

风险偏好下行 贬值对利率冲击有限

主要观点

行情回顾。新年伊始，全球资本市场开门见“血”，人民币兑美元中间价连续下调，两岸价差快速飙升，12月外汇储备流出速度刷新单月最大跌幅，A股更是在4个交易日4次触发熔断。债市表现相对平稳，本周前两个交易日虽然继续震荡下行，但20日均线支撑作用明显，随着央行逆回购放量，资金面重回宽松格局，债市也在周三及周五出现了不小幅度的上涨。此外，本周一二级市场发行较为密集，机构配置需求较好，博取边际收益现象频现。二级市场收益率先涨后跌，情绪同样转暖。本周TF1603开盘100.670元，收盘100.765元；T1603开盘100.000，收盘100.240。

中采、财新PMI持续分化。12月中采PMI仍在枯荣线之下，制造业收缩态势延续2015年全年。从分项指数来看，需求和生产均有小幅改善，但就业情况不容乐观。购置税减免政策的刺激效用仍在延续，汽车制造业的景气程度不断回升。而财新PMI进一步与中采数据分化，受产出指数拖累，财新制造业PMI表现弱于前值。而需求端表现也并不乐观，新出口订单显著下降，房地产投资疲弱也无力支撑内需。中央经济工作会议中再次明确要“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，供给侧改革措施如果能够逐步落实，以购置税减半对汽车制造业提振效果来看，制造业下行压力可能会因此得到一定程度缓解。

外储流出创单月最大跌幅。12月外汇储备3.33万亿美元，降至3年多以来新低。环比跌幅1079亿美元，创史上最大跌幅。2015年全年，外汇储备减少5127亿美元，继92年以来持续20多年的上升告一段落。12月以来，人民币连续暴跌，两岸价差大幅走阔，资本外流压力大增，而央行“维稳”的干预行为逐渐减少，更多的是进一步限制游资炒作及利用两岸价差进行套利，同时加大对虚假贸易背景交易的核查力度。美联储最新会议表态偏鸽派，缓慢加息的观点符合市场预期。

后期走势。虽然美国的加息周期开启无疑会给持续给人民币汇率带来压力，但鉴于美联储议息会议态度偏鸽派，加上近期贬值压力的集中释放，结合贸易顺差保持高位的背景，汇率中长期企稳仍是大概率事件。从最近几周央行的货币政策来看，相比于降准，央行也更倾向于使用各类货币政策工具来平滑资金面的波动，净投放规模也创下近一年来新高，资金面的担忧暂时得到缓解。对于债市而言，一、二级市场情绪偏暖，配置需求旺盛，收益率反弹空间有限，近期风险偏好大幅下降也将有利于债市表现。下周数据密集期即将到来，建议围绕数据轻仓尝试多单，关注20日线的支撑。

报告日期 2016-01-08

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

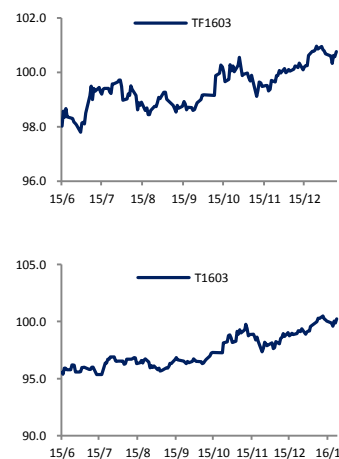
国债期货分析师

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) 中采、财新 PMI 继续分化 | 5 |
| (二) 外储流出创单月最大跌幅 | 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 |

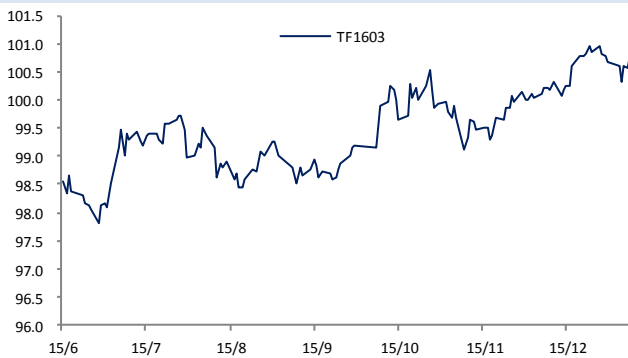
插图

| | |
|--------------------------|---|
| 图 1 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 PMI | 5 |
| 图 6 PMI 分项指数 | 5 |
| 图 7 外汇储备规模 | 6 |
| 图 8 外汇储备环比变动 | 6 |
| 图 9 人民币汇率走势 | 6 |
| 图 10 央行公开市场操作 | 6 |
| 图 11 SHIBOR 利率走势 | 7 |
| 图 12 银行间质押式回购利率走势 | 7 |
| 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 | 8 |
| 图 18 国开债收益率周变化 | 8 |

一、行情回顾

新年伊始，全球资本市场开门见“血”，人民币兑美元中间价连续下调，两岸价差快速飙升，12月外汇储备流出速度刷新单月最大跌幅。A股更是在4个交易日内4次触发熔断，以至于监管层于周四夜间临时决定暂停熔断机制以稳定市场。债市表现相对平稳，在经历了12月底的回调后，本周前两个交易日虽然继续震荡下行，但20日均线支撑作用明显，随着央行逆回购放量，单周投放达到近一年新高，资金面重回宽松格局，债市也在周三及周五出现了不小幅度的上涨。本周一级市场发行较为密集，从认购情况来看配需需求较好，机构博取边际收益现象频现。二级市场情绪同样转暖，收益率逐渐回落，10年期国债收益率报2.82%-2.84%，10年期国开债收益率报3.11%-3.13%左右。本周TF1603开盘100.670元，收盘100.765元；T1603开盘100.000，收盘100.240。

图 1 TF1603 走势



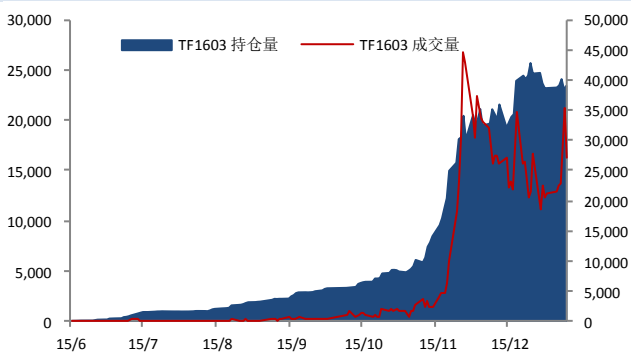
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 2 T1603 走势



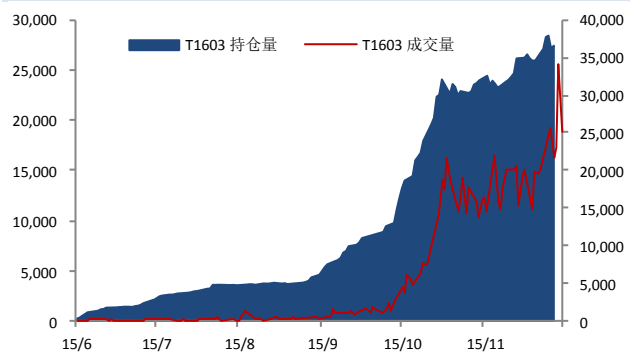
数据来源：Wind、国都期货研究所

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

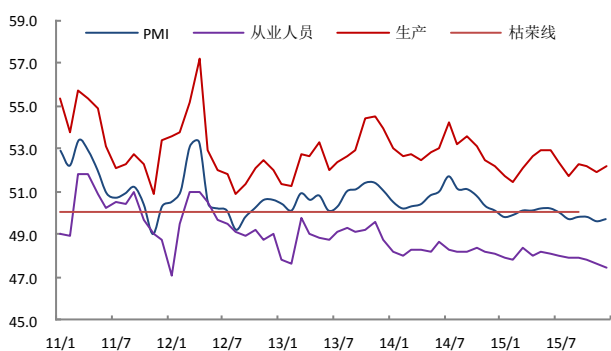
(一) 中采、财新 PMI 继续分化

12月官方制造业PMI指数49.7%，略好于前值49.6%，但不及预期。非制造业PMI升至54.4，高于预期值及前值，创下年内新高。财新制造业PMI48.2，前值48.6，服务业PMI为50.2，与中采PMI分化，为17个月以来最低值。

中采PMI仍在枯荣线之下，制造业收缩态势延续2015年全年。而从分项指数来看，需求和生产均有小幅改善，但就业情况不容乐观。而购置税减免政策的刺激效用仍在延续，汽车制造业的景气程度不断回升，但更多的是短期线影响。而财新PMI进一步与中采数据分化，受产出指数拖累，财新制造业PMI表现弱于前值。而需求端表现也并不乐观，新出口订单显著下降，房地产投资疲弱也无力支撑内需。

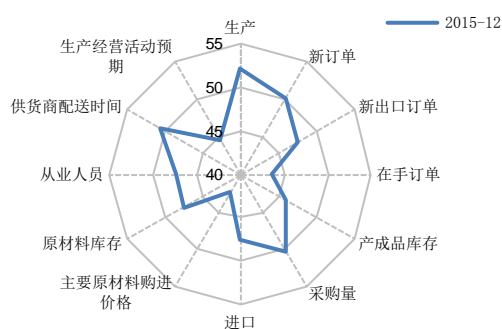
由于中央经济工作会议中再次明确要“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，供给侧改革措施如果能够逐步落实，以购置税减半对汽车制造业提振效果来看，制造业下行压力可能会因此得到一定程度缓解。

图 5 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

(二) 外储流出创单月最大跌幅

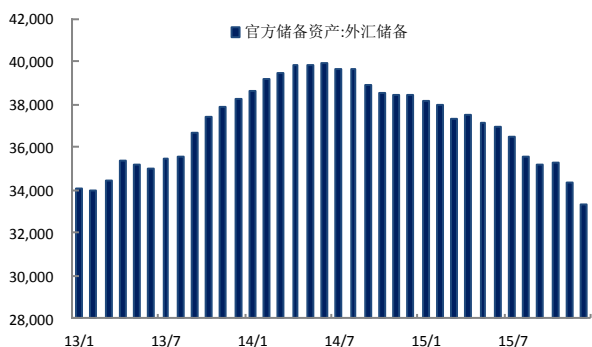
央行数据显示，12月外汇储备3.33万亿美元，降至3年多以来新低。环比跌幅1079亿美元，创史上最大跌幅。而2015年全年，外汇储备减少5127亿美元，继92年以来持续20多年的上升告一段落。

由于12月以来，人民币连续暴跌，两岸价差大幅走阔，资本外流压力大增，而央行“维稳”的干预行为逐渐减少，更多的是进一步限制游资炒作及利用两岸价差进行套利，同时加大对虚假贸易背景交易的核查力度。美联储最新会议表态偏鸽派，缓慢加息的观点也符合市场预期，而近期人

人民币贬值压力集中释放，从中期看或有利于后期汇率的走稳，而贸易顺差及国际社会对中国经济的依赖度也将一定程度上支撑人民币长期的表现。

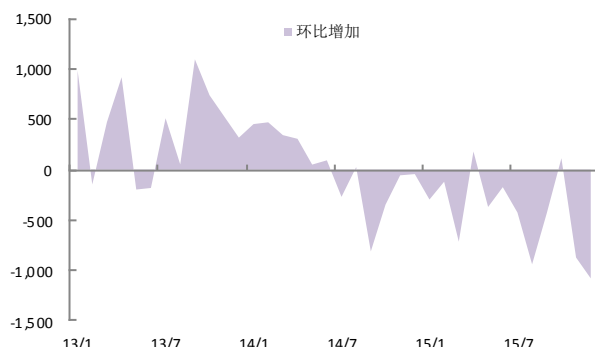
年前不断发酵的降准预期最终没有落地，但近期的贬值压力暂时没有对资金面造成实质性的冲击。继12月底连续采用一系列货币政策工具对冲流动性后，央行本周净投放1900亿元创下近一年来新高，带动资金面重回宽松局面。

图7 外汇储备规模



数据来源：Wind、国都期货研究所

图8 外汇储备环比变动



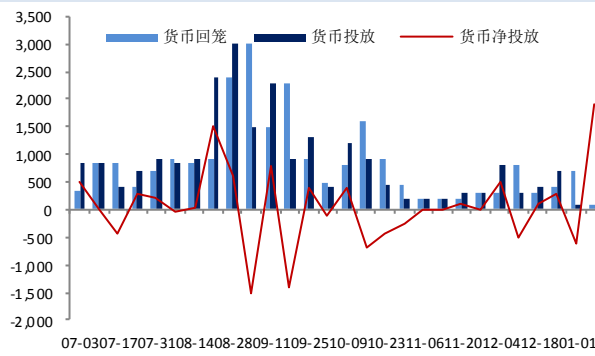
数据来源：Wind、国都期货研究所

图9 人民币汇率走势



数据来源：Wind、国都期货研究所

图10 央行公开市场操作



数据来源：Wind、国都期货研究所

三、债券市场表现

(一) 货币市场

新年伊始，央行逆回购放量带到资金面重回宽松局面，人民币贬值压力骤增暂时没有对资金面造成实质性的扰动，货币市场利率在本周基本全线下行。虽然降准预期没有落地，但央行呵护流动性的意图仍十分明显，货币市场短期内表现料将偏稳。周五Shibor隔夜利率1.9580%，较上期下行3.3BP；Shibor1周期报2.3080%，较上期下行4.7BP；Shibor2周报

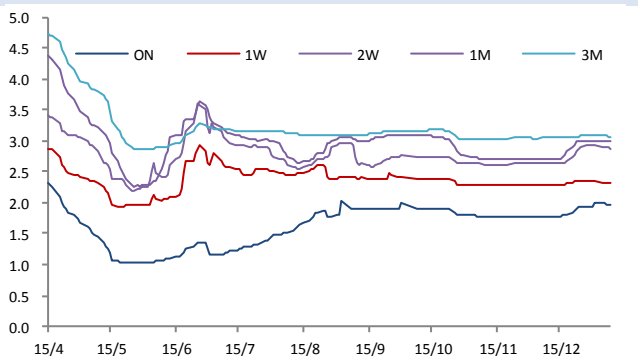
2.8670%，较上期下行8BP；Shibor1月期报2.9990，较上期下行0.3BP；Shibor3月期报3.0670，较上期下行1.82BP；银行间质押式回购利率中，周四收盘隔夜报1.9934，较上期上行4.99BP；7天报2.4344，较上期下行18.25BP，14天报2.8374%，较上期下行22.4BP；21天报3.0000%，较上期下行12.61BP；1月报2.9672%，较上期下行3.6BP。

（二）利率债市场

利率债表现虽然在本周重回暖势，但收益率先涨后跌，较上周数据比仍出现了一定幅度上涨。其中短期限品种表现弱于长期品种。截至周四收盘，1、3、5、7、10年期国债收益率目前报2.3700%、2.6110%、2.7538%、2.8599%和2.8511%，分别较上期上行7.21BP、7.15BP、5.24BP、2BP和2.5BP。国开债表现与国债基本相同，1、3、5、7、10年期收益率分别报2.5060%、2.7521%、2.9988%、3.2056%和3.1426%，分别较上期上行10.13BP、8.98BP、6.68BP、6.43BP和1.04BP。

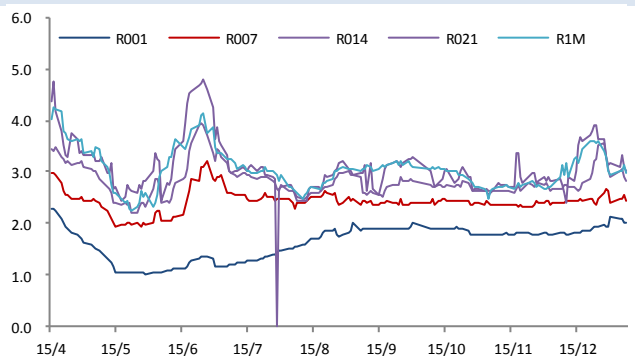
一级市场方面，新年利率债供给拉开序幕，机构配置需求仍然偏暖，多次出现博取边际收益的现象。周一，债市低开低走，农发行五期债中标利率均高于二级市场表现欠佳；周二，国开行1、3、5、7、10年期固息债中标利率分别为2.4243%、2.7138%、2.9582%、3.2546%和3.1853%，其中5年期边际倍数达到11.4；周三，财政部发行1年期及10年期国债，中标利率分别为2.3164%和2.8607%，双双低于二级市场利率，全场倍数分别为2.15和3.68，10年期边际倍数高达13.14；周四，进出口行5、7、10年期固息债中标利率分别为2.9693%、3.2908%和3.2621%，其中5年期和10年期边际中标倍数高达58倍和43.8倍；国开行1年期和3年期浮息债中标利差为66BP和25BP，全场倍数为4.41和3.41，表现同样优于预期；周五，财政部3个月期贴现国债加权中标利率2.2581%，全场倍数4.04，边际倍数3.15，配置需求强劲。

图 11 SHIBOR 利率走势



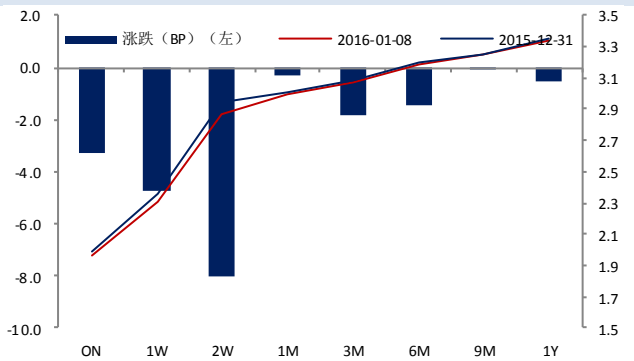
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 12 银行间质押式回购利率走势



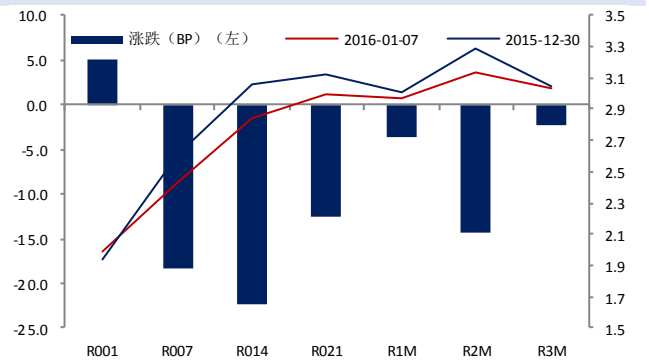
数据来源：Wind、国都期货研究所

图 13 SHIBOR 利率周变化



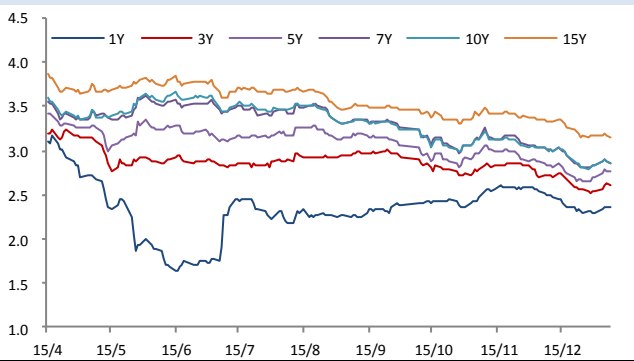
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 14 银质押利率周变化



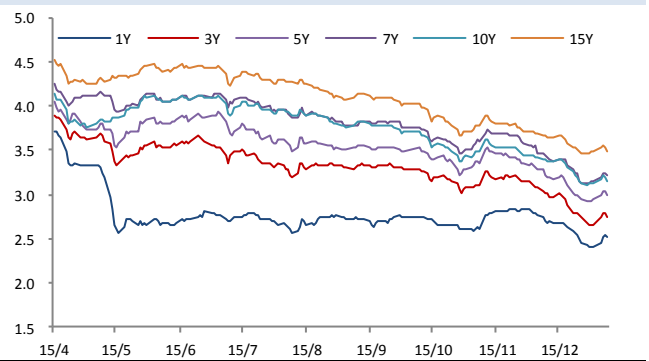
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 15 国债收益率周变化



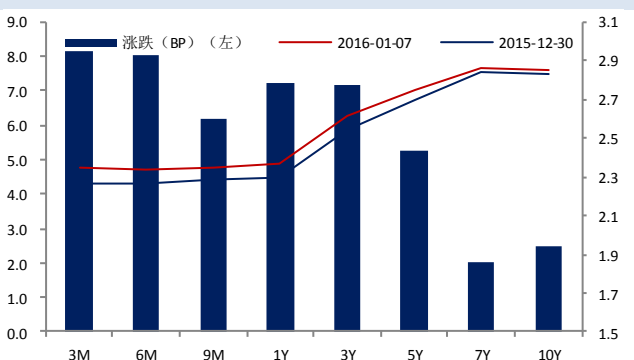
数据来源: Wind、国都期货研究所

图 16 国开债收益率周变化



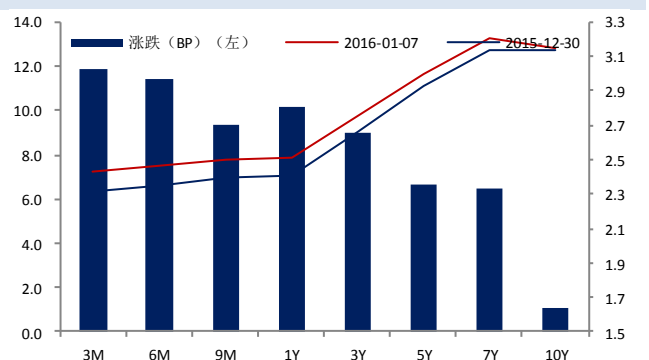
数据来源: Wind、国都期货研究所

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

本周高频数据显示,实体经济疲弱态势不改,人民币贬值压力也带动外汇储备规模下降,并刷新单月最大跌幅。A股巨震更是引发了全球市场的担忧,全球股市及大宗商品在本周均表现低迷。虽然美国的加息周期开

启无疑会给持续给人民币汇率带来压力，但美联储议息会议态度偏鸽派，加上近期贬值压力的集中释放，或有助于汇率中长期的企稳。从最近几周来看，相比于降准，央行也更倾向于使用各类货币政策工具来平滑资金面的波动，净投放规模也创下近一年来新高，资金面的担忧暂时得到缓解。此外，一、二级市场情绪偏暖，配置需求旺盛，收益率反弹空间有限，近期风险偏好大幅下降也将有利于债市表现。数据密集期即将到来，建议围绕数据轻仓尝试多单，关注20日线的支撑。

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。