

债市投资情绪趋紧 静待下周数据出炉

主要观点

行情回顾。“双降”后央行并无进一步动作，公开市场本周实现资金平衡，7天逆回购利率也未如预期继续下行，仍维持在2.25%。经济见底预期出现，以及权益市场回暖使得前期火热的债市逐步开始降温，现券端收益率快速反弹，期债本周也一涨四跌吞噬近半个月来的涨幅，5债表现强于10债。成交量仍维持在10月以来的高位，资金开始移仓换月，1512持仓减少而1603持仓量明显上升。本周TF1512开盘99.950元，收盘99.655元，跌0.30%，T1512开盘98.895，收盘98.255，跌0.68%。

PMI 出现分化，谨慎看待积极信号。10月中采制造业PMI49.8，与前值持平。生产指数微降，传统产业继续压缩生产，但新订单指数微升、高技术保持扩张也带来了一些积极的信号。内需有所回稳，但新出口订单较上月下降0.5个百分点，外需仍不容乐观。而财新PMI大幅回升，与中采PMI出现分化，创近半年来新高，可见大型企业和中小企业生存现状、景气程度的差异有扩大迹象。但由于人民币实际有效汇率仍保持强势，短期内外需难以出现根本性的改善，10月出口订单大增更多的可能是受外贸“圣诞季”的影响，长期是否企稳还需时日观察。

“十三五”规划提出未来五年经济有必要保持中高速增长。11月3日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》全文发布，提出在2020年要实现GDP和居民人均收入翻一番。习主席也强调，中国经济具有较大的增长潜力，有必要保持一定的经济增速，更重要的通过改革创新实现更有质量的增长，未来五年里经济增速不应低于6.5%。

二级市场收益率回到十月初水平。债市利好集中释放后，逆回购利率未如期继续下行，“降低杠杆率”的说法也使市场对债市的走向出现分歧。此外，习近平主席提出在未来五年要将经济增速保持在6.5%左右，市场上也因此出现经济短期筑底的预期。现券端前期暴涨的做多热情逐步消散，中长期品种继续出现较大幅度的回调，收益率基本回到十月初的水平。

后市展望。虽然10月财新PMI大幅回升超出预期，“十三五”中未来五年经济增速保持6.5%的说法给市场带来一些信心，但此时说经济底部已确认尚言之过早，仍需关注下周10月高频数据的表现。如果基本面没有向好的趋势，债市中长期走强的逻辑并不会发生根本性的改变。但如果数据回暖，则债市会受到较大冲击，短期内波动行情仍会延续。期债本周四跌一涨，前期低点的支撑效果在反复试探后较为牢固，现券端利率回升扩大了利率下行的空间，但操作上仍建议等待更确定性的机会。5债支撑位99.560，压力位100.660，10债支撑位98.005，压力位99.930，下周高频数据密集，谨慎操作，做好资金管理。

报告日期 2015-11-06

研究所

阳洪

国债期货分析师

执业证书编号：F0295330

投资咨询资格号：Z0011206

邮件：yanghong@guodu.cc

罗玉

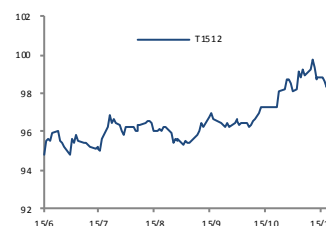
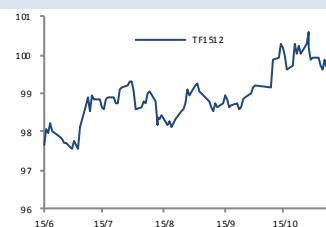
联系人

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 出现分化，谨慎看待积极信号	5
(二) “十三五”期间经济保持中高速增长	6
(二) 逆回购利率未如期下行，SDR 结果即将揭晓	6
三、债券市场表现	7
(一) 货币市场	7
(二) 利率债市场	7
四、后市展望	8

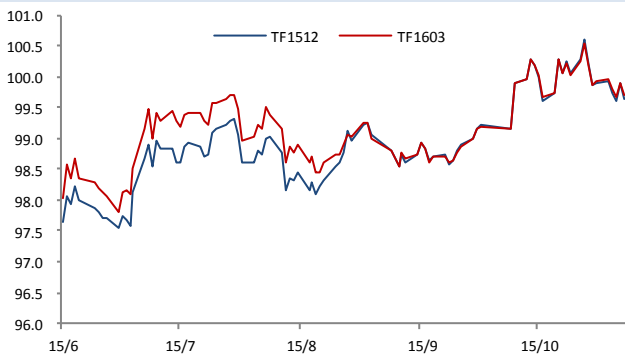
插图

图 1 TF 主力合约走势	4
图 2 T 主力合约走势	4
图 3 TF 主力合约成交量及持仓量	4
图 4 T 主力合约成交量及持仓量	4
图 5 TF 跨期价差图	5
图 6 T 跨期价差图	5
图 7 PMI 及生产、从业指数	6
图 8 PMI 分项指数	6
图 9 央行公开市场操作	7
图 10 人民币兑美元中间价	7
图 11 SHIBOR 利率走势	8
图 12 银行间质押式回购利率走势	8
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	8
图 16 国开债收益率周变化	8

一、行情回顾

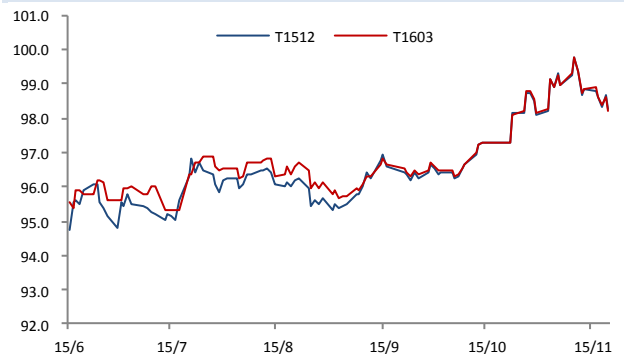
“十三五”规划建议全文发布，提出未来五年经济增速保持在6.5%的目标，市场出现经济短期见底预期，而中采制造业PMI大幅回升也带来了一些积极信号，A股在本周后三天连续大幅收涨。“双降”后央行并无进一步动作，公开市场本周实现资金平衡，7天逆回购利率也未如预期继续下行，仍维持在2.25%。积极信号出现加上权益市场回暖使得前期火热的债市逐步开始降温，现券端收益率快速反弹，期债本周也一涨四跌吞噬近半个月来的涨幅，5债表现强于10债。成交量仍维持在10月以来的高位，资金开始移仓换月，1512持仓减少而1603持仓量明显上升。本周TF1512开盘99.950元，收盘99.655元，跌0.30%，T1512开盘98.895，收盘98.255，跌0.68%。

图 1 TF 主力合约走势



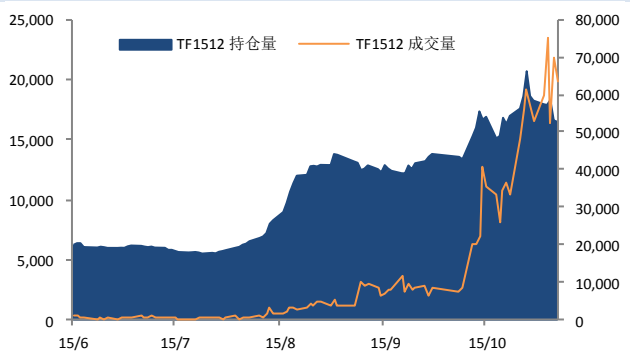
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



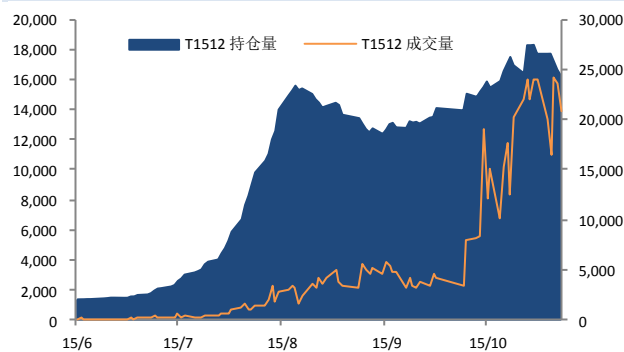
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF 主力合约成交量及持仓量

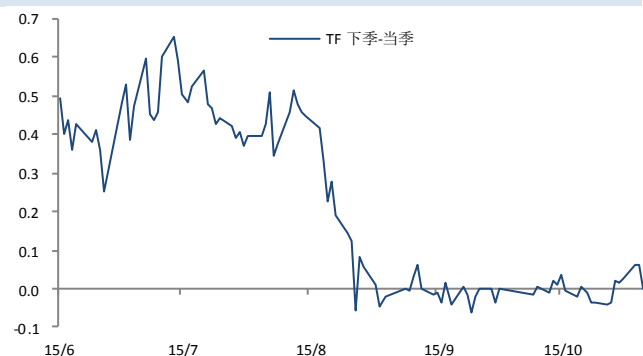


数据来源：Wind、国都期货研究所

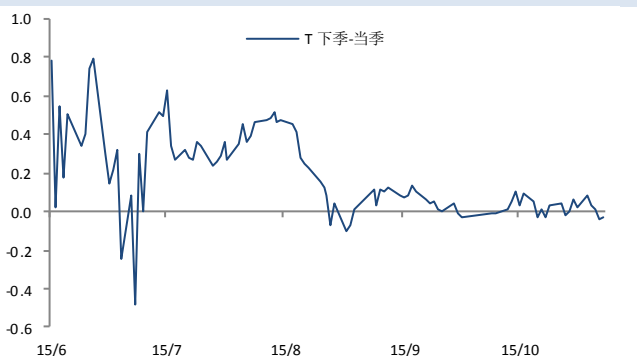
图 4 T 主力合约成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差图


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 T 跨期价差图


数据来源: Wind、国都期货研究所

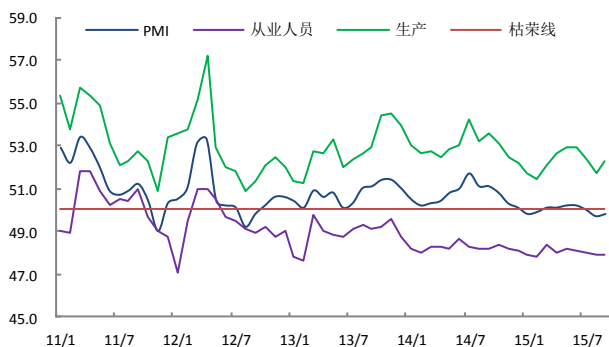
二、债市基本面分析

(一) PMI 出现分化，谨慎看待积极信号

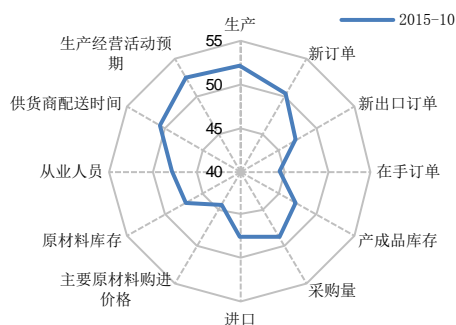
10月中采制造业PMI49.8，与前值持平，仍处于枯荣线之下。10月生产指数微降，传统产业继续压缩生产，但新订单指数微升、高技术保持扩张也带来了一些积极的信号。内外需方面，新订单指数连续两个月回升，收于50.3，连续两月站在枯荣线上方，微刺激开始见效，内需有回暖的迹象；但外需并不乐观，新出口订单指数为47.4，较上月下降0.5个百分点，为近三月来最低值。制造业疲弱导致就业压力持续凸显，从业人员指数连续5个月下滑，收于47.8。受国际大宗商品继续走跌的影响，购进价格指数进一步回落，较9月大幅下行1.4个百分点，通缩压力不减。而具体到微观行业，高耗能行业PMI均延续回落态势，生产持续萎缩；而高技术、消费品制造业则处于扩张区间，保持增长势头，分化进一步加大。

非制造业PMI较前值下降0.3，报53.1。受资本市场表现欠佳的影响，服务业商务活动指数下行0.7个百分点；但新订单指数、建筑业商务活动指数分别上行1个百分点和1.9个百分点。

而财新PMI大幅回升1.1个百分点，录得48.3，与中采数据背离，创近半年来新高。由于财新PMI的调查样本集中在中小企业，10月的样本差异很可能显示了大型企业和中小企业生存现状、景气程度的差异有扩大迹象。财新新出口订单指数大幅增加6.1个百分点，重回枯荣线上，但由于人民币实际有效汇率仍保持强势，短期内外需难以出现根本性的改善，10月出口订单大增更多的可能是受外贸“圣诞季”的影响，长期是否企稳还需时日观察。

图7 PMI及生产、从业指数


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) “十三五”期间经济保持中高速增长

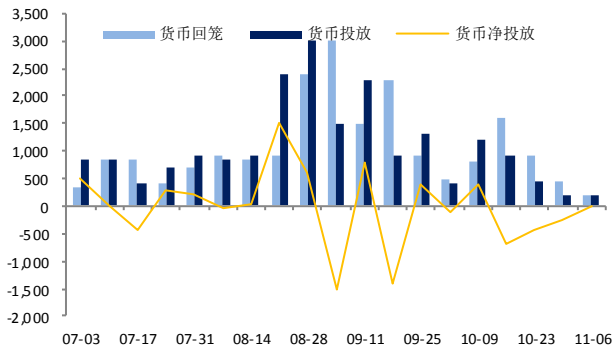
11月3日,《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》全文发布,提出在2020年要实现GDP和居民人均收入翻一番。习主席也强调,中国经济具有较大的增长潜力,有必要保持一定的经济增速,更重要的通过改革创新实现更有质量的增长,未来五年里经济增速不应低于6.5%。

此外,《建议》中提出要加快金融体制改革,提高金融服务实体经济效率,推进汇率和利率市场化,规范发展互联网金融。加强扩大金融业双向开放,推动人民币加入特别提款权,成为可兑换、自由使用的货币。此外,要加强金融宏观审慎管理制度建设,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,有效的运用和发展金融风险管理工具,防止发生系统性区域性金融风险。

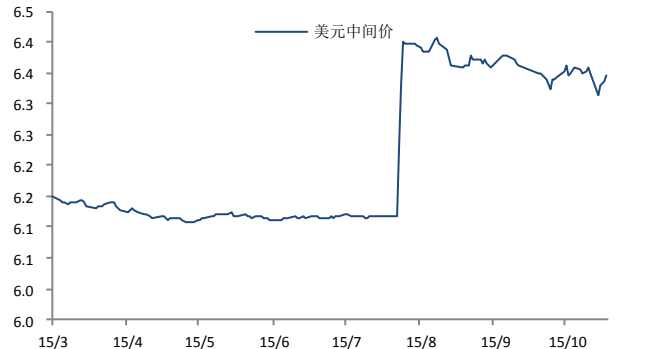
(二) 逆回购利率未如期下行, SDR 结果即将揭晓

“双降”利好落地后,央行暂无进一步宽松的举措。本周二、四央行分别进行100亿元7天期逆回购操作,中标利率稳定在2.25%,并未如市场预期继续下行。本周公开市场无投放无回笼,实现了资金均衡。

11月已至,人民币是否能加入SDR的最终评估结果即将揭晓,在岸人民币与离岸人民币价差在上周五及本周一大幅收窄,应该是央行希望在加入SDR的关键期矫正市场价差,打破人民币趋势性贬值的预期。周一人民币中间价大幅调高341个基点,创下2005年7月以来最大升幅,但周二到周四又连续四天走跌,本周人民币兑美元中间价累计上涨36个基点。由于美国10月ISM非制造业PMI超预期扩张,但首次申领失业金救济人数增幅扩大,十二月美联储会议是否会决定加息仍然悬而未决,人民币短期内仍存在贬值的压力。

图 9 央行公开市场操作


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 10 人民币兑美元中间价


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

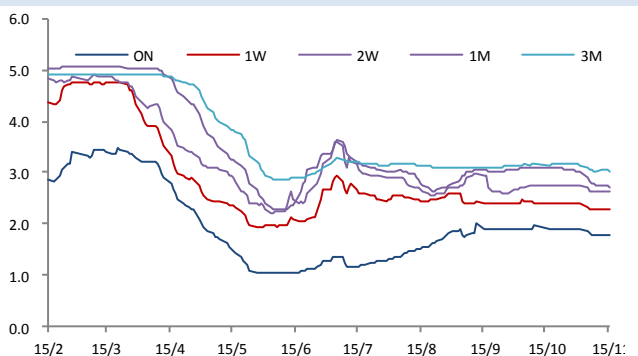
(一) 货币市场

虽然权益市场本周出现了明显反弹,受转债影响资金面一度走紧,但整体相当宽松。周五Shibor隔夜利率1.7870%,较上期下行1.1BP;Shibor1周为2.2850%,较上期下行0.6BP;Shibor2周为2.6280%,较上期下行1.2BP;Shibor1月报2.7190%,较上期下行4.55BP;其余期限也均有不同程度下行。银行间质押式回购利率也维持宽松,除2月期上行6BP外,其余期限均有所下行。以周四的收盘数据来看,隔夜收于1.7924,基本与上期持平;7天、14天、21天、1月期分别下行4.28BP、0.81BP、6.99BP和9.95BP。

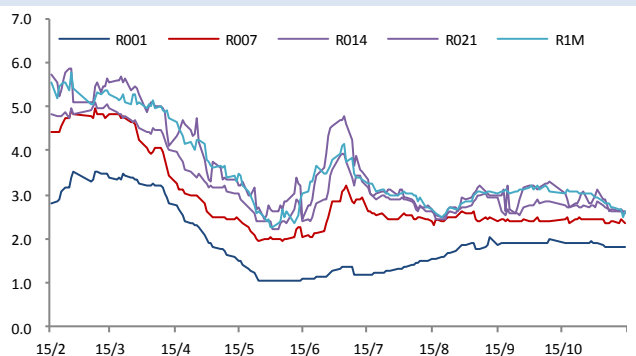
(二) 利率债市场

债市利好集中释放后,逆回购利率未如期继续下行,“降低杠杆率”的说法也使市场对债市的走向出现分歧。此外,习近平主席提出在未来五年要将经济增速保持在6.5%左右,市场上也因此出现经济短期筑底的预期。现券端前期暴涨的做多热情逐步消散,中长期品种继续出现较大幅度的回调,收益率基本回到10月初的水平。各期限国债中,除3月期收益率下行1.98BP外,6月期至30年期国债收益率均有明显上行。1年期报2.4342,较上期上行6.59BP;3年期报2.7618,较上期上行4.6BP;5、7、10年期收益率分别较上期上行7.42BP、8.99BP和6.5BP;各期限国开债收益率同样全部上行,1年期、3年期、5年期、7年期和10年期分别上行2.84BP、3.65BP、10.99BP、11.5BP和6.01BP。

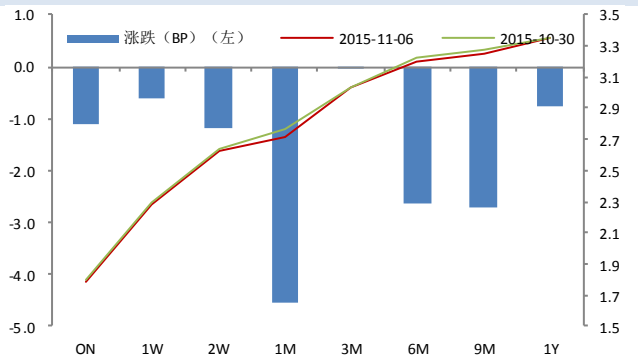
一级市场方面,周二国开行增发5期固息债,1、3、5、7、10年中标利率分别为2.45%、2.99%、3.20%、3.47和3.42%;周四财政部发行10年期固息国债,中标利率3.09%,略低于二级市场利率,全场倍数1.91,招标热情有所减弱;周四进出口行3、5、7年固息增发债中标利率分别为3.09%、3.39%和3.70%,10债边际中标倍数12.67,博取边际收益的情况延续。

图 11 SHIBOR 利率走势


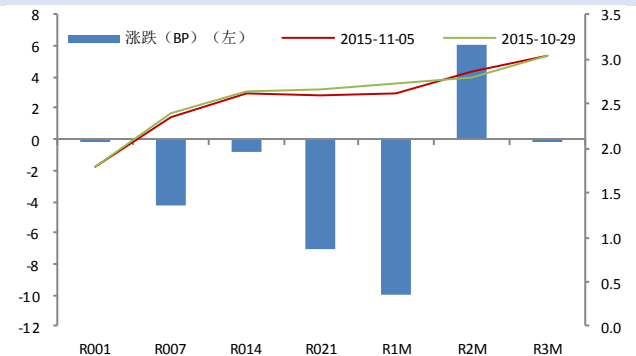
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势


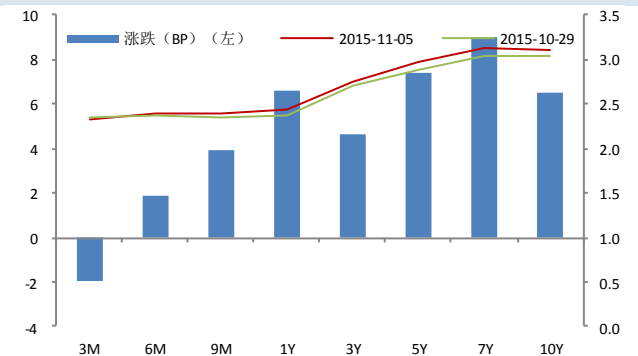
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化


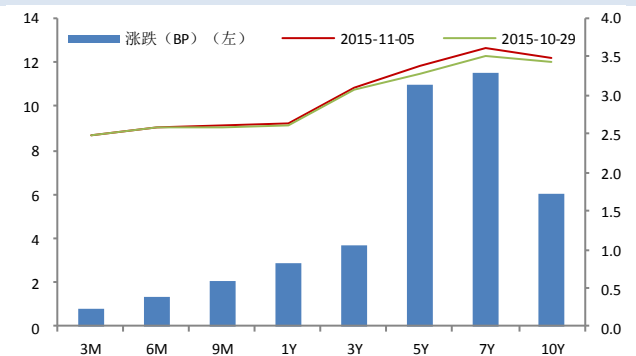
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 银质押利率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

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

四、后市展望

股市连续三天出现较大幅度反弹, 债市现券端承压表现不佳, 前期快速下行的收益率已回到10月初的水平, 而期债端周五午后再现“股债跷跷板”效应, 随着股市上涨快速下行。虽然10月财新PMI大幅回升超出预期, “十三五”中未来五年经济增速保持6.5%的说法给市场带来一些信心, 但

此时说经济底部已确认尚言之过早，仍需关注下周10月高频数据的表现。如果基本面没有向好的趋势，债市中长期走强的逻辑并不会发生根本性的改变。但如果数据回暖，则债市会受到较大冲击，短期内波动行情仍会延续。期债本周四跌一涨，前期低点的支撑效果在反复试探后较为牢固，现券端利率回升扩大了利率下行的空间，但操作上仍建议等待更确定性的机会。5债支撑位99.560,压力位100.660, 10债支撑位98.005, 压力位99.930, 下周高频数据密集，谨慎操作，做好资金管理。

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。

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。