

汇率波动走阔 收益率再下一城

主要观点

行情回顾。本周高频数据集中出炉，外储大幅下降、出口连跌、PPI 通缩不改、金融数据虚胖均显示了基本面仍在寻底过程中，期债走势重回基本面的指引，表现强势。二级市场 10 年期国债收益率也重回 3 以下，各期限利率债收益率普遍下跌。虽然 IPO 重启、外储大幅流出、年末将至、央行净回笼等因素叠加给资金面带来小幅压力，但央行维稳资金面的意图仍较为明显，亦无碍债市的走强。期债三涨两跌，连续三周上涨。本周 TF1603 开盘 100.030 元，收盘 100.340 元；T1603 开盘 98.860，收盘 99.370。

外储环比大幅下滑。11 月外汇储备 3.4384 万亿美元，预期 3.4924 万亿美元，环比下滑 872 亿美元，为 1996 年有数据以来第三大月度跌幅，而外储规模也降至 2013 年 2 月以来的最低值，离岸人民币闻讯扩大跌幅至 3.35%。近两个月以来，美国经济数据、就业数据表现抢眼，加息概率逐步增加。受此影响，人民币离岸价差不断走阔，资本流出压力维持高位。同时，居民持汇意愿持续上升，以及央行在人民币确认加入 SDR 之前出手稳定离岸市场的行为均一定程度上影响了外储规模。

工业通缩压力依旧。11 月，全国居民消费价格总水平同比上涨 1.5%。其中，食品价格上涨 2.3%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 1.2%，服务价格上涨 2.1%。11 月，全国工业生产者出厂价格环比下降 0.5%，同比下降 5.9%。工业生产者购进价格环比下降 0.7%，同比下降 6.9%。虽然受季节性因素影响，蔬菜、鲜果价格出现反弹，但由于 11 月猪肉价格环比降幅仍在扩大，牛羊肉价格、禽蛋价格也较为疲弱，食品价格整体保持稳定。而非食品方面，衣着类季节性上涨，娱乐教育文化类季节性下跌，而油价下行、房价涨幅有限也使居住类价格保持疲态。而大宗商品颓势未改，有色金属、黑色金属、石油化工价格下跌也带动整个产业链价格快速回落，相应开采及加工业出厂价格均受到重创，PPI 跌势难改。

M2 增速超预期，社融存量仍处于低位。与 10 月相比，11 月信贷和社融数据有所好转，但企业中长期贷款增量有限仍显示了实体经济融资需求低迷。而 M2 增速超预期，更多的是受企业存款大幅上升的推动。鉴于 11 月地方债发行量保持高位，且专项金融债贷款发行加快，短期内企业活期存款大幅上升。

后期走势。从目前出炉的 11 月数据来看，外储环比大幅下降、出口连跌 13 个月、PPI 通缩压力不减、金融数据虚胖均显示了目前基本面仍在寻底的过程之中。而在美国加息在即、汇率波动走阔、资金流出压力大增的环境中，货币宽松的空间虽然已较为有限，但整体预计仍将保持宽松格局。预计年末及明年初 CPI 会季节性小幅走高，但由于缺乏明显的回升动力，短期内会给债市带来一定影响，但并不会给长期给债市带来压力。期债已接近前期高点，二级市场 10 年期收益率也在本周重回 3 以下，短期内突破前高需要消息面的刺激。

请务必阅读正文后的免责声明

报告日期 2015-12-11

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

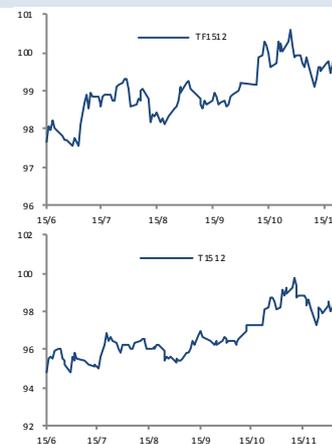
国债期货分析师

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) 人民币汇率承压，外储环比大幅下滑	4
(二) 进口稍有好转，出口连降 13 个月	5
(三) CPI 小幅上升，PPI 通缩压力难改	6
(四) M2 增速超预期反弹，社融增速下降 0.2 个百分点	7
三、债券市场表现	8
(一) 货币市场	8
(二) 利率债市场	9
四、后市展望	10

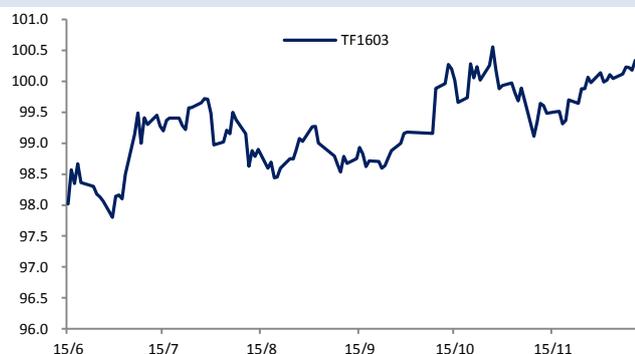
插图

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 外汇储备余额及环比变化	5
图 6 外汇市场交易额	5
图 7 人民币离岸、在岸价差	5
图 8 汇改前后美元兑人民币中间价走势	5
图 9 进出口金额及贸易差额	6
图 10 进出口金额增速	6
图 11 CPI	7
图 12 PPI	7
图 13 M1&M2 余额同比	8
图 14 金融机构新增人民币贷款	8
图 15 SHIBOR 利率走势	8
图 16 银行间质押式回购利率走势	8
图 17 SHIBOR 利率周变化	8
图 18 银质押利率周变化	8
图 19 国债到期收益率走势	9
图 20 国开债到期收益率走势	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

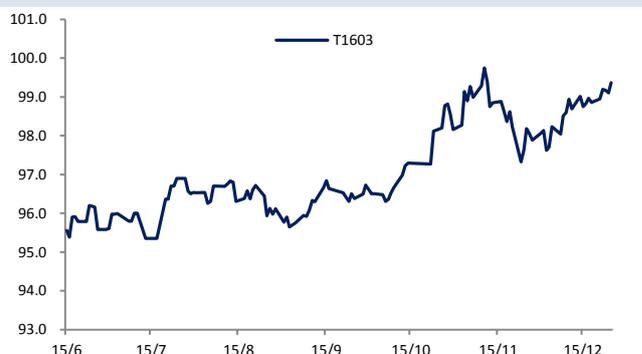
本周高频数据集中出炉，外储大幅下降、出口连跌、PPI通缩不改、金融数据虚胖均显示了基本面仍在寻底过程中，期债走势重回基本面的指引，表现强势。二级市场10年期国债收益率也重回3以下，各期限利率债收益率普遍下跌。虽然IPO重启、外储大幅流出、年末将至、央行净回笼等因素叠加给资金面带来小幅压力，但央行维稳资金面的意图仍较为明显，亦无碍债市的走强。期债三涨两跌，连续三周上涨。本周TF1603开盘100.030元，收盘100.340元；T1603开盘98.860，收盘99.370。

图1 TF主力合约走势



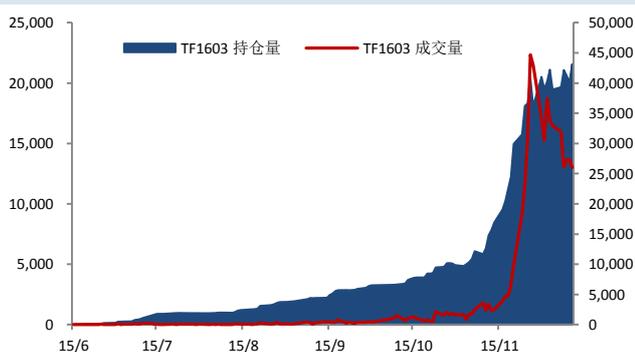
数据来源：Wind、国都期货研究所

图2 T主力合约走势



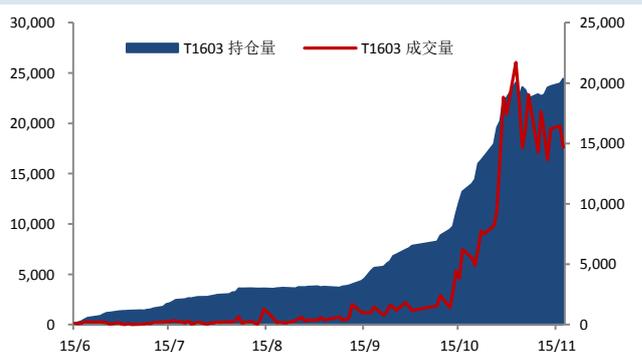
数据来源：Wind、国都期货研究所

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



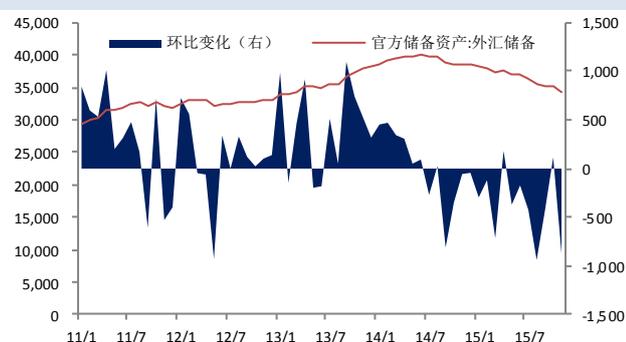
数据来源：Wind、国都期货研究所

二、债市基本面分析

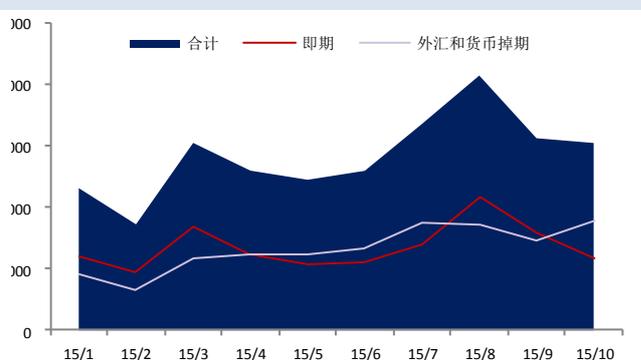
(一) 人民币汇率承压，外储环比大幅下滑

11月外汇储备3.4384万亿美元，预期3.4924万亿美元，环比下滑872亿美元，为1996年有数据以来第三大月度跌幅，而外储规模也降至2013年2月以来的最低值，离岸人民币闻讯扩大跌幅至3.35%。

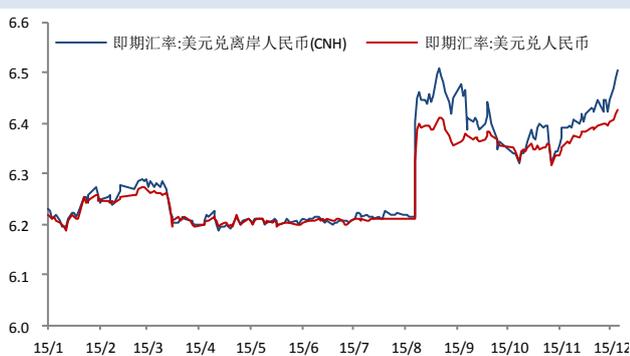
近两个月以来，美国经济数据、就业数据表现抢眼，加息概率逐步增加。受此影响，人民币离岸价差不断走阔，资本流出压力维持高位。同时，居民持汇意愿持续上升，以及央行在人民币确认加入SDR之前出手稳定离岸市场的行为均一定程度上影响了外储规模。从贸易数据来看，贸易顺差依旧保持高位，可见外储大幅流失主要是因为市场上看空人民币的情绪仍在发酵所致。虽然SDR入篮后，理论上人民币资产的配置需求会逐步提升，但鉴于不可能三角理论，汇率稳定、资本的自由流动和货币政策的独立性难以共存，人民币贬值压力在2016年恐将延续。

图5 外汇储备余额及环比变化


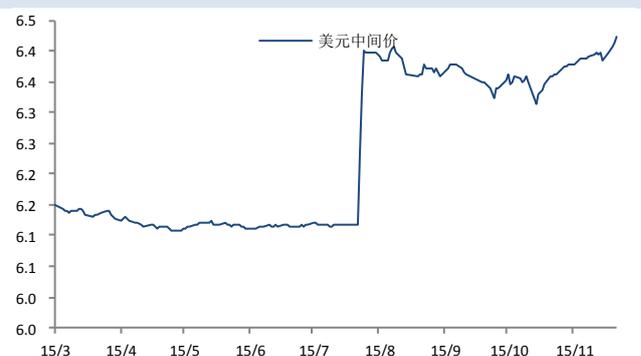
数据来源：Wind、国都期货研究所

图6 外汇市场交易额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图7 人民币离岸、在岸价差


数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 汇改前后美元兑人民币中间价走势


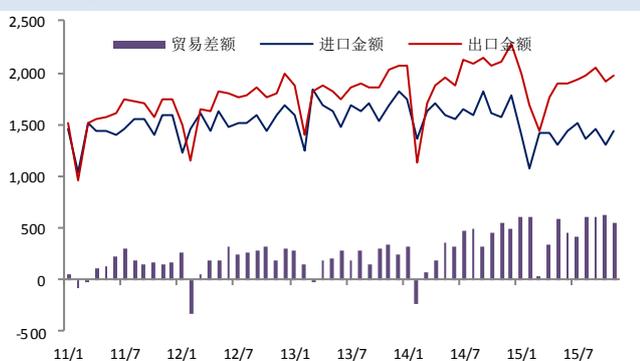
数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）进口稍有好转，出口连降13个月

据海关统计，今年前11个月，我国进出口总值22.08万亿元人民币，比去年同期下降7.8%。其中，出口12.71万亿元，下降2.2%；进口9.37万亿元，下降14.4%；贸易顺差3.34万亿元，扩大63%。11月份，我国进出口总值2.16万亿元，下降4.5%。其中，出口1.25万亿元，下降3.7%；进口9100亿元，下降5.6%；贸易顺差3431亿元，扩大2%。

虽然美国就业市场持续复苏，消费稳健增长，但由于欧元区及日本经济仍然疲软，新兴市场走势分化，全球经济整体仍处于弱势格局，全球贸易也在低谷徘徊。虽然11月以来人民币实际有效汇率出现贬值，但外需疲弱从根本上抑制了出口的表现。此外，由于去年同期对香港贵金属出口存在异常偏高现象，也一定程度上影响了本月出口增速的表现。

进口方面同样难改低迷，受房地产投资未见起色、全球贸易弱势运行的影响，加工贸易和一般贸易进口需求疲弱。而大宗商品方面，原油、成品油、大豆等进口量保持增长，而受国际大宗商品价格持续走弱的影响，进口价格出现下跌。

图9 进出口金额及贸易差额


数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 进出口金额增速


数据来源：Wind、国都期货研究所

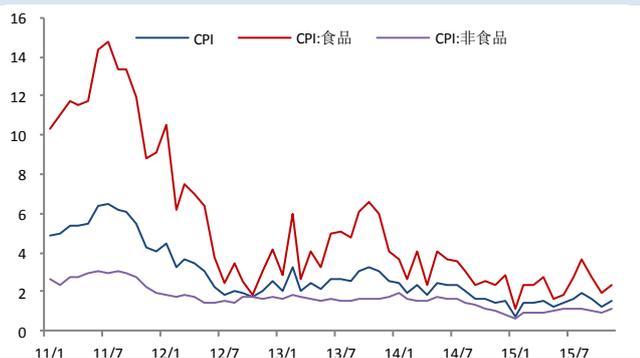
（三）CPI 小幅上升，PPI 通缩压力难改

11月份，全国居民消费价格总水平同比上涨1.5%。其中，食品价格上涨2.3%，非食品价格上涨1.1%；消费品价格上涨1.2%，服务价格上涨2.1%。11月份，全国工业生产者出厂价格环比下降0.5%，同比下降5.9%。工业生产者购进价格环比下降0.7%，同比下降6.9%。

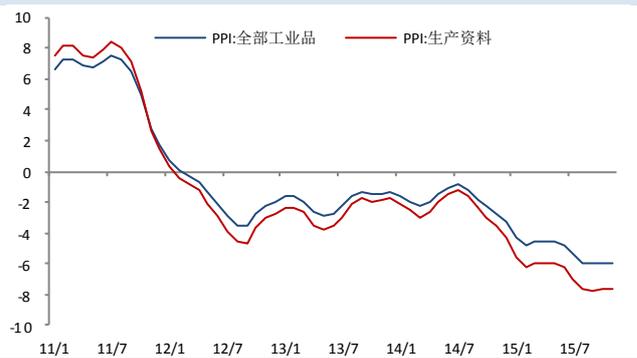
具体来看，虽然受季节性因素影响，蔬菜、鲜果价格出现反弹，但由于11月猪肉价格环比降幅仍在扩大，牛羊肉价格、禽蛋价格也较为疲弱，食品价格整体保持稳定。而非食品方面，衣着类季节性上涨，娱乐教育文化类季节性下跌，而油价下行、房价涨幅有限也使居住类价格保持疲态。总而言之，在经济增速下行阶段，居民收入压力增大，CPI短期内保持低位运行的概率较大。

大宗商品颓势未改，有色金属、黑色金属、石油化工价格下跌也带动整个产业链价格快速回落，相应开采及加工业出厂价格均受到重创。从11月数据来看，在工业生产者出厂价格中，有色金属矿采选业类环比下行1.7个百分点，同比跌幅达10.4%；黑色金属矿采选业环比下跌1.3个百分点，

同比下跌18%；石油和天然气开采业环比下跌1.5个百分点，同比大跌36.5%；有色、黑色、石油相应的加工业出厂价格环比跌幅分别达3.2%、1.8%和1.9%，同比跌幅分别为13.5%、19.9%和20.6%。制造业的冬天还没有过去，企业经营下行压力仍在增加。

图 11 CPI


数据来源: Wind、国都期货研究所

图 12 PPI


数据来源: Wind、国都期货研究所

(四) M2 增速超预期反弹，社融增速下降 0.2 个百分点

央行公布的11月金融数据显示，11月新增人民币贷款7089亿元，同比少增2347亿元。分部门来看，住户部门贷款增加3844亿元，其中中长期贷款增加3278亿元；非金融企业及机关团体贷款增加5011亿元，非银行金融机构贷款减少1671亿元。月末外币贷款余额同比下降4.9%，当月外币贷款减少262亿美元。

M2同比增长13.7%，增速分别较上月和去年同期增长0.2个百分点和1.4个百分点，创2014年6月以来新高；M1余额38.76万亿元，同比增长15.7%，增速比上月末和去年同期高1.7个和12.5个百分点；M0余额同比增长3.2%。11月社会融资规模增量为1.02万亿元，环比大增4878亿元。

与10月相比，11月信贷和社融数据有所好转，但企业中长期贷款增量有限仍显示了实体经济融资需求低迷，而社融总量虽较上月明显回升，但存量仍处于历史低点，实体经济获得的信贷支持仍较为薄弱。在内外需低迷的情况下，面对资本外流压力，央行预计仍会采取包括降准等方式积极进行对冲。而M2增速超预期，更多的是受企业存款大幅上升的推动。鉴于11月地方债发行量保持高位，且专项金融债贷款发行加快，短期内企业活期存款大幅上升。M1-M2差额继续大幅回升，资金活化程度进一步提高，但货币流通速度在下行，货币宽松并没有成功反应在经济数据上。

图 13 M1&M2 余额同比


数据来源: Wind、国都期货研究所

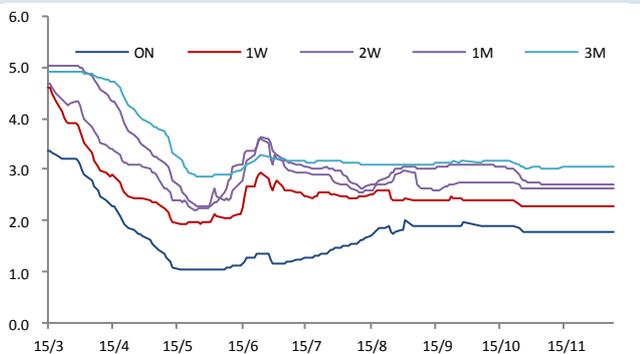
图 14 金融机构新增人民币贷款


数据来源: Wind、国都期货研究所

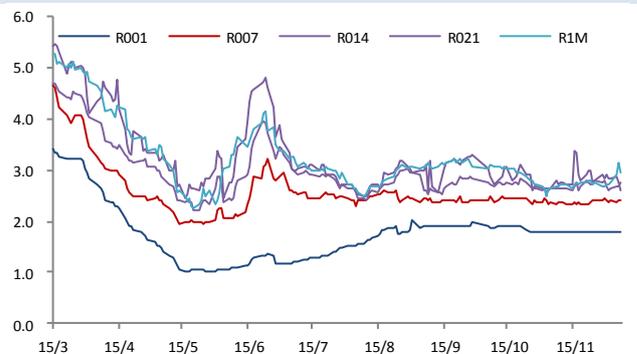
三、债券市场表现

(一) 货币市场

本周，资金面整体保持较为宽松的局面，虽然央行在本周实现公开市场净回笼，但由于处于月中，资金面暂无较明显的反应。但由于本周五IPO打新、月度缴税时点的到来，下周资金面会经受季节性考验。同时汇率扰动走阔，资本外流压力增加也逐渐对资金面施压。Shibor利率本周全线小幅上行，周五Shibor隔夜利率1.7880%，较上期上行0.6BP；Shibor1周为2.3020%，较上期上行2.4BP；Shibor2周为2.6420%，较上期上行2.3BP；Shibor1月报2.7010%，较上期上行0.9BP；Shibor3月3.0510%，较上期上行1.1BP。银行间质押式回购利率中，出个也小幅下行外，其余期限也在本周全线走高，1月、2月期涨幅较大。周五收盘隔夜报1.7985，较上期下行0.05BP；7天、14天、21天、1月、2月、3月分别较上期上行5.27BP、3.86BP、5.81BP、12.37BP、14.5BP和4.53BP。

图 15 SHIBOR 利率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

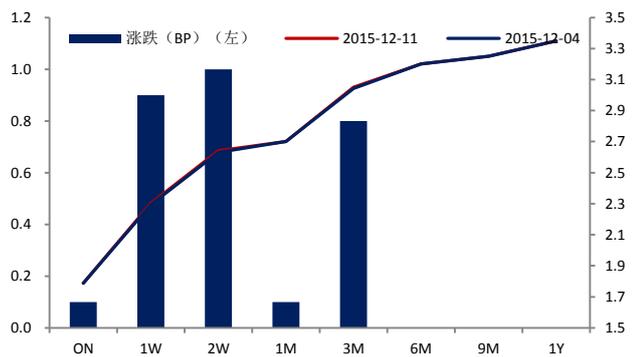
图 16 银行间质押式回购利率走势


数据来源: Wind、国都期货研究所

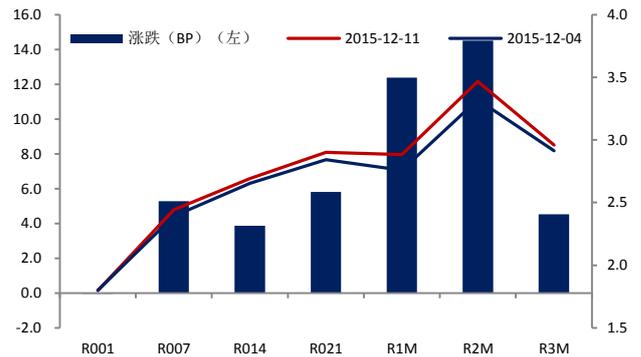
图 17 SHIBOR 利率周变化

请务必阅读正文后的免责声明

图 18 银质押利率周变化



数据来源: Wind、国都期货研究所



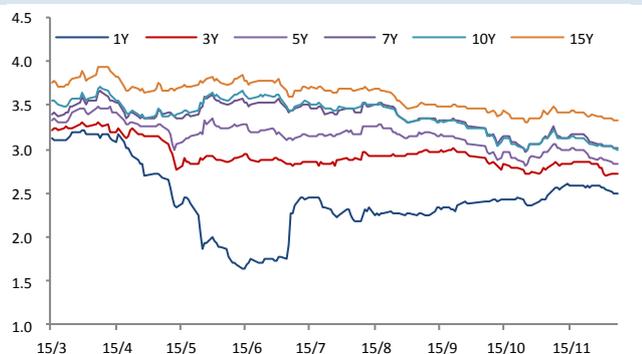
数据来源: Wind、国都期货研究所

(二) 利率债市场

受经济及金融数据偏空的影响, 利率债在本周依旧延续了强势走势, 国债及国开债各期限收益率全线下行, 已逼近前期低点。3月、6月、9月及1、3、5、7、10年期国债收益率分别较上期下行10.66BP、11.92BP、9.11BP、7.07BP、0.11BP、4.83BP、3.44BP和3.23BP; 国开债中中短期表现比国债更为强势, 3月、6月、9月及1、3、5、7、10年期收益率分别较上期下行2.64BP、2.15BP、2.56BP、8.51BP、9.54BP、11.56BP、9.36BP和4.45BP。

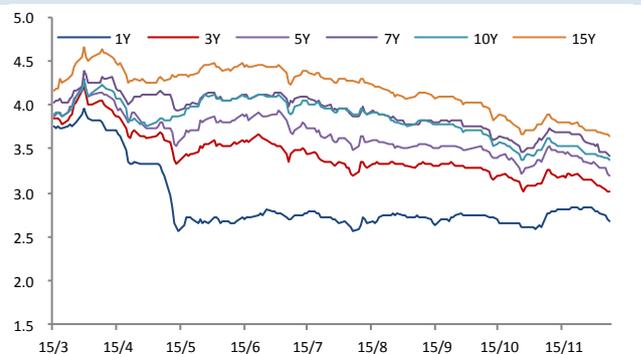
一级市场方面, 周三, 农发行 3、7、10 年期固息债中标利率分别为 2.9652%、3.4128%和 3.4708%, 全场倍数分别为 3.27、3.92 和 3.74。周五财政部发行3个月及6个月期贴现国债, 中标利率分别为2.3618及 2.3624, 投标倍数为4.16倍及3.20倍。进出口行增发3期债需求良好, 3、5、10年中标利率为2.9618/3.1866和3.4666, 全场倍数分别为3.22、2.62、2.16, 其中3年期出现机构博取边际收益现象, 边际倍数高达19.4。

图 19 国债到期收益率走势



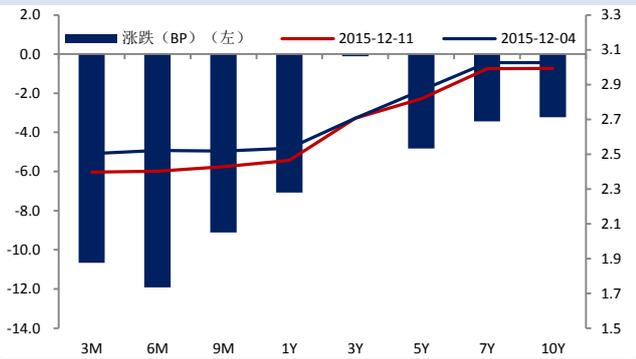
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 20 国开债到期收益率走势



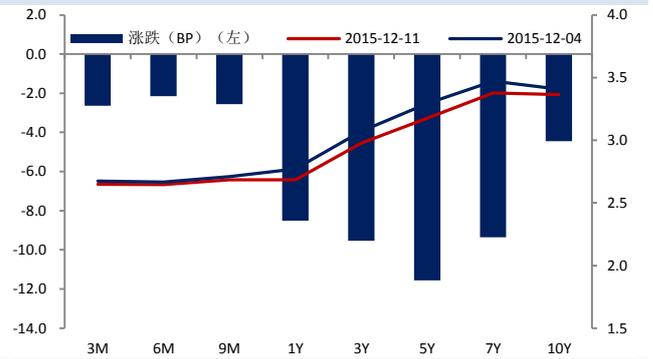
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

从目前出炉的11月数据来看，外储环比大幅下降、出口连跌13个月、PPI通缩压力不减、金融数据虚胖均显示了目前基本面仍在寻底的过程之中。而在美国加息在即、汇率波动走阔、资金流出压力大增的环境中，货币宽松的空间虽然已较为有限，但整体预计仍将保持宽松格局。预计年末及明年初CPI会季节性小幅走高，但由于缺乏明显的回升动力，短期内会给债市带来一定影响，但并不会给长期给债市带来压力。期债已接近前期高点，二级市场10年期收益率也在本周重回3以下，短期内突破前高需要消息面的刺激。在周三美联储议息会议即将召开之际，国际宏观市场难免出现大幅波动，可选择暂时观望。长期依旧看好期债表现，年末如出现回调，可择机参与。5债压力位100.635，支撑位99.911,10债压力位99.900，支撑位98.637。

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。