

资金面走稳 利率品弱勢难改

主要观点

行情回顾。虽然本周公开市场净回笼 8400 亿元，但由于央行意外宣布降准，流动性预期走稳，货币市场利率也连续走低。然而，由于降准更多在于对冲流动性风险，宽松意义有限，加上信贷、汇率、通胀预期等多方面因素的压制，利率债整体表现依旧颇为低迷，收益率曲线也继续陡峭化，市场观望情绪也较为浓重。受现券端表现低迷以及资金面波动的影响，期债震荡格局不改，五债表现整体强于十债。本周 TF1606 开盘 100.385 元，收盘 100.370 元；T1606 开盘 99.375 元，收盘 99.085 元。

PMI 数据继续回落，实体经济压力不减。与预期相符，受春节期间企业停工减产、员工集中返乡的影响，2 月 PMI 出现季节性回落。而除了春节因素外，在新旧产能转换的大环境中，经济运行下行压力不减，实体经济经营环境也在不断恶化。虽然随着季节性因素消退，企业生产经营活动有望好转，但制造业想从根本上摆脱困境，仍需要有针对性的采取刺激政策并积极托底经济增长，在发展新兴产业的同时激发传统产业的活力，避免出现大的经济波动。

央行意外降准，旨在对冲流动性风险。结合近期资金面的表现来看，央行此次降准更多的是为了对冲流动性突然趋紧的局面，而非主动宽松。由于人民币贬值压力不减，加上春节前投放的资金集中到期，货币市场利率连续攀升，流动性预期也较为负面，降准除能释放足够的资金来对冲外汇占款损失外，也能平滑由于货币工具期限不匹配造成的流动性短期波动，同时对市场的信心也能起到一个稳定的效果。而从国际范围来看，欧、日央行进一步宽松的预期较强，美国 3 月加息的概率也偏低，此时降准对汇率的负面影响有限。而下一阶段，货币政策的调整空间可能会依旧经济数据的表现来进行。

后市展望。在央行意外宣布降准后，此后四天的公开市场操作更为灵活，货币市场也保持着整体宽松的状态，资金利率也多数小幅下行。但在缺乏利好刺激的情况下，加上 2 月信贷、通胀数据预期偏高的压力，利率债表现难见起色，收益率曲线也继续陡峭化，期债走势同样震荡。而从基本面看，实体经济经营难度不减，货币宽松空间也较为有限，利率债走势仍缺乏方向性，盘整局面可能需数据出炉后才会有所改变。操作上，依旧建议做陡收益率曲线，关注高频数据表现。同时，关注两会中关于稳增长政策的言论，如果有更多刺激政策出炉，则长债压力不减。

报告日期 2016-03-04

研究所

罗玉

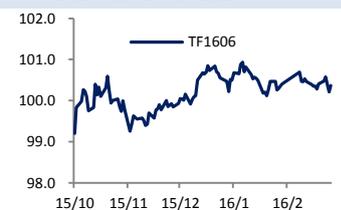
国债期货分析师

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	4
(一) PMI 数据继续回落，实体经济压力不减	4
(二) 央行意外降准，旨在对冲流动性风险	6
三、债券市场表现	6
(一) 货币市场	6
(二) 利率债市场	7
四、后市展望	9

插图

图 1 TF1606 走势	4
图 2 T1606 走势	4
图 3 TF1606 成交量及持仓量	4
图 4 T606 成交量及持仓量	4
图 5 PMI	5
图 6 PMI 分项指数	5
图 7 央行公开市场操作	6
图 8 人民币兑美元中间价	6
图 9 SHIBOR 利率走势	7
图 10 银行间质押式回购利率走势	7
图 11 SHIBOR 利率周变化	7
图 12 银质押利率周变化	7
图 13 国债收益率周变化	8
图 14 国开债收益率周变化	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

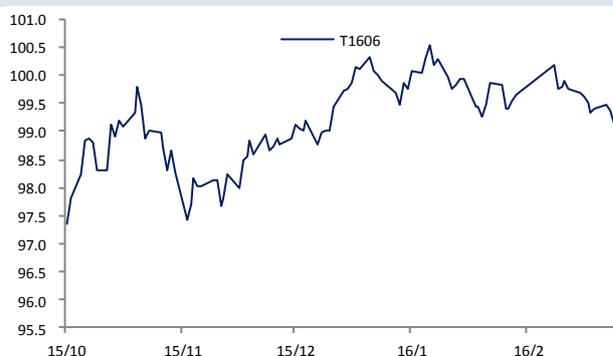
虽然本周公开市场净回笼8400亿元，但由于央行意外宣布降准，流动性预期走稳，货币市场利率也连续走低。然而，由于降准更多在于对冲流动性风险，宽松意义有限，加上信贷、汇率、通胀预期等多方面因素的压制，利率债整体表现依旧颇为低迷，收益率曲线也继续陡峭化，市场观望情绪也较为浓重。受现券端表现低迷以及资金面波动的影响，期债震荡格局不改，五债表现整体强于十债。本周TF1606开盘100.385元，收盘100.370元；T1606开盘99.375元，收盘99.085元。

图 1 TF1606 走势



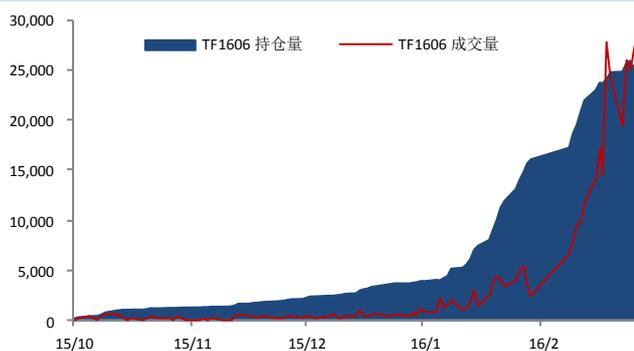
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1606 走势



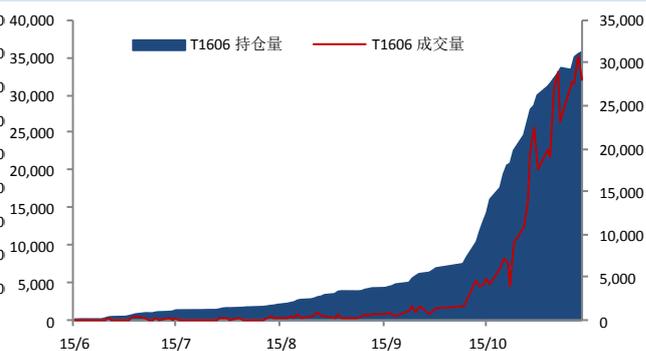
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF1606 成交量及持仓量



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 4 T1606 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) PMI 数据继续回落，实体经济压力不减

国家统计局服务业调查中心与中国物流与采购联合会公布，2016年2月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，低于上月0.4个百分点；中国非制造业商务活动指数为52.7%，比上月回落0.8个百分点。

由于春节假期的到来，企业开工率低、生产活动放缓，制造业生产和需求均出现季节性回落，2月PMI也延续了1月的下滑趋势，连续7个月收于枯荣线之下，并创下2011年11月以来新低。其中，生产指数（50.2）、新订单指数（48.6）、从业人员指数（47.6）分别较上月下滑1.2%、0.9%和0.2%，制造业生产增速继续放缓，且市场需求持续回落、企业用工量继续减少；原材料库存指数48.0%，较上月回升1.2个百分点，但仍处于枯荣线之下，制造业主要原材料库存继续回落，但降幅出现收窄。而分企业规模看，大、中、小型企业PMI均落于临界点之下。其中，大型企业PMI（49.9）和小型企业PMI（44.4）分别较上月回落0.4%和1.7%，中型企业PMI为49.0，与上月持平。

非制造业商务活动指数虽仍高于枯荣线，但增速继续放缓。具体来看，受春节假期的影响，服务业商务活动指数、新订单指数均较上月有所下滑，下行幅度分别为0.5%和0.9%。而投入品价格指数、销售价格指数、从业人员指数均较上月出现回升，升幅分别为0.6%、0.6%和0.1%，可见非制造业企业用于生产运营的投入品价格总水平有所上涨，且销售价格总水平降幅有所收窄。业务活动预期指数（59.5）较上月回升1.1个百分点，连升两月，仍处于景气区间。

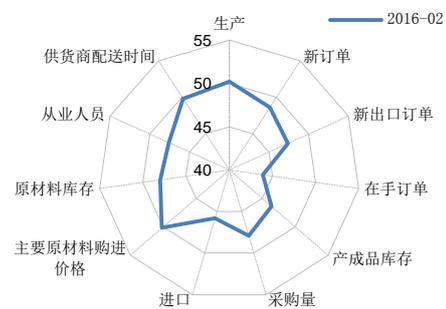
与预期相符，受春节期间企业停工减产、员工集中返乡的影响，2月PMI出现季节性回落。而除了春节因素外，在新旧产能转换的大环境中，经济运行下行压力不减，实体经济经营环境也在不断恶化。虽然随着季节性因素消退，企业生产经营活动有望好转，但制造业想从根本上摆脱困境，仍需要有针对性的采取刺激政策并积极托底经济增长，在发展新兴产业的同时激发传统产业的活力，避免出现大的经济波动。

图 5 PMI



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 PMI 分项指数



数据来源：Wind、国都期货研究所

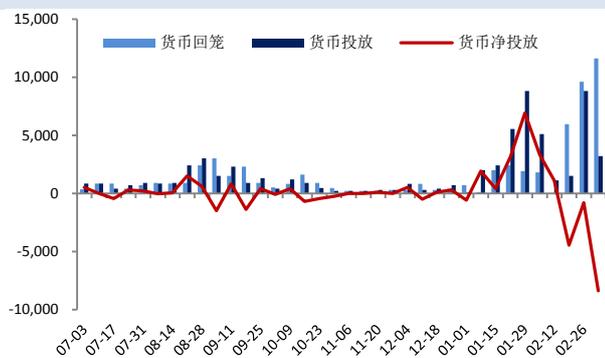
（二）央行意外降准，旨在对冲流动性风险

央行宣布自2016年3月1日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

从2015年10月开始，降准预期数度落空，而央行也多次表态称降准的信号意义过强，会增加人民币贬值压力。市场因此形成了共识，那就是央行会通过增加公开市场操作频率以及更加灵活的使用货币政策工具等方式来代替降准，以平衡宽松货币政策及人民币汇率稳定间的关系。而央行于2月29日傍晚宣布降准，可谓超出市场预期。

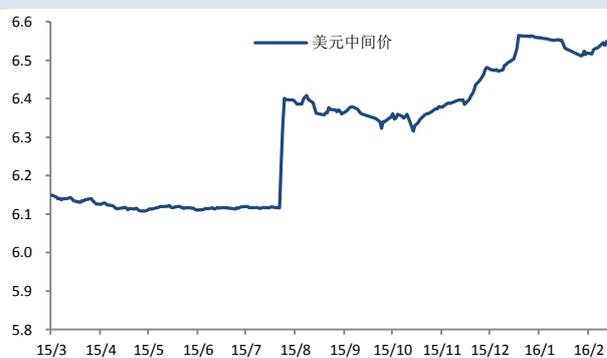
但结合近期资金面的表现来看，央行此次降准更多的是为了对冲流动性突然趋紧的局面，而非主动宽松。由于人民币贬值压力不减，加上春节前投放的资金集中到期，货币市场利率连续攀升，流动性预期也较为负面，降准除能释放足够的资金来对冲外汇占款损失外，也能平滑由于货币工具期限不匹配造成的流动性短期波动，同时对市场的信心也能起到一个稳定的效果。而从国际范围来看，欧、日央行进一步宽松的预期较强，美国3月加息的概率也偏低，此时降准对汇率的负面影响有限。而下一阶段，货币政策的调整空间可能会依旧经济数据的表现来进行。

图7 央行公开市场操作



数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 人民币兑美元中间价



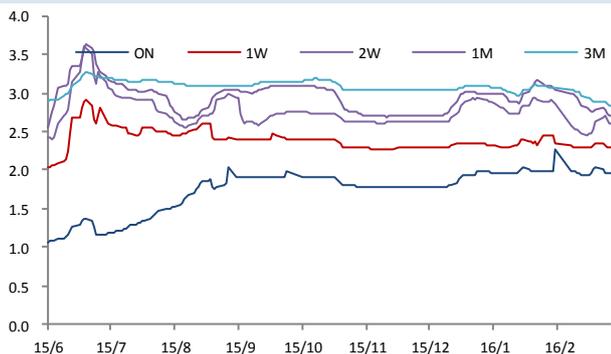
数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

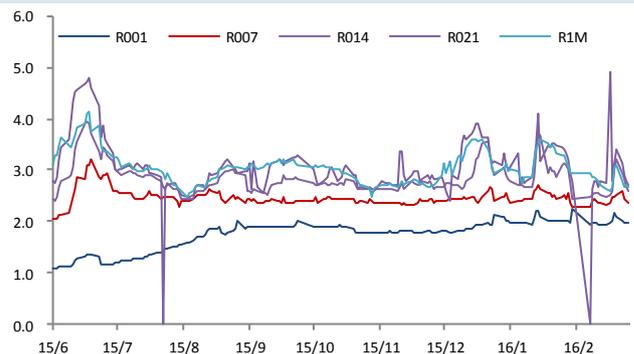
（一）货币市场

央行于2月29日晚间宣布降准，虽此后连续两天暂停逆回购操作，但流动性收紧的局面明显得到缓解，资金利率也重回下行通道。周五Shibor隔夜利率1.9570%，较上期下行4.7BP；Shibor1周期报2.2970%，较上期下行2.4BP；Shibor2周报2.6130%，较上期上行9.6BP；Shibor1月期报

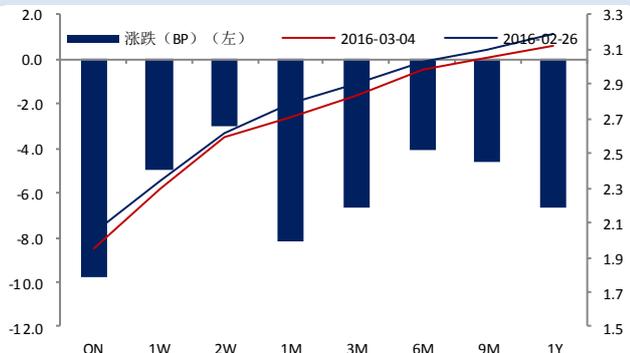
2.7160%，较上期下行4.1BP；Shibor3月期报2.8400%，较上期下行5.9BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报1.9758%，较上期下行19.35BP；7天报2.3450%，较上期下行12.66BP，14天报2.5776%，较上期下行42.67BP；21天报2.6962%，较上期下行44.26BP；1月报2.6525%，较上期下行39.35BP。

图 9 SHIBOR 利率走势


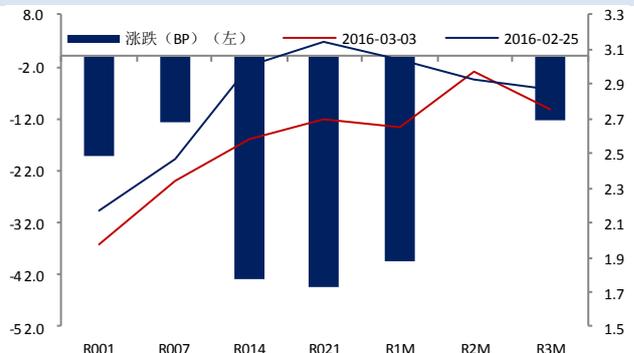
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 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 11 SHIBOR 利率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

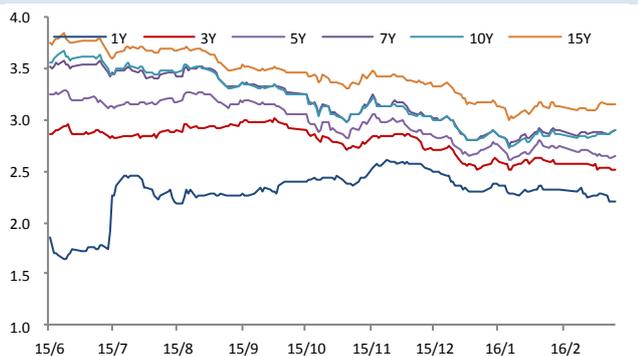
图 12 银质押利率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

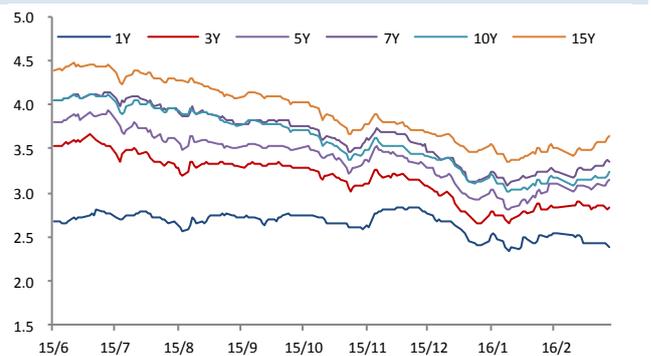
（二）利率债市场

虽然资金面走松，但利率债在本周走势依旧偏弱，收益率曲线连续走陡，10年期国债收益率更是在2.8%-2.9%的区间持续震荡后，突破了2.9%的阶段高位。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.2132%、2.5118%、2.6376%、2.8930%和2.9002%，分别较上期变动-7.02BP、-2.01BP、-2.75BP、1.34BP和3.51BP。1、3、5、7、10年期国开债收益率分别报2.3852%、2.8343%、3.1566%、3.3434%和3.2289%，分别较上期变动-4.71BP、-0.74BP、7.22BP、4.83BP和3.89BP。

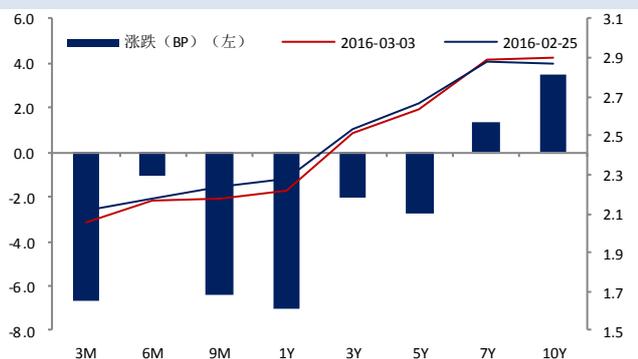
一级市场方面，周一，农发行招标发行两期债，7年期及10年期的中标利率分别为3.3500%和3.3909%，全场倍数分别为2.43和3.35；周二，国开行发行3、5、7、10年期债，中标利率分别为2.72%、3.0021%、3.3871%和3.1695%，全场倍数分别为3.83、2.03、1.64和2.03，仅三年期品种中标利率低于预期；周三，财政部发行2期债，1年期及10年期中标利率分别为2.1518%和2.8585%，全场倍数分别为1.79和2.65，中标利率低于市场预期，但需求一般；周四，进出口行发行3期债，3、5、10年期中标利率分别为2.7858%、3.1239%和3.4424%，全场倍数分别为2.31、2.00和2.91，短端中标利率低于二级市场水平，但长端利率高于二级水平，需求均一般；周五，财政部发行91天期国债，中标利率1.9366%，全场倍数2.79，中标利率低于二级市场水平，但需求仍不足3倍，机构配置需求谨慎。

图 13 国债收益率周变化


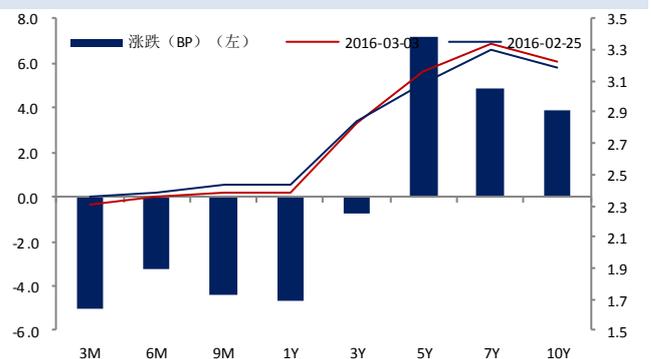
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 国开债收益率周变化


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

在央行意外宣布降准后，此后四天的公开市场操作更为灵活，货币市场也保持着整体宽松的状态，资金利率也多数小幅下行。但在缺乏利好刺激的情况下，加上2月信贷、通胀数据预期偏高的压力，利率债表现难见起色，收益率曲线也继续陡峭化，期债走势同样震荡。而从基本面看，实体经济经营难度不减，货币宽松空间也较为有限，利率债走势仍缺乏方向性，盘整局面可能需数据出炉后才会有所改变。操作上，依旧建议做陡收益率曲线，关注高频数据表现。同时，关注两会中关于稳增长政策的言论，如果有更多刺激政策出炉，则长债压力不减。

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。