

## 市场预期乐观，债市持续上涨

——债券周报（11.02 - 11.09）

### ⑤ 投资策略要点

外贸数据表明外需提振有限，内需依旧疲软，经济复苏仍需努力。物价持续低迷，通缩压力进一步加大，市场对货币政策宽松的预期比较乐观。在基本面和流动性的支持下，债市持续上涨。利率债收益率曲线有平坦化的趋势，建议投资者适当增加组合中利率债的久期。

### ⑤ 基本面

10月我国进出口同比增长8.4%，其中出口同比增长11.6%，进口同比增长4.6%，贸易顺差扩大46.3%。数据显示我国对外出口受外需的拉动有一定的提振但不能持久，而内需依然疲软，经济复苏的速度很大程度上取决于后续政策的力度。

### ⑤ 资金面

央行连续四周实现货币零投放，维持资金市场稳定的原则不变。市场利率在低位企稳，市场预期依旧乐观，流动性对债市的影响偏正面。

### ⑤ 重要政策

央行公布三季度货币政策执行报告，强调稳中求进、改革创新的原则，保持货币政策的连续性和稳定性，我们认为接下来全面降息降准的可能性不大，货币政策将依旧以定向调结构为主。

### ⑤ 利率债

一级市场发行量收窄，但净融资持续放量，发行利率在二级市场收益率的带动下稳步下行。各品种收益率降幅较大，利率曲线有平坦化的趋势，对于中长久期品种是一大利好。

### ⑤ 信用债

一级市场发行回暖，AA+以上品种发行利率趋于下降。二级市场走势持续上涨，成交稳定，各品种收益率降幅在20BP左右，收益率曲线呈现平坦下行。

### 相关报告

《债券周报：债市长牛延续，建议积极参与》——20141104

《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

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：市场预期乐观，债市持续上涨.....	4
二、基本面：内需不振，通缩压力增大.....	4
1、经济数据：出口略高于预期，进口数据依旧低迷.....	4
2、物价追踪：生产资料价格持续下降.....	5
三、资金面：预期依旧宽松，利率低位运行.....	5
1、公开市场操作：连续四周货币零投放.....	5
2、货币市场利率：低位运行.....	6
3、人民币汇率：震荡上行，仍存贬值预期.....	6
四、重要政策：央行发布三季度货币政策执行报告.....	7
五、利率债：二级指导一级，利率下降明显.....	7
1、一级发行：净融资持续放量，利率大幅下降.....	7
2、二级交易：收益率直线下降.....	8
六、信用债：一级发行量回升，二级收益率下行.....	8
1、一级发行：发行回暖.....	8
2、二级交易：收益率曲线平坦下移.....	9

**图表目录**

---

图表 1: 10 月对外贸易顺差扩大 .....	4
图表 2: 10 月 CPI 增速与上月持平 .....	5
图表 3: PPI 同比增速连续下降 .....	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: 利率债净融资量持续上升 .....	7
图表 8: 国开债发行利率下行 .....	7
图表 9: 利率债二级市场走势 .....	8
图表 10: 信用债发行量回升 .....	9
图表 11: 二级市场交易保持稳定 .....	9

---

## 一、投资策略要点：市场预期乐观，债市持续上涨

10 月外贸数据显示外需提振有限，内需依旧疲软，经济复苏仍需努力。物价持续低迷，通缩压力进一步加大，市场对货币政策宽松的预期比较乐观。在基本面和流动性的支持下，债市一路向好，收益率稳步下行，对一级市场发行利率也有指导作用。我们观察到利率债收益率曲线有平坦化的趋势，建议投资者适当增加组合中利率债的久期。

## 二、基本面：内需不振，通缩压力增大

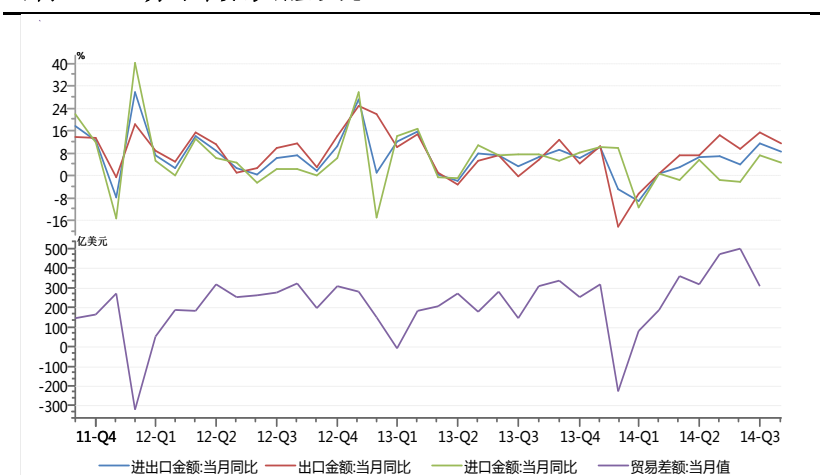
### 1、经济数据：出口略高于预期，进口数据依旧低迷

11 月 8 日，海关总署公布的数据显示，中国 10 月进出口总值 3683.28 亿美元，环比下滑 7.1%，同比增长 8.4%。其中，10 月出口总值 2068.67 亿美元，环比下滑 3.2%，同比增长 11.6%，略高于市场预期；10 月进口总值 1614.61 亿美元，环比下滑 11.6%，同比增长 4.6%，略低于市场预期。10 月贸易顺差为 454.05 亿美元，扩大 46.3%。

今年 1-10 月，我国进出口总值 3.53 万亿美元，增长 3.8%。其中，出口 1.9 万亿美元，增长 5.8%；进口 1.63 万亿美元，增长 1.6%；贸易顺差 2771.1 亿美元，扩大 38.5%。我国对欧盟、美国、东盟国家的进出口贸易保持了持续的增长，与香港的双边贸易小幅下滑；主要大宗商品进口量增加，进口均价普遍下跌。

10 月外贸数据显示我国对外出口受外需的影响有一定的提振，但欧美消费旺季的拉动并不持久。内需依然疲软，进口环比下滑幅度较大，有效需求不足的问题依旧存在。我们认为国内经济将缓慢好转，但复苏的速度在很大程度上取决于政策的力度。

图表 1：10 月对外贸易顺差扩大



数据来源：Wind、华融证券

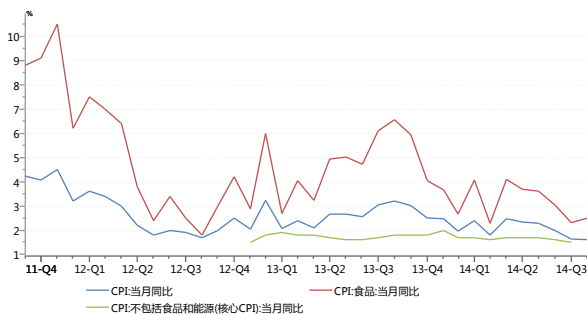
## 2、物价追踪：生产资料价格持续下降

11 月 10 日，国家统计局公布数据显示，我国 10 月 CPI 同比增长 1.6%，环比上月持平，符合预期。具体看来，食品价格同比上涨 2.5%，影响居民消费价格总水平上涨约 0.83 个百分点，其中蛋价和鲜果价格上涨比较明显，而猪肉价格下降 3.1%，影响居民消费价格总水平下降约 0.10 个百分点。非食品类方面，交通和通信价格同比下降 0.3%，其中车用燃料及零配件价格下降 4.9%，降幅较大，主要是受油价持续下调的影响。

此外，10 月 PPI 同比下降 2.2%，降幅高于预期，且连续 32 个月为负数，刷新历史纪录。具体看来，生产资料价格同比下降 3.0%，而生活资料价格与上月持平，说明工业生产疲弱是导致 PPI 持续走低的主要因素。从供给面来看，采掘业、黑色金属类和能源类生产者价格指数降幅居前，受石油价格下跌和产能过剩的影响较大；从需求面来看，外需拉动有限，内需不振，导致 PPI 持续下行。

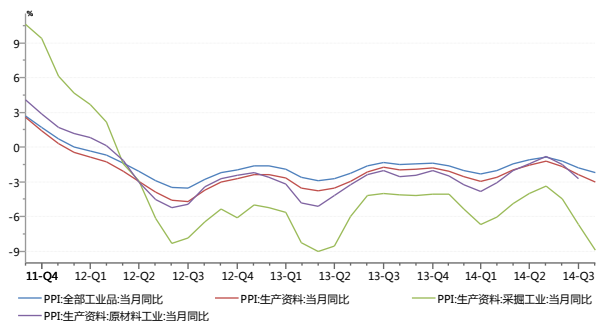
我们认为在全球经济呈现整体低迷，CPI、PPI 低位运行的情形下，我国通缩的压力持续增大，经济短期内迅速改善的可能性较小，货币政策宽松预期将加码，对债市的影响偏乐观。

图表 2：10 月 CPI 增速与上月持平



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：PPI 同比增速连续下降



数据来源：Wind、华融证券

## 三、资金面：预期依旧宽松，利率低位运行

### 1、公开市场操作：连续四周货币零投放

上周，央行共执行 400 亿元 14 天正回购，利率稳定在 3.5%，对冲了 400 亿元正回购到期，实现连续四周货币的零投放。在三季度货币政策执行报告中，央行再次强调了货币政策的连续性和稳定性，目前看来，央行认为资金面依然较宽松，可以满足经济运行的需要。

## 2、货币市场利率：低位运行

上周发布的三季度货币政策执行报告澄清，央行创设的 MLF 于 9、10 两月共投放基础货币 7695 亿元，资金面总体宽松，银行间市场预期比较乐观，SHIBOR 利率在低位企稳。其中 SHIBOR 隔夜利率周日报收于 2.5690%，较前周小幅提高 1BP；而 SHIBOR7 天利率震荡下行，周日报收于 3.1010%，较前周降低 9.9BP。

交易所资金方面，市场预期没有发生较大变化，上交所回购利率表现波澜不惊，平稳运行，GC001 报收于 2.8250%，较前周提高 147BP，GC007 报收于 3.3050%，较前周提高 60.5BP。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率上周四探底回升，分别收于 3.70% 和 3.65%，较前周上涨 3BP。

互联网金融产品方面，我们跟踪的 5 款产品涨跌互现，但整体收益水平有所下降，符合我们的预期。其中，百度百赚收益率降幅较大，从前周 6.3% 的高位跌至 4.5%，而苏宁零钱包的收益则一路上扬，至周五达到 5.38%。

图表 4：货币市场利率一览

2014-11-07		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
R001	2.58	-2	-51	2.43	2.92
R007	3.18	3	-48	2.90	3.72
GC001	2.83	55	102	0.98	45.18
GC007	3.31	50	-28	0.21	12.36
SHIBOR01	2.57	1	-58	2.42	2.92
SHIBOR07	3.10	-2	-64	2.87	3.67
票据直贴6M	3.40	10	-20	3.40	4.25
票据转贴6M	3.35	10	-15	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

2014-11-07		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	4.07	1	-12	4.06	4.23
微信理财通	4.30	0	-19	4.30	4.59
百度百赚	4.45	-1	-39	4.43	6.42
网易现金宝	4.35	0	-20	4.12	4.61
苏宁零钱包	5.38	55	108	4.07	5.40

数据来源：Wind、华融证券

## 3、人民币汇率：震荡上行，仍存贬值预期

上周，人民币对美元中间价于前期的底部回升，震荡上行至 6.1602。内外盘走势趋同，内盘即期汇率收于 6.1229，外盘即期汇率则收于 6.1225，人民币小幅贬值。而远期汇率方面，12 个月美元 NDF 达到一周的高位，收于 6.2653，人民币对美元贬值压力依然较大。

图表 6：人民币汇率一览

2014-11-10		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
人民币中间价	6.1602	37	-53	6.1395	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1229	106	-338	6.1112	6.1583
外盘即期汇率CNH	6.1225	20	20	6.1130	6.1688
美元NDF12个月	6.2653	91	91	6.2150	6.2720

数据来源：Wind、华融证券

## 四、重要政策：央行发布三季度货币政策执行报告

11月6日，央行发布《第三季度货币政策执行报告》，主要内容包括：

第一，承认在三期叠加的阶段，受房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓等因素的拖累，中国经济下行压力或将增大，但仍在“合理区间运行”。从表述上看，央行认为三季度将是今年经济的底部，对四季度经济增长信心较强。

第二，强调贯彻稳中求进、改革创新的原则，实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，我们认为接下来全面降息降准的可能性不大，货币政策将依旧以定向调结构为主。

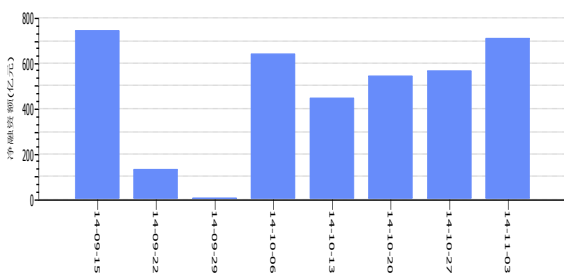
第三，综合运用数量、价格等多种货币工具，保持适当的流动性，灵活开展公开市场操作，搭配使用 SLO 工具，创设了 MLF 工具，构建了一个从影响短期市场利率到影响中期市场利率的链条，有利于央行灵活调控，引导市场利率下行，实现降低社会融资成本的目标。

## 五、利率债：二级指导一级，利率下降明显

### 1、一级发行：净融资持续放量，利率大幅下降

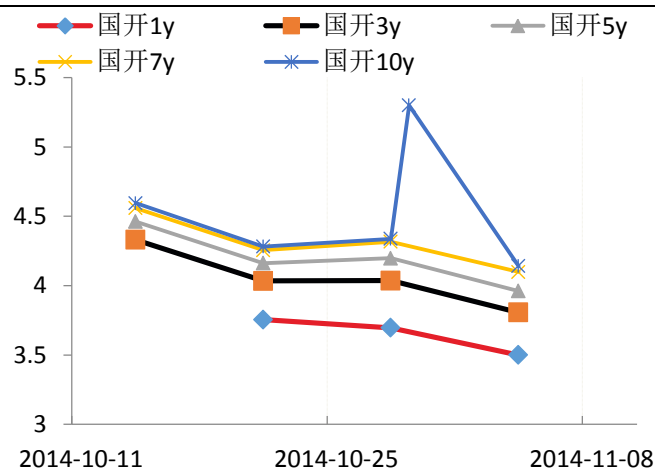
上周，利率债发行有所收窄，共计 711 亿元，其中 3 年期国债续发 281 亿元；国开债 1 年期 60 亿元，3 年期、5 年期、50 年期各 40 亿元，7 年期 40 亿元；农发债 1 年期、3 年期、5 年期各 60 亿元。此外，上周没有利率债到期，因而虽然发行量收缩，但净融资额持续放量，在公开市场连续四周零投放的情况下，利率债市场在调节市场流动性的过程中扮演了更重要的角色。

图表 7：利率债净融资量持续上升



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：国开债发行利率下行



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 6、14 国开 21 增 9、14 国开 23 增 3、14 农发 45 和 14 农发 43 增 4 的认购倍数较高，均超过了 3 倍。发行利率方面，国开债各期限中标利率的降幅在 20BP 以上，非国开金融债中标利率也有不小的降幅，在市场利率低位企稳的情况下，利率债收益率的持续下行对一级市场形成压制，二级市场对一级市场的指导意义显现。

## 2、二级交易：收益率直线下降

利率债二级市场交易持续火热，各期限收益率直线下降，一周降幅超过 15BP，其中国开债表现出色，中长久期品种的降幅在 30BP 以上，是近期市场关注的焦点。目前看来，利率债各品种收益率曲线下行明显，且有平坦化的趋势，对于中长期债券品种是一大利好，建议投资者适当增加组合的久期。

从成交量较大的几只利率债来看，各品种收益率均以下降为主，仅短久期的 14 国债 14 价格略有下降，其余券种也体现出中长久期品种走势强于短久期品种的趋势。

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	0.66	3.80	3.82	2.27
13附息国债17	1.76	3.42	3.27	-14.53
14附息国债04	2.34	3.38	3.32	-6.00
14附息国债08	4.45	3.52	3.43	-9.44
14附息国债03	6.19	3.65	3.65	-0.11
14附息国债13	6.65	3.66	3.47	-19.00
14附息国债12	9.61	3.69	3.57	-12.00
14国开13	0.58	3.62	3.56	-6.00
14国开18	0.66	3.70	3.56	-14.00
14国开08	2.41	3.90	3.68	-22.00
14国开01	2.18	3.94	3.68	-26.00
14国开02	4.18	4.08	3.83	-24.80
14国开09	4.41	4.08	3.82	-26.00
14国开03	6.18	4.20	4.06	-14.41
14国开10	6.41	4.24	3.98	-25.50
14国开05	9.20	4.22	3.99	-23.00

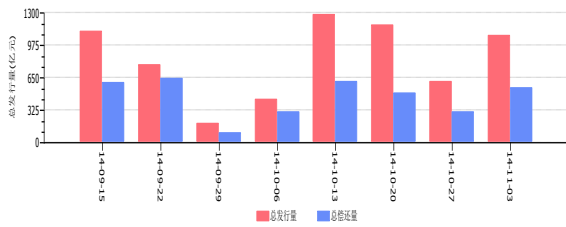
数据来源：Wind、华融证券

## 六、信用债：一级发行量回升，二级收益率下行

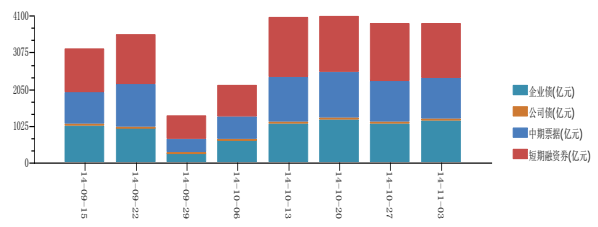
### 1、一级发行：发行回暖

上周市场共发行信用债 1071 亿元，其中企业债 49 亿元，一般公司债 73.5 亿元，中票 497.5 亿元，短融 451 亿元，发行量回暖。从评级上看，上周信用债发行企业资质有所下降，有一只中票债项评级和主体评级均为 AA-。从发行利率上看，AA+ 以上品种票面利率趋于下降。



**图表 10: 信用债发行量回升**


数据来源: Wind、华融证券

**图表 11: 二级市场交易保持稳定**


数据来源: Wind、华融证券

## 2、二级市场交易: 收益率曲线平坦下移

上周, 信用债走势持续上涨, 二级市场成交量与前周持平, 各品种收益率下降趋势明显, 降幅在 20BP 左右。此外信用债各期限收益率曲线呈现平坦下行, 其中长久期品种走势与利率债相悖, 投资机会相对较小。

## 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)