

利率走廊逐步建立 次季合约暂无表现

主要观点

- 行情回顾。**本周消息面较为平静，期债走势重回基本面的指引，但由于交割日临近，移仓换月因素使期债本周走势较为起伏。此外，叠加 IPO 重启以及美国 12 月加息概率增加的因素，现券端收益率保持区间震荡，做多动力稍显不足。从央行公开市场操作来看，逆回购较前两周相比稍有放量，此外下调 SLF 利率也显示了央行呵护资金面的意图，期债四涨一跌，连续两周小幅反弹。本周 TF1512 开盘 99.505 元，收盘 99.920 元；T1512 开盘 97.970，收盘 98.630。
- 全社会用电量增速持续下滑。**由于去产能化进程持续、工业生产低迷，传统两高一剩行业用电量持续回落，也带动了整个社会用电量的持续下行。但用电量数据与工业生产数据同样显示出了经济结构转型正在进行中，第三产业用电量占比在不断提升，而第二产业用电量占比虽然仍高企，但已经在逐步回落的过程中。
- 银行结售汇逆差大幅收窄。**10 月我国银行结售汇逆差 1279 亿元人民币，较 9 月 6953 亿元的逆差规模下降约 82%。其中银行自身结售汇顺差 630 亿元人民币，代客结售汇连续 4 个月出现逆差 1909 亿元。回顾 10 月，在美联储加息预期放缓、人民币加入 SDR 的背景下，人民币汇率表现较为稳定，市场对贬值预期有所消化，跨境资金流出规模有所收窄。但 11 月以来，美国经济数据表现强势，人民币兑美元中间价出现了继 2008 年 8 月以来最长的连跌记录，外加 11 月底将近，人民币是否最终纳入 SDR 货币篮子的结果即将出炉，跨境资金的流动规模可能还会出现一些变化，需要格外关注。
- 央行下调 SLF 利率。**11 月 19 日，央行下调隔夜 SLF 利率至 2.75%，7 天 SLF 利率至 3.25%，以顺应当前的低利率环境。而在逆回购稍微放量的同时，下调 SLF 利率也显示了央行短期内仍将延续着较为宽松的货币政策。而利率走廊机制的建立，将能有效降低央行货币政策的操作成本，并且有效缓解短期流动性冲击，新的利率传导机制值得期待。
- 后期走势。**权益市场表现回温，但从新发行的债券型基金数量及认购情况来看，债市 11 月初的调整似乎并未影响机构对债市后期走强的看法。由于经济增速中枢下移导致资产回报率的下降从根本上支持利率的下行，而债券的配置需求也仍保持高位，对于债市长期的走势无需担忧。但考虑到年末将至，银行揽储等季节性因素可能导致年末货币市场利率的上行，从而影响债市在四季度的表现。加上外围不确定性因素的增加，债市短期内震荡格局难以改变，可暂时观望，耐心等待较为确定性的机会。

报告日期 2015-11-20

研究所

阳洪

电话：010-84180307

邮件：yanghong@guodu.cc

执业证书编号：F0295330

投询从业资格号：Z0011206

罗玉

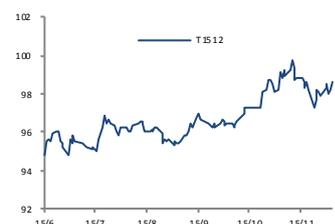
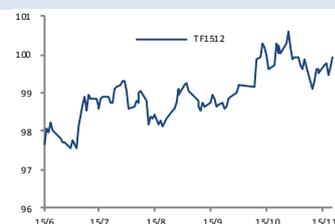
国债期货分析师

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	4
(一) 全社会用电量增速继续下滑	4
(二) 10月银行结售汇逆差大幅收窄	5
(四) 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

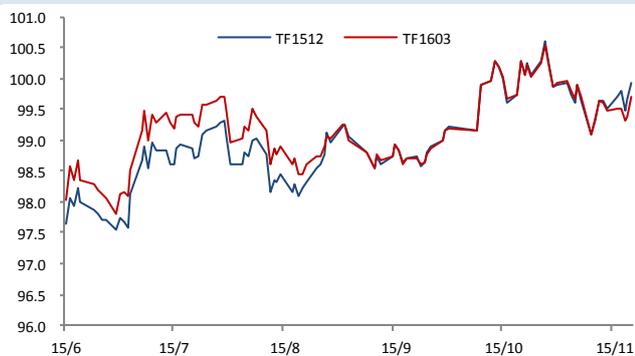
插图

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 发电量增速及粗钢产量增速	5
图 6 工业增加值	5
图 7 银行结售汇差额	6
图 8 银行待客远期结售汇累计未到期额	6
图 9 央行公开市场操作	6
图 10 人民币兑美元中间价	6
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

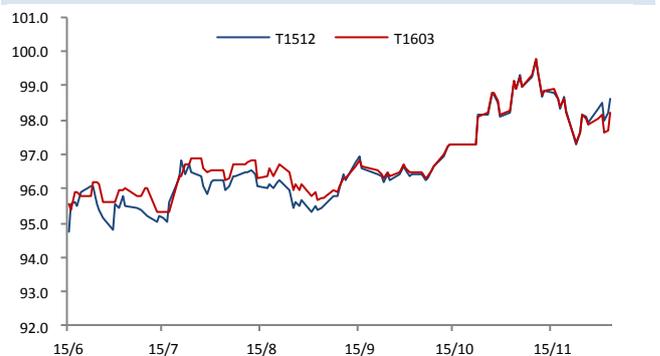
本周消息面较为平静，期债走势重回基本面的指引，但由于交割日临近，移仓换月因素使期债本周走势较为起伏。此外，叠加IPO重启以及美国12月加息概率增加的因素，现券端收益率保持区间震荡，做多动力稍显不足。从央行公开市场操作来看，逆回购较前两周相比稍有放量，此外下调SLF利率也显示了央行呵护资金面的意图，期债四涨一跌，连续两周小幅反弹。本周TF1512开盘99.505元，收盘99.920元；T1512开盘97.970，收盘98.630。

图 1 TF 主力合约走势



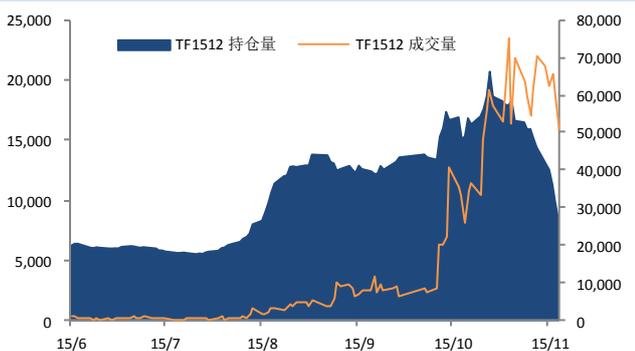
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

二、债市基本面分析

(一) 全社会用电量增速继续下滑

16日，国家能源局发布数据显示，10月份，全社会用电量4491亿千瓦时，同比下降0.2个百分点。1-10月，第一产业用电量同比增长3.0%，第

二产业用电量同比下滑1.1%，第三产业用电量增长7.1%，城乡居民生活用电增长4.6%。

由于去产能化进程持续、工业生产低迷，传统两高一剩行业用电量持续回落，也带动了整个社会用电量的持续下行。但用电量数据与工业生产数据同样显示出了经济结构转型正在进行中，第三产业用电量占比在不断提升，而第二产业用电量占比虽然仍高企，但已经在逐步回落的过程中。

图5 发电量增速及粗钢产量增速


数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 工业增加值

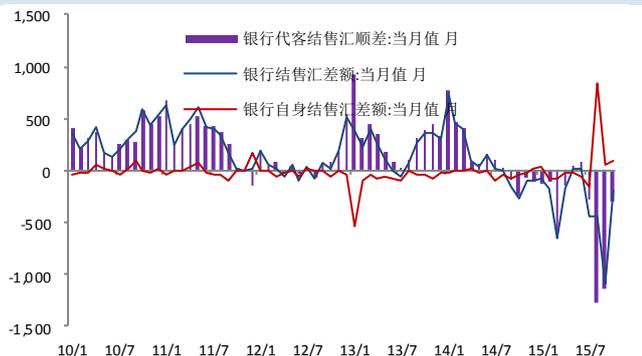

数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）10月银行结售汇逆差大幅收窄

11月18日，国家外汇管理局公布的数据显示，10月我国银行结售汇逆差1279亿元人民币，较9月6953亿元的逆差规模下降约82%。其中银行自身结售汇顺差630亿元人民币，代客结售汇连续4个月出现逆差，但1909亿元的数据较上月减少超70%。这与央行口径外汇占款增加和商业银行口径外汇占款减少的变动方向一致。

回顾10月，在美联储加息预期放缓、人民币加入SDR的背景下，人民币汇率表现较为稳定，市场对贬值预期有所消化，跨境资金流出规模有所收窄。但11月以来，美国经济数据表现强势，人民币兑美元中间价出现了继2008年8月以来最长的连跌记录，外加11月底将近，人民币是否最终纳入SDR货币篮子的结果即将出炉，跨境资金的流动规模可能还会出现一些变化，需要格外关注。

图7 银行结售汇差额



数据来源: Wind、国都期货研究所

图8 银行待客远期结售汇累计未到期额



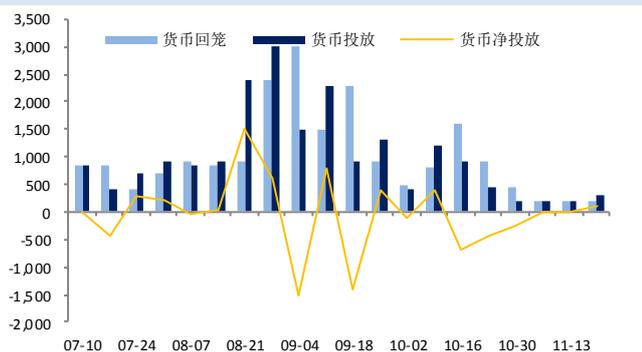
数据来源: Wind、国都期货研究所

(四) 央行政策

央行表示，自11月16日起，北京银行等符合条件的金融机构，将人民币存款准备金率由现行的14.5%下调为14%。定向降准表明了央行对“三农”和小微企业的支持，以及促进更多资金投入实体经济环节的努力，对资金面并无显著影响。

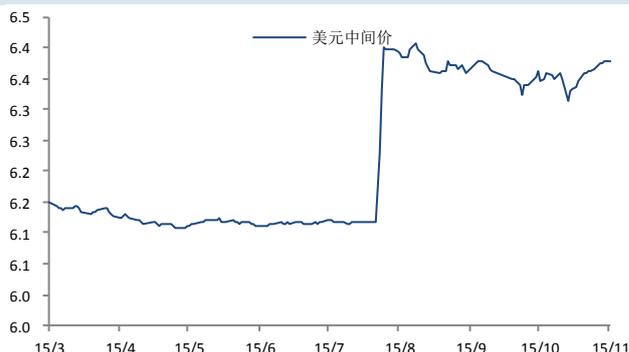
11月19日，央行下调隔夜SLF利率至2.75%，7天SLF利率至3.25%，以顺应当前的低利率环境。而在逆回购稍微放量的同时，下调SLF利率也显示了央行短期内仍将延续着较为宽松的货币政策。而利率走廊机制的建立，将能有效降低央行货币政策的操作成本，并且有效缓解短期流动性冲击，新的利率传导机制值得期待。

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

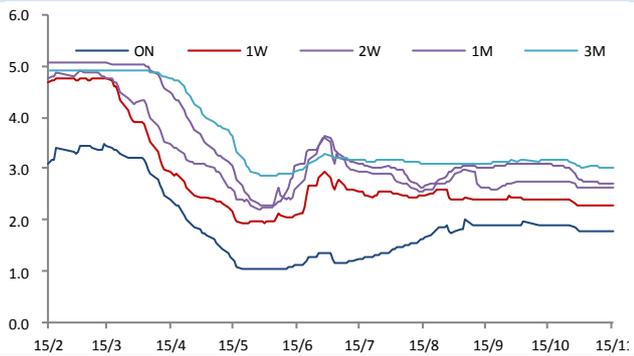
(一) 货币市场

本周一，交易所3天期国债回购利率（GC003）大涨191%，但考虑到3天期回购成交清淡，振幅较大，单日大涨并不能说明资金面走紧，且其他期限品种及银行间品种也未出现类似涨幅。周二到周五，资金面保持着小幅波动的状态，隔夜和7天成交依旧旺盛，整体来说，目前货币市场利率波动水平有限，供需较为平衡，暂时并未受到IPO重启的明显影响。但年末将至，季节性因素导致年末资金面容易出现扰动，加上美联储加息的可能性上升，资金面出现扰动的可能性也在上升。周五Shibor隔夜利率1.7840%，较上期下行0.2BP；Shibor1周为2.2820%，较上期上行0.4BP；Shibor2周为2.6230%，较上期上行0.6BP；Shibor1月报2.7000%，较上期上行0.3BP；Shibor3月3.0440%，较上期上行1BP。银行间质押式回购利率中，周五收盘隔夜报1.8005，较上期上行10.35BP；7天报2.3153，较上期下行2.64BP，14天、21天、1月、3月分别上行4.07BP、7.24BP、4.01BP、0.36BP。

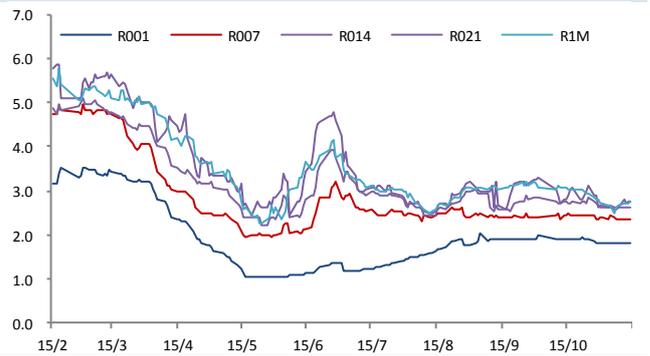
(二) 利率债市场

继上周收益率全线上行之后，二级市场收益率走势在本周出现分化，国债3月期、5年期收益率下行，二中短期限保持着上行趋势。但债市收益率整体仍处于震荡区间，短期内缺乏方向性。1、3、5、7、10年期国债收益率分别较上期上行1.75BP、2.44BP、-0.5BP、2.98BP和0BP；国开债表现与国债不尽相同，中期限收益率普遍走低，1、3、5、7、10年期收益率分别较上期上行2.07BP、0.43BP、-4.12BP、-2.53BP和-1.37BP。

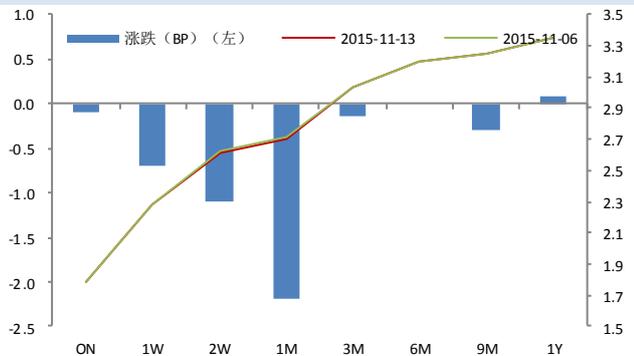
一级市场方面，周二国开行招标发行3、5、10年债，中标利率为3.0770%、3.3154%、3.4745%，全场倍数分别为3.8、5、4.21，由于本次国开招标或称为年内最后一批，机构配置需求仍在，中标收益稍低于市场预期。周三财政部招标发行7年期国债，中标利率3.1263%，全场倍数1.88，边际倍数2.27，由于7年期国债交投平淡，需求较为一般。周四进出口行3、5、10年期债中标利率分别为3.3939%、3.4679%和3.7131%，其中10年期边际倍数超30，出现了博取边际收益的现象。

图 11 SHIBOR 利率走势


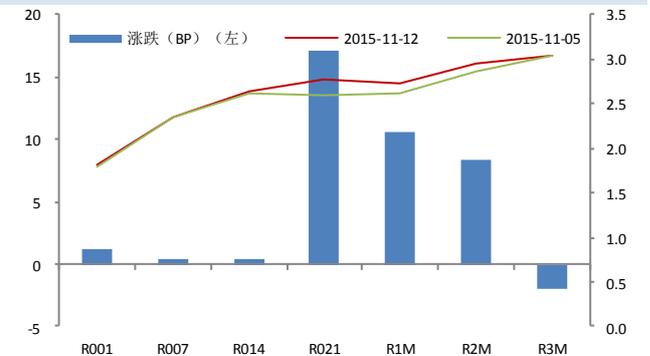
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势


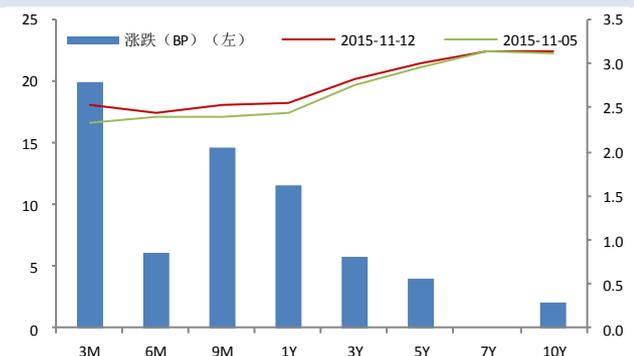
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化


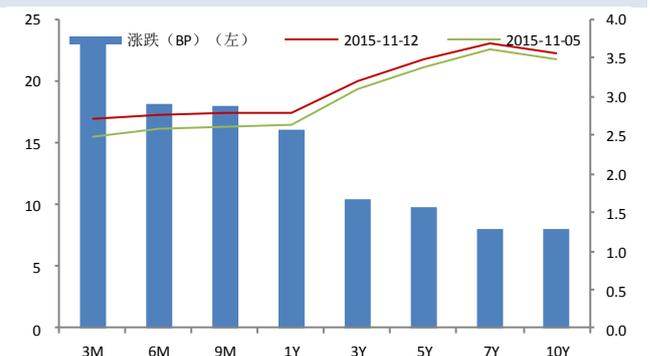
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

权益市场表现回温,但从新发行的债券型基金数量及认购情况来看,债市11月初的调整似乎并未影响机构对债市后期走强的看法。由于经济增速中枢下移导致资产回报率的下降从根本上支持利率的下行,而债券的配置需求也仍保持高位,对于债市长期的走势无需担忧。但考虑到年末将至,

银行揽储等季节性因素可能导致年末货币市场利率的上行，从而影响债市在四季度的表现。加上外围不确定性因素的增加，债市短期内震荡格局难以改变，可暂时观望，等待较为确定性的机会。

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。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。