

## 去产能化长路漫漫 期债走强接近高位

报告日期 2015-11-27

### 主要观点

**行情回顾。**期债移仓完成，受投机情绪、股市走势不明以及避险情绪提升、经济见底证伪、月末资金面保持宽松等因素的影响，本月合约表现偏强，现券端收益率也回落至前期低点附近。央行于周五对 11 家金融机构开展 6 个月 MLF 操作，共计 1000 亿元，利率较上次下调 10BP 至 3.25%。而下调 MLF 利率也显示了央行进一步引导利率下行以及呵护资金面的意图。鉴于债市近期已修复前期跌幅，重回高位，在 IPO 将于下周重启申购、人民币加入 SDR 结果即将出炉之际，短期或将面临调整，但幅度可能有限。本周 TF1603 开盘 99.640 元，收盘 99.975 元；T1603 开盘 98.255 元，收盘 98.695 元。

**人民币离在岸价差重新走阔。**虽然人民币在 8 月出现突然贬值，但 9 月、10 月由于美国经济数据欠佳及贬值预期逐步被消化，汇率逐渐走稳。但 11 月以来，由于美国就业数据及经济增速表现超出预期，12 月加息概率大增，人民币兑美元中间价创下三个月以来新低，离、在岸价差也再次走阔至 400 点，人民币贬值预期再度升温。

**工业企业利润同比增速连续下滑 5 个月。**工业总体利润下滑趋势未改，去产能化依旧长路漫漫。但在供给矛盾依然严重的同时，产业结构优化也在进行中。前 10 个月数据显示，在 41 个工业大类中，有 30 个行业利润总额同比增长，其中符合转型升级方向的行业，如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增速均保持稳中有升。而受国际大宗商品价格暴跌影响，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业仍保持颓势。

**利率债震荡中表现强势。**二级市场收益率走势在本周全新下行，中长期表现强势，已修复跌幅重新接近 10 月份的收益率水平。1、3、5、7、10 年期国债收益率分别较上期下行 0.26BP、2.37BP、7.81BP、8.49BP 和 6.48BP；国开债表现与国债相同，中长期收益率普遍走低，除 1 年期较上期上行 1.19BP 外，3、5、7、10 年期收益率分别较上期下行 4.51BP、6.34BP、7.9BP 和 7.33BP。

**后期走势。**11 月债市基本修复了前期的跌幅，收益率又重新回到了年内低点，中长期表现尤佳。在经济寻底的基本面没有发生变化的情况下，本周利率债的上涨一方面是因为权益市场表现不稳定难以挤压债券配置需求，另一方面是因为期债交割月投机情绪旺盛使得期现联动出现上行。由于 IPO 重启消息后货币市场利率基本保持平稳，外加央行出手下调 MLF 利率以稳定资金面的态度，短期内资金面不至于有太超预期的变化，债市更多的回到基本面的指引之下，牛市逻辑未变。但需要在趋势明确的同时，把握波段操作的机会。

### 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

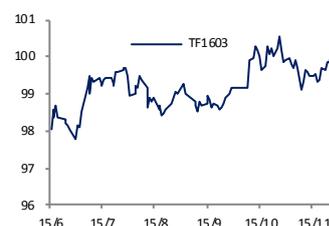
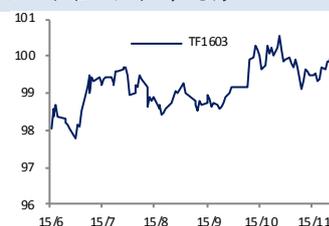
国债期货分析师

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) 即使成功加入 SDR, 汇率仍需保持稳定 .....	5
(二) 工业企业利润同比下降 4.6%, 已连续下滑五个月 .....	6
(三) 央行政策 .....	6
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

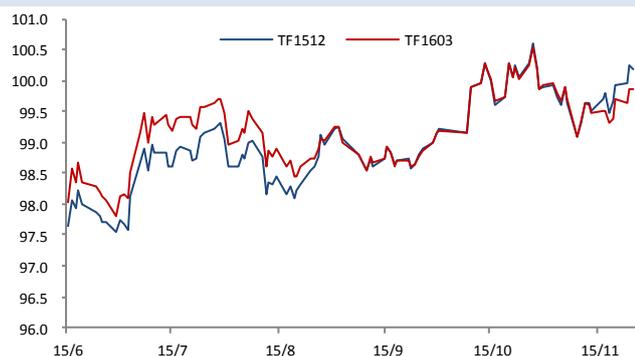
## 插图

图 1 TF 主力合约走势 .....	4
图 2 T 主力合约走势 .....	4
图 3 TF 主力合约成交量及持仓量 .....	4
图 4 T 主力合约成交量及持仓量 .....	4
图 5 TF 跨期价差 .....	5
图 6 T 跨期价差 .....	5
图 7 汇改以来人民币兑美元中间价 .....	5
图 8 离岸在岸价差 .....	5
图 9 工业企业利润 .....	6
图 10 利润总额当季同比（按企业类型分） .....	6
图 11 央行公开市场操作 .....	7
图 12 实际有效汇率 .....	7
图 13 SHIBOR 利率走势 .....	8
图 14 银行间质押式回购利率走势 .....	8
图 15 SHIBOR 利率周变化 .....	8
图 16 银质押利率周变化 .....	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

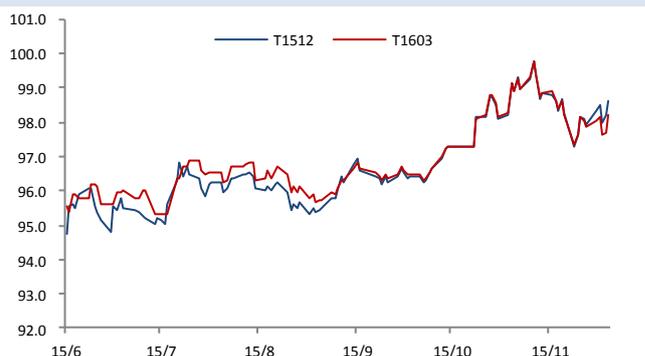
本周五工业企业利润数据发布，10月规模以上工业企业利润大幅下滑4.6个百分点，降幅较前上月大增4.5个百分点，短期内实体经济盈利改善较为困难。期债移仓完成，受投机情绪、股市走势不明以及避险情绪提升、经济见底证伪、月末资金面保持宽松等因素的影响，本月合约表现偏强，现券端收益率也回落至前期低点附近。央行于周五对11家金融机构开展6个月MLF操作，共计1000亿元，利率较上次下调10BP至3.25%。而下调MLF利率也显示了央行进一步引导利率下行以及呵护资金面的意图。鉴于债市近期已修复前期跌幅，重回高位，在IPO将于下周重启申购、人民币加入SDR结果即将出炉之际，短期或将面临调整，但幅度可能有限。本周TF1603开盘99.640元，收盘99.975元；T1603开盘98.255元，收盘98.695元。

图 1 TF 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T 主力合约走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 3 TF 主力合约成交量及持仓量

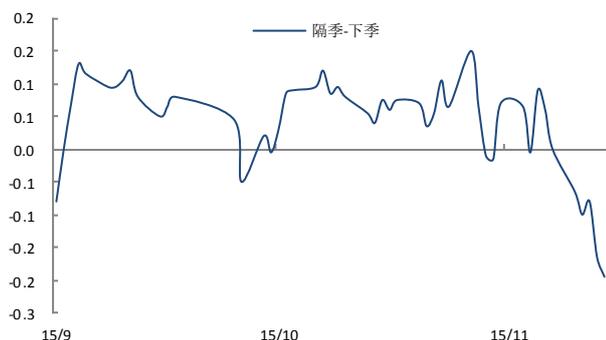


数据来源：Wind、国都期货研究所

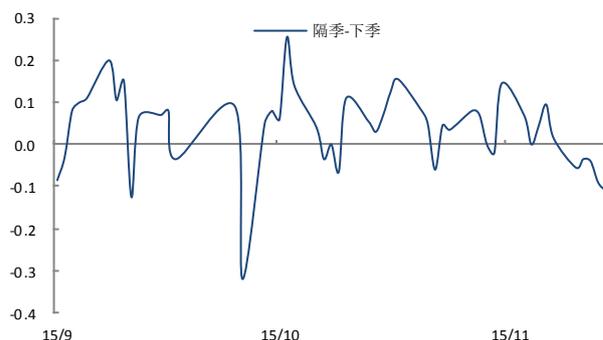
图 4 T 主力合约成交量及持仓量



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**


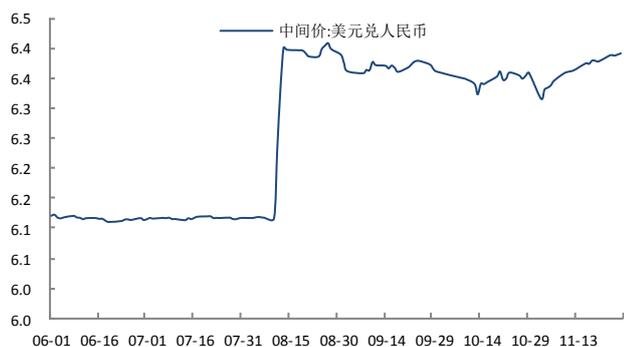
数据来源: Wind、国都期货研究所

## 二、债市基本面分析

### (一) 即使成功加入 SDR，汇率仍需保持稳定

虽然人民币在8月出现突然贬值，但9月、10月由于美国经济数据欠佳及贬值预期逐步被消化，汇率逐渐走稳。但11月以来，由于美国就业数据及经济增速表现超出预期，12月加息概率大增，人民币兑美元中间价创下三个月以来新低，离、在岸价差也再次走阔至400点，人民币贬值预期再度升温。

11月30日将近，人民币能否加入SDR最终结果即将揭晓。虽然人民币成为自由可兑换货币意味着中国在全球经济和金融市场中的地位进一步上升，但就目前人民币仍挂钩美元，而美国与中国货币政策走向出现分歧的事实而言，人民币短期内仍将面临较大的贬值压力。央行副行长易纲近期表示在人民币被纳入SDR后，将会在一个合理、均衡水平维持稳定，可见高层对于维护汇率稳定的态度明确。由于通过干预离岸市场来维稳的方式会造成外汇储备的消耗，进而影响基础货币量及货币政策的制定，汇率问题或将长期存在。

**图 7 汇改以来人民币兑美元中间价**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 8 离岸在岸价差**


数据来源: Wind、国都期货研究所

## （二）工业企业利润同比下降 4.6%，已连续下滑五个月

1-10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额48666亿元，同比下降2%，降幅比1-9月份扩大0.3个百分点。10月份，规模以上工业企业实现利润总额5595.2亿元，同比下降4.6%，连降5月，降幅比9月份扩大4.5个百分点。

工业总体利润下滑趋势未改，去产能化依旧长路漫漫。但在供给矛盾依然严重的同时，产业结构优化也在进行中。前10个月数据显示，在41个工业大类中，有30个行业利润总额同比增长，其中符合转型升级方向的行业，如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增速均保持稳中有升。而受国际大宗商品价格暴跌影响，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业仍保持颓势。

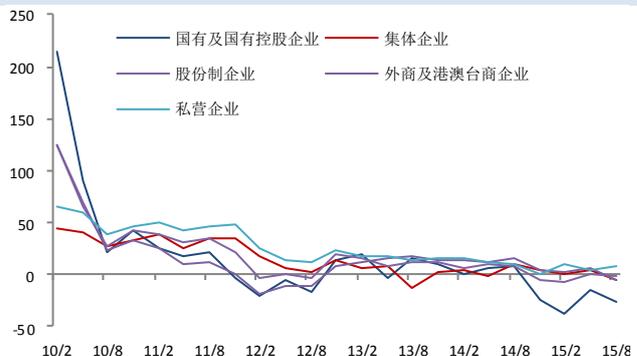
11月10日以来，中央在9天中4次提及“供给侧改革”，有别于以往对需求端的刺激，供给侧改革更倾向于从增长的本源入手，引导过剩产能减量并达到结构调整的目标，增强企业竞争力以实现可持续发展。而在“去产能”的同时，加快“以新产能代替旧产能”的进程，或许有助于从根本上解决微观行业内生动力不足的问题。但短期内，工业产业依旧处于转型升级阵痛期，回稳仍需时日，工业企业利润有进一步下滑的风险。

图 9 工业企业利润



数据来源：Wind、国都期货研究所

图 10 利润总额当季同比（按企业类型分）



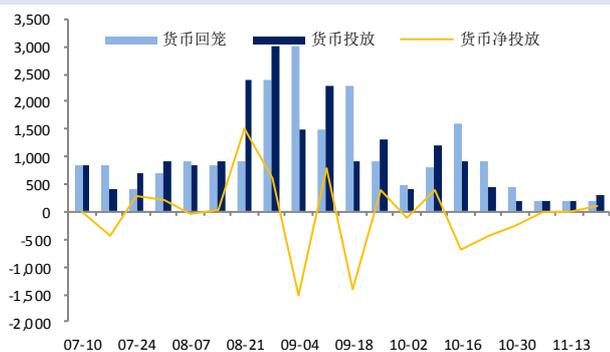
数据来源：Wind、国都期货研究所

## （三）央行政策

由于资金面在月末时段表现平稳，本周央行公开市场无投放无回笼，中标利率也维持在此前的2.25%。周五央行实施了6个月MLF操作，利率下调10BP至3.25%，在上周下调SLF利率后进一步引导市场利率下行。虽然逆回购保持均衡，但货币政策仍然保持偏宽松的状态。

11月19日，央行下调隔夜SLF利率至2.75%，7天SLF利率至3.25%，以顺应当前的低利率环境。而在逆回购稍微放量的同时，下调SLF利率也

显示了央行短期内仍将延续着较为宽松的货币政策。而利率走廊机制的建立，将能有效降低央行货币政策的操作成本，并且有效缓解短期流动性冲击，新的利率传导机制值得期待。

**图 11 央行公开市场操作**


数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 12 实际有效汇率**


数据来源: Wind、国都期货研究所

### 三、债券市场表现

#### (一) 货币市场

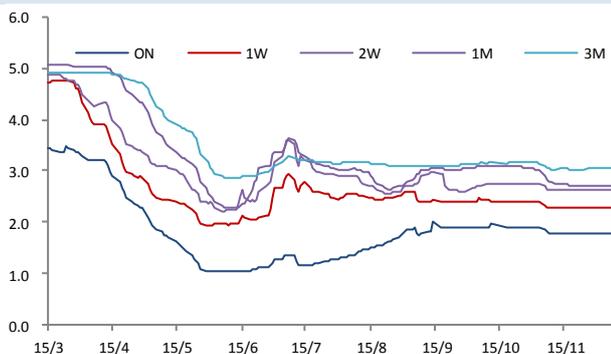
从资金面来看，虽然有IPO重启外加月末效应、年末效应的影响，但货币市场整体保持宽松格局，而央行下调MLF利率也显示了维稳资金面的态度，流动性可能难以出现较大波动。Shibor各期限中大部分利率在本周小幅上涨，周五Shibor隔夜利率1.7860%，较上期上行0.2BP；Shibor1周为2.2930%，较上期上行1.1BP；Shibor2周为2.6380%，较上期上行1.5BP；Shibor1月报2.7000%，与上期持平；Shibor3月3.0500%，较上期上行0.6BP。银行间质押式回购利率涨跌互相，周五收盘隔夜报1.7992，较上期下行0.13BP，3月期报3.0443，较上期下行0.93BP；而7天、14天、21天、1月、3月分别较上期上行9.95BP、1.57BP、0.05BP。

#### (二) 利率债市场

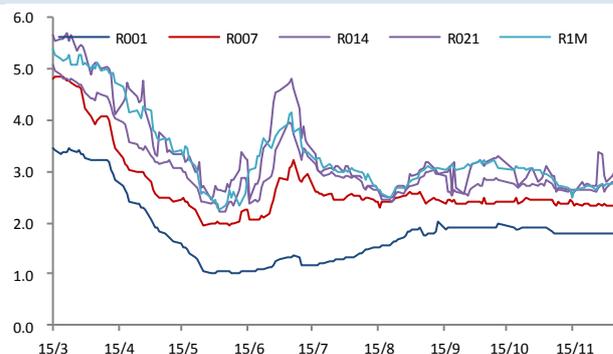
二级市场收益率走势在本周全新下行，中长期表现强势，已修复跌幅重新接近10月份的收益率水平。1、3、5、7、10年期国债收益率分别较上期下行0.26BP、2.37BP、7.81BP、8.49BP和6.48BP；国开债表现与国债相同，中长期收益率普遍走低，除1年期较上期上行1.19BP外，3、5、7、10年期收益率分别较上期下行4.51BP、6.34BP、7.9BP和7.33BP。

一级市场方面，本周共计发行55只利率债，实现发行总额22735亿元。25日，财政部招标3年期国债，中标利率2.7961%，边际中标利率2.8277%，

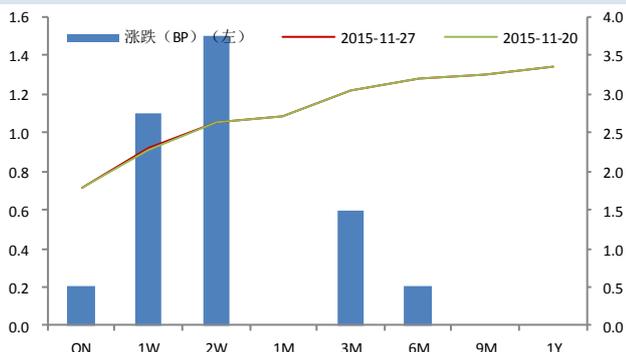
全场投标倍数2.15，边际倍数1.0；26日，进出口行3年、5年、10年期国债中标利率分别为3.18%、3.3758%和3.6143%，投标倍数分别为2.77、3.78和3.47，受避险情绪推动，二级认购热情有所回升。

**图 13 SHIBOR 利率走势**


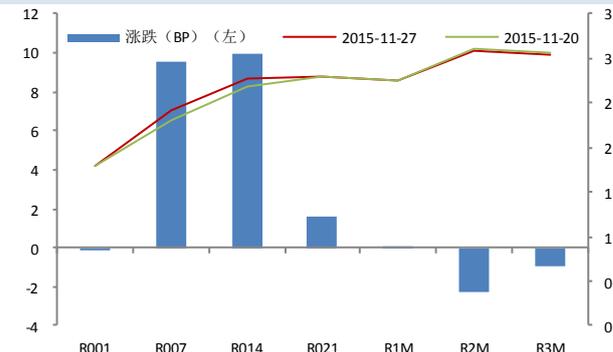
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 14 银行间质押式回购利率走势**


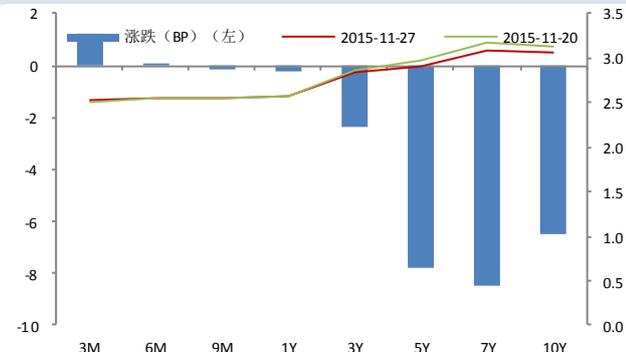
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 15 SHIBOR 利率周变化**


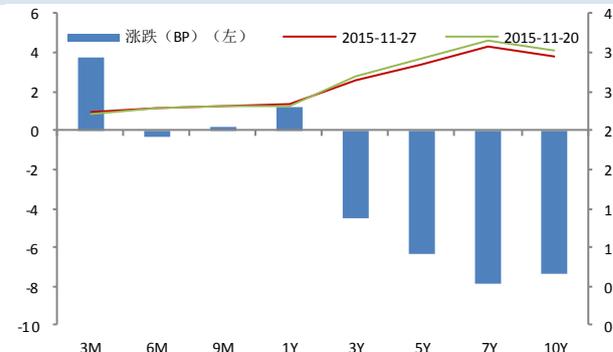
数据来源: Wind、国都期货研究所

**图 16 银质押利率周变化**


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

11月债市基本修复了前期的跌幅，收益率又重新回到了年内低点，中长期表现尤佳。在经济寻底的基本面没有发生变化的情况下，本周利率债的上涨一方面是因为权益市场表现不稳定难以挤压债券配置需求，另一方面是因为期债交割月投机情绪旺盛使得期现联动出现上行。由于IPO重启消息后货币市场利率基本保持平稳，外加央行出手下调MLF利率以稳定资金面的态度，短期内资金面不至于有太超预期的变化，债市更多的回到基本面的指引之下，牛市逻辑未变。但需要在趋势明确的同时，把握波段操作的机会。

### 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。