

多因素叠加影响 期债弱勢震荡将持续

2013年11月8日

近期纷扰因素频出，动荡的资本流向变化，无疑给国内货币政策操作带来挑战，也增加了利率市场化改革的难度，受诸多因素叠加影响，国债期货走势近日连创新低，反映出内外部经济政策调整明显影响期现市场走向，对国债期货近期走势分析如下。

一、宏观基本面分析：

1、三中全会前后宏观政策主基调未变

美债务僵局暂缓解，同时因通胀、就业和失业率等数据未达目标，美联储退出QE时点也相应推后，新公布的美三季度GDP初值成色不足；7日欧央行宣布降息25个基点至0.25%，同时下调边际贷款工具利率25个基点，至0.75%，维持存款工具利率在0的水平不变，很明显是低通胀率（年率10月0.7%）和高失业率（9月12.2%）促使欧央选择降息。尽管欧美经济在逐步复苏，但总体复苏势头仍显脆弱，尤其就业市场表现不乐观，在货币政策方面的调整均超出市场普遍预期，对外部流动性影响较大，不排除资金流入国内的情况会弱于预期的可能性，因为从上月公布的外汇占款、人民币汇率和FDI数据来看，资金流入增加较多对市场流动性有利，若周末召开的三中全会符合改革预期，资金流入情况可能仍将持续，若三中全会后国内经济转弱，资金流向欧美的可能性将增加。

国内方面，自年中以来稳增长政策效果持续显现，近期重要宏观经济数据将公布，预计经济企稳的基础将有望巩固。稳增长前提下投资再度成为经济企稳重要因素，同时欧美经济缓和情况下产生的市场需求也有助于经济逐步企稳；日前国务院总理李克强在中国工会第十六次全国代表大会上的经济形势报告讲话表示，在坚持不扩大赤字，既不放松也不收紧银根的基础上，创新宏观调控思路和方式，更具形式变化，采取有效的，有针对性的措施。并且在报告时再次提到经济增长的上限和下限问题，上限和下限之间是合理区间，通过确定经济增长点合理区间来引导社会预期。本周初总理讲话再次表明政府对控制货币增发的严厉态度，此外国家发改委、工信部等表态，政策集中点表现在降杠杆、去过剩产能方面。

央行在第三季度货币政策执行报告中称，第三季度央行坚持稳重求进的工作总基调，继续实施稳健的货币政策，不放松也不收紧银根，着力增强政策的针对性、协调性，适时适度进行预调微调。在展望下一阶段货币政策思路时表示，政策重点放在调结构、促改革、推动转型升级上，货币政策坚持总量稳定、结构优化的要求。央行也称，将继续根据国际收支和流动性供需形势，合理运用公开市场操作、存款准备金率、再贷款、再贴现、常备借贷便利、短期流动性调节等工具组合，管理和调节好银行体系流动性，加强与市场和公众沟通，稳定预期，促进市场利率平稳运行。预计在市场消化宏观数据和月中相对宽松时候，央行将继续对市场流动性进行预期管理，引导市场形成进一步偏紧的预期。

2、基本面将巩固经济企稳基础

上月公布的众多经济数据表现较好，本月初新公布的PMI数据也继续上升，并创出近期新高，其中分项数据，生产指数上行明显成为制造业PMI上行主要推动因素，主要是受内外需求回升推动制造业企业生产活动趋于活跃，但其它诸如新订单指数、新出口订单指数出现小幅调整，表明经济企稳趋势未变，9日将陆续公布10月重要宏观数据，预计总体继续向好。

3、流动性将维持紧平衡

外汇占款较多增加利于市场流动性，同时也加大了央行进行微调的可能性。不利因素主要表现在：10月中下旬央行暂停逆回购操作，市场资金面表现偏紧，月底央行重启逆回购，但量缩价升情况对缓解市场流动性紧

张压力的作用有限，11月初资金面短暂转松后，央行报告显示态度，7日逆回购操作再度暂停，央行用行动表明政策立场，使得市场流动性有所转紧，同时机构对后市态度偏谨慎。另外，有媒体报道银监会有关规范同业业务的管理办法接近成熟，拟在十八大三中全会召开后正式下发，其中要求各银行从风险控制上对同业业务加大计提拨备，同时拟叫停买入返售的《三方合作协议》。另外，市场预期还有可能设定同业交易对手方的最高比例，乃至设定全银行各部门投资非标资产的规模上限。流动性转紧影响因素叠加影响市场转弱。

有利因素主要表现在：财政存款是四季度银行间市场的主要资金来源。估计四季度将出现1.6万亿财政赤字，财政存款投放将达9000亿，较2012年增长1000亿。但未来两个月将有2800亿国库现金管理到期，明年1月末现金漏出规模大约为1.6万亿，资金供求关系仍不乐观。

总体上看，因欧美政策有所调整，近几月外汇占款增加情况将持续，国内货币政策维持稳健，但针对性微调可能性加大，平衡偏紧的态势将持续，短期市场流动性预期将偏谨慎。

4、债市供给压力趋缓

利率债在经过二、三季度调整后，尽管短期流动性出现一定程度转松，但是10月主要反映在新债供给压力较大，现券收益率继续上行。财政部周三（11月6日）招标发行的280亿元五年期固息国债中标利率为4.13%，边际中标利率为4.19%，全场倍数为1.61倍，边际12.55倍。实际发行均高于市场预期，加上机构配置兴趣仍不大。虽然近来资金市场有所回暖，但是政策、央行等方面因素对市场预期影响明显，目前现券整体弱势并未改观，配置型投资者仍需等待布局良机，交易型投资者可寻机参与。

二、国债期货走势展望：

本周国债期货持续下跌，周四更是大幅下挫，主力合约TF1312不但破93整数关口，收盘创上市以来新低。我们预计随着基本面企稳趋势持续将对债市有所压制；通胀温和上涨概率较大也不利于债市；流动性紧平衡预期对债市不利；受美联储QE退出暂缓及欧央行降息影响，近几月外汇占款增加将有利于流动性改善，不过这也增加央行微调可能性；进入11月新债供给有所减少对现券压制作用趋缓；财政资金投放也将有助流动性增加；诸多因素叠加使国债期货走势受影响较大。目前来看，11月国债期货震荡偏弱走势将持续，中长期国债收益率维持高位震荡上行可能性较大，而机构配置需求短期难较大恢复也不足以支撑债市，在此基础上，我们建议中线投资者观望等待逢低做多时机。

联系方式:

东吴期货 研究所	
传真: 021-6312 8383	E-mail: yanfa@dwqh88.com
周波	研究所副所长, 钢材资深分析师
倪耀祥	研究所总监
电话: 021-6312 3063	E-mail: niyx@dwqh88.com
宋露	工业品高级分析师
电话: 021-33666347	E-mail: songl@dwqh88.com
王平	农产品高级分析师
电话: 021-6312 3065	E-mail: wangp@dwqh88.com
王凌	金融量化高级分析师
电话: 0512-62938535	E-mail: wangling@dwqh88.com
王震	钢材中级分析师
电话: 021-6312 8039	E-mail: wangzh@dwqh88.com
丁磊	股指期货分析师
电话: 0512-62938107	E-mail: dingl@dwqh88.com
权姝文	天然橡胶分析师
电话: 021-6312 3061	E-mail: quanshw@dwqh88.com
王广前	化工品分析师
电话: 0512-62938535	E-mail: wanggq@dwqh88.com
田瑞	宏观国债分析师
电话: 021-6312 3175	E-mail: tianr@dwqh88.com
裴洁	农产品分析师
电话: 021-63123177	E-mail: peij@dwqh88.com
崔彧来	贵金属分析师
电话: 0512-62938535	E-mail: cuiyl@dwqh88.com
万涛	宏观助理分析师
电话: 021-6312 3063	E-mail: want@dwqh88.com
徐青	助理分析师
电话: 0512-62938107	E-mail: xuqing@dwqh88.com

免责声明:

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权, 不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改等其它用途。

期市有风险, 投资需谨慎!