

双降预期落地 期债短期盘整

主要观点

行情回顾。本周期债成交量依旧维持高位，周二主力合约量价均创下新高，但周三开始由于套利盘的影响，期债连跌2日回吐了前期部分涨幅，周五午后急跌急涨走出V字收平。现券端十年期国债收益率在双降后快速回落，但随着市场调整已重新回到3%以上。十月以来期债市场活跃度大幅提升，更多机构客户的参与使得期现价差快速收窄，加上此前长端利率快速下行引发现券端盘整需求，期债短期内将维持震荡格局。本周TF1512 开盘 100.160 元，收盘 99.915 元；T1512 开盘 99.050，收盘 98.830。

人民币离、在岸价差走阔，短期仍面临贬值压力。1-9月，银行累计结售汇逆差18827亿元人民币（3015亿美元）。结售汇逆差继续扩大，与外汇占款加速流出趋势相符，但9月银行代客售汇支付率下降，是由于9月汇率相对走稳的影响。前9个月，外汇存款保持稳定，境内个人及企业的持汇意愿仍然较高，这也一定程度上解释了央行口径和金融机构口径外汇占款巨大差额的由来。10月以来，汇率波动幅度有所上升，人民币离岸、在岸价差明显走阔，加上美联储10月会议提出12月会继续决定是否加息，短期来看贬值压力仍在。

大宗商品价格低迷，工业企业被动去库存过程仍在持续。1-9月，全国规模以上工业企业实现利润总额43032.4亿元，同比下降1.7%，降幅比1-8月收窄0.2%；9月份，规模以上工业企业实现利润总额5357.8亿元，同比下降0.1%，降幅比前值大幅收窄8.7%。降幅收窄主要是因为9月汇率逐步走稳令企业财务费用增长放缓，外加大宗商品跌势未改使得原材料购进价格继续下降。企业库存仍高，被动去库存过程仍在持续。由于PPI连跌势头难改，国际大宗商品价格依旧低迷，难以对工业企业主营业务收入起到支撑，四季度工业企业效益难言乐观。

后期走势。经济增速下行无疑支持无风险利率继续下行，双降的宽松预期落地也证实了这一点，此外央行下调逆回购利率以引导短端利率下行，营造宽松货币环境以降低实体经济融资成本的目标非常明确。短端利率的表现可能会有所起色，而短端利率有效下行则可以为长端利率的进一步下行打开空间。期债市场投机情绪仍未见平复，机构户大量参与导致市场波动幅度走阔，而现券端收益快速下行也出现盘整必要，所以仍维持中长期看多、短期震荡的观点，前期多单可继续持有，逢低可谨慎试多。期债快速拉升时可抓住期现套利机会，但尽量选择买入流动性好的现券。

报告日期 2015-10-30

研究所

罗玉

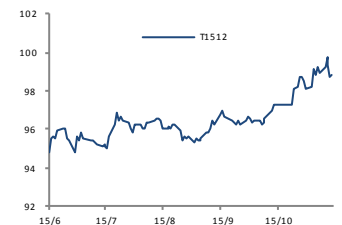
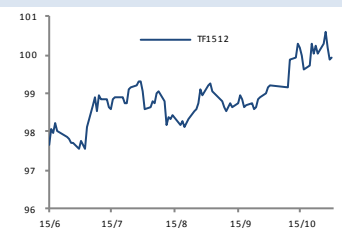
国债期货分析师

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) 宏观经济	5
(二) 央行政策	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

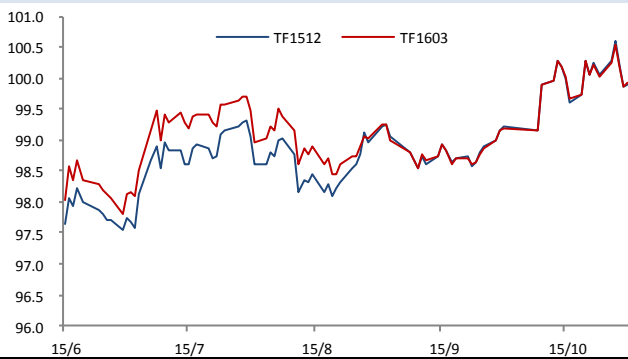
插图

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	4
图 6 T 跨期价差图	4
图 7 工业企业利润	6
图 8 规模以上工业企业应收账款及产成品库存	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

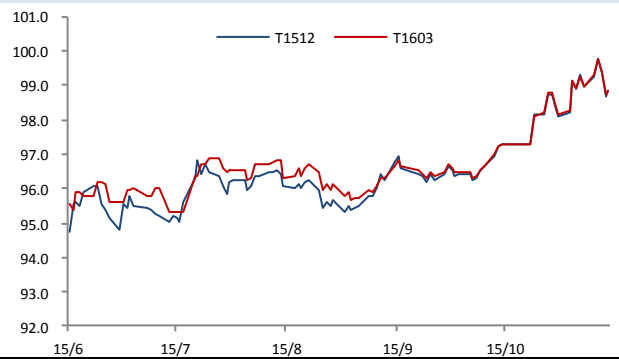
上周五晚，央行宣布双降，并同时下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。由于宽松预期落地，资金面保持宽松，货币市场利率全面下行。本周期债成交量依旧维持高位，周二主力合约量价均创下新高，但周三开始由于套利盘的影响，期债连跌2日回吐了前期部分涨幅，周五午后急跌急涨走出V字收平。现券端十年期国债收益率在双降后快速回落，但随着市场调整已重新回到3%以上。十月以来期债市场活跃度大幅提升，更多机构客户的参与使得期现价差快速收窄，加上此前长端利率快速下行引发现券端盘整需求，期债短期内将维持震荡格局。本周TF1512开盘100.160元，收盘99.915元；T1512开盘99.050，收盘98.830。

图 1 TF 主力合约走势



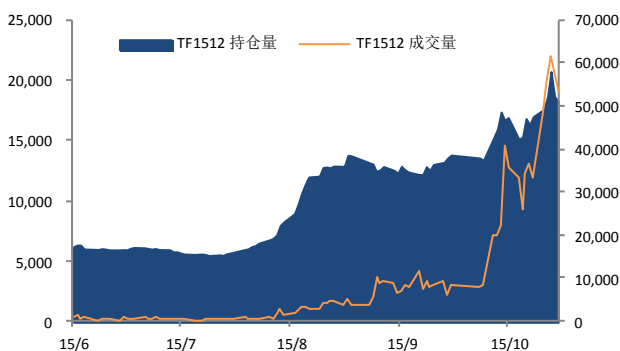
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



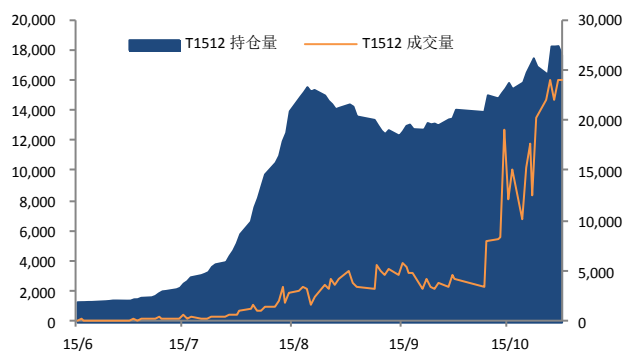
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

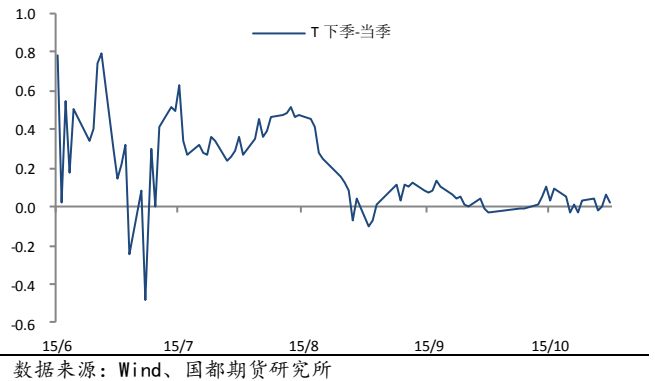
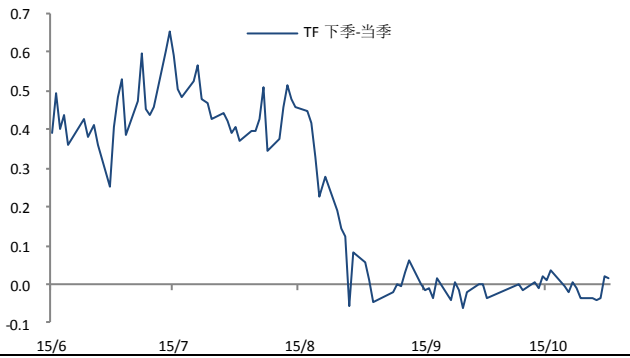
图 4 T 主力合约成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差图

图 6 T 跨期价差图



二、债市基本面分析

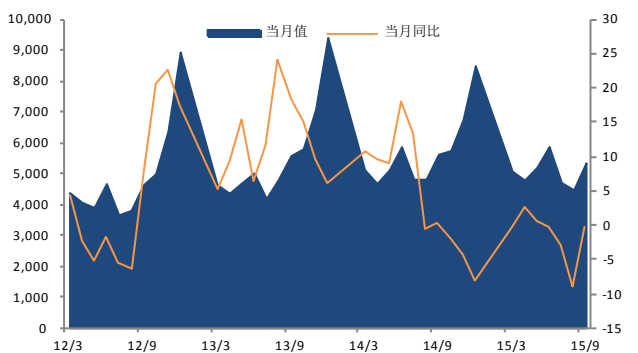
(一) 宏观经济

10月22日，外汇管理局公布9月银行结汇7829亿元人民币（1229.2亿美元），售汇14781亿元人民币（2321亿美元），结售汇逆差6953亿元人民币（1092亿美元）。1-9月，银行累计结售汇逆差18827亿元人民币（3015亿美元）。结售汇逆差继续扩大，与外汇占款加速流出趋势相符，但9月银行代客售汇支付率下降，是由于9月汇率相对走稳的影响。前9个月，外汇存款保持稳定，境内个人及企业的持汇意愿仍然较高，这也一定程度上解释了央行口径和金融机构口径外汇占款巨大差额的由来。10月以来，汇率波动幅度有所上升，人民币离岸、在岸价差明显走阔，加上美联储10月会议提出12月会继续决定是否加息，短期来看贬值压力仍在。

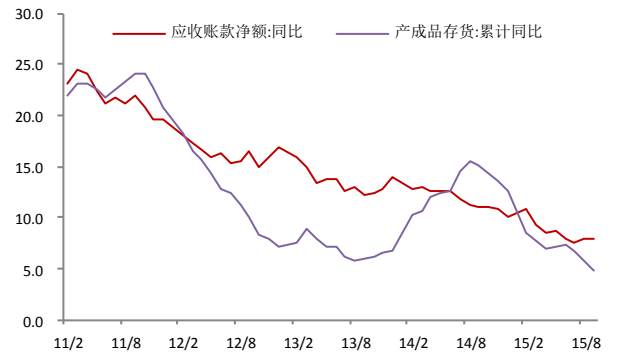
1-9月，全国规模以上工业企业实现利润总额43032.4亿元，同比下降1.7%，降幅比1-8月收窄0.2%；9月份，规模以上工业企业实现利润总额5357.8亿元，同比下降0.1%，降幅比前值大幅收窄8.7%。降幅收窄主要是因为9月汇率逐步走稳令企业财务费用增长放缓，外加大宗商品跌势未改使得原材料购进价格继续下降。从企业类型看，1-9月，国有控股企业利润总额同比下降24.4%，成为工业企业利润负增长的主要原因。按行业类型来看，采矿业利润总额在1-9月同比下降55.5%，煤炭开采和洗选业下降64.4%，而电器机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力、热力生产和供应业、农副产品加工业利润增幅均保持在12%以上。9月末规模以上工业企业应收账款同比增长8%，较前值上升0.1%，产成品存货增长4.9%，较前值回落0.8%，企业库存仍高，被动去库存过程仍在持续。由于PPI连跌势头难改，国际大宗商品价格依旧低迷，难以对工业企业主营业务收入起到支撑，四季度工业企业效益难言乐观。

9月，我国国际收支口径的国际货物和服务贸易收入13049亿元，支出11029亿元，顺差2021亿元。其中，货物贸易顺差3464亿元，服务贸易逆

差1444亿元，其中旅行差额1277亿元。1-9月，我国实现国际货物和服务贸易顺差15827亿元，仍维持高位。

图7 工业企业利润


数据来源：Wind、国都期货研究所

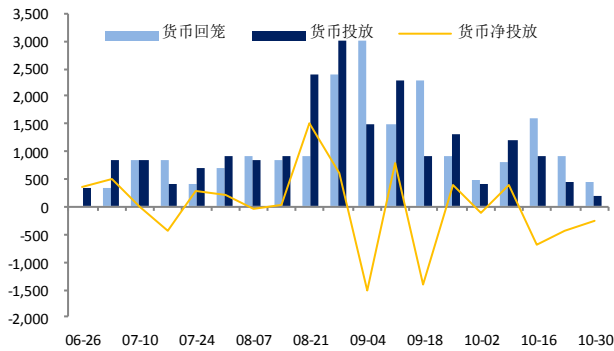
图8 规模以上工业企业应收账款及产成品库存


数据来源：Wind、国都期货研究所

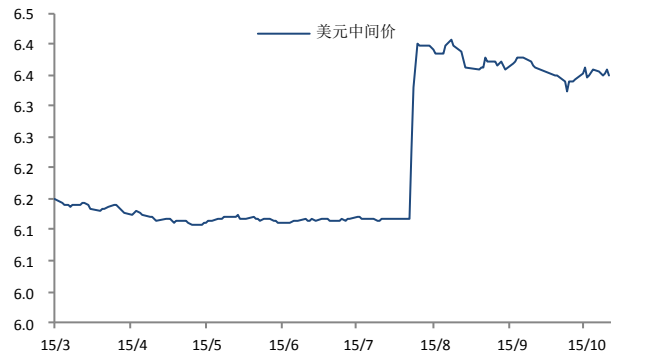
（二）央行政策

23日晚间，央行宣布自24日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率各0.25个百分点，以进一步降低社会融资成本；并下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，央行宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。“双降”组合拳再次出现，宽松预期落地，央行通过引导利率水平及社会融资成本下行，对实体经济进行支持。而存款利率上限放开更是意味着利率市场化基本完成，市场化的利率将逐渐成为日后金融产品的定价利率。

由于CPI低位运行，对宽松政策的制约不断减弱，年内五次降息也打开了利率下行的空间，再次双降能一定程度上提振企业投资意愿，降低实体经济融资成本，进而促进投资增速的企稳。27日，央行开展100亿元7天逆回购操作，中标利率2.25%，较前值下调10BP。逆回购利率下调也意味着央行有意引导资金利率下行，货币市场利率将逐渐成为定价利率。而短端利率下行，收益率曲线走陡后又给长端利率提供了进一步下行的空间，债券牛市仍有机会。

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

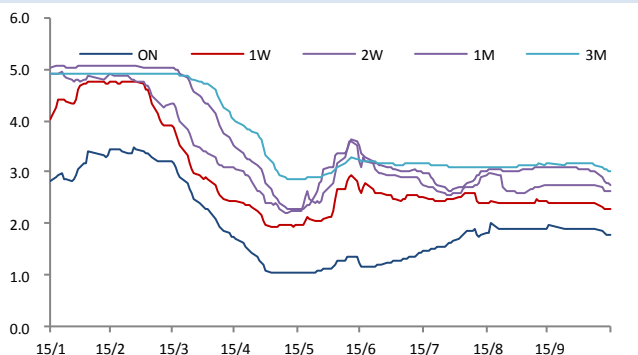
(一) 货币市场

双降后，本周货币市场利率大幅下行，宽松格局延续。周五Shibor隔夜利率1.7980%，较上期下行11BP；Shibor1周为2.2910%，较上期下行11BP；Shibor2周为2.6400%，较上期下行9BP；Shibor1月报2.7645%，较上期大幅下行25.85BP；Shibor3月3.0360%，较上期下行11BP。银行间质押式回购利率也同样大幅下行，以周四的收盘数据来看，隔夜收于1.7928，较上期下行12BP；7天、14天、21天、1月、2月、3月分别下行6BP、8BP、34BP、21BP、19BP和5BP。

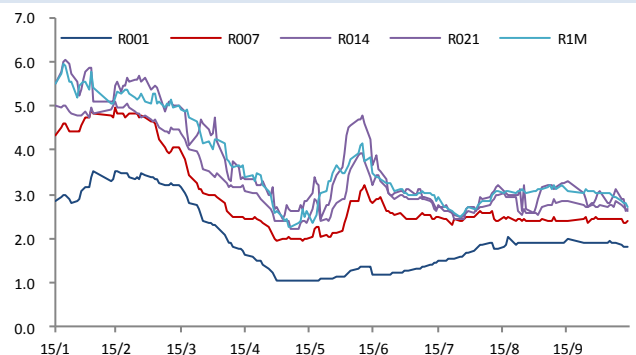
(二) 利率债市场

现券做多情绪在周一周二迎来了小高潮，二级市场上10年期国债多成交于3%以下，但周三、周四期债获利回吐带动现券端收益率，尤其是中长期品种收益率重新走高，短时间内10年期国债收益率将围绕3%震荡。1、3、5、7、10年期国债收益率分别较上期下行5.51BP、6.69BP、0.47BP、2.43BP和0.16BP；国开债中，1、3、5、7、10年期收益率分别较上期下行5.57BP、10.57BP、11.39BP、10.38BP和8.99BP。

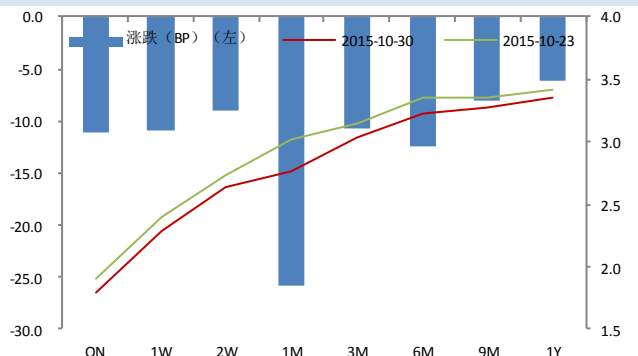
一级市场方面，周一农发行发行3期债，1、5、10年中标利率分别为2.5513%、3.2867%和3.5645%，全场倍数分别为2.86、3.73和3.57；周二，国开行招标发行5期债，1、3、5、7、10年中标利率分别为2.49%、2.98%、3.157%、3.405%和3.3458%；周三，财政部招标发行3年期国债，中标利率2.6503，全场投标倍数2.39；周四，进出口行今日招标3期债，3、5、10年中标利率分别为3.0266%、3.2348%、3.5339。由于货币政策方向明确，投资情绪依旧乐观，招标倍数仍显示需求向好，并未明显受到期债市场及二级市场盘整的影响。

图 11 SHIBOR 利率走势


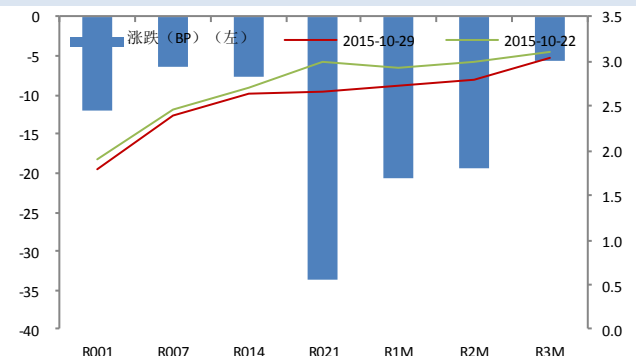
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势


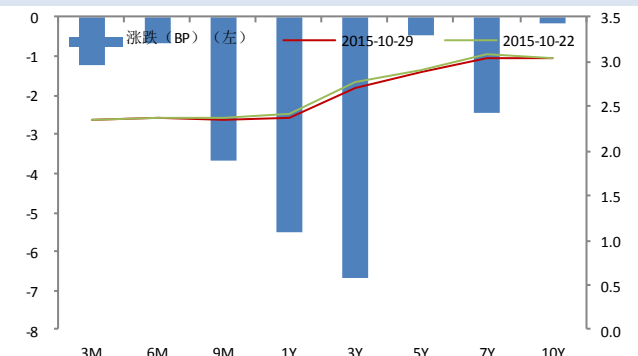
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化


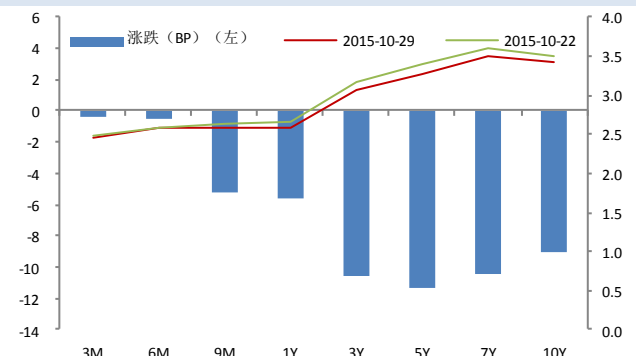
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

经济增速下行无疑支持无风险利率继续下行，双降的宽松预期落地也证实了这一点，此外央行下调逆回购利率以引导短端利率下行，营造宽松货币环境以降低实体经济融资成本的目标非常明确。短端利率的表现可能会有所起色，而短端利率有效下行则可以为长端利率的进一步下行打开

空间。期债市场投机情绪仍未见平复，机构户大量参与导致市场波动幅度走阔，而现券端收益快速下行也出现盘整必要，所以仍维持中长期看多、短期震荡的观点，前期多单可继续持有，逢低可谨慎试多。期债快速拉升时可抓住期现套利机会，但尽量选择买入流动性好的现券。

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。