

资金面重回平稳 收益率继续回落

主要观点

行情回顾。由于PMI数据显示经济寻底过程仍在持续，现券端保持强势，收益率已回落至前期低点，但突破3%整数关口尚缺乏利好刺激，债市整体高位震荡。而由于打新对资金面的扰动，期债走强的过程也较为波折，主力合约成交量较10月高点也有较大差距。央行本周公开市场净投放500亿元，创下8月末以来新高，维稳资金面的意图依旧明显，对债市有所支撑。本周TF1603开盘99.980元，收盘100.045元；T1603开盘98.695，收盘98.860。。

工业通缩持续恶化，供给侧亟需改革。11月官方制造业PMI为49.6，较上月回落0.2个百分点，已连续三个月处于枯荣线之下，也创下了2012年8月以来的最低值。国内外市场需求依旧疲弱，企业生产动能不振局面未改。从分项指数来看，生产指数51.9仍处在扩张区间，但增速有所放缓；而新订单指数、从业人员指数、原材料指数均较上月有所下行，制造业需求回落、用工量减少、采购不活跃的现象仍然持续。但与此同时高技术制造业、装备制造业、消费品制造业PMI继续保持扩张，结构调整还在继续。

SDR成功入篮，权重超日元英镑。11月30日，IMF决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，SDR货币篮子中目前拥有美元、欧元、人民币、日元、英镑五种货币，权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%，将于2016年10月1日期生效。人民币入篮是中国经济融入全球金融体系的一个重要里程碑，而人民币国际化程度上升后，各国央行和主权基金会增加对人民币资产的配置，在国际储备中低位的上升将提升人民币资产的需求。

“超级星期四”。12月3日，欧洲央行宣布下调存款利率10个基点至-0.3%，维持再融资利率和隔夜贷款利率不变。同时欧洲央行行长德拉吉表示，将购债期限从2016年9月延长至2017年3月，甚至更长。但由于欧洲央行QE加码低于预期，购债规模没有改变，加上决议公布前《金融时报》发布错误消息的扰动，欧元兑美元剧烈震荡，美元指数急跌，从12月2日99.91附近跌至97.8792的低点。

后期走势。从央行本周净投放500亿元可以看出，在IPO重启的敏感时点，央行维稳资金面的意图非常明显。而在IPO打新高峰过后，资金面也确实保持宽松，虽处年末时段，但资金面暂时无虞，市场信心也有所提振。地方债置换规模扩大消息再起，地方政府财政压力显而易见，虽然如消息属实利率债会遭遇供给冲击，但鉴于二级市场上地方债的流动性渐增，加上基本面恶化的局面不改，利率债的行情还未结束，围绕高点震荡的局面还将在短期内延续。数据密集出炉期即将到来，关注高频数据表现，可围绕数据进行波段操作。

报告日期 2015-12-04

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) 工业通缩加剧，供给侧亟需改革	4
(二) “超级星期四”	6
(三) SDR 成功入篮，权重超日元英镑	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

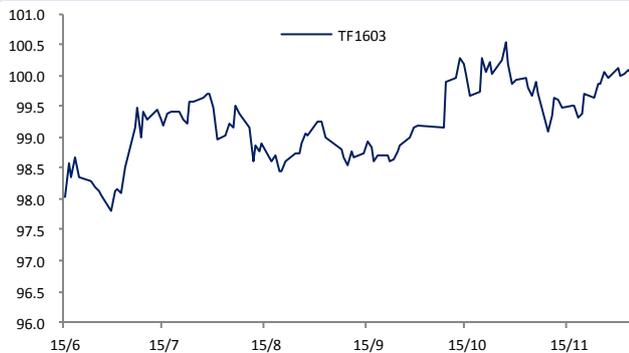
插图

图 1 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 中采制造业 PMI	5
图 6 PMI 分项指数	5
图 7 财新 PMI	5
图 8 PPI&PMI	5
图 9 欧元兑美元汇率及美元指数	6
图 10 美国核心 CPI 及新增非农就业人数	6
图 11 央行公开市场操作	7
图 12 人民币兑美元中间价	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	9
图 18 国开债收益率周变化	9
图 19 国债收益率周变化	9
图 20 国开债收益率周变化	9

一、行情回顾

本周，由于PMI数据显示经济寻底过程仍在持续，现券端保持强势，收益率已回落至前期低点，但突破3%整数关口尚缺乏利好刺激，债市整体高位震荡。而由于打新对资金面的扰动，期债走强的过程也较为波折，主力合约成交量较10月高点也有较大差距。央行本周公开市场净投放500亿元，创下8月末以来新高，维稳资金面的意图依旧明显，对债市有所支撑。本周TF1603开盘99.980元，收盘100.045元；T1603开盘98.695，收盘98.860。

图 1 TF1603 走势



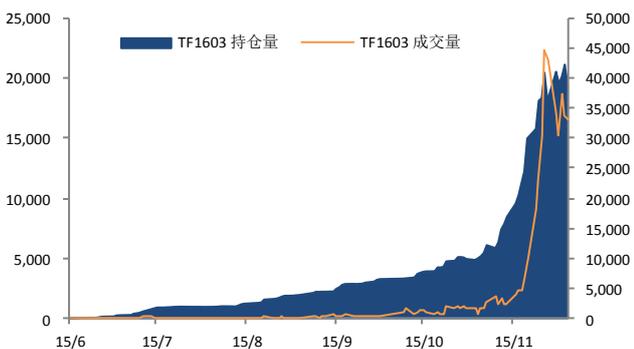
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



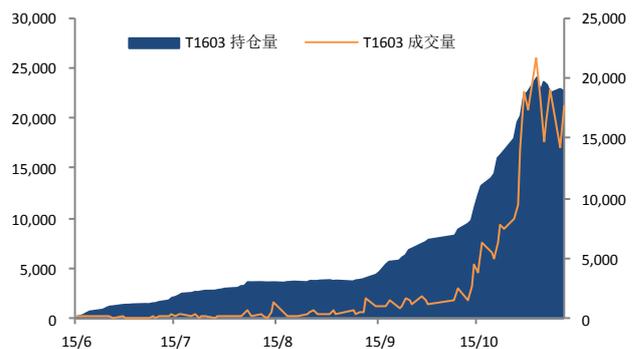
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

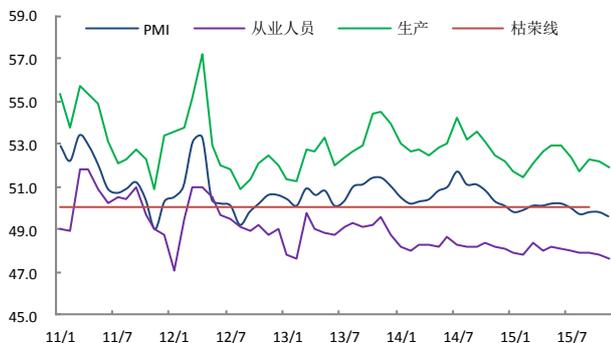
(一) 工业通缩加剧，供给侧亟需改革

11月官方制造业PMI为49.6，较上月回落0.2个百分点，已连续三个月处于枯荣线之下，也创下了2012年8月以来的最低值。国内外市场需求依旧疲弱，企业生产动能不振局面未改。从分项指数来看，生产指数51.9仍

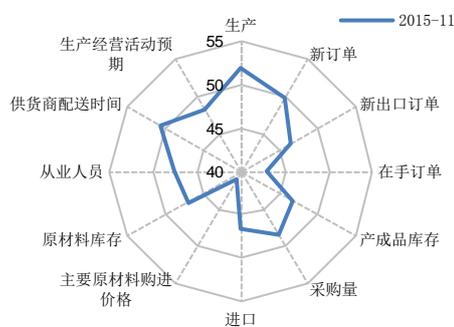
处在扩张区间，但增速有所放缓；而新订单指数、从业人员指数、原材料指数均较上月有所下行，制造业需求回落、用工量减少、采购不活跃的现象仍然持续。但与此同时高技术制造业、装备制造业、消费品制造业PMI继续保持扩张，结构调整还在继续。

而非制造业PMI则回升至53.6，较上月上升0.5个百分点，非制造业继续保持扩张，服务业对保持经济稳定增长的作用在不断增强。服务业业务总量增速继续提高，受“双十一”等因素影响，邮政快递、批发零售、电信互联网软件等行业指数均有所表现，而受股市回暖、债牛延续的影响，银行、证券、保险等行业的商务活动指数也均明显高于临界点。但建筑业表现并不乐观，新订单指数、销售价格指数分别较上月回落5.6个百分点及0.6个百分点。

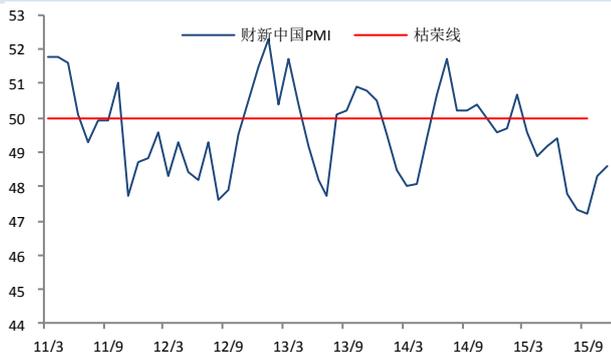
11月财新PMI录得48.6，较上月回升0.3个百分点，为半年来最高值，与中采PMI继续背离，主要还是由于统计口径的差异。中采21个行业中有14个行业在11月出现好转，占比较高的“两高一重”延续颓势一定程度上拖累了PMI值，而财新PMI样本中重化工等行业占比有限，虽小幅回升，但仍处于枯荣线之下，所以两个PMI指数都反映了工业通缩加剧的现象。

图 5 中采制造业 PMI


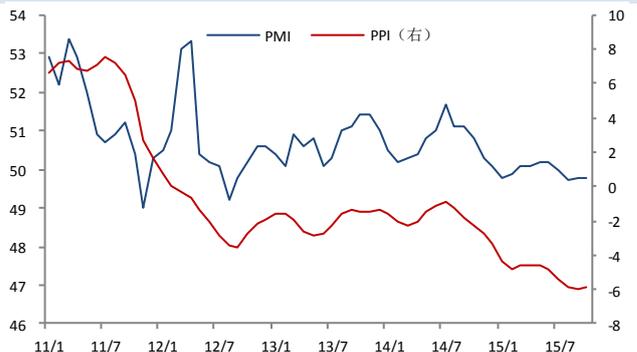
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 PMI 分项指数


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 7 财新 PMI


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 8 PPI&PMI


数据来源：Wind、国都期货研究所

请务必阅读正文后的免责声明

（二）“超级星期四”

12月3日，欧洲央行宣布下调存款利率10个基点至-0.3%，维持再融资利率和隔夜贷款利率不变。同时欧洲央行行长德拉吉表示，将购债期限从2016年9月延长至2017年3月，甚至更长。但由于欧洲央行QE加码低于预期，购债规模没有改变，加上决议公布前《金融时报》发布错误消息的扰动，欧元兑美元剧烈震荡，美元指数急跌，从12月2日99.91附近跌至97.8792的低点。

而当天美联储主席耶伦发表讲话，重申美国就业市场依然在增强，油价和进口对通胀的拖累将在2016年逐渐消退，未来数年通胀将升至2%的水平。并且，耶伦重申了推迟加息可能会导致通胀超出目标和扰乱紧缩周期，而在首次加息后的加息将循序渐进，并会谨慎的对待周五的非农就业报告。

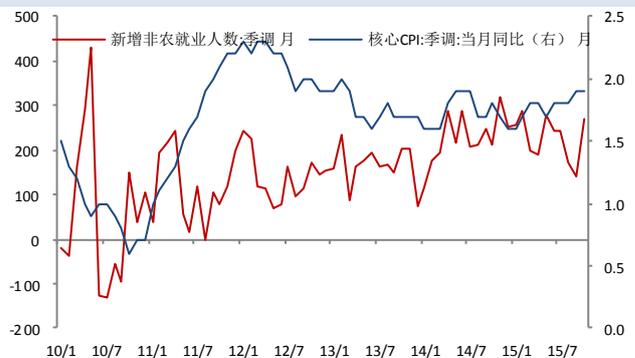
有两个原因支持美元在今年走强，一是美国经济出现好转迹象，加息概率大增，另一个因素就是因为欧洲宽松加码的预期。如今欧洲央行维持再融资利率、购债规模不变，决策并不符合市场预期，美联储能否在12月进行首次加息更多的取决于美国国内就业数据的表现。

图9 欧元兑美元汇率及美元指数



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 美国核心CPI及新增非农就业人数



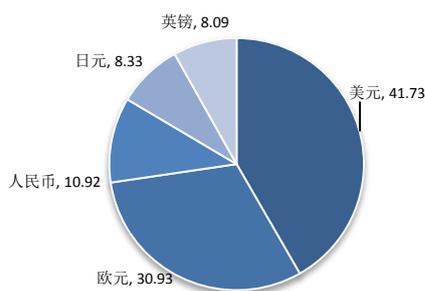
数据来源：Wind、国都期货研究所

（三）SDR 成功入篮，权重超日元英镑

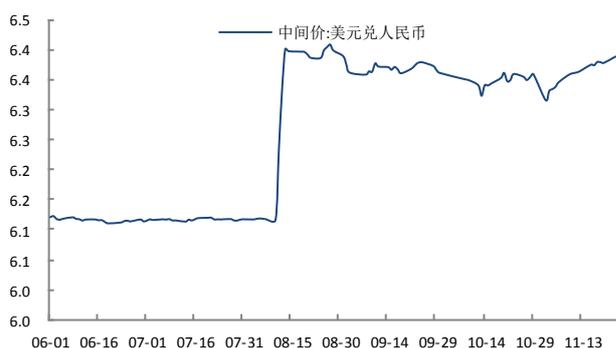
11月30日，IMF决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，SDR货币篮子中目前拥有美元、欧元、人民币、日元、英镑五种货币，权重分别为41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和8.09%，将于2016年10月1日期生效。

人民币入篮是中国经济融入全球金融体系的一个重要里程碑，而人民币国际化程度上升后，各国央行和主权基金会增加对人民币资产的配置，在国际储备中低位的上升将提升人民币资产的需求。而与其他国家相比，

我国目前超3%的利率仍然较高，债市仍存在吸引力。而对于人民币汇率而言，由于美元加息周期即将到来，人民币贬值压力依旧不减，从离岸市场的人民币兑美元走势可以看出，市场上看空人民币的预期弥漫。但央行在吹风会上表示，人民币不会继续贬值，央行会逐步推进汇改，在汇率波动幅度过大及外汇资金出现异动情况下，央行会果断适当干预。

图 11 央行公开市场操作


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 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

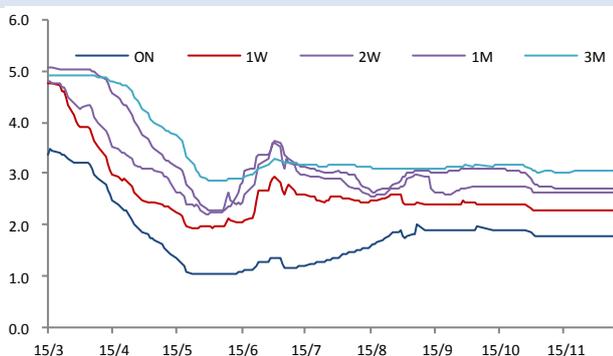
受打新冻结资金的影响，货币市场利率在本周前几天稍显紧张，但由于央行在本周公开市场净投放500亿元，为近三个月最高水平，资金面在周四、周五逐步走稳。但由于国际宏观形势波动，欧洲QE不及预期、美联储加息在即等因素的影响，央行是否会在逆回购的基础上采取进一步的宽松政策以维持汇率及利率稳定仍值得期待。周五Shibor隔夜利率1.7870%，较上期上行0.1BP；Shibor1周期报2.2930%维持不变；Shibor2周期、3月期分别报2.6320%和3.0430%，较上期下行0.6BP和0.7BP。银行间质押式回购利率中，周五收盘隔夜报1.7990，较上期上行0.1BP；7天报2.3699，较上期下行5.36BP，14天报2.6162%，较上期下行11.4BP；1月、3月分别下行1.09BP和11.55BP。

(二) 利率债市场

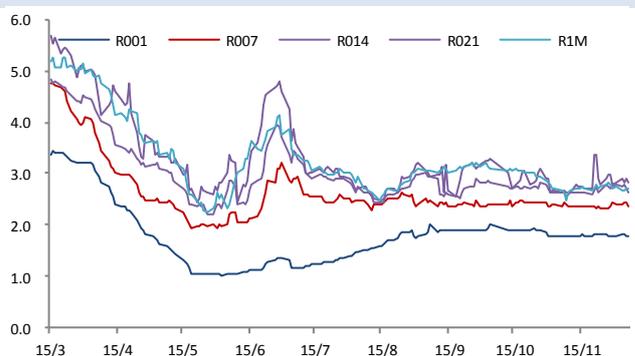
二级市场收益率延续着下行趋势，10年期国债收益率回落至3.03%-3.05%区间，已接近前期高点，打新资金解冻后，银行间债市更是涨势不改，短期限品种表现强于中长期品种，3年期表现尤为强势。国债1、3、5、7、10年期收益率较上期分别下行1.33BP、13.61BP、4.34BP、4.5BP

和1.99BP。国开债更是从3月期到30年期各期限全线下行，1、3、5、7、10年期分别较上期下行3.98BP、6.11BP、5.19BP、5.53BP和3.98BP。

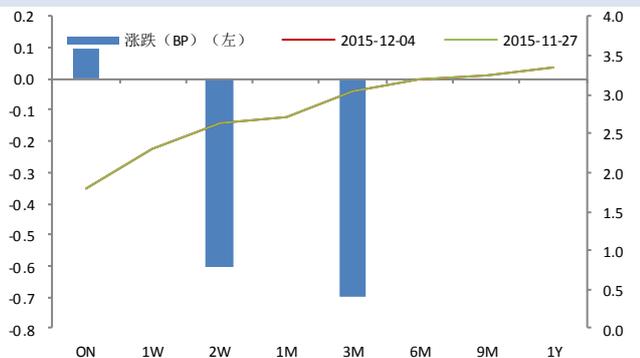
一级市场方面，周三财政部招标发行5年期国债，中标利率在2.8577-2.8922之间，全场倍数2.28。由于资金面较为宽松，外加年内利率债增量有限，边际投标倍数达到12.29倍，配置需求偏暖；周四进出口行1、3、5、10年期中标利率分别/2.7%、3.09%、3.34%和3.55%；周五，财政部91天期贴现国债中标利率为2.5169%，全场倍数2.45。

图 13 SHIBOR 利率走势


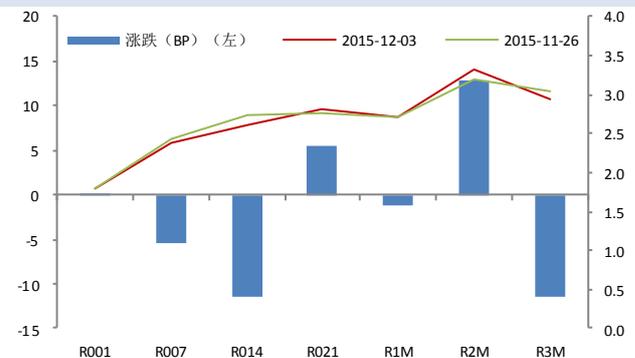
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 银行间质押式回购利率走势


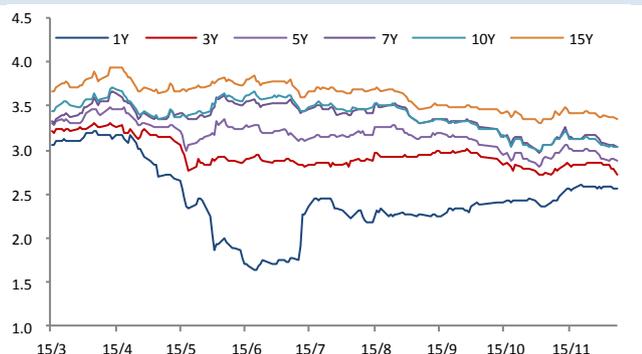
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 15 SHIBOR 利率周变化


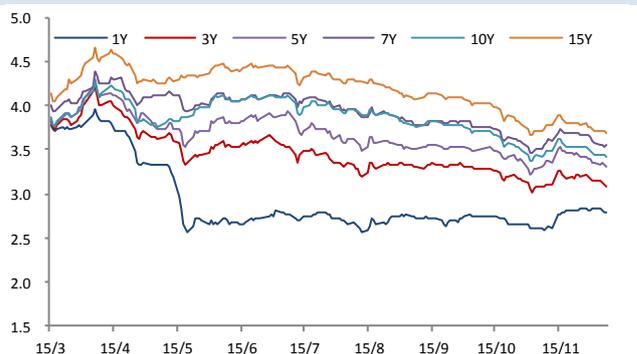
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 银质押利率周变化


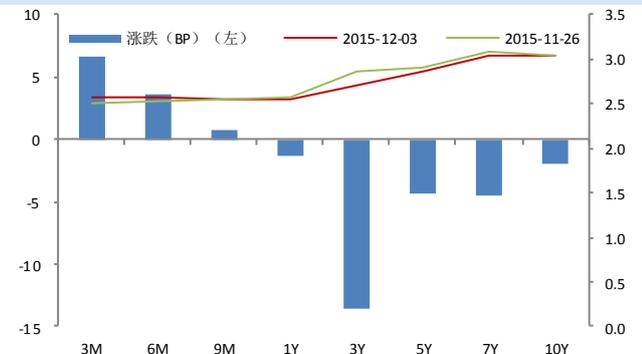
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 17 国债收益率周变化


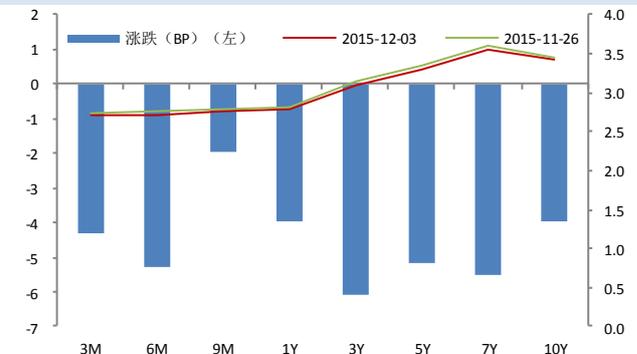
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 18 国开债收益率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

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

四、后市展望

从央行本周净投放 500 亿元可以看出，在 IPO 重启的敏感时点，央行维稳资金面的意图非常明显。而在 IPO 打新高峰过后，资金面也确实保持宽松，虽处年末时段，但资金面暂时无虞，市场信心也有所提振。地方债置换规模扩大消息再起，地方政府财政压力显而易见，虽然如消息属实利率债会遭遇供给冲击，但鉴于二级市场上地方债的流动性渐增，加上基本面恶化的局面不改，利率债的行情还未结束，围绕高点震荡的局面还将在短期内延续。数据密集出炉期即将到来，关注高频数据表现，可围绕数据进行波段操作。5 债压力位 100.635，支撑位 99.698，10 债压力位 99.235，支撑位 98.270。

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。