



稳步上行，后市可期

——债券周报（10.8 - 10.14）

⑤ 投资策略要点

国庆节后的第一周，债市继续稳步上行。9月制造业 PMI 低于市场预期，经济下行压力仍存，CPI 同比或将大幅回落，正回购利率下降，流动性保持宽松，市场利率低位运行，基本面有利于债市。债券供给充足，成交持续火热，收益率也在低位企稳，我们认为后市仍然处在上行通道。

⑤ 基本面

9月制造业 PMI 低于预期，除了生产指数上升外，其余指数均趋于恶化，我们认为四季度制造业增长的可持续性并不稳固，后期还将有刺激政策，基本面对债市的影响偏正面。

⑤ 资金面

节后央行少量净投放维持中性货币政策，增强了市场宽松预期。银行间资金市场利率以下行为主，交易所资金利率也趋于平滑。流动性支持债市行情走高。

⑤ 重要政策

国务院规范地方政府债券发行、使用、偿还机制，阻断地方政府通过融资平台公司高息举债，有助于引导社会融资成本下行。同时，部分高息城投债稀缺性增强，投资价值增大。

⑤ 利率债

节后利率债发行回暖，发行利率在节前快速下跌后反弹。二级市场交易热度不减，收益率在低位企稳。国债收益率期限结构趋于陡峭化，国开债各期限品种均有明显上升，但我们认为这主要是短期获利了结因素主导，并不会影响长期走势。

⑤ 信用债

节后，信用债一级市场回暖，发行利率显见下跌。二级市场成交持续放量，各期限收益率在低位企稳，虽然收益率期限结构趋于平坦，但发行利率下降压缩了收益率上行的空间，我们仍旧看好后市。

相关报告

《债券周报：牛市行情不变》
——20140930

《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

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：稳步上行，后市可期.....	4
二、基本面：经济下行压力仍存，CPI 或大幅回落.....	4
1、经济数据：制造业下行压力依然较大.....	4
2、物价追踪：9 月 CPI 数据或将大幅回落.....	4
三、资金面：流动性宽松，利率低位运行.....	5
1、公开市场操作：正回购利率再次下降.....	5
2、货币市场利率：以下降为主.....	5
3、人民币汇率：震荡下行，压力不减.....	6
四、重要政策：国务院发文全面规范地方政府性债务.....	6
五、利率债：收益率低位企稳.....	7
1、一级发行：发行回暖，利率反弹明显.....	7
2、二级交易：收益率低位震荡.....	8
六、信用债：发行利率下降压缩收益率上行空间.....	8
1、一级发行：发行利率下降.....	8
2、二级交易：收益率企稳.....	9

图表目录

图表 1: 9 月制造业 PMI 低于市场预期	4
图表 2: 农产品价格指数持续下行	5
图表 3: 生产资料价格整体向下	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: 利率债发行回暖	7
图表 8: 国开债发行利率有所回升	7
图表 9: 利率债二级市场走势	8
图表 10: 信用债发行量上升	9
图表 11: 二级市场交易上升	9

一、投资策略要点：稳步上行，后市可期

国庆节后的第一周，债市继续稳步上行。从基本面来看，9月制造业 PMI 低于市场预期，经济下行压力仍存，增长的可持续性较差；CPI 同比或将大幅回落，宽松政策还有作用空间。流动性方面，正回购利率下降 10BP，市场的乐观情绪延续，利率在低位运行。利率债和信用债供给充足，成交持续火热，收益率也在低位企稳，我们认为后市值得期待。

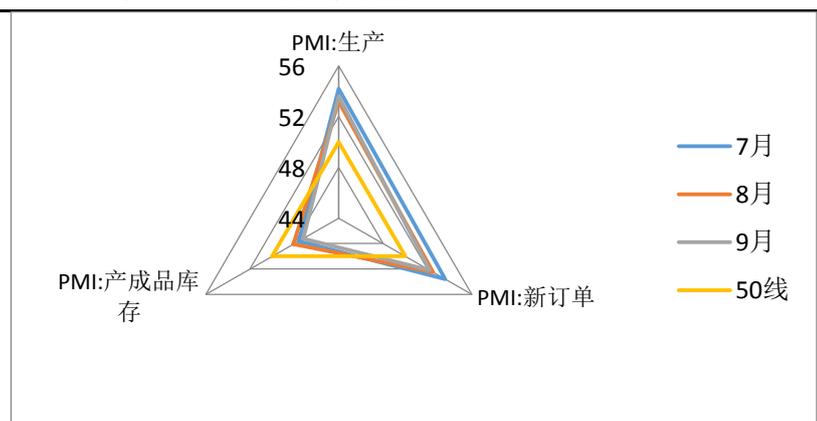
二、基本面：经济下行压力仍存，CPI 或大幅回落

1、经济数据：制造业下行压力依然较大

上周中采和国家统计局联合发布 9 月份中国制造业 PMI 为 51.1，与 8 月持平，低于市场预期。从分项指数来看，产出指数 53.6，环比提高 0.4 个点，说明 9 月制造业处于弱势扩张。但其他指数大部分趋于恶化，其中，新订单指数 52.2，环比回落 0.3 个点，新出口订单指数 50.2，环比上升 0.2 个点，国内需求依旧低迷；采购量指数 51.2，环比回落 0.7 个点；进口指数 48.0，环比回落 0.5 个点，进口进一步下降；产成品库存指数 47.2，环比回落 0.9 个点，原材料库存指数 48.8，环比上升 0.2 个点，但仍低于 50，说明产成品和原材料均处于去库存过程中。

9 月制造业 PMI 与上月持平，但 5 大类指数中，除了生产指数上升外，其余指数均趋于恶化，我们认为四季度制造业下行压力较大，增长的可持续性并不稳固，后期还将有刺激政策，基本面对债市的影响偏正面。

图表 1：9 月制造业 PMI 低于市场预期



数据来源：Wind、华融证券

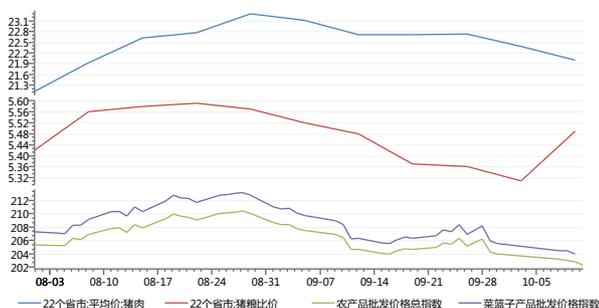
2、物价追踪：9 月 CPI 数据或将大幅回落

据农业部监测，上周农产品批发价格指数和菜篮子产品批发价格指数继续下行，较 9 月 26 日分别下降 1.88% 和 2.26%。22 个省市猪肉平均价格也延续

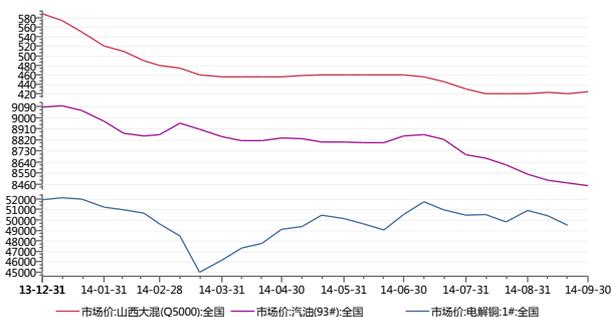
了节前下降的趋势，周环比下跌 1.70%。或受粮价降幅较大的影响，猪粮比探底回升比较明显。

据商务部监测，9 月下旬流通领域重要生产资料价格整体下行，其中黑色金属、有色金属等跌幅较大，化工产品涨跌不一；汽、柴油价格微量下跌，煤炭价格保持稳定，而甲醇价格持续反弹。

上周农产品价格指数延续了节前向下的趋势，上月末生产资料价格亦整体下行。我们认为 9 月份 CPI 同比涨幅或将大幅回落至 1.6% 左右，而 PPI 同比或将下降至 -1.8%。

图表 2：农产品价格指数持续下行


数据来源：Wind、华融证券

图表 3：生产资料价格整体向下


数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：流动性宽松，利率低位运行

1、公开市场操作：正回购利率再次下降

本周二，央行实施 200 亿元 14 天正回购，中标利率下降 10BP 至 3.4%，超出市场预期。前次下调回购利率为 9 月 18 日，中标利率从 3.7% 降至 3.5%。

央行在不到一个月的时间内两次下调正回购中标利率，市场对此反应积极。正回购一直是央行调节市场利率的重要工具，其对市场短端利率的影响较大。9 月 18 日，在资金市场面临新股申购、临近季末等不利因素的情况下，正回购利率下降 20BP，流动性显见宽松，引发了多头的热情，债市成交量显著上升，债券各期限收益率均有下降。我们认为此次央行下调正回购利率，一是说明货币政策的核心已经从调节货币量转为调节资金价格；二是说明央行意图通过降低短端利率引导中长端利率下行，以降低企业融资成本；三是说明 8 月工业数据跳水、GDP 增速下滑或已接近政府的底线，中央保持一定经济发展增速的决心未变。

2、货币市场利率：以下降为主

上周，银行间资金市场总体宽松，波澜不惊。隔夜回购定盘利率在低位企稳，7 天回购定盘利率中枢也进一步下行到 3% 左右。SHIBOR 隔夜利率震荡

下行,周六报收于 2.5440% (-1.15BP);而 SHIBOR7 天利率有所抬升,周六报收于 2.9990% (-11.6BP),但仍处于今年 4 月以来的低位区间。

交易所资金方面,上交所回购利率加权均价较节前明显趋于平滑,成交量上升明显。其中 GC001 报收于 6.510%,较前周提高 511.5BP,GC007 报收于 4.245%,较前周提高 404BP。

票据融资方面,6 个月直贴利率和转贴利率受流动性宽松影响稳步下行,至上周日分别收于 3.95%和 3.90%,各下跌 3BP,达到近 2 个月的低点。

互联网金融产品方面,由于资金面整体宽松,货币基金的整体收益率较节前有明显的下降。在我们跟踪的 5 款产品中,百度百赚依然是收益最高的,余额宝的收益率已接近 4%。

图表 4: 货币市场利率一览

2014-10-10		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
RO01	2.56	-1	-72	2.52	3.37
RO07	3.07	6	-49	2.90	4.30
GC001	6.51	348	454	1.00	45.18
GC007	4.25	113	85	0.00	12.36
SHIBOR01	2.57	0	-69	2.53	3.35
SHIBOR07	2.99	0	-53	2.87	4.20
票据直贴6M	0.00	-5	5	3.85	4.35
票据转贴6M	0.00	-5	10	3.75	4.25

数据来源: Wind、华融证券

图表 5: 互联网金融产品收益率一览

2014-10-12		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	4.13	2	-51	4.09	4.63
微信理财通	4.36	-1	-17	4.36	4.59
百度百赚	4.66	1	-33	4.43	5.31
网易现金宝	4.25	-1	-57	4.12	4.83
苏宁零钱包	4.18	-2	-146	4.11	5.70

数据来源: Wind、华融证券

3、人民币汇率: 震荡下行, 压力不减

上周,人民币对美元中间价在周三冲高后回落,已经接近 8 月末的低点。内外盘汇率震荡下行,至周六分别收于 6.1309(-0.86BP)和 6.1414(-2.74BP)。远期汇率方面,12 个月美元 NDF 探底反弹,上周五小幅上涨至 6.2380。近期,人民币汇率博弈激烈,震荡前行,但在国内经济复苏停滞不前,美国经济稳步向好的情况下,人民币贬值压力依然较大。

图表 6: 人民币汇率一览

2014-10-11		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	6.1470	9	1	6.1425	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1309	4	-728	6.1270	6.2089
外盘即期汇率CNH	6.1414	56	56	6.1336	6.2133
美元NDF12个月	6.2380	90	90	6.2150	6.2720

数据来源: Wind、华融证券

四、重要政策: 国务院发文全面规范地方政府性债务

10 月 2 日,国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》,全面规范政府性债务管理,主要包括:实行限额管理,经国务院批准,省、自治区、直辖市政府可以适度举借债务;政府债务只能通过政府及其部门举借,不得通过企

事业单位等举借,剥离融资平台公司政府融资职能;只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出,建立对违法违规融资和违规使用政府性债务资金的惩罚机制;分清政府债务和企业债务的边界,切实做到谁借谁还,风险自担;政府性债务将作为一个硬指标纳入政绩考核,各省、自治区、直辖市政府要对本地区地方政府性债务负责任,中央政府实行不救助原则;推广使用 PPP 等模式,鼓励社会资本参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。

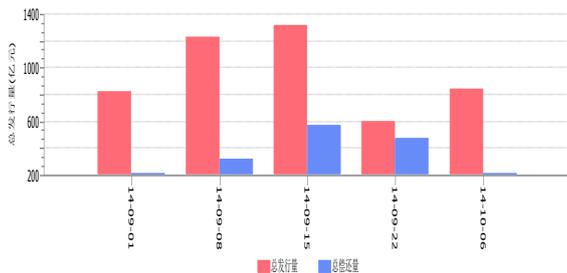
我们认为,此次《意见》的出台与前期《预算法》修正案的精神相契合,主要是为了以更加规范的发行、使用、偿还机制解决现阶段地方政府性债务成本较高,隐性风险较大的问题。一方面,阻断地方政府通过融资平台公司高息举债,有助于引导社会融资成本下行;另一方面,明确地方政府对城投债的偿还义务也加强了市场对部分高收益城投债的偏好。随着地方政府发债的逐步放开,高息城投债发行下降趋势将不可避免,其稀缺性增强了投资价值。

五、利率债：收益率低位企稳

1、一级发行：发行回暖，利率反弹明显

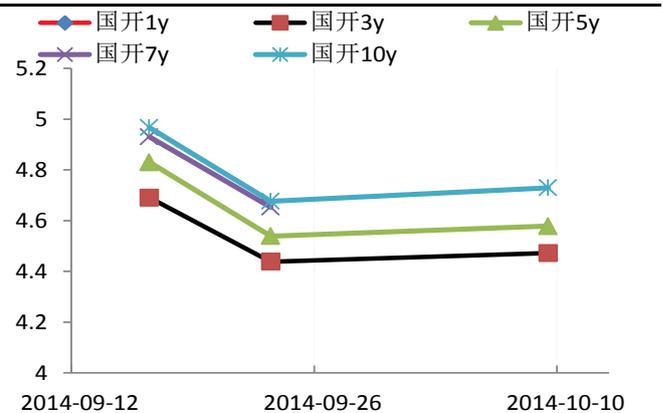
上周,利率债发行较节前回暖,发行量达到 840 亿元,其中 3 个月贴现国债 150 亿元,储蓄式国债 3 年期 180 亿元、5 年期 120 亿元;国开债 3 年期、5 年期、10 年期各 40 亿元;进出债 3 年期、7 年期各 60 亿元;农发债 3 年期、5 年期、7 年期各 50 亿元。此外,上周有 200 亿元利率债到期,上周实现净融资 640 亿元。

图表 7：利率债发行回暖



数据来源: Wind、华融证券

图表 8：国开债发行利率有所回升



数据来源: Wind、华融证券

上周,利率债一级市场认购活跃,或受月初存准缴款的影响,发行利率在节前大幅下降之后有所反弹,其中国开债各期限品种中标利率均有 5BP 左右的上升,非国开金融债的发行利率则涨跌互现。

2、二级交易：收益率低位震荡

上周，利率债二级市场交易热度不减，收益率在低位企稳。国债方面，短久期品种收益率下行趋势明显，而中长久期品种收益率较 9 月末有所上升，国债收益率期限结构趋于陡峭化；国开债方面，各期限品种均有明显上升，我们认为这主要是由于节前市场追捧的长久期品种及国开债获利了结导致的收益率反弹。

从成交量较大的几只利率债来看，国债收益率涨跌不一，短久期国开债更受市场追捧，其中 14 国开 18 收益率一周内降低 155.25BP，价格上涨 1.17%。

图表 9：利率债二级市场走势

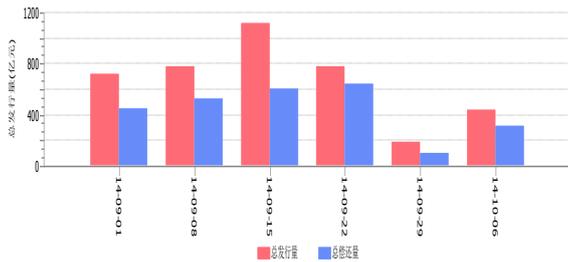
证券简称	剩余期限(年)	周三收益率	周六收益率	一周变动BP
14付息国债14	0.74	3.74	3.74	0.01
13付息国债17	1.84	3.81	3.80	-1.01
14付息国债04	2.41	3.68	3.82	13.72
14付息国债08	4.53	3.88	3.85	-3.00
14付息国债03	6.26	3.90	3.88	-2.02
14付息国债13	6.72	3.97	3.98	1.40
14付息国债12	9.69	4.00	4.03	3.17
14国开13	0.65	4.28	4.23	-4.98
14国开18	0.74	5.79	4.24	-155.25
14国开08	2.48	4.49	4.48	-1.50
14国开01	2.25	4.91	4.46	-45.50
14国开02	4.25	4.52	4.56	4.52
14国开09	4.48	4.56	4.59	3.00
14国开03	6.26	4.64	4.66	2.50
14国开10	6.49	4.62	4.62	-0.10
14国开05	9.27	4.65	4.86	21.50

数据来源：Wind、华融证券

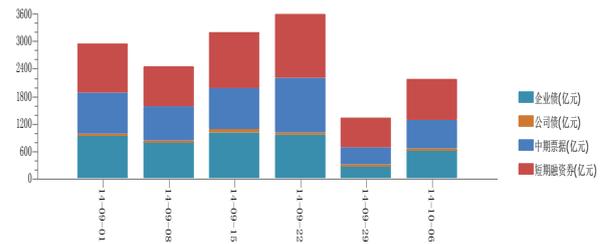
六、信用债：发行利率下降压缩收益率上行空间

1、一级发行：发行利率下降

上周市场共发行信用债 433 亿元，其中企业债 5 亿元，一般公司债 45 亿元，中票 82 亿元，短融 301 亿元，发行量持续下降。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均在 AA+ 以上。发行利率方面，各期限品种具有不同幅度的下降。

图表 10: 信用债发行量上升


数据来源: Wind、华融证券

图表 11: 二级市场交易上升


数据来源: Wind、华融证券

2、二级交易：收益率企稳

上周，信用债二级市场成交延续了节前的火热，各期限收益率在低位企稳，但与利率债不同的是，中长久期品种的信用债收益率下行趋势较短期品种明显，其信用利差也有所放大，收益率期限结构趋于平坦。同时，发行利率下降压缩了收益率上行的空间，我们仍旧看好后市，建议持续关注。

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