

短期流动性趋紧，债市持续调整

——债券周报（12.15 - 12.21）

⑤ 投资策略要点

12月汇丰中国PMI初值跌破50，中小企业增长较弱。制造业通缩压力较大，政策仍存宽松空间，基本面对债市的长期支撑没有改变。近期流动性趋紧，推高了短期收益率。但前期利空逐步出尽，市场紧张情绪已有所缓和，利率债的上升动能恢复，信用债调整已接近尾声，我们建议投资者可以开始为明年布局。

⑤ 基本面

12月汇丰PMI初值创8个月新低，在稳增长措施托底的情况下，中小企业生产的恢复依旧困难重重，内需不足的情况未见明显改善。食品价格持续上升，但涨幅收缩；生产资料价格保持低迷，通缩压力增强，政策宽松依旧存在空间。

⑤ 资金面

央行连续第七次暂停公开市场操作，实现货币零投放。新股申购叠加年末各金融机构头寸季节性紧张，短期资金利率创新高。央行实行空窗操作，SLO的投放及MLF续作可以缓解市场紧张情绪，我们认为目前市场短期资金利率居高不下的趋势不会长时间延续。

⑤ 利率债

资金面趋紧，一级市场净融资大幅收缩。国开债认购积极，二级市场收益率冲高回落带动发行利率下行。短期品种受流动性制约，收益率持续上升，国开债利率曲线倒挂。利率债的上升动能恢复，建议以配置为主的投资者可以开始为明年布局。

⑤ 信用债

一级市场发行回暖，但净融资量显著减少，发行利率趋于上行。二级市场成交收窄，收益率曲线呈现平坦化。低评级企业债信用利差扩大，而低评级城投债信用利差显著缩小，配置价值下降。我们认为信用债的调整已接近尾声，可以考虑介入。

相关报告

《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

《债券周报：短期震荡，静观其变》——20141202

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：短期流动性趋紧，债市持续调整.....	4
二、基本面：经济未见明显改善，通缩压力持续.....	4
1、经济数据：12月汇丰PMI跌破荣枯线.....	4
2、物价追踪：食品价格涨幅收缩，生产资料价格持续低迷.....	5
三、资金面：流动性偏紧，利率持续走高.....	5
1、公开市场操作：正回购继续暂停.....	5
2、货币市场利率：短期利率创新高.....	5
3、人民币汇率：内外盘持续大幅贬值.....	6
四、利率债.....	6
1、一级发行：净融资大幅收缩.....	6
2、二级交易：国开债收益率倒挂.....	7
五、信用债.....	8
1、一级发行：发行量回升，净融资减少.....	8
2、二级交易：收益率曲线呈现平坦化.....	9

图表目录

图表 1: 12 月汇丰 PMI 创 8 个月新低.....	4
图表 2: 农业产品价格持续上涨.....	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: 利率债净融资量大幅收缩.....	7
图表 8: 国开债发行利率下降.....	7
图表 9: 利率债二级市场走势.....	8
图表 10: 信用债发行回升, 净融资减少.....	8
图表 11: 二级市场交易收窄.....	8

一、投资策略要点：短期流动性趋紧，债市持续调整

12月汇丰中国PMI初值跌破50，创8个月新低，中小企业增长较弱，内需不足的情况未见明显改善。农产品价格涨幅收缩，生产资料价格持续下行，政策仍存宽松空间，基本面对债市的长期支撑没有改变。

近期流动性趋紧，资金利率居高不下，推高了短期收益率。前期利空逐步出尽，市场紧张情绪已有所缓和，中长久期利率债的上升动能恢复。信用债收益率曲线平坦化，调整已接近尾声，我们建议投资者可以开始为明年布局。

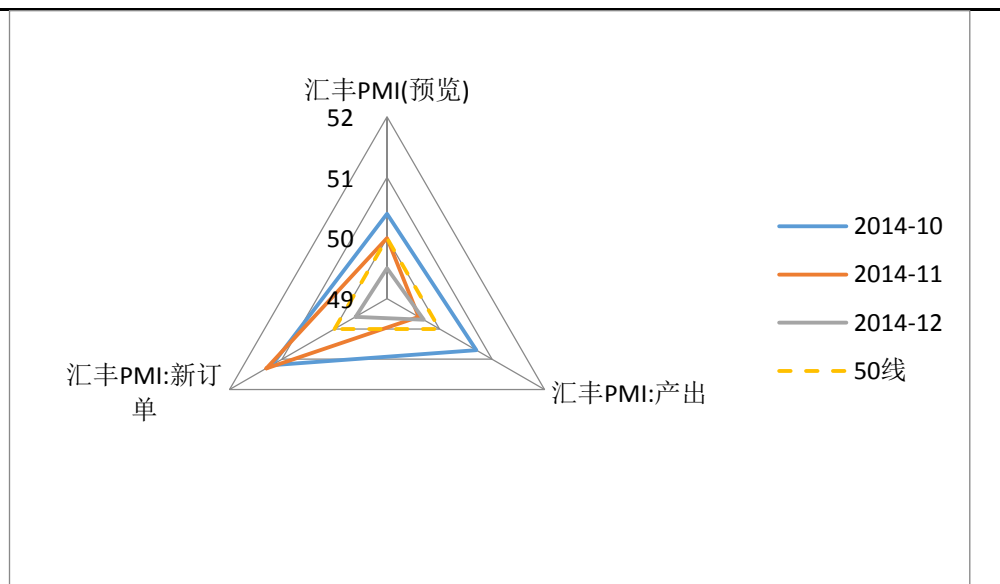
二、基本面：经济未见明显改善，通缩压力持续

1、经济数据：12月汇丰PMI跌破荣枯线

12月16日公布的12月汇丰中国PMI初值降至49.5，较上月回落0.5个百分点，为7个月来首次跌破荣枯线，并创8个月新低。从分项来看，产出指数为49.7，较上月小幅提高0.1个百分点，但仍处于收缩区间；新订单指数降至49.6，较上月下挫1.7个百分点，为今年4月以来的最低点；就业指数为48.9，较上月回升0.2个百分点。

12月汇丰PMI初值7个月来首度跌破荣枯线，说明在政府连续出台稳增长措施托底的情况下，中小企业生产的恢复依旧困难重重。产出指数和就业情况小幅回升，但新订单指数大幅下挫，内需不足的情况未见明显改善。目前看来，明年一季度经济或将企稳复苏，仍需宽松政策支持。

图表 1：12月汇丰PMI创8个月新低



数据来源：Wind、华融证券

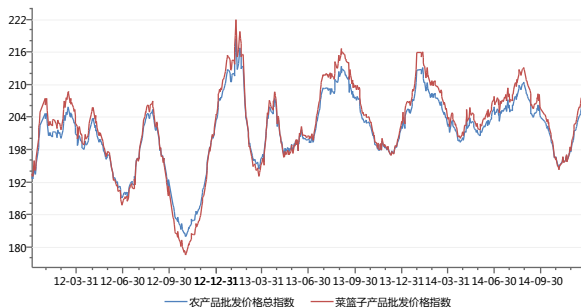
2、物价追踪：食品价格涨幅收缩，生产资料价格持续低迷

据农业部监测，上周农产品批发价格指数环比上涨 1.11%，菜篮子产品批发价格指数上涨 1.33%，两者涨幅均较前周缩小 0.8 个百分点。

国家统计局数据显示，12 月上旬，流通领域重要生产资料市场价格环比趋于下行。从各大分类来看，黑色金属价格和有色金属价格小幅下挫；化工产品价格降幅较大，纯苯和苯乙烯价格跌幅超过 10%；受国际原油价格的影响，石油天然气价格持续下降；煤炭价格受需求的拉动继续上行。

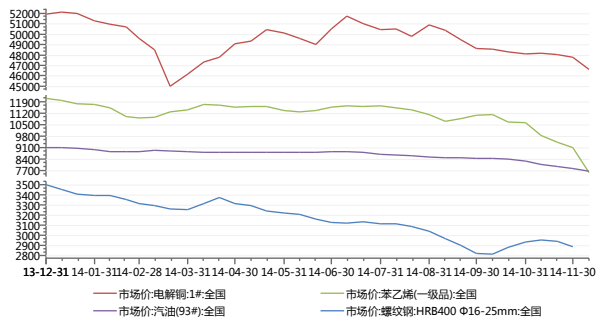
总体看来，上周物价走势分化，食品价格持续上升，但涨幅收缩；生产资料价格保持低迷，通缩压力的增强，我们认为政策宽松依旧存在空间。

图表 2：农业产品价格持续上涨



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：流动性偏紧，利率持续走高

1、公开市场操作：正回购继续暂停

上周，央行连续第七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。近期资金面偏紧，央行继续空窗操作有利于缓解市场的紧张情绪。此外，财政部与央行投放 600 亿元三个月期国库现金定期存款，中标利率为 4.65%，低于市场预期。

2、货币市场利率：短期利率创新高

上周面临新股申购，叠加年末各金融机构头寸季节性紧张，流动性偏紧。央行一方面暂停了正回购操作，另一方面继续投放 SLO，并对到期的 MLF 进行了续作以呵护资金面，我们认为目前市场短期资金利率居高不下的趋势不会长时间延续。

银行间市场方面，资金市场利率周中迅速上涨，并创今年 2 月以来的新高。上周五，SHIBOR 隔夜利率报收于 3.6060%，较前周提高 95.5BP；SHIBOR7 天利率报收于 5.3670%，较前周提高 178BP。

交易所资金方面，打新资金扰动十分明显，周四和周五利率创阶段性新高，但小于上次新股申购期间的峰值。至上周五，GC001 报收于 2.2750%，较前周提高 84.5BP，GC007 报收于 5.2950%，较前周提高 219BP。

票据融资方面，长三角 6 个月直贴利率和 6 个月转贴利率冲高后略有回落，分别收于 5.20‰和 5.15‰，较前周各上涨 8BP。

互联网金融产品方面，我们跟踪的 5 款产品中，余额宝及苏宁零钱包的收益水平随流动性趋紧而提升，但其他品种收益水平不改下行趋势。

图表 4：货币市场利率一览

2014-12-19 名称	现价	变动 (BP) 日变动	过去90日走势分析		
			90日变动	最小值	最大值
RO01	3.80	17	95	2.43	3.80
RO07	6.08	47	275	2.90	6.08
GC001	2.28	159	-6	0.09	38.01
GC007	5.30	-274	148	0.21	12.36
SHIBOR01	3.61	48	75	2.42	3.61
SHIBOR07	5.37	134	212	2.87	5.37
票据直贴6M	4.90	-20	110	3.40	5.40
票据转贴6M	4.85	-20	110	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

2014-12-19 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	4.42	19	30	4.01	4.42
微信理财通	3.95	-4	-56	3.84	4.88
百度百赚	4.40	-4	-18	4.40	6.42
网易现金宝	4.18	0	-24	4.05	4.70
苏宁零钱包	4.62	-2	26	4.07	6.61

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：内外盘持续大幅贬值

上周，内外盘汇率持续大幅度贬值，而人民币对美元中间价在其带动下从前期的高点回落，上周五收于 6.1205 (+21BP)。内盘即期汇率上周五收于 6.2202 (+333BP)，达到今年 6 月以来的新低；外盘即期汇率亦同步达到半年新低，上周五收于 6.2249(+294BP)。远期汇率方面，12 个月美元 NDF 贬值趋势不减且幅度明显扩大，收于 6.3595 (+480BP)。在美元强势的周期内，人民币对美元贬值压力持续加大。

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

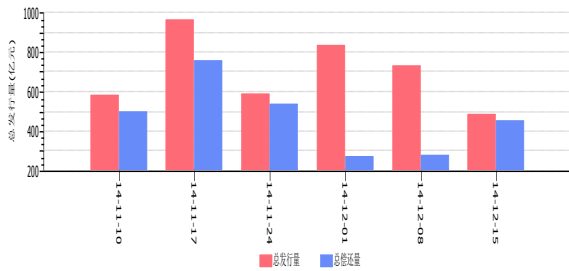
四、利率债

1、一级发行：净融资大幅收缩

上周，利率债发行收窄，共计 481.82 亿元，其中国债 10 年期 282.4 亿元；国开债 3 年期 49.42 亿元，7 年期 50 亿元；进出债 3 年期、5 年期各 50 亿元

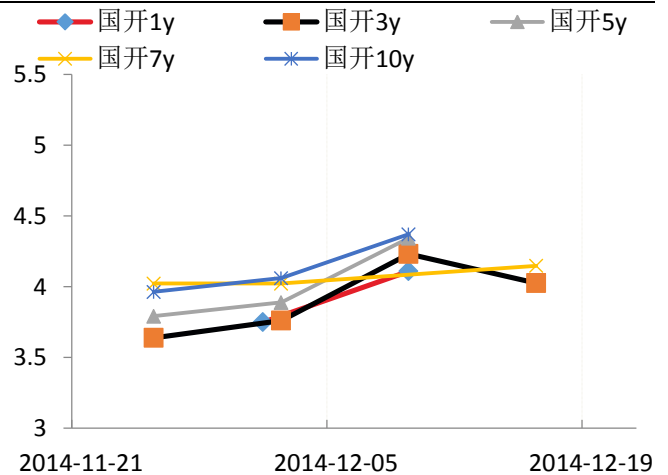
此外，上周利率债到期 450 亿元，全周净融资仅 31.82 亿元。上周资金面趋于紧张，利率债发行大幅收缩。

图表 7：利率债净融资量大幅收缩



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

上周，由于利率债发行量收缩，各品种认购积极，其中 3 年期品种认购倍率达到 5.76，中标利率上升空间有限。同时，二级市场收益率冲高后反弹，也带动了 3 年期品种发行利率的下行，而 7 年期品种利率水平也显著小于前周发行的 3 年期及 5 年期国开债。

2、二级交易：国开债收益率倒挂

上周，获利盘抛压、交易所债券质押新规等利空逐渐出尽，政策宽松预期回暖，中长久期二级市场收益率从高位回落，但短期品种受到流动性制约，收益率持续上升。国开债 1 年到期收益率涨幅显著扩大，利率曲线倒挂，呈现反向的利率期限结构曲线。

从成交量较大的几只利率债来看，长久期品种收益率普遍降低，反弹趋势延续，而短期收益率持续上升，其中 1 年以内品种涨幅明显。

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	0.55	3.25	3.40	14.93
13附息国债17	1.65	3.37	3.38	0.91
14附息国债04	2.22	3.45	3.48	3.12
14附息国债08	4.34	3.85	3.62	-23.32
14附息国债03	6.07	3.68	3.68	-0.11
14附息国债13	6.53	3.71	3.63	-8.00
14附息国债12	9.50	3.77	3.70	-7.00
14国开13	0.46	3.90	4.58	67.99
14国开18	0.55	4.21	4.35	13.98
14国开08	2.30	4.23	4.09	-13.50
14国开01	2.07	4.21	4.10	-11.00
14国开02	4.07	3.76	4.12	36.42
14国开09	4.30	4.26	4.18	-8.00
14国开03	6.07	4.26	4.17	-9.00
14国开10	6.30	4.25	4.26	0.74
14国开05	9.08	4.23	4.13	-10.00

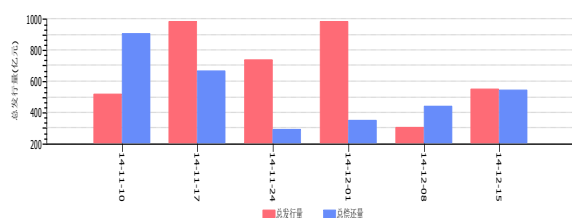
数据来源：Wind、华融证券

目前看来，前期各种负面消息引起的市场紧张情绪已有所缓和，利率债的上升动能恢复。但是短期流动性紧张影响依然很大，短久期品种的调整或将延续到年后，而长久期品种将日趋稳定，我们建议以配置为主的投资者可以开始为明年布局。

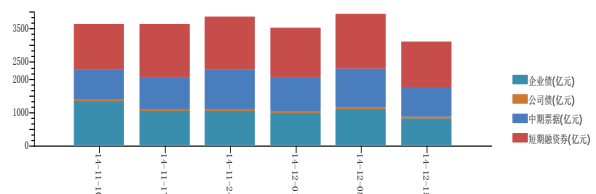
五、信用债

1、一级发行：发行量回升，净融资减少

上周市场共发行信用债 523.2 亿元，其中企业债 10 亿元，中票 193.2 亿元，短融 320 亿元，发行显著回升，但净融资额显著减少，全周净偿还 16.39 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，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，受二级市场收益率的制约，各期限品种以上行为主。

图表 10：信用债发行回升，净融资减少


数据来源：Wind、华融证券

图表 11：二级市场交易收窄


数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：收益率曲线呈现平坦化

上周，信用债二级市场成交量明显收窄。信用债短期收益率走势与利率债相似，各品种 1 年期内到期收益率涨幅明显，收益率曲线呈现平坦化。受近期中证登企业债质押新规的影响，评级在 AA+ 以下的企业债信用利差扩大，而低评级城投债信用利差显著缩小，与同评级企业债靠拢，进一步分化，配置价值下降。我们认为信用债的调整已接近尾声，可以考虑介入。

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