

流动性压力骤增 期债承压震荡

主要观点

行情回顾。央行在节后的公开市场操作始终以低量对冲为主，但由于大量逆回购到期，加上月度缴税时节的到来以及存准调整的影响，资金面在多重因素的影响下明显吃紧，银行间及交易所利率均出现大幅上扬，利率债也因此表现低迷。具体来看，二级市场收益率维持在近两个月来的高位震荡，一级市场招标情况也在资金面趋紧后表现欠佳，市场需求明显不足。周五在央行逆回购放量后，期债受提振低开高走，午后大幅拉升。本周 TF1606 开盘 100.465，收盘 100.405，T1606 开盘 99.720，收盘 99.420。

人民币贬值势头遏制，银行结售汇逆差好转。人民币兑美元中间价在1月初创出6.5956的阶段低点后，随着美国高频数据表现疲软、日本进入负利率时代等因素的影响，贬值压力在1月中下旬及二月上旬逐渐减弱，贬值预期也开始趋于稳定。而根据国家外汇管理局数据显示，1月银行结汇9080亿元人民币，售汇12648亿元人民币，结售汇逆差3568亿元人民币，较上月有所收窄。

1月央行进一步开放银行间债券市场。央行于24日发布了2016年3号公告，允许各类境外金融机构及其依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等央行认可的其它中长期机构投资者投资银行间债市。并且，对中长期机构投资者投资银行间债券市场不设额度限制。在当前美国复苏不如预期、日欧进一步恶化，全球债券收益率连创新低的背景下，中国债市的资产回报率仍具有配置价值，但银行间市场实质性的开放仍需汇率预期走稳来支撑。

后市展望。虽然央行于周四、周五增加了逆回购规模，但流动性压力不减，银行间及交易所回购利率均全线飙升，利率债收益率也继续承压维持高位震荡。受此影响，一级市场本周招标情况也并不乐观，多次出现中标利率明显高于二级市场的情况，投标倍数偏低也显示出，机构在当前资金面预期不明朗的情况下配置热情不足。从近两个月10年期国债收益率的走势来看，基本维持在2.8%-2.9%的区间内震荡，目前再度达到2.9%的高位，但鉴于资金面并不明朗，短期依旧建议做陡收益率曲线，或围绕20日线波段操作，控制仓位。

报告日期 2016-02-26

研究所

罗玉

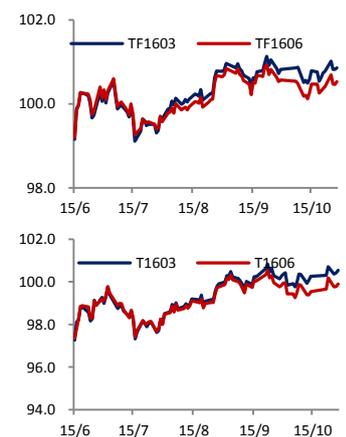
国债期货分析师

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) 人民币贬值势头遏制，银行结售汇逆差好转	4
(二) 央行进一步开放银行间债券市场	5
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	8

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 7 离岸、在岸价差	5
图 8 人民币兑美元中间价	5
图 11 SHIBOR 利率走势	6
图 12 银行间质押式回购利率走势	6
图 13 SHIBOR 利率周变化	7
图 14 银质押利率周变化	7
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	8
图 18 国开债收益率周变化	8

一、行情回顾

央行在节后的公开市场操作始终以低量对冲为主，但由于大量逆回购到期，加上月度缴税时节的到来以及存准调整的影响，资金面在多重因素的影响下明显吃紧，银行间及交易所利率均出现大幅上扬，利率债也因此表现低迷。具体来看，二级市场收益率维持在近两个月来的高位震荡，一级市场招标情况也在资金面趋紧后表现欠佳，市场需求明显不足。周五在央行逆回购放量后，期债受提振低开高走，午后大幅拉升。本周TF1606开盘100.465，收盘100.405，T1606开盘99.720，收盘99.420。

图 1 TF1606 走势



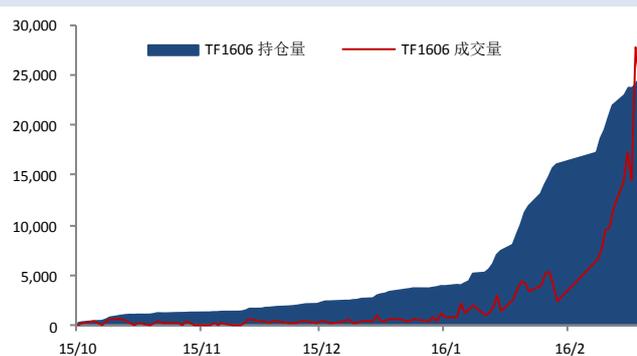
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1606 走势



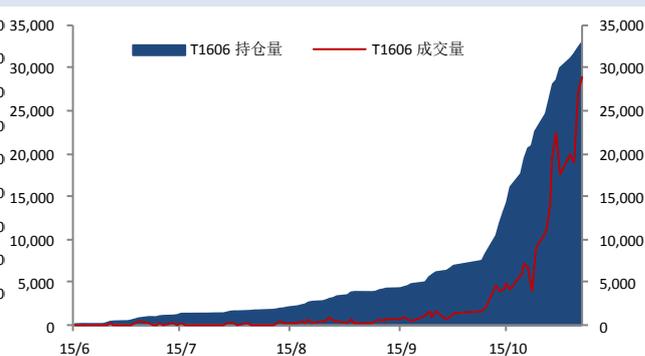
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

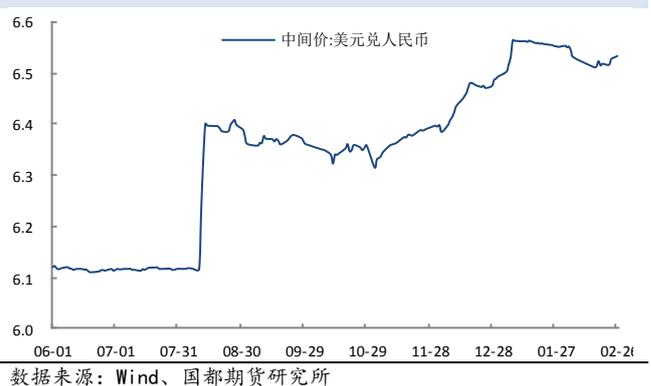
(一) 人民币贬值势头遏制，银行结售汇逆差好转

人民币兑美元中间价在1月初创出6.5956的阶段低点后，随着美国高频数据表现疲软、日本进入负利率时代等因素的影响，贬值压力在1月中

下旬及二月上旬逐渐减弱，贬值预期也开始趋于稳定。而1月外储数据也意外好于预期，虽然短期投资性及投机性的资金流出压力不减，且有春节的季节性因素影响，但在央行的进一步干预下，人民币汇率预期有望逐步回归理性。然而，鉴于央行进行的远期市场干预尚未到期，外储数据可能存在一定程度的偏差。

根据国家外汇管理局数据显示，1月银行结汇9080亿元人民币，售汇12648亿元人民币，结售汇逆差3568亿元人民币。其中，银行代客结汇7367亿元人民币，售汇11915亿元人民币，结售汇逆差4548亿元人民币；银行自身结汇1713亿元人民币，售汇733亿元人民币，结售汇顺差980亿元人民币。截至1月末，远期累计未到期结汇3311亿元人民币，未到期售汇10629亿元人民币，未到期净售汇7318亿元人民币。虽然结售汇连续7月出现逆差，但在海外市场大幅波动、人民币预期企稳的情况下，逆差出现收窄。

图5 离岸、在岸价差

图6 人民币兑美元中间价


（二）央行进一步开放银行间债券市场

央行于24日发布了2016年3号公告，允许各类境外金融机构及其依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等央行认可的其它中长期机构投资者投资银行间债市。并且，对中长期机构投资者投资银行间债券市场不设额度限制。

此前，银行间债市境外准入机构仅限境外央行、国际金融组织、主权财富基金和QFII等，且存在投资额度限制。新规不仅将参与机构扩充至所有境外机构及QFII/RQFII产品，也取消了中长期机构投资额度的限制。可见，在人民币国际化的进程中，央行在尝试通过进一步放开银行间债市来推动资金的双向流动、提高境外机构对中国债市的配置比例。

从当前全球的宏观经济情况来看，美国复苏不如预期、日欧进一步恶化，全球债券收益率连创新低。相比之下，中国债市的资产回报率仍具有配置价值。然而，鉴于人民币贬值预期仍在，汇率波动也无疑影响了境外机构投资者投资银行间债市的热情。但参照一揽子货币来看，相对于非美元货币而言，人民币资产仍有一定的吸引力。但银行间市场实质性的开放仍需汇率预期走稳来支撑。

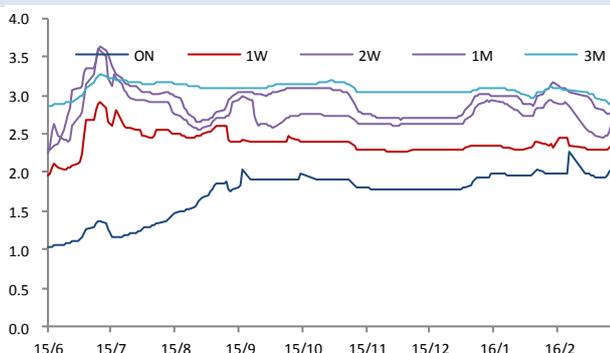
三、债券市场表现

(一) 货币市场

央行在节后的公开市场操作始终以低量对冲为主，但由于大量逆回购到期，加上月度缴税时节的到来以及存准调整的影响，资金面在多重因素的影响下明显吃紧，银行间及交易所利率均出现大幅上扬，周四GC001盘中更是一度触及8.5%的高点。面对这种情况，央行也在周四、周五提高了逆回购规模。由于短期利空因素扰动不会持续，所以就目前来看，货币政策进一步宽松的可能性不大。

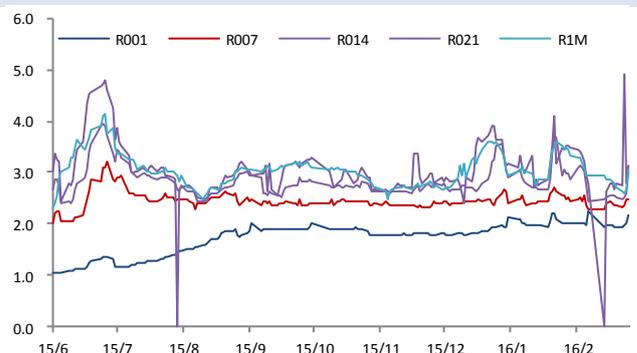
周五Shibor隔夜利率2.0480%，较上期上行11BP；Shibor1周报2.3450%，较上期上行5.9BP；Shibor2周报2.6220%，较上期上行14.8BP；Shibor1月期报2.7850%，较上期下行5.4BP；Shibor3月期报2.8990，较上期下行6.8BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报2.1693%，较上期上行21.54BP；7天报2.4716%，较上期上行10.3BP，14天报3.1388%，较上期上行44.71BP；21天报3.1388%，较上期上行45.96BP；1月报3.0460%，较上期上行26.29BP。

图7 SHIBOR 利率走势



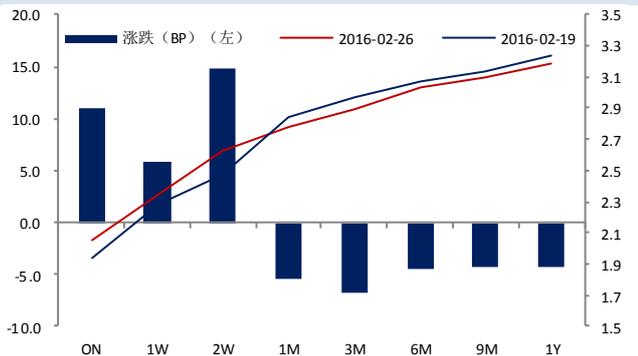
数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 银行间质押式回购利率走势



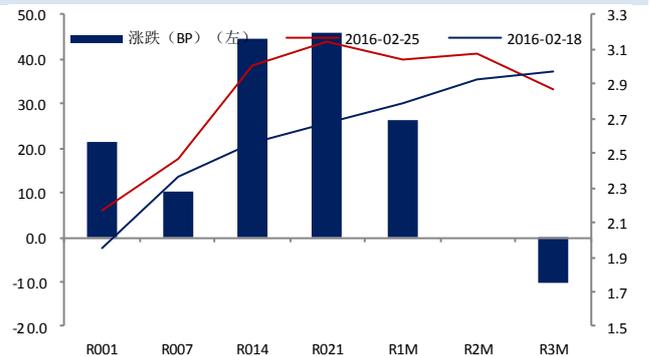
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 SHIBOR 利率周变化



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 银质押利率周变化

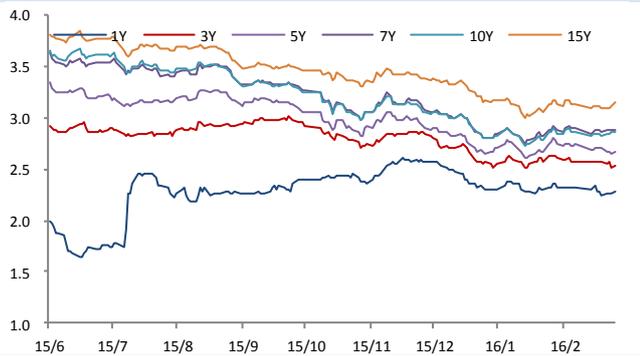


数据来源：Wind、国都期货研究所

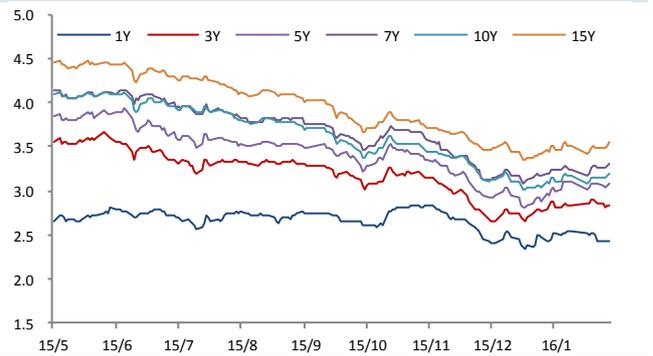
（二）利率债市场

由于流动性明显趋紧，二级市场收益率承压高位震荡，中短期品种表现强于中长期品种。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率分别报2.2834%、2.5319%、2.76651%、2.8796%和2.8651%，分别较上期上行1.16BP、-3.15BP、-4.02BP、0.56BP和3BP。国开债1、3、5、7、10年期收益率分别报2.4323%、2.8417%、3.0844%、3.2951%和3.1900%，分别较上期上行-6.88BP、-3.25BP、0.04BP、0.36BP和4.73BP。

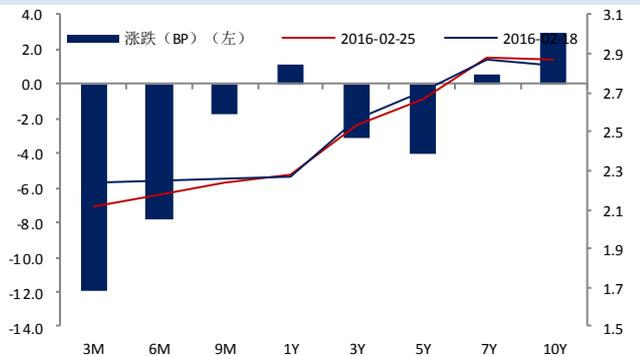
一级市场方面，周一，农发行1、3、5、7、10年期中标利率分别为2.2983%、2.7871%、3.0207%、3.2538%和3.3011%，全场倍数分别为4.38、4.18、4.24、4.35和4.7；周二，国开行1、3、5、7年期中标利率分别为2.3011%、2.7268%、2.9460%和3.24%，投标倍数分别为2.92、3.56、3.38和3.24。而广东省5、7、10年期地方债中标利率分别为2.90%、3.07%和3.04%，均高于投标区间下限20BP；周三，财政部招标发行3年期国债，中标利率2.4245%，投标倍数3.12，配置需求好于市场预期。农发行7、10、15、20年期债中标利率分别为3.28%、3.37%、3.95%和3.95%，全场倍数分别为2.29、2.275、1.44和4.61；周四，进出口行上午招标的两期债，5年和10年固息增发债的中标利率分别为3.0739%和3.4046%，投标倍数分别为2.88和2.01，10年期中标利率明显高于二级市场水平，结果不甚理想。国开行下午招标两期债，10年期及20年期固息债中标利率分别为3.1855%和4.0021%，招标倍数分别为2.44和2.50，中标利率也均高于市场预期值，且投标倍数不足3倍显示需求不足；周五，财政部91天期国债中标利率1.9896%，全场倍数3.21。。

图 11 国债收益率周变化


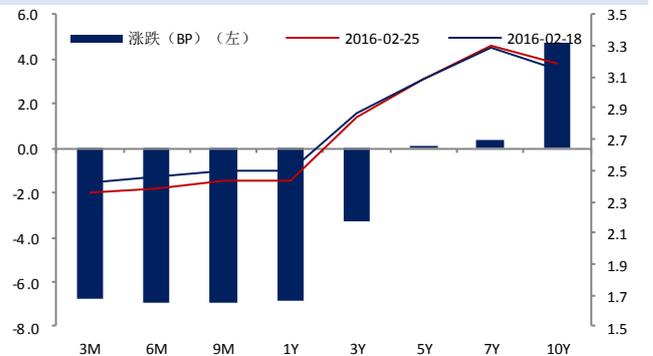
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 国开债收益率周变化


数据来源: Wind、国都期货研究所

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

四、后市展望

虽然央行增加了逆回购规模，但流动性压力不减，银行间及交易所回购利率均全线飙升，利率债收益率也继续承压维持高位震荡。受此影响，一级市场本周招标情况也并不乐观，多次出现中标利率明显高于二级市场的情况，投标倍数偏低也显示出，机构在当前资金面预期不明朗的情况下配置热情不足。从近两个月10年期国债收益率的走势来看，基本维持在2.8%-2.9%的区间内震荡，目前再度达到2.9%的高位，但鉴于资金面并不明朗，短期依旧建议做陡收益率曲线，或围绕20日线波段操作，控制仓位。

分析师简介

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。