

## 资金面宽松 收益率继续下行

### 主要观点

**行情回顾。**由于央行本周再次实现净投放，资金面整体维持宽松局面，而在经历了上周的震荡企稳过程后，债市在本周整体表现强势。一级市场利率债供需两旺，配置热情火爆，二级市场收益率各期限也纷纷刷新近年来低点，10年期品种表现尤为抢眼。期债表现同样强势，本周前三天，受资金面及情绪面的共同作用，期债连续收红，主力合约双双创出新高。但周四逆回购放量一定程度上冲淡降准预期，做多情绪因此受到影响，期债也出现了较大幅度回调。而情绪冲击在周五减弱，期债再度收涨，本周五个交易日四涨一跌，TF1603 开盘 100.745 元，收盘 101.050 元；T1603 开盘 100.210 元，收盘 100.645 元。

**进出口表现均超预期，但对港贸易异常不可忽视。**根据 WTO 数据，2015 年前十个月，全球进出口数据降幅超过一成。内外需疲弱从根本上制约了我国贸易在 2015 年的发展。出口方面，由于 12 月以来贬值预期集中释放，加上前期稳增长政策的持续释放以及翘尾因素的影响，出口数据表现超出预期。进口方面，由于国际原油及大宗商品价格大幅下跌，带动进口价格大幅回落，而内需较为低迷也造成大宗商品进口量增速有所放缓。但值得注意的是，12 月对香港进、出口总值分别同比上涨 65% 和 10.8%，进口增幅创三年来新高。由于 12 月离岸人民币贬值预期强烈，不能排除由于企业有换汇需求，通过虚假贸易将资产兑换为美元的行为。

**金融数据出炉，实体经济融资需求仍然疲弱。**在 11 月各项金融数据普遍出现反弹后，除社融增量在 12 月表现超出预期外，新增贷款及货币数据表现均有所回落。由于制造业企业经营依旧没有起色，且非制造业数据在 12 月也出现回落，实体经济融资意愿较为疲弱。而房地产销售情况持续改善，带动居民中长期贷款大幅增长。而由于 10 月以后货币政策以平稳为主，加上近月来汇率波动大幅走阔、外汇占款大幅下降，降准预期被不断推后，货币增速也低于前值及市场预期。而央行口径外汇占款下降 7082 亿元，刷新上月记录，再创历史最大降幅。

**后市展望。**宏观数据整体表现不见起色，实体经济经营情况改善仍然任重道远。虽然本周逆回购维持放量有助于资金面的宽松，但周末降准兑现的可能性再次降低。在连续三天大涨后，受获利了结压力的影响，债市在周四出现了一定的回调，但周五午后 A 股大跌后，风险偏好推动期债再度走高，但在本周大涨的过程中，成交、持仓没有放量迹象。由于近期消息面较为平淡，债市的涨跌更多的由宽松预期所推动，而逆回购放量、汇率波动走阔均一定程度上干扰了降准预期，短期做多情绪稍显不足。由于春节前货币工具投放存在不确定性，期债维持偏强震荡的可能性较大，需关注央行货币政策操作情况。仍建议在持有仓底多单的情况下，逢高适度减仓，不要盲目追高。

报告日期 2016-01-15

### 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) 12月进出口表现均超预期，但对港贸易异常不可忽视 .....	4
(二) 金融数据出炉，实体经济融资意愿依旧疲弱 .....	5
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

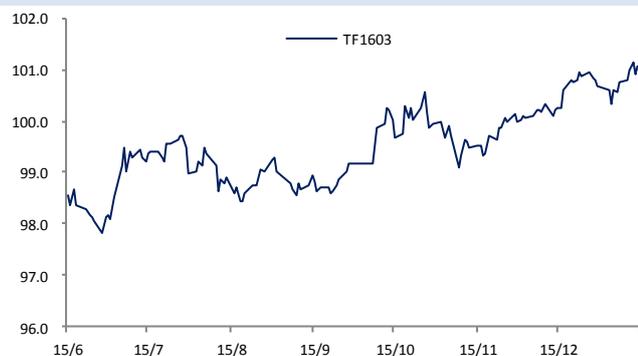
## 插图

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 进出口金额.....	5
图 6 离岸、在岸人民币价差.....	5
图 7 社会融资规模.....	6
图 8 M1、M2 余额同比 .....	6
图 9 新增人民币贷款及同比变化.....	6
图 10 央行公开市场操作.....	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
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

由于央行本周再次实现净投放，资金面整体维持宽松局面，而在经历了上周的震荡企稳过程后，债市在本周整体表现强势。一级市场利率债供需两旺，配置热情火爆，二级市场收益率各期限也纷纷刷新近年来低点，10年期品种表现尤为抢眼。期债表现同样强势，本周前三天，受资金面及情绪面的共同作用，期债连续收红，主力合约双双创出新高。但周四逆回购放量一定程度上冲淡降准预期，做多情绪因此受到影响，期债也出现了较大幅度回调。而情绪冲击在周五减弱，期债再度收涨，本周五个交易日四涨一跌。本周TF1603开盘100.745元，收盘101.050元；T1603开盘100.210元，收盘100.645元。

图 1 TF1603 走势



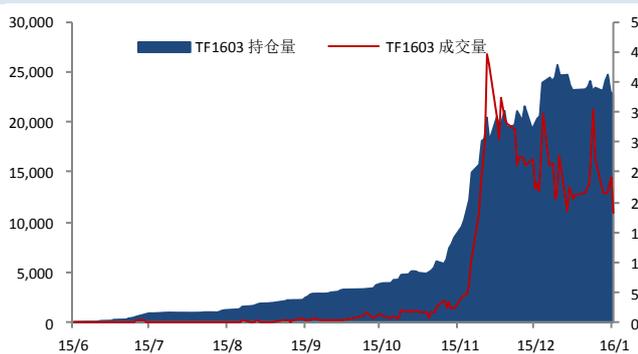
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



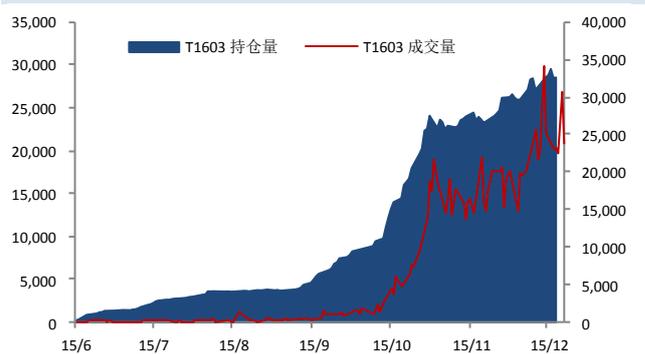
数据来源：Wind、国都期货研究所

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) 12月进出口表现均超预期，但对港贸易异常不可忽视

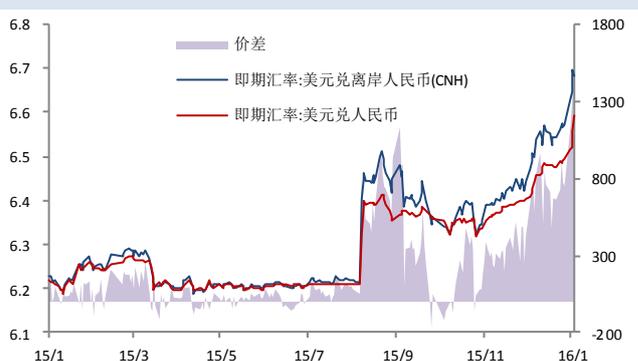
12月，中国进出口数据表现均超出预期。其中，出口同比上升2.3%，前值-3.7%，预期-4.1%；进口同比下降4%，前值-5.6%，预计-7.9%；贸易顺差3820.5亿元，前值3431亿元。2015年我国贸易进出口总值24.59万亿元人民币，同比下降7%；出口14.14万亿元，同比下降1.8%；进口10.45万亿元，同比下降13.2%；贸易顺差3.69万亿元人民币，同比扩大56.7%。

在全球经济整体乏力的背景下，全球贸易也在低谷徘徊，根据WTO数据，2015年前十个月，全球进出口数据降幅超过一成。内外需疲弱从根本上制约了我国贸易在2015年的发展，进出口也出现了双降局面。年末贬值预期集中释放，加上前期稳增长政策的持续释放以及翘尾因素的影响，12月出口数据表现超出预期。而由于国际原油及大宗商品价格大幅下跌，带动进口价格大幅回落，内需低迷也造成大宗商品进口量增速有所放缓。但值得注意的是，12月对香港进、出口总值分别为21.6亿美元和460亿美元，分别同比上涨65%和10.8%，进口增幅创三年来新高。由于12月离岸人民币贬值预期强烈，不能排除由于企业有换汇需求，通过虚假贸易将资产兑换为美元的行为。

展望2016年一季度，外需低迷的情况难有根本性改善，而目前地缘政治摩擦不断增加也一定程度上增加了外贸发展的不确定性。此外，汇率变化仍是影响出口的一大因素。而由于12月外贸出口先导数据较11月出现回落，加上春节假期即将来临的季节性影响，一季度出口压力不容乐观。

**图5 进出口金额**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图6 离岸、在岸人民币价差**


数据来源：Wind、国都期货研究所

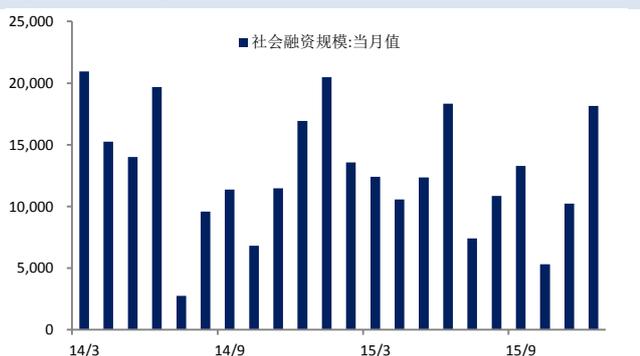
## （二）金融数据出炉，实体经济融资意愿依旧疲弱

据央行最新出炉的数据显示，12月，中国新增人民币贷款5978亿元，前值7089亿元；2015年全年人民币贷款增加11.72万亿元，同比多增1.81万亿元。12月社会融资规模1.82万亿元，较前值增加6700亿元，同比增加1255亿元。2015年全年社会融资规模增量15.41万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的73.1%。

货币方面，12月末，M2余额139.23万亿元，同比增长13.3%，较上月减速0.4个百分点。M1余额40.10万亿元，同比增长15.2%，增速较上月减速0.5个百分点，较上年末高12个百分点。

在11月各项金融数据普遍出现反弹后，除社融增量在12月表现超出预期外，新增贷款及货币数据表现均有所回落。由于制造业企业经营依旧没有起色，且非制造业数据在12月也出现回落，实体经济融资意愿较为疲弱。而房地产销售情况持续改善，带动居民中长期贷款大幅增长。社融规模超出预期，直接融资回升，其中股票融资同比多增875亿元，企业债券同比多增3939亿元。

由于10月以后货币政策以平稳为主，加上近月来汇率波动大幅走阔，外汇占款大幅下降，降准预期被不断推后，货币增速也低于前值及市场预期。财政存款下降1.46万亿，赤字水平进一步扩大。而央行口径外汇占款下降7082亿元，刷新上月记录，再创历史最大降幅。

**图7 社会融资规模**


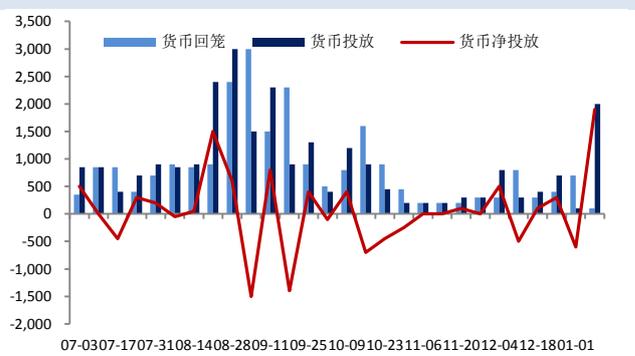
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图8 M1、M2 余额同比**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图9 新增人民币贷款及同比变化**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图10 央行公开市场操作**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、债券市场表现

#### (一) 货币市场

继上周央行逆回购放量后，本周央行继续维持净投放的局面，资金面整体仍保持宽松格局，但因此降准预期也受到一定影响。而离岸市场人民币多空争夺激烈，数度与在岸市场出现汇差倒挂，套利空间被迅速压缩，贬值压力稍有缓解，但周五午后A股再度急跌，离岸人民币贬值势头再起，接近6.62水平。周五Shibor隔夜利率1.9560%，较上期下行0.2BP；Shibor1周期报2.3030%，较上期下行0.5BP；Shibor2周报2.7380%，较上期下行12.9BP；Shibor1月期报2.8990，较上期下行10BP；Shibor3月期报3.0080，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1.9744，较上期下行1.9BP；7天报2.4318，较上期下行0.26BP，14天报2.6590%，较上期下行17.84BP；21天报2.7622%，较上期下行23.78BP；1月报2.8463%，较上期下行12.09BP。

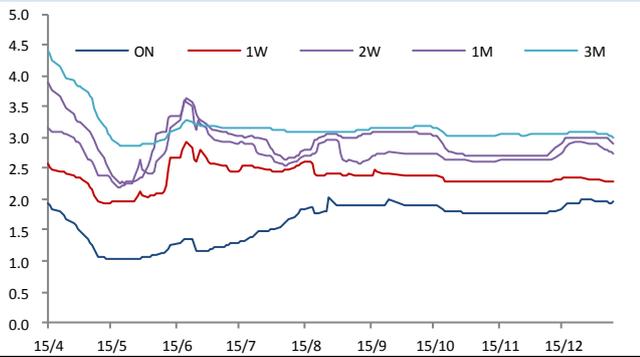
#### (二) 利率债市场

利率债在本周表现强势，10年期国债及国开债收益率纷纷创出近年来新低，国开债收益率下行幅度更是强于国债。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.2793%、2.5199%、2.6084%、2.7796%和2.7513%，分别较上期下行9.07BP、9.11BP、14.54BP、8.03BP和9.98BP。国开债1、3、5、7、10年期收益率分别报2.3357%、2.6577%、2.8124%、3.1085%和3.0192%，分别较上期下行17.03BP、9.44BP、18.64BP、9.71BP和12.34BP。

一级市场方面，本周利率债供需两旺，除周四进出口行中标倍数偏弱外，多次出现博取边际收益的情况。周二，国开行发行5期固息债，1、3、5、7、10年期中标利率分别为2.243%、2.5992%、2.7716%、3.0977%和3.014%，全场倍数分别为4.8、3.26、4.2、3.54和3.75。中标利率均低于市场预测，1年期更是低于二级市场利率约20BP。周三，财政部发行5年期国债，中标利率2.53%，远低于预期，全场倍数3.46，配置需求不俗；农发行发行1、3、5、7、10年期固息债，中标利率分别为2.2640%、2.5958%、2.7904%、3.0682%和3.0754%，均远低于二级市场水平，全场倍数分别为3.87、3.29、3.70、4.06和4.23，其中7年期边际倍数高达37倍。周四，进出口行发行3期债，3、5、10年期中标利率分别为2.5939%、2.8316%和3.0790%，全场倍数分别为2.58、2.27和2.41。虽然中标利率均低于二级市场，但与此前火爆的认购情况相比，不足3的中标倍数显示配置热情开始趋于谨慎。国开行1年期及5年期中标利率分别为2.3622%和3.01%，

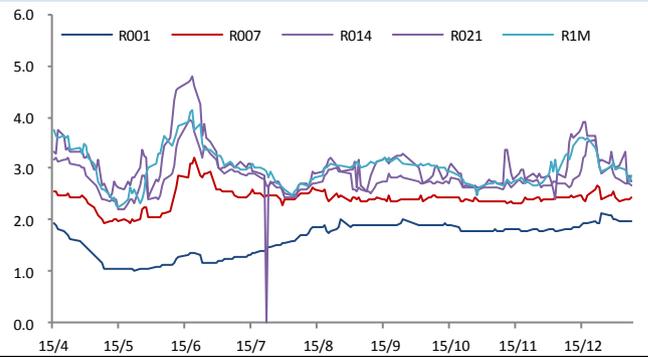
3 年期浮息债中标利差-5BP, 1、3、5 期年全场倍数分别为 4.0、2.77 和 3.44, 招标情况表现好于进出口行债。

图 11 SHIBOR 利率走势



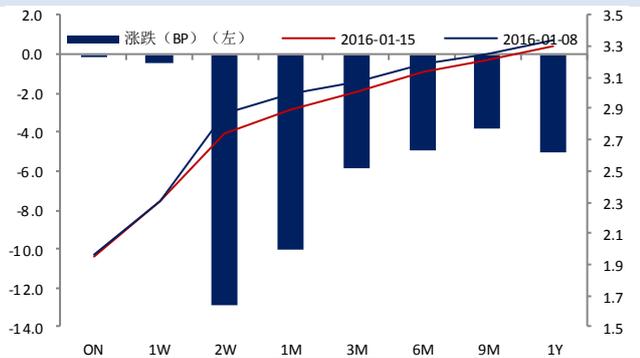
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势



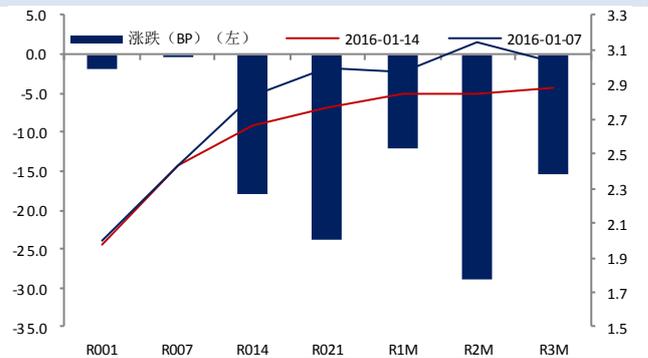
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化



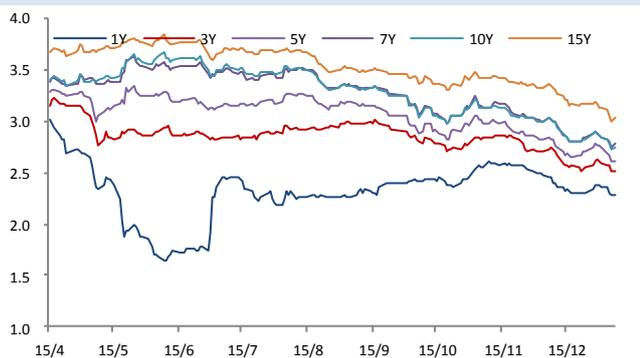
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 银质押利率周变化



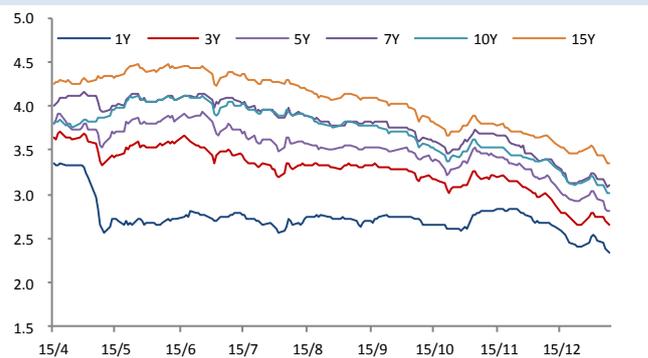
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 国债收益率周变化



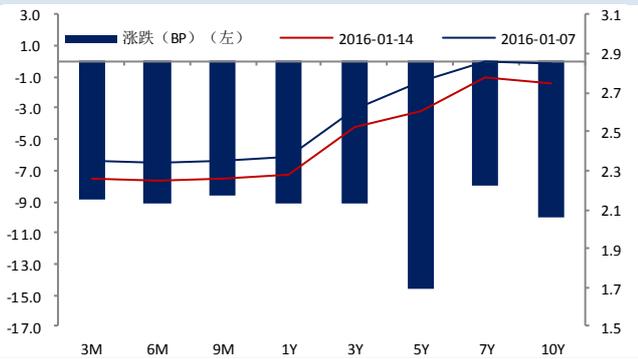
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 国开债收益率周变化



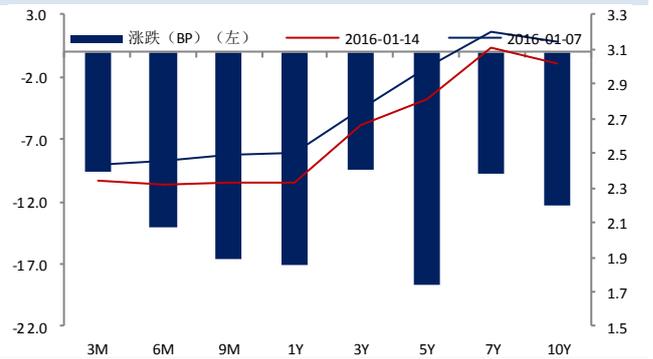
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

宏观数据整体表现不见起色，实体经济经营情况改善仍然任重道远。虽然本周逆回购维持放量有助于资金面的宽松，但周末降准兑现的可能性再次降低。在连续三天大涨后，受获利了结压力的影响，债市在周四出现了一定的回调，但周五午后A股大跌后，风险偏好推动期债再度走高，但在本周大涨的过程中，成交、持仓没有放量迹象。由于近期消息面较为平淡，债市的涨跌更多的由宽松预期所推动，而逆回购放量、汇率波动走阔均一定程度上干扰了降准预期，短期做多情绪稍显不足。由于春节前货币工具投放存在不确定性，期债维持偏强震荡的可能性较大，需关注央行货币政策操作情况。仍建议在持有仓底多单的情况下，逢高适度减仓，不要盲目追高。

### 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。