

## 短期调整不改长期慢牛走势

——债券周报（2015.3.2-2015.3.8）

### ⑤ 投资策略要点

2月进口和PPI降幅扩大说明内需不足的矛盾未见改善，经济下行压力依然较大。春节后食品价格将恢复下行趋势，通缩压力仍然存在。降息后，流动性改善未达预期，打新再次来临，资金成本居高不下，市场观望情绪渐浓。但从长期来看，政策宽松力度或将加码，坚持债券慢牛的判断。

### ⑤ 基本面

2月贸易顺差再创历史新高，主要是受出口大增的影响，但外需好转的持续性有待验证；进口和PPI降幅扩大，内需不足的矛盾未见改善，一季度经济下行的压力依然较大。受春节因素影响，CPI略有回升，但通缩压力依旧较大，政策宽松有望加码。

### ⑤ 资金面

上周，央行逆回购利率如期下降，但操作量偏低。央行降息后，流动性的改善未达预期，资金成本居高不下。随着新一轮新股申购的临近，叠加存准缴款的影响，资金面紧张情绪再次来袭。

### ⑤ 重要政策

3月6日，楼继伟表示中国地方债风险总体可控，解决思路包括“开前门”（赋予地方政府发债的权利）和“堵后门”（消化和替换存量债务）。在城投债增量被严格限制，存量逐步被替换的背景下，优质城投债的稀缺性突出，收益率有望进一步下行。

### ⑤ 利率债

上周利率债发行大幅回升，发行利率在市场情绪的带动下上行。央行降息后，市场利率不降反升，债市进入调整。宏观和微观均表明政策宽松需要持续发力，坚持债市长期慢牛的判断，建议逢低配置中长久期国开债。

### ⑤ 信用债

上周信用债发行量回升至正常水平，二级市场成交量同步回暖。受流动性持续趋紧的影响，高等级信用债收益率曲线依旧处于倒挂，但配置价值依然高于信用利差风险较大的中低等级产业债。此外，优质城投债的稀缺性将得到市场的认可，其收益率有进一步下行的空间。

### 相关报告

《债券周报：央行再次降息，债市慢牛延续》——20150303

《债券周报：流动性无忧，债市稳步上行》——20150217

《债券周报：宽松预期增强，债市慢牛重启》——20150210

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：短期调整不改长期慢牛走势.....      | 4 |
| 二、基本面：一季度经济下行的压力依然较大.....       | 4 |
| 1、经济数据：2月贸易顺差再创历史新高.....        | 4 |
| 2、物价追踪：2月PPI降幅持续扩大.....         | 5 |
| 三、资金面：打新再次来袭，短期流动性紧张.....       | 5 |
| 1、公开市场操作：逆回购利率降幅符合预期.....       | 5 |
| 2、货币市场利率：资金面偏紧，利率高位运行.....      | 5 |
| 3、人民币汇率：美元走势强劲，人民币贬值压力增加.....   | 6 |
| 四、重要政策：地方债务管理将“开前门，堵后门”.....    | 6 |
| 五、利率债.....                      | 7 |
| 1、一级市场：发行大幅回暖.....              | 7 |
| 2、二级市场：降息后债市进入调整，但慢牛预期并未改变..... | 8 |
| 六、信用债.....                      | 8 |
| 1、一级发行：发行量大幅回升.....             | 8 |
| 2、二级交易：高等级信用债的配置价值依然较高.....     | 9 |

---

**图表目录**

---

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 图表 1: 2 月出口增速大超预期.....       | 4 |
| 图表 2: 2 月 CPI 同比涨幅超出预期.....  | 5 |
| 图表 3: 2 月 PPI 降幅持续扩大.....    | 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: 利率债发行大幅回暖.....         | 7 |
| 图表 8: 国开债发行利率走势.....         | 7 |
| 图表 9: 利率债二级市场走势.....         | 8 |
| 图表 10: 信用债发行大幅回升.....        | 9 |
| 图表 11: 二级市场交易大幅下降.....       | 9 |
| 图表 12: 中债 AA+ 级企业债收益率曲线..... | 9 |

---

## 一、投资策略要点：短期调整不改长期慢牛走势

2月贸易顺差再创历史新高，但出口高增长的持续性有待验证，进口和PPI降幅扩大说明内需不足的矛盾未见改善，一季度经济下行的压力依然较大。春节后，食品价格将重回下降趋势，通缩压力仍然存在。

央行降息后，流动性的改善未达预期，打新再次来临，资金成本居高不下，市场观望情绪渐浓。但长期来看，政策宽松力度将加码，坚持债券慢牛的判断，建议逢低配置中长久期国开债、高等级信用债和优质城投债。

## 二、基本面：一季度经济下行的压力依然较大

### 1、经济数据：2月贸易顺差再创历史新高

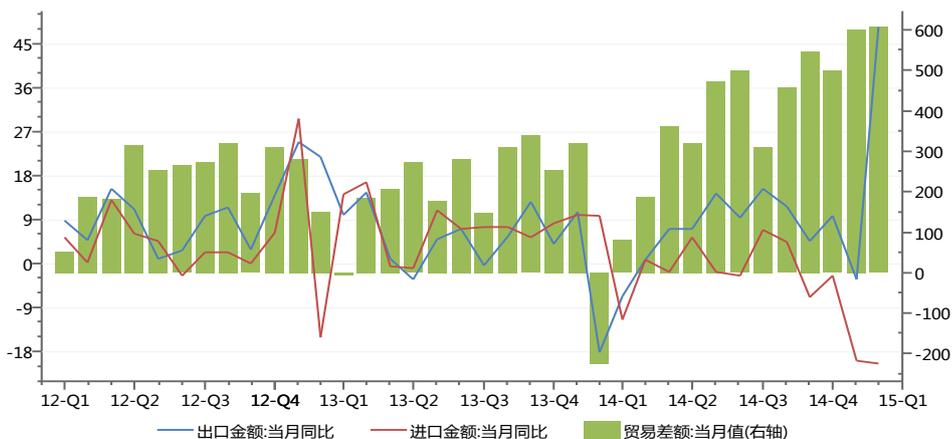
2月8日，海关总署公布的数据显示，2月我国出口额为1691.9亿美元，同比增长48.3%，远超预期；进口额为1085.7亿美元，同比下降20.5%，降幅扩大0.6个百分点，低于市场预期；贸易顺差为606.2亿美元。

2月出口增速大幅超过预期，我们认为主要原因是今年2月恰逢春节，企业存在节前集中出口的趋势，出口额绝对数较高，而去年春节落在1月。此外，人民币对美元不断贬值，也在一定程度上有利于对外出口。

2月进口增速小幅扩大，低于预期，我们认为主要原因是国内有效需求不足，以及大宗商品价格持续低迷。此外，世界主要经济体增长缓慢，2月进料加工贸易进口同比降幅依然较大。

2月贸易顺差再创历史新高，主要是受出口大增的影响，但剔除春节因素之后，外需好转的持续性有待验证；进口降幅扩大，内需不足的矛盾未见改善。我们认为一季度经济下行的压力依然较大，政策宽松有望加码。

图表 1：2月出口增速大超预期



数据来源：Wind、华融证券

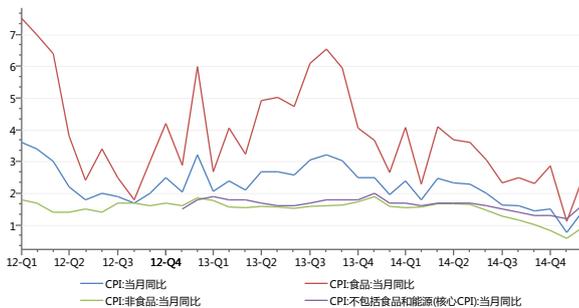
## 2、物价追踪：2月 PPI 降幅持续扩大

3月10日，国家统计局公布的数据显示，2月CPI同比上涨1.4%，涨幅较上月小幅回升0.6个百分点，连续第6个月低于2%。其中，食品价格同比上涨2.4%，拉动CPI上涨0.81个百分点，受春节因素影响较大；非食品价格同比上涨0.9%。

2月PPI同比下降4.8%，降幅较上月扩大0.5个百分点，且为连续36个月下降。其中，生产资料价格同比下降6.2%，影响全国工业生产者出厂价格总水平下降约4.8个百分点；生活资料价格同比下降0.1%，降幅收窄。

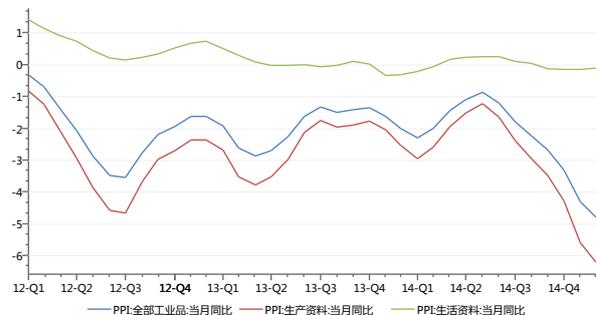
2月CPI同比涨幅超出市场预期，主要是食品价格受春节因素的影响涨幅较大。2月PPI降幅持续扩大，说明内需不振的局面未见改善，通缩压力仍然存在。

图表 2：2月 CPI 同比涨幅超出预期



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：2月 PPI 降幅持续扩大



数据来源：Wind、华融证券

## 三、资金面：打新再次来袭，短期流动性紧张

### 1、公开市场操作：逆回购利率降幅符合预期

上周，央行共实施750亿元7天逆回购，中标利率为3.75%，较前期降低10BP。此外，上周有2200亿元逆回购到期，全周共实现货币净回笼1450亿元。央行7天逆回购利率下降幅度符合市场预期，但数量偏少，未能改善市场流动性偏紧的局面。

### 2、货币市场利率：资金面偏紧，利率高位运行

上周央行降息后，流动性的改善未达预期，资金成本居高不下。随着新一轮新股申购的临近，冻结资金超过万亿，叠加存准缴款的影响，资金面紧张情绪再次来袭，市场利率依旧高位运行。

银行间市场方面，上周五，SHIBOR 隔夜利率收于3.4160%，较前周小幅

下降 2.5BP；SHIBOR 一周利率收于 4.7390%，较前周小幅下降 3.3BP；银行间 7 天回购加权平均利率收于 4.80%，较前周小幅下降 4BP。

交易所资金方面，GC001 上周运行较为稳定，基本保持在 2%以内，上周五收于 1.1850%，较前周下降 166.5BP；自上周四 GC007 可覆盖新股申购时点起，GC007 价格上升明显，但弱于上一轮打新，上周五收于 7.3450%，较前周上升 408.5BP。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率，分别收于 4.35%和 4.30%，较前周下降 3BP。

互联网金融产品方面，由于短期流动性偏紧，市场利率高位运行，我们跟踪的 5 款产品收益水平整体小幅上扬，其中百度百赚的收益率重新回到 5%以上，微信理财通的收益率涨幅也超过 30BP。

**图表 4：货币市场利率一览**

| 2015-03-06 | 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       | 3.40    | -5  | 76        | (0.12) | 3.80  |
| RO07       | 4.84    | 5   | 142       | 0.01   | 6.38  |
| GC001      | 1.19    | -15 | 18        | (1.67) | 53.44 |
| GC007      | 7.35    | 165 | 384       | 0.01   | 13.85 |
| SHIBOR01   | 3.42    | -2  | 77        | (0.02) | 3.70  |
| SHIBOR07   | 4.74    | 1   | 135       | (0.03) | 5.78  |
| 票据直贴6M     | 4.35    | 5   | 40        | (0.30) | 5.40  |
| 票据转贴6M     | 4.30    | 5   | 40        | (0.30) | 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**

| 2015-03-06 | 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        | 4.45    | 0   | 25        | 4.01 | 4.85 |
| 微信理财通      | 4.95    | 16  | 36        | 3.84 | 6.23 |
| 百度百赚       | 5.32    | 25  | 80        | 4.18 | 6.20 |
| 网易现金宝      | 4.47    | -9  | -7        | 4.05 | 4.75 |
| 苏宁零钱包      | 4.82    | 2   | -179      | 4.11 | 6.61 |

数据来源：Wind、华融证券

### 3、人民币汇率：美元走势强劲，人民币贬值压力增加

上周公布的美国非农数据超预期积极，美元指数走势强劲，人民币对美元中间价持续上升，上周五收于 6.1533，处于 2014 年 11 月以来的高位。人民币内外盘贬值压力持续，内外盘与中间价的偏离度依然较高，后半周有所缓解。截至上周五，内盘即期汇率收于 6.2626 (-70BP)，外盘即期汇率收于 6.2723 (-113BP)。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 冲高后略有回落，上周五收于 6.3990，较上周降低 160BP，人民币对美元的贬值压力依然较大。

**图表 6：人民币汇率一览**

| 2015-03-05 | 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     | 6.1533  | 5   | 160       | 6.1137 | 6.1543 |
| 内盘即期汇率CNY  | 6.2629  | -33 | 1127      | 6.1727 | 6.2743 |
| 外盘即期汇率CNH  | 6.2723  | -79 | -79       | 6.1609 | 6.2891 |
| 美元NDF12个月  | 6.3990  | 20  | 20        | 6.2945 | 6.4195 |

数据来源：Wind、华融证券

## 四、重要政策：地方债务管理将“开前门，堵后门”

3月6日，财政部部长楼继伟在十二届全国人大三次会议举行的新闻发布会上表示，中国地方债风险总体可控，解决思路包括“开前门”和“堵后门”。

“开前门”指的是赋予地方政府发债的权利。2014年9月通过的预算法修订案赋予地方政府发债权限，此后出台的一系列文件表明地方政府融资平台企业发行的城投债将逐步被地方债代替。

“堵后门”指的是消化和替换存量债务。一方面，把那些有一定收益的债务改造成比较稳定的现金流，或引入“PPP模式”转化为企业债；另一方面，对一部分完全公益性的平台所借的地方负有偿还责任的债务，可以通过发行期限较长，利率较低的地方债替换原来的平台债务。

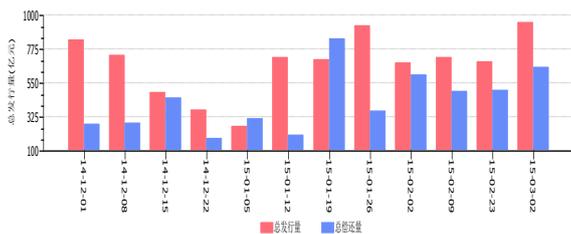
据媒体报道，近期财政部已批复3万亿存量债务替换，其中1万亿额度已经批复到地方财政厅。我们认为疏堵结合的管理方式能有效的降低地方债务的流动性风险，符合“防止出现区域性和系统性风险”的要求。同时，在城投债增量被严格限制，存量逐步被替换的背景下，优质城投债的稀缺性突出，收益率有望进一步下行。

## 五、利率债

### 1、一级市场：发行大幅回暖

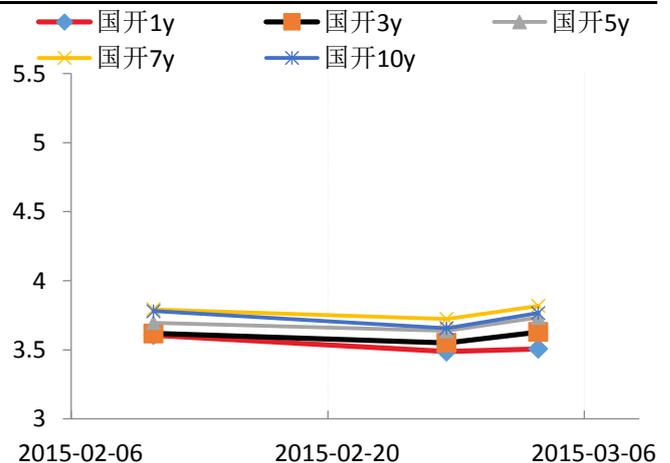
上周，利率债发行大幅回暖，两周共计发行950亿元，其中国债10年期200亿元，国开债1年期40亿元，3年期、5年期各60亿元，7年期50亿元，10年期90亿元；进出债2年期40亿元，5年期、10年期各60亿元，7年期50亿元；农发债1年期、3年期、7年期各80亿元。此外，上周利率债到期300亿元，上周净融资650亿元。

图表7：利率债发行大幅回暖



数据来源：Wind、华融证券

图表8：国开债发行利率走势



数据来源：Wind、华融证券

上周，利率债发行量显著上升，但市场认购仍然较积极，15 国开 02(增 3) 和 15 进出 02(增 5) 的认购倍数均超过了 3 倍。近期资金市场流动性偏紧，带动了各券种的发行利率小幅上行。

## 2、二级市场：降息后债市进入调整，但慢牛预期并未改变

上周央行降息后，流动性并未出现明显好转，本次降息的效果显著低于前次。短期流动性依旧在高位运行，利率债短端收益率上行压力较大。同时，资金面持续紧张导致市场的观望情绪渐浓，债市进入调整，利率债长端收益率承压，其中国开债收益率全面上行，10 年期收益率重回 3.8% 以上，国开债收益率曲线从长短端倒挂恢复到正常形态。

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 | 0.34    | 2.80  | 3.05  | 24.72  |
| 13 附息国债 17 | 1.44    | 3.16  | 3.16  | -0.44  |
| 14 附息国债 04 | 2.01    | 3.09  | 3.25  | 15.99  |
| 14 附息国债 08 | 4.13    | 3.33  | 3.33  | -0.16  |
| 14 附息国债 03 | 5.86    | 3.42  | 3.37  | -5.70  |
| 14 附息国债 13 | 6.32    | 3.20  | 3.33  | 13.16  |
| 14 附息国债 12 | 9.29    | 3.45  | 3.46  | 1.00   |
| 14 国开 13   | 0.25    | 3.73  | 3.84  | 10.98  |
| 14 国开 18   | 0.34    | 3.89  | 3.73  | -16.70 |
| 14 国开 08   | 2.08    | 3.74  | 3.95  | 21.00  |
| 14 国开 01   | 1.85    | 3.75  | 4.14  | 39.37  |
| 14 国开 02   | 3.85    | 3.84  | 3.98  | 14.00  |
| 14 国开 09   | 4.08    | 3.83  | 4.11  | 28.19  |
| 14 国开 03   | 5.86    | 3.91  | 3.92  | 1.10   |
| 14 国开 10   | 6.09    | 4.19  | 4.19  | -0.17  |
| 14 国开 05   | 8.87    | 3.92  | 4.04  | 11.50  |

数据来源：Wind、华融证券

降息的主要目的是为了缓解经济下行和通货紧缩的双重压力。与上次降息相似的是，本次降息之后，微观方面，市场利率短期内不降反升，流动性趋紧的局面未见改善；宏观方面，实体经济增长困难重重，通缩压力不断增大，实际融资成本上升，人民币贬值压力下外资出逃导致外汇占款下降，均表明政策宽松的力度需要加大。因此，我们依然坚持债市长期慢牛的判断，建议逢低配置中长久期国开债。

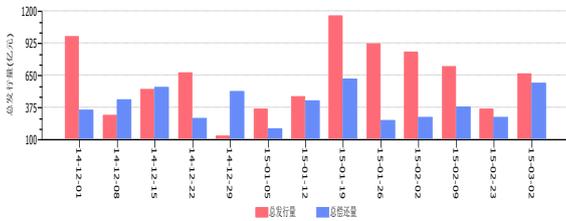
## 六、信用债

### 1、一级发行：发行量大幅回升

上周信用债发行大幅回升，恢复到正常水平，共计 655 亿元，其中企业债 24 亿元，公司债 2.5 亿元，中票 144 亿元，短融 484.5 亿元。此外，上周信用

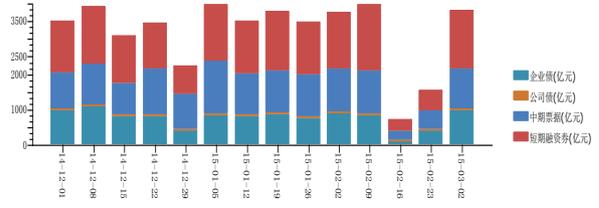
债到期偿还 730.7 亿元，全周净偿还 75.7 亿元。从评级上看，上周发债企业资质较好，发行利率在二级市场收益率的带动下略有上行。

图表 10：信用债发行大幅回升



数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易大幅下降



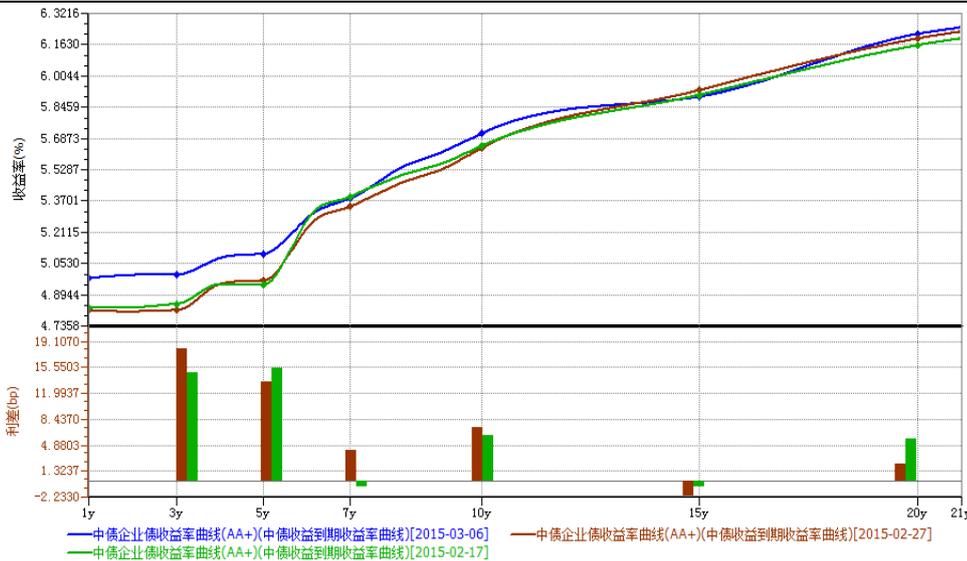
数据来源：Wind、华融证券

## 2、二级交易：高等级信用债的配置价值依然较高

上周，信用债二级市场成交量恢复到春节前的水平。受流动性持续趋紧的影响，高等级信用债收益率曲线依旧处于倒挂。中低等级信用债短端收益率上行较快，收益率曲线呈现平坦化趋势，长短端利差缩小。

我们认为在经济下行压力较大的背景下，高等级信用债的配置价值依然高于信用利差风险较大的中低等级产业债。此外，优质城投债的稀缺性将得到市场的认可，其收益率有进一步下行的空间。

图表 12：中债 AA+ 级企业债收益率曲线



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](http://www.hrsec.com.cn)