

牛市行情不变

——债券周报（9.22 - 9.30）

⑤ 投资策略要点

9月汇丰PMI终值显示经济复苏动能依旧疲软，基本面对债市支持不变。季末、打新等不利因素影响减弱，资金面显现宽松，二级交易持续火热。虽然有部分机构在节前锁定盈利导致近期收益率有所反复，但短端利率中枢下行引导中长端利率下降效果比较明显，我们依然看好债市的后期行情。

⑤ 基本面

9月汇丰PMI终值50.5，低于市场预期，经济缓慢复苏，下行压力较大。供需关系未见根本性好转，产出和新订单指数下调，就业指数持续不佳，市场对后期利好政策的预期增加，基本面对债市的支持不变。

⑤ 资金面

中性偏宽的货币政策对冲了月末、季末、新股申购和长假的影响，市场对流动性预期较乐观，银行间利率整体下行，我们认为本月末资金面将保持平稳。

⑤ 重要政策

证监会就开展资产证券化业务的相关管理规定公开征求意见，将扩展业务主体范围，取消行政审批，实现基础资产负面清单管理制度。此举将有利于资产证券化业务的快速发展。

⑤ 利率债

前期政策利好影响延续，利率债发行利率大幅下降，二级市场成交依然火热。由于部分机构选择在节前锁定盈利，收益率有所反复，但是短端利率中枢的降低引导中长端利率的下行，我们对后市依然看好。

⑤ 信用债

上周，信用债一级市场发行量缩水，二级市场成交持续放量，市场对中长期品种偏好明显。现阶段城投债依然是好的配置产品，但我们建议警惕地方政府对其担保能力的下降。

相关报告

《债券周报：流动性助推债市走强》——20140923

《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

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：牛市行情不变.....	4
二、基本面：经济复苏依旧缓慢.....	4
1、经济数据：汇丰 9 月 PMI 终值低于预期.....	4
2、物价追踪：食品价格小幅上涨，生产资料价格持续下行.....	4
三、资金面：市场预期乐观，平稳度过季末.....	5
1、公开市场操作：政策对冲紧张情绪.....	5
2、货币市场利率：流动性总体偏乐观.....	5
3、人民币汇率：贬值压力仍存.....	6
四、重要政策：资产证券化业务将取消审批制.....	6
五、利率债：收益率有所反复，成交依旧火热.....	7
1、一级发行：发行收窄明显，利率大幅下降.....	7
2、二级交易：提前兑现收益，成交依然火热.....	7
六、信用债：市场偏好中期限品种.....	8
1、一级发行：发行缩水.....	8
2、二级交易：中期限品种利率下行.....	9

图表目录

图表 1: 汇丰 9 月 PMI 终值低于市场预期	4
图表 2: 农产品价格指数小幅上涨	5
图表 3: 生产资料价格持续下行	5
图表 4: 货币市场利率一览	6
图表 5: 互联网金融产品收益率一览	6
图表 6: 人民币汇率一览	6
图表 7: 利率债融资量收窄	7
图表 8: 国开债发行利率大幅下行	7
图表 9: 利率债二级市场走势	8
图表 10: 信用债发行量下降明显	8
图表 11: 二级市场交易持续上升	8

一、投资策略要点：牛市行情不变

汇丰9月PMI终值低于市场预期，经济复苏动能疲软，基本面对债市利好不变。季末、新股申购等不利因素对流动性的影响减弱，资金面显见宽松，利率债发行利率随之下降，债市二级交易持续火热。虽然有部分机构选择在节前锁定盈利，导致近期收益率有所反复，但短端利率中枢下行引导中长端利率下降效果比较明显，我们依然看好债市的后期行情。

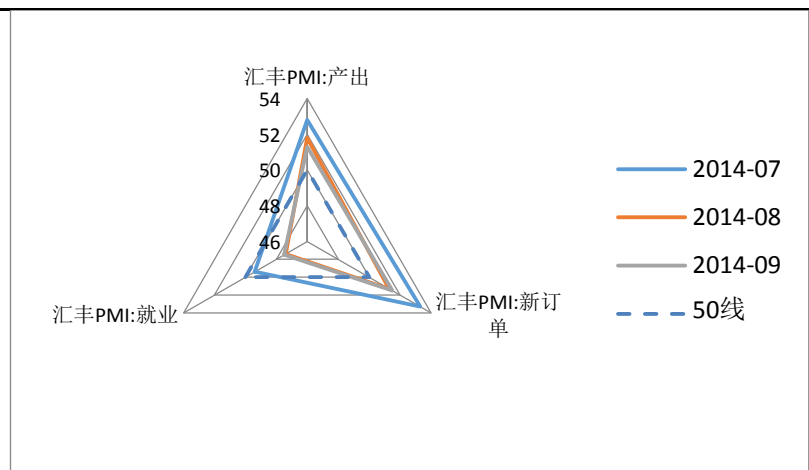
二、基本面：经济复苏依旧缓慢

1、经济数据：汇丰9月PMI终值低于预期

9月30日，汇丰公布中国9月PMI终值为50.2，较9月初值下降0.3个点，也低于市场预期的50.5。从各分项指标来看，9月新出口订单指数终值上升0.6个点至54.5，是2010年3月以来最高水准，但是产出和新订单指数终值分别降低0.5和0.8个点。此外，9月就业指数虽有所回升，但是已经连续11个月处于50荣枯线以下。

9月汇丰PMI终值显示经济在缓慢扩张，但是下行压力依然较大。我们认为新出口订单指数上升主要是由传统消费旺季需求提升，供需关系并没有根本性的好转，经济复苏动能依旧疲软。产出和新订单指数下调，以及就业指数持续不佳也增加了市场对后期利好政策的预期，基本面对债市的支持不变。

图表1：汇丰9月PMI终值低于市场预期



数据来源：Wind、华融证券

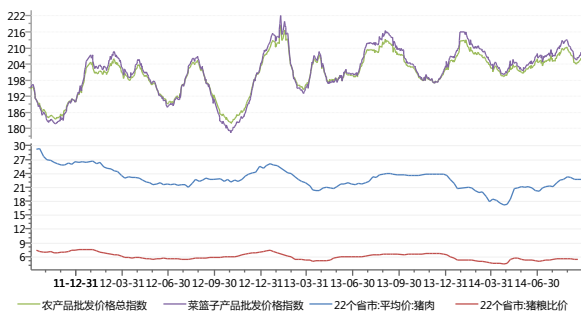
2、物价追踪：食品价格小幅上涨，生产资料价格持续下行

根据农业部监测，上周农产品批发价格总指数和菜篮子产品价格指数运行稳定，小幅上行，或是受到临近十一长假的影响；22个省市猪肉均价环比继续增加0.01元/千克，而猪粮比企稳，环比跌幅收窄至0.18%。

根据国家统计局数据显示，截至 9 月中旬，生产资料价格走势持续下行，其中螺纹钢价格较 8 月底下降 4.72%，铅锭价格较 8 月底下降 3.78%，而煤炭价格小幅上涨。

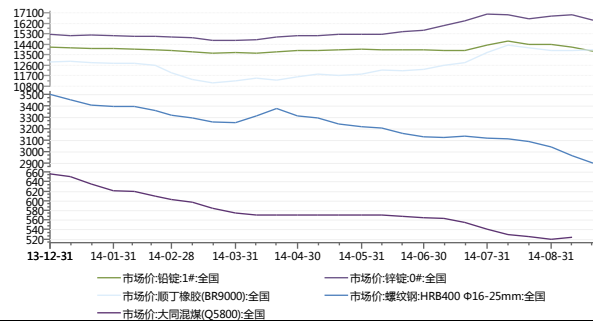
上周食品价格小幅上涨，生产资料价格持续下行，我们维持之前通胀数据将温和上涨的判断。

图表 2：农产品价格指数小幅上涨



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：生产资料价格持续下行



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：市场预期乐观，平稳度过季末

1、公开市场操作：政策对冲紧张情绪

上周，央行共执行 360 亿元 14 天正回购，利率稳定在 3.5%，结合 250 亿元正回购到期，央行实现货币净回笼 110 亿元。此外，上周还有 500 亿元国库定存到期。

上周对流动性不利的因素较多，月末、季末、新股申购和十一长假等叠加使得资金面承压，但在央行投放 SLF 及降低正回购利率的调控下，市场预期较乐观，我们认为本月末资金面将保持平稳。

2、货币市场利率：流动性总体偏乐观

上周，央行 SLF 工具及正回购利率下降的影响仍在延续，银行间市场比较乐观，资金面总体宽松。SHIBOR 隔夜利率一路向下，周日报收于 2.6580%，较前周五降低 18.2BP；而 SHIBOR7 天利率在跨月末和长假的情况下依然震荡下行，周日报收于 3.0730%，较前周五降低 22.7BP。

交易所资金方面，受各不利因素叠加影响，上交所回购利率在低位运行后明显上涨，其中 GC001 报收于 8.06%，较前周提高 1478.5BP，GC007 报收于 8.90%，较前周提高 399BP。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率受短期影响均探底回升，至上周日分别收于 4.2‰和 4.15‰，各上行 1.5BP。

互联网金融产品方面，临近月末和季末，货币基金收益率有短期上行的趋势，我们跟踪的5款产品均有不同程度的上涨。

图表 4：货币市场利率一览

2014-09-26 名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析	
		日变动	90日变动	最小值	最大值
R001	2.65	-3	-34	2.65	3.38
R007	3.30	-11	-21	3.14	4.45
GC001	8.06	-914	512	1.00	45.18
GC007	0.00	-346	375	2.28	12.36
SHIBOR01	2.68	0	-29	2.68	3.35
SHIBOR07	3.30	5	-18	3.11	4.42
票据直贴6M	4.05	10	-15	3.85	4.70
票据转贴6M	4.00	10	-15	3.75	4.55

数据来源：Wind、华融证券

图表 5：互联网金融产品收益率一览

2014-09-28 名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析	
		日变动	90日变动	最小值	最大值
余额宝	4.23	1	-47	4.12	4.74
微信理财通	4.57	-2	3	4.37	4.59
百度百赚	5.26	4	33	4.43	5.27
网易现金宝	4.57	1	-14	4.29	4.94
苏宁零钱包	5.40	2	27	4.20	5.70

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：贬值压力仍存

上周，人民币对美元中间价震荡上行，而内外盘走势分化，内盘人民币较前周升值高达 135BP，上周五收于 6.1270；外盘则贬值 14BP，上周五收于 6.1450。远期汇率方面，12个月美元 NDF 震荡前行，上周五小幅上涨至 6.2430，说明人民币对美元贬值的预期压力依然很大。

图表 6：人民币汇率一览

2014-09-29 名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析	
		日变动	90日变动	最小值	最大值
人民币中间价	6.1508	11	-37	6.1425	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1270	-93	-911	6.1270	6.2129
外盘即期汇率CNH	6.1450	44	44	6.1336	6.2161
美元NDF12个月	6.2430	20	20	6.2150	6.2638

数据来源：Wind、华融证券

四、重要政策：资产证券化业务将取消审批制

9月26日，中国证监会就开展资产证券化业务的相关管理规定公开征求意见。据介绍，今后国内开展资产证券化业务主体范围将由券商扩展至基金子公司，并取消行政审批，实现市场化的证券自律组织事后备案和基础资产负面清单管理制度。

本次管理规定的修订主要包括：第一，扩大资产证券化业务开展的主体范围；第二，将审批制改为备案制，实行负面清单管理，缩短了资产证券化产品从设计到面市的时间；第三，加强监管力度，包括对基础资产真实性的要求，对持有人权益的保护等。

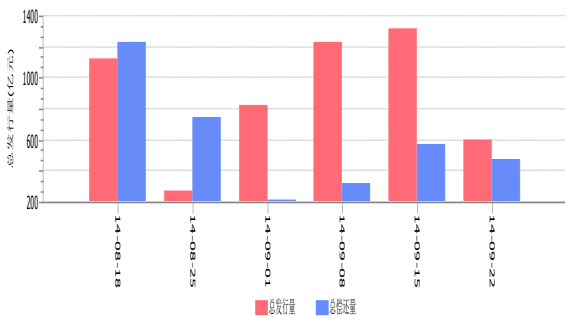
资产证券化业务是资本市场的重要组成部分，我们认为证监会此次修订将有助于该项业务的快速发展，可以丰富市场产品种类，提高资产的证券化程度，增加资产的流动性。

五、利率债：收益率有所反复，成交依旧火热

1、一级发行：发行收窄明显，利率大幅下降

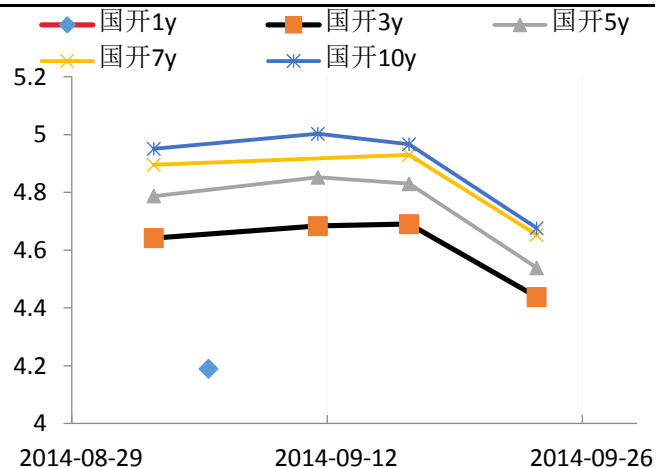
上周，利率债发行量大幅收窄，仅 597 亿元，其中中央代发地方债 7 年期 207 亿元；国开债 3 年期 30 亿元，5 年期、7 年期、10 年期各 40 亿元；进出债 3 个月、7 年期各 60 亿元；农发债 1 年期、3 年期、5 年期各 40 亿元。此外，上周有 468 亿元利率债到期，上周实现净融资 129 亿元。

图表 7：利率债融资量收窄



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：国开债发行利率大幅下行



数据来源：Wind、华融证券

上周资金面宽松的局面延续，利率债一级市场认购活跃，发行利率直线下行，其中国开债各期限品种中标利率均有 25BP 以上的降幅，非国开金融债的发行利率也有明显下降，说明央行通过调低正回购利率引导中长端利率下行的效果比较显著。

2、二级交易：提前兑现收益，成交依然火热

利率债二级市场延续了前周的火热，交易持续放量，但收益率并未继续下降而是在低位震荡，我们认为这是因部分机构选择在长假之前兑现前期收益导致。然而收益率的反复并未改变利率债短期内走强的趋势，短端利率中枢的降低引导中长端利率的下行，我们对后市依然看好。

从成交量较大的几只利率债来看，各期限分化比较严重，短久期品种收益率以下降为主，而收益率变化较大的 14 付息国债 08、14 国开 10、14 国开 09 等品种期限均集中在 5 年左右，但变化方向相反，说明上周市场对中长期品种的博弈比较激烈。

图表 9：利率债二级市场走势

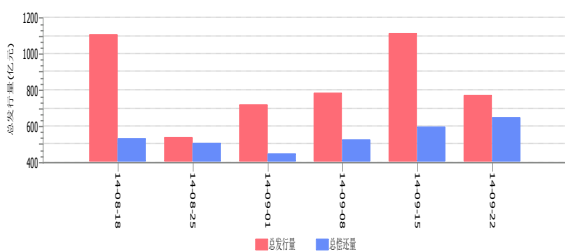
证券简称	剩余期限(年)	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14附息国债14	0.78	3.80	3.78	-1.59
13附息国债17	1.88	3.82	3.85	2.97
14附息国债04	2.45	3.85	3.85	0.07
14附息国债08	4.57	3.89	3.47	-42.41
14附息国债03	6.30	3.96	3.90	-6.02
14附息国债13	6.76	3.96	3.99	3.00
14附息国债12	9.73	4.01	3.99	-2.03
14国开13	0.69	4.30	4.29	-0.49
14国开18	0.78	4.37	4.28	-8.73
14国开08	2.53	4.50	4.50	0.00
14国开01	2.30	4.49	4.50	1.00
14国开02	4.30	4.55	4.57	2.00
14国开09	4.53	4.56	4.79	22.87
14国开03	6.30	4.66	4.66	0.00
14国开10	6.53	4.68	4.35	-32.69
14国开05	9.32	4.68	4.76	8.47

数据来源：Wind、华融证券

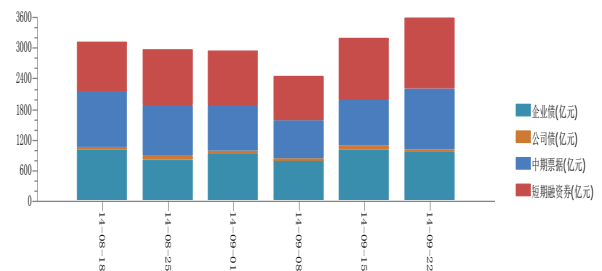
六、信用债：市场偏好中期限品种

1、一级发行：发行缩水

上周市场共发行信用债 770.9 亿元，其中企业债 60 亿元，一般公司债 38.9 亿元，中票 246 亿元，短融 426 亿元，发行量下降近 50%。从评级上看，上周信用债发行企业资质较好，中长期债券评级均在 AA 以上，短融和超短融有评级的均为 A-1，未评级的发债主体评级也较理想。从发行利率上看，趋势并不明显。

图表 10：信用债发行量下降明显


数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易持续上升


数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：中长期品种利率下行

上周，信用债行情持续上涨，二级市场成交量继续上升，且市场偏向于中长期品种，其收益率下降趋势比较明显。此外，城投债利差小幅收窄，尽管现阶段来看，城投债依然是高收益低风险的稀缺品种，但随着经济增速和财政收入增加的放缓，我们建议要警惕地方政府对城投债担保能力的减弱。

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