



调整延续，可开始考虑利率债明年布局

——债券周报（12.8 - 12.14）

⑤ 投资策略要点

11 月工业增速再度放缓，投资累计增速创 2001 年 4 月以来的新低。物价水平持续低迷，有效需求不足，货币政策仍存在放松空间，长期慢牛趋势没有改变。上周收益率出现了一定程度的反弹。我们认为利率债的调整会延续至明年，可以开始考虑明年的布局；信用债调整幅度及周期将大于利率债，建议在趋势明了之前谨慎操作。

⑤ 基本面

11 月规模以上工业增加值同比增长 7.2%，连续两个月回落；固定资产投资累计增速创 2001 年 4 月以来的新低；社会消费品零售额保持基本平稳，增速有所提高。物价仍然低迷，货币政策仍存在放松空间。实体经济融资成本仍居高不下，我们认为降准的概率增加。

⑤ 资金面

央行连续两周暂停正回购操作，小幅投放流动性。年末因素叠加新股开放申购的影响，流动性收紧的疑虑增强，市场利率持续上行。此外，上周人民币大幅贬值，央行加大了对汇率的预期管理。

⑤ 利率债

一级市场发行小幅回落，市场配置需求增加，但受制于收益率，发行利率持续上升。利率债收益率上行压力依然较大，但周中出现了一定程度的反弹。我们认为利率债的调整会延续至明年，同时继续看好明年债市的慢牛行情，建议投资者可以开始考虑布局。

⑤ 信用债

受中证登收窄企业债质押资格的影响，一级市场发行大幅缩水，同时近期过高的收益率也打压了发债企业的积极性。二级市场收益率周中冲高后略有回落。我们认为信用债调整幅度及周期将大于利率债，建议投资者在趋势明了之前谨慎操作。

相关报告

《债券周报：收益率上行，调整延续》——20141209

《债券周报：短期震荡，静观其变》——20141202

《债券周报：降息助推，构筑债市长牛》——20141125

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：调整延续，可开始考虑明年布局	4
二、基本面：固定资产投资累计增速创新低	4
1、经济数据：工业增速再度放缓	4
2、物价追踪：CPI 和 PPI 均创年内新低	5
三、资金面：流动性收紧预期增强	6
1、公开市场操作：正回购连续两周暂停	6
2、货币市场利率：预期收紧，利率持续上行	6
3、人民币汇率：内外盘大幅贬值	7
四、利率债	7
1、一级发行：发行利率持续上行	7
2、二级交易：收益率上行动能减弱	8
五、信用债	9
1、一级发行：发行大幅下降	9
2、二级交易：收益率冲高后略有回落	9

图表目录

图表 1：工业增加值同比增速回落.....	5
图表 2：固定资产投资累计增速创新低.....	5
图表 3：社会消费保持平稳.....	5
图表 4：CPI 涨幅回落.....	6
图表 5：PPI 同比增速创年内新低	6
图表 6：货币市场利率一览.....	7
图表 7：互联网金融产品收益率一览.....	7
图表 8：人民币汇率一览.....	7
图表 9：利率债发行回落.....	8
图表 10：国开债发行利率持续回升	8
图表 11：利率债二级市场走势	8
图表 12：信用债发行大幅下降.....	9
图表 13：二级市场交易回升	9

一、投资策略要点：调整延续，可开始考虑明年布局

11 月规模以上工业增速再度放缓，固定资产投资累计增速创 2001 年 4 月以来的新低。物价水平持续低迷，11 月 CPI 和 PPI 同比增速双双创年内新低，有效需求不足，货币政策仍存在放松空间，债市长期慢牛的趋势没有改变。近期流动性收紧预期增强，市场利率持续上升。

上周，获利盘抛压及“股债跷跷板”效应略有减弱，收益率上行压力依然较大，但周中出现了一定程度的反弹。我们认为利率债的调整会延续至明年，可以开始考虑明年的布局；信用债调整幅度及周期将大于利率债，建议在趋势明了之前谨慎操作。

二、基本面：固定资产投资累计增速创新低

1、经济数据：工业增速再度放缓

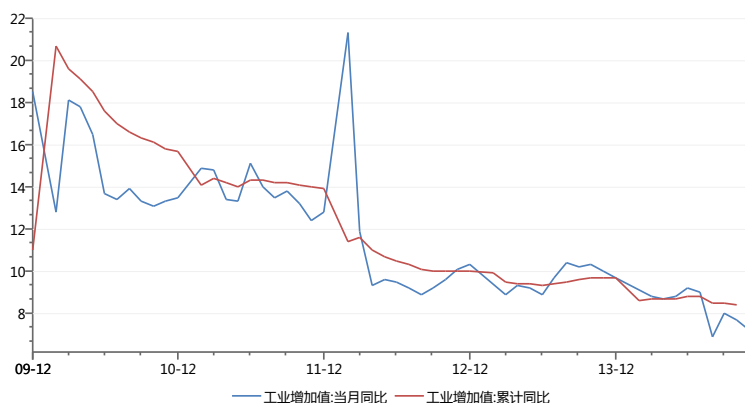
12 月 12 日，国家统计局公布数据显示，11 月规模以上工业增加值同比增长 7.2%，比上月回落 0.5 个百分点，连续两个月出现回落，略低于预期；环比增长 0.52%，增速比上月高 0.02 个百分点。1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.3%。

1-11 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 15.8%，增速比 1-10 月回落 0.1 个百分点，累计增速创 2001 年 4 月以来的新低，略高于预期。11 月当月，固定资产投资同比增长 14.9%，比 10 月提高 0.5 个百分点。从分项来看，11 月制造业投资同比增长 13.5%，比 10 月提高 2.2 个百分点，增幅较大；房地产开发投资同比增长 7.9%，比 10 月回落 3.6 个百分点，创年内新低；基建投资同比增长 16.6%，比 10 月回落 7.8 个百分点。

11 月社会消费品零售额同比增长 11.7%，比 10 月提高 0.2 个百分点，保持基本平稳，增速有所提高。其中商品零售同比增长 12.0%，比上月提高 0.25 个百分点，餐饮消费同比增长 9.8%，比上月提高 0.07 个百分点。

我们认为 11 月工业生产增速放缓，主要原因一是房地产市场持续调整对经济下行的拖累；二是外需不振，出口放缓，11 月出口同比增长 4.7%，比 10 月回落 6.9 个百分点；三是 APEC 会议期间，北京周围 4 省 2 市部分高耗能企业停产，对工业生产的影响较大。在政府稳增长力度不减的前提下，12 月工业生产增速有望企稳回升。

图表 1：工业增加值同比增速回落



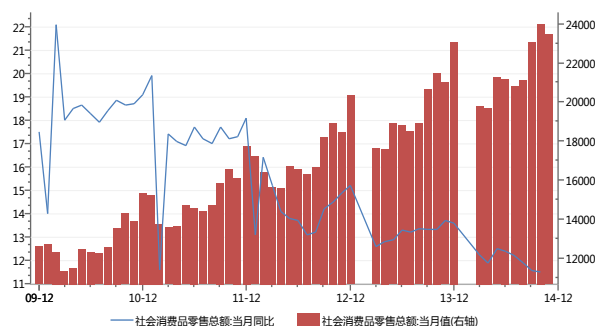
数据来源：Wind、华融证券

图表 2：固定资产投资累计增速创新低



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：社会消费保持平稳



数据来源：Wind、华融证券

2、物价追踪：CPI 和 PPI 均创年内新低

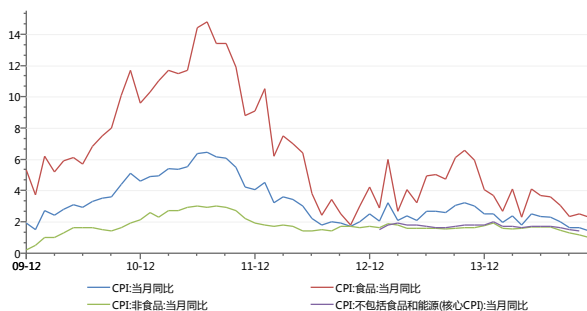
国家统计局数据显示，11 月 CPI 同比上涨 1.4%，较上月回落 0.2 个百分点，创 2009 年 12 月以来 5 年新低，且低于市场预期。

11 月 PPI 同比下降 2.7%，环比下降 0.5%，降幅扩大，且为连续 11 个月下降，创年内新低。其中，生产资料价格同比下降 3.5%，降幅比上个月扩大 0.5 个百分点；生活资料价格同比下降 0.1%，与上月基本持平。11 月工业生产者购进价格环比下降 0.7%，同比下降 3.2%，降幅比上月扩大 0.7 个百分点，连续 32 个月同比下降。

我们认为有效需求不足是通胀低迷的主要原因。11 月核心 CPI 为 1.3%，比 10 月回落 0.1 个百分点，处于 2013 年以来的最低点。11 月 PPI 同比连续 33 个月下降，同比降幅扩大，主要原因是房地产市场持续调整，有效需求不足，部分行业产能过剩比较严重。另外，国际大宗商品价格下跌对工业品价格形成的压力也有所增加。

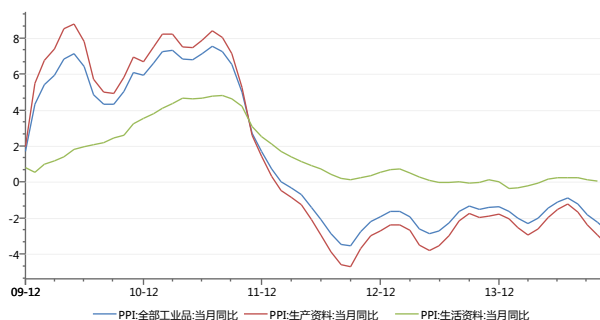
11 月物价仍然低迷，货币政策仍存在放松空间。央行降息后，实体经济融资成本仍居高不下，我们认为降准的概率增加。

图表 4: CPI 涨幅回落



数据来源: Wind、华融证券

图表 5: PPI 同比增速创年内新低



数据来源: Wind、华融证券

三、资金面：流动性收紧预期增强

1、公开市场操作：正回购连续两周暂停

央行连续两周末实行公开市场操作，上周仅有 50 亿元正回购到期，全周实现货币的净投放 50 亿元。目前看来，由于近期市场并不缺乏流动性，央行公开市场操作的频次显著减小。

2、货币市场利率：预期收紧，利率持续上行

临近年末，叠加 5 只新股开放申购的影响，流动性收紧的疑虑增强，上周末资金市场利率持续上行。

银行间市场方面，上周五，SHIBOR 隔夜利率报收于 2.6510%，较前周提高 2.3BP；SHIBOR7 天利率报收于 3.5870%，较前周提高 19.7BP。

交易所资金方面，上交所质押式回购成交活跃，前半周利率运行较为平稳，后半周受打新资金的影响波动增强。至上周五，GC001 报收于 1.4300%，较前周上升 134BP，GC007 报收于 3.1050%，较前周上升 109.5BP。

票据融资方面，长三角 6 个月直贴利率和 6 个月转贴利率持续反弹，分别收于 4.40% 和 4.35%，较前周各上涨 2.5BP，回到 11 月底的水平。

互联网金融产品方面，我们跟踪的 5 款产品收益水平震荡分化。其中，百度百赚的收益水平依旧领先，微信理财通的 7 日年化收益率一度跌破 4%。

图表 6：货币市场利率一览

2014-12-12		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	2.64	-2	-19	2.43	2.85
R007	3.75	-7	59	2.90	3.81
GC001	1.43	-132	-386	0.09	38.01
GC007	3.11	11	-120	0.21	12.36
SHIBOR01	2.65	0	-17	2.42	2.85
SHIBOR07	3.59	8	44	2.87	3.59
票据直贴6M	4.15	0	30	3.40	4.40
票据转贴6M	4.10	0	30	3.35	4.35

数据来源：Wind、华融证券

图表 7：互联网金融产品收益率一览

2014-12-14		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	4.04	1	-12	4.01	4.26
微信理财通	4.03	7	-46	3.84	4.88
百度百赚	4.46	2	-17	4.40	6.42
网易现金宝	4.10	3	-35	4.07	4.70
苏宁零钱包	4.27	-2	-22	4.07	6.61

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：内外盘大幅贬值

上周，人民币对美元中间价升值明显，一周涨幅高达 189BP，央行加强了对汇率的管理。内外盘则持续大幅下挫，内盘即期汇率两日下跌 353BP，上周五收于 6.1869，周跌幅达 369BP；外盘即期汇率两日下跌 461BP，上周五收于 6.1955，周跌幅达 428BP。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 上行趋势不减，收于 6.3100 (+250BP)，涨幅进一步扩大，人民币对美元贬值趋势加剧。

图表 8：人民币汇率一览

2014-12-14		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	6.1184	31	-336	6.1153	6.1602
内盘即期汇率CNY	6.1869	-17	523	6.1112	6.1886
外盘即期汇率CNH	6.1955	154	154	6.1130	6.1988
美元NDF12个月	6.3100	-73	-73	6.2290	6.3173

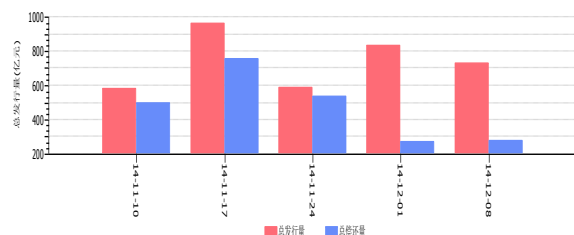
数据来源：Wind、华融证券

四、利率债

1、一级发行：发行利率持续上行

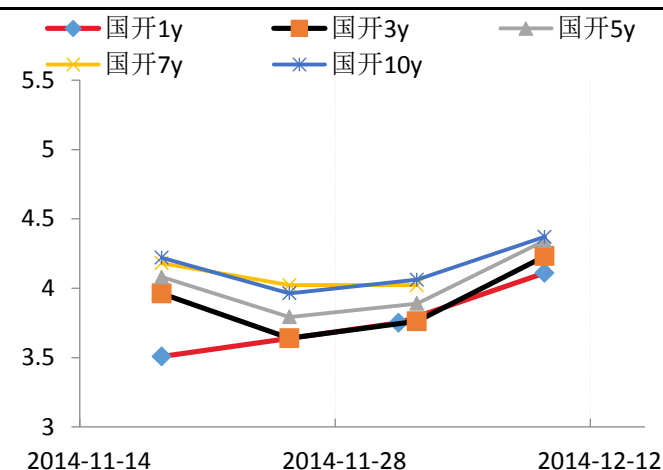
上周，利率债发行小幅回落，共计 731.8 亿元，其中 3 个月贴现式国债 150 亿元，1 年期 221.8 亿元；国开债 1 年期、3 年期、5 年期和 10 年期各 40 亿元；农发债 1 年期 60 亿元，3 年期、5 年期各 70 亿元。此外，上周利率债到期偿还 280 亿元，全周净融资 451.8 亿元，较上月小幅回落。

图表 9：利率债发行回落



数据来源：Wind、华融证券

图表 10：国开债发行利率持续回升



数据来源：Wind、华融证券

上周，各期限国开债的发行利率持续上行。整体来看，上周利率债各品种认购倍数较前周有所提升，4 只国开债的认购倍数均超过 3 倍，利率债配置需求回升。但是受制于二级市场收益率，中标利率持续上行。

2、二级交易：收益率上行动能减弱

上周，获利盘抛压及股债跷跷板效应有所减弱，虽然利率债收益率上行压力依然较大，但周中出现了一定程度的反弹。我们认为利率债的调整会延续至明年，同时继续看好明年债市的慢牛行情，建议投资者可以开始考虑布局。

从成交量较大的几只利率债来看，中长久期收益率回落较明显，同时他们也是前周调整幅度较大的品种，说明多空双方分歧加大。

图表 11：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	0.56	3.20	3.25	4.98
13附息国债17	1.67	3.25	3.28	3.14
14附息国债04	2.24	3.48	3.44	-4.00
14附息国债08	4.36	3.76	3.85	9.43
14附息国债03	6.09	3.74	3.68	-5.71
14附息国债13	6.55	3.75	3.73	-2.00
14附息国债12	9.52	3.77	3.74	-3.31
14国开13	0.48	3.90	4.15	25.00
14国开18	0.56	4.00	4.16	15.99
14国开08	2.31	4.25	4.20	-5.00
14国开01	2.08	3.88	4.18	30.00
14国开02	4.08	4.30	4.21	-9.00
14国开09	4.31	4.31	4.23	-8.00
14国开03	6.08	4.35	4.24	-11.00
14国开10	6.32	4.28	4.25	-2.65
14国开05	9.10	4.35	4.23	-12.00

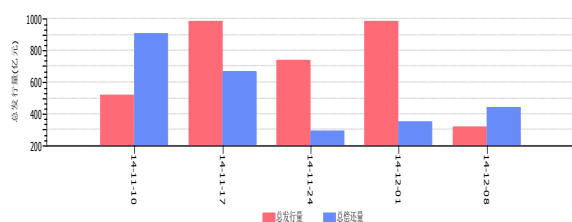
数据来源：Wind、华融证券

五、信用债

1、一级发行：发行大幅下降

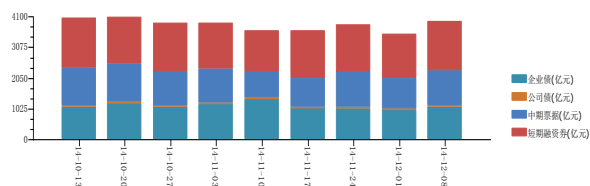
上周市场共发行信用债 316 亿元，发行量大幅下降，其中企业债 47 亿元，一般公司债 7 亿元，中票 76 亿元，短融 193 亿元。同时上周有 439.15 亿元信用债到期，全周净偿还 123.15 亿元。我们认为上周中证登收窄企业债质押资格是信用债发行大幅缩水的主要原因之一，同时近期过高的收益率也打压了发债企业的积极性。

图表 12：信用债发行大幅下降



数据来源：Wind、华融证券

图表 13：二级市场交易回升



数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：收益率冲高后略有回落

上周，信用债二级市场成交量回升。受中证登质押新规的影响，上周二各期限收益率达到近期高点，此后略有回落。我们认为信用债的政策风险较大，因而其调整幅度及周期将大于利率债，建议投资者在趋势明了之前谨慎操作。

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