

利空逐渐减弱 资金面企稳可期

主要观点

行情回顾。随着资金面从紧到松，本周期债先跌后涨，周五收盘后，主力合约重新站上 20 日均线，调整暂时告一段落。而由于传统的移仓换月时节恰逢春节假期，所以主力合约出现了提前移仓的现象，而随着风险偏好快速下行，期债总持仓也有所上升。在本周前两天，受资金面的影响，期债连续小幅收跌，但随着央行逆回购接连放量以及增加公开市场操作的通知出炉，资金面开始企稳，市场信心也有所修复，期债连续上涨。周五开盘五债出现涨停板乌龙指，全天高开高走，5 年期及 10 年期主力合约更是分别上涨 0.22% 及 0.41%。本周 TF1603 开盘 100.700，收盘 100.790，涨 0.09%，T1603 开盘 100.200，收盘 100.365，涨 0.16%。

工业企业利润再度回落。整体而言，2015 年工业企业经营形式非常严峻，工业企业利润持续下滑，企业主营业务收入也较上一年出现了明显回落。究其原因，在世界经济增速下调的大背景下，国内外市场需求萎靡，从根本上制约了工业企业的生产和销售。此外，受大宗商品价格持续低迷的影响，虽然企业原材料购进成本有所下降，但工业品出厂价格连降 46 个月同样严重影响了企业经营利润。传统两高一剩行业更是举步维艰，石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业合计减少利润高达 4991.2 亿元，严重拖累全部规模以上工业企业利润数据。

央行出手维稳资金面。1 月以来，面对快速收紧的资金面，央行迟迟没有选择降准，而是通过一系列公开市场操作以及中期借贷便利等工具来平滑资金面的异常波动，近两周释放资金已超 2 万亿。不选择降准一方面是由于汇率波动一定程度上制约了国内基础货币的投放，且降准作为的明显的宽松信号，容易对压力重重的汇率造成负面冲击；另一方面，由于春节将至以及企业缴税期叠加，加上 1 月上半月信贷的高额投放，银行间流动性骤然紧张部分是季节性因素导致，鉴于 2016 年维持货币政策稳健的思路，通过逆回购及 SLO、MLF 等操作来提供春节前后的流动性缺口，进一步发挥利率走廊的上限作用，有利于引导市场利率的形成。

后市展望。从最新的数据来看，11 月高频数据出现的反弹可谓昙花一现，虽然不可否认经济升级转型方向取得了一系列进步，但工业企业去产能依旧任重道远，基本面企稳仍需时日。在央行巨额投放流动性后，资金利率暂时企稳，而国债招标情况尚佳也显示机构的情绪也有所修复。此外，股市频繁的大幅震荡也进一步带动风险偏好下行，债市避险价值凸显。而美联储声明偏鸽派，3 月加息的概率进一步走低，人民币汇率压力对利率的制约可能会因此减轻。此外，由于目前 10 年期国债收益率较低点已出现了较大幅度的回调，触及阶段性定点的概率较大，收益率回落可期。操作上，鉴于央行增加春节期间公开市场操作场次，资金面企稳的概率偏大，建议可在收益率冲高后轻仓试多，或者选择暂时观望，轻仓过节。

报告日期 2016-01-22

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

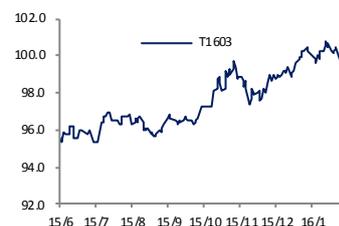
国债期货分析师

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	5
(一) 工业企业利润再次回落，连降 11 个月	5
(二) 央行出手维稳资金面，流动性预期走稳	6
三、债券市场表现	7
(一) 货币市场	7
(二) 利率债市场	8
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 TF 跨期价差	5
图 6 T 跨期价差	5
图 7 工业企业利润总额	6
图 8 PMI&PPI	6
图 9 央行公开市场操作	7
图 10 离岸、在岸价差	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	9
图 16 国开债收益率周变化	9
图 17 国债收益率周变化	9
图 18 国开债收益率周变化	9

一、行情回顾

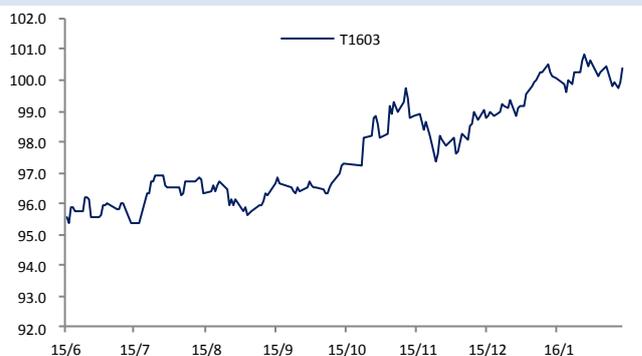
随着资金面从紧到松，本周期债先跌后涨，周五收盘后，主力合约重新站上20日均线，调整暂时告一段落。而由于传统的移仓换月时节恰逢春节假期，所以主力合约出现了提前移仓的现象，而随着风险偏好快速下行，期债总持仓也有所上升。在本周前两天，受资金面的影响，期债连续小幅收跌，但随着央行逆回购接连放量以及增加公开市场操作的通知出炉，资金面开始企稳，市场信心也有所修复，期债连续上涨。周五开盘五债出现涨停板乌龙指，全天高开高走，5年期及10年期主力合约更是分别上涨0.22%及0.41%。本周TF1603开盘100.700，收盘100.790，涨0.09%，T1603开盘100.200，收盘100.365，涨0.16%。

图 1 TF1603 走势



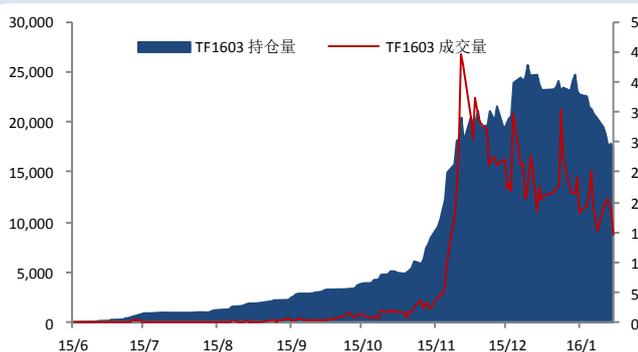
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



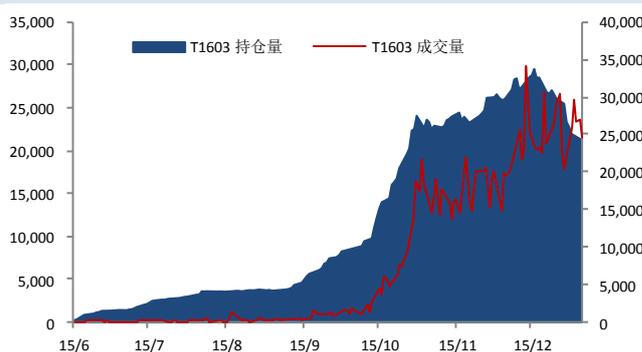
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1603 成交量及持仓量

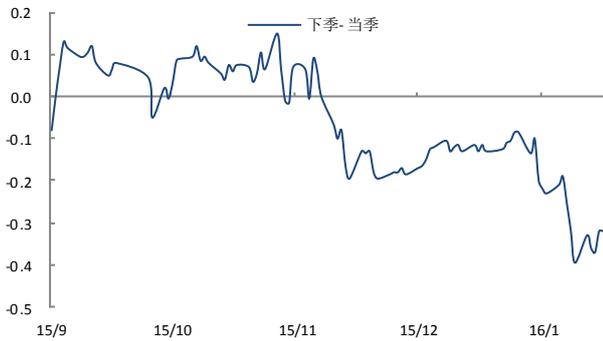


数据来源：Wind、国都期货研究所

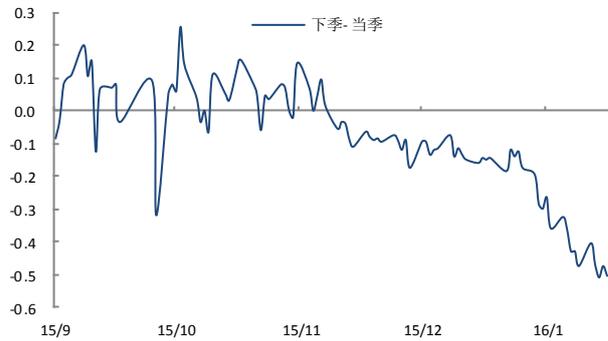
图 4 T1603 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 5 TF 跨期价差


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 6 T 跨期价差


数据来源: Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

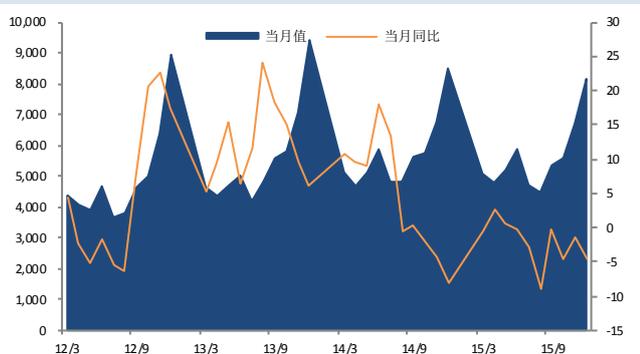
(一) 工业企业利润再次回落，连降 11 个月

1月27日国家统计局公布数据显示，2015年全国规模以上工业企业实现利润总额63554亿元，比上年下降2.3%；实现主营业务利润58640.2亿元，比上年下降4.5%。2015年12月份，规模以上工业企业实现利润总额8167.2亿元，同比下降4.7%，降幅比11月份扩大3.3个百分点。

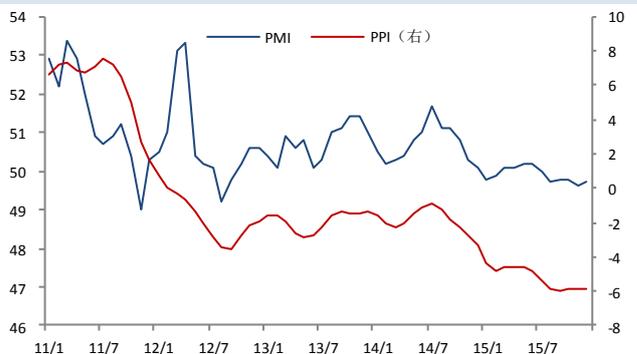
在11月工业企业利润降幅短暂收窄后，12月数据再次回落，已连降11个月。从企业类型看，在规模以上工业企业中，国有控股企业、集体企业、股份制企业、外商及港澳台商投资企业实现利润总额分别较上年下降21.9%、2.7%、1.7%和1.5%，唯有私营企业实现盈利，利润总额较上年增长3.7%。分行业来看，在41个工业大类行业中，有29个行业利润总额出现了增长，增幅居前的包括石油加工、炼焦和核燃料加工业、电力热力生产和供应业、电器机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等，而石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业经营形式严峻，利润总额降幅分别达到74.5%、67.9%及65%。

整体而言，2015年工业企业经营形式非常严峻，工业企业利润持续下滑，企业主营业务收入也较上一年出现了明显回落。究其原因，在世界经济增速下调的大背景下，国内外市场需求萎靡，从根本上制约了工业企业的生产和销售。此外，受大宗商品价格持续低迷的影响，虽然企业原材料购进成本有所下降，但工业品出厂价格连降46个月同样严重影响了企业经营利润。传统两高一剩行业更是举步维艰，石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工、煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、黑色金属矿采选业合计减少利润高达4991.2亿元，严重拖累全部规模以上工业企业利润数据。

但在工业企业利润连降的同时，也需要注意到符合转型升级方向的行业利润仍保持了较快的增速，高技术制造业、装备制造业、消费品制造业等表现抢眼。而在供给侧改革开始发力后，降息、减税等政策明显的带动了相关行业的利润增长。以购置税减免政策为例，汽车制造业利润在11月及12月的增长分别达到35%和8.1%，微观企业内生动力不足的问题得到了一定程度的改善。就目前的情况来看，引导过剩产能减量并达到结构调整的目标，工业转型升级的道路依旧漫长，阵痛期仍将持续，工业企业利润回稳也还需时日。

图 7 工业企业利润总额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8 PMI&PPI


数据来源：Wind、国都期货研究所

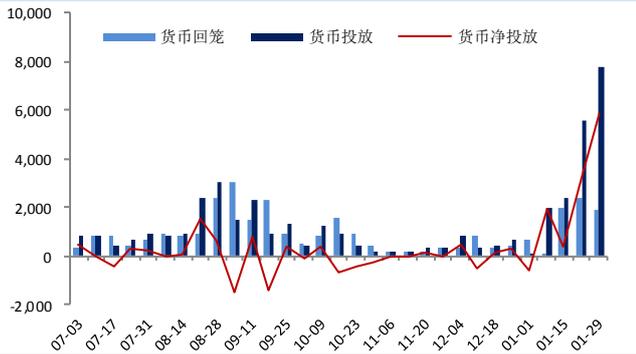
（二）央行出手维稳资金面，流动性预期走稳

1月以来，面对快速收紧的资金面，央行迟迟没有选择降准，而是通过一系列公开市场操作以及中期借贷便利等工具来平滑资金面的异常波动，近两周释放资金已超2万亿。不选择降准一方面是由于汇率波动一定程度上制约了国内基础货币的投放，且降准作为的明显的宽松信号，容易对压力重重的汇率造成负面冲击；另一方面，由于春节将至以及企业缴税期叠加，加上1月上半月信贷的高额投放，银行间流动性骤然紧张部分是季节性因素导致，鉴于2016年维持货币政策稳健的思路，通过逆回购及SLO、MLF等操作来提供春节前后的流动性缺口，进一步发挥利率走廊的上限作用，有利于引导市场利率的形成。

1月28日，央行发布关于春节前后临时增加公开市场操作场次的通知，在1月29日至2月19日期间，除周二、四常规操作外，其他工作日均正常开展公开市场操作。此外，将政府支持机构债券和商业银行债券纳入公开市场操作和短期流动性调节工具的质押品范围，并扩大SLO参与机构范围。在此消息公布后，银行间质押式回购利率及现券端收益率均出现回落，资金面的季节性扰动可能进一步减轻，市场信心也相应得到提振。

而针对汇率波动的情况，央行决定于1月25日起对境外金融机构境内存放执行正常存款准备金率，通过提高离岸人民币融资成本、锁定离岸流动性来抑制了跨境做空人民币的投机行为。进入1月中下旬以来，离岸在岸价差逐渐收窄，但如何进一步稳定市场预期，决策者仍需要更清晰的与市场进行沟通。

图9 央行公开市场操作



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 离岸、在岸价差



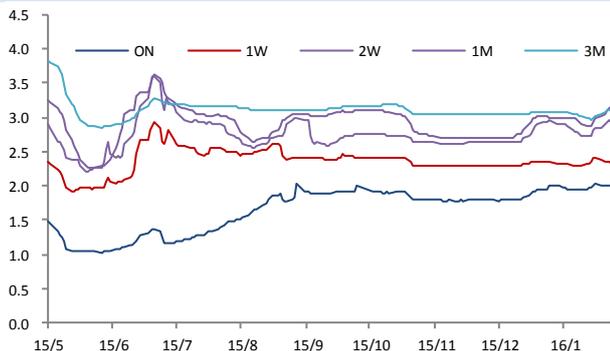
数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

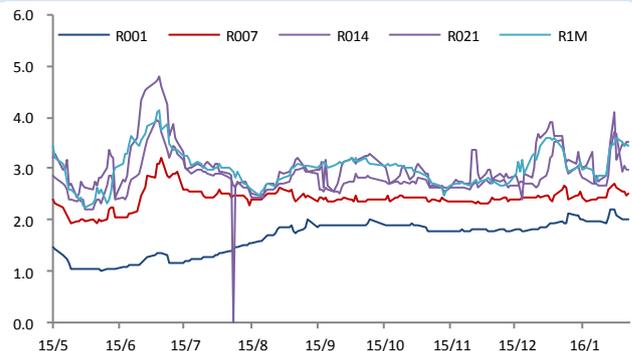
（一）货币市场

本周初，受降准预期的破灭以及一月份信贷投放超高的影响，流动性整体偏紧，跨年资金利率也进一步走高。随后央行于周二、周四、周五分别进行了4400亿元、3400亿元及1000亿元逆回购，加上28日下午增加公开市场操作的通知，资金面开始逐步企稳。Shibor利率较周初小幅上行，银质押利率大幅下降。

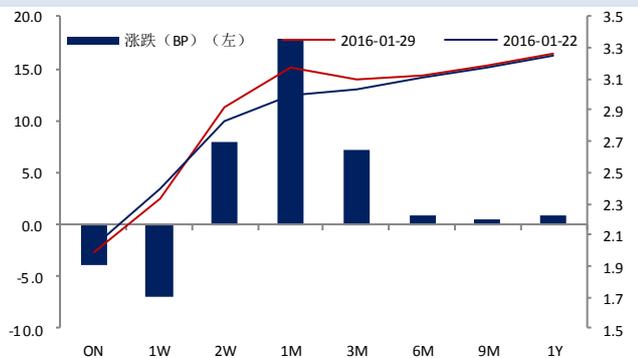
周五Shibor隔夜利率1.9890%，较上期下行0.9BP；Shibor1周期报2.3300%，较上期持平；Shibor2周报2.9160%，较上期上行1.4BP；Shibor1月期报3.1680，较上期上行16.7BP；Shibor3月期报3.1030，较上期上行1.7BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报2.0141，较上期下行17.64BP；7天报2.5238，较上期下行19.61BP，14天报2.9683%，较上期下行73.79BP；21天报3.5162%，较上期下行59.3BP；1月报3.4267%，较上期下行7.04BP。

图 11 SHIBOR 利率走势


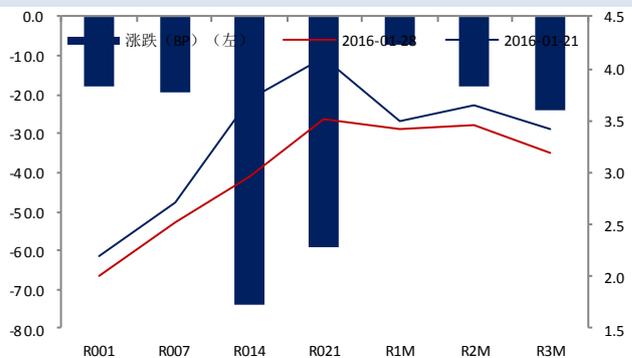
数据来源: Wind、国都期货研究所

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


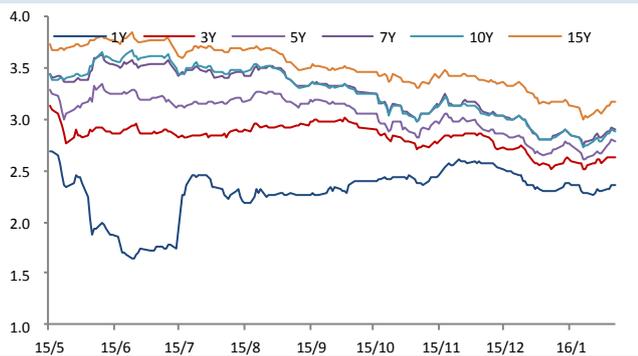
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

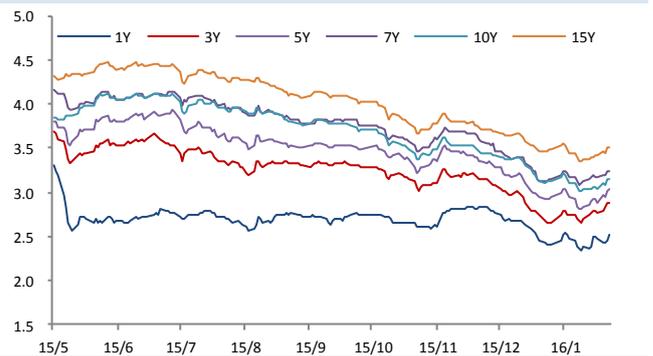
流动性从紧到松, 二级市场收益率同样经历了先反弹再回落的过程, 但与周初相比, 各期限收益率均有不同程度上行。截至周四收盘, 1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.3608%、2.6240%、2.7814%、2.8973%和2.8866%, 分别较上期上行6.02BP、2.45BP、11BP、6.8BP和9.52BP。国开债1、3、5、7、10年期收益率分别报2.5251%、2.8828%、3.0364%、3.2475%和3.1535%, 分别较上期上行2.97BP、8.8BP、12.42BP、7.11BP和9.51BP。

一级市场方面, 周一农发行5期债, 1、3、5、10年期固息债中标利率分别为2.3493%、2.7546%、2.9924%和2.2522%, 全场倍数分别为4.28、2.55、3.02和3.01; 周二, 国开行发行5期债, 1、3、5、7、10年期固息债, 中标利率分别为2.3296%、2.7386%、2.8969%、3.157%和3.0658%, 全场倍数分别为2.99、2.21、2.24、3.57和2.5。虽然各期限中标利率均低于二级市场, 但仅有7年期招标倍数在3以上, 配置需求较为谨慎; 周三, 财政部招标发行3年期及10年期国债, 中标利率分别为2.5466%和2.851%, 全场倍数分别为2.82及3.32, 在流动性压力趋缓的情况下, 国

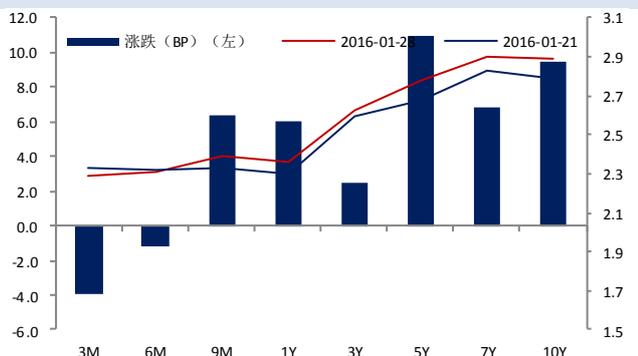
债招标结果表现尚可，3 年期中标利率也低于预期；周四，国开行招标发行3期债，1年期SHIBOR浮息债中标利率2.6460%，全场倍数1.93；5年期SHIBOR浮息债中标利率3.3952%，全场倍数2.04；20年期固息债中标利率3.8255%，全场倍数5.49；周五，财政部91天期国债加权中标利率2.0963%，全场倍数3.52，人气回暖。

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

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

四、后市展望

从最新的数据来看，工业企业利润降幅扩大，11 月高频数据出现的反弹可谓昙花一现，虽然不可否认经济升级转型方向取得了一系列进步，但工业企业去产能依旧任重道远，基本面企稳仍需时日。在央行巨额投放流动性后，资金利率暂时企稳，而国债招标情况尚佳也显示机构的情绪也有所修复。此外，股市频繁的大幅震荡也进一步带动风险偏好下行，债市避险价值凸显。而美联储声明偏鸽派，3月加息的概率进一步走低，人民币汇率压力对利率的制约可能会因此减轻。此外，由于目前10 年期国债收益率较低点已出现了较大幅度的回调，触及阶段性定点的概率较大，收

益率回落可期。此外由于春节假期恰处于移仓换月时节，故目前已出现提前移仓的现象，次季合约持仓量快速上升。操作上，鉴于央行增加春节期间公开市场操作场次，资金面企稳的概率偏大，建议可在收益率冲高后轻仓试多，或者选择暂时观望，轻仓过节。

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。