

宽信贷释放流动性，助推债市向好

——债券周报（12.22 – 12.28）

⑤ 投资策略要点

11 月工业企业利润同比增速创 27 个月新低，工业生产持续放缓，仍需宽松政策支持。PPI 降幅较大，通缩压力仍存，政策宽松的空间依然较大。央行将非银同业存款纳入一般存款且暂不缴纳准备金，宽货币转向宽信贷，流动性好转，利率倒挂的局面将得到缓解。前期利空出尽后，债市行情转好，建议投资者积极参与。

⑤ 基本面

11 月规模以上工业企业利润同比增速创 27 个月新低，主要是受 PPI 降幅扩大、工业生产放缓等因素的影响。12 月工业生产未见明显改善，PPI 降幅仍然较大，投资不见起色，在通缩压力增大的情况下，工业生产仍然需要宽松政策的支持。

⑤ 资金面

央行将非银同业存款纳入一般存款且暂不缴纳准备金，宽货币转向宽信贷，叠加打新资金回流及财政存款释放预期的影响，流动性紧张的情绪得到缓解，市场利率从高位迅速回落，资金面将平稳度过年末。

⑤ 利率债

利率债供给持续收缩，市场认购积极，发行利率下降明显。前期利空出尽后，二级市场收益率显著回落。虽然国开债利率目前仍然呈现倒挂，但短期收益率将随着流动性好转而逐步下降。我们认为利率债明年存在较多投资机会，建议提前布局。

⑤ 信用债

信用债发行持续回暖，发行利率小幅下行。二级市场成交放量，中票尤为明显。二级市场收益率曲线呈现整体下移，前期超跌后反弹的趋势明显。我们认为信用债的配置价值依然存在，但需注意防范政策风险。

相关报告

《短期流动性趋紧，债市持续调整》——20141223

《债券周报：调整延续，可开始考虑利率债明年布局》——20141216

《债券周报：收益率上行，调整延续》——20141209

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：宽信贷释放流动性，助推债市向好	4
二、基本面：工业企业利润增速下降	4
1、经济数据：11 月工业企业利润增速创新低	4
2、物价追踪：食品价格运行平稳，生产资料价格持续下行	5
三、资金面：流动性紧张情绪缓解	5
1、公开市场操作：央行连续空窗操作	5
2、货币市场利率：流动性预期转向乐观	5
3、人民币汇率：对美元贬值趋势延续	6
四、利率债	6
1、一级发行：持续收缩	6
2、二级交易：收益率震荡下行	7
五、信用债	8
1、一级发行：净融资量放大	8
2、二级交易：收益率曲线整体下移	9

图表目录

图表 1：11 月工业企业利润增速创新低	4
图表 2：农业产品价格运行平稳	5
图表 3：生产资料价格持续下行	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	6
图表 7：利率债发行持续收缩	7
图表 8：非国开金融债发行利率趋于下行	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	8
图表 11：二级市场交易回暖	8
图表 12：中债 AA+级中期票据收益率曲线	9

一、投资策略要点：宽信贷释放流动性，助推债市向好

11 月规模以上工业企业利润增速创 27 个月新低，工业生产持续放缓，投资不见起色，工业生产仍然需要宽松政策的支持。食品价格运行平稳，生产资料价格下行，PPI 降幅较大，通缩压力仍存，政策宽松的空间依然较大。

央行宣布明年起将非银同业存款纳入一般存款且暂不缴纳准备金，宽货币转向宽信贷，流动性好转，利率倒挂的局面将得到缓解。前期利空出尽后，债市行情转好，建议投资者积极参与。

二、基本面：工业企业利润增速下降

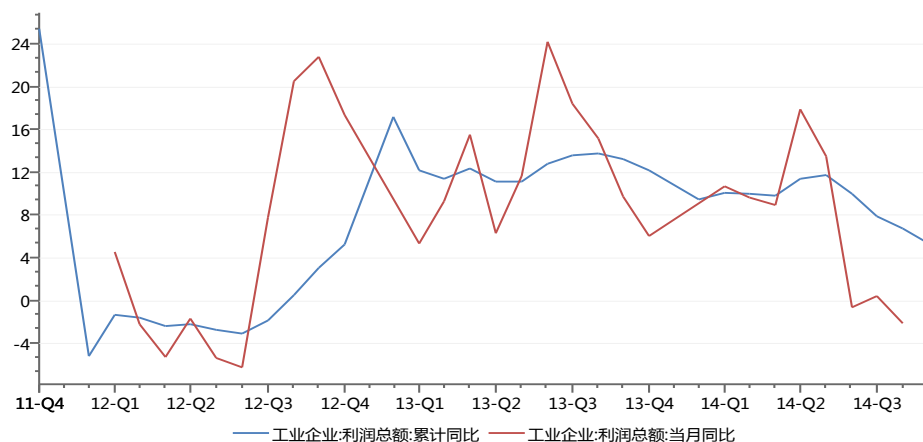
1、经济数据：11 月工业企业利润增速创新低

12 月 27 日国家统计局公布的数据显示，11 月规模以上工业企业利润同比下降 4.2%，降幅比 10 月份扩大 2.1 个百分点，并创 27 个月新低。1-11 月全国规模以上工业企业利润同比增长 5.3%，增速比 1-10 月回落 1.4 个百分点，连续 4 个月回落。

从分项来看，三大门类行业利润 1-11 月增速同步下滑。采矿业利润同比下降 21.6%，降幅扩大 1.5 个百分点；制造业利润同比增长 9%，回落 1.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业利润同比增长 16.2%，回落 1.7 个百分点。

我们认为工业企业利润增速同步下降主要是受 PPI 降幅扩大、工业生产放缓等因素的影响。从高频数据来看，12 月工业生产未见明显改善，同时 PPI 降幅仍然较大，投资不见起色，我们认为在通缩压力增大的情况下，工业生产仍然需要宽松政策的支持。

图表 1：11 月工业企业利润增速创新低



数据来源：Wind、华融证券

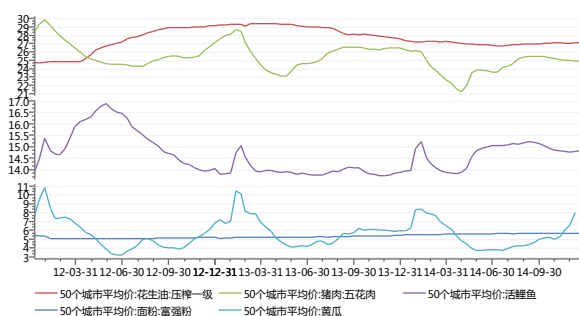
2、物价追踪：食品价格运行平稳，生产资料价格持续下行

国家统计局数据显示，12月中旬，50个城市主要食品平均价格运行平稳，涨跌互现。从分项来看，米面油类产品价格略有波动，肉蛋类价格以小幅下降为主，水产价格小幅上升，蔬菜水果类价格涨幅较大。

国家统计局数据显示，12月中旬，流通领域重要生产资料市场价格持续下行。从各大分类来看，黑色金属价格和有色金属价格继续下降，降幅有所扩大；化工产品价格依然大幅下挫，纯苯的跌幅超过20%；国际原油价格持续下降，引导石油天然气产品价格的下降趋势；仅煤炭价格受需求拉动的影响继续上行。

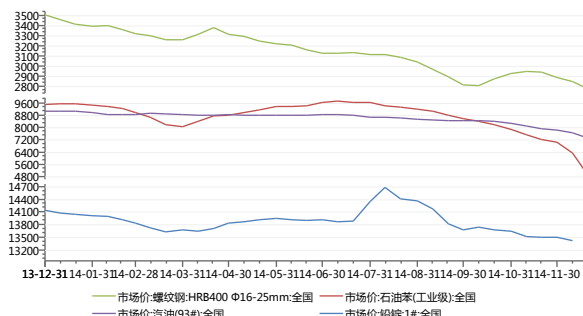
总体看来，上周食品价格运行平稳，涨跌互现；生产资料价格持续下行，通缩压力仍存，我们认为政策宽松的空间较大。

图表 2：农产品价格运行平稳



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：生产资料价格持续下行



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：流动性紧张情绪缓解

1、公开市场操作：央行连续空窗操作

上周，央行连续第九次暂停公开市场操作，且全周无正回购到期，实现货币零投放。央行的空窗操作说明近期资金市场趋紧的情况已得到缓解，同时也说明央行对开启逆回购的态度偏谨慎。

2、货币市场利率：流动性预期转向乐观

上周，虽然面临跨年的压力，但新股申购冻结资金回流，叠加财政存款投放预期，资金市场紧张情绪有所缓解。此外，央行宣布明年起将非银同业存款纳入存贷比考核，且暂不缴纳存款准备金，理论上可释放超过5万亿元流动性，信贷政策转向宽松，市场利率从前期的高位迅速回落。

银行间市场利率持续下行，上周五，SHIBOR 隔夜利率报收于 3.4860%，较前周降低 12BP；SHIBOR7 天利率报收于 4.8150%，较前周降低 55.2BP。

交易所资金方面，随着打新资金的回流，利率波动趋于平缓，但跨年资金需求仍然较为紧张。上周五，GC001 报收于 3.2050%，较前周提高 93BP，GC007 报收于 4.2650%，较前周降低 67BP。

票据融资方面，长三角 6 个月直贴利率和 6 个月转贴利率稳步下行，分别收于 4.75%和 4.70%，较前周下降 4.5BP。

互联网金融产品方面，受近期资金面偏紧的影响，我们跟踪的 5 款产品收益水平均有不同程度的上升，其中微信理财通的一周涨幅较大，达 129.7BP。此外，苏宁零钱包和百度百赚的涨幅也超过 85BP。

图表 4：货币市场利率一览

2014-12-26		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
RO01	3.44	-7	72	2.43	3.80
RO07	4.73	-16	160	2.91	6.38
GC001	3.21	110	210	0.09	38.01
GC007	4.63	-109	-441	0.21	10.25
SHIBOR01	3.49	-6	77	2.42	3.70
SHIBOR07	4.82	-19	170	2.87	5.78
票据直贴6M	5.05	-10	70	3.40	5.40
票据转贴6M	5.00	-10	70	3.35	5.35

数据来源：Wind、华融证券

图表 5：互联网金融产品收益率一览

2014-12-26		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	4.85	0	69	4.01	4.85
微信理财通	5.24	7	78	3.84	5.24
百度百赚	5.26	-3	56	4.40	6.42
网易现金宝	4.52	5	14	4.05	4.70
苏宁零钱包	5.56	22	131	4.07	6.61

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：对美元贬值趋势延续

上周，人民币对美元中间价承压，相对升值，上周五收于 6.1186(-19BP)。内盘即期汇率上周五收于 6.2129 (-73BP)，而外盘即期市场受圣诞假期的影响，仅开市 3 天，上周三收于 6.2299(+364BP)。远期汇率方面，12 个月美元兑人民币 NDF 贬值收窄，收于 6.3490 (-137BP)。我们认为在美元持续走强，国内经济不见起色的周期内，人民币对美元贬值的趋势将延续。

图表 6：人民币汇率一览

2014-12-25		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	6.1186	-27	-322	6.1137	6.1602
内盘即期汇率CNY	6.2129	153	859	6.1112	6.2260
外盘即期汇率CNH	0.0000	0	0	6.1130	6.2299
美元NDF12个月	6.3490	-30	-30	6.2290	6.3627

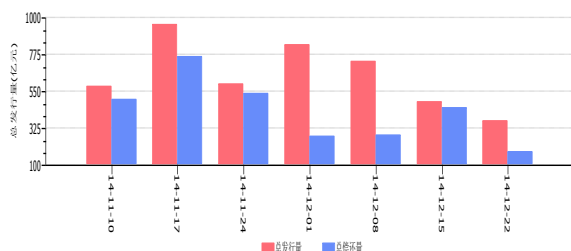
数据来源：Wind、华融证券

四、利率债

1、一级发行：持续收缩

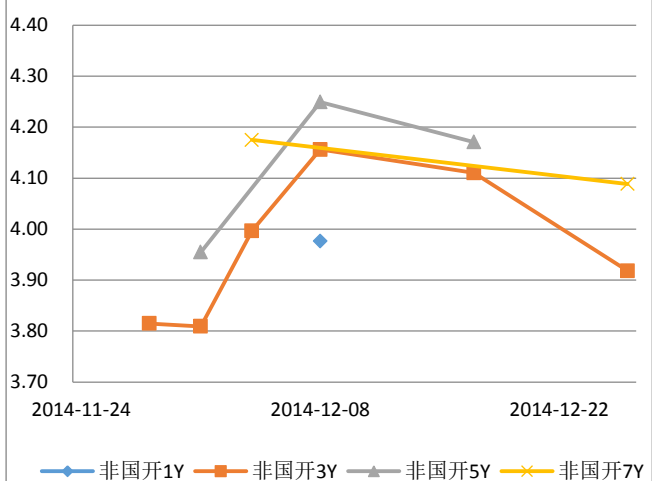
上周，利率债发行持续收缩，共计 365.1 亿元，其中国债 2 年期 250 亿元，进出债 3 年期 55.1 亿元、7 年期各 60 亿元。此外，上周利率债到期 179.8 亿元，全周净融资 185.3 亿元，较上周有所回升。

图表 7：利率债发行持续收缩



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：非国开金融债发行利率趋于下行



数据来源：Wind、华融证券

由于利率债供给持续收缩，上周利率债认购积极，其中进出债认购倍数超过 2 倍，而国债认购倍数接近 2 倍。随着二级市场收益率的回落，利率债发行利率上升压力显著减缓，近期国开债和非国开债的中标利率均有较明显的下降。

2、二级交易：收益率震荡下行

前期利空出尽，市场紧张情绪进一步缓解，利率债各期限收益率震荡下行。随着短期流动性逐渐好转，短久期品种收益率迅速下降，一周降幅达 20BP。此外，虽然国开债利率结构曲线依然呈现倒挂，但平坦化趋势增强，我们认为利率曲线反向的局面年后将会得到改善。

从成交量较大的几只利率债来看，前期受制于流动性而持续位于高位的短久期品种收益率降幅明显，其他品种也有不同程度的下降。

前期各种利空消息经市场消化后，利率债收益率显著回落，中长期收益率回到本月初的水平，短期收益率也将随着流动性紧张情绪的缓解而逐步下降。我们认为利率债明年存在较多投资机会，建议提前布局。

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	0.53	3.45	3.30	-15.02
13附息国债17	1.63	3.50	3.40	-9.90
14附息国债04	2.21	3.53	3.37	-15.93
14附息国债08	4.32	3.62	3.47	-15.14
14附息国债03	6.05	3.63	3.53	-10.00
14附息国债13	6.52	3.63	3.58	-5.50
14附息国债12	9.48	3.70	3.65	-5.00
14国开13	0.44	4.37	4.06	-31.01
14国开18	0.53	4.38	4.08	-30.13
14国开08	2.28	4.06	3.93	-13.00
14国开01	2.05	4.06	3.93	-13.00
14国开02	4.05	4.08	3.92	-16.00
14国开09	4.28	4.14	4.07	-6.59
14国开03	6.05	4.11	4.10	-1.03
14国开10	6.28	4.22	4.08	-14.00
14国开05	9.07	4.09	4.04	-5.00

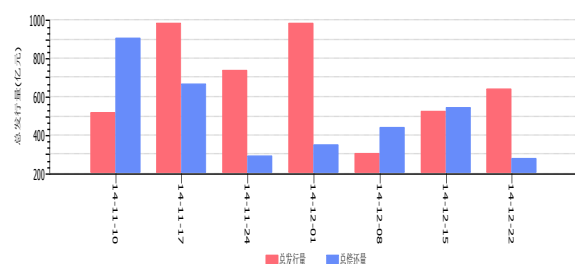
数据来源：Wind、华融证券

五、信用债

1、一级发行：净融资量放大

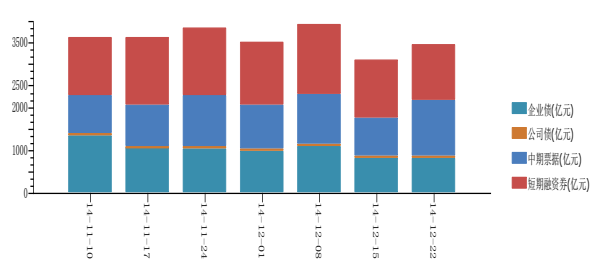
上周市场共发行信用债 635.8 亿元，其中企业债 18.8 亿元，公司债 4.5 亿元，中票 175.5 亿元，短融 437 亿元，发行持续回升，净融资量放大，全周净融资 360.6 亿元。从评级上看，上周信用债发行企业资质较好，中长期债券评级大部分在 AA 以上，仅有一只中票评级为 AA-；短融有评级的均为 A-1，未评级的发债主体评级均在 AA+ 以上。发行利率方面，受二级市场收益率下行的影响，信用债各期限品种票面利率略有下降。

图表 10：信用债发行量回升



数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易回暖

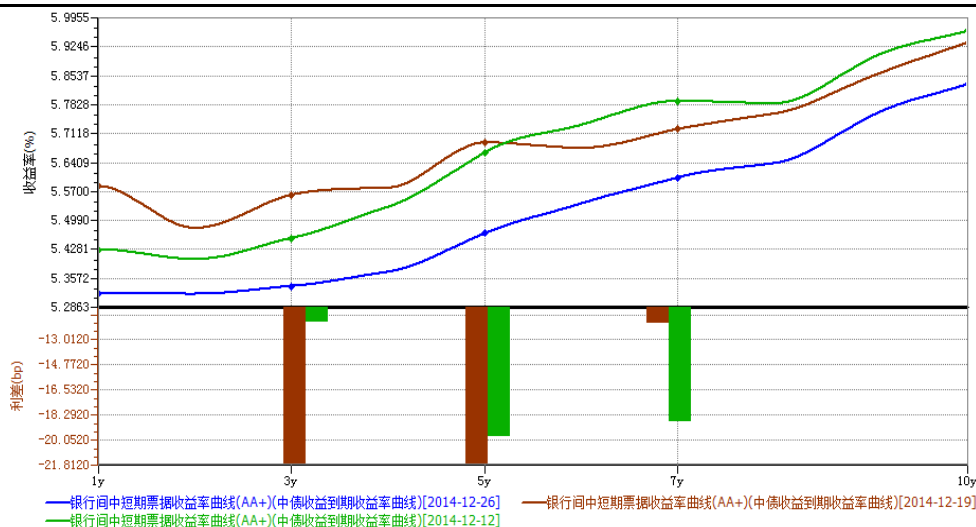


数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：收益率曲线整体下移

上周，信用债二级市场成交量回升，其中中票成交额显著放大。短期收益率从高位回落，与利率债走势相似。但信用债中长期收益率持续下降，收益率曲线呈现整体下移，前期超跌后反弹的趋势明显。我们认为信用债的配置价值依然存在，但需注意防范政策风险。

图表 12：中债 AA+ 级中期票据收益率曲线



数据来源：Wind、华融证券

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