

收益率回落 五债创新高

主要观点

行情回顾。年末将至，机构考核期到来，加上第二批 IPO 申购冻结资金的影响，本周资金面较稍显紧张。而面对外汇占款大幅流出的局面，宽松预期再起，债市情绪整体向好，10 年期活跃券收益率重新回落至 3% 以下。期债表现同样强势，本周除周一受经济数据转暖及国债供给量增加消息的影响出现回调外，连续四天收红，而由于猜测央行周末会有行动，周五期债更是放量大涨，盘中创出新高。本周 TF1603 开盘 100.285 元，收盘 100.620 元；T1603 开盘 99.150，收盘 99.560。

工业增加值增速回升，“双十一”助力消费。从实体经济数据来看，11 月生产面及需求面均一定程度上出现了转暖迹象。一方面，工业增加值增速的提升与去年同期基数较低有关，另一方面，受购置税政策的影响，使汽车制造业增速明显提升，带动工业生产增速回升，但生产面回暖可否持续仍有待观察。投资增速整体依旧保持低位，但基建投资增速显著回升，到位资金同比增速继续走高，加上新开工项目计划总投资增速连升 7 个月，实体经济投资意愿在逐渐回暖过程中，但企稳基础仍不稳固，仍需稳增长政策不断加码扶持。消费表现依旧乐观，受“双十一”的季节性推动，以及汽车购置税减半的政策的影响，消费品市场仍延续稳步回升。

联储如期加息，人民币汇率持续走跌。11 月联储 12 月议息会议上宣布上调基准利率区间 25BP，加息靴子终于落地，符合市场预期。但由于未来加息路径仍受国内外多方因素影响，依旧存在较大的不确定性，大宗商品价格、新兴市场国家汇率在 2016 年的走势也会受加息路径的影响。中长期看，基本面的表现决定一国汇率的走势。虽然 11 月实体经济数据显示生产和需求面均出现了一些好转迹象，但持续性仍有待观察。加上美国加息周期的到来，而未来处于经济增速转档期的我国仍面临着较大的经济下行压力。在上月成功加入 SDR 后，人民币贬值压力再起，离岸人民币连续走低，而人民币兑美元中间价也已连续第十日下调，创下 2011 年 6 月以来新低。

后期走势。周五盘后有消息称央行对部分金融机构开展了 MLF 操作，维稳资金面的意图明显。下周还有最后 8 只新股申购，资金面压力更多是受年末季节性因素影响，而资金利率波动幅度也有走阔的迹象，但在央行的维护下，整体流动性无虞。而从市场的表现来看，一级市场和二级市场情绪均偏乐观，无论是利率债供给增加还是美联储加息均未对债市造成明显影响，基本面回暖尚需证明也有利于利率债的行情继续，围绕高点震荡的局面还将在短期内延续。5 债周五盘中创出新高，如此前报告中所述维持偏强震荡，关注 20 日均线的支撑，逢低可适当参与多单，莫盲目追高。

报告日期 2015-12-18

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

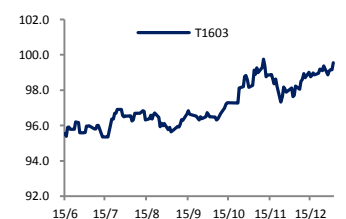
国债期货分析师

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) 工业增加值增速回升,“双十一”助力消费	4
(二) 联储如期加息,人民币汇率持续走跌	5
(三) 逆回购维持地量,宽松预期再起	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	9

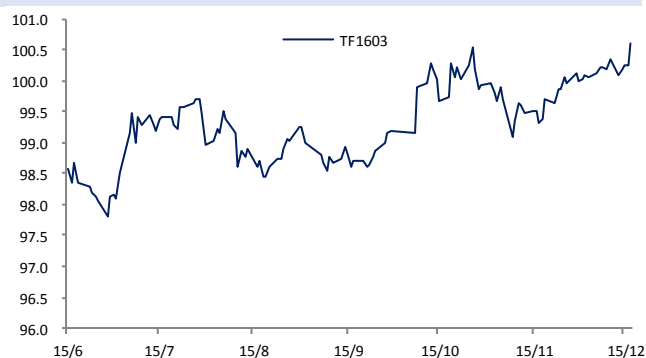
插图

图 1 TF1603 走势	4
图 2 T1603 走势	4
图 3 TF1603 成交量及持仓量	4
图 4 T603 成交量及持仓量	4
图 5 工业增加值.....	5
图 6 固定资产投资.....	5
图 7 社会消费品零售总额.....	5
图 8 房地产销售、施工情况.....	5
图 9 离岸、在岸美元兑人民币走势.....	6
图 10 欧元兑人民币中间价.....	6
图 11 央行公开市场操作.....	7
图 12 货币净投放.....	7
图 13 SHIBOR 利率走势	8
图 14 银行间质押式回购利率走势.....	8
图 15 SHIBOR 利率周变化	8
图 16 银质押利率周变化.....	8
图 17 国债收益率周变化.....	9
图 18 国开债收益率周变化.....	9
图 19 国债收益率周变化.....	9
图 20 国开债收益率周变化.....	9

一、行情回顾

年末将至，机构考核期到来，加上第二批IPO申购冻结资金的影响，本周资金面较稍显紧张。而面对外汇占款大幅流出的局面，宽松预期再起，债市情绪整体向好，10年期活跃券收益率重新回落至3%以下。期债表现同样强势，本周除周一受经济数据转暖及国债供给量增加消息的影响出现回调外，连续四天收红，而由于猜测央行周末会有行动，周五期债更是放量大涨，盘中创出新高。本周TF1603开盘100.285元，收盘100.620元；T1603开盘99.150，收盘99.560。

图 1 TF1603 走势



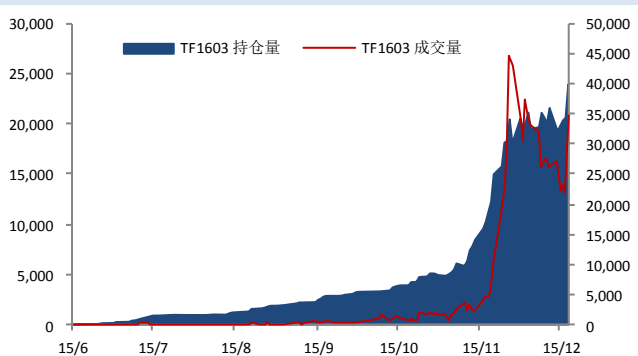
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



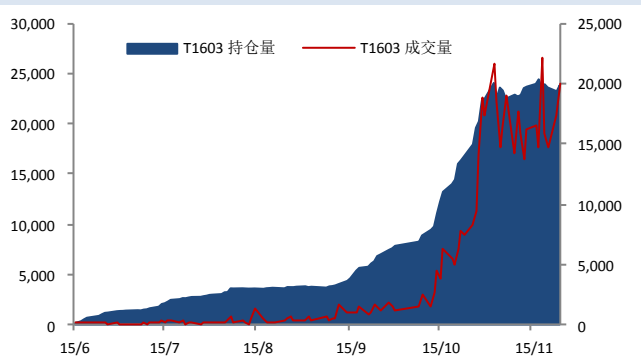
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1603 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 T1603 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）工业增加值增速回升，“双十一”助力消费

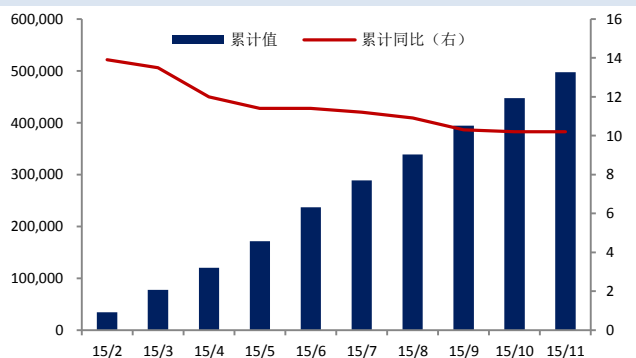
统计局数据显示，11月规模以上工业增加值同比实际增长6.2%，较前值提高0.6个百分点，1-11月，规模以上工业增加值同比增长6.1%；11月全国固定资产投资增长0.73%，1-11月，同比名义增长10.2%，增速与1-10

月持平；11月社会消费品零售总额27939亿元，同比名义增长11.2%，较上期提升0.2个百分点。

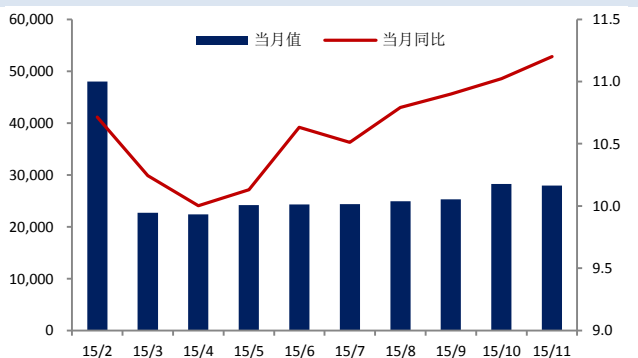
从实体经济数据来看，11月生产面及需求面均一定程度上出现了转暖迹象。一方面，工业增加值增速的提升与去年同期基数较低有关，另一方面，受购置税政策的影响，使汽车制造业增速明显提升，带动工业生产增速回升。同时，计算机、通信和其他电子等高科技行业以及符合消费升级方向的新兴产品快速增长，但整体生产面回暖可否持续仍有待观察。投资增速整体依旧保持低位，但基建发投资增速显著回升，到位资金同比增速继续走高，加上新开工项目计划总投资增速连升7个月，实体经济投资意愿在逐渐回暖过程中，但企稳基础仍不稳固，仍需稳增长政策不断加码扶持。消费表现依旧乐观，受“双十一”的季节性推动，以及汽车购置税减半的政策的影响，消费品市场仍延续稳步回升。

图5 工业增加值

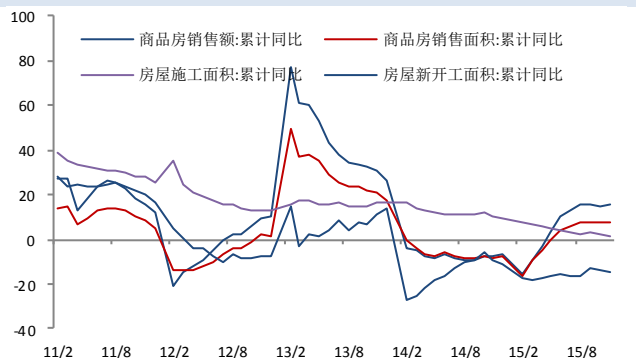

数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 固定资产投资


数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 社会消费品零售总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 房地产销售、施工情况


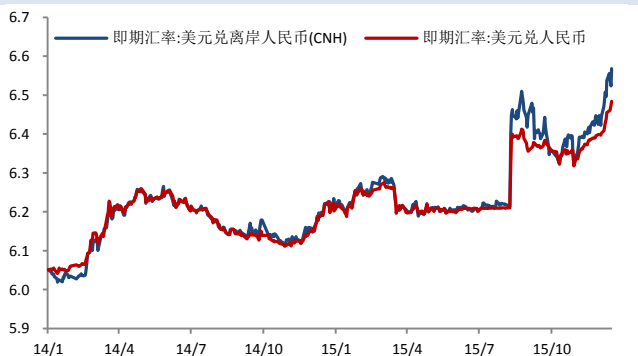
数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）联储如期加息，人民币汇率持续走跌

美联储12月议息会议上宣布上调基准利率区间25BP，加息靴子终于落地，符合市场预期。但由于未来加息路径仍受国内外多方因素影响，依旧存在较大的不确定性，大宗商品价格、新兴市场国家汇率在2016年的走势也会受加息路径的影响。

中长期看，基本面的表现决定一国汇率的走势。虽然11月实体经济数据显示生产和需求面均出现了一些好转迹象，但持续性仍有待观察。加上美国加息周期的到来，而未来处于经济增速转档期的我国仍面临着较大的经济下行压力。在上月成功加入SDR后，人民币贬值压力再起，离岸人民币连续走低，而人民币兑美元中间价也已连续第十日下调，创下2011年6月以来新低。短期来看，联储加息落地，一定程度上能缓解汇率波动的幅度，但加息节奏预期的波动会成为下一个影响人民币走势的因素。

虽然人民币兑美元持续贬值，但相对于其他货币来说，人民币仍在升值，实际有效汇率也维持高位。针对这种情况，外汇交易中心发布CFETS人民币指数，参考BIS及SDR货币篮子重新计算了人民币汇率指数，综合反映对于一篮子外国货币的加权平均货币变动。截止11月底，CFETS人民币汇率指数较2014年底升值2.93%。

图9 离岸、在岸美元兑人民币走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 欧元兑人民币中间价

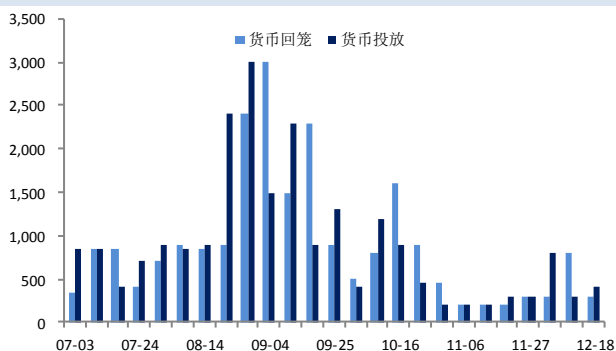

数据来源: Wind、国都期货研究所

(三) 逆回购维持地量，宽松预期再起

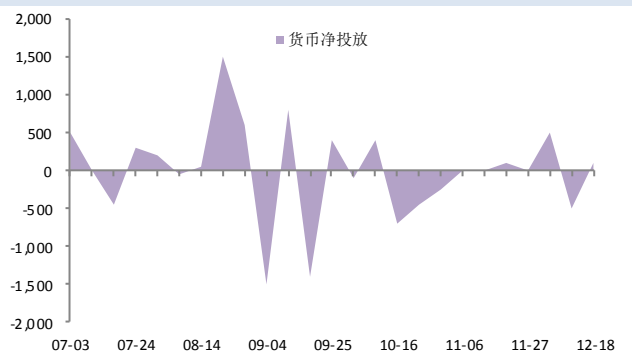
本周，人民银行与周二和周四，分别以理论招标方式开展了100亿元和300亿元7天期逆回购操作，中标利率均维持2.25%，逆回购规模在上周反弹后继续维持地量。

14日数据显示，11月央行口径外汇占款下降3158亿元，创历史第二大跌幅。金融机构口径外汇占款下降2212.68亿元，与央行口径变化一致，差额显示央行11月仍在离岸市场上进行了一定程度的干预，但离岸市场人民币持续走跌，突破6.5关口。远期合约贴水走高也显示了市场对于人民币

贬值的预期暂无改善。面对外汇占款大幅流出的情况，宽松预期再次走强，债市连连攀高，期待“黑天鹅”的到来。

图 11 央行公开市场操作


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 货币净投放


数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

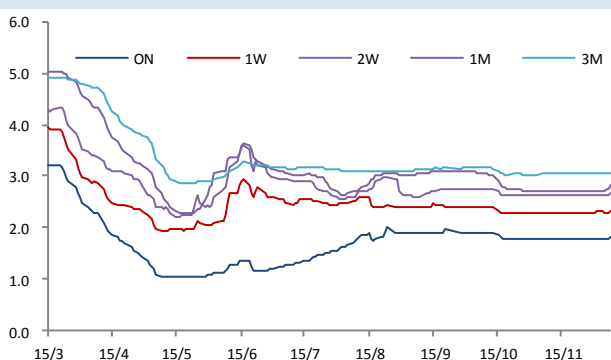
(一) 货币市场

本周有第二批新股发行，受打新冻结资金的影响，以及年末机构考核的季节性因素存在，货币市场利率在本周稍显紧张，全部出现上涨，跨年资金供需较为紧张。而人民币汇率接连贬值，连创新低，资金面波动也逐步走阔，宽松预期不减。周五Shibor隔夜利率1.7930%，较上期上行0.4BP；Shibor1周期报2.2990%，较上期上行0.2BP；Shibor1月期报2.7620，较上期上行6.1BP；Shibor3月期报3.0481，较上期上行0.21BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报1.8088，较上期上行1.01BP；7天报2.4727，较上期上行1.72BP，21天报3.6734%，较上期大幅上行127.34BP；1月、2月、3月期分别报3.2734、3.5808和3.0647，较上期分别上行10BP、16.35BP和8.38BP。

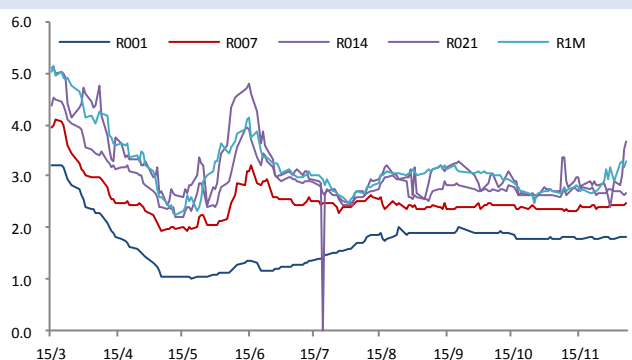
(二) 利率债市场

本周利率债表现依旧强势，二级市场收益率延续着下行趋势，10年期国债收益率重新回落至3%以下，而短期品种表现更是优于中长期品种。1、3、5、7、10年期国债收益率目前报2.3907%、2.6961%、2.7667%、2.9900%和2.9857%，分别较上期下行9.34BP、1.54BP、6.1BP、1.25BP和1.61BP。国开债收益率中，除7年期微涨0.16BP报3.3927%外，1、3、5、10年期收益率同样全线回落，收益率分别报2.6545%、2.9526%、3.1400%和3.3565%，分别较上期下行3.05BP、2.32BP、4.97BP和2.48BP。

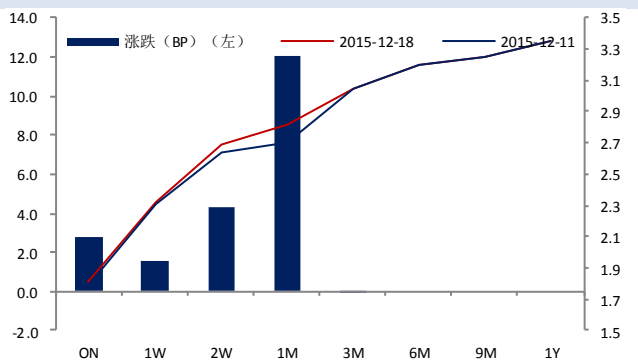
一级市场方面，15日，2015年第三批四期山西省政府一般债券发行，3至10年期中标利率均落于投票区间下限，机构年末配置需求尚佳。3、5、7、10年期中标利率分别为2.71%、2.83%、3.01%和3.00%，对应投标倍数为4.13、3.63、3.49和2.96。同日，进出口银行增发5年期及7年期国债，中标利率分别为3.1811%和3.4347%，投标倍数分别为3.35和2.48，5年期中标利率低于二级市场，而7年期与二级市场利率持平，年底投资者更青睐于短久期品种。16日，财政部续发7年期国债，中标利率2.9770%，略低于二级市场，但投标倍数1.84，需求表现稍显一般。

图 13 SHIBOR 利率走势


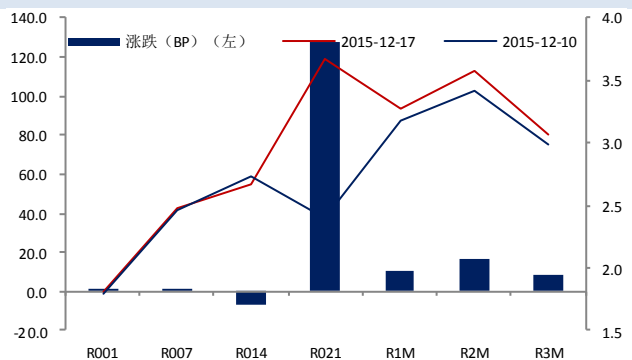
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 银行间质押式回购利率走势


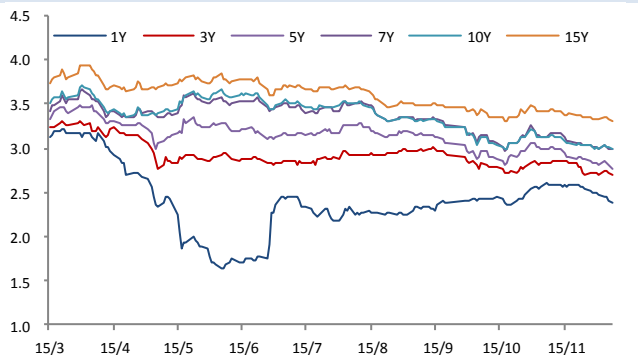
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 SHIBOR 利率周变化


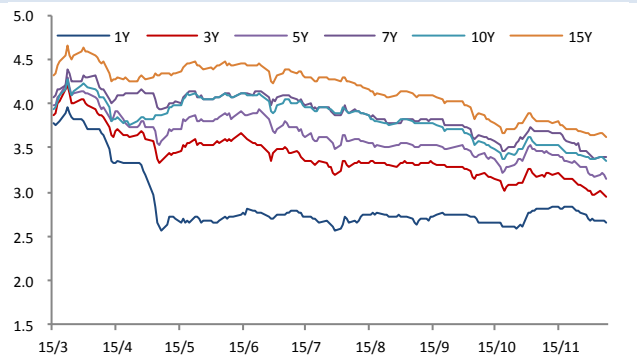
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 银质押利率周变化


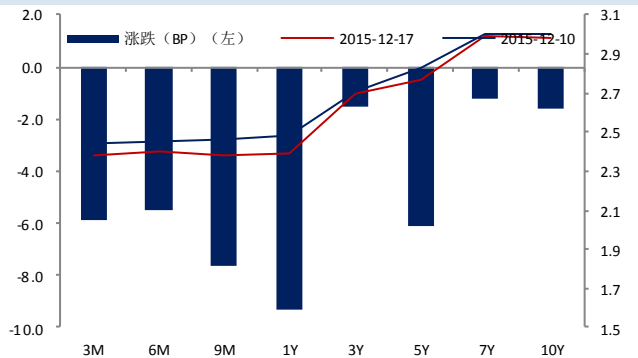
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 17 国债收益率周变化


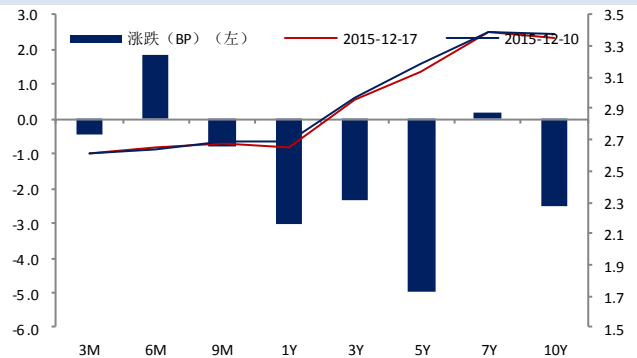
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 国开债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 国债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 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

周五盘后有消息称央行对部分金融机构开展了MLF操作, 期限6个月, 利率3.25%, 继11月27日后再次出手, 维稳资金面的意图明显。下周还有最后8只新股申购, 资金面压力更多是受年末季节性因素影响, 而资金利率波动幅度也有走阔的迹象, 但在央行的维护下, 整体流动性无虞。而从市场的表现来看, 一级市场和二级市场情绪均偏乐观, 无论是利率债供给增加还是美联储加息均未对债市造成明显影响, 基本面回暖尚需证明也有利于利率债的行情继续, 围绕高点震荡的局面还将在短期内延续。5债周五盘中创出新高, 如此前报告中所述维持偏强震荡, 关注20日均线的支撑, 逢低可适当参与多单, 莫盲目追高。

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。