



## 货币政策宽松，牛市延续

——债券周报（10.15 - 10.19）

### ⑤ 投资策略要点

现阶段经济企稳的基础脆弱，有效需求不足的矛盾突出，通缩压力提升，流动性偏松，市场利率持续下行，基本面有利于债市走势。一级市场和二级市场成交量向好，发行利率和收益率同步下降，牛市已现。我们认为近期货币政策转向全面宽松的可能性增大，债券牛市或将延续。

### ⑤ 基本面

9月社融规模微量回暖，新增信贷超预期，M2增速小幅提升，存款增速明显低于历年季度末均值。物价方面，CPI同比回落，PPI降幅扩大。货币政策从定向宽松转向全面宽松的可能性增加。

### ⑤ 资金面

央行下调正回购利率给予市场宽松信号，银行市场利率和交易所资金利率应声下跌，流动性支持债市持续走强。

### ⑤ 重要政策

发改委发文提高企业债发行门槛，加强监督管理，有利于降低市场的违约风险，保障债务的有效偿还。长期来看，企业债发行量将有所下降，存量债券需求或将上升。

### ⑤ 利率债

上周，利率债发行量稳步回升，认购活跃，发行利率大幅下降，引导收益率显著下行。二级市场成交放量，国债和国开债利率曲线整体下移，牛市信号明显。

### ⑤ 信用债

上周，信用债发行量大幅上升，发行利率以下跌为主。二级市场成交持续放量，各期限收益率也有明显的下降，但中长久期品种降幅收窄。整体而言，信用债收益率降幅较利率债更小，投资机会更多的集中在利率债。

### 相关报告

《债券周报：稳步上行，后市可期》——20141014

《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

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：货币政策宽松，牛市延续.....	4
二、基本面：经济企稳基础脆弱，通缩压力增大.....	4
1、经济数据：新增信贷超预期，货币政策有全面宽松的可能.....	4
2、物价追踪：9月CPI同比回落，PPI降幅扩大.....	5
三、资金面：流动性宽松延续，利率持续下行.....	6
1、公开市场操作：正回购利率下调.....	6
2、货币市场利率：持续下行.....	6
3、人民币汇率：美元走强增大人民币贬值压力.....	6
四、重要政策：发改委提高企业债发行门槛.....	7
五、利率债：发行利率和收益率同步下行.....	7
1、一级发行：发行利率大幅下行.....	7
2、二级交易：收益率大幅下行.....	8
六、信用债：发行大幅回暖，成交火热延续.....	9
1、一级发行：发行量大幅回升，发行利率以下降为主.....	9
2、二级交易：成交持续放量.....	9

## 图表目录

图表 1: 9 月新增信贷超预期.....	4
图表 2: 社会融资规模回暖.....	4
图表 3: 存款增速降低.....	5
图表 4: M2 小幅回升.....	5
图表 5: 9 月 CPI 同比回落.....	5
图表 6: 9 月 PPI 降幅扩大.....	5
图表 7: 货币市场利率一览.....	6
图表 8: 互联网金融产品收益率一览.....	6
图表 9: 人民币汇率一览.....	7
图表 10: 利率债发行稳步回升.....	8
图表 11: 国开债发行利率大幅下行.....	8
图表 12: 银行间固定利率国债收益率曲线.....	8
图表 13: 银行间固定利率国开债收益率曲线.....	8
图表 14: 利率债二级市场走势.....	9
图表 15: 信用债发行量大幅回升.....	9
图表 16: 二级市场交易上升.....	9

## 一、投资策略要点：货币政策宽松，牛市延续

上周公布的9月各项数据表明现阶段经济企稳的基础脆弱，有效需求不足的矛盾突出，物价走势温和，通缩压力提升，流动性偏松，市场利率持续下行，基本面有利于债市走势。一级市场和二级市场成交量向好，发行利率和收益率同步下降，牛市已现。我们认为近期货币政策转向全面宽松的可能性增大，债券牛市或将延续，建议持续关注。

## 二、基本面：经济企稳基础脆弱，通缩压力增大

### 1、经济数据：新增信贷超预期，货币政策有全面宽松的可能

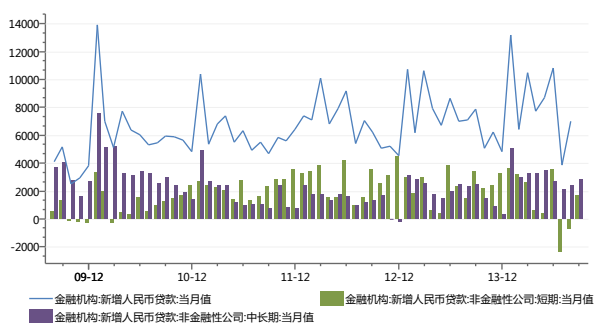
央行10月16日公布，9月社会融资规模为1.05万亿元，比上月多945亿元，低于前三季度均值14229亿元。其中，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等合计减少97亿元，银行风险偏好进一步降低，表外业务或将持续处于低位。

9月人民币贷款新增8572亿元，环比增1547亿元，超出市场预期，或受银行季度末集中放贷的影响。房贷政策放松和货币政策可能的进一步宽松将有利于银行信贷的投放，四季度信贷结构将有所改观，全年信贷投放达到9.5万亿元目标的可能性较大。

9月末M2余额120.21万亿元，同比增长12.9%，增速较上月小幅回暖。M1余额32.72万亿元，同比增长4.8%，增速有所回落。此外，考虑到存款偏离制度的影响，9月M2数据剔除了去年冲时点金额。根据我们的测算，9月末M2余额的时点数较去年同期增长11.6%，低于调整后同比增速1.3个百分点，M2余额同比增速回落幅度较大。

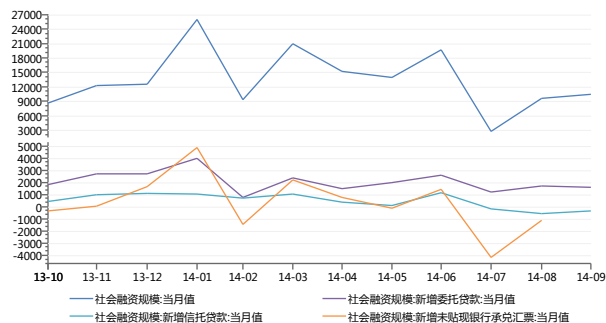
我们认为当前经济企稳的基础脆弱，有效需求不足的矛盾突出。结合前期央行三次下调正回购利率，货币政策有从定向宽松转向全面宽松的可能，四季度金融数据或将转好。

图表1：9月新增信贷超预期

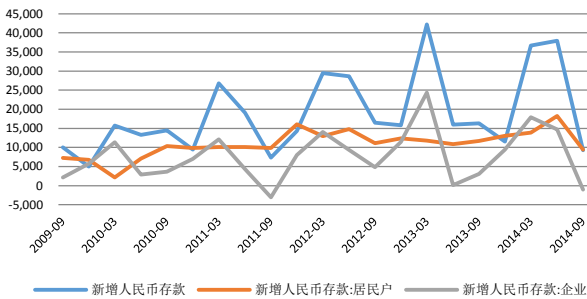


数据来源：Wind、华融证券

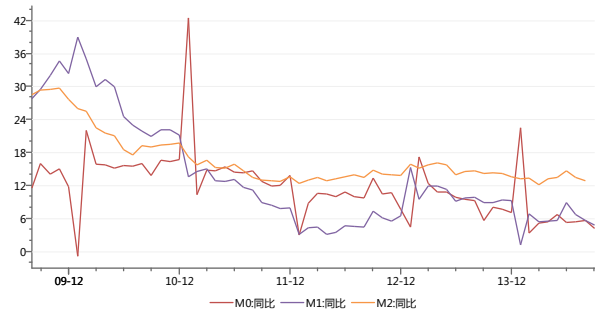
图表2：社会融资规模回暖



数据来源：Wind、华融证券

**图表 3: 存款增速降低**


数据来源: Wind、华融证券

**图表 4: M2 小幅回升**


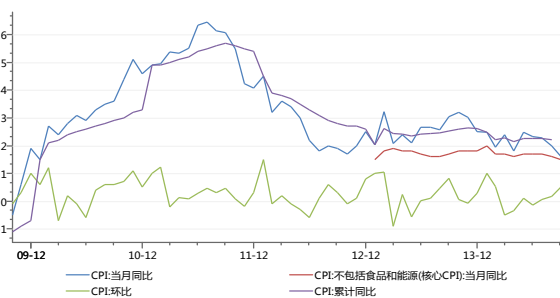
数据来源: Wind、华融证券

## 2、物价追踪: 9月CPI同比回落, PPI降幅扩大

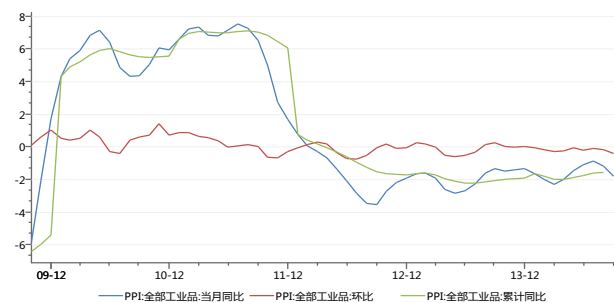
国家统计局10月15日公布的数据显示,9月CPI同比上涨1.6%,环比上涨0.5%,创2010年1月以来新低。从各分项来看,食品价格同比上涨2.3%,影响CPI上涨约0.78个百分点,其中鲜果和蛋类的价格涨幅较大;猪肉价格下降2.9%,鲜菜价格下降9.4%,合计影响CPI下降约0.09个百分点。非食品价格上涨1.3%;消费品价格上涨1.4%,服务价格上涨2.3%。1-9月CPI同比上涨2.1%。

9月PPI同比下降1.8%,降幅有所扩大,环比下降0.4%,已是连降31个月。从各分项来看,生产资料价格同比下降2.4%,影响PPI下降约1.8个百分点,其中采掘工业价格降幅较大;生活资料价格同比上涨0.1%。9月工业生产者购进价格同比下降1.9%,环比下降0.4%。1-9月平均,PPI同比下降1.6%,工业生产者购进价格同比下降1.8%。

9月CPI同比涨幅低于市场预期,虽然按惯例四季度食品价格会有一些的上升,但非食品价格涨幅较弱,物价整体表现温和。PPI环比降幅进一步扩大,说明工业产品供需情况依然较差,经济实体需求不足的问题没有好转。目前,市场通胀预期比较稳定,增加了宽松货币政策的空间,债市短期收益。

**图表 5: 9月CPI同比回落**


数据来源: Wind、华融证券

**图表 6: 9月PPI降幅扩大**


数据来源: Wind、华融证券

### 三、资金面：流动性宽松延续，利率持续下行

#### 1、公开市场操作：正回购利率下调

上周，央行共实施 400 亿元 14 天正回购，中标利率下调至 3.4%。此外上周有 200 亿元 14 天正回购到期，500 亿元 6 个月国库定存到期及 200 亿元 36 个月央行票据到期，一周实现货币净回笼 500 亿元。在央行连续三次下调正回购利率的刺激下，市场对流动性的预期乐观。

#### 2、货币市场利率：持续下行

上周，银行间资金市场总体宽松，在周二下调正回购利率后，SHIBOR 隔夜和 7 天利率应声下跌。截至上周五，SHIBORON 报收于 2.4610% (-8.3BP)，达到下半年的低点，而 SHIBOR1W 则报收于 2.9500% (-4.9BP)，是下半年的次低点。此外，7 天回购定盘利率进一步接近 3%。

交易所资金方面，上交所回购利率下行明显，全周在低位震荡，其中隔夜回购利率降幅较大。截至上周五，GC001 报收于 1.1350% (-537.5BP)，而 GC007 则报收于 2.7450% (-150BP)。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率延续了前期震荡下挫的走势，至上周五分别收于 3.90% 和 3.85%，各下跌 0.5BP。

互联网金融产品方面，货币基金的整体收益率略有反弹。在我们跟踪的 5 款产品中，收益率落在 4.1%-5% 之间，其中百度百赚依然是收益最高的品种，余额宝持续垫底。

图表 7：货币市场利率一览

2014-10-17	名称	变动 (BP)		过去90日走势分析		
		现价	日变动	90日变动	最小值	最大值
	RO01	0.00	-248	-329	2.48	3.37
	RO07	0.00	-302	-376	2.90	4.30
	GC001	1.14	-185	6	1.00	45.18
	GC007	2.98	19	-187	0.21	12.36
	SHIBOR01	2.47	-1	-78	2.47	3.35
	SHIBOR07	2.97	-2	-70	2.87	4.20
	票据直贴6M	3.90	0	-25	3.85	4.35
	票据转贴6M	3.85	0	-20	3.75	4.25

数据来源：Wind、华融证券

图表 8：互联网金融产品收益率一览

2014-10-19	名称	变动 (BP)		过去90日走势分析		
		现价	日变动	90日变动	最小值	最大值
	余额宝	4.19	-2	-14	4.09	4.32
	微信理财通	4.37	1	-9	4.35	4.59
	百度百赚	4.90	-3	-11	4.43	5.31
	网易现金宝	4.28	-1	-40	4.12	4.68
	苏宁零钱包	4.21	2	-111	4.11	5.40

数据来源：Wind、华融证券

### 3、人民币汇率：美元走强增大人民币贬值压力

上周，人民币对美元中间价下探至今年 3 月以来的低位后反弹，周五收于 6.1407。内外盘汇率走势分化，内盘即期汇率一路下行至 6.1240 (-0.69BP)，而外盘即期汇率持续上扬至 6.1467 (+0.53BP)。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 继续向上攀升，涨至 6.2510 (+1.15BP)。近期，国内经济数据并不乐观，叠加美国 QE3 临近尾声导致美元走强，全球经济预期下调等因素影响，人民币贬值压力依然较大。

**图表 9：人民币汇率一览**

2014-10-17 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	6.1407	12	-161	6.1395	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1240	9	-840	6.1231	6.2089
外盘即期汇率CNH	6.1467	135	135	6.1332	6.2059
美元NDF12个月	6.2495	-5	-5	6.2150	6.2720

数据来源：Wind、华融证券

## 四、重要政策：发改委提高企业债发行门槛

继 9 月份公布《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》后，国家发改委于 10 月 15 日下发了“企业债券审核新增注意事项”。根据此前的《意见》及此次新增注意事项来看，发改委将从严格发债企业准入条件、规范和强化偿债保障措施、进一步加强企业债券存续期管理等方面，进一步提高企业债发行的门槛。

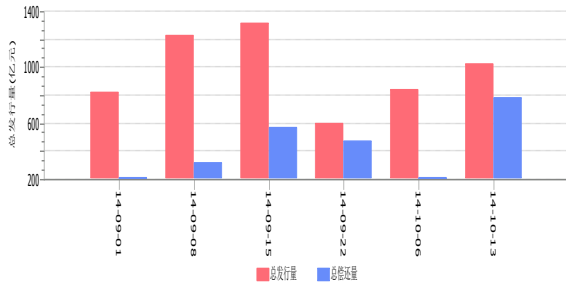
我们认为企业债发行趋严一方面是前段时间国务院规范地方政府发债的延续，堵住地方政府通过融资平台高息举债的渠道；另一方面也是加强对目前日益扩大的企业债发行市场的管理，未雨绸缪。提高发债门槛，坚强监督管理，有利于降低市场的违约风险，保障债务的有效偿还。长期来看，企业债发行量将有所下降，存量债券需求或将上升。

## 五、利率债：发行利率和收益率同步下行

### 1、一级发行：发行利率大幅下行

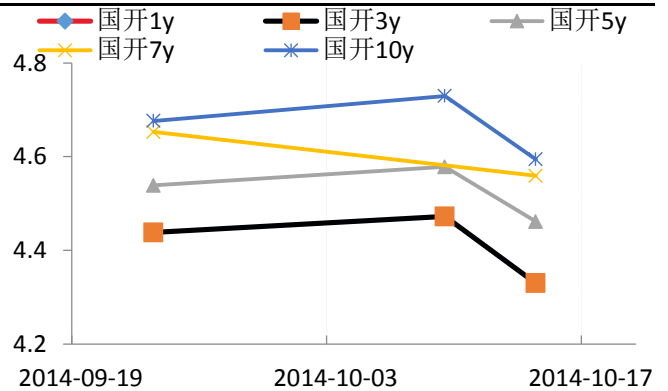
上周，资金市场宽松，利率债发行量稳步回升，一周共发行 1022.7 亿元，其中国债 1 年期 235.3 亿元，10 年期 297.4 亿元；国开债 3 年期、10 年期各 40 亿元，5 年期、7 年期各 50 亿元；进出债半年期 60 亿元，3 年期、5 年期各 50 亿元；农发债 1 年期、2 年期、3 年期各 50 亿元。此外，上周有 776 亿元利率债到期，上周实现净融资 246.7 亿元。

图表 10: 利率债发行稳步回升



数据来源: Wind、华融证券

图表 11: 国开债发行利率大幅下行



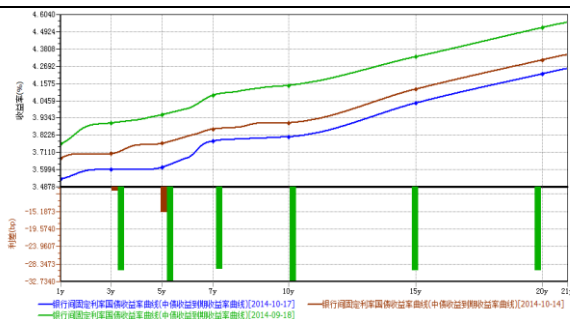
数据来源: Wind、华融证券

发行利率方面, 一级市场认购活跃, 其中 14 国开 25、14 农发 43 和 14 国开 22 的认购倍数较高, 分别为 5.3525、4.6980 和 4.6650 倍。正回购利率下调对市场的导向明显, 流动性宽松和认购活跃也使得发行利率大幅下降, 其中, 国开债各期限品种中标利率较前周均下行 10BP 以上且跌破此前的低位, 非国开金融债的发行利率也有 15BP 以上的跌幅。

## 2、二级交易: 收益率大幅下行

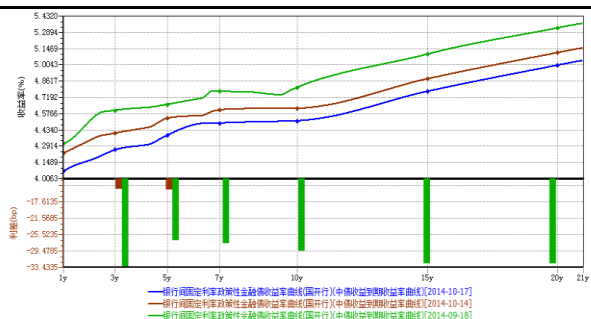
利率债二级市场交易热度不减, 收益率大幅下行, 一级市场发行利率的下降对二级市场收益率的引导显著。国债方面, 各期限收益率降幅达 18BP 以上, 且中长期品种收益率下行速度较快, 收益率曲线整体下移; 国开债各期限收益率降幅高于国债, 收益率曲线下移更加明显。我们认为现阶段债券牛市行情已很明显, 在货币政策转向全面宽松的预期下, 债市走强的趋势还将延续。

图表 12: 银行间固定利率国债收益率曲线



数据来源: Wind、华融证券

图表 13: 银行间固定利率国开债收益率曲线



数据来源: Wind、华融证券

从成交量较大的几只利率债来看, 利率债收益率全线下行, 各期限品种下降幅度较为平均, 相较而言 5 年期收益率降幅最大, 说明上周市场更关注中长期品种。



**图表 14：利率债二级市场走势**

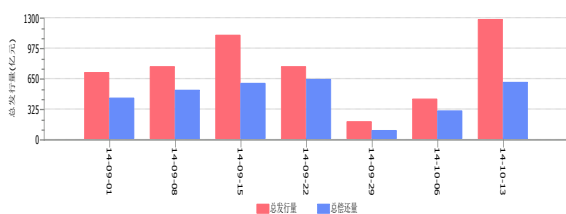
证券简称	剩余期限(年)	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14附息国债14	0.72	3.72	3.52	-20.05
13附息国债17	1.82	3.80	3.61	-18.56
14附息国债04	2.40	3.81	3.60	-21.00
14附息国债08	4.51	3.86	3.57	-29.00
14附息国债03	6.25	3.88	3.77	-10.00
14附息国债13	6.71	3.96	3.76	-20.50
14附息国债12	9.67	3.99	3.78	-21.50
14国开13	0.64	4.24	4.00	-24.00
14国开18	0.72	4.24	4.02	-22.00
14国开08	2.47	4.45	4.19	-26.00
14国开01	2.24	4.45	4.18	-27.40
14国开02	4.24	4.59	4.25	-34.00
14国开09	4.47	4.57	4.30	-26.50
14国开03	6.24	4.65	4.47	-17.50
14国开10	6.47	4.62	4.45	-16.83
14国开05	9.26	4.66	4.45	-20.50

数据来源：Wind、华融证券

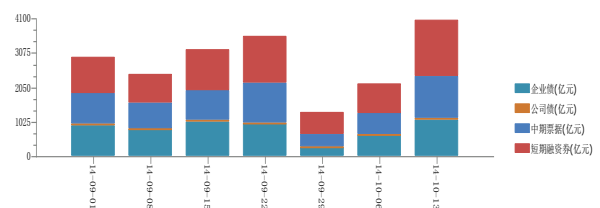
## 六、信用债：发行大幅回暖，成交火热延续

### 1、一级发行：发行量大幅回升，发行利率以下降为主

上周，市场共发行信用债 1275.5 亿元，其中企业债 118 亿元，一般公司债 24.5 亿元，中票 483.6 亿元，短融 649.4 亿元，发行量大幅回升。从评级上看，上周信用债发行企业资质略有下降，出现了 5 家评级为 AA- 的企业；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，各期限品种以下降为主。

**图表 15：信用债发行量大幅回升**


数据来源：Wind、华融证券

**图表 16：二级市场交易上升**


数据来源：Wind、华融证券

### 2、二级交易：成交持续放量

与利率债相似，信用债二级市场成交持续放量，各期限收益率也有明显的下降。但与利率债不同的是，上周中长久期品种的信用债收益率下行趋势有所收窄，或是前周收益率快速下行的技术性反弹。整体而言，信用债收益率降幅较利率债更小，投资机会更多的集中在利率债。

## 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](http://www.hrsec.com.cn)