

资金博弈降准 期债表现强势

主要观点

行情回顾。年末倒数第二周，资金利率仍然不改上行趋势，Shibor 利率升至 2 个月来高点，宽松预期仍在发酵，债市做多情绪浓厚，中长期品种表现更佳。10 年期国债活跃券收益率已降至 2.8% 水平，10 年期国债收益率也降至 3.1% 左右。伴随现券走强，期债同样表现强势，除周五受获利了结压力影响微跌外，周一到周四均出现上涨，五债十债连连创出新高，但成交量并没有放大的迹象。由于本年度最后一个周末即将来临，降准利好是否落地即将揭晓，周五市场情绪较为谨慎，需关注周末政策面的消息。本周 TF1603 开盘 100.620 元，收盘 100.860 元；T1603 开盘 99.570，收盘 100.260。

2015 年中央经济工作会议召开。2015 年中央经济工作会议于 12 月 18 日至 21 日在北京举行，会议强调要坚持稳增长、调结构、惠民生、防风险，实行宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路，保持经济运行在合理区间。着力加强结构性改革，在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

贬值势头放缓，降准预期仍在发酵。本周人民币汇率急跌势头有所放缓。一方面是联储加息后美元走势出现震荡，人民币汇率急跌后也出现盘整需求，另一方面是受圣诞假期的影响，外资行休假令市场流动性减少，市场情绪偏谨慎。而在年末货币政策敏感期，央行虽然连续两周实现净投放，但由于资金面趋紧态势未改，降准预期仍在发酵。而本年度最后一个周末即将来临，需关注周五盘后降准预期是否能如期落地。

后期走势。央行本周公开市场净投放 300 亿元，连续两周净投放但仍整体保持温和，Shibor 利率上行趋势不改，跨年资金利率走紧，所以降准预期仍在发酵过程中，配置需求也推动中长期利率债收益率快速下行。但在保增长的托底政策发力的情况下，2016 年债务置换带来的供给压力仍会一定程度上制约收益率的进一步下行。与此同时，目前收益率下降速度过快也需要时间巩固，所以如周末降准利好没有落地，收益率低位震荡的可能性增大，期债回调的概率也在上升。建议在持有仓底多单的同时，逢高适度减仓，切忌盲目追高。

报告日期 2015-12-25

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) 11月债券市场发行成交同比大增	4
(二) 中央经济工作会议召开	6
(三) 人民币贬值暂缓，央行公开市场操作温和	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

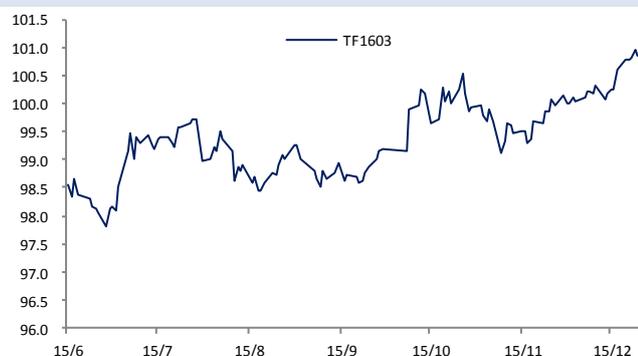
插图

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 本月以来债券发行只数	5
图 6 本月以来债券发行面额比重	5
图 7 离岸、在岸美元兑人民币走势	6
图 8 欧元兑人民币中间价	6
图 9 央行公开市场操作	7
图 10 货币净投放	7
图 11 SHIBOR 利率走势	8
图 12 银行间质押式回购利率走势	8
图 13 SHIBOR 利率周变化	8
图 14 银质押利率周变化	8
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	9
图 18 国开债收益率周变化	9
表 1 本月以来二级市场债券成交情况	5

一、行情回顾

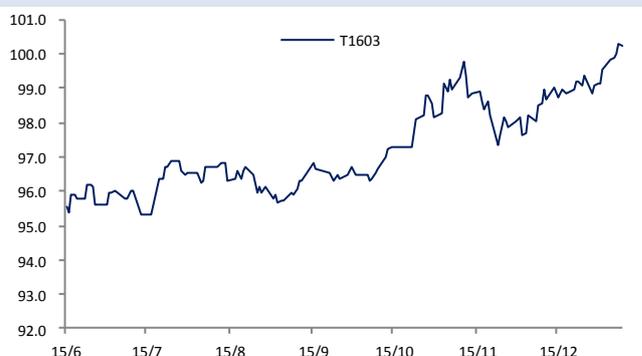
年末倒数第二周，资金利率仍然不改上行趋势，Shibor利率升至2个月来高点，宽松预期仍在发酵，债市做多情绪浓厚，中长期品种表现更佳。10年期国债活跃券收益率已降至2.8%水平，10年期国开债收益率也降至3.1%左右。伴随现券走强，期债同样表现强势，除周五受获利了结压力影响微跌外，周一到周四均出现上涨，五债十债连连创出新高，但成交量并没有放大的迹象。由于本年度最后一个周末即将来临，降准利好是否落地即将揭晓，周五市场情绪较为谨慎，需关注周末政策面的消息。本周TF1603开盘100.620元，收盘100.860元；T1603开盘99.570，收盘100.260。

图 1 TF1603 走势



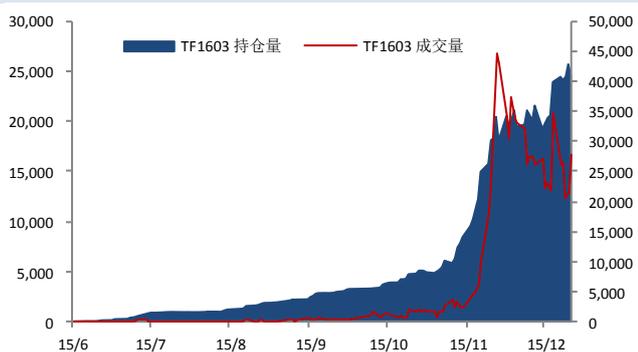
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



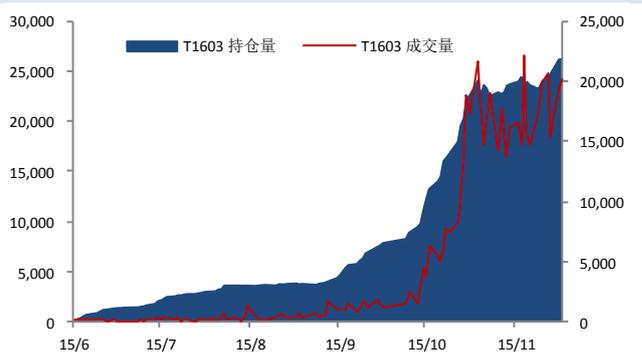
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

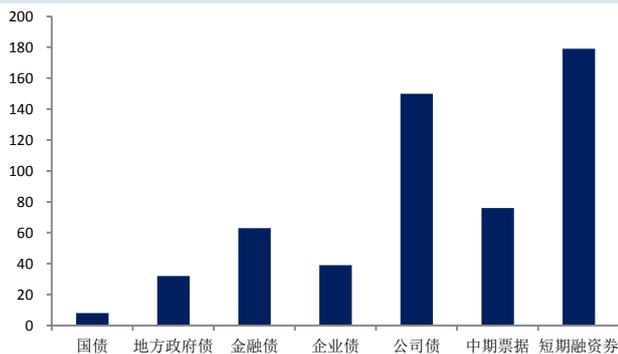
二、债市基本面分析

(一) 11月债券市场发行成交同比大增

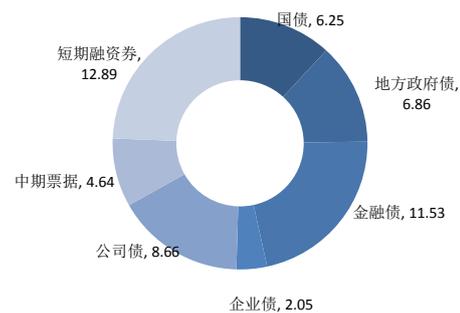
央行21日发布的11月金融市场运行情况显示，11月，债券市场共发行各类债券2.7万亿元，同比增长170.1%，环比增长28%。其中，国债发行

2472.8亿元，地方政府债发行7637.2亿元，金融债券发行2675.3亿元，公司信用类债券发行7935.1亿元。银行间债券市场共发行各类债券2.5万亿元，同比增长167.8%，环比增长24.3%。截至11月末，债券市场总托管余额为46.4万亿元，银行间债券市场托管余额为42.7万亿元，占债券市场总托管余额的92.1%。而运行方面，11月银行间债券市场现券成交10.3万亿元，日均成交4889亿元，同比增长154.1%。

货币市场运行情况显示，11月货币市场成交量共计63.6万亿元，同比增长151.8%，环比增长35%。其中质押式回购成交51.7万亿元，环比增长30.7%；买断式回购成交3.2万亿元，环比增长51%；同业拆借成交8.7万亿元，环比增长60.4%。利率方面，11月同业拆借月加权平均利率为1.9%，较上月下行9个基点；质押式回购月加权平均利率为1.85%，较上月下行9个基点。

图 5 本月以来债券发行只数


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 6 本月以来债券发行面额比重


数据来源：Wind、国都期货研究所

表 1 本月以来二级市场债券成交情况

二级市场	现券交易		回购交易		同业拆借	
	总金额(亿元)	比重 (%)	总金额(亿元)	比重 (%)	总金额(亿元)	比重 (%)
银行间债券市场	90,307.23	98.92	446,838.54	79.51	66,656.14	100.00
上海证券交易所	725.32	0.79	107,000.46	19.04		
深圳证券交易所	257.86	0.28	8,123.22	1.45		
合计	91,290.41	100.00	561,962.22	100.00	66,656.14	100.00

数据来源：Wind、国都期货研究所

（二）中央经济工作会议召开

2015年中央经济工作会议于12月18日至21日在北京举行，会议强调要坚持稳增长、调结构、惠民生、防风险，实行宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路，保持经济运行在合理区间。着力加强结构性改革，在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

同时会议强调，要加快金融体制改革，尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的股票市场，抓紧研究提出金融监管体制改革方案。加快推进银行体系改革，深化国有商业银行改革，加快发展绿色金融。在财政政策积极，货币政策稳健偏宽松的情况下，流动性压力可控，而供给侧改革需要切实降低企业融资利率，短期来看对债市仍有支撑。而由于产能出清难以一蹴而就，经济增速下行压力不减，利率债收益率仍有下行空间。

（三）人民币贬值暂缓，央行公开市场操作温和

本周一，人民币兑美元中间价报6.4753，周五报6.4713，急跌势头有所放缓。一方面是联储加息后美元走势出现震荡，人民币汇率急跌后也出现盘整需求，另一方面是受圣诞假期的影响，外资行休假令市场流动性减少，市场情绪偏谨慎。

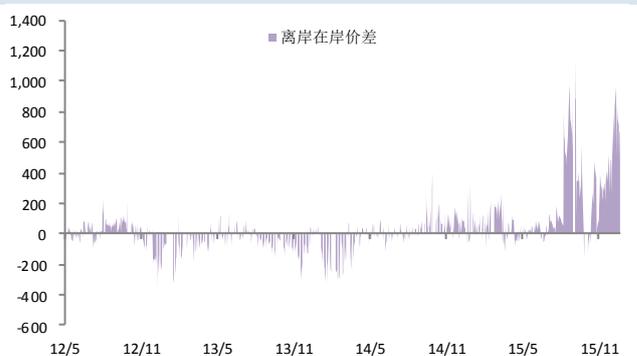
而在年末货币政策敏感期，央行于周二和周四在公开市场分别进行了300亿元和400亿元7天期逆回购，中标利率仍维持在2.25%。单周净投放300亿元，连续两周实现净投放。但由于资金面趋紧态势未改，降准预期仍在发酵，由于本年度最后一个周末即将来临，需关注周五盘后降准预期是否能如期落地。

图7 离岸、在岸美元兑人民币走势

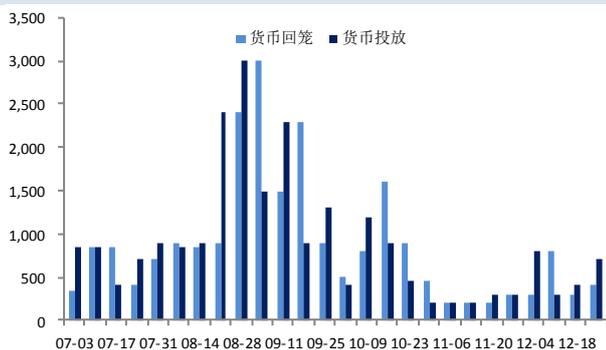


数据来源: Wind、国都期货研究所

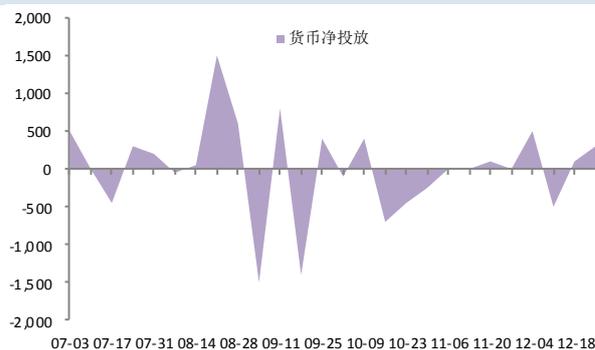
图8 离岸在岸价差



数据来源: Wind、国都期货研究所

图9 央行公开市场操作


数据来源: Wind、国都期货研究所

图10 货币净投放


数据来源: Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

(一) 货币市场

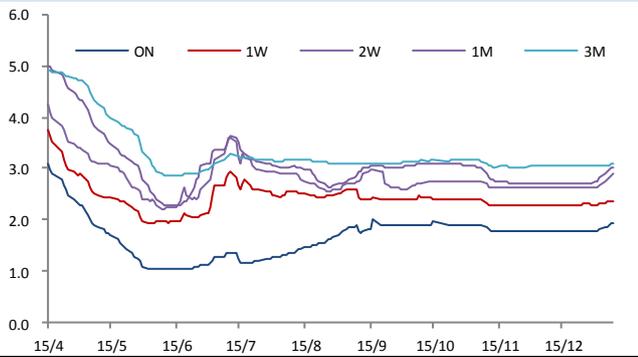
受季节性因素影响,年末资金利率普遍走高,今年虽然资金面收紧程度好于以往水平,但Shibor利率也逐日攀升至2个月来高点,跨年利率也持续走高。本周人民币汇率贬值速度有所放缓,但离岸即期汇率大幅上行,离岸在岸价差进一步走阔,降准宽松预期不减。周五Shibor隔夜利率1.9340%,较上期上行11.8BP; Shibor1周报2.3550%,较上期上行3.7BP; Shibor2周报2.8990%,较上期上行21.4BP; Shibor1月期报3.0040,较上期上行18.2BP; Shibor3月期报3.0825,较上期上行3.24BP; 银行间质押式回购利率中,周四收盘隔夜报1.9475,较上期上行13.87BP; 7天报2.3746,较上期下行9.81BP, 14天报3.2437%,较上期大幅上行57.48BP; 21天报3.9080%,较上期上行23.46BP; 1月报3.5702%,较上期上行29.68BP。

(二) 利率债市场

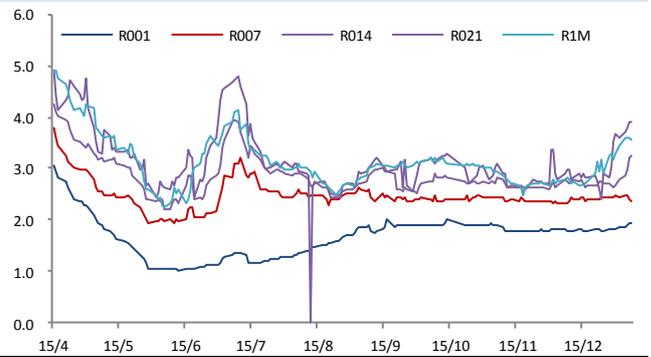
利率债依旧延续着强势表现,收益率进一步下行刷新新低,中长期品种表现优于短期限品种,目前10年期国债收益率已回落至2.8%附近,10年期国开也回落至3.1%的水平。截至周四收盘,1、3、5、7、10年期国债收益率目前报2.3135%、2.5603%、2.6630%、2.8050%和2.8010%,分别较上期下行7.72BP、13.58BP、10.37BP、18.5BP和18.47BP。国开债收益率同样全线大幅下行,1、3、5、7、10年期收益率同样全线回落,收益率分别报2.4860%、2.7618%、2.9600%、3.1496%和3.1370%,分别较上期下行16.85BP、19.08BP、18BP、24.318BP和21.95BP。

一级市场方面,由于年内利率债发行基本完毕,机构配置需求仍然偏暖。23日,2015年贵州省政府一般债券发行,3至10年期中标利率分别为

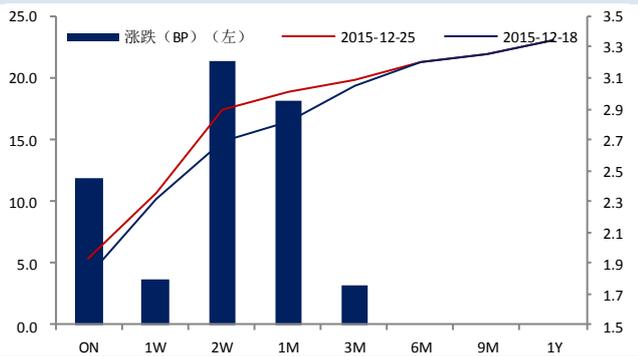
2.79%、2.99%、3.18%和3.23%。周五财政部发行3个月期贴现国债，加权中标利率2.2809%，全场倍数2.74，边际倍数2.5。

图 11 SHIBOR 利率走势


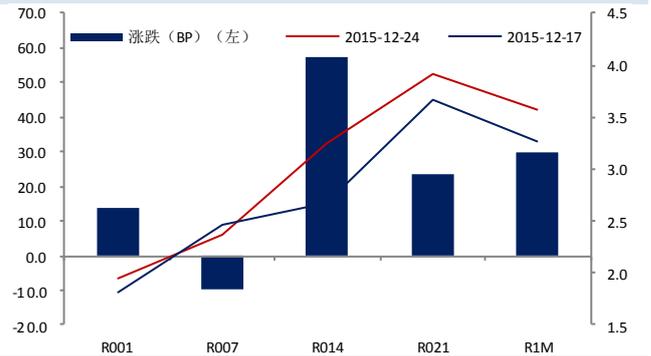
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势


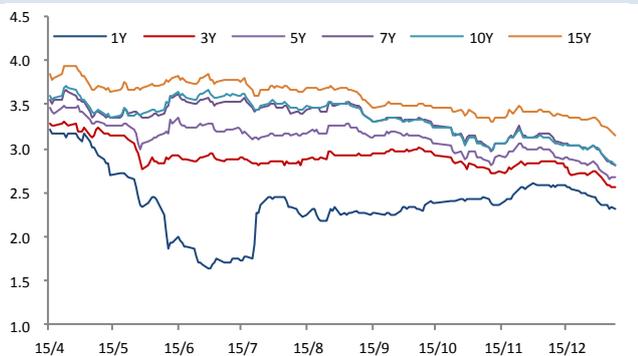
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化


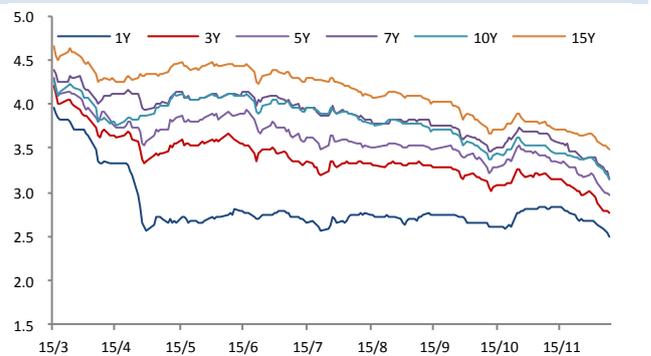
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 14 银质押利率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

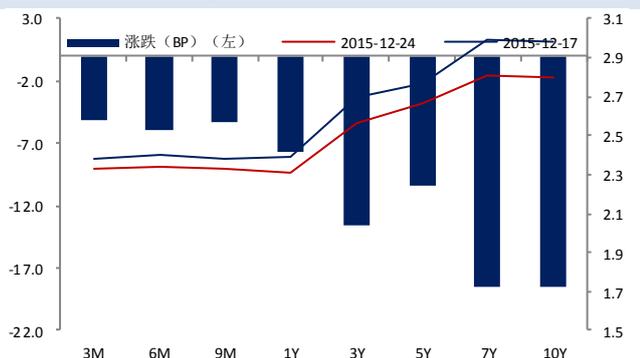
图 15 国债收益率周变化


数据来源：Wind、国都期货研究所

图 16 国开债收益率周变化


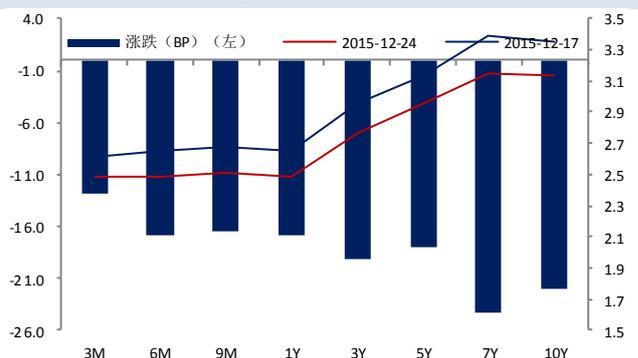
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

央行本周公开市场净投放300亿元，连续两周净投放但仍整体保持温和，Shibor利率上行趋势不改，跨年资金利率走紧，所以降准预期仍在发酵过程中，配置需求也推动中长期利率债收益率快速下行。但在保增长的托底政策发力的情况下，2016年债务置换带来的供给压力仍会一定程度上制约收益率的进一步下行。与此同时，目前收益率下降速度过快也需要时间巩固，所以如周末降准利好没有落地，收益率低位震荡的可能性增大，期债回调的概率也在上升。建议在持有仓底多单的同时，逢高适度减仓，切莫盲目追高。

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。