月新高；4月末黄金储备5814万盎司，前值5779万盎司；以SDR计价，4月末外汇储备2.27万亿SDR，较3月减少86.91亿SDR。

外储在2014年6月后首次出现连续两个月正增长，但考虑到4月美元指数下跌幅度较大，估值因素一定程度上影响了本月外储的表现。从SDR计价的外汇储备数据可以看出，在不考虑美元涨跌的影响下，4月外储下降86.91亿SDR，前值为-378亿SDR，资本流出较3月有所改善。

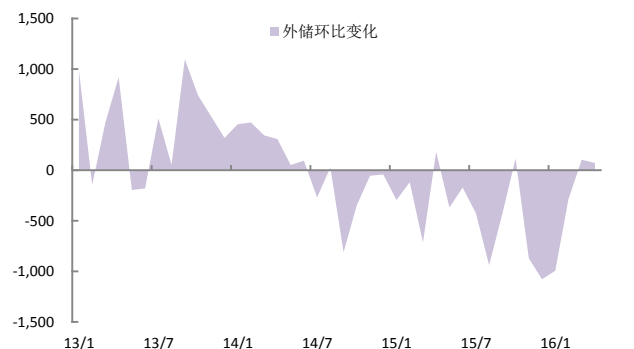
5月以来人民币贬值压力再度显现，在中间价大幅调贬后，在岸人民币跌幅也明显走阔。究其原因，主要是由于美元指数在4月大跌后出现修复性上涨，在岸、离岸人民币均承压贬值。而从CFETS指数的走势来看，央行维稳的意愿较强，因此就目前来看市场预期较为稳定，资本市场也没有因贬值做出明显反应。

图7 外汇储备



数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 外汇储备环比变化



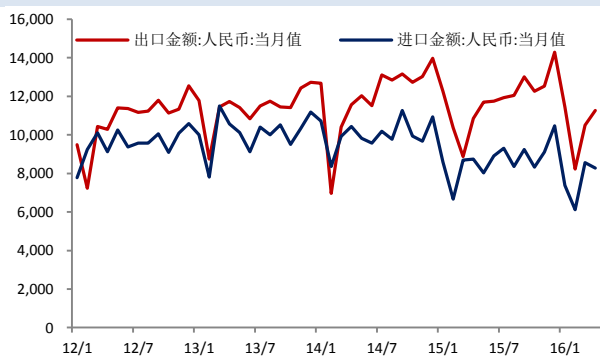
数据来源: Wind、国都期货研究所

（二）进出口均不及预期，贸易顺差走阔

海关总署5月8日公布的数据显示，以人民币计价，4月出口同比增长4.1%，较前值18.7%显著回落，并略低于市场预期4.3%；4月进口同比下降5.7%，前值-1.7%，预期0.3%。以美元计价，4月出口下滑1.8%，前值11.5%，进口同比下滑10.9%，前值-7.6%。贸易顺差扩大至455.6亿美元，前值298.6亿美元。

4月进出口增速均较3月高点大幅放缓，并低于市场预期，除去基数效应的影响外，外围市场经济整体降温也拖累了4月贸易数据的表现。具体来看，4月中国对主要贸易伙伴出口全面下滑，对日、美、欧盟、东盟的出口分别下滑21.1%、18.3%、14.7%和8.5%，外需疲弱导致出口难有表现。此外，进口量也出现了明显萎缩，除了大宗商品价格大涨导致进口成本上升外，受制于内需不景气，企业补库存意愿也较为有限。

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

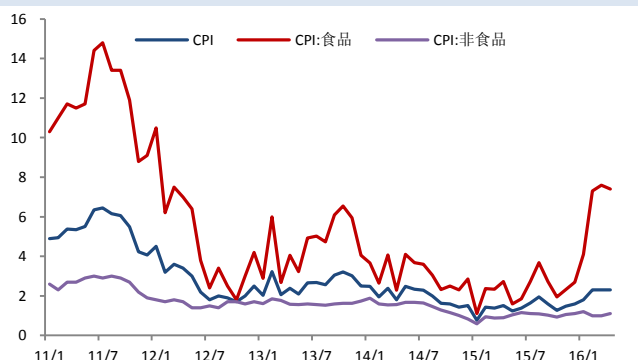
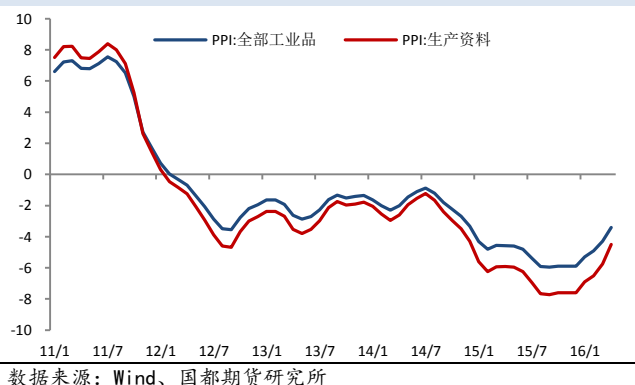
（三）猪肉价格高企，PPI 环比改善

4月份全国居民消费价格总水平同比上涨2.3%。其中，食品价格上涨7.4%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨2.5%，服务价格上涨2.0%。4月份全国工业生产者出厂价格环比上涨0.7%，同比下降3.4%。工业生产者购进价格环比上涨0.6%，同比下降4.4%。1-4月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨2.2%，工业生产者出厂价格同比下降4.5%，工业生产者购进价格同比下降5.4%。

从同比来看，CPI涨幅与上月相同，猪肉及鲜菜价格同比涨幅分别为33.5%和22.6%，影响CPI上涨0.75及0.56个百分点。环比来看，CPI小幅下降0.2个百分点，主要是受天气转暖、鲜菜价格环比回落12.5%的影响。猪肉价格在4月依旧维持高位，环比上涨3.2%，但随着各地逐渐开始投放储备冻猪肉，猪肉价格后续或有望企稳。PPI连降势头虽然不改，但同比

降幅仍在不断收窄，4月下降3.4%比上月收窄0.9个百分点。而在大宗商品价格回升的推动下，4月PPI环比上涨0.7个百分点，涨幅较上月扩大0.2个百分点，其中石油天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工业改善明显。但鉴于大宗商品价格已于近日大幅回调，由供给端价格上涨推动的工业企业盈利或难以持续。

央行在一季度货币政策执行报告中指出，在目前经济和通胀形势并不明朗的情况下，后续货币政策将继续保持稳健、灵活适度，适时预调微调，做好供给侧结构性改革相适应的总需求管理。由于物价上涨已成为央行的关注点之一，后续货币政策进一步宽松空间可能有限。

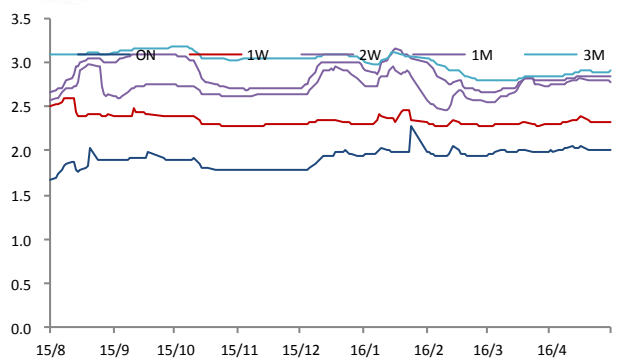
图 11 CPI

图 12 PPI


三、基础市场表现

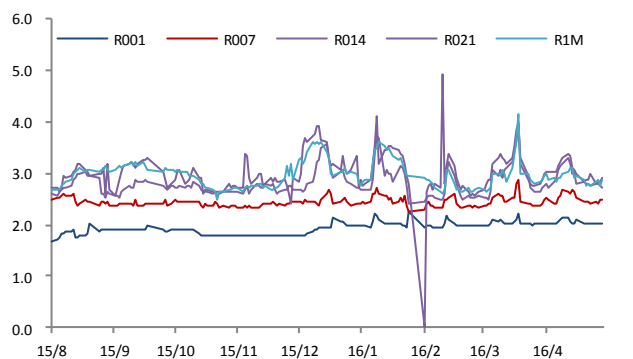
(一) 货币市场

本周央行净回笼1700亿元，连续3周净回笼，但资金供需相对稳定，流动性格局较为宽松。周五Shibor隔夜利率2.0020%，较上期上行0.2BP；Shibor1周期报2.3240%，较上期下行0.2BP；Shibor2周报2.7850%，较上期下行0.9BP；Shibor1月期报2.8340%，较上期下行0.8BP；Shibor3月期报2.9035%，较上期上行0.95BP；银行间质押式回购利率涨跌互现，周四收盘隔夜报2.0261%，较上期上行0.27BP；7天报2.4680%，较上期上行4.25BP，14天报2.7203%，较上期下行4.94BP；21天报2.9041%，较上期下行6.59BP；1月期报2.8524%，较上期上行9.52BP；3月期报2.8532%，较上期下行3.26BP。

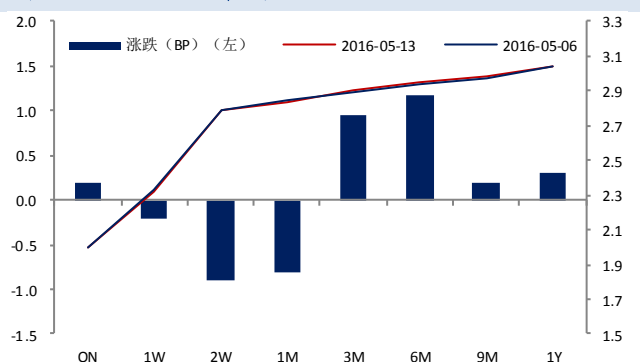
图 13 SHIBOR 利率走势
图 14 银行间质押式回购利率走势



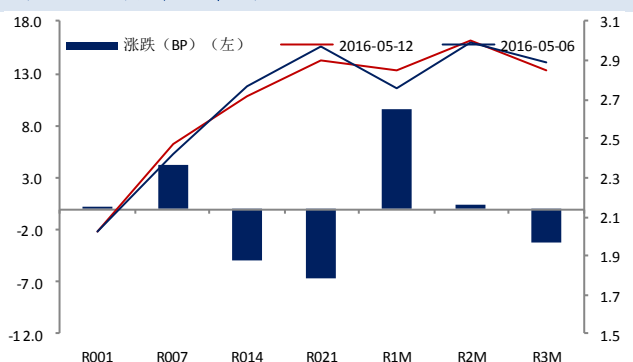
数据来源: Wind、国都期货研究所



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


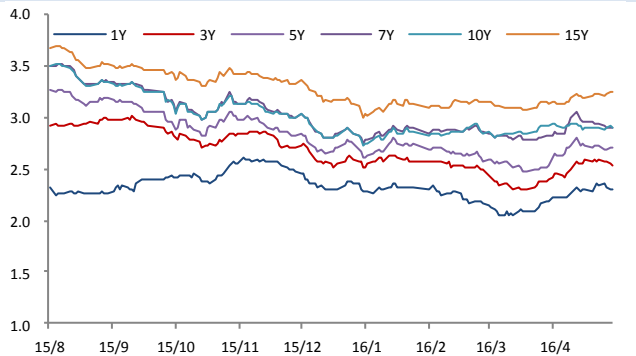
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

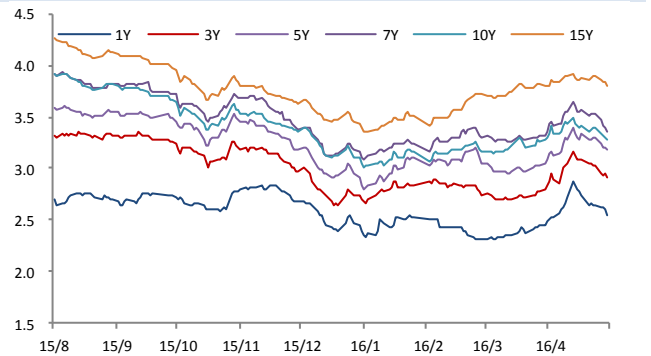
从本周出炉的数据来看, 4月经济数据较3月高点均有小幅回落, 加上官方L型经济的表态, 以及国务院副总理张高丽关于M2回落的讲话, 债市情绪明显提振, 一级市场招标热情高涨, 二级市场上收益率也连续下行。截至周四收盘, 1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.3002%、2.5344%、2.7018%、2.8953%和2.8975%, 分别较上期下行4.01BP、5.33BP、2.25BP、4.42BP和0.41BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.5519%、2.9188%、3.1758%、3.3559%和3.2742%, 分别较上期下行8.6BP、10.45BP、12.47BP、16.68BP和11.35BP。

一级市场方面, 周一农发行3年期、5年期、10年期固息债中标利率分别为2.9679%、3.2416%和3.4901%, 全场倍数分别为5.87倍、4.20倍和8.62倍, 认购热情高涨; 周二国开行1年期、3年期、5年期、7年期固息债中标利率分别为2.5195%、2.8574%、3.1228%和3.3726, 均低于市场预期, 投标倍数分别为2.42、3.41、3.80和5.30; 周三财政部招标发行5年期国债, 中标利率2.6992%, 投标倍数2.89, 结果不及市场预期; 周四进出口行招标发行3年期浮息债及5年期及10年期固息债, 中标利率分别为3.02% (中标利差13BP)、3.1677%和3.4528%, 均低于上一日二级市场

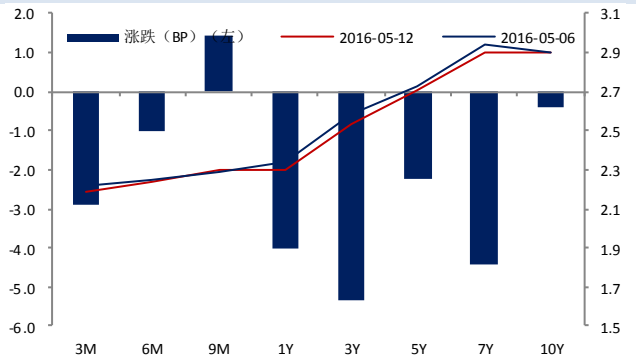
水平，全场倍数分别为3.01、3.48 和5.04；国开行10年期及20年期固息债中标利率分别为3.2414%和3.9157%，均低于上一日二级市场水平，全场倍数分别为3.47 及4.84；周五，财政部91天期及182天期国债加权中标利率分别为2.1890%和2.2142%，投标倍数分别为3.72和3.04。

图 17 国债收益率周变化


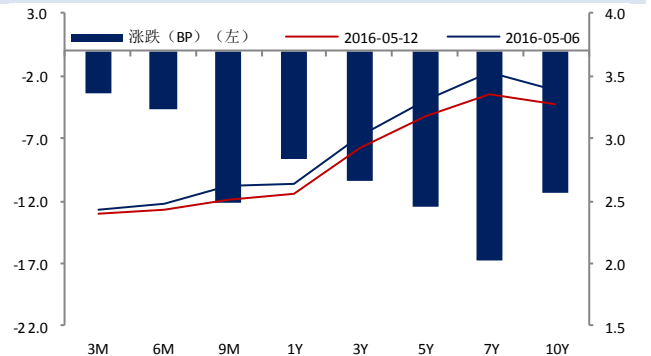
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

在L型经济表态及国务院副总理张高丽关于金融数据可能不及预期讲话的刺激下，债市情绪明显提振，收益率普遍下行。此外，从目前出炉的4月经济数据来看，环比均较3月高点出现不同程度回落，市场对于经济复苏的预期也因此出现了一定程度上的改变。从近日一级市场招标情况也可以看出，利率债配置需求再起，在商品市场行情结束后市场风险偏好有所下行。短期内来看，利率债大概率企稳并仍有反弹空间，但需注意下周资金面可能会受MLF到期及缴税的影响出现波动。

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。