



## 牛市延续，仍有投资机会

——债券周报（10.20 - 10.26）

### ⑤ 投资策略要点

10月经济有所回暖，但复苏动能疲弱的局面未见明显改善，物价指数持续低迷宽松政策的必要性和可行性加大，基本面利好不变，流动性稳中偏松亦支持债市走强。一级市场和二级市场成交量持续处于高位，发行利率和收益率继续下降，牛市行情延续，债券市场依旧存在投资机会。

### ⑤ 基本面

10月汇丰PMI小幅回暖，仅就业指数上升，其余指数均有不同程度的下降，中小企业生产经营保持低迷状态，经济难言好转。物价指数低位运行，宽松政策的必要性和可行性加大。

### ⑤ 资金面

央行公开市场操作以对冲为主，资金面保持稳中偏松。受临近月末及新股申购的影响，市场利率小幅反弹，但总体在低位运行，市场预期较乐观，流动性对债市利好不变。

### ⑤ 重要政策

地方政府债务“自发自还”试点结束，评级结果及发行利率比肩国债，定价过程存在非市场化因素，目前来看发行模式并不成熟。

### ⑤ 利率债

上周，利率债发行量稳步回升，认购活跃，发行利率再创新低。二级市场成交量与前周持平，收益率曲线整体下移且呈现陡峭化。整体而言，利率债走势稳步上涨，牛市行情将延续。

### ⑤ 信用债

上周，信用债发行量回落，发行利率以下跌为主。二级市场成交量与前周持平，各期限收益率降幅较利率债明显，市场关注度逐步提高。

### 相关报告

《债券周报：货币政策宽松，牛市延续》——20141021

《债券周报：稳步上行，后市可期》——20141014

《债券周报：牛市行情不变》——20140930

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：牛市延续，仍有投资机会 .....	4
二、基本面：经济难言好转，物价低位运行 .....	4
1、经济数据：10 月汇丰 PMI 初值小幅回暖 .....	4
2、物价追踪：生产资料价格仍在低位 .....	5
三、资金面：宽松预期持续 .....	5
1、公开市场操作：以对冲到期量为主 .....	5
2、货币市场利率：小幅反弹，运行平稳 .....	5
3、人民币汇率：震荡下行 .....	6
四、重要政策：地方债“自发自还”试点结束 .....	6
五、利率债：发行利率再创新低 .....	7
1、一级发行：发行利率持续下行 .....	7
2、二级交易：收益率低位运行 .....	8
六、信用债：收益率持续向下 .....	9
1、一级发行：发行量回落 .....	9
2、二级交易：收益率曲线整体下行 .....	9

---

**图表目录**

---

图表 1: 10 月汇丰 PMI 初值小幅回暖 .....	4
图表 2: 农产品价格指数持续下行 .....	5
图表 3: 生产资料指数环比下降为主 .....	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: 利率债发行稳步回升 .....	7
图表 8: 国开债发行利率持续大幅下行 .....	7
图表 9: 利率债二级市场走势 .....	8
图表 10: 利率债二级市场走势 .....	9
图表 11: 信用债发行量回落 .....	9
图表 12: 二级市场交易量平稳 .....	9

---

## 一、投资策略要点：牛市延续，仍有投资机会

10 月经济有所回暖，但复苏动能疲弱的局面未见明显改善；物价指数持续低迷，通缩的压力依旧较大，宽松政策的必要性和可行性加大。近期市场流动性稳中偏松，利率稳步下行，基本面对债市利好不变。

一级市场和二级市场成交量持续处于高位，发行利率和收益率继续下降，牛市行情延续，债券市场依旧存在投资机会。

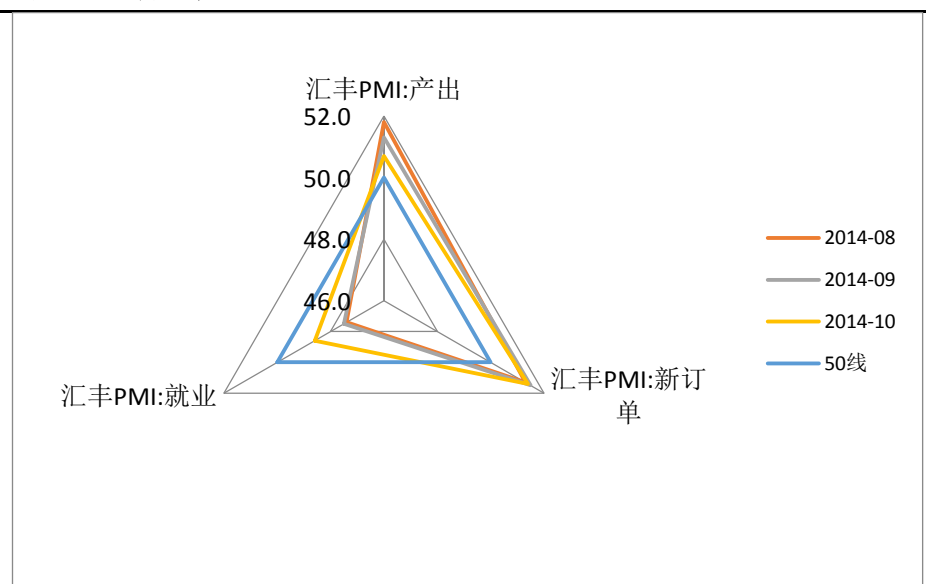
## 二、基本面：经济难言好转，物价低位运行

### 1、经济数据：10 月汇丰 PMI 初值小幅回暖

上周四公布的 10 月汇丰 PMI 初值为 50.4，较 9 月终值小幅提高 0.2 个点，略高于市场预期。从分项来看，产出指数 50.7，较上月回落 0.6 个点；新订单指数 51.4，较上月回落 0.1 个点，其中新出口订单指数 52.8，较上月回落 1.7 个点，降幅较大，说明 10 月外需虽然依旧强于内需，但持续性转弱；供应商供应时间指数 48.8，较上月回落 1.0 个点；原材料采购库存指数为 48.6，较上月回落 0.1 个点；就业指数为 48.6，较上月提高 1.1 个点，但仍处于 50 平衡线以下。

构成 PMI 的五个主要指标中仅就业指数上升，其余指数均有不同程度的下降。由于就业为滞后指标，我们认为 10 月初值的上升更多的是体现 9 月经济企稳，而产出指数和新订单指数小幅下降说明中小企业生产经营保持低迷状态，经济难言好转，对债市的支持未有根本改变。

图表 1：10 月汇丰 PMI 初值小幅回暖



数据来源：Wind、华融证券

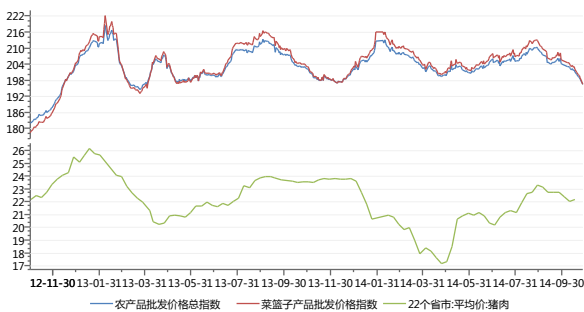
## 2、物价追踪：生产资料价格仍在低位

根据农业部和商务部的监测数据显示，10月中旬农产品价格及生产资料价格整体呈现持续下行的趋势。

上周农产品批发价格总指数和菜篮子产品批发价格指数较前周分别下降1.38%和1.66%，下行趋势不变。此外，22个省市的猪肉均价震荡下行，涨价周期尚未开始。

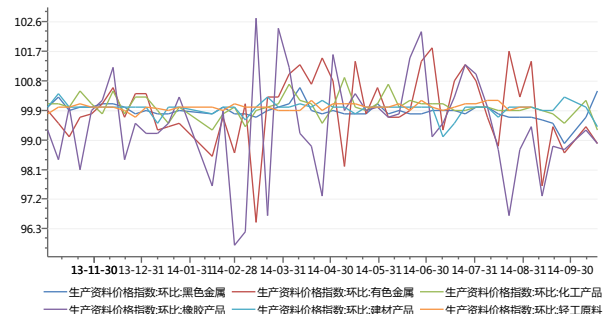
生产资料方面，10月第三周生产资料价格环比以下跌为主，黑色金属价格环比上升0.8%，而化工产品降幅较大。截至10月中旬，螺纹钢和线材的价格反弹明显，有色金属如铝锭、铅锭等价格有所下降，能源类如汽柴油价格等持续小幅下跌，化工产品也在低位运行。

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：生产资料指数环比下降为主



数据来源：Wind、华融证券

## 三、资金面：宽松预期持续

### 1、公开市场操作：以对冲到期量为主

上周，央行共实施400亿元14天正回购，中标利率稳定在3.4%。上周有200亿元14天正回购到期，200亿元36个月央行票据到期，完美对冲了正回购。此外，上周有500亿元3个月国库定存到期，与前周持平。央行近两周的公开市场操作以对冲到期量为主，体现了其维护流动性稳中偏宽的意图。

### 2、货币市场利率：小幅反弹，运行平稳

上周，银行间资金市场总体宽松，受临近月末及6只新股开放申购的影响，周五市场利率小幅上扬，但总体在低位运行，流动性较乐观。

银行间市场方面，截至上周五，SHIBOR隔夜利率报收于2.4452%，较前周降低1.58BP；SHIBOR一周利率报收于3.0250%，较前周增加7.5BP。

交易所市场方面，新股申购对资金利率的影响较明显，上交所回购利率在

周五迅速上行，GC001 报收于 11.050%，抬升 991.5BP，波动较大；GC007 报收于 6.800%，上涨 405.5BP。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率持续下行，至周五略有反弹，分别收于 3.65%和 3.60%，较前周各下跌 2.5BP。

互联网金融产品方面，流动性偏松，我们跟踪的 5 款货币基金收益率均有所下降，其中与苏宁零钱包关联的广发天天红收益率下行明显，上周排名垫底。此外，或是受到利率中枢下降和权益类市场升温的双重影响，余额宝今年三季度报首现份额净减少 392.67 亿，我们认为货币基金的市场热度也将逐步减退。

**图表 4：货币市场利率一览**

2014-10-24		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	0.00	-243	-337	2.43	3.33
RO07	0.00	-306	-412	2.90	4.03
GC001	11.05	989	608	1.00	45.18
GC007	1.17	317	278	0.21	12.36
SHIBOR01	2.42	2	-90	2.42	3.30
SHIBOR07	2.95	8	-106	2.87	4.01
票据直贴6M	3.70	10	-60	3.55	4.25
票据转贴6M	3.65	10	-55	3.50	4.20

数据来源：Wind、华融证券

**图表 5：互联网金融产品收益率一览**

2014-10-26		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	-1	-9	4.09	4.23
微信理财通	4.39	1	-6	4.35	4.59
百度百赚	4.78	1	-49	4.43	5.31
网易现金宝	4.24	0	-34	4.12	4.63
苏宁零钱包	4.11	-1	-35	4.11	5.40

数据来源：Wind、华融证券

### 3、人民币汇率：震荡下行

上周，人民币对美元中间价继续前期的反弹走势，周五收于 6.1467(+6BP)。内外盘走势持续向下，内盘即期汇率震荡下行至 6.1172 (-68BP)，而外盘即期汇率探底后略有反弹，报收于 6.1273 (-194BP)，升值幅度较大。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 继续在 6.24-6.25 的区间内震荡，报收于 6.2445 (-65BP)。尽管市场预计美联储将在近期结束购债计划，但是美联储显示出在更长的时间内保持低利率的意向，美元走势震荡回调，人民币上周略有升值，但贬值压力并未出现根本改变。

**图表 6：人民币汇率一览**

2014-10-24		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	6.1467	8	-130	6.1395	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1172	-23	-743	6.1185	6.1863
外盘即期汇率CNH	6.1273	19	19	6.1233	6.1859
美元NDF12个月	6.2445	-20	-20	6.2150	6.2720

数据来源：Wind、华融证券

### 四、重要政策：地方债“自发自还”试点结束

10 月 23 日，今年十省市地方债“自发自还”试点工作正式结束，共发行债券 1092 亿元，评级均为 AAA 级，其中标利率与同期国债相近。

地方政府债自发自还的初衷是结合不同省份经济发展水平和地方政府偿债能力，通过市场化发行定价，有利于地方政府控制债务风险。然而实际的比照国债的评级结果并未体现出宁夏、江西等省与上海、深圳等经济发达地区的差别。此外，各省的发行利率也均参照同期国债利率，欠发达省份宁夏的同期限利率甚至比江苏、上海两地都低，说明发行过程中非市场化的因素普遍存在，地方政府对承销银行的影响较大。

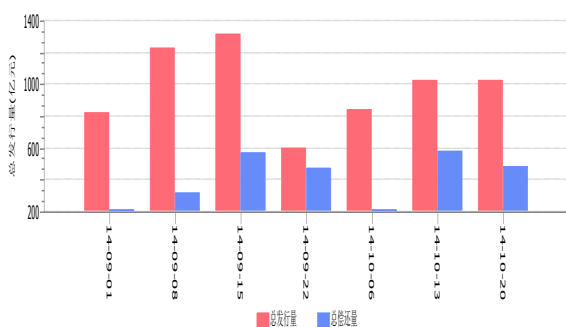
此前财政部下发的《地方政府存量债务清理处置办法（征求意见稿）》明确，从2016年起只能通过省级政府发行地方政府债券方式举借政府债务，彻底剥离地方政府融资平台，因而今年的试点工作将全面推广。虽然目前来看“自发自还”地方政府债券发行依然不成熟，短期内对债市的影响不大，但是城投债退出市场的预期比较明确，存量债的稀缺性提高了投资价值。

## 五、利率债：发行利率再创新低

### 1、一级发行：发行利率持续下行

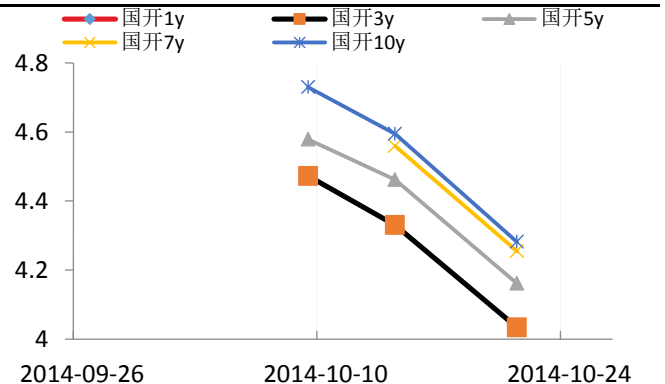
上周资金面宽松，流动性向好，利率债发行量与前周基本持平，一周共发行1023.8亿元，其中国债7年期281.8亿元，30年期260亿元；深圳市自发自还债5年期16.8亿元，7年期和10年期各12.6亿元；国开债1年期、5年期各50亿元，7年期、10年期各40亿元，3年期60亿元；进出债3年期、7年期各50亿元，5年期100亿元。此外，上周有480亿元利率债到期，上周实现净融资543.8亿元。

图表7：利率债发行稳步回升

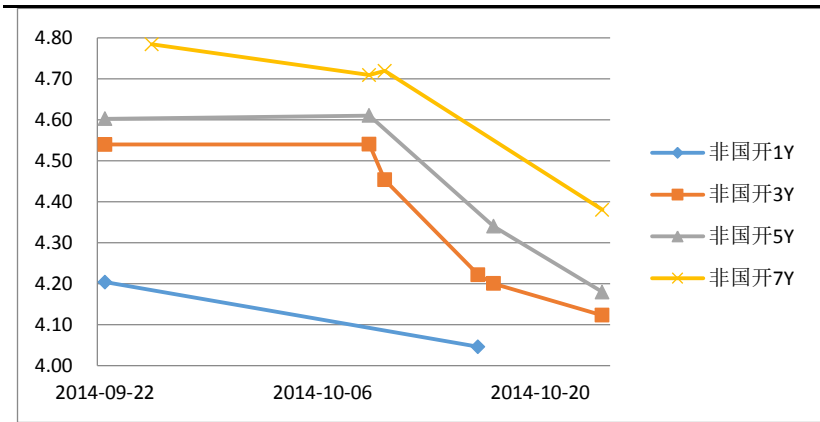


数据来源：Wind、华融证券

图表8：国开债发行利率持续大幅下行



数据来源：Wind、华融证券

**图表 9：利率债二级市场走势**


数据来源：Wind、华融证券

上周利率债一级市场认购活跃，其中 14 国开 23、14 国开 24 和 14 国开 22 的认购倍数较高，分别为 3.7620、3.5540 和 3.2275 倍。流动性宽松和认购活跃也使得发行利率持续大幅下降，其中，国开债各期限品种中标利率较前周均下行 30BP，再创新低；非国开金融债的发行利率也有明显下降。

## 2、二级交易：收益率低位运行

利率债二级市场交易热度持续，一级市场发行利率大幅下降引导二级市场收益率下行。我们观察到国开债收益率的降幅普遍在 10BP 左右，与发行利率的降幅差距较大，并且中短端收益率下行较深，收益率曲线呈现陡峭化，我们认为有部分前期受追捧的长久期利率债品种获利了结。整体而言，利率债走势稳步上涨，牛市行情将延续。

从成交量较大的几只利率债来看，收益率涨跌互现，中长久期的国债和短久期国开债受市场关注较多，其中 14 国开 08 一周涨幅达 1.13%，收益率变化明显。



**图表 10: 利率债二级市场走势**

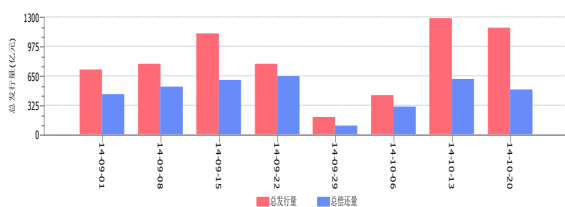
证券简称	剩余期限(年)	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14附息国债14	0.70	3.53	3.78	24.57
13附息国债17	1.80	3.54	3.51	-3.19
14附息国债04	2.38	3.55	3.56	1.00
14附息国债08	4.49	3.57	3.55	-2.03
14附息国债03	6.23	3.77	3.70	-7.43
14附息国债13	6.69	3.68	3.76	7.50
14附息国债12	9.65	3.71	3.79	8.00
14国开13	0.62	3.92	3.86	-6.01
14国开18	0.70	3.96	4.22	25.98
14国开08	2.45	4.59	4.09	-49.96
14国开01	2.22	4.20	4.09	-11.00
14国开02	4.22	4.20	4.27	7.00
14国开09	4.45	4.20	4.22	1.83
14国开03	6.22	4.33	4.33	0.00
14国开10	6.45	4.44	4.40	-4.00
14国开05	9.24	4.35	4.38	2.50

数据来源: Wind、华融证券

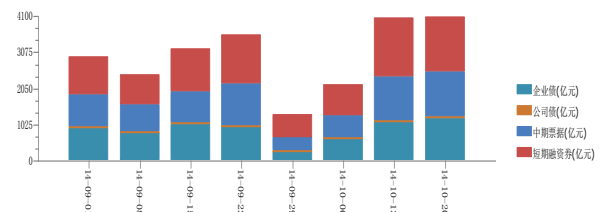
## 六、信用债: 收益率持续向下

### 1、一级发行: 发行量回落

上周, 市场共发行信用债 1169.3 亿元, 其中企业债 94 亿元, 一般公司债 22.6 亿元, 中票 356 亿元, 短融 696.7 亿元, 发行量有所回落。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, 各期限品种以下降为主。

**图表 11: 信用债发行量回落**


数据来源: Wind、华融证券

**图表 12: 二级市场交易量平稳**


数据来源: Wind、华融证券

### 2、二级交易: 收益率曲线整体下行

上周信用债二级市场成交与前期持平, 各期限收益率均有明显的下降。与利率债相似的是, 信用债收益率曲线整体下行且呈现陡峭化趋势, 但信用债各券种降幅在 15BP 左右, 高于利率债的降幅, 结合上周平稳的成交量, 我们认为信用债的市场关注度将逐步增加。

## 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)