

短期震荡，静观其变

——债券周报（11.24 - 11.30）

⑤ 投资策略要点

11月制造业PMI创8个月新低，物价水平持续在低位运行，货币宽松预期仍存。近期流动性偏紧，股市高涨分流部分资金，存款保险制度的预期也增大了利率上行压力。临近年末，获利了结的压力将阻碍收益率进一步向下，债市短期内将以震荡整理为主，建议谨慎操作，静观其变。

⑤ 基本面

11月制造业PMI创8个月新低，经济仍处于低位，保持弱势扩张的趋势。生产指数、新订单指数同时回落，制造业需求不足的问题未见改善。物价走势平稳，货币政策仍存宽松预期。

⑤ 资金面

在打新资金逐步解冻、央行降低正回购利率并适度投放流动性的刺激下，市场利率涨幅有所收窄。但临近年末，资金需求增加，同时股市高涨对资金的分流营销较明显，利率上行压力增大。

⑤ 重要政策

11月30日，央行公布了《存款保险条例（征求意见稿）》，对本外币存款实行最高50万元的限额偿付，标志着银行破产将走向现实，也是利率市场化的一个重要前提。从短期来看，限额以上的存款将受到一定程度的冲击，而从长期来看，将有利于银行风险管理，推进金融健康发展。

⑤ 利率债

一级市场发行大幅回落，利于缓解短期流动性紧张情绪。二级市场收益率在受降息刺激大幅下降，但在获利盘了结盈利的压力下，于周中缓步上行。我们认为短期内利率债市场将以小幅震荡为主，建议多看少做。

⑤ 信用债

一级市场发行收窄，短融和超短融发行利率受流动性影响趋于上行，而其他品种发行利率降幅较大。二级市场成交小幅放量，降息利好带动中长久期品种收益率下行15BP以上。此外信用利差正处于低位，配置价值下降，建议以观察为主。

相关报告

《债券周报：降息助推，构筑债市长牛》——20141125

《债券周报：长牛基础不变，短期调整或是机会》——20141118

《债券周报：市场预期乐观，债市持续上涨》——20141111

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：短期震荡，静观其变..... | 4 |
| 二、基本面：制造业弱势扩张，不容乐观..... | 4 |
| 1、经济数据：11月制造业PMI创8个月新低..... | 4 |
| 2、物价追踪：走势平稳，波澜不惊..... | 5 |
| 三、资金面：利率小幅上升..... | 6 |
| 1、公开市场操作：正回购利率如期下调..... | 6 |
| 2、货币市场利率：涨幅有所收窄，仍存上行压力..... | 6 |
| 3、人民币汇率：内外盘同步贬值..... | 6 |
| 四、重要政策：存款保险意见稿出台..... | 7 |
| 五、利率债..... | 7 |
| 1、一级发行：国开债发行利率与收益率倒挂..... | 7 |
| 2、二级交易：收益率骤降后震荡回升..... | 8 |
| 六、信用债..... | 9 |
| 1、一级发行：发行收窄..... | 9 |
| 2、二级交易：中长久期收益率下行明显..... | 9 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图表 1: 11 月制造业 PMI 回落 | 5 |
| 图表 2: 农业产品价格涨幅提高 | 5 |
| 图表 3: 生产资料价格低位运行 | 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 | 7 |
| 图表 7: 利率债净融资量回落 | 8 |
| 图表 8: 国开债发行利率下降 | 8 |
| 图表 9: 利率债二级市场走势 | 9 |
| 图表 10: 信用债发行收窄 | 9 |
| 图表 11: 二级市场交易小幅放量 | 9 |

一、投资策略要点：短期震荡，静观其变

11 月制造业 PMI 创 8 个月新低，工业弱势扩张；物价水平持续在低位运行，货币宽松预期仍存，基本面对债市的支持不变。近期流动性偏紧，股市高涨的资金分流影响明显，同时存款保险制度的预期也增大了利率上行压力。

临近年末，获利了结的压力将阻碍收益率进一步向下。从长期来看，债券牛市尚未结束，但短期内将以震荡整理为主，建议谨慎操作，静观其变。

二、基本面：制造业弱势扩张，不容乐观

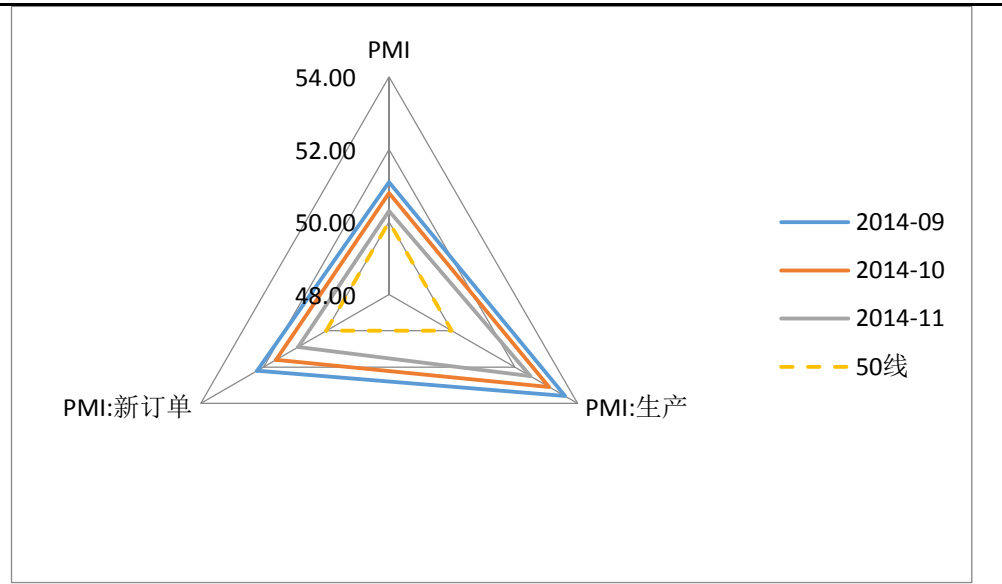
1、经济数据：11 月制造业 PMI 创 8 个月新低

12 月 1 日，中国物流与采购联合会和国家统计局服务业调查中心联合公布，11 月中国制造业 PMI 为 50.3，比上月回落 0.5 个百分点，为近 8 个月以来新低，且低于市场预期。

从分项来看，生产指数为 52.5，比上月回落 0.6 个百分点，增速有所放缓；新订单指数为 50.9，比上月回落 0.7 个百分点，制造业需求增幅收窄；从业人员指数为 48.2，比上月下降 0.2 个百分点，自 2012 年 5 月以来继续位于临界点以下；原材料库存指数为 47.7，比上月下降 0.7 个百分点，制造业生产用原材料库存量继续回落；供应商配送时间指数为 50.3，比上月上升 0.2 个百分点，制造业原材料供应商供货速度有所提升。

11 月制造业 PMI 数据表明经济仍处于低位，保持弱势扩张的趋势。生产指数、新订单指数回落明显，制造业需求不足的问题未见改善。从业人员指数持续位于 50 线以下，制造业企业去库存仍在进行中，我们认为 11 月工业数据不容乐观。在政府稳增长力度不减的情况下，基本面表现依然较差，或将延续到今年年末。

图表 1: 11月制造业 PMI 回落



数据来源: Wind、华融证券

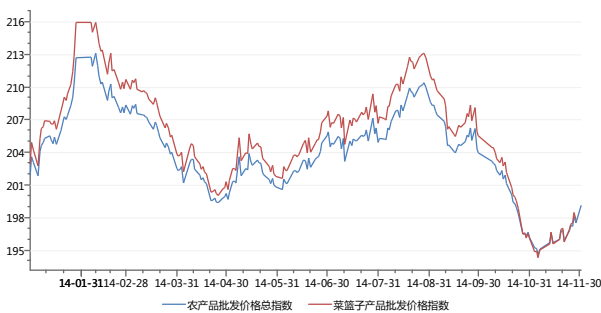
2、物价追踪：走势平稳，波澜不惊

据农业部监测，上周农产品批发价格指数环比上涨 0.82%，菜篮子产品批发价格指数上涨 1.07%。国家统计局监测数据显示，上周禽类和水产品的价格环比微涨，蔬菜类产品价格涨幅维持在 2.5%。临近年末，农业产品价格涨幅有所扩大。

据商务部监测，上周生产资料价格持续在低位运行。其中，黑色金属价格环比下跌 0.4%，跌幅扩大；有色金属和橡胶产品价格环比下降 0.2%，延续了前期的震荡走势。

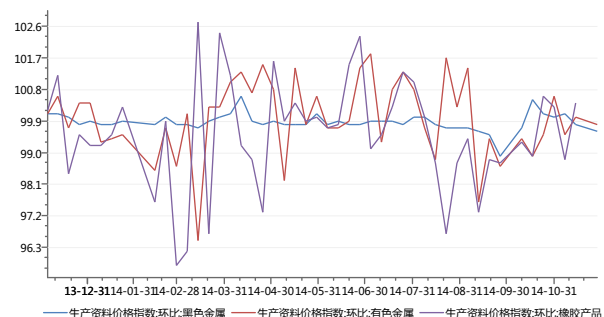
总体看来，上周物价走势平稳，食品价格略有上升，生产资料价格持续低迷。我们预测 11 月 CPI 将保持在 1.6%，PPI 降幅将进一步扩大，或降至 -2.4%。

图表 2: 农业产品价格涨幅提高



数据来源: Wind、华融证券

图表 3: 生产资料价格低位运行



数据来源: Wind、华融证券

三、资金面：利率小幅上升

1、公开市场操作：正回购利率如期下调

上周，央行共执行 50 亿元 14 天正回购，利率下调 20BP 至 3.20%，与上周利率下调步伐一致。结合 400 亿元正回购到期，全周实现货币的净回笼 350 亿元。近期扰动因素较多，流动性趋紧，央行适时放水，符合市场预期。

2、货币市场利率：涨幅有所收窄，仍存上行压力

上周，资金市场依旧面临月末、准备金补缴预期等不利因素的影响，但在打新资金逐步解冻、央行适度投放流动性的刺激下，市场利率涨幅收窄。临近年末，资金需求增加，利率上行压力增大。

银行间市场方面，上周五，SHIBOR 隔夜利率报收于 2.6080%，较前周提高 2.2BP；SHIBOR7 天利率报收于 3.3220%，较前周提高 10.4BP。

交易所资金方面，新股申购期间利率波动明显，后半周有所回落。至上周五，GC001 报收于 2.1000%，较前周下降 98.5BP，GC007 报收于 4.1500%，较前周下降 198.5BP。

票据融资方面，长三角 6 个月直贴利率和 6 个月转贴利率延续了上升趋势，分别收于 4.40% 和 4.35%，较前周各上涨 4.7BP。

互联网金融产品方面，受央行降息及短期流动性趋紧的影响，我们跟踪的 5 款产品收益水平在周初下降后迅速反弹。其中，百度百赚的收益率回到 5% 以上，但余额宝的收益率仍接近 4%。

图表 4：货币市场利率一览

| 2014-11-28 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 |
| R001 | 2.73 | 11 | -13 | 2.43 | 2.86 |
| R007 | 3.48 | 9 | 13 | 2.90 | 3.66 |
| GC001 | 2.10 | -14 | -5 | 0.98 | 38.01 |
| GC007 | 4.15 | 49 | -121 | 0.21 | 12.36 |
| SHIBOR01 | 2.61 | 2 | -22 | 2.42 | 2.86 |
| SHIBOR07 | 3.32 | 3 | 0 | 2.87 | 3.51 |
| 票据直贴6M | 3.85 | 40 | 35 | 3.40 | 4.40 |
| 票据转贴6M | 3.80 | 40 | 35 | 3.35 | 4.35 |

数据来源：Wind、华融证券

图表 5：互联网金融产品收益率一览

| 2014-11-30 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 |
| 余额宝 | 4.06 | 0 | -13 | 4.03 | 4.26 |
| 微信理财通 | 4.79 | -9 | 37 | 4.18 | 4.88 |
| 百度百赚 | 5.31 | -3 | 80 | 4.42 | 6.42 |
| 网易现金宝 | 4.51 | 0 | 19 | 4.12 | 4.70 |
| 苏宁零钱包 | 0.00 | -419 | -424 | 4.07 | 6.61 |

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：内外盘同步贬值

上周，人民币对美元中间价略有下行，在 6.135 左右波动。在人民币降息周期开始，美元持续走强的背景下，内外盘上升趋势明显，外盘曾两天内大涨 249BP。至上周五，内盘即期汇率收于 6.1450 (+201BP)，外盘即期汇率则收于 6.1560(+322BP)。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 震荡上行至 6.2550 (+30BP)，人民币对美元贬值压力依然较大。

图表 6: 人民币汇率一览

| 2014-11-30 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 | 6.1345 | 25 | -318 | 6.1320 | 6.1707 |
| 内盘即期汇率CNY | 6.1450 | 58 | 18 | 6.1112 | 6.1501 |
| 外盘即期汇率CNH | 6.1560 | 122 | 122 | 6.1130 | 6.1688 |
| 美元NDF12个月 | 6.2550 | 5 | 5 | 6.2180 | 6.2720 |

数据来源: Wind、华融证券

四、重要政策：存款保险意见稿出台

11月30日，央行公布了《存款保险条例（征求意见稿）》，提出吸收存款的银行业金融机构需向存款保险基金管理机构交纳保费，涵盖投保机构吸收的人民币存款和外币存款；存款保险实行限额偿付，最高偿付限额为人民币 50 万元；存款保险费率由基准费率和风险差别费率构成等。

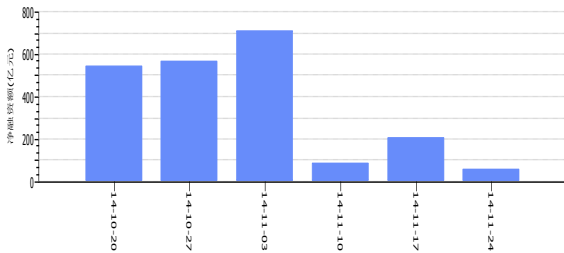
存款保险制度标志着银行破产将走向现实，也是利率市场化的一个重要前提。此次公布的征求意见稿将全面覆盖存款性银行和本外币存款，提高了储户对商业银行的信心；同时，限额保险制度可以在较好的保护储户利益的前提下，不过度加重银行的负担；采用基准费率和差别费率的方式，可以促进银行风控的发展。从短期来看，限额以上的存款将受到一定程度的冲击，或者流向银行理财产品，或者流向资本金充足的大型银行。而从长期来看，存款保险制度将对公众存款形成有力保障，促进银行风险管理，推进金融健康发展。

五、利率债

1、一级发行：国开债发行利率与收益率倒挂

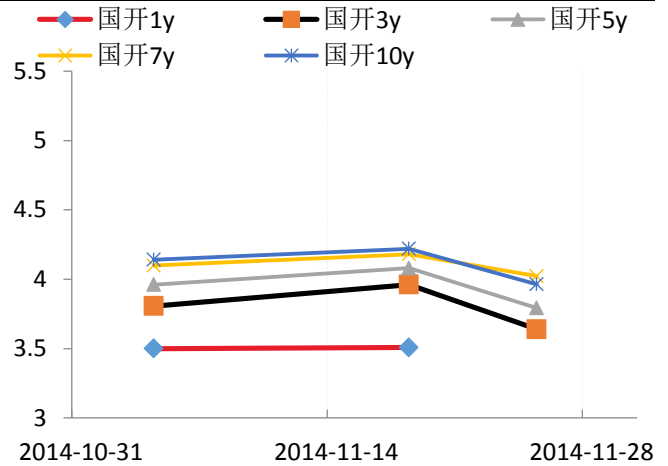
上周，利率债发行大幅回落，仅 590 亿元，其中国债 5 年期 280 亿元；国开债 3 年期、5 年期、7 年期、10 年期各 50 亿元；进出债半年期 60 亿元，3 年期 50 亿元。此外，上周利率债到期 535.7 亿元，全周净融资 54.3 亿元，为今年 9 月以来的新低，利率债发行收缩有助于缓解短期流动性紧张。

图表 7: 利率债净融资金量回落



数据来源: Wind、华融证券

图表 8: 国开债发行利率下降



数据来源: Wind、华融证券

发行利率方面,各期限国开债大幅回落,其中 3 年期国开债降幅达 32.21BP。从整体来看,上周利率债各品种认购倍数较高,但一级市场发行利率与二级市场收益率形成倒挂,认购积极及发行利率下降或是由于利率债供给的减少而非需求的增加。

2、二级交易: 收益率骤降后震荡回升

在央行降息的强刺激下,上周一利率债收益率应声下挫,国债各品种的降幅在 10BP 以上,而政策性银行债大部分降幅在 20BP 以上。随着上周二央行正回购利率下调 20BP,市场预期利好逐渐出尽。在获利盘了结盈利的压力下,收益率缓步上行。我们认为临近年末,短期内利率债市场难有较大机会,将以小幅震荡为主,建议谨慎操作,静观其变。

从成交量较大的几只利率债来看,短久期品种由于前期回调较深,因而上周的涨幅较大,14 付息国债 14 一周变化达 80BP 以上。中长期品种小幅调整,变化均在 10BP 以内,获利了结对收益率上行的压力依然较大。

图表 9：利率债二级市场走势

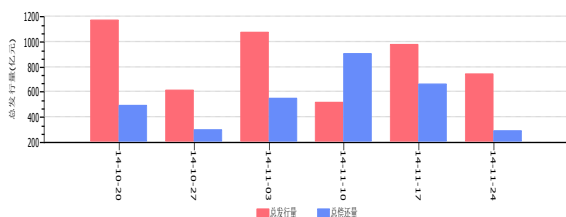
| 证券简称 | 剩余期限(年) | 周一收益率 | 周五收益率 | 一周变动BP |
|----------|---------|-------|-------|--------|
| 14附息国债14 | 0.60 | 3.87 | 3.03 | -84.01 |
| 13附息国债17 | 1.70 | 3.31 | 3.25 | -5.90 |
| 14附息国债04 | 2.28 | 3.26 | 3.29 | 2.50 |
| 14附息国债08 | 4.39 | 3.45 | 3.76 | 31.19 |
| 14附息国债03 | 6.13 | 3.93 | 3.45 | -48.34 |
| 14附息国债13 | 6.59 | 3.44 | 3.46 | 2.00 |
| 14附息国债12 | 9.55 | 3.45 | 3.52 | 6.50 |
| 14国开13 | 0.52 | 3.84 | 3.63 | -21.00 |
| 14国开18 | 0.60 | 3.65 | 3.59 | -5.99 |
| 14国开08 | 2.35 | 3.70 | 3.70 | 0.00 |
| 14国开01 | 2.12 | 3.66 | 3.70 | 4.50 |
| 14国开02 | 4.12 | 3.75 | 3.77 | 1.50 |
| 14国开09 | 4.35 | 3.76 | 3.80 | 4.00 |
| 14国开03 | 6.12 | 3.81 | 3.85 | 4.00 |
| 14国开10 | 6.35 | 3.85 | 3.93 | 8.00 |
| 14国开05 | 9.14 | 3.83 | 3.86 | 3.00 |

数据来源：Wind、华融证券

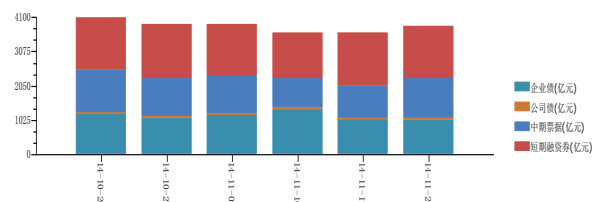
六、信用债

1、一级发行：发行收窄

上周市场共发行信用债 738.48 亿元，其中企业债 71 亿元，一般公司债 14 亿元，中票 255 亿元，短融 398.48 亿元，发行回落。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，大部分品种发行利率下降，普遍超过 10BP，但超短融利率受短期流动性的影响依然趋于上行。

图表 10：信用债发行收窄


数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易小幅放量


数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：中长久期收益率下行明显

上周，信用债二级市场成交量较前周小幅放大。央行降息利好明显，信用债中长久期品种收益率降幅在 15BP 以上，但短融和超短融收益率持续上升。信用利差正处于低位，配置价值下降，建议以观察为主。

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