

2015-01-25

固定收益(周报)

固定收益一周观察

央行政策指引利率下行

分析师：张旭欣

☎ (8621)68751589

✉ zhangxx3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070002

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

报告要点

■ 经济数据与市场要闻

14年4季度数据受到APEC会议的扰动,12月单月的改善是这种扰动的延续,我们预计这种扰动仍然会继续支撑一季度的经济增长。同时,生产价格的同比大幅下滑预计也会受到一定的遏制。经济增长的真正压力可能到二季度来临。

■ 央行重启逆回购,证实MLF加量续做

上周,央行重启逆7天逆回购,资金净投放规模为500亿元,同时还有500亿元国库现金定存招标,全周实现资金净投放达1000亿元。央行在确认续做到期的2695亿元MLF的基础上新增500亿元。目前来看央行仍在引导市场宽松预期,而不急于全面宽松。

■ 货币市场流动性短期无虞

上周,资金面呈现宽松趋势,利率曲线整体下行,其中各期限品种均有不同程度下降。虽然受IPO资金冻结因素影响,但由于央行续作MFL以及增加投放支农支小再贷款等有效的对冲了IPO的影响,下周,随着冻结资金陆续解冻,料市场流动性仍将进一步趋于宽松。

■ 一级市场净供给增加,长端需求旺盛

上周,总计发行10支利率债,发行规模合计为700亿元人民币。由于央行宽松政策以保证市场流动性,使得市场需求旺盛,各期中标利率较前周明显下行;而从认购倍数来看,长端认购倍数较前周大幅提高,显示了市场对于长债需求旺盛。

■ 二级市场利率大概率下行

上周,受到央行一系列宽松政策的影响,利率债呈现整体下行态势,长端下降幅度更大。从通胀方面来看,大宗商品普跌,原材料价格或将进一步下行,而另外一方面,下游产成品库存的出清仍有赖于企业降价减量,为应对可能出现的通缩加剧局面,央行的宽松政策势在必行。对于央行实施宽松货币政策的预期不断加强,料利率进一步下行将是大概率事件。

■ 国债期货震荡上行

上周,国债期货主力合约TF1503开于97.50,全周报收于97.88,全周小幅上涨0.17%。受到央行证实续作MLF以及重启逆回购等因素影响,市场对于债券后市走势看好,带动国债期货上行。而从成交量看,上周日均成交量与前周持平。

目录

| | |
|---------------------------|---|
| 经济数据与市场要闻 | 3 |
| 公开市场操作 | 3 |
| 货币市场利率 | 3 |
| 一级市场：债券净供给增加，长端需求旺盛 | 4 |
| 二级市场：利率大概率下行 | 6 |
| 国债期货：震荡上行 | 7 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1：每周公开市场操作 | 3 |
| 图 2：回购市场利率周变化 | 3 |
| 图 3：回购市场日均成交量变化 | 3 |
| 图 4：每周债券发行数据（亿元） | 4 |
| 图 5：国债到期与发行数量（亿元） | 4 |
| 图 6：政策性金融债到期与发行数量（亿元） | 4 |
| 图 7：地方政府债到期与发行数量（亿元） | 5 |
| 图 8：信用债到期与发行数量（亿元） | 5 |
| 图 9：收益率周变化（bps） | 6 |
| 图 10：10 年期国债与 1 年期国债利差(%) | 6 |
| 图 11：国债收益率周变化 | 6 |
| 图 12：国开债收益率周变化 | 6 |
| 图 13：非国开债收益率周变化 | 6 |
| 图 14：央票收益率周变化 | 6 |
| 图 15：国债期货主力合约成交情况 | 7 |

| | |
|-------------------|---|
| 表 1：利率债发行情况 | 5 |
|-------------------|---|

经济数据与市场要闻

14 年全年 GDP 增速 7.4%，市场预期 7.3%，14 年四季度当季同比 7.3%，12 月工增同比 7.9%，前月 7.2%。在华北产能复产的推动下，生产出现改善，这也由原材料进口的增速验证。但无论 GDP 还是工增的增长水平仍然较低——改善，但仍然疲弱。

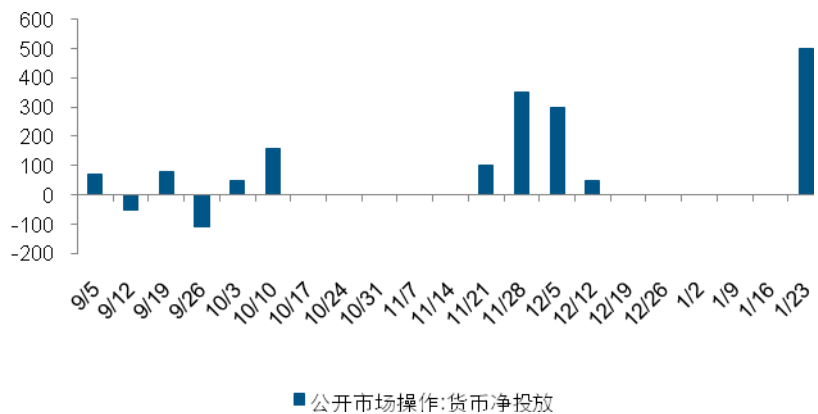
12 月社消零同比 11.9%，预期 11.7%，前值 11.7%；当月固定资产投资同比 14.6%，前月 13.4%，基建投资增速 17.1%，前月 14.9%，房地产投资-1.9%，前月 7.7%。由于基建投资（27.9%）已经高于房地产投资（16.6%），因此基建投资的加速已经足以提振，而房地产投资增速的负增长可能来自于土地出让金的极高基数，初步判断在建仍然正常。此外，反腐对于基数的影响逐渐消失，未来同比数据难以受到反腐冲击。

总体经济的判断：4 季度、12 月数据受到 APEC 会议的扰动，12 月单月的改善是这种扰动的延续，我们预计这种扰动仍然会继续支撑一季度的经济增长。同时，生产价格的同比大幅下滑预计也会受到一定的遏制。经济增长的真正压力可能到二季度来临。

公开市场操作

上周四，央行重启逆 7 天逆回购，资金净投放规模为 500 亿元，中标利率为 3.85%。央行在确认续做到期的 2695 亿元 MLF 的基础上新增 500 亿元，利率与去年 10 月份操作相同，仍为 3.5%。同时上周还有 500 亿元国库现金定存招标，全周实现资金净投放达 1000 亿元。定向宽松工具的使用和逆回购的重启显示央行仍在引导市场宽松预期，而不急于全面宽松。

图 1：每周公开市场操作



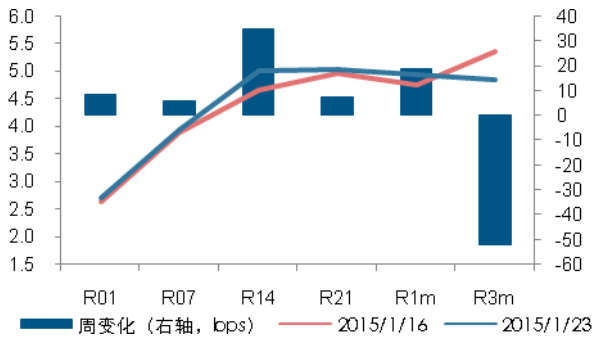
资料来源：Wind，长江证券研究部

货币市场利率

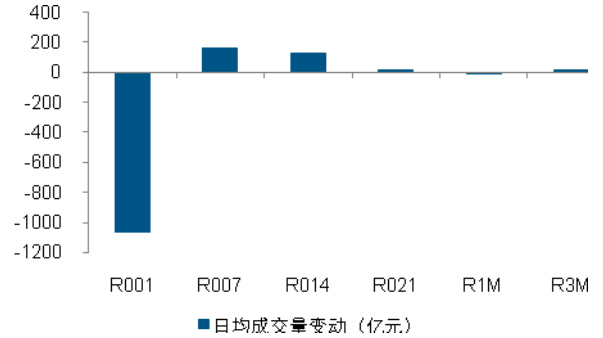
上周，资金面呈现前紧后松态势，利率曲线整体小幅上行，3 个月回购利率大幅下行 50bps。R001 收于 2.71%，较前周上升 8.49bps，R007 收于 3.94%，较前周上升 5.55bps。整体来看，前半周资金面相对紧张，1 日和 7 日回购利率一度达到 2.85% 和 4.18% 的周内高位，但央行周三晚间证实续作 MFL 以及周四重启 7 日逆回购为市场进一步注入流动性，使得资金面紧张态势得以缓解。本周，市场流动性仍将进一步趋于宽松。

图 2：回购市场利率周变化

图 3：回购市场日均成交量变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

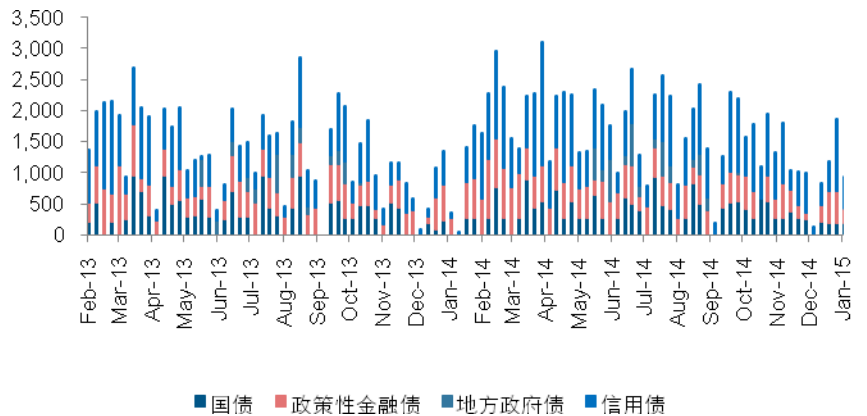


资料来源: Wind, 长江证券研究部

一级市场: 债券净供给增加, 长端需求旺盛

上周, 利率债总计发行 700 亿元, 较前周小幅减少 2.78%。信用债总计发行 1161.52 亿元, 较前周大幅增加 152.78%。

图 4: 每周债券发行数据 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

上周, 国债发行 200 亿元, 到期 150 亿元, 净供给增加 50 亿元; 政策性金融债发行 500 亿元, 到期 690 亿元, 净供给减少 190 亿元; 地方政府债无发行和到期。上周, 利率债净供给总计减少 140 亿元。信用债发行 1161.52 亿元, 到期 620.32 亿元, 净供给增加 541.2 亿元。

图 5: 国债到期与发行数量 (亿元)

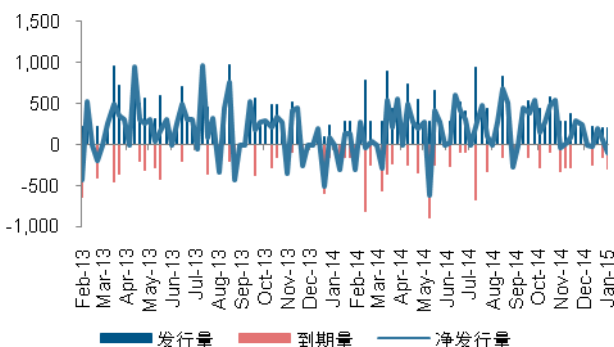
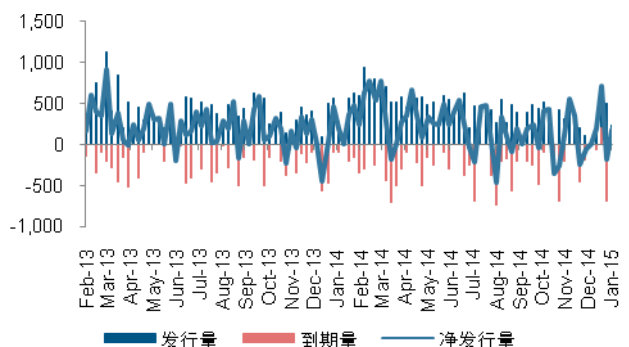
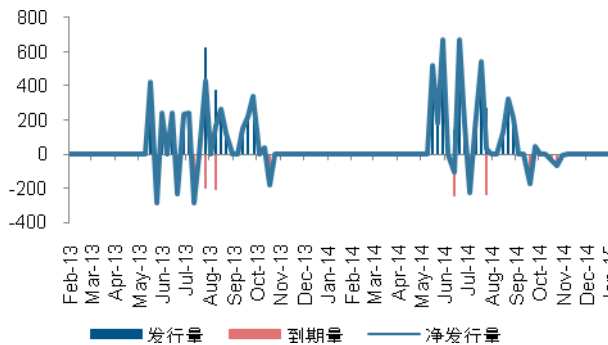


图 6: 政策性金融债到期与发行数量 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

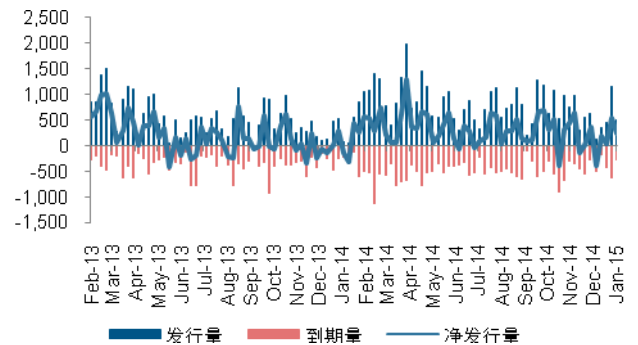
图 7: 地方政府债到期与发行数量(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 信用债到期与发行数量(亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

上周, 总计发行 10 支利率债, 发行规模合计为 700 亿元人民币。其中 7 年期国债发行利率为 3.36%; 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年期国开债发行利率分别为 3.69%, 3.74%, 3.79%, 3.92% 和 3.94%; 1 年、2 年、5 年和 7 年期进出发行利率分别为 3.72%、3.75%、3.85% 和 3.95%, 由于央行放水以保证市场流动性, 使得市场需求旺盛, 各期中标利率较前周明显下行; 而从国开债认购倍数来看, 分别为 4.795, 3.647, 2.972, 4.795 和 3.633, 长端认购倍数较上周大幅提高, 也显示了市场需求整体回暖。

表 1: 利率债发行情况

| 发行日期 | 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 期限 | 发行 利率 | 招标 形式 | 认购 倍数 |
|-----------|-------------------|--------------|----|----------|----------|----------|
| 上周发行 | | 700 | | | | |
| 2015-1-20 | 14 国开 27(增 6) | 60 | 5 | 3.79 | 价格 | 2.972 |
| 2015-1-20 | 14 国开 30(增 4) | 40 | 1 | 3.69 | 价格 | 4.795 |
| 2015-1-20 | 14 国开 28(增 6) | 50 | 7 | 3.92 | 价格 | 4.154 |
| 2015-1-20 | 15 国开 01(增 2) | 60 | 3 | 3.74 | 价格 | 3.647 |
| 2015-1-20 | 14 国开 29(增 6) | 70 | 10 | 3.94 | 价格 | 3.633 |
| 2015-1-21 | 15 付息国债 02 | 200 | 7 | 3.36 | 利率 | 2.795 |
| 2015-1-22 | 15 进出 02 | 50 | 2 | 3.75 | 利率 | 2.966 |
| 2015-1-22 | 15 进出 01 | 50 | 1 | 3.72 | 利率 | 3.356 |
| 2015-1-22 | 15 进出 04 | 50 | 7 | 3.95 | 利率 | 2.972 |
| 2015-1-22 | 15 进出 03 | 70 | 5 | 3.85 | 利率 | 2.386 |
| 本周计划发行 | | 440 | | | | |
| 2015-1-27 | 14 国开 27(增 7) | 60 | 5 | | 价格 | |
| 2015-1-27 | 14 国开 28(增 7) | 50 | 7 | | 价格 | |
| 2015-1-27 | 15 国开 01(增 3) | 60 | 3 | | 价格 | |
| 2015-1-27 | 14 国开 29(增 7) | 70 | 10 | | 价格 | |
| 2015-1-28 | 14 付息国债 29(续发) | 200 | 10 | | 价格 | |
| 2015-1-20 | 15 付息国债 02 | 200 | 7 | | 利率 | |

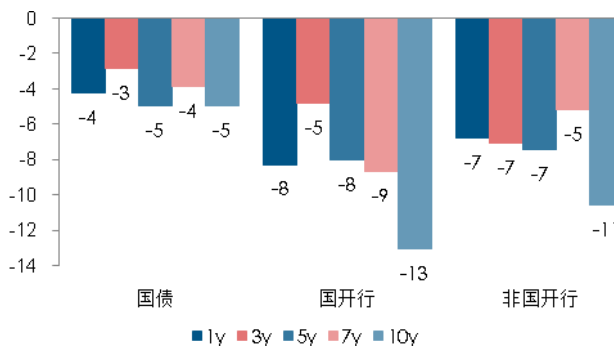
资料来源: 长江证券研究部

本周仍将有 6 支利率债进行招标, 计划发行规模 440 亿元。为应对后期可能加剧的通货紧缩, 央行仍将继续为市场提供流动性, 整体中标利率仍有进一步下行空间。

二级市场: 利率大概率下行

上周, 1 年期国债收于 3.16%, 较前周小幅下行 4bps; 10 年期国债收于 3.20%, 下行 3bps; 10 年期与 1 年期国债利差缩窄至 0.291%。1 年期国开债收于 3.75%, 较前周下行 8bps; 10 年期收于 3.86%, 下行 13bps。非国开政策性金融债 1 年期和 10 年期分别收于 3.81% 和 4.02%, 分别下行 7bps 和 11bps。

图 9: 收益率周变化 (bps)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

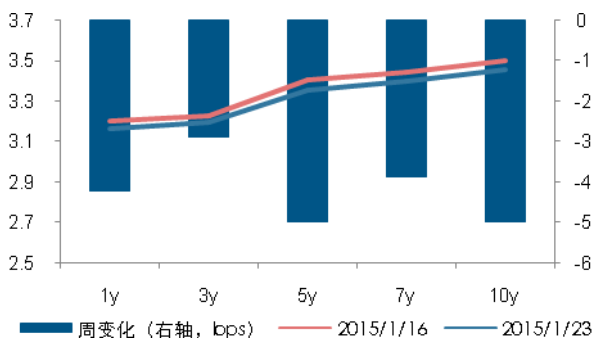
图 10: 10 年期国债与 1 年期国债利差(%)



资料来源: Wind, 长江证券研究部

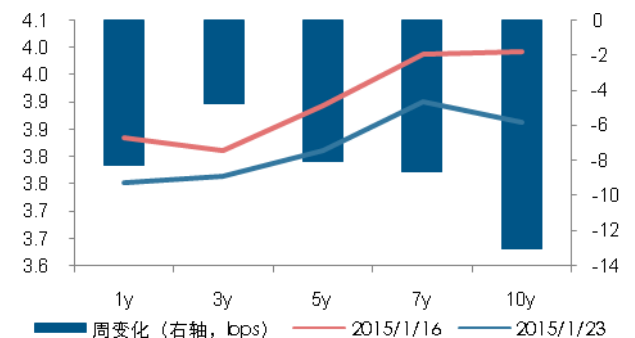
上周, 受到央行一系列宽松政策的影响, 利率债呈现整体下行态势, 整体利率曲线下移, 长端下降幅度更大。上周, 受到欧洲央行量化宽松等一系列事件冲击, 大宗商品价格普跌, 原材料价格将进一步下行, 而另外一方面, 下游产成品库存的出清仍有赖于企业降价减量, 为应对可能出现的通缩加剧局面, 央行的宽松政策势在必行。受到央行续作 MLF 和重启逆回购等事件的影响, 市场对于央行实施宽松货币政策的预期不断加强, 使得市场对于长债的需求量大增, 这从一级市场长债中标倍数的骤增也能看出端倪。

图 11: 国债收益率周变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

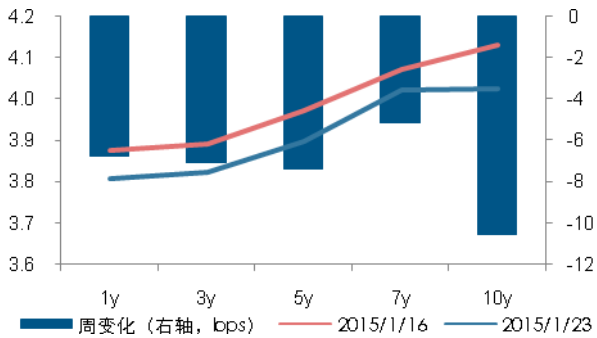
图 12: 国开债收益率周变化



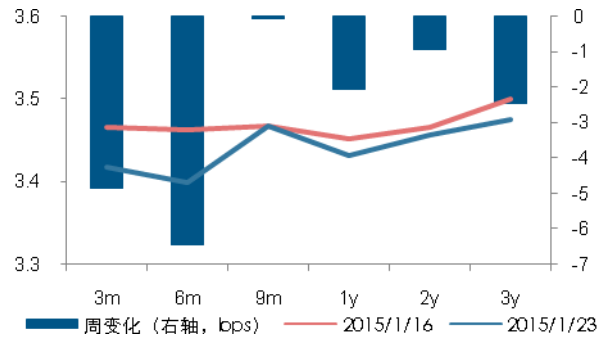
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: 非国开债收益率周变化

图 14: 央票收益率周变化



资料来源: Wind, 长江证券研究部

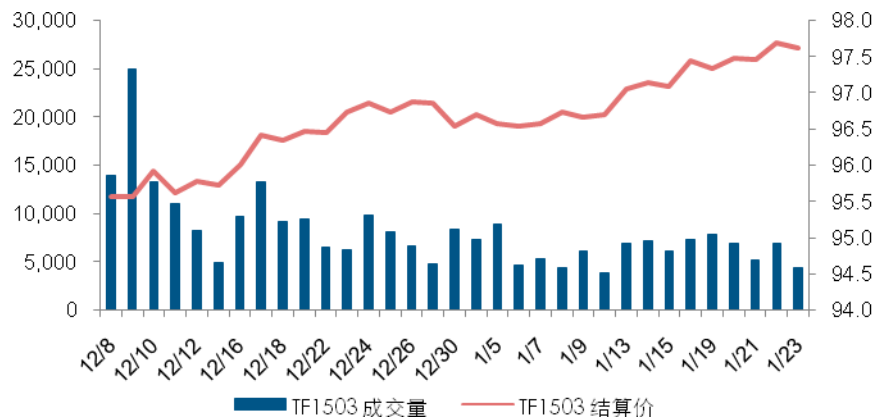


资料来源: Wind, 长江证券研究部

国债期货：震荡上行

上周, 国债期货主力合约 TF1503 开于 97.50, 全周报收于 97.88, 全周小幅上涨 0.17%, 振幅达到 0.85%。前半周受到证监会黑天鹅事件影响, 造成市场情绪恐慌, 后半周受到央行证实续作 MLF 以及重启逆回购等因素影响, 市场对于债券后市走势看好, 带动国债期货上行。而从成交量看, 上周日均成交量为 6265.6 手, 与前周 6288.4 手持平。

图 15: 国债期货主力合约成交情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | | E-mail |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 周志德 | 主管 | (8621) 68751807 | 13681960999 | zhouzd1@cjsc.com.cn |
| 甘 露 | 副主管 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn |
| 杨 忠 | 华东区总经理 | (8621) 68751003 | 18616605802 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 鞠 雷 | 华南区总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn |
| 李敏捷 | 华北区总经理 | (8621) 66290412 | 18911132188 | limj@cjsc.com.cn |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 | zhanghui1@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|--------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看 好： | 相对表现优于市场 |
| 中 性： | 相对表现与市场持平 |
| 看 淡： | 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 推 荐： | 相对大盘涨幅大于 10% |
| 谨慎推荐： | 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性： | 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 |
| 减 持： | 相对大盘涨幅小于-5% |
| 无投资评级： | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。