

固定收益证券

利率产品周报

证券研究报告

分析师 胡泽利 S1080511020001
研究助理 沈弼凡 S1080114030002
电话: 0755-23838250
邮件: shenbifan@fcsc.com

关注博鳌论坛中的稳增长信号

摘要:

财政支出力度明显增大，稳增长态度明确。1-2 月累计，全国一般公共预算收入 25717 亿元，比上年同期增长 3.2%，较去年 12 月回落 10.1 个百分点；考虑部分政府性基金转列一般公共预算影响，同口径增长 1.7%。1-2 月累计，全国一般公共预算支出 18865 亿元，比去年同期增长 10.5%，较去年 12 月提高 9.3 个百分点；考虑部分政府性基金转列一般公共预算影响为同口径增长 9.5%。

(1) 受经济增速放缓影响，财政收入增速下滑，而财政支出逆势上升，显示积极财政政策稳增长的动力正在加强。(2) 从中央和地方来看，1-2 月中央本级财政支出同比增长 21.4%，地方财政支出同比增长 8.5%，中央支出速度明显高于地方。(3) 由于当前尚有 3.76 万亿财政存款，财政支出高于财政收入有利于“盘活财政资金存量”，也有利于基础货币的投放。

70 城房价数据不理想，房地产投资有下滑风险。根据 3 月 18 日国家统计局公布的 2 月 70 城房价数据，2 月新房价格环比下跌的城市数从上月的 64 个增加到 66 个，上涨的城市数为 2 个，其余 2 个城市持平。此外，2 月 70 城房价数据继续走低，新房价格和二手房价格跌幅均略有扩大趋势，显示 1-2 月房地产市场销量的回落也反映在了价格上。在去年 11 月的降息后房地产市场曾经出现了短暂的企稳，并带动今年 1-2 月房地产投资增速的回升。而由于今年以来房地产市场的销量和价格继续走弱，预计接下来数月房地产投资情况将依然不理想。基建投资托底的需求更为强烈，下一步基建投资增速有可能上升，而货币政策也将维持偏松基调。

利率产品策略：基本面回升的路径正在明确起来。上周央行下调了公开市场逆回购利率 10bp，并辅以 MLF 到期续做的小幅放量，使得资金面的紧张局面有所缓解；加之美联储决议偏鸽派，美债收益率有所下行，美元强势局面有所改观，人民币兑美元汇率触底反弹，资金面宽松的预期有所强化。应该说资金面对现券市场是较为友好的。然而现券收益率不降反升，尤其是中长端上行幅度达到 10bp 左右。我们认为，这是市场对政府稳增长政策下基本面企稳回升的预期反映。随着投资项目的逐步落实，及宽松货币政策下资金的逐步到位，基本面再度下行的空间已经不大，债券面临调整压力。就本周而言，从本周四至周日（3 月 26-29 日），博鳌亚洲论坛将召开，届时有可能公布一些涉及一带一路的投资项目，基本面回升的路径将更为明确，我们建议适当进行短久期交易性操作。

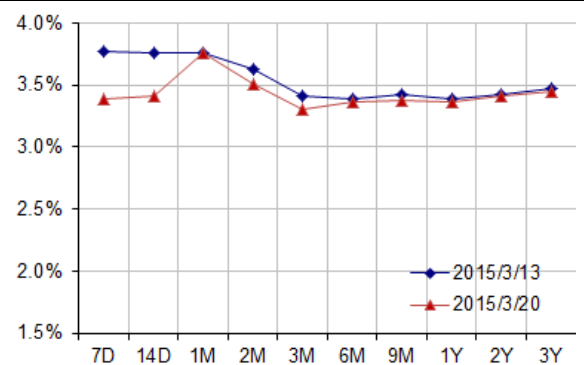


上周债券市场重要指标概览 (03.16-03.22)

上周中美基准年限国债收益率比较 (03.20)

期限	中国国债		美国国债		中美利差 (bp)
	收益率 (%)	周变动 (bp)	收益率 (%)	周变动 (bp)	
1Y	3.10	1	0.24	0	286
3Y	3.22	-1	0.95	-12	227
5Y	3.29	-4	1.42	-18	187
7Y	3.37	3	1.73	-20	164
10Y	3.50	1	1.93	-20	157
20Y	3.95	7	2.29	-19	166

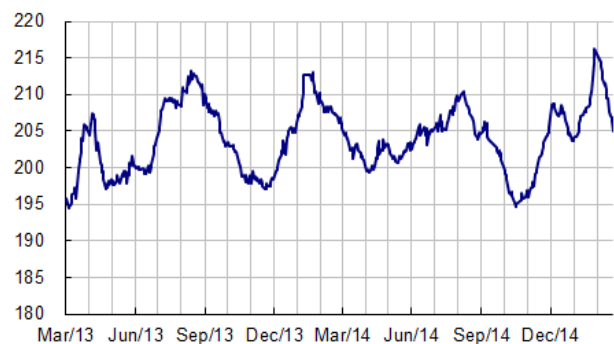
上周央票收益率利率曲线 (03.20)



TR/J CRB Index



农产品批发价格指数 (农业部)



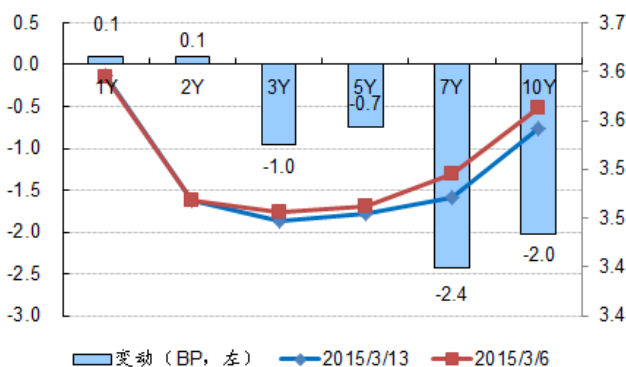
美元指数



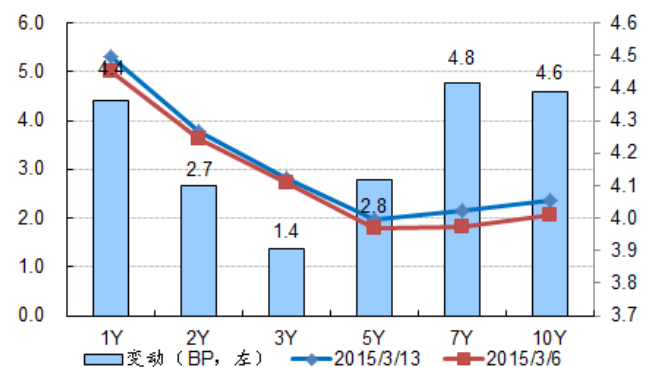
布伦特原油期货结算价



Repo 利率互换



3M-Shibor 利率互换



以上资料来源: Wind、Thomson Reuters/Jefferies、Bloomberg、第一创业证券研究所整理



1、宏观经济分析

1.1 宏观数据分析

表 1: 上周发布的中国重要宏观数据

数据发布日期	数据发布机构	重点数据	本期值	上期值	去年同期值
周一, 03-16	财政部	全国财政收入(2月同比, %)	0.3	5.0	8.2
		全国财政支出(2月同比, %)	55.2	-19.9	-10.7
	国家能源局	全社会用电量(1-2月同比, %)	-6.3	3.3	13.7
周三, 03-18	央行	金融机构新增外汇占款(2月, 亿元)	422	-1,083	1,282
		金融机构新增财政存款(2月, 亿元)	4,705	6,632	4,222
	外管局	银行结售汇差额(2月, 亿美元)	-172	-82	457

资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

表 2: 本周预计发布的中国重要宏观数据

数据发布日期	数据发布机构	重点数据	本期预测值	上期值	去年同期值
周二, 03-24, 09:45	汇丰银行	汇丰制造业 PMI 初值(3月, 初值/终值)			
周五, 03-27, 09:30	国家统计局	工业企业利润			

资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

1.1.1 财政支出力度明显增大, 稳增长态度明确

1-2月累计, 全国一般公共预算收入 25717 亿元, 比上年同期增长 3.2%, 较去年 12 月回落 10.1 个百分点; 考虑部分政府性基金转列一般公共预算影响, 同口径增长 1.7%。1-2 月累计, 全国一般公共预算支出 18865 亿元, 比去年同期增长 10.5%, 较去年 12 月提高 9.3 个百分点; 考虑部分政府性基金转列一般公共预算影响为同口径增长 9.5%。

图 1: 财政支出增速大幅高于财政收入

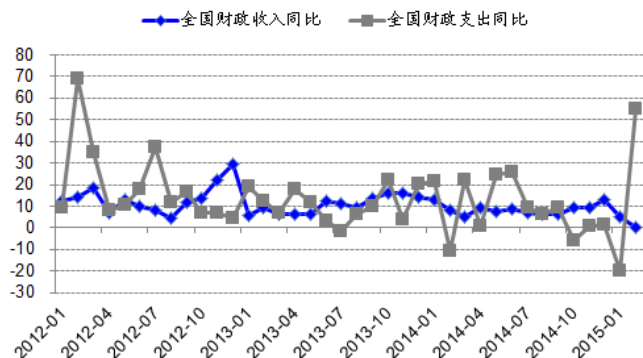
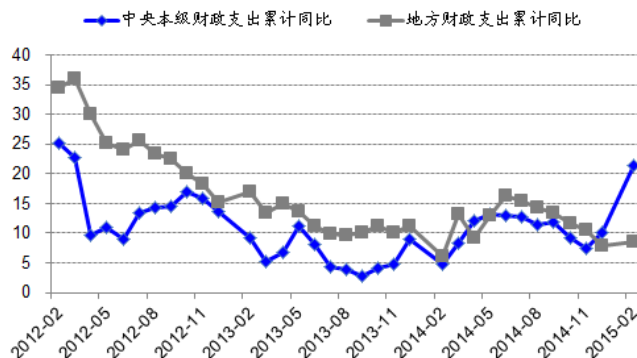


图 2: 中央财政支出同比增速较高



资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

(1) 受经济增速放缓影响, 财政收入增速下滑, 而财政支出逆势上升, 显示积



极财政政策稳增长的动力正在加强。(2)从中央和地方来看,1-2月中央本级财政支出同比增长21.4%,地方财政支出同比增长8.5%,中央支出速度明显高于地方。(3)由于当前尚有3.76万亿财政存款,财政支出高于财政收入有利于“盘活财政资金存量”,也有利于基础货币的投放。

1.1.2 70城房价数据不理想,房地产投资有下滑风险

根据3月18日国家统计局公布的2月70城房价数据,2月新房价格环比下跌的城市数从上月的64个增加到66个,上涨的城市数为2个,其余2个城市持平。此外,2月70城房价数据继续走低,新房价格和二手房价格跌幅均略有扩大趋势,显示1-2月房地产市场销量的回落也反映在了价格上。在去年11月的降息后房地产市场曾经出现了短暂的企稳,并带动今年1-2月房地产投资增速的回升。而由于今年以来房地产市场的销量和价格继续走弱,预计接下来数月房地产投资情况将依然不理想。基建投资托底的需求更为强烈,下一步基建投资增速有可能上升,而货币政策也将维持偏松基调。

1.2 宏观事件和政策监管动态

表 3: 上周中国重要宏观事件和政策监管动态

日期	事件主体	事件	主要内容
周一, 03-16	财政部	印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》。	应积极扩大一般债券投资者范围,鼓励社会保险基金、住房公积金、企业年金、职业年金、保险公司等机构投资者和个人投资者在符合法律法规等相关规定的前提下投资一般债券。
周三, 03-18	国务院	国务院常务会议	明确《政府工作报告》的部门责任和分工,确保完成全年经济社会发展主要目标任务;部署推进农业可持续发展,加快农业现代化;确定改进口岸工作政策措施,促进扩大开放和外贸稳定发展。

资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

2、上周市场回顾

2.1 公开市场及资金面: 降价不增量

上周公开市场,央行继续只对部分到期的逆回购进行了续做,全周公开市场(计入国库现金管理)净回笼550亿元。在上周的公开市场操作中,央行下调了7天期逆回购利率10bp至3.65%。不过由于投放量有限,资金的市场利率依然较高。虽然



市场传言央行对到期的 3,500 亿元 MLF 续做到了 5,000 亿元,但受新股发行等影响,资金面总体依然维持偏紧局面。银行间隔夜回购周加权利率回落 5bp 至 3.32%, 7 天期回购周加权利率回落 22bp 至 4.51%。

表 4: 公开市场概览

		类型	期限	规模 (亿元)	利率 (%)	周变动 (BP)
上周 (03.16-03.22)	投放	央票到期	-	-	-	-
		正回购到期	-	-	-	-
		逆回购	7D	350	3.65	-10
		国库定存招标	9M	300	5.25	-
	回笼	央票发行	-	-	-	-
		正回购	-	-	-	-
		逆回购到期	7D	600	-	-
		国库定存到期	3M	600	-	-
	净投放	-550 亿元				
本周 (03.23-03.29)	到期投放	央票到期	-	-	-	-
		正回购到期	-	-	-	-
	到期回笼	逆回购到期	7D	350	-	-
		国库定存到期	-	-	-	-
	到期净投放	-350 亿元				

资料来源: 中国人民银行、第一创业证券研究所整理

2.2 一级市场: 随二级市场陡峭化上行

上周一级市场共发行了 12 只利率产品, 计划发行规模为 885 亿元。整体上来说, 上周发行结果延续此前的偏弱表现, 长端收益率随二级市场上行的幅度较大, 曲线呈现陡峭化趋势, 认购倍数相比此前一周也有所回落。

表 5: 上周利率产品发行结果 (不含央票)

发行日期	发行券种	期限	规模 (亿元)	全场倍数	中标利率	上次发行日期	利率变动 (BP)
周一, 03-16	15 农发 01 (增 3)	3 年	80	2.50	3.9440	-	-
	15 农发 02 (增 3)	5 年	80	2.87	4.0442	03-12	12
周二, 03-17	15 国开 02 (增 5)	1 年	40	2.95	3.6454	3-10	-0
	15 国开 01 (增 9)	3 年	60	2.73	3.8227		3
	15 国开 03 (增 5)	5 年	60	2.49	3.9035		4
	15 国开 04 (增 5)	7 年	50	3.36	4.0530		6
	15 国开 05 (增 5)	10 年	90	2.72	3.9282		7
周三, 03-18	15 国债 02 (续 2)	7 年	200	1.93	3.3600	-	-
周四, 03-19	14 国开 17 (增)	15 年	45	1.79	4.3070	-	-
	15 进出 06	5 年	60	2.17	4.1000	03-16	6
	15 进出 04 (增 5)	7 年	60	1.82	4.1703	03-12	16



	15 进出 05 (增 5)	10 年	60	1.92	4.2243		20
	15 国开 05 (增 4)	10 年	80	3.64	3.8594		9
发行规模合计			885 亿元				

注：计算利率变动时视进出债和农发债为相同品种，仅统计一周内有同品种同期限发行时的利率变动；

资料来源：ChinaBond、上交所、第一创业证券研究所整理

表 6：上周和本周利率产品到期（不含央票）

	到期品种	到期规模（亿元）	合计（亿元）
上周（03.16-03.22）	记账式国债	300	1,290
	地方政府债	0	
	国开债	560	
	非国开政金债	430	
本周（03.22-03.29）	记账式国债	0	303.2
	地方政府债	0	
	国开债	0	
	非国开政金债	303.2	

资料来源：ChinaBond、第一创业证券研究所整理

表 7：本周利率产品发行计划（不含央票）

发行日期	发行券种	期限	计划规模（亿元）
周一，03-23	15 农发 08	2 年	80
	15 农发 06 (增)	3 年	80
	15 农发 07 (增)	5 年	80
周二，03-24	15 国开 02 (增 6)	1 年	40
	15 国开 01 (增 10)	3 年	60
	15 国开 03 (增 6)	5 年	60
	15 国开 04 (增 6)	7 年	50
	15 国开 05 (增 6)	10 年	90
周三，03-25	15 国债 04	3 年	200
发行规模合计			740 亿元

注：本表仅统计截至本周一9时已公布的发行计划；资料来源：ChinaBond、第一创业证券研究所整理

2.3 二级市场：陡峭化上行

上周二级市场收益率整体呈现陡峭化上行走势。上周随着资金面相比此前略有宽松，短端利率保持稳定，但由于稳增长预期较强，加之股票市场持续大涨分流人气和资金，债券市场总体表现偏弱，长端收益率上行明显。5、7、10 年期国开债上行幅度都在 10bp 左右。

3、利率产品策略：基本面回升的路径正在明确起来

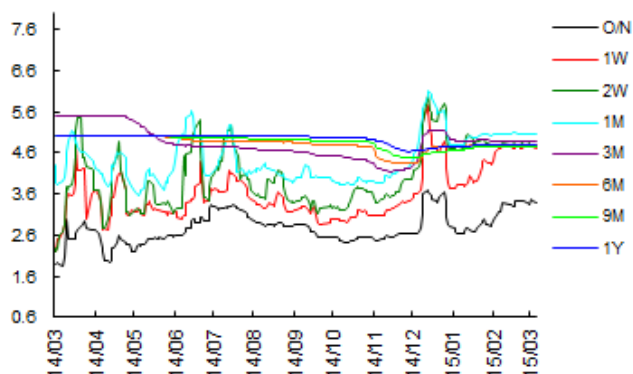


上周央行下调了公开市场逆回购利率 10bp，并辅以 MLF 到期续做的小幅放量，使得资金面的紧张局面有所缓解；加之美联储决议偏鸽派，美债收益率有所下行，美元强势局面有所改观，人民币兑美元汇率触底反弹，资金面宽松的预期有所强化。应该说资金面对现券市场是较为友好的。然而现券收益率不降反升，尤其是中长端上行幅度达到 10bp 左右。我们认为，这是市场对政府稳增长政策下基本面企稳回升的预期反映。随着投资项目的逐步落实，及宽松货币政策下资金的逐步到位，基本面再度下行的空间已经不大，债券面临调整压力。就本周而言，从本周四至周日（3 月 26-29 日），博鳌亚洲论坛将召开，届时有可能公布一些涉及一带一路的投资项目，基本面回升的路径将更为明确，我们建议适当进行短久期交易性操作。

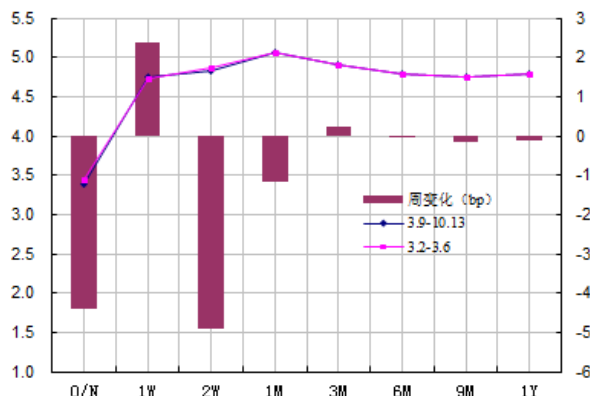


4、一周债市变化表

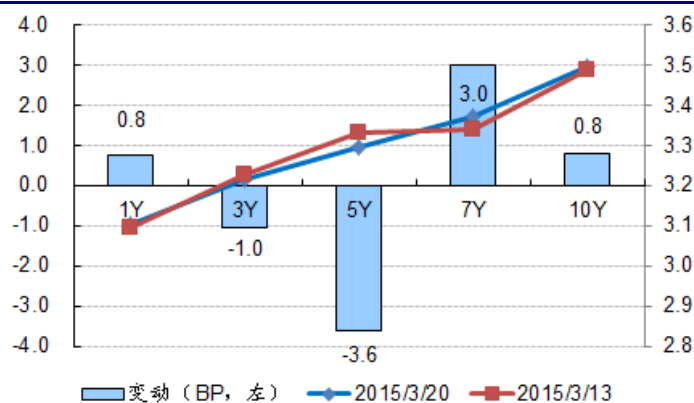
SHIBOR 的各期限利率走势



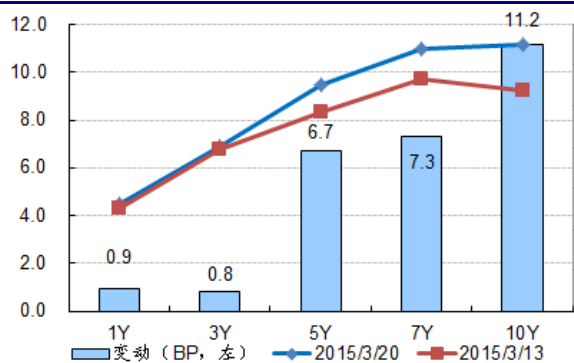
SHIBOR 各期限利率变化



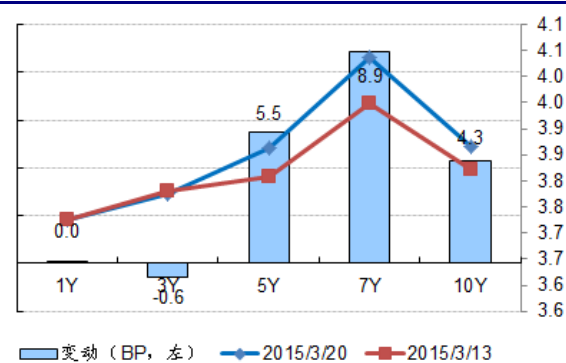
银行间市场国债收益率曲线周变化



银行间市场金融债（非国开）收益率曲线周变化



银行间市场金融债（国开）收益率曲线周变化



资料来源: Wind 第一创业证券研究所整理



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135