

## 资金面告急 债市遇波折

### 主要观点

**行情回顾。**本周资金面一度走紧，银行间质押式回购隔夜利率更是一度触及 5% 的水平。针对流动性紧张的局面，央行也采取了一系列货币市场工具来稳定市场，单周净投放近万亿。资金面的紧张局面的从周四下午开始缓解，此前受流动性压制的债市也在本周后期重回涨势。期债在本周先跌后涨，受资金面压制收跌，但随着央行不断投放流动性，以及股市表现弱势，期债在触及 20 日均线后，获得较强支撑后震荡上升，但成交持仓均出现萎缩，市场逐步回归理性。本周 TF1603 开盘 101.015 元，收盘 100.875 元；T1603 开盘 100.610 元，收盘 100.420 元。

**GDP 基本符合预期，通缩压力不容小觑。**2015 年全年经济数据出炉，总体来说，虽然 GDP 增速 25 年来首次破 7%，但 6.9% 的增速也基本符合预期，然而工业增速继续下降，通缩压力依旧严峻。第三产业仍是经济增长的主要动力，对 GDP 累计同比贡献率达到 57.7%，但受 6 月股灾的影响，金融业对 GDP 累计同比贡献率在上下半年呈现分化状态，先涨后跌，贡献率逐步下降。工业通缩不改，但新兴产业增长较快，购置税政策有效的拉动了相关行业的增长，但长期效果可否持续仍有待观察。

**消费亮点较多，投资继续下滑。**2015 年全年社会消费品零售总额比上年名义增长 10.7%，扣除价格因素实际增长 10.6%。最终消费支出对 GDP 增长的贡献率达到 66.4%。全年全国网上零售额比上年增长 33.3%，达 38773 亿元，成为消费新亮点。全年固定资产投资较上年名义增长 10.0%，扣除价格因素实际增长 12.0%，实际增速较上年回落 2.9 个百分点。外需疲弱，内需不足，制造业投资下行趋势难改。而虽然一线城市房价出现明显上涨，但二三线城市库存压力仍维持高位，地产投资增速也难有起色。2016 年基建投资值得期待，但投资增速恐将延续下滑趋势。

**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。年末资金面快速趋紧也给债市带来了不小的影响，情绪面也受到一定打压，期债成交持仓均出现萎缩。但随着央行公开市场注资规模创下新高，流动性紧张的局面开始缓解，且本周招标情况显示机构配置需求依旧旺盛，债市偏强震荡的逻辑依旧成立。短期来看，春节临近，资金面扰动恐将延续，建议关注央行的货币政策投放以及资金面的反应，逢高适度减仓，轻仓过年。

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

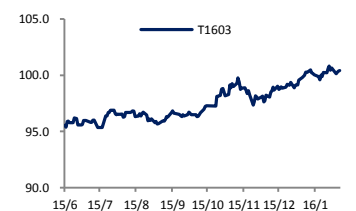
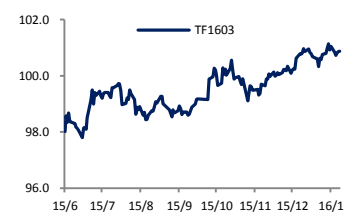
国债期货分析师

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 .....	4
(一) GDP 增速符合预期，通缩压力不容小视 .....	4
(二) 消费亮点较多，投资继续下滑 .....	6
(三) 直接融资规模扩大，银行结售汇维持逆差 .....	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 .....	10

## 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 GDP 当季值及当季同比 .....	5
图 6 三大产业 GDP 累计同比贡献率 .....	5
图 7 工业增加值 .....	5
图 8 汽车产量显著增加 .....	5
图 9 社会消费品零售总额 .....	6
图 10 消费对 GDP 的贡献率不断提高 .....	6
图 11 固定资产投资完成额 .....	6
图 12 三大行业固定资产投资累计同比 .....	6
图 13 社会融资规模当月值 .....	7
图 14 新增人民币贷款当月值 .....	7
图 15 SHIBOR 利率走势 .....	9
图 16 银行间质押式回购利率走势 .....	9
图 17 SHIBOR 利率周变化 .....	9
图 18 银质押利率周变化 .....	9
图 19 国债收益率周变化 .....	9
图 20 国开债收益率周变化 .....	9
图 21 国债收益率周变化 .....	10
图 22 国开债收益率周变化 .....	10

## 一、行情回顾

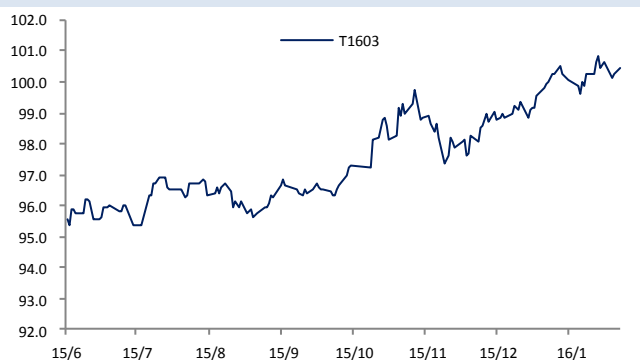
本周，资金面一度走紧，Shibor利率攀升至2015年9月以来新高，银行间质押式回购隔夜利率更是一度触及5%的水平。针对流动性紧张的局面，央行也采取了一系列货币市场工具来稳定市场，公开市场净投放创出新高之余，进行了SLF及MLF操作，单周净投放近万亿。资金面的紧张局面从周四下午开始缓解，银质押利率全线回落，此前受流动性压制的债市也在本周后期重回涨势。从情绪上看，虽然本周收益率出现上行，但一级市场招标情况表现仍佳，机构配置需求并未明显受到冲击。期债在本周先跌后涨，受资金面压制收跌，但随着央行不断投放流动性，以及股市表现弱势，期债在触及20日均线后，获得较强支撑后震荡上升，但成交持仓均出现萎缩，市场逐步回归理性。本周TF1603开盘101.015元，收盘100.875元；T1603开盘100.610元，收盘100.420元。

图 1 TF1603 走势



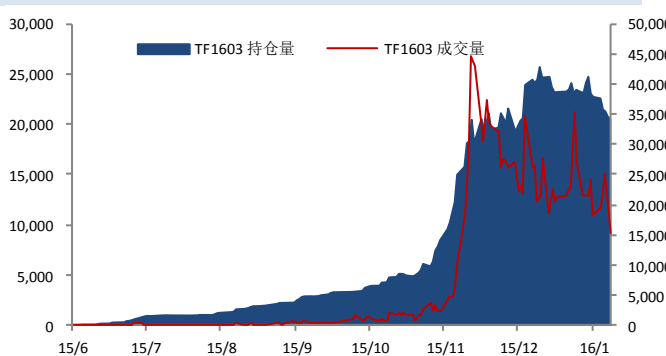
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



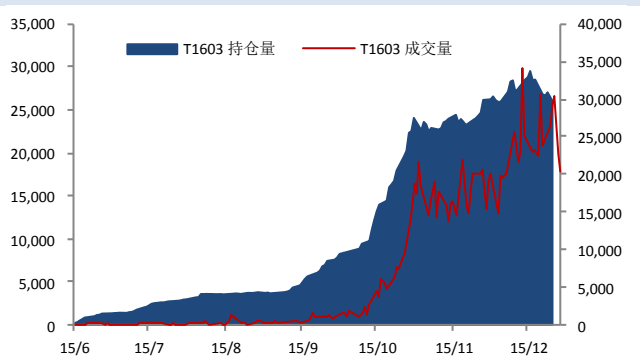
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



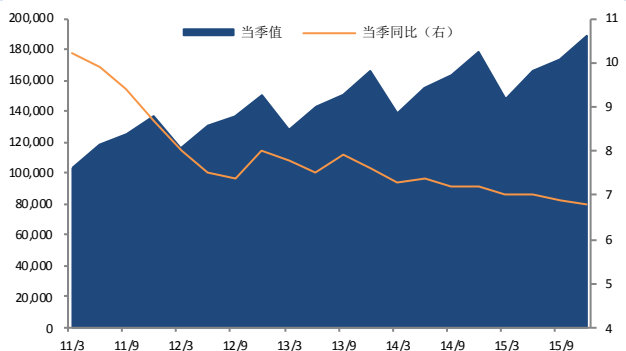
数据来源：Wind、国都期货研究所

## 二、债市基本面分析

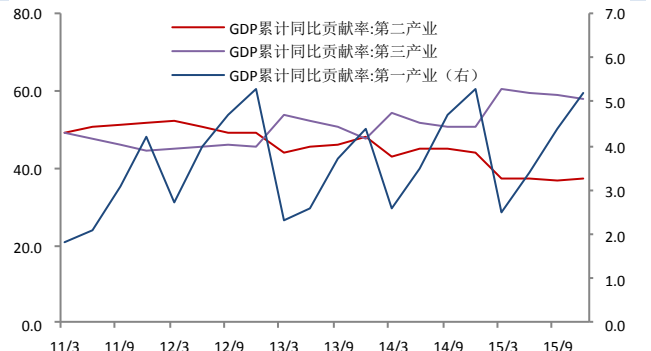
### (一) GDP 增速符合预期，通缩压力不容小视

2015年全年经济数据出炉，总体来说，虽然GDP增速25年来首次破7%，但6.9%的增速也基本符合预期，然而工业增速继续下降，通缩压力依旧严峻。分季度来看，四个季度GDP增速分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，逐季缓慢下行；分产业看，第一产业同比增长3.95%，第二产业同比增长6.0%，第三产业同比增长8.3%。第三产业仍是增长的主要动力，对GDP累计同比贡献率达到57.7%，但受6月股灾的影响，金融业对GDP累计同比贡献率在上下半年呈现分化状态，先涨后跌，四个季度的贡献率分别为19.3%、20.0%、18.2%和16.7%。

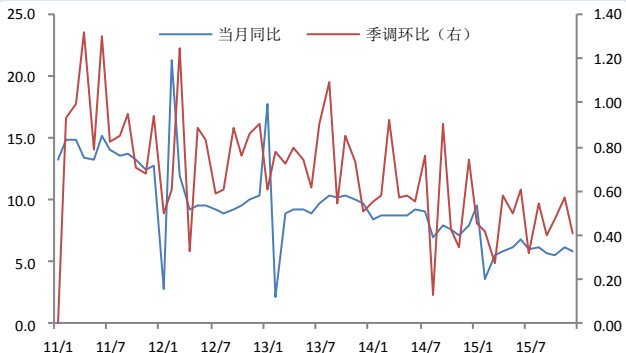
2015年全国规模以上工业增加值按可比价格计算比上年增长6.1%。其中，国有控股企业、集体企业、股份制企业、外商及港澳台商投资企业增加值分别比上年增长1.4%、1.2%、7.3%和3.7%。新兴产业增长较快，全年高技术产业增加值比上年增长10.2%，占规模以上工业比重也较上年提高1.2个百分点。虽然近期的购置税减半政策有效的拉动了相关行业的增长，但长期效果可否持续仍有待观察，且供给侧改革大幕拉开后，产量削减是否会拖累工业增加值数据也值得关注。

**图 5 GDP 当季值及当季同比**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 6 三大产业 GDP 累计同比贡献率**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 7 工业增加值**


数据来源：Wind、国都期货研究所

**图 8 汽车产量显著增加**

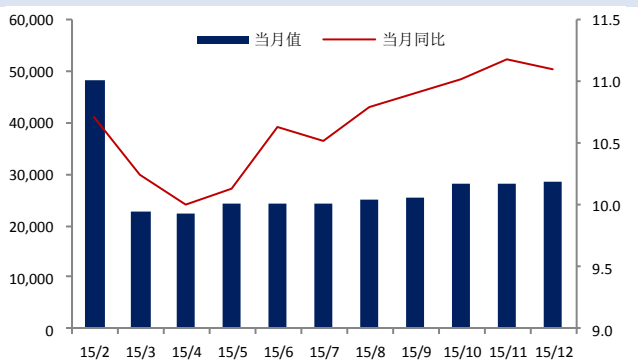

数据来源：Wind、国都期货研究所

## (二) 消费亮点较多，投资继续下滑

2015年全年社会消费品零售总额比上年名义增长10.7%，扣除价格因素实际增长10.6%。其中，限额以上单位消费品零售额增长7.8%。最终消费支出对GDP增长的贡献率达到66.4%。值得注意的是，在全年全国网上零售额比上年增长33.3%，达38773亿元，成为消费新亮点。

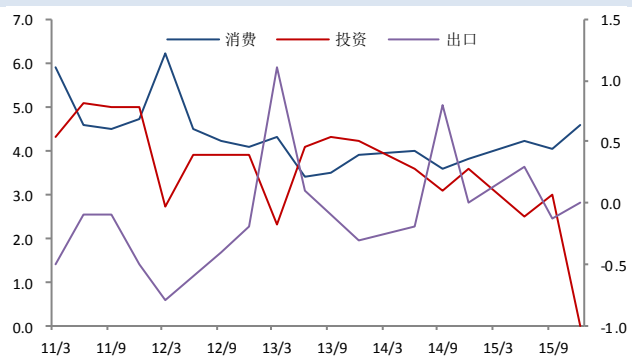
2015年全年固定资产投资较上年名义增长10.0%，扣除价格因素实际增长12.0%，实际增速较上年回落2.9个百分点。分产业看，第一产业投资增长31.8%，第二产业投资增长8.0%，第三产业投资增长10.6%。外需疲弱，内需不足，制造业投资下行趋势难改。而虽然一线城市房价出现明显上涨，但二三线城市库存压力仍维持高位，地产投资增速也难有起色。鉴于2016年将采取积极的财政政策辅以稳健的货币政策，基建投资值得期待，但投资增速在2016年恐将延续下滑趋势。

图9 社会消费品零售总额



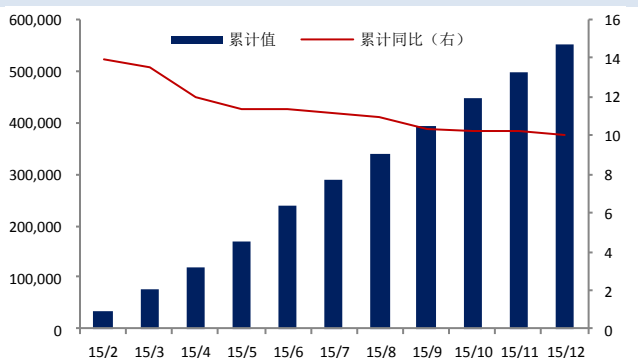
数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 消费对GDP的贡献率不断提高



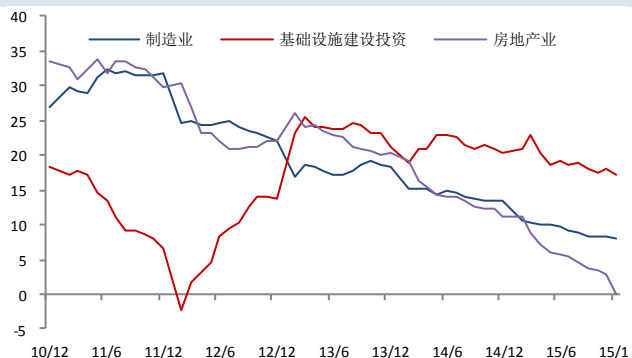
数据来源：Wind、国都期货研究所

图11 固定资产投资完成额



数据来源：Wind、国都期货研究所

图12 三大行业固定资产投资累计同比

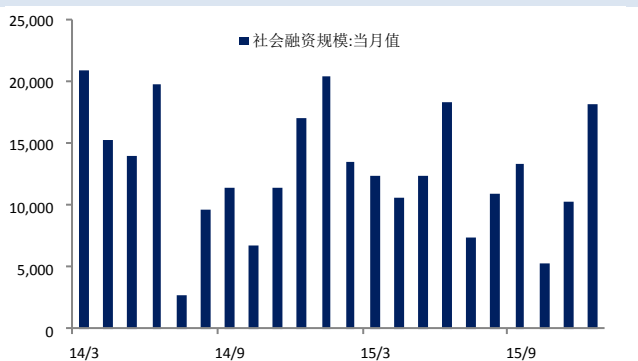


数据来源：Wind、国都期货研究所

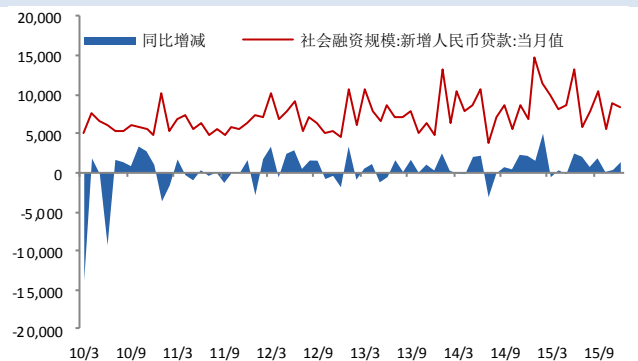
## (三) 直接融资规模扩大，银行结售汇维持逆差

央行公布的社会融资规模存量数据显示,2015年末社会融资规模存量为138.14万亿元,同比增长12.4%。其中对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长13.9%、委托贷款余额同比增长17.2%、信托贷款余额增长0.8%、企业债余额同比增长25.1%,非金融企业境内股票余额同比增长20.2%。从存量数据可以看出,表外融资出现明显萎缩,信托贷款几乎没有增长,而企业债余额和非金融企业境内股票余额增速均超过20%,直接融资规模明显扩张。

外管局数据显示,2015年12月,银行结汇9046亿元人民币,售汇14811亿元人民币,结售汇逆差5765亿元人民币(894亿美元),连续6个月录得逆差,逆差较上月走阔2275亿元。其中,银行代客结售汇逆差5683亿元人民币,创下历史新高。而截至目前,远期累计未到期净售汇达6024亿元人民币。虽然1月以来由于央行的干预,离岸、在岸人民币汇差开始缩小,但贬值压力仍在,基础货币投放也受到影响,央行也尽力在采用各种货币政策工具而非降准来平滑资金面的波动。

**图 13 社会融资规模当月值**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 新增人民币贷款当月值**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、债券市场表现

#### (一) 货币市场

从本周一开始,银行间流动性骤然收紧,银质押隔夜一度飙升至5%的水平。究其原因,主要是因为在外汇占款持续下降的同时,企业缴税叠加季节性因素的影响。此外,农行的恶性票据事件也导致了资金供应的减少。针对此局面,央行也及时出手释放流动性,于周一开展了550亿元SLO操作,中标利率2.1%;周二公开市场进行800亿元7天期及750亿元28天期逆回购,并开展了4100亿元MLF操作,3月期及1年期利率均有所下调;周三央行再次开展1500亿元SLO操作;周四进行4000亿逆回购,并于当日开



展SLF和MLF操作。央行单周净投放近万亿，资金面在周四下午开始出现松动，但春节前流动性压力料将延续。

周五Shibor隔夜利率2.0280%，较上期上行7.2BP；Shibor1周期报2.4000%，较上期上行9.7BP；Shibor2周报2.8360%，较上期上行9.8BP；Shibor1月期报2.9900，较上期上行9.1BP；Shibor3月期报3.0310，较上期上行2.3BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报2.1905，较上期上行21.61BP；7天报2.7199，较上期上行28.81BP，14天报3.7062%，较上期上行104.72BP；21天报4.1092%，较上期上行134.7BP；1月报3.4971%，较上期上行65.08BP。

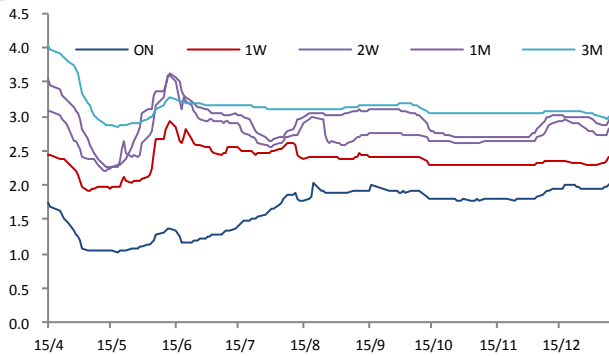
## （二）利率债市场

受流动性紧张的制约，利率债在本周前期表现偏弱，但在资金面出现松动后，二级市场收益率又再震荡下行，但不同期限间表现分化。国债表现整体强于国开债，但收益率均较上周有所上升。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.3006%、2.5995%、2.6714%、2.8293%和2.7914%，分别较上期上行2.13BP、7.96BP、6.3BP、4.97BP和4.01BP。国开债1、3、5、7、10年期收益率分别报2.4954%、2.7948%、2.9122%、3.1764%和3.0584%，分别较上期上行15.97BP、13.71BP、9.98BP、6.79BP和3.92BP。

一级市场方面，受资金面前紧后松的影响，本周利率债发行表现也不尽相同。周一受资金面收紧影响，农发行五期债招标结果不甚理想，2、3、5、7、10年期中标利率分别为2.68%、2.7005%、2.9209%、3.1909%和3.1929%，投标倍数分别为2.78、3.13、3.08、2.87和3.06，仅有3年期中标利率低于二级市场水平。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2.29%、2.6964%、2.8385%、3.1666%和3.0211%，全场倍数分别为5.05、2.14、2.31、2.09及2.6。中标利率大部分低于二级市场水平，但投标倍数普遍表现不佳，机构配置需求较为谨慎。周三，财政部招标7年期国债需求稳定，中标利率2.8331%，全场倍数3.03，边际倍数1.89，中标利率基本符合预期，需求也较为稳定。周四，进出口行招标发行3期债，3、5、7年期中标利率分别为2.7356%、2.9701%和3.2098%，全部低于二级市场水平，全场倍数为3.60、2.6及3.49，需求表现尚佳。国开行发行1、3、20年期SHIBOR浮息债，中标参考收益率分别为2.4823%、2.9736%和3.80%，投标倍数分别为3.08、2.97和3.56。

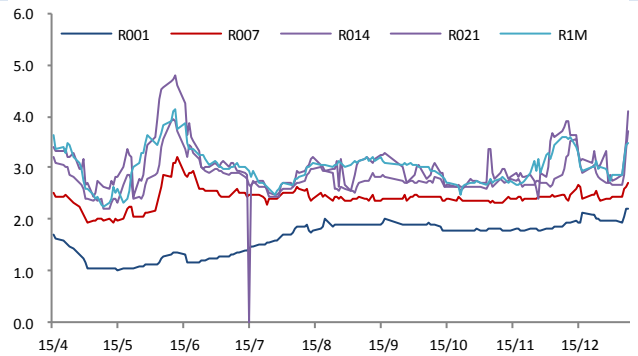


图 15 SHIBOR 利率走势



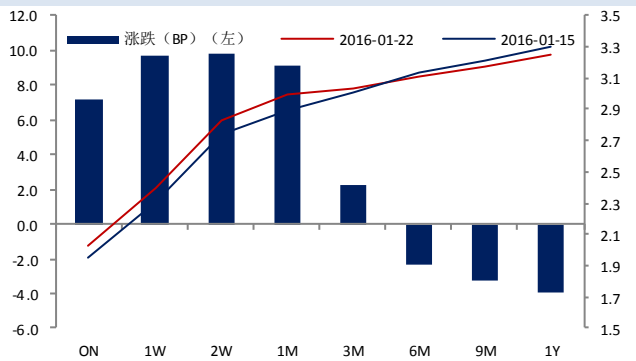
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 银行间质押式回购利率走势



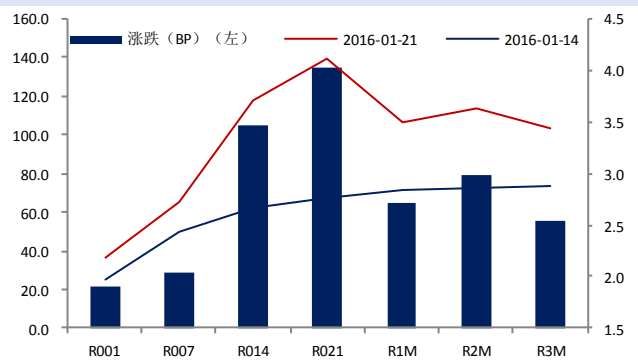
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 17 SHIBOR 利率周变化



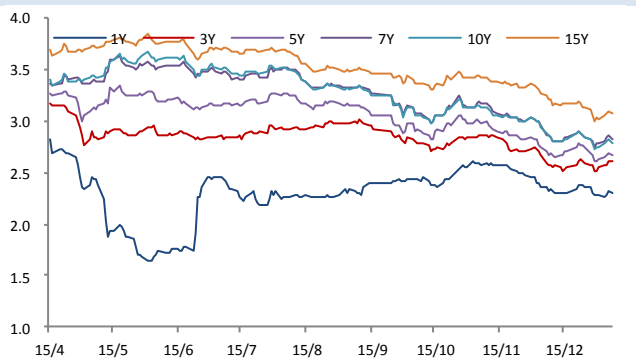
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 18 银质押利率周变化



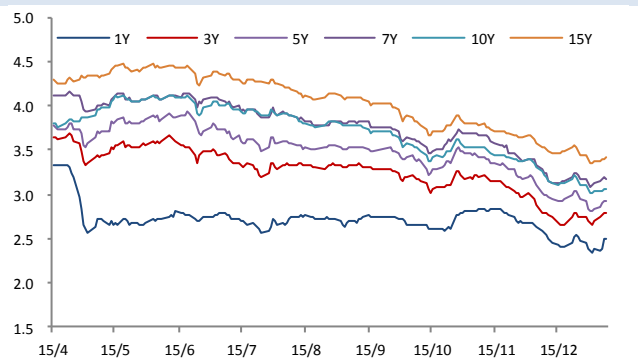
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 19 国债收益率周变化



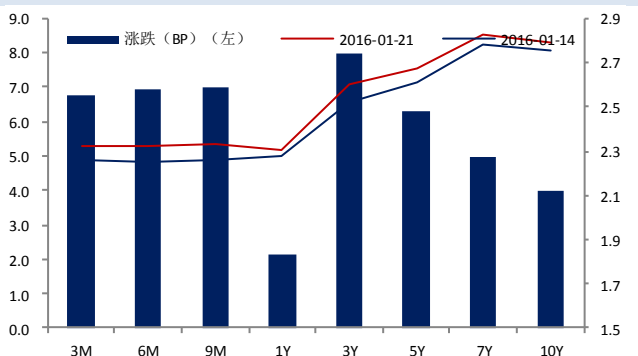
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 国开债收益率周变化



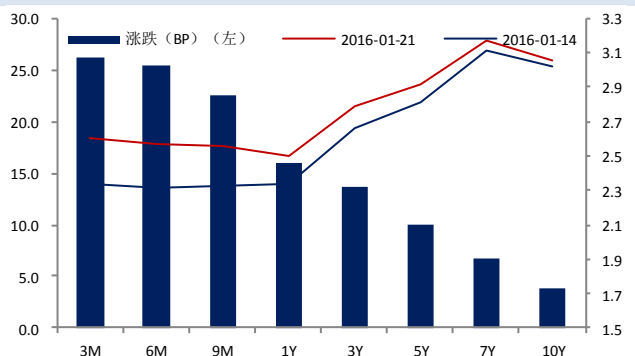
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 21 国债收益率周变化



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 22 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。年末资金面快速趋紧也给债市带来了不小的影响，情绪面也受到一定打压，期债成交持仓均出现萎缩。但随着央行公开市场注资规模创下新高，流动性紧张的局面开始缓解，且本周招标情况显示机构配置需求依旧旺盛，债市偏强震荡的逻辑依旧成立。短期来看，春节临近，资金面扰动恐将延续，建议关注央行的货币政策投放以及资金面的反应，逢高适度减仓，轻仓过年。

### 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。