



流动性助推债市走强

——债券周报（9.15 - 9.21）

⑤ 投资策略要点

上周，央行下调正回购利率 20BP 及 5000 亿元 SLF 的投放，季末可能的流动性紧张预期缓解，激发了市场做多的热情，各期限收益率迅速下行。在基本面对债市的支持没有发生改变且债券供给充足的情况下，债券牛市的基础依然稳固，我们认为债市将继续走强，后市可期。

⑤ 基本面

工业用电量数据自 2013 年 2 月以来首次出现同比下降，从微观上印证了实体经济难言复苏。农产品价格指数同比涨幅回落明显，生产资料价格总体下行，通胀表现温和。

⑤ 资金面

央行投放 5000 亿元 SLF，同时调低正回购利率 20BP，季末可能的流动性紧张预期缓解，也表现出其维护资金面稳定，引导利率下行的意图。汇率方面，我们认为人民币对美元贬值预期不会改变。

⑤ 重要政策

上周四，央行向五大行投放 5000 亿元 SLF，极大缓解了由临近三季度末、十一长假、新股申购等因素叠加产生的流动性趋紧预期。我们认为在定向工具引导利率向下的效果明显的情况下，货币政策全面宽松的可能性已微乎其微。

⑤ 利率债

受利好政策的影响，上周利率债一级市场发行量持续上升，发行利率小幅下降；二级市场成交火热，市场做多情绪高涨，各期限收益率迅速下行，中长期尤为明显，说明市场偏好于长久期品种。

⑤ 信用债

上周，信用债一级市场发行量大幅上升，短期流动性的影响显现，同时二级市场成交量回暖，但其收益率下降幅度不及利率债，说明市场更加关注利率债的表现。

相关报告

《债券周报：基本面支持长期慢牛行情》——20140916

《债券周报：债券市场将延续慢牛行情》——20140909

《债券周报：基本面支撑不变，仍存在进场机会》——20140902

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：刘迪

电话：010-58565090

邮箱：liudi@hrsec.com.cn

目录

一、投资策略要点：流动性助推债市走强	4
二、基本面：微观数据验证基本面对债市的支持	4
1、经济数据：微观数据验证经济复苏缓慢	4
2、物价追踪：通胀表现温和	4
三、资金面：央行引导市场利率下行	5
1、公开市场操作：正回购利率下降释放宽松信号	5
2、货币市场利率：下行的可能性增加	6
3、人民币汇率：贬值压力不减	6
四、重要政策：央行向五大行投放 5000 亿元 SLF	7
五、利率债：发行量上升，收益率下降明显	7
1、一级发行：发行持续上升，利率小幅下降	7
2、二级交易：收益率快速下行	8
六、信用债：发行上升，成交回暖	8
1、一级发行：发行量大幅上升	8
2、二级交易：成交回暖，收益率下降明显	9

图表目录

图表 1：8 月工业用电量同比下滑.....	4
图表 2：农产品批发价格下跌.....	5
图表 3：猪肉价格企稳.....	5
图表 4：生产资料价格环比下行.....	5
图表 5：货币市场利率一览.....	6
图表 6：互联网金融产品收益率一览.....	6
图表 7：人民币汇率一览.....	6
图表 8：利率债融资持续放量.....	7
图表 9：非国开金融债发行利率下行.....	7
图表 10：利率债二级市场走势.....	8
图表 11：信用债发行量大幅上升.....	9
图表 12：二级市场交易回暖.....	9

一、投资策略要点：流动性助推债市走强

上周，在基本面对债市的支持没有发生改变且债券供给增加的情况下，央行降低回购利率 20BP 及 5000 亿元 SLF 的投放对冲了月末流动性趋紧的预期，也激发了市场做多的偏好，各期限收益率迅速下行，中长期利率债尤为明显。

尽管利率期限结构的平坦化可能会制约长端利率进一步下行，“牛陡”或许难料，但经济复苏缓慢，定向宽松的政策依旧可期，债券牛市的基础稳固，我们认为债市将继续走强。

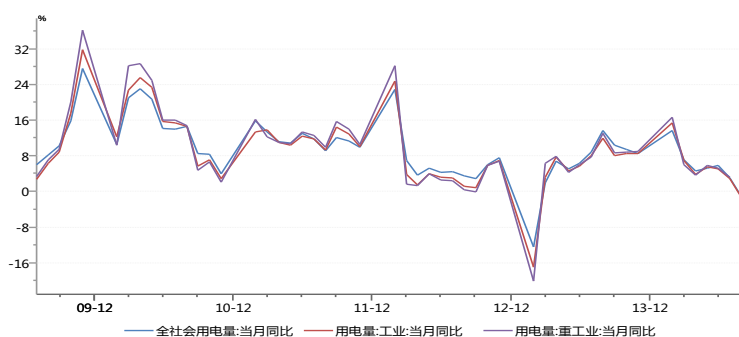
二、基本面：微观数据验证基本面对债市的支持

1、经济数据：微观数据验证经济复苏缓慢

根据国家能源局数据显示，8 月份，全国全社会用电量 5025 亿千瓦时，同比下降 1.5%。其中，第二产业用电量同比下降 1.5%，工业用电量 3451 亿千瓦时，同比下降 1.6%，而重工业用电量同比下降 2.2%。1-8 月，全国全社会用电量累计 36404 亿千瓦时，同比增长 4.0%。分产业看，第一产业用电量 687 亿千瓦时，同比增长 0.3%；第二产业用电量 26615 亿千瓦时，同比增长 3.9%；第三产业用电量 4417 亿千瓦时，同比增长 5.8%；城乡居民生活用电量 4684 亿千瓦时，同比增长 3.8%。

工业用电量数据自 2013 年 2 月以来首次出现同比下降，从微观上印证了 8 月份大幅跳水的工业增长数据，实体经济难言复苏。结合上周央行的货币政策转向宽松，或将刺激信贷需求，我们预测 9 月份经济数据会有所好转，但基本面对债市的支持没有根本性的改变。

图表 1：8 月工业用电量同比下滑



数据来源：Wind、华融证券

2、物价追踪：通胀表现温和

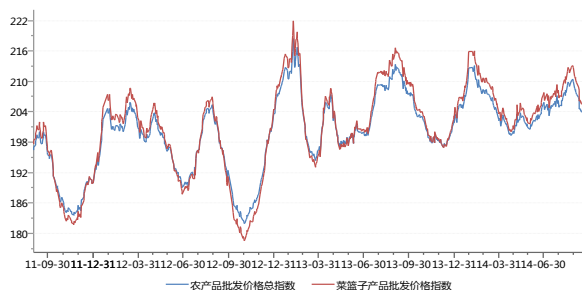
根据农业部监测，上周农产品批发价格指数和菜篮子产品价格指数均有所下跌，环比跌幅略有收窄；22 个省市猪肉均价企稳，环比增加 0.01 元/千克，

猪粮比环比下跌 2.01%。

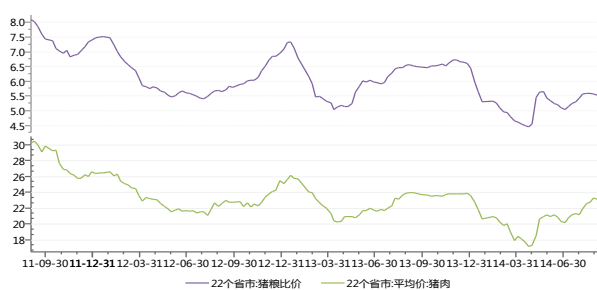
根据国家统计局数据，9 月第 2 周生产资料环比价格总体下行，其中有色金属环比下跌 3.75%，橡胶产品环比下降 2.11%。

上周食品价格环比下跌，同比涨幅回落明显，生产资料价格环比向下，通胀数据表现温和，我们认为短期内物价上涨压力不大。

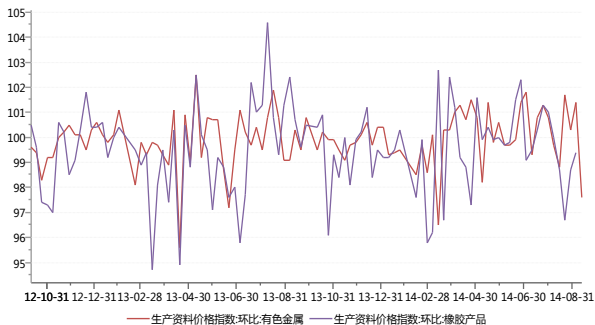
图表 2：农产品批发价格下跌



图表 3：猪肉价格企稳



图表 4：生产资料价格环比下行



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：央行引导市场利率下行

1、公开市场操作：正回购利率下降释放宽松信号

上周，央行共执行 250 亿元 14 天正回购，其中 9 月 18 日 100 亿元正回购利率下行 20BP 至 3.5%。结合上周 330 亿元正回购到期，央行实现货币净投放 80 亿元。临近三季度末，再加上月末有新股申购开放，资金面压力较大，市场对央行释放流动性的期望较高。央行此次资金净投放量虽然不大，但是正回购利率的下行还是给出了比较明确的偏宽松信号，表明了央行对保持资金市场稳定的意愿。

2、货币市场利率：下行的可能性增加

前半周市场流动性略显紧张，但在央行向五大行投放 5000 亿元 SLF 以及正回购利率下降的双重利好刺激下，SHIBOR 隔夜利率延续了上周的下行趋势，周五报收于 2.84% (-1.3BP)，SHIBOR7 天利率上升趋势放缓，周五报收于 3.30% (+6.5BP)。

交易所资金方面，上交所回购利率运行比较平稳，整体水平略有上升，或受跨周影响，周五隔夜和 7 天利率均出现上扬，其中 GC001 报收于 3.2750% (+48BP)，GC007 报收于 4.9100% (+230BP)。

票据融资方面，直贴利率和转贴利率整体回升 5BP，分别为 4.1%和 4.05%，表外融资成本依然较高。

互联网金融产品方面，我们跟踪的 5 款产品表现差异较大，百度百赚和网易现金宝收益率逐渐下滑，苏宁零钱包的表现则比较抢眼。考虑到近期流动性渐好，资金利率下行，我们认为货币基金的收益率不会有显著改善。

图表 5：货币市场利率一览

2014-09-19		变动 (BP)		过去90日走势分析	
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值
R001	2.84	0	23	2.82	3.38
R007	3.34	-4	26	3.16	4.45
GC001	3.28	207	65	1.00	45.18
GC007	4.91	166	96	2.28	6.79
SHIBOR01	2.84	0	24	2.81	3.35
SHIBOR07	3.30	0	27	3.15	4.42
票据直贴6M	4.10	0	-30	3.85	4.70
票据转贴6M	4.05	0	-15	3.75	4.55

数据来源：Wind、华融证券

图表 6：互联网金融产品收益率一览

2014-09-21		变动 (BP)		过去90日走势分析	
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值
余额宝	4.17	0	-52	4.12	4.74
微信理财通	4.57	0	5	4.37	4.58
百度百赚	4.50	-4	-48	4.43	5.27
网易现金宝	4.30	1	-21	4.29	4.94
苏宁零钱包	5.17	0	48	4.20	5.70

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：贬值压力不减

上周，人民币对美元中间价延续了前周的走势震荡下行，然而内外盘汇率水平整体有所抬升，一方面说明央行对外资的流动依然比较谨慎，另一方面，美元走势强劲，人民币相对贬值的压力持续发酵，而 12 个月 NDF 的走高也印证了市场对人民币的预期，我们认为短期内人民币对美元贬值的趋势不会改变。

图表 7：人民币汇率一览

2014-09-19		变动 (BP)		过去90日走势分析	
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值
人民币中间价	6.1455	-35	-69	6.1425	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1405	-1	-855	6.1299	6.2344
外盘即期汇率CNH	6.1436	-92	-92	6.1336	6.2327
美元NDF12个月	0.0000	-62395	-62395	6.2150	6.2638

数据来源：Wind、华融证券

四、重要政策：央行向五大行投放 5000 亿元 SLF

经多机构证实，上周央行向五大行投放的 5000 亿 SLF 已经实施，期限为三个月，利率据称为 3.7%，从资金规模上来看相当于降低准备金率 0.5%。

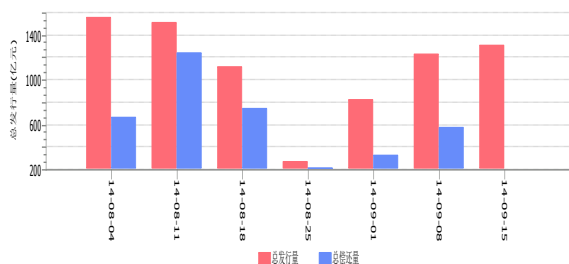
对此，我们认为：第一，近期全面降息降准的可能性已微乎其微，央行还有很多定向工具可以使用，而且效果比较明显，未来货币政策的调整方向还是以结构性为主，全面宽松的可能性进一步降低。第二，央行希望通过降低短端利率中枢的方式来引导中长端利率的下行。结合上周四 100 亿元正回购利率降至 3.5%，本次 SLF 的利率为 3.7% 的可能性较大，为市场利率下行提供了空间。第三，SLF 的主动性高且期限较短，方便央行根据实际情况进行精确调控。同时短期流动性工具也可以使银行配置偏向于债券而不是非标等长期资产，预防软约束领域杠杆的增加。

五、利率债：发行量上升，收益率下降明显

1、一级发行：发行持续上升，利率小幅下降

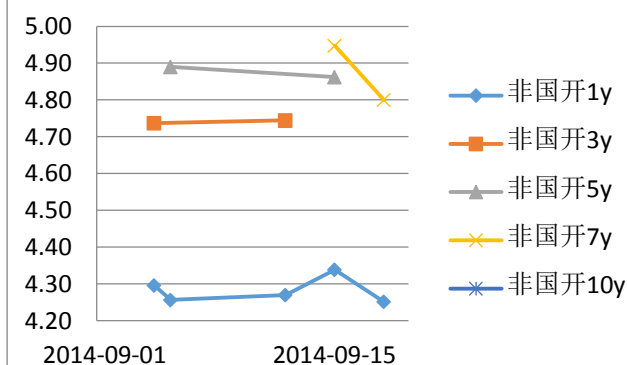
上周，利率债发行量持续上升，共计 1311 亿元，其中 1 年期、10 年期附息国债分别为 224.5 亿元、280.5 亿元；中央代发地方债 3 年期、5 年期各 163 亿元；国开债 3 年期、5 年期各 50 亿元，7 年期、10 年期各 40 亿元；进出债 1 年期、7 年期各 60 亿元；农发债 1 年期、5 年期、7 年期各 60 亿元。此外，上周有 570 亿元利率债到期，上周实现净融资 741 亿元。

图表 8：利率债融资持续放量



数据来源：Wind、华融证券

图表 9：非国开金融债发行利率下行



数据来源：Wind、华融证券

前半周资金面趋紧，发行利率居高不下，而在周中央行有意引导利率下行后，发行利率下降比较明显，较迟发行的进出债中标利率比较早发行的农发债中标利率降低了 8BP 以上，幅度较大。总的来看，上周利率债招标情况比较理想，市场需求旺盛，各品种认购活跃。

2、二级交易：收益率快速下行

上周，受央行投放 SLF 和降低回购利率的影响，市场对流动性的预期比较乐观，利率债二级市场交投火热，收益率直线下行。从各期限来看，中长期品种收益率降幅远大于短期品种，说明市场对短端利率中枢下行将传导至中长期的预期比较一致，对长期品种偏好上升，力争更高的收益。

从成交量较大的几只利率债来看，1 年内到期的国债和国开债收益率逆市上涨，而中长期品种收益率下降的趋势十分明显，说明投资者倾向于用长期品种替换短久期品种，印证了近期的市场偏好。

图表 10：利率债二级市场走势

证券简称	剩余期限（年）	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14付息国债14	0.80	3.67	3.76	9.25
13付息国债17	1.90	3.96	3.87	-8.61
14付息国债04	2.47	3.99	3.85	-14.00
14付息国债08	4.59	3.99	3.88	-10.98
14付息国债03	6.32	4.14	4.02	-11.85
14付息国债13	6.78	4.18	3.98	-19.75
14付息国债12	9.75	4.26	4.02	-23.50
14国开13	0.71	4.30	4.34	3.82
14国开18	0.80	4.34	4.36	2.25
14国开08	2.55	4.61	4.51	-10.50
14国开01	2.32	4.64	4.50	-13.50
14国开02	4.32	4.79	4.55	-23.50
14国开09	4.55	4.79	4.58	-21.00
14国开03	6.32	4.86	4.65	-20.50
14国开10	6.55	4.87	4.68	-19.00
14国开05	9.33	4.86	4.70	-16.50

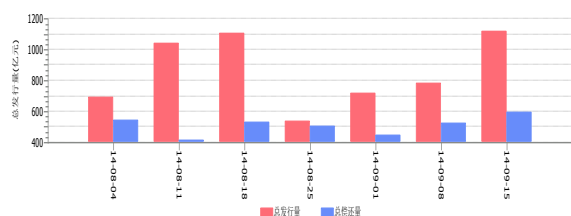
数据来源：Wind、华融证券

六、信用债：发行上升，成交回暖

1、一级发行：发行量大幅上升

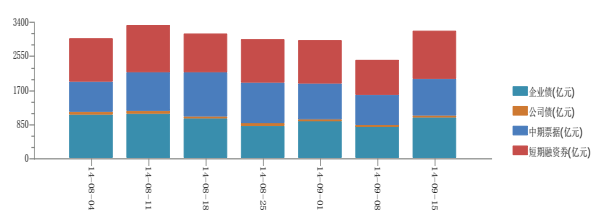
上周市场共发行信用债 1116.2 亿元，发行量继续上升，为今年 5 月以来的新高，其中企业债 261.5 亿元，一般公司债 33 亿元，中票 259.8 亿元，短融 561.9 亿元。从评级上看，上周信用债发行企业资质较好，中长期债券评级以 AA 以上为主，短融和超短融评级大部分为 A-1。从发行利率上看，下降趋势并不明显。

图表 11：信用债发行量大幅上升



数据来源：Wind、华融证券

图表 12：二级市场交易回暖



数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：成交回暖，收益率下降明显

上周，信用债行情上涨，二级市场成交量同时回暖，市场风格与利率债保持一致，偏向于中长期品种。另一方面，信用债收益率下降幅度不及利率债，说明近期市场更多还是在关注利率债的表现。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn