



作者：金融衍生品组 季天鹤
执业编号：F3017490
联系方式：010-68578697 / jitianhe@foundersc.com
成文时间：2016年3月2日星期三

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

国债期货月报：3月市场将开启下跌走势

(评级：下跌)

行情

二月的月报中我们预计国债期货仍将维持震荡走势，而当月走势完全符合我们的预期。2月1-3日，受到央行将控制银行对理财和自营资金的委托管理业务规模，以及债券投资的杠杆比例的传闻的影响，T1606合约下跌至1月以来低点，此后随着传闻被证伪，市场连续反弹，并在春节过后第一个交易日冲高，此后一路下行，回到2月3日的水平。目前T1606成交量在2.5万-3万手，持仓在3.5万手，TF1606在1.5万手，持仓在2.6万手。

上述行情和资金面的情况有所对应。对R001而言，过节后资金由现今回流导致的宽松再次走向紧张，对债券市场造成不利的影响。在Shibor隔夜方面，我们也看到2月下旬资金成本有明显的走高过程。最终的解决是依靠2月29日的降准。央行之前由于担忧降准会导致人民币贬值，采取了逆回购的方式来维持银行间利率的稳定，但从效果上看并不完美，节前和节后都有一些走高的波动。2月29日的降准意味着央行在人民币贬值压力有所缓解的情况下用降准置换一部分逆回购，但仍然保留一部分逆回购在手里。

在债券方面，二月份的新债发行量比2015年2月增长了超过1万亿，其中主要的增幅在同业存单增长8000余亿。此外我们注意到，1月和2月的国债发行量达到2600亿元，超过了2015年1-3月的发行总量，而地方债于2月也开始发行，全月总量达到1667亿元。考虑到中央政府赤字率将突破3%，目前还不能确定将达到何种水平，3月份的国债期货市场将会受到上述因素所影响。

同业存单单月发行量突破万亿元，考虑到2月交易日较少，这一发行量反映出银行间融资方式继续变化，1月底余额已经达到了3.3万亿，而相比之下，质押式回购交易量在1月2月比去年11月和12月的水平下降较多，11月/12月的平均成交量在2.4万亿以上，但2月份仅有1.8万亿。这似乎意味着同业存单的发行在很大程度上替代了同业的拆借和回购。当然，一定程度上也反映出央行巨大规模的逆回购对于市场主体间逆回购的替代。相比银行发行人而言，企业发行人在2月并不积极，企业债、公司债、中票发行量均萎缩较多，显示出实体经济主体还没有从春节长假中回到市场。

在利率方面，我们看到大行的理财收益率有所上行，3个月人民币理财收益率回升至4.02%，而其他银行发行的理财产品收益率继续走低。国开行发行收益率在2月不断上行，显示出一级市场和二级市场对于债券的消化能力均开始捉襟见肘。在信用债市场，公司债收益率在1月跃升之后，在2月显示出平稳上升的走势，而中票和企业债收益率总体还较为稳定，但也都脱离了1月的低位。

在汇率市场，受到2月3日联储官员讲话影响，人民币在春节前两个交易日开始走强，节后第一个交易日更是大幅升值1%，但此后又有所上行，目前重新走到6.55的水平。但在2月，在岸和离岸价差非常狭窄，两者基本围绕着中间价的波动而波动，同时有所偏离，显示出目前在岸和离岸整体都在央行的中间价指挥下变动，而央行的中间价自身也反映了一揽子货币的走势，也就是央行中间价的市场化代替市场价格的波动，央行中间价的波动来代替市场价格的波动。

后市

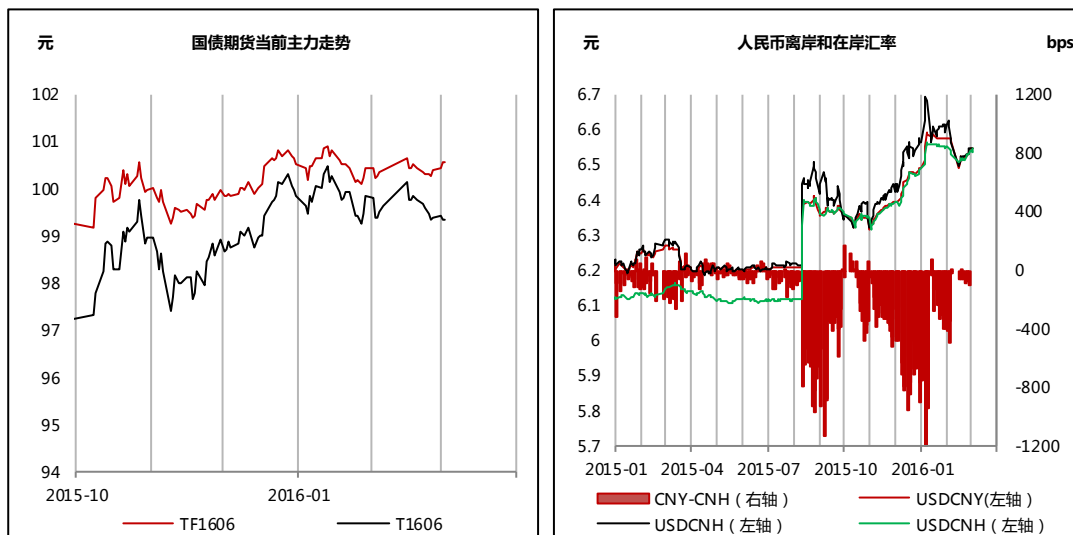
3月国债期货预计将走出下跌行情。首先，房地产市场走高和股市的稳定提升了人们对于收益率的追求，市场主体可能离开债券市场而进入房地产市场。上述卖债并持币准备买房买股票的行为将对期债造成下行压力。其次，3月份美国将要讨论政策利率，会议前市场的动荡将有可能通过人民币贬值的方式实现，市场

主体进一步配置外币的操作也将减少对于债券的需求。第三，在银行方面，我们有可能看到房贷的迅速增加对于银行的其他资产造成挤占。银行为了进一步发放房贷而抛出债券的操作，对债券市场也将有不利影响。

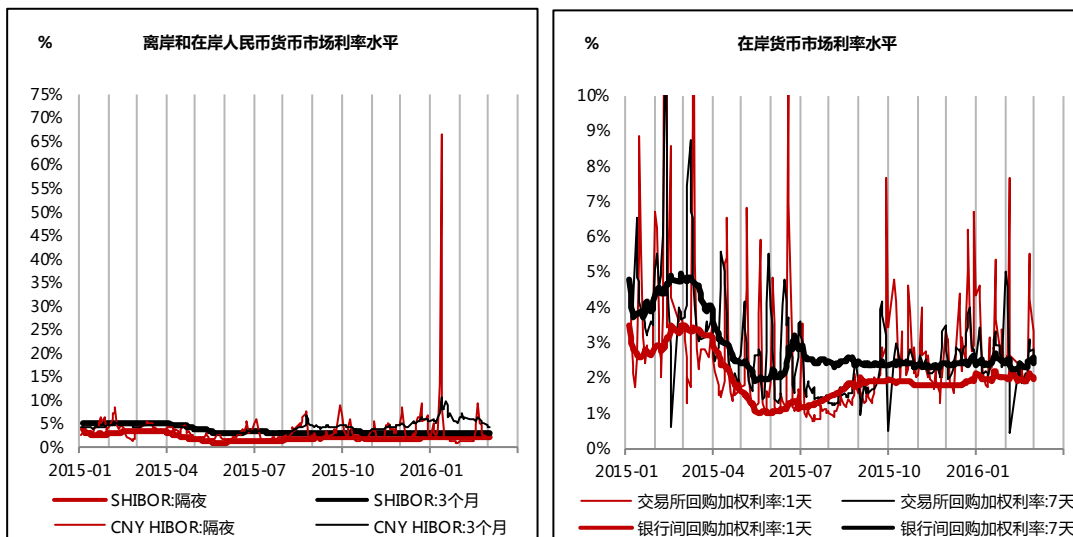
而第四，我们看到央行的降准操作在实质上只是替换了逆回购到期，在3月份每天都可以进行公开市场操作的情况下，央行可能会继续通过逆回购/中期借贷便利/抵押贷款等方式提供流动性，总体上虽然是稳健并适度宽松的，但这是指在数量上给更多的国债/地方债/房贷/企业贷款流出空间，本身在价格上并没有进一步的压低利率的表示，因为在目前的利率水平上，我们已经看到了庞大的信贷需求。

最后，在房地产市场不断走高的前景推动下，由房地产领头的去产能过程可能会比预想要快，而剩余产能的逐渐消化也将使通货膨胀预期逐渐升温。在这样的背景下，收益率中将包含越来越多的通货膨胀升水，从而推高债券的名义收益率水平，反映在期债上就是继续下行的走势。在上述的因素促使下，3月期债走跌的可能性较大。

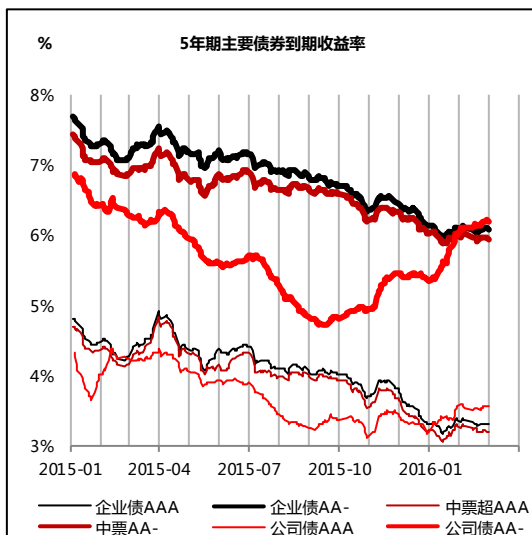
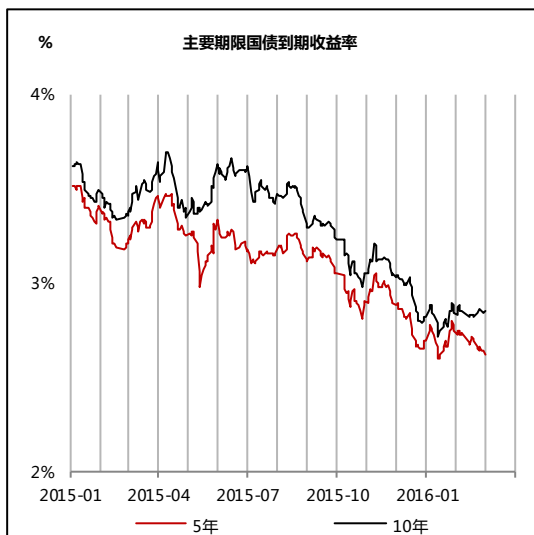
行情回顾和相关市场



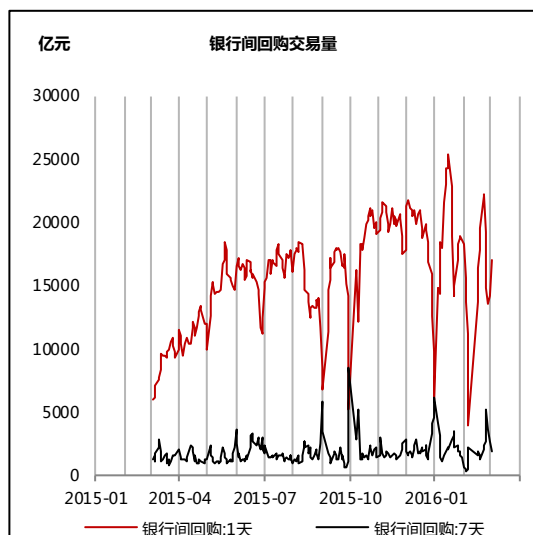
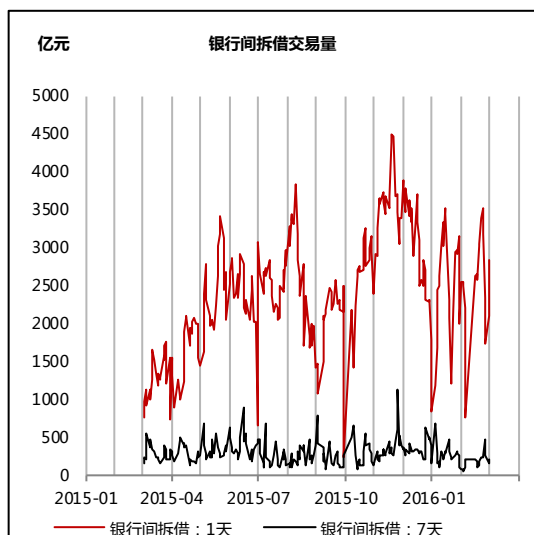
数据来源：Wind、方正中期研究院



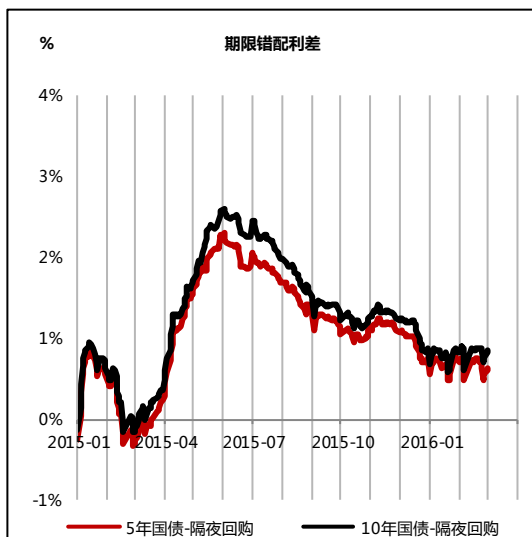
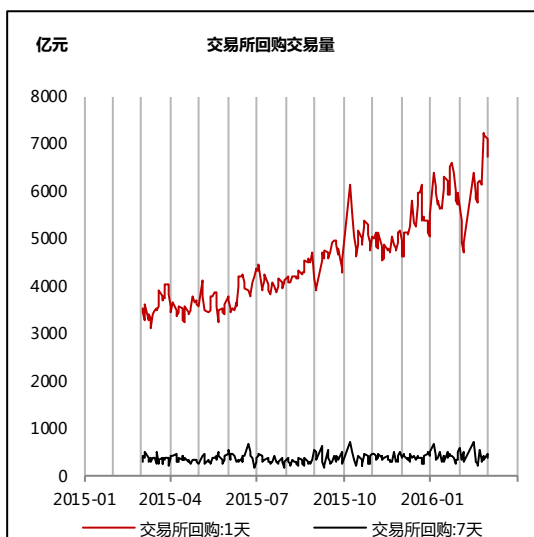
数据来源：Wind、方正中期研究院



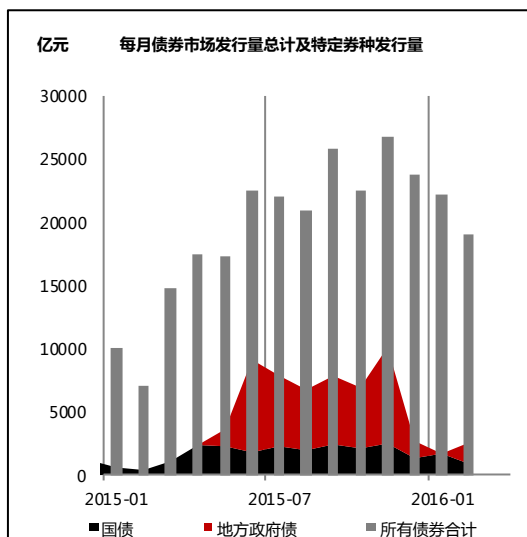
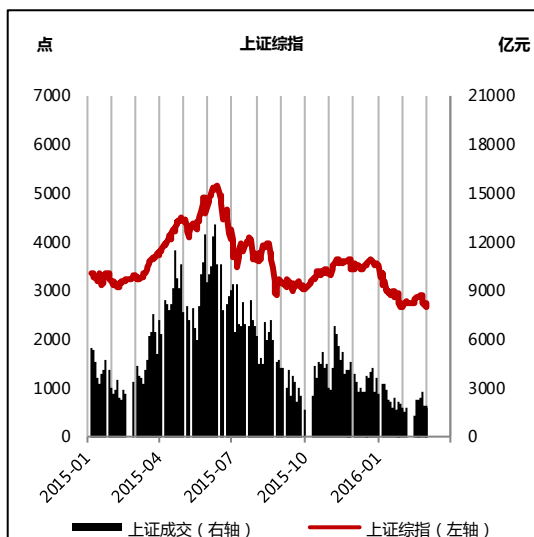
数据来源: Wind、方正中期研究院



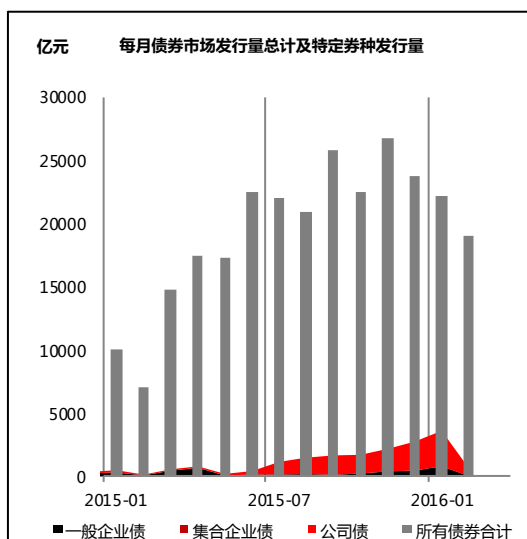
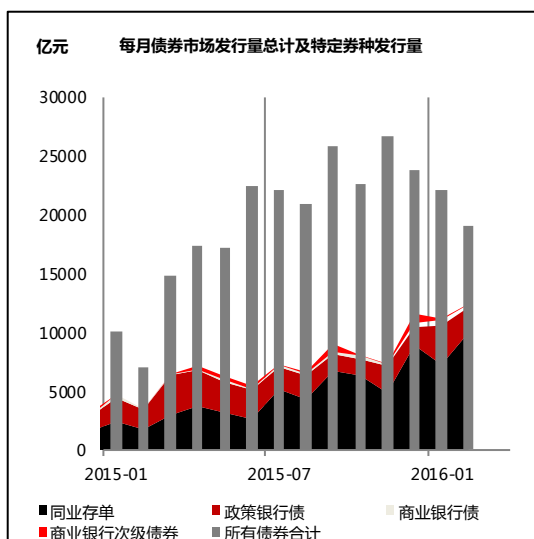
数据来源: Wind、方正中期研究院



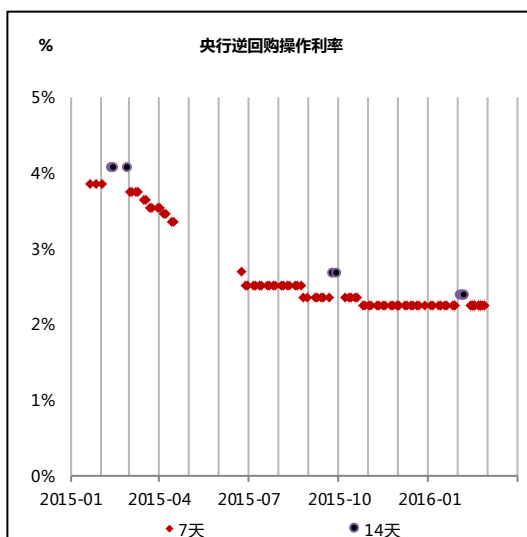
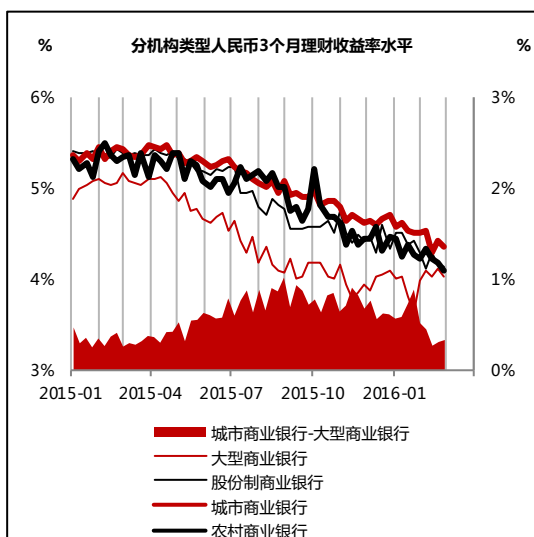
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

方正金融，正在你身边。

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037