

观望情绪较强，债市调整延续

——债券周报（2015.3.9-2015.3.15）

⑤ 投资策略要点

今年1-2月，房地产市场继续调整，经济增长再下台阶。春节过后，食品价格大幅回落，生产资料价格持续低迷，通缩压力仍存。在打新和企业缴税的压力下，市场利率居高不下，债市持续震荡整理。大规模地方债到期置换挤压了国债收益率下行空间，建议关注国开债和优质城投债。

⑤ 基本面

1-2月，房地产市场继续调整，工业生产增速、投资和消费同步回落，经济增长再下台阶。我们判断今年上半年政策的主基调是加力稳增长，加大财政政策和货币政策的力度。

⑤ 资金面

央行逆回购节奏平稳，依然以回收流动性为主。虽然2月信贷显著放宽，但上周面临新一轮新股申购，叠加企业缴税的影响，资金面持续紧张，市场利率维持高位。

⑤ 利率债

上周利率债发行继续回升，市场认购积极，发行利率在流动性压力下持续上行。近期扰动因素较强，债市延续了前期的调整，市场的观望情绪依然较强。大规模地方债到期置换挤压了国债收益率下行空间，建议关注中长期国开债。

⑤ 信用债

上周信用债发行量继续回升，二级市场成交量同步回暖。城投债的替代品种中，无论是地方债、一般企业债还是项目债，风险收益均不及优质城投债，稀缺性显现，我们建议持续关注。

相关报告

《债券周报：短期调整不改长期慢牛走势》——20150310

《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

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：观望情绪较强，债市调整延续	4
二、基本面：经济增长再下台阶，政策还将加码	4
1、经济数据：1-2 月工业增速和投资同步回落.....	4
2、物价追踪：食品价格大幅回落.....	5
三、资金面：短期扰动因素增加，市场利率居高不下	6
1、公开市场操作：继续回收流动性.....	6
2、货币市场利率：打新扰动，流动性偏紧.....	6
3、人民币汇率：美元指数创新高，人民币持续贬值.....	6
四、利率债	7
1、一级市场：发行量持续上升.....	7
2、二级市场：调整延续.....	8
五、信用债	8
1、一级发行：发行量持续回升.....	8
2、二级交易：收益率曲线趋于平坦化.....	9

图表目录

图表 1: 1-2 月经济增长再下台阶.....	5
图表 2: 食品价格明显回落.....	5
图表 3: 生产资料价格持续低迷.....	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: 利率债发行持续上升.....	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: 信用债发行持续回升.....	9
图表 11: 二级市场交易回暖.....	9
图表 12: 中债 AA+级企业债收益率曲线.....	9

一、投资策略要点：观望情绪较强，债市调整延续

今年 1-2 月，房地产市场继续调整，工业增速、投资和消费同步回落，经济增长再下台阶，基本面难言好转。春节过后，食品价格大幅回落，生产资料价格持续低迷，通缩压力仍存。

在打新和企业缴税的压力下，上周资金面依旧紧张，市场利率居高不下，债市持续震荡整理。大规模地方债到期置换挤压了国债收益率下行空间，建议关注中长久期国开债和优质城投债。

二、基本面：经济增长再下台阶，政策还将加码

1、经济数据：1-2 月工业增速和投资同步回落

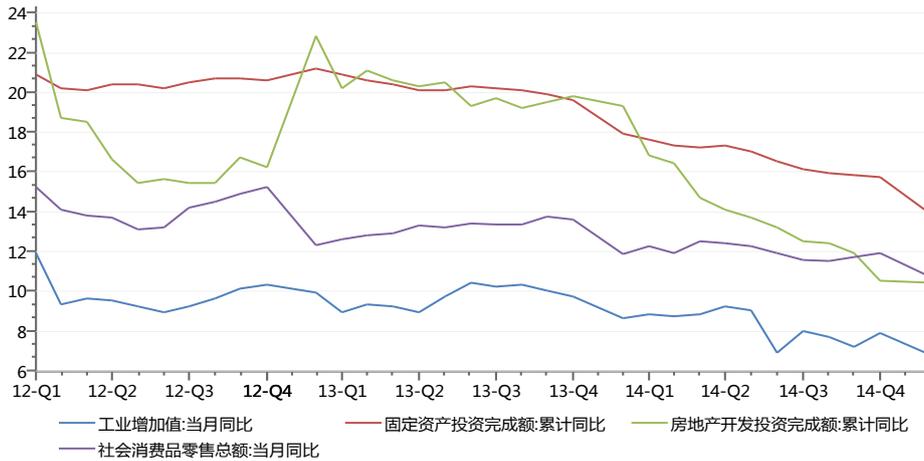
3 月 11 日公布的数据显示，今年 1-2 月，我国工业增加值同比增长 6.8%，增速较去年同期回落 1.8 个百分点，创 2009 年以来的新低，低于我们的预期，工业增长再下台阶。其中，制造业增加值同比增长 7.5%，较去年同期回落 2.3 个百分点，降幅较大。

今年 1-2 月我国固定资产投资（不含农户）同比增长 13.9%，增速较去年同期回落 4.0 个百分点，创 2001 年以来增速的新低。其中，房地产开发投资同比增长 10.4%，增速较去年同期降低 8.9 个百分点，创 2010 年以来增速的新低；基建投资同比增长 20.8%，较去年同期提高 2.0 个百分点。

今年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 10.7%，较去年同期回落 1.1 个百分点，低于预期。其中，商品零售同比增长 10.7%，较去年同期回落 1.4 个百分点；餐饮消费同比增长 11.2%，比去年同期提高 1.65 个百分点。

今年 1-2 月，工业生产增速、投资和消费同步回落，经济增长再下台阶，我们认为一是因为房地产市场的持续调整压力，二是受制造业增长缓慢的拖累。同时，我们注意到基建投资持续发力托底经济，我们判断今年上半年政策的主基调是在加力稳增长的基础上加大财政政策和货币政策的力度。

图表 1: 1-2 月经济增长再下台阶



数据来源: Wind、华融证券

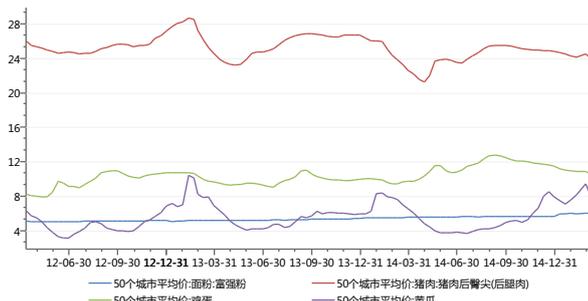
2、物价追踪：食品价格大幅回落

国家统计局监测数据显示，3月上旬，50个城市主要食品平均价格在经历了春节大涨之后明显回落。其中，粮油产品价格稳中有降，肉类产品、禽蛋类产品和水产品价格持续下行，果蔬类产品，尤其是蔬菜价格降幅较大，环比降幅普遍超过5%。

3月上旬，流通领域重要生产资料市场价格依然在低位运行。其中，金属产品和煤炭价格持续下降，化工产品和石油天然气产品价格受油价反弹的影响小幅上升。

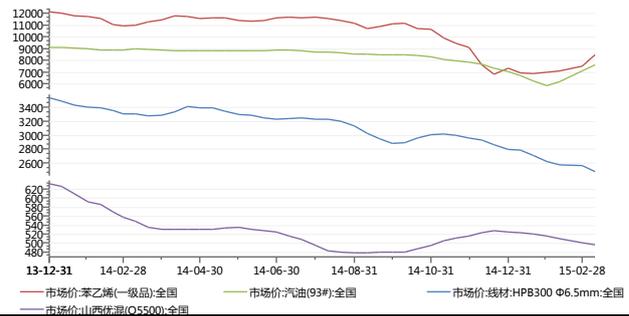
春节假期过后，食品价格大幅回落，生产资料价格持续低迷，我们判断3月CPI同比增幅将降至1%左右，仍然存在通缩压力。

图表 2: 食品价格明显回落



数据来源: Wind、华融证券

图表 3: 生产资料价格持续低迷



数据来源: Wind、华融证券

三、资金面：短期扰动因素增加，市场利率居高不下

1、公开市场操作：继续回收流动性

上周，央行共实施 600 亿元 7 天逆回购，中标利率保持在 3.75%。此外，上周有 1130 亿元逆回购到期，全周共实现货币净回笼 530 亿元。央行逆回购节奏平稳，以回收流动性为主，资金面维持紧平衡。

2、货币市场利率：打新扰动，流动性偏紧

上周，虽然信贷显著放宽，但面临新一轮新股申购，冻结资金约为 3 万亿，叠加企业缴税的影响，资金面持续紧张，市场利率在周四冲高后略有回落，维持高位。

银行间市场方面，上周五，SHIBOR 隔夜利率收于 3.4360%，较前周小幅提高 2BP；SHIBOR 一周利率收于 4.7380%，较前周小幅下降 0.1BP；银行间 7 天回购加权平均利率收于 4.8039%，较前周小幅提高 0.59BP。

交易所资金方面，受新股申购的影响，市场利率整体上涨，但弱于上一轮打新。GC001 上周波动较大，一度冲高至 36%，随后逐渐回落，上周五收于 2.9800%，较前周提高 179.5BP；在上周四之前，GC007 持续在高位运行，此后回落至 3% 左右的正常水平，上周五收于 3.1000%，较前周下降 424.5BP。

票据融资方面，6 个月直贴利率和转贴利率，分别收于 4.30‰ 和 4.25‰，较前周下降 0.5BP。

互联网金融产品方面，我们跟踪的 5 款产品收益水平出现分化，或是受投资结构的影响，余额宝表现稳定，百度百赚的收益率维持在 5% 以上，而微信理财通的收益率略有下降。

图表 4：货币市场利率一览

名称	现价	变动 (BP)	过去90日走势分析		
			90日变动	最小值	最大值
RO01	3.42	-3	76	0.02	3.80
RO07	4.72	-5	115	(0.12)	6.38
GC001	2.98	-993	45	0.45	53.44
GC007	3.10	-350	-95	(4.25)	13.85
SHIBOR01	3.44	-3	80	0.02	3.70
SHIBOR07	4.74	-1	131	(0.00)	5.78
票据直贴6M	4.30	0	15	(0.05)	5.40
票据转贴6M	4.25	0	15	(0.05)	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

名称	现价	变动 (BP)	过去90日走势分析		
			90日变动	最小值	最大值
余额宝	4.48	0	41	4.01	4.85
微信理财通	4.50	-3	23	3.84	6.23
百度百赚	5.13	5	16	4.18	6.20
网易现金宝	4.86	0	49	4.05	4.86
苏宁零钱包	4.88	0	42	4.11	5.67

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：美元指数创新高，人民币持续贬值

上周美元指数突破 100，达到 12 年来的高点，人民币对美元中间价持续贬值，上周五收于 6.1588，处于 2013 年三季度以来的高位。人民币内外盘贬值压力持续，略有反复。截至上周五，内盘即期汇率收于 6.2595 (-34BP)，

外盘即期汇率收于 6.2714 (-9BP)。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 震荡向上，上周五收于 6.4100，较上周提高 57BP。我们认为美元的走势将保持强劲，人民币对美元的贬值压力依然较大，利于对美出口。但其他主要经济体货币贬值幅度较人民币更大，或对我国的整体出口形势形成一定冲击。

图表 6：人民币汇率一览

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	6.1588	-29	357	6.1137	6.1617
内盘即期汇率CNY	6.2595	-29	726	-0.0034	6.2743
外盘即期汇率CNH	6.2714	-86	-86	-0.0009	6.2891
美元NDF12个月	6.4100	15	15	0.0057	6.4195

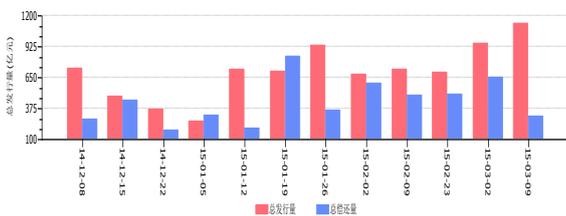
数据来源：Wind、华融证券

四、利率债

1、一级市场：发行量持续上升

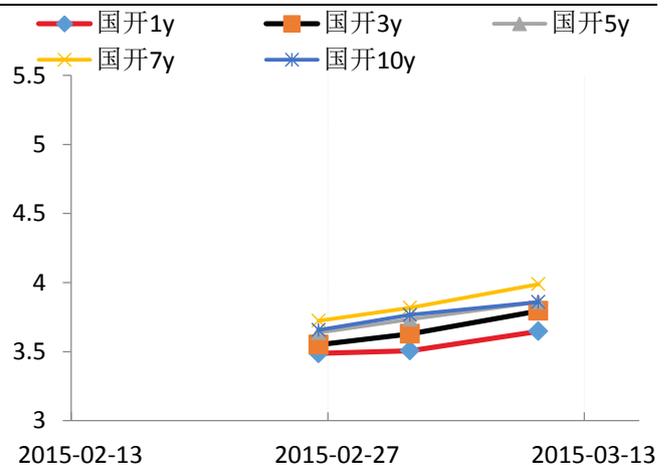
上周，利率债发行大幅回暖，两周共计发行 1130 亿元，其中国债 5 年期 200 亿元，凭证式国债 3 年期 180 亿元，5 年期 120 亿元；国开债 1 年期 40 亿元，3 年期、7 年期各 50 亿元，5 年期 60 亿元，10 年期 80 亿元；进出债 1 年期、5 年期各 40 亿元，7 年期 50 亿元，10 年期 60 亿元；农发债 5 年期、10 年期各 80 亿元。此外，上周利率债到期 350 亿元，上周净融资 780 亿元。

图表 7：利率债发行持续上升



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，利率债发行量持续上升，但市场依旧积极，招标发行的 12 只利率债中仅有 2 只认购倍数不足 3 倍，说明机构的配置需求依然较高。近期资金市场流动性偏紧，国开债各期限发行利率持续上行。

2、二级市场：调整延续

央行降息后，流动性的好转不达预期，叠加新股申购和财税缴款等短期扰动因素，资金面持续紧张，债市延续了前期的调整，各关键期限收益率涨跌互现，说明市场的观望情绪依然较强。

从成交活跃的几只利率债来看，短久期利率债震荡幅度较小，而中长久期利率债调整较大，也反映出市场对利率债长端走势的分歧。

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付息国债14	0.32	3.11	3.09	-1.73
13付息国债17	1.42	3.09	3.20	11.39
14付息国债04	1.99	3.27	3.25	-2.00
14付息国债08	4.11	3.33	3.31	-2.13
14付息国债03	5.84	3.38	3.32	-6.50
14付息国债13	6.30	3.40	3.35	-5.00
14付息国债12	9.27	3.46	3.48	2.00
14国开13	0.23	3.87	3.82	-5.00
14国开18	0.32	3.77	3.79	1.78
14国开08	2.07	3.92	3.83	-8.61
14国开01	1.84	3.83	3.86	2.79
14国开02	3.84	4.00	3.79	-21.34
14国开09	4.07	4.02	4.16	14.00
14国开03	5.84	3.94	4.02	7.68
14国开10	6.07	4.03	3.95	-7.99
14国开05	8.85	4.05	4.06	1.19

数据来源：Wind、华融证券

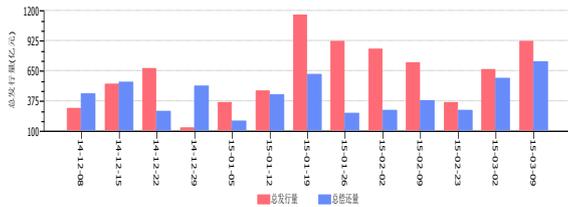
近期，地方债务置换备受市场关注。按照财政部的计划，2015 年地方政府已获得 1 亿元的发债额度。统一用省一级地方债替换到期债务可以有效的控制县市一级地方债的违约风险，但如此集中的发行无疑将打压机构配置国债和政策性银行债的热情。按照去年地方自发自还债试点的情况来看，地方政府债务无论是评级还是发行利率都接近国债，因此我们认为相对于国开债，国债收益率下行的空间更加有限，建议关注中长久期国开债。

五、信用债

1、一级发行：发行量持续回升

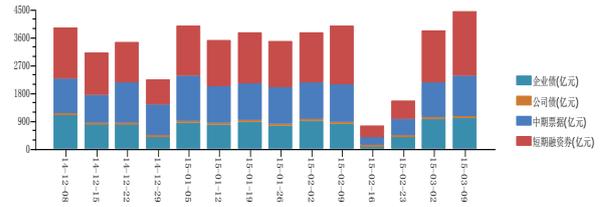
上周信用债发行持续回升，共计 920.2 亿元，其中企业债 122 亿元，公司债 15 亿元，中票 135 亿元，短融 648.2 亿元。此外，上周信用债到期偿还 734.4 亿元，全周净融资 185.8 亿元。从评级上看，上周发债企业资质较好。发行利率在二级市场收益率的带动下继续上行。

图表 10: 信用债发行持续回升



数据来源: Wind、华融证券

图表 11: 二级市场交易回暖



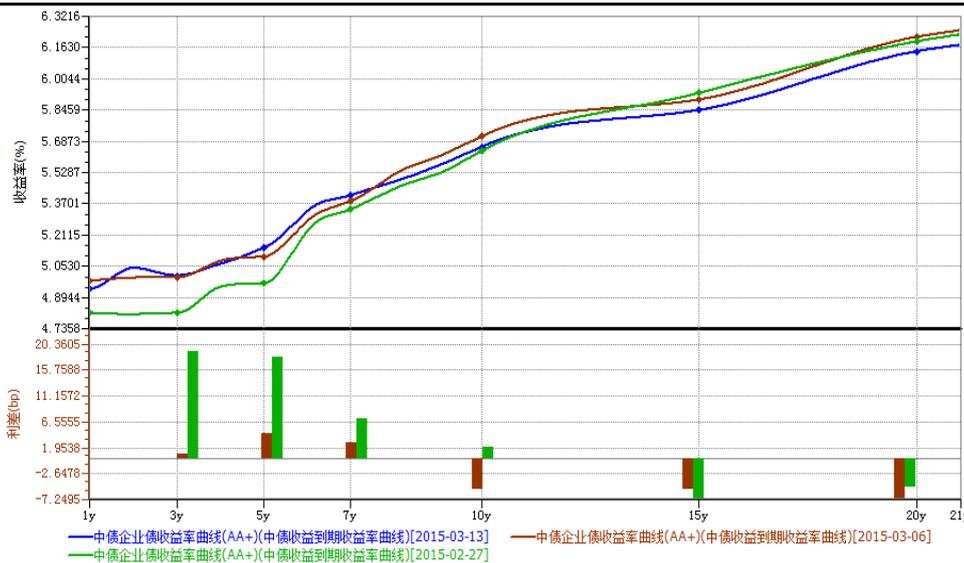
数据来源: Wind、华融证券

2、二级交易：收益率曲线趋于平坦化

上周，信用债二级市场成交量持续回暖，中票和短融交投较多。高等级信用债收益率曲线倒挂的局面有所改善，中低等级信用债短端收益率下行空间有限，而长端收益率受宽松政策预期的影响震荡下行，收益率曲线趋于平坦化。

城投债的替代品种中，无论是地方债、一般企业债还是项目债，风险收益均不及优质城投债，稀缺性显现，我们建议持续关注。

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