



债市长牛延续，建议积极参与

——债券周报（10.27 - 11.02）

⑤ 投资策略要点

10月制造业PMI创5个月新低，工业增长较弱，通缩压力继续增大，宽松政策或将加码，流动性预期依旧乐观，基本面对债市偏正面，债市长牛仍将延续。国债收益率曲线呈现陡峭化，中长久期品种存在补涨的可能，而城投债的市场偏好不减，建议积极配置。

⑤ 基本面

10月制造业PMI为50.8，较上月回落0.3个点，低于市场预期，且创下最近5个月新低，各主要分项数据全面恶化。预计10月CPI保持低迷，工业通缩压力继续增大，宽松政策或将加码。

⑤ 资金面

央行公开市场操作连续三周零投放，打新资金回流部分缓解了月末及股市分流影响，流动性有所收缩，市场利率略有反复，但市场预期较乐观，长期来看对债市利好不变。

⑤ 重要政策

央行准许非金融机构合格投资人进入银行间债券市场，将有助于提高银行间债市的活跃度，为非金融机构配置债券提供便利，对市场持续繁荣产生正面影响。

⑤ 利率债

受短期因素影响，利率债发行量略有下降，但净融资额稳步放大。一级市场认购活跃，发行利率探底回升。国债收益率曲线陡峭化加剧，而国开债收益率曲线呈现整体下移，说明上周市场更关注国开债的表现，本周国债存在补涨的可能，建议积极配置。

⑤ 信用债

信用债发行量回落，成交量与前周持平，略有下降。各期限收益率曲线平缓下行，此前滞涨的长久期品种表现出色，符合我们的预期。此外，长久期的城投债利差有放大的趋势，建议积极配置。

相关报告

《债券周报：牛市延续，仍有投资机会》——20141027

《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

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：债市长牛延续，建议积极参与 | 4 |
| 二、基本面：制造业 PMI 低于预期，宽松政策或加码 | 4 |
| 1、经济数据：10 月制造业 PMI 创 5 个月新低 | 4 |
| 2、物价追踪：通缩压力持续增加 | 5 |
| 三、资金面：短期因素不改市场宽松预期 | 5 |
| 1、公开市场操作：连续三周对冲操作 | 5 |
| 2、货币市场利率：略有反复，预期宽松 | 5 |
| 3、人民币汇率：震荡延续，小幅升值 | 6 |
| 四、重要政策：央行允许非金融机构进入银行间债券市场 | 6 |
| 五、利率债：发行利率略有反弹，收益率持续下行 | 7 |
| 1、一级发行：净融资额稳步上升 | 7 |
| 2、二级交易：收益率持续下行 | 7 |
| 六、信用债：发行缩量，行情持续向好 | 8 |
| 1、一级发行：发行量持续缩水 | 8 |
| 2、二级交易：收益率曲线整体下行 | 9 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图表 1: 10 月制造业 PMI 低于市场预期 | 4 |
| 图表 2: 农产品价格指数降幅微缩 | 5 |
| 图表 3: 生产资料价格不见起色 | 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: 利率债净融资额连续三月上升 | 7 |
| 图表 8: 国开债发行利率略有反弹 | 7 |
| 图表 9: 利率债二级市场走势 | 8 |
| 图表 10: 信用债发行量回落 | 8 |
| 图表 11: 二级市场交易量平稳 | 8 |

一、投资策略要点：债市长牛延续，建议积极参与

10 月制造业 PMI 创 5 个月新低，各项主要指标趋于恶化，工业增速较弱。物价指数不见起色，预计 10 月 CPI 保持低迷，工业通缩压力继续增大，宽松政策或将加码，基本面对债市偏正面。受短期因素影响，利率有所反复，但流动性预期依旧乐观，我们认为债市长牛仍将延续。

上周债券市场缩量上涨，国债收益率曲线则呈现陡峭化，中长久期品种存在补涨的可能；信用债收益率曲线平坦下行，城投债与企业债的利差有扩大趋势，市场偏好不减，我们建议投资者积极配置国债和城投债。

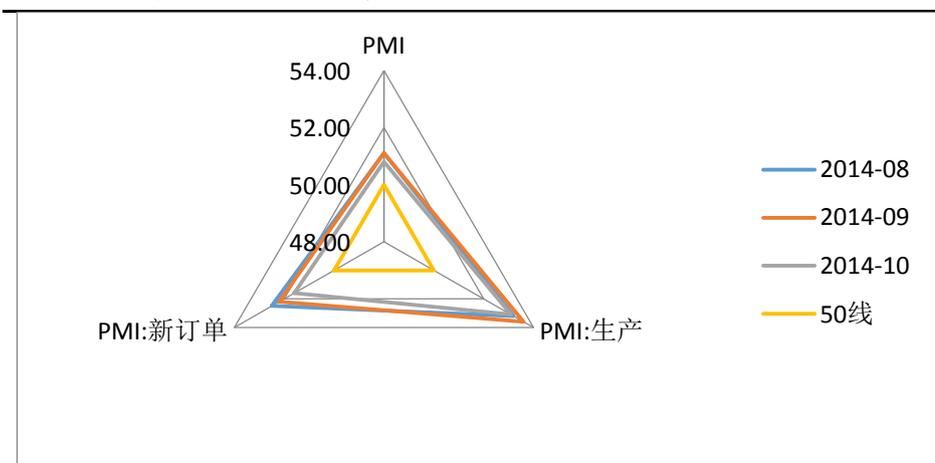
二、基本面：制造业 PMI 低于预期，宽松政策或加码

1、经济数据：10 月制造业 PMI 创 5 个月新低

11 月 1 日，中国物流与采购联合会和国家统计局联合发布的 10 月份中国制造业 PMI 为 50.8，较上月回落 0.3 个点，低于市场预期，且创下最近 5 个月新低。从分项来看，10 月份 PMI 分类指数全面趋于恶化，其中，生产指数 53.1，新订单指数 51.6，原材料库存指数 48.4，分别比 9 月份回落 0.5、0.6 和 0.4 个点；10 月就业指数微升，作为逆指标的供应商供应时间指数与 9 月持平。

总的来看，10 月 PMI 反映出国内需求进一步趋弱，国外需求未能保持扩张趋势，产成品和原材料均处于去库存过程中，制造业处于较弱扩张趋势。10 月制造业 PMI 中的生产指数低于 9 月，我们预测规模以上工业生产环比增速将低于 9 月。10 月制造业 PMI 中的主要原材料购进价格指数 45.1，比 9 月回落 2.3 个百分点，降幅较大，我们预测 10 月 PPI 环比下降，同比降幅扩大。经济数据依旧不容乐观，我们认为接下来“稳增长”的力度将逐步加大，施行宽松政策的可能性增加，对债市的利好不变。

图表 1：10 月制造业 PMI 低于市场预期



数据来源：Wind、华融证券

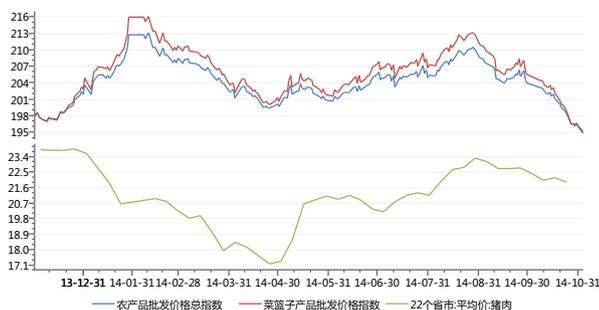
2、物价追踪：通缩压力持续增加

根据农业部和商务部的监测数据显示，10月下旬，农产品价格及生产资料价格整体下行的趋势并未改变，工业通缩压力持续增加。

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1.07%和1.36%，降幅略有缩小。此外，22个省市的猪肉均价有企稳的迹象。

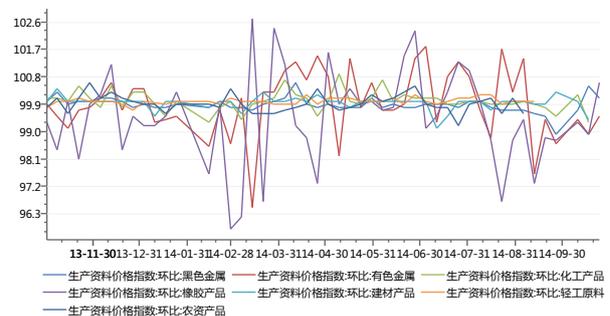
生产资料方面，10月第四周生产资料价格依旧在低位运行，黑色金属价格环比上升0.1%，橡胶产品涨幅相对较大，达到0.6%，而有色金属价格小幅下降0.5%，生产资料价格仍然不见起色。

图表 2：农产品价格指数降幅微缩



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：生产资料价格不见起色



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：短期因素不改市场宽松预期

1、公开市场操作：连续三周对冲操作

上周，央行实行14天正回购共计400亿元，中标利率保持在3.4%，完全对冲当周的回购到期量。10月最后一周，打新资金的解冻回流部分缓解了跨月资金压力和股市分流影响，市场宽松预期延续，央行也连续三周维持资金零投放，维持稳中偏宽的既定目标。

2、货币市场利率：略有反复，预期宽松

受临近月末以及股市资金分流影响，上周银行间市场利率小幅反弹，但市场对货币政策的预期依然较乐观，流动性偏宽松。截至上周五，SHIBOR隔夜利率报收于2.5590%，较前周上涨11.38BP；SHIBOR一周利率报收于3.2000%，较前周上涨17.5BP。

交易所市场方面，新股申购资金回流部分缓解了跨月的影响，上交所回购利率震荡下行，GC001周五报收于1.355%，下降969.5BP；GC007周五报收于2.700%，下降410BP。

票据融资方面,6 个月直贴利率和转贴利率延续了下行趋势,分别收于 3.40% 和 3.35%, 分别下跌 2.5BP。

互联网金融产品方面,受益于银行间资金市场利率的反弹,我们跟踪的 5 款货币基金中,除与余额宝挂钩的天弘增利宝收益率有所下降外,其他品种收益率均有不同程度的上涨,百度百赚更是达到了 6% 以上,超过了银行理财的平均收益。

图表 4: 货币市场利率一览

| 2014-10-31 名称 | 现价 | 变动 (BP) 日变动 | 过去90日走势分析 | | |
|------------------|------|----------------|-----------|------|-------|
| | | | 90日变动 | 最小值 | 最大值 |
| RO01 | 2.58 | 1 | -69 | 2.43 | 3.09 |
| RO07 | 3.25 | -3 | -73 | 2.90 | 3.72 |
| GC001 | 1.36 | -61 | 22 | 1.00 | 45.18 |
| GC007 | 2.70 | -30 | -80 | 0.21 | 12.36 |
| SHIBOR01 | 2.56 | 1 | -69 | 2.42 | 3.15 |
| SHIBOR07 | 3.20 | 1 | -71 | 2.87 | 3.74 |
| 票据直贴6M | 3.65 | 0 | -60 | 3.40 | 4.25 |
| 票据转贴6M | 3.60 | 0 | -55 | 3.35 | 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

| 2014-11-02 名称 | 现价 | 变动 (BP) 日变动 | 90日变动 | 过去90日走势分析 | |
|------------------|------|----------------|-------|-----------|------|
| | | | | 最小值 | 最大值 |
| 余额宝 | 4.11 | -1 | -7 | 4.09 | 4.23 |
| 微信理财通 | 4.35 | -3 | -16 | 4.35 | 4.59 |
| 百度百赚 | 6.23 | -4 | 133 | 4.43 | 6.42 |
| 网易现金宝 | 4.31 | -1 | -32 | 4.12 | 4.63 |
| 苏宁零钱包 | 4.17 | -2 | -32 | 4.07 | 5.40 |

数据来源: Wind、华融证券

3、人民币汇率: 震荡延续, 小幅升值

上周,人民币对美元中间价震荡调整,周五报收于 6.1461 (-6BP)。内外盘走势探底后于周五略有反弹,内盘即期汇率震荡下行至 6.1172 (-37BP),外盘即期汇率报收于 6.1273 (-110BP),人民币小幅升值。远期汇率方面,12 个月美元 NDF 探底回升,周五报收于 6.2475 (+10BP)。上周美联储会议宣布正式结束 QE3,但部分市场人士所预期的加息并未出现,现阶段看来 QE3 的如期退出或将对出口有利,但对人民币走势的影响有限。

图表 6: 人民币汇率一览

| 2014-11-02 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 | 6.1461 | 4 | -154 | 6.1395 | 6.1707 |
| 内盘即期汇率CNY | 6.1135 | -24 | -663 | 6.1112 | 6.1708 |
| 外盘即期汇率CNH | 6.1163 | -20 | -20 | 6.1130 | 6.1744 |
| 美元NDF12个月 | 6.2475 | 90 | 90 | 6.2150 | 6.2720 |

数据来源: Wind、华融证券

四、重要政策: 央行允许非金融机构进入银行间债券市场

近日,中国银行间市场交易商协会网站发布《中国人民银行金融市场司关于非金融机构合格投资人进入银行间债券市场有关事项的通知》称,非金融机构合格投资人可通过非金融机构合格投资人交易平台进行债券投资交易。

2013 年银行间债市二级市场成交额近 8 年来首次低于交易所市场,而截至今年三季度,交易所二级市场交易量已达银行间市场交易量的两倍,差距进

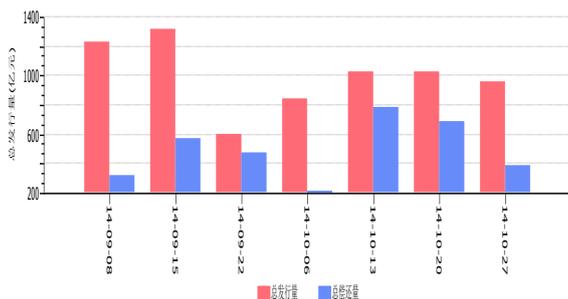
一步扩大。尽管准许进入银行间债市的非金融机构合格投资人仍需满足一定的条件，如净资产不低于 3000 万元、具备相应的债券投资业务制度及岗位、所配备工作人员应获得相应的资格等，我们认为此次向非金融机构开放银行间市场将有助于提高市场的活跃度，且与银行、券商、基金和保险等机构进行债券交易更加高效，对市场持续繁荣产生正面影响。

五、利率债：发行利率略有反弹，收益率持续下行

1、一级发行：净融资额稳步上升

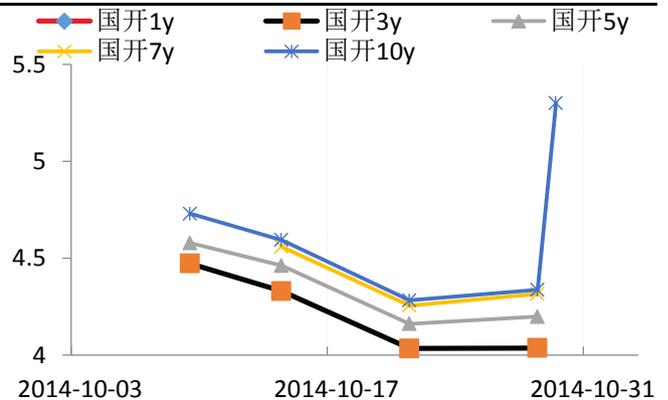
上周流动性受短期因素影响略有收紧，利率债发行量下降，一周共发行 950.4 亿元，其中 3 个月贴现国债 150 亿元，5 年期付息国债 280.4 亿元；国开债 1 年期、3 年期各 60 亿元，5 年期、7 年期各 40 亿元，10 年期 160 亿元；进出债半年期 60 亿元，3 年期、10 年期各 50 亿元。此外，上周有 382.5 亿元利率债到期，上周实现净融资 567.9 亿元，近三周逐步上升，在央行公开市场操作以对冲为主的情况下，利率债担负了更多收缩流动性的职能。

图表 7：利率债净融资额连续三月上升



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：国开债发行利率略有反弹



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 24 增 5、14 进出 74 和 14 国开 23 增发的认购倍数较高，分别为 3.6250、3.1533 和 2.9067 倍。流动性略有收缩，发行利率稍有反弹。此外，10 月 29 日发行的 14 国开 26 (10 年期) 票面利率为 5.3%，较前一日增发的相同期限国开债中标利率有明显的提升 (+96.31BP)，我们认为这主要是由于采用余额包销的方式发行且认购倍数不高，并不代表趋势性变化。

2、二级交易：收益率持续下行

利率债二级市场交易维持在高位，收益率持续下行，国开债降幅普遍在 10BP 以上，国债降幅相对较小。此外，我们观察到国债收益率曲线陡峭化加剧，短端利率下行较深，而国开债收益率曲线呈现整体下移，各期限利差变化

不大，说明上周市场更关注国开债的表现。

从成交量较大的几只利率债来看，收益率基本以下降为主，中短久期品种表现较好，其中 14 国债 14 一周涨幅达 1.03%，变化明显；而长久期品种还存在补涨的机会，我们建议积极参与。

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 | 0.68 | 3.78 | 3.34 | -43.81 |
| 13附息国债17 | 1.78 | 3.51 | 3.47 | -3.99 |
| 14附息国债04 | 2.36 | 3.55 | 3.50 | -5.00 |
| 14附息国债08 | 4.47 | 3.55 | 3.52 | -2.67 |
| 14附息国债03 | 6.21 | 3.69 | 3.65 | -4.03 |
| 14附息国债13 | 6.67 | 3.74 | 3.72 | -1.50 |
| 14附息国债12 | 9.63 | 3.77 | 3.78 | 1.50 |
| 14国开13 | 0.60 | 3.85 | 3.67 | -17.99 |
| 14国开18 | 0.68 | 3.88 | 3.70 | -18.00 |
| 14国开08 | 2.43 | 4.30 | 3.95 | -35.00 |
| 14国开01 | 2.20 | 4.07 | 3.93 | -14.50 |
| 14国开02 | 4.20 | 4.25 | 4.14 | -11.00 |
| 14国开09 | 4.43 | 4.27 | 4.13 | -14.00 |
| 14国开03 | 6.20 | 4.33 | 4.28 | -5.50 |
| 14国开10 | 6.43 | 4.40 | 4.30 | -10.00 |
| 14国开05 | 9.22 | 4.36 | 4.49 | 12.73 |

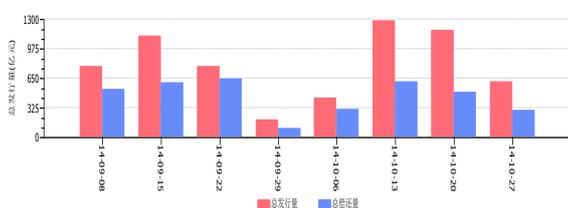
数据来源：Wind、华融证券

六、信用债：发行缩量，行情持续向好

1、一级发行：发行量持续缩水

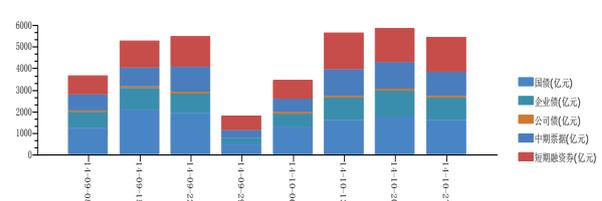
上周，市场共发行信用债 612.75 亿元，其中企业债 101 亿元，一般公司债 11.5 亿元，中票 159.5 亿元，短融 340.75 亿元，发行量大幅回落。从评级上看，上周信用债发行企业资质较好，中长期债券评级均在 AA 以上，短融和超短融有评级的均为 A-1，未评级的发债主体评级均在 AA+ 以上。发行利率方面，各期限品种涨跌互现，没有明显的趋势。

图表 10：信用债发行量回落



数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易量平稳



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量较前期有所缩小，而各期限收益率下降明显，且收益率曲线趋于平缓，此前滞涨的长久期品种表现出色，符合我们的预期。此外，长久期的城投债与企业债利差有放大的趋势，我们认为市场对城投债的偏好还将持续，建议投资者积极参与。

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