



国债期货

货币市场两次“加息”，债期仍以空头思路为主

摘要

GDP 增速继续放缓，受“去产能”影响固定资产持续下降，制造业、房地产投资近期回暖，房地产价格增速有所下降；进出口明显好转，社会消费趋稳；CPI、PPI 增速较快，通胀压力突出；外汇占款和外汇储备连续下降，社会融资规模创历史新高，M1 供应量增速迅速下降，剪刀差持续收敛。资本持续外流导致流动性收缩，社会融资规模创新高。

货币市场流动性来看，央行提高资金利率释放稳健中性政策信号。1月24日央行对22家金融机构开展MLF操作共2455亿元，其中6个月1385亿元、1年期1070亿元，中标利率分别为2.95%、3.1%，较上期上升10BP。此次上调是MLF操作历史上的首次上调利率。

继春节长假前调升中期借贷便利（MLF）利率后，中国央行节后首日（2月3日）同时上调公开市场逆回购各期限利率，7天期由2.25%上调至2.35%，14天期由2.40%上调至2.50%，1月期由2.55%上调至2.65%。此次上调为2015年1月央行重启逆回购以来首次调高，彰显央行紧货币、降杠杆决心，债市期现货均应声重挫。

观点

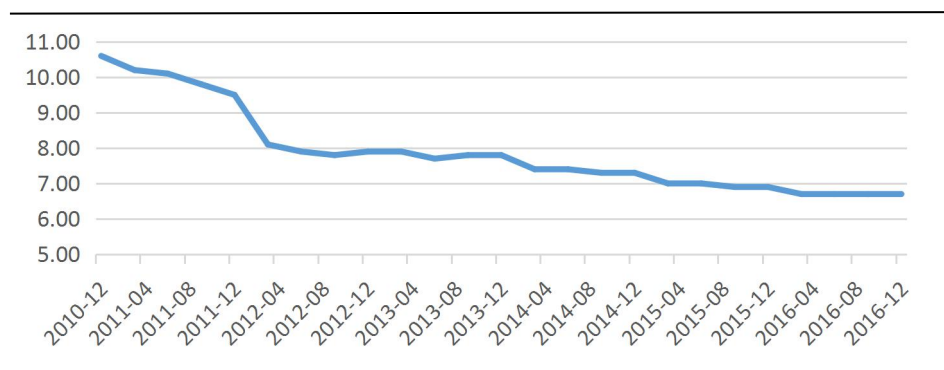
目前我国持续的资本外流以及M1增速明显放缓，货币供应量有所收紧，1月全社会融资规模创历史新高。在这样的背景下，央行在春节前后一反常态，对货币市场进行了两次“加息”，彰显央行紧货币、降杠杆决心，释放稳健中性政策信号。国债方面，国债市场对货币市场加息影响有所消化，但央行加息释放出的信号表明货币政策拐点明确，债市恐将进入技术性熊市。

操作

目前债期在加息重反阶段性高点后回落，近日横盘整理。“两会”提出的金融去杠杆思想短期内将主导利率市场，空头思路为主，依托布林通道中轴滚动操作。套利方面，TF做空6、9合约价差，T做多6、9合约价差；做空6月份TF与T合约价差，做多9月份TF与T合约价差。

一、宏观基本面

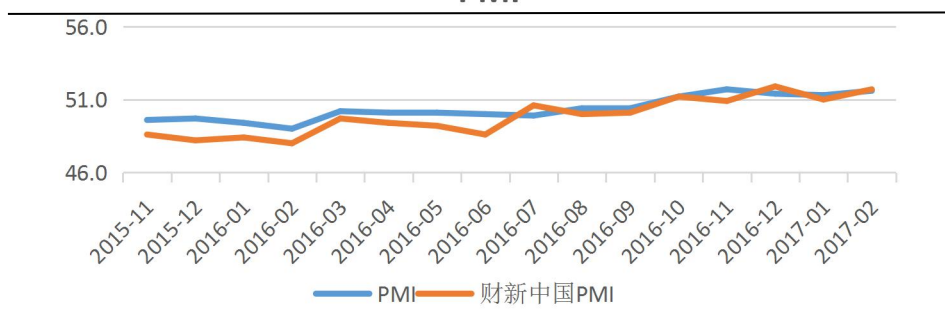
GDP



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

从上个季度公布的 GDP 数据来看，经济增速维持在 6.7%，从 16 年 3 月份开始我国经济增速一直保持在 6.7% 的水平，目前经济正处于调整产业结构后的企稳阶段，触底“L”形横轴，李克强总理在两会上的发言明确要求要保住 6.5 的“底线”。

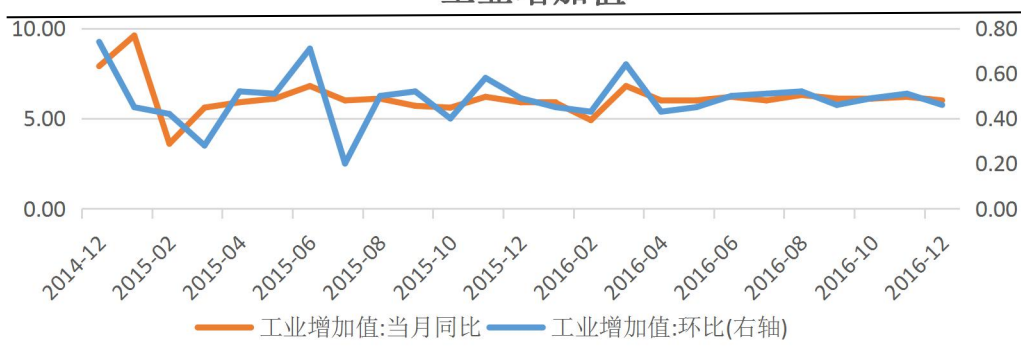
PMI



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

从二月公布的 PMI 数据来看，官方 PMI 51.6、财新 PMI 51.7，均远超预期，其中官方 PMI 连续七个月超过荣枯线，财新 PMI 更是创下 2014 年 8 月以来的次高位，表明目前我国制造业持续得到改善，生产活力逐渐恢复。

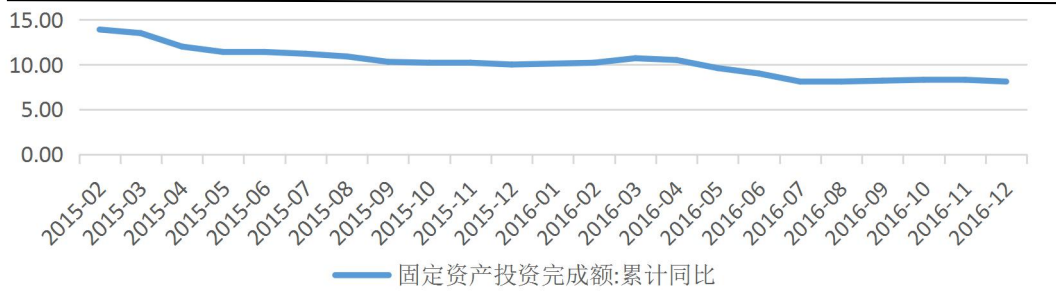
工业增加值



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

截止去年年底，规模以上工业企业名义增加值环比增速 0.46%，下降 0.05%、同比增速 6.00%，下降 0.20%；工业企业生产进度有所放缓，企业利润稳步增加。

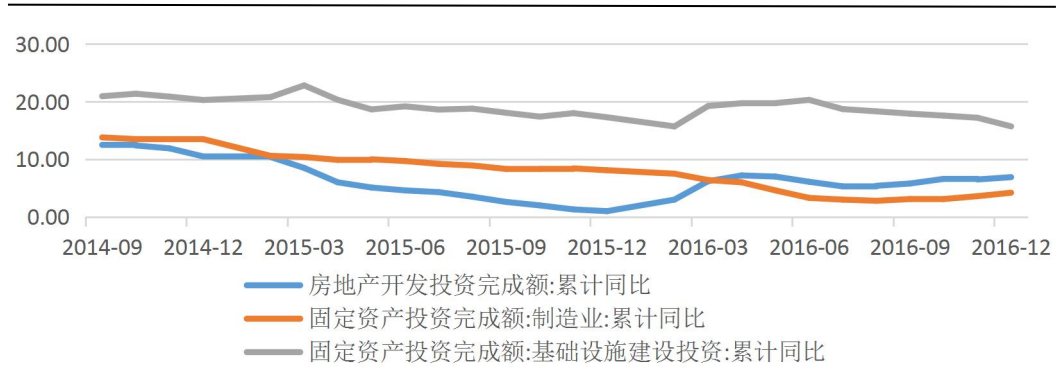
固定资产投资



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

固定资产投资增速再次下降。截止去年年底,我国固定资产投资增速 8.10%, 之前两个月增速均为 8.30%。受“调结构”的影响,自 2013 年底起,我国固定资产投资增速一路下降,过去靠投资拉动经济增长的模式一去不复返。由下图可知,固定资产投资下降主要受基础设施建设投资下降带动。

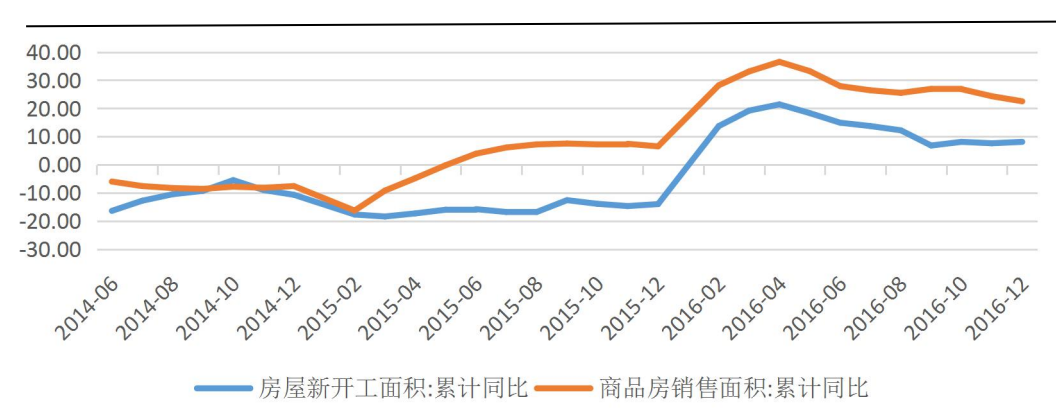
房地产、制造业、基建投资



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

房地产开发、制造业投资回暖。截止去年年底,房地产开发投资完成额累计同比增长 6.90%, 前值 6.5%, 为 2015 年 4 月以来第三高;制造业投资完成额增速 4.20%, 前值 3.6%, 为 2015 年 6 月以来新高,与制造业 PMI 趋好互相印证;基础设施建设投资完成额增速 15.71%, 前值 17.21%, 自 2016 年 9 月以来持续下降。

房地产

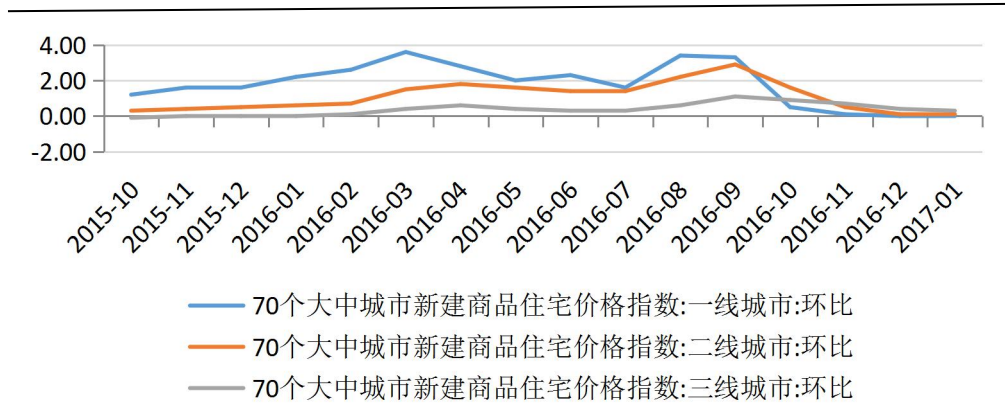


资料来源: Wind、倍特期货研究中心

房地产投资降温,但增速相对较快。截止去年年底,房屋新开工面积累计同比增速 8.10%, 前值 7.60%, 比起前半年平均 15%

以上的增速明显下降；商品房销售面积累计同比增速 22.50%，前值 24.30%，低于前半年平均 26%的增速。

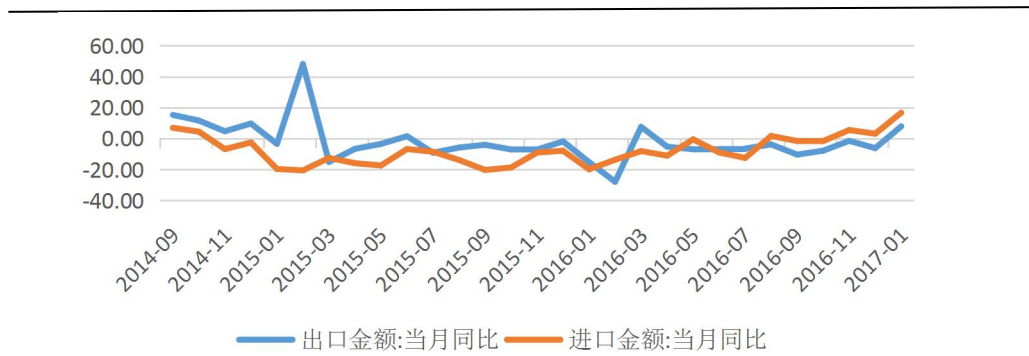
商品房价格



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

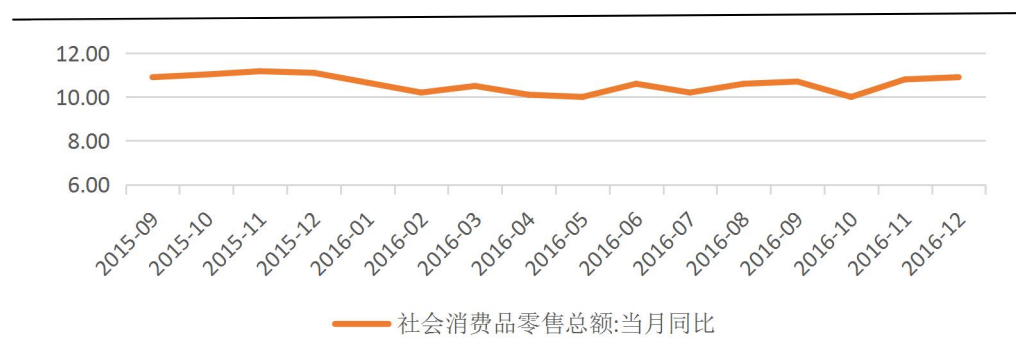
新建商品房价格增速放缓。一线城市连续两个月增速 0%、二线城市连续两月增速保持 0.10%、三线城市增速 0.30%，前值为 0.40%；比起去年二、三季度增速明显放缓。

进出口



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

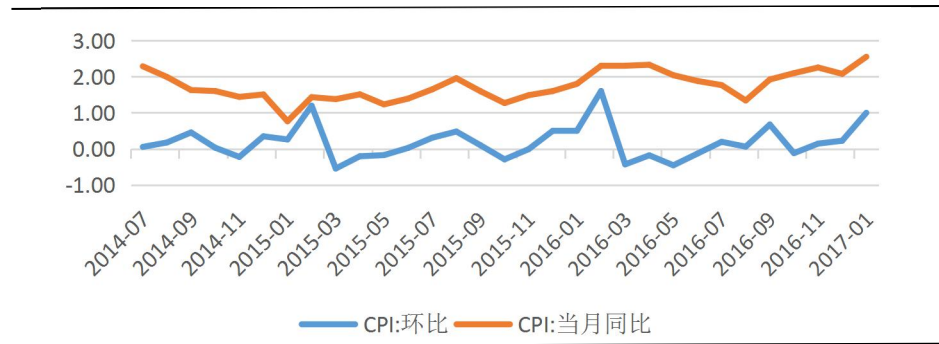
消费



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

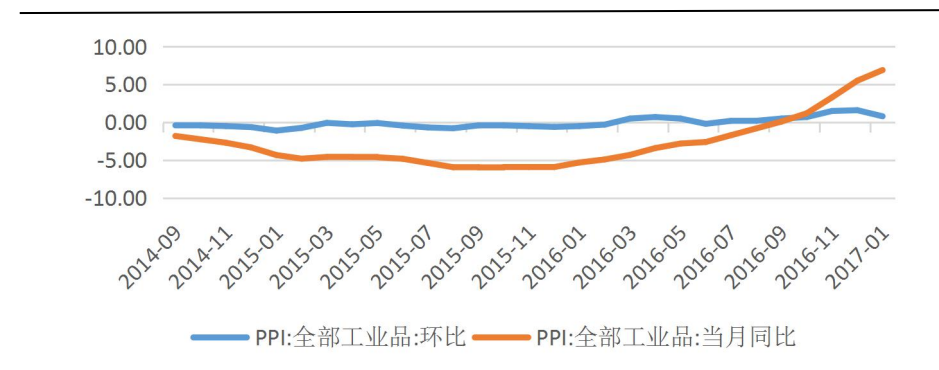
进出口情况逆转，社会消费趋稳。据海关总署公布，1月份我国出口金额同比增长 7.9%，为 2016 年 3 月份以来首次正增长；1 月进口金额同比增长 16.70%，创 2013 年 2 月以来新高；进出口总量增速大幅提高，突破自 2015 年以来连续负增长态势。截止去年年底，社会消费品零售总额同比增速 10.9%，前值 10.8%，消费趋稳。

CPI



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

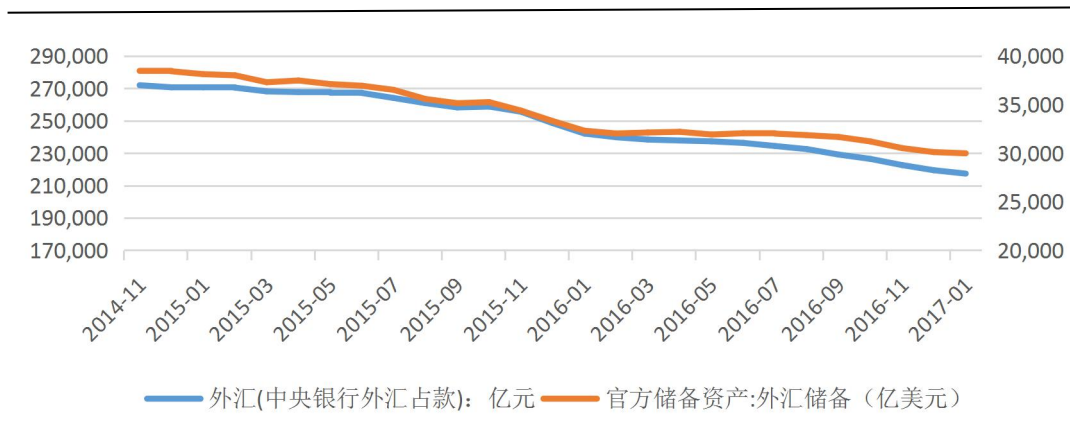
PPI



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

CPI 增速较快, PPI 增速环比下降同比增加。1 月公布的 CPI 环比上涨 1.0%, 同比上涨 2.55%, 前值为 0.22%、2.08%; PPI 环比上涨 0.8%, 同比上涨 6.9%, 前值为 1.6%、5.5%, PPI 同比增速迅猛。

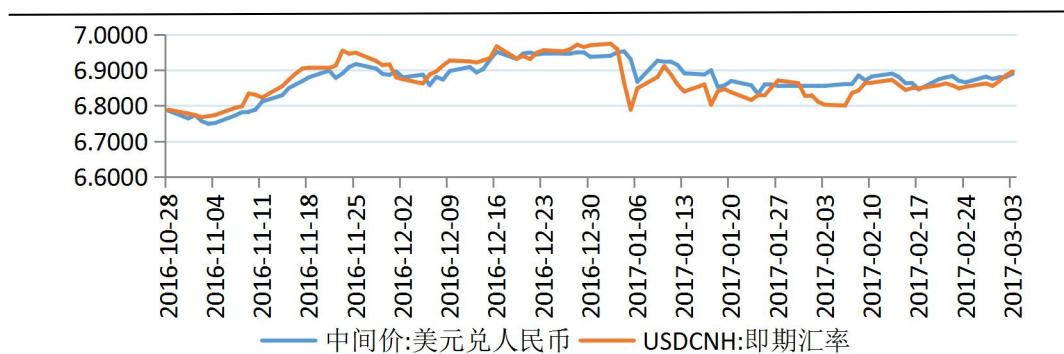
外汇储备



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

外汇占款和外汇储备连续下降。外汇储备自 2016 年 4 月份以来连续下降, 1 月份为 2.99 万亿美元, 跌破 3 万亿美元关口; 外汇占款 21.73 万亿元, 自 2015 年 10 月份连续下跌, 资本外流常态化。

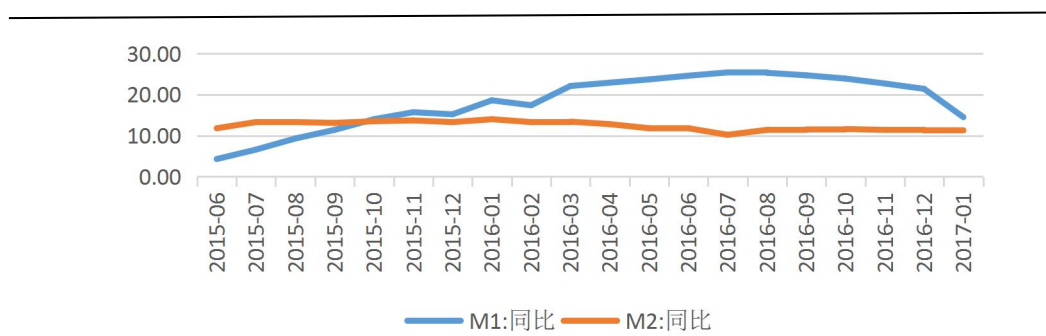
汇率



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

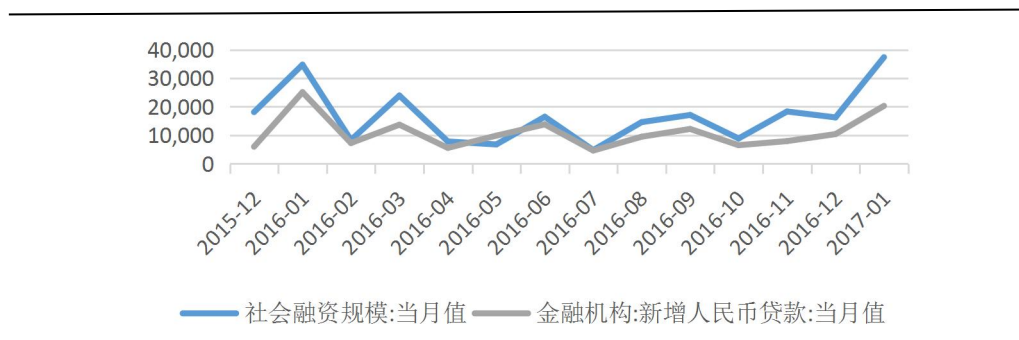
汇率稳定, 在岸和离岸人民币汇率收敛。经历了去年底人民币贬值压力后, 目前人民币兑美元汇率逐步回调, 目前维持在 6.85 附近。

货币供应量



资料来源: Wind、倍特期货研究中心

融资信贷

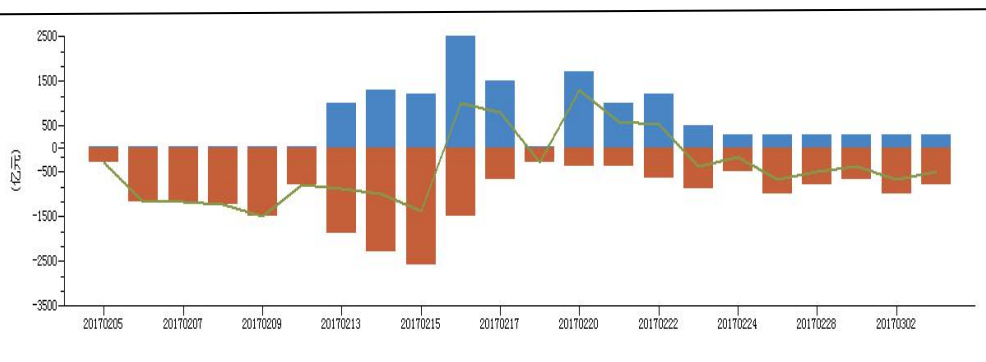


资料来源: Wind、倍特期货研究中心

社会融资规模创历史新高, M1、M2 剪刀差收敛。1 月 M1 增速 14.50%, M2 增速 11.30%, 前值为 21.40%、11.30%, 流动资金增速明显放缓。1 月新增社会融资 3.74 万亿元, 新增人民币贷款 2.03 万亿元, 社融规模创历史单月新高, 信贷扩张加速。

二、货币市场

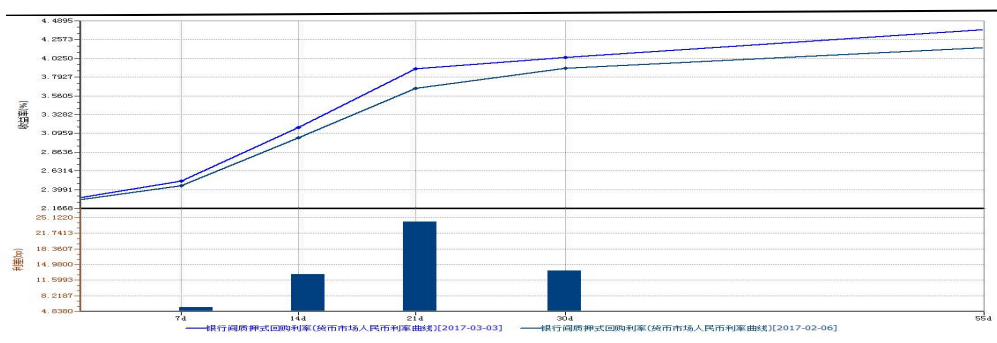
央行公开市场操作



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

流动性方面，央行通过7天、14天、28天逆回购操作投放流动性，中标利率分别为2.35%、2.5%、2.65%，各期投放量相当。受前期MLF到期影响，2月15日开展了365天期MLF操作，投放2435亿元，整体货币政策中性偏紧。

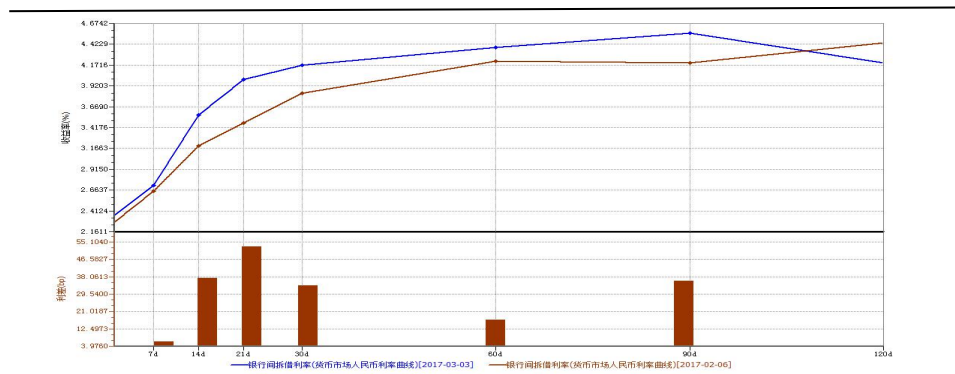
银行间质押回购



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

银质押方面，利率曲线整体上移。DR001: 2.3006%，上涨2.82BP、DR007: 2.5030%，上涨6BP、DR014: 3.1715%，上涨12.92BP、DR021: 3.8975%，上涨24.2BP、DR1M: 4.0388%，上涨13.62BP、DR3M: 4.4116%，上涨11.95BP。14天、21天质押利率涨幅最大，中段曲线变陡。

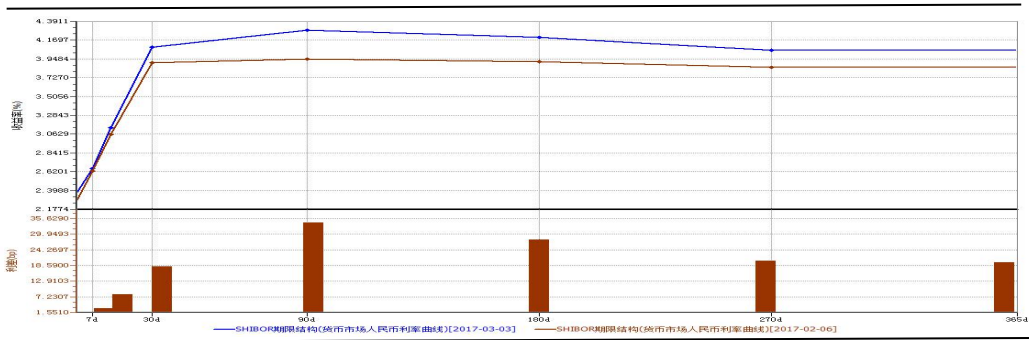
银行间拆借



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

银行间拆借利率，中段走陡，远端下降。IBO001：2.3630%，上涨 9.3BP、IBO007：2.7175%，上涨 6.3BP、IBO014：3.5708%，
 上涨 37.35BP、IBO021：4.0000%，上涨 52.78BP、IBO1M：4.1698%，上涨 33.75BP。

Shibor

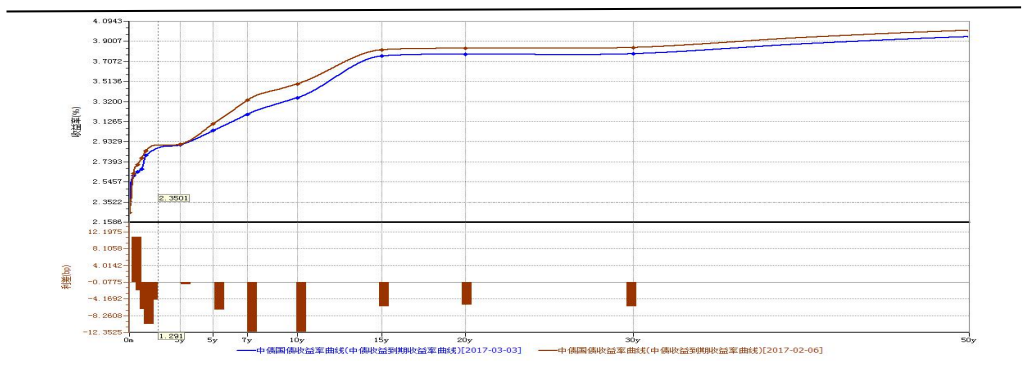


资料来源：Wind、倍特期货研究中心

Shibor 利率整体上移，曲线中段走陡，远端平缓。Shibor ON：2.3690%，上涨 9.1BP、Shibor 1W：2.659%，上涨 3.1BP、Shibor
 2W：3.138%，上涨 8.18BP、Shibor 1M：4.0851%，上涨 18.2BP、Shibor 3M：4.2905%，上涨 34.08BP。

三、债券市场

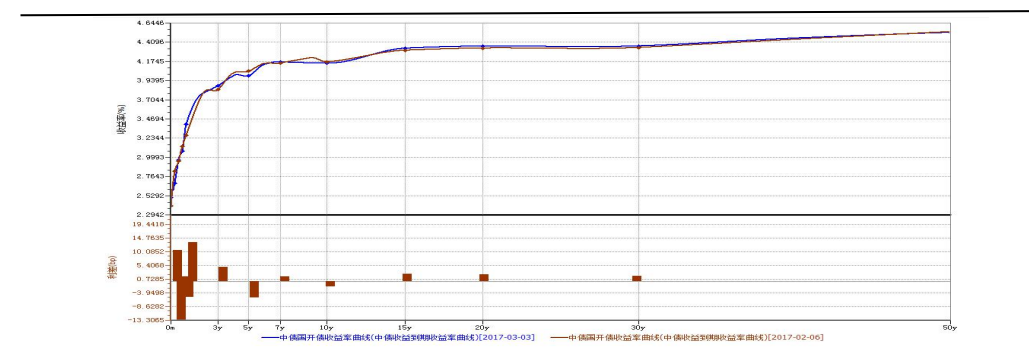
国债到期收益率



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

中债国债到期收益率曲线下移，7 年期和 10 年期下移幅度较大。3 月期到期收益率 2.6042%，下降 2.11BP、1 年期到期收益
 率 2.8003%，下降 4.39BP、3 年期到收 2.9024%，下降 0.6BP、5 年期到收 3.0391%，下降 6.76BP、10 年期到收 3.3573，下降 13.32BP。

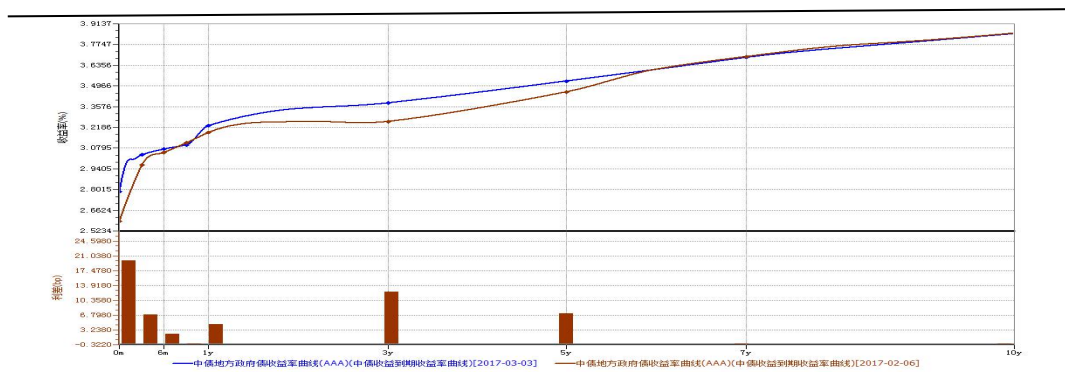
国开债到期收益率



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

中债国开债到期收益率变动幅度不大，短端变动较明显。3 月期到期收益率 2.6844%，下降 14.71BP、1 年期到期收益率 3.4043%，上涨 13.36BP、3 年期到收 3.8774%，上涨 4.9BP、5 年期到收 3.9993%，下降 5.5BP、10 年期到收 4.1509，下降 1.85BP。

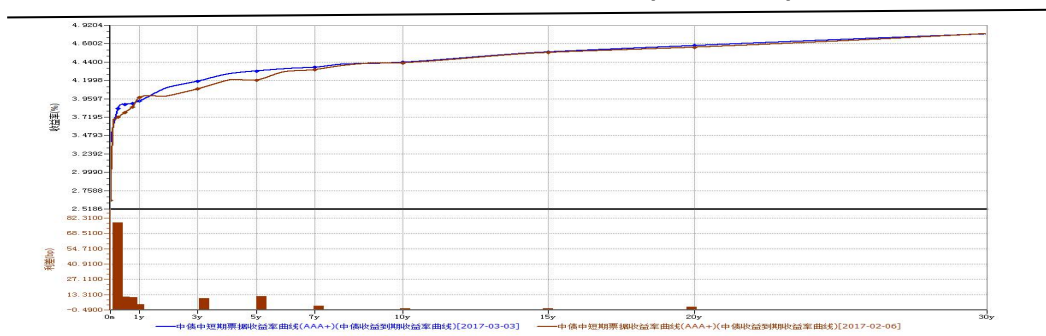
地方政府债到期收益率 (AAA)



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

中债地方政府债 (AAA) 到期收益率上移，短段、中段上移明显。3 个月期到期收益率 3.0342%，上涨 3.66BP、1 年期到期收益率 3.2303%，下降 0.4BP、3 年期到收 3.3824%，上涨 7.7BP、5 年期到收 3.5291%，上涨 6.88BP、10 年期到收 3.8473，下降 0.93BP。

中短期票据到期收益率 (AAA+)

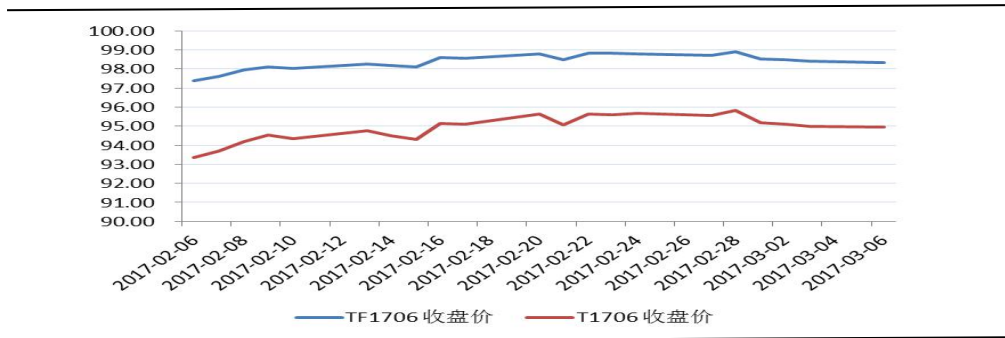


资料来源：Wind、倍特期货研究中心

中债中短期票据 (AAA+) 到期收益率整体上移，短段、中段上移明显。1 个月期到期收益率 3.5806%，上涨 0.83BP、6 月期到期收益率 3.8876%，上涨 10.72BP、1 年期到收 3.9327%，下降 4.6BP、3 年期到收 4.1882%，上涨 10.06BP。

四、国债期货

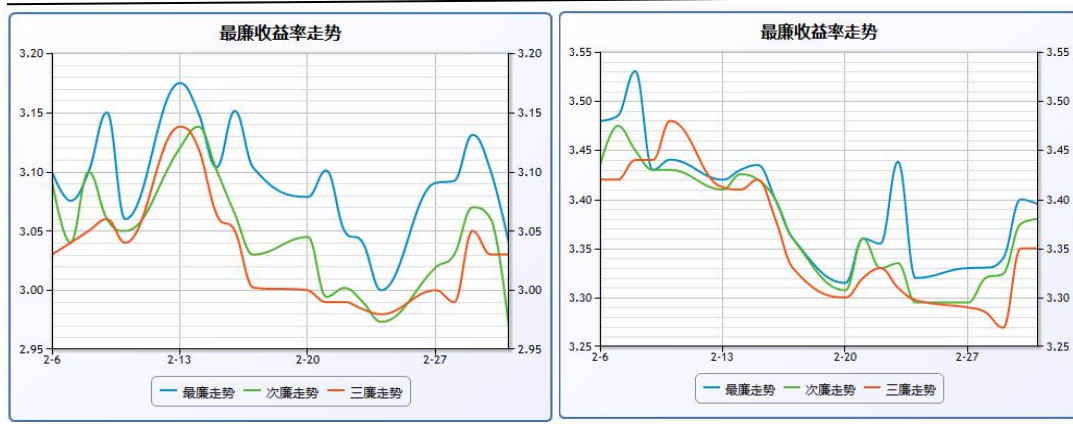
TF、T主力合约走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

2月6日起五债、十债主力换至1706合约，随后一路震荡上行，截止3月3日，五债收于98.425，上涨1.025元，涨幅1.04%、十债收于94.975，上涨1.61元，涨幅1.69%。

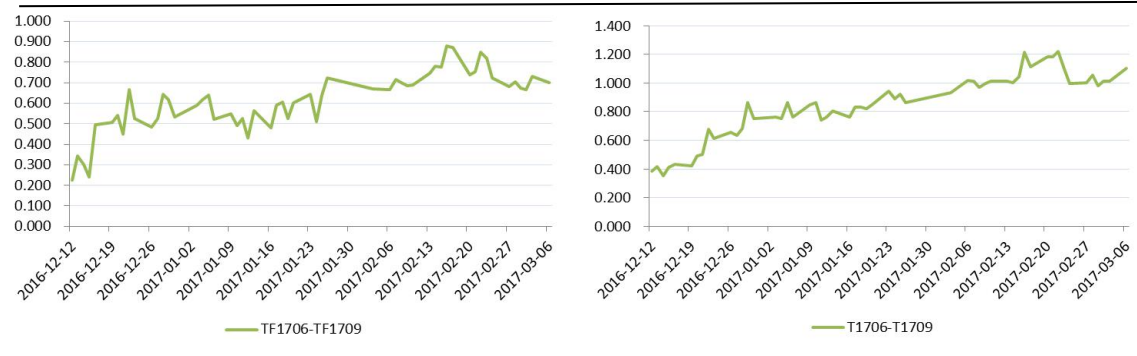
五债、十债CTD券走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

从五债、十债前三廉价券的走势来看，区间内五债、十债到期收益率整体下移，拉动国债期货价格上涨。其中五债CTD券对应期货走势拟合度高于十债CTD券，但区间末端十债CTD券拟合度更高。从5年期、10年期国债整体收益率走势上来看，5年期、10年期国债收益率分别下行2.22%、3.96%，也与国债期货价格变动相吻合。

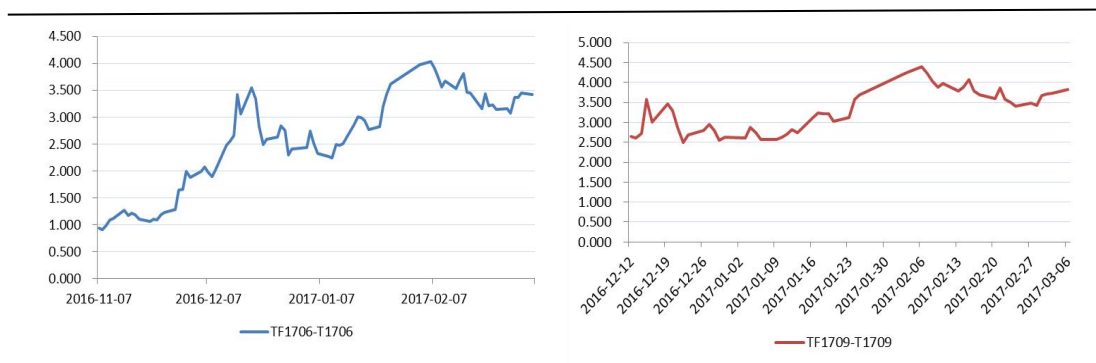
国债期货跨月价差走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

五债 1706 与 1709 合约价差 0.7 元，较 2 月 6 日走阔 0.035 元，目前有逐步收敛迹象。十债 1706 与 1709 合约价差 1.105 元，较 2 月 6 日走阔 0.085 元，目前有进一步扩大迹象。

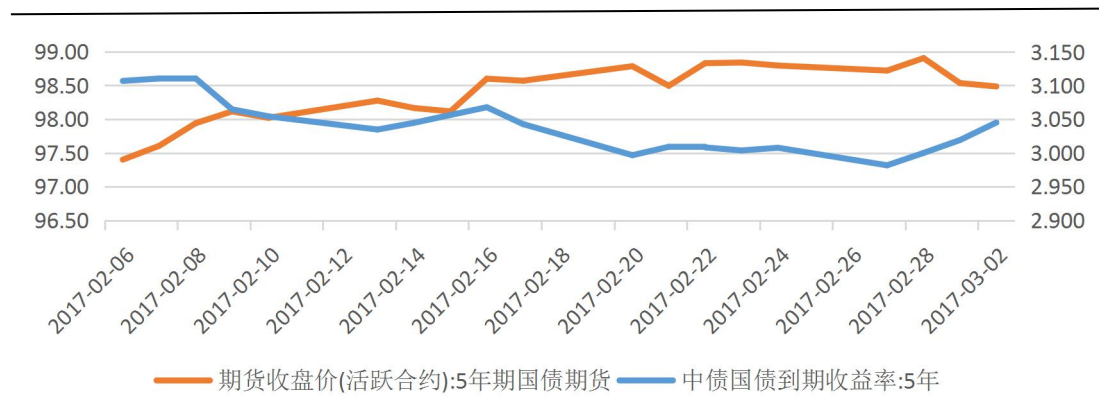
国债期货跨品种价差走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

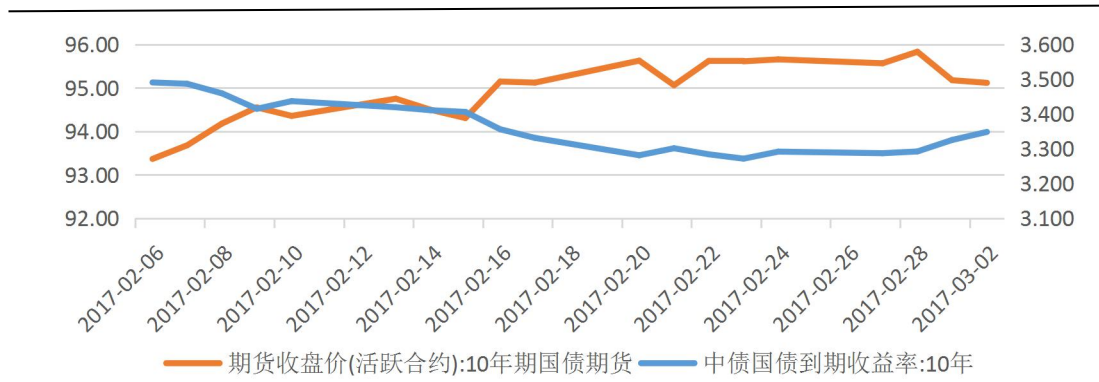
TF1706 与 T1706 合约价差 3.415 元，较 2 月 6 日下降 0.62 元，目前有逐步收敛迹象。TF1709 与 T1709 合约价差 3.820 元，较 2 月 6 日下降 0.57 元，目前有进一步扩大迹象。

TF 主力合约与五年期国债到期收益率走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

T 主力合约与十年期国债到期收益率走势



资料来源：Wind、倍特期货研究中心

五、观点与策略

GDP 增速继续放缓，受“去产能”影响固定资产持续下降，制造业、房地产投资近期回暖，房地产价格增速有所下降；进出口明显好转，社会消费趋稳；CPI、PPI 增速较快，通胀压力突出；外汇占款和外汇储备连续下降，社会融资规模创历史新高，M1 供应量增速迅速下降，剪刀差持续收敛。资本持续外流导致流动性收缩，社会融资规模创新高。

2017 政府工作报告将 GDP 增速目标下调至 6.5%，为进一步释放改革风险流出空间。随着工业化步入尾声，以工业投资驱动经济增长的模式已难以持续。16 年稳增长重走地产驱动经济老路，加剧了金融风险 and 资产泡沫，17 年质量优先将取代数量优先。政府工作报告中下调经济增速目标，推进改革主线，也彰显了政府不再走地产驱动的老路，依靠改革、减税来提高经济效率的决心！

货币市场流动性来看，央行提高资金利率释放稳健中性政策信号。1 月 24 日央行对 22 家金融机构开展 MLF 操作共 2455 亿元，其中 6 个月 1385 亿元、1 年期 1070 亿元，中标利率分别为 2.95%、3.1%，较上期上升 10BP。此次上调是 MLF 操作历史上的首次上调利率。

继春节长假前调升中期借贷便利（MLF）利率后，中国央行节后首日（2 月 3 日）同时上调公开市场逆回购各期限利率，7 天期由 2.25%上调至 2.35%，14 天期由 2.40%上调至 2.50%，1 月期由 2.55 上调至 2.65。此次上调为 2015 年 1 月央行重启逆回购以来首次调高，彰显央行紧货币、降杠杆决心，债市期现货均应声重挫。

目前从央行两次“加息”后的走势来看，货币市场继续受到加息影响，春节后各期限利率整体上移，其中 14 天，21 天，1 月的中短期利率上涨幅度较大，主要原因是央行上调了相应期限的逆回购利率。债券方面，春节后国债收益率曲线整体下移，信用债收益率曲线普遍上升。国债市场对货币市场加息影响有所消化，资金成本上升促使信用债主体还款压力增大，市场继而转向安全性更高的国债市场。

观点及策略

目前我国持续的资本外流以及 M1 增速明显放缓，货币供应量有所收紧，1 月全社会融资规模创历史新高。在这样的背景下，央行在春节前后一反常态，对货币市场进行了两次“加息”，彰显央行紧货币、降杠杆决心，释放稳健中性政策信号。国债方面，国债市场对货币市场加息影响有所消化，但央行加息释放出的信号表明货币政策拐点明确，债市恐将进入技术性熊市。从政策的目标来讲，所谓稳健中性的政策，比 2016 年甚至以前的稳健灵活的政

策要偏紧一些，通过政策的引导，让金融机构能够尽可能地控制好风险资产的扩张，降低杠杆。

操作上，目前债期在加息重反阶段性高点后回落，近日横盘整理。“两会”提出的金融去杠杆思想短期内将主导利率市场，空头思路为主，依托布林通道中轴滚动操作。套利方面，TF 做空 6、9 合约价差，T 做多 6、9 合约价差；做空 6 月份 TF 与 T 合约价差，做多 9 月份 TF 与 T 合约价差。

作者简介：赵亮（倍特期货研究发展中心国债期货研究员）

从业资格证号： T232137 投资咨询证号： TZ010485

联系电话： 028-85194830

地址：成都市高新区锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 4 楼 406 室

免责声明：

本研究报告所提供的信息根据国际和行业通行准则，以合法渠道获得，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。报告仅供参考，不能作为投资研究决策依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。