

牛市即将扩散至企业债市场

固定收益事业部

张俊杰 zhangjunjie003@pingan.com.cn贾继承 jiajicheng908@pingan.com.cn魏明达 weimingda486@pingan.com.cn石磊 shilei070@pingan.com.cn

投资策略

中高等级信用债仍有明显的交易空间

现券模拟投资情况

	上周	前周
持仓比例	100%	100%
账户久期	5.96	7.99
投资累积收益	6.57%	4.79%
指数 ¹ 累积收益	-1.65%	-3.17%
超额收益	8.22%	7.96%

注 1：基准指数为中债企业债总全价指数

监测指标情况

	上周	涨跌
中债固息企业债净价指数	88.66	1.82
企业债交易指标	49.9	1.7
货币市场利率领先指数	101.2	8.1
一级市场认购情绪指数	118	12.2
一级市场期限偏好指数	100.5	0.1
二级市场情绪指数	103.8	4.2

上周市场概览

	上周	涨跌
中债固定利率国债指数	135.90	0.30%
中债固定利率企债指数	112.46	2.14%
上证企债指数	145.45	0.63%
公开市场操作	净回笼	220 亿

主要内容

■ 通胀：通胀压力小幅下降

食用农产品价格结束连续 8 周上涨开始回落，且 9 月下旬以来农产品批发价格连续回落，将对零售端产生压力。下跌因素中，蔬菜价格结束连续 7 周上涨回落；猪肉价格受疫情影响暴跌食品价格上涨的压力有所缓和。非食品方面，商务部公布的生产资料价格连续 5 周回落。总体来看，近期通胀压力有所下降。

■ 流动性：资金面继续宽裕

上周货币市场中短期利率小幅上升，但幅度比较温和。隔夜回购利率回升至 3.08%，7 天回购利率回升至 3.45%。货币市场成交量明显放大，上周央行在公开市场净回笼 220 亿，连续第二周出现了净回笼，这说明公开市场操作可能逐渐从小幅净投放逐渐转向中性。本周公开市场到期量仍然不高，回购到期 600 亿，央票到期 410 亿，总计 1010 亿。资金面没有明显的流入和流出，基本面仍然稳定。整体来看，后半周流动性好于前半周。

上周尽管资金面仍然较为宽松，但货币市场利率有所上行。我们的货币市场利率领先指数上周有所上升，截至上周五为 101.2 点，较前周五上涨 8.1 点，显示货币市场利率仍有望上行。

■ 一级市场：认购需求旺盛，长久期偏好

上周利率产品总发行量为 969 亿元，信用产品总发行量为 408 亿元。根据已公告的信息，本周信用债供给量约为 445.5 亿元，信用债供给量短期趋势是向上的。上周我们构建的一级市场认购情绪指数收于 118.0，较前周大幅提高了 12.2，显示一级市场认购需求非常旺盛。我们的一级市场期限偏好指数初值收于 100.5，较 10 月上旬小幅提高了 0.1，说明整体上讲市场仍更偏好 5 年及其以上的中长期品种。

■ 信用利差回归趋势开启

我们的二级市场情绪指数上周收于 103.8 点，较前周上升 4.2 点，显示市场情绪明显好转，目前已经处于历史均值之上。中高等级信用利差向正常水平回归趋势已经开始，未来仍具备较大空间，是较好的交易品种。近期一级市场牵引二级市场的特点表明投资户积极配置已经开始，这使得招标前二级市场买入具有明显的交易性机会。

■ 监测指标情况：企业债指标发出走强信号

上周我们的国债和金融债交易指标继续位于 50 以上，显示利率债仍然维持趋势性强势，而企业债预警指标已经发出趋势性走强信号，企业债交易指标也接近 50 的临界值，显示企业债的趋势性机会可能即将到来。

■ 现券模拟账户投资情况

我们上周五卖出 11 国开 44 买入 11 铁道 01 面值 1 亿元，按照上周五的中债估值，我们的账户目前盈利 656.65 万元，投资收益率为 6.57%（无杠杆），超额收益率为 8.22%。

正文目录

一、 宏观经济	5
1.1 海外经济	5
1.2 国内通胀：通胀压力小幅减弱	5
1.3 流动性：资金供给依然乐观	5
二、 一级市场：机构新债认购需求旺盛	6
2.1 上周利率债招标情况	6
2.2 信用债发行情况	7
2.3 利率、信用债供给情况	7
2.4 一级市场认购情况	8
三、 投资策略建议	8
3.1 上周市场回顾：高等级信用债收益率大幅下行	8
3.2 城投债跟踪：城投债市场初露转暖迹象	10
3.3 利率互换：Shibor IRS 套利空间大幅反弹	11
3.4 可转债：继续反弹	12
3.5 技术看市：企业债指标发出走强信号	14
3.6 现券模拟账户投资	15

图表目录

图表 1 上周利率产品招标情况	6
图表 2 利率、信用产品发行量变化趋势	7
图表 3 利率、信用产品净融资量变化趋势	7
图表 4 一级市场认购情绪创今年以来新高	8
图表 5 一级市场仍偏好长期品种	8
图表 6 银行间国债收益率及单周变化	8
图表 7 银行间政策性金融债收益率及单周变化	8
图表 8 银行间 AAA 中短期票据收益率及周变化	9
图表 9 银行间 AA 中短期票据收益率及周变化	9
图表 10 银行间 AAA 企业债收益率及周变化	9
图表 11 银行间 AA 企业债收益率及周变化	9
图表 12 货币市场利率领先指数	10
图表 13 二级市场情绪指数走势	10
图表 14 上周到期收益率前 10 的城投债	10
图表 15 上周跌幅前 10 的城投债	11
图表 16 FR007 IRS 及周度变化	12
图表 17 Shibor 3M IRS 及周度变化	12
图表 18 FR007 IRS 与回购养券套利空间	12
图表 19 Shibor 3M IRS 与浮息债套利空间	12
图表 20 可转债随股市反弹	12
图表 21 可转债、正股历史成交量情况	12

图表 22 上周可转债换手率	13
图表 23 可转债及正股涨跌	13
图表 24 个券转股溢价率周环比变化.....	14
图表 25 到期收益率走势	14
图表 26 中债银行间国债净价指数走势	14
图表 27 目前预警指标情况	14
图表 28 现券模拟账户投资情况	15
附表 1 上周发行短期融资券汇总表.....	16
附表 2 上周发行中期票据汇总表	16
附表 3 上周发行企业债汇总表	16
附表 4 上周发行公司债汇总表	17

一、宏观经济

1.1 海外经济

■ 美国：房地产企稳有利经济增长

美国房地产自 8 月以来再次出现了回升，以 NAHB-富国银行房地产市场活动指数收报年内高点为信号，市场数量性数据都好于市场预期：10 月新屋开工 66 万套，成屋销售 491 万套。尽管短期的数据不足以界定趋势性转变，但白宫将通过再融资便利的政策进一步扶持房市。在零利率的市场为房屋持有人提供再融资，将遏制房屋止赎的反弹，进而减少房地产市场供给以及银行的压力。

由于经济前景不明，金融市场上周出现宽幅震荡。标普 500 指数上涨 1.12%，振幅接近 4%。美国国债收益率基本走平，10 年期国债由 2.26% 下行 3bp 至 2.23%，体现市场仍然处于方向选择的时点上。

■ 欧元区：债务的近忧与衰退的远虑

上周末的欧盟峰会没有产生决定性的成果，市场对于推出解决方案的预期又拖后至 10 月 26 日。当欧元区各国在银行业救助方案纵横捭阖之时，债务危机的绞索逐渐套紧在经济增长的车轮之上。10 月 24 日 Markit 公布的欧元区 PMI 再次下行，10 月份制造业 PMI 初值为 47.3，服务业 PMI 报 47.2，均差于预期，并较 9 月份的 48.5 明显回落，跌至 3 年以来的低点。德国制造业 PMI 也大幅回落，初值为 48.9，较上个月降低 1.4，并历史上首次跌破 50 分界点。由此观之，欧洲经济在中期内的增长步伐可能很大程度上受制于目前解决方案难产的泥潭，三季度经济衰退的可能性大增，而明年的经济增长前景也因此黯淡下来。

1.2 国内通胀：通胀压力小幅减弱

前周食用农产品价格结束连续 8 周上涨开始回落，且 9 月下旬以来农产品批发价格连续回落，将对零售端产生压力。下跌因素中，蔬菜价格结束连续 7 周上涨回落；猪肉价格受疫情影响暴跌；休渔期结束后水产品维持弱势；天气凉爽产蛋量增加，蛋类价格连续 3 周回落。上涨因素中，随着新糖上市和消费淡季的来临，食糖涨势趋缓；随着国际油脂价格暴跌，食用油价格涨势趋缓；8 月以来水果价格逐步走强；而粮食价格继续保持温和上涨态势。

商务部公布的生产资料价格连续 5 周回落。从结构上看，上游资源和中游原料均继续走弱。上游资源方面，发改委下调了成品油价格；随着旺季到来，煤炭价格继续走强；铁矿石继续走弱。中游原料方面，受需求下滑影响，中游原料价格普遍走弱。钢价连续 7 周回落；水泥价格维持弱势，近两周跌幅显著扩大；上周有色金属价格继续大幅下挫，其中铜、铅、锌、锡跌幅显著；塑料价格延续了 8 月初以来的加速下跌趋势。其他化工品方面，化肥市场进入淡季，尿素价格连续 3 周下跌；橡胶价格连跌 4 周后小幅回升。上周大宗商品价格小幅下行，但品种分化严重，金属、工业原料下跌，纺织品、食品企稳反弹，油脂继续前期跌势；布伦特原油期货价大幅下跌。

食品价格环比回落，前期通胀的主要推手如蔬菜、猪肉等都有下跌的迹象。工业品方面，水泥、钢材价格也持续一个多月下跌。从近期物价的走势来看，国内通胀压力有所减弱。

1.3 流动性：资金面临月底冲击，但趋势依然乐观

上周货币市场中短期利率小幅上升，但幅度比较温和。隔夜回购利率回升至 3.08%，7 天回购利率回升至 3.45%。货币市场成交量明显放大，日均成交量由 5200 亿升至 5350 亿。二级市场收益率下行的同时伴随着现券成交量的恢复，日均成交量从 2160 亿升至 2400 亿，交投情况明显活跃。交易所资金成本优势收窄，与银行间市场隔夜利差在 50bp 左右，低于历史均值；7 天回购利差波动较大，

均值在 70bp 左右，也低于历史均值。

上周回购日均成交量放大至 3820 亿，上升 70 亿，而拆借日均成交量由 1590 亿回落至 1420 亿。我们的拆借与回购相对强弱指数出现回落，从前周的 0.58 降至-0.01 跌破均值水平。回购和拆借成交量的背离体现了在银行资金充裕的局面，我们对资金的供给面保持乐观的估计。另一方面也体现了，市场交投的上升可能并不是来自于银行资金的进场。

上周我们的货币市场利率趋势指数下降 0.2，处于预警区间的下边缘。这体现了短期的资金面保持了前一周的宽松状态。利率预期指数仍保持在 117.5，较前周基本走平并处于趋势区间内，市场不认为长期利率还有上行的动力。中长期 Shibor 出现松动迹象，3 个月 Shibor 利率已经由 5.65%回落至 5.61%，如果本周三年期央票发行利率继续回落，Shibor 报价有望继续下行。

上周央行在公开市场净回笼 220 亿。在 10 月后两周到期量降低的情况下，上周公开市场连续第二周出现了净回笼，这说明公开市场操作可能逐渐从小幅净投放逐渐转向中性。本周共有 6 只股票上市发行，但都为中小盘股，全周总申购资金约 3000-4000 亿。由于上周申购回款量较大，市场将有一定的净释放资金量。新债发行量继续回升，总发行规模接近 1500 亿，国债和地方债约 450 亿，其余以信用债和政策性金融债为主。本周公开市场到期量仍然不高，回购到期 600 亿，央票到期 410 亿，总计 1010 亿。资金面没有明显的流入和流出，基本面仍然稳定。整体来看，后半周流动性好于前半周。

二、一级市场：机构新债认购需求旺盛

2.1 上周利率债招标情况

在 4 季度利率债发行量趋势性下降的情况下，上周利率产品单周发行量大幅放大，共发行了 5 只，包括 1 期地方债、1 期国债、2 期进出口行金融债和 1 期国开行金融债。

上周财政部代理发行了第 7 期地方债，期限为 3 年，规模为 176 亿，中标利率为 3.67%，认购倍数为 2.02。随着一级市场的回暖，该期债认购情况明显好于前几期，其中标利率是最低的，认购倍数是最高的（11 地方债 02 中标利率 3.93%、认购倍数 0.96；11 地方债 03 中标利率 4.07%、认购倍数 1.45；11 地方债 05 中标利率 4.01%、认购倍数 1.48）。

上周财政部招标发行了第 22 期国债，期限为 5 年，实际发行了 293 亿，中标利率为 3.55%，低于路透公布的 3.57%的预测均值，也低于招标前一日 3.59%的二级市场水平。认购倍数为 1.71，而 09 年以来 5 年期国债认购倍数均值为 1.707，认购情况较好。

上周进出口行分别招标发行了第 17 期和第 18 期金融债，期限分别为 3 年和 5 年，规模均为 150 亿。3 年期央票利率的超预期下调，极大提高了机构的认购热情。这两期债的中标利率分别为 4.04%和 4.10%，均低于市场预测均值 10bp，分别低于招标前一日二级市场水平 15bp 和 13bp。认购倍数分别为 2.36 和 2.37，而 09 年以来得认购倍数均值仅分别为 1.80 和 1.84，认购情况较好。

上周国开行招标发行了 58 期金融债，期限为 10 年，规模为 200 亿，中标利率为 4.30%，大幅低于路透公布的 4.42%的预测均值，也大幅低于招标前一日 4.44%的二级市场水平。认购倍数为 2.19，09 年以来 10 年期金融债认购倍数均值为 1.74，认购情况大幅好于历史均值。

图表1 上周利率产品招标情况

债券简称	招标日期	期限 (年)	实际发行 (亿)	认购倍数	边际利率 (%)	中标利率 (%)
11 地方债 07	2011/10/17	3	176	2.02		3.67

11 国债 22	2011/10/19	5	293	1.71	3.57	3.55
11 进出 17	2011/10/20	3	150	2.36		4.04
11 进出 18	2011/10/20	5	150	2.37		4.10
11 国开 58	2011/10/21	10	200	2.19		4.30

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.2 信用债¹发行情况

信用债方面，上周短期融资券共计发行 20 只，规模合计 255 亿元，较前周大幅减少了 146 亿元。中票发行 9 只，发行规模共计 143 亿元，较前周大幅减少了 222 亿元。上周企业债发行了 1 只规模 10 亿元，较前周大幅减少了 190 亿元。公司债已连续 2 周没有发行。

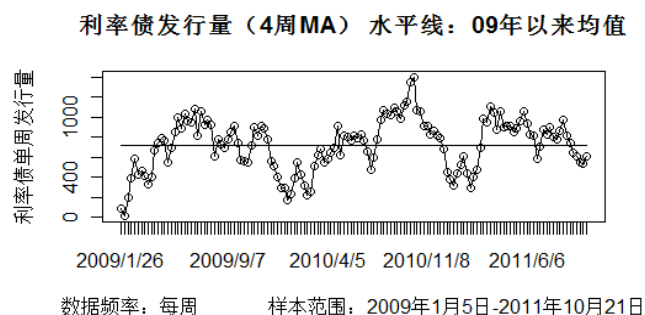
上周信用债发行利率连续 2 周回落，且降幅有所扩大。上周 1 年期 AAA 级短融的发行利率为 5.98%，较前周下降了 14BP；AA+级短融发行利率为 6.73%，较前周下降了 10BP；中票方面，5 年期 AAA 级的发行利率为 6.01%，较前周下降了 5BP。上周发行的企业债为土地使用权抵押。详细的发行情况见附表。

2.3 利率、信用债供给情况

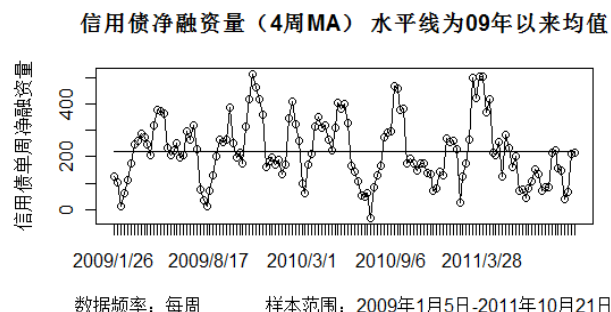
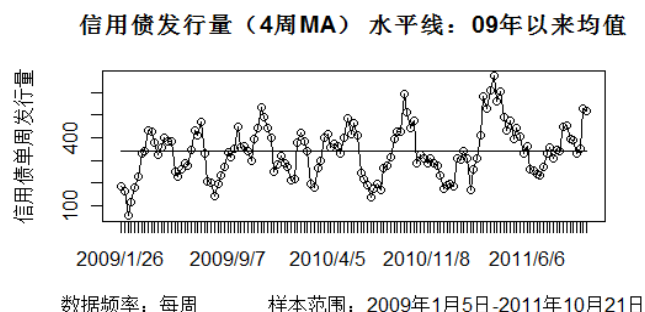
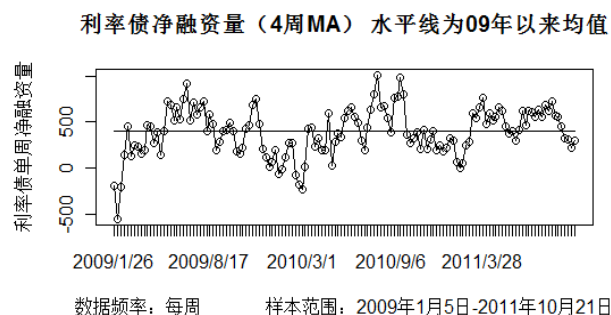
上周利率产品总发行量为 969 亿元，单周发行量出现短期反弹，且远高于历史均值，但 4 季度利率债供给量趋势是向下的，方向不会变。上周信用产品总发行量为 408 亿元，单周发行量高于历史均值，根据已公告的信息，本周信用债供给量约为 445.5 亿元，信用债供给量短期趋势是向上的。

上周利率产品净融资量为 393 亿元，单周净融资量在历史均值附近，且短期趋势是向下的。上周信用产品净融资量为 260 亿元，单周净融资量略高于历史均值，且短期趋势向上的。

图表2 利率、信用产品发行量变化趋势



图表3 利率、信用产品净融资量变化趋势



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

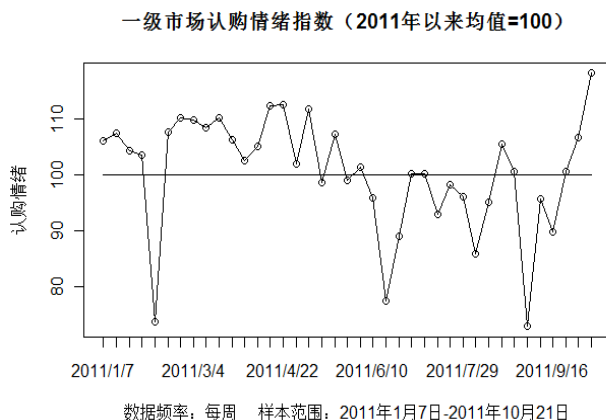
¹ 本报告中“信用债”包括：短期融资券、中期票据、企业债和公司债四项。

2.4 一级市场认购情况

由于 3 期金融债认购情况较好，上周我们构建的一级市场认购情绪指数收于 118.0，较前周大幅提高了 12.2，且创今年以来的新高，一级市场认购需求非常旺盛。

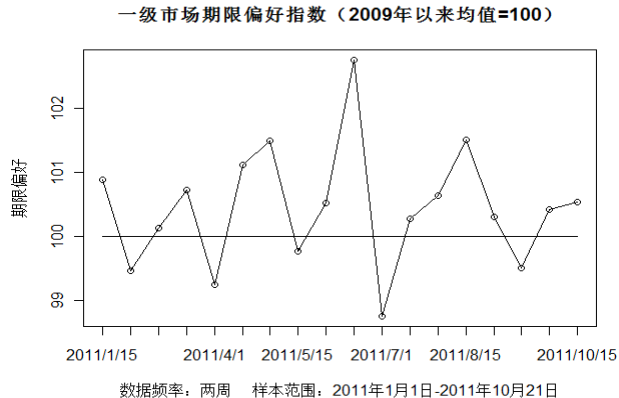
10 月下旬我们构建的一级市场期限偏好指数初值收于 100.5，较 10 月上旬小幅提高了 0.1，且仍高于 100（09 年以来的历史均值）。说明整体上讲市场仍更偏好 5 年及其以上的中长期品种，且偏好程度较 10 月上旬小幅提高。

图表4 一级市场认购情绪创今年以来新高



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表5 一级市场仍偏好长期品种



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

三、 投资策略建议

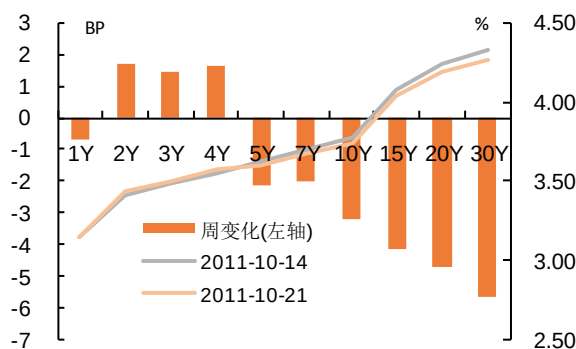
3.1 上周市场回顾：高等级信用债收益率大幅下行

上周资金面没有太大的波动，依然保持宽松，统计局公布的工业增加值超出市场预期，高等级的信用债获得市场追捧，收益率显著下行。

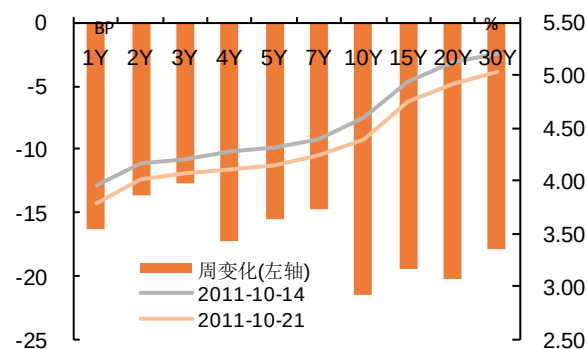
上周银行间国债收益率变化不大，短端品种收益率小幅上行，而中长端品种收益率小幅下行。10年期国债中债估值收益率从前周的3.77%降至3.74%附近，下跌3bp。110019前周成交于3.76%附近，上周五成交于3.72%附近，下行约4bp。5年期国债中债估值收益率从节前的3.62%附近降至3.60%，下行约2bp。1年期国债收益率变化不大，截至上周五在3.14%附近。上周政策性金融债表现明显好于市场预期，受到10年期国债中标利率大幅低于市场预期带动，中期限的政策性金融债收益率整体显著下行。10y期的品种的中债估值收益率从前周五的4.61%下行至4.39%附近，下行幅度高达22bp，110244上周五成交于4.35%，较前周五的4.58%下行约23bp。1年期品种则在3.73%附近，下跌约22bp。政策性金融债各期限品种收益率下行幅度均在10bp以上。

图表6 银行间国债收益率及单周变化

图表7 银行间政策性金融债收益率及单周变化

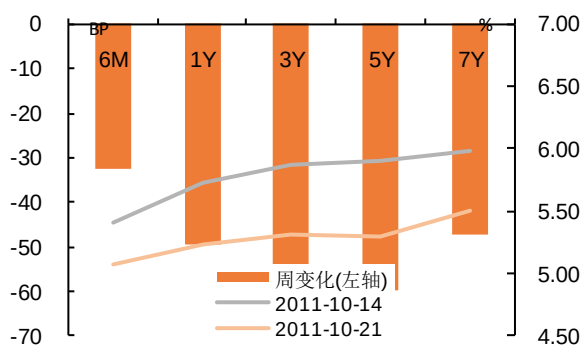


资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部



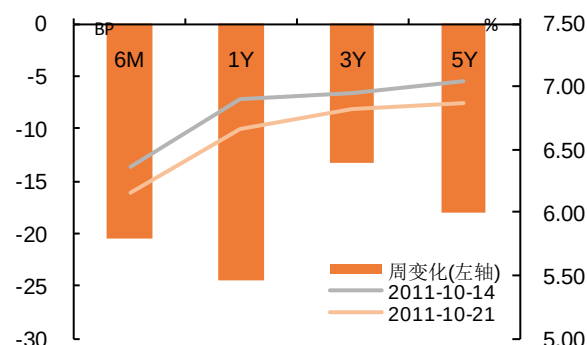
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图8 银行间AAA中短期票据收益率及周变化



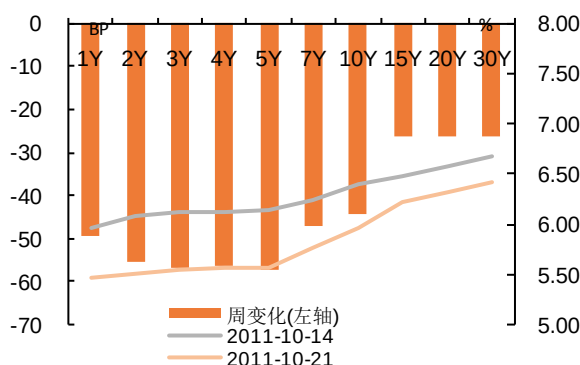
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图9 银行间AA中短期票据收益率及周变化



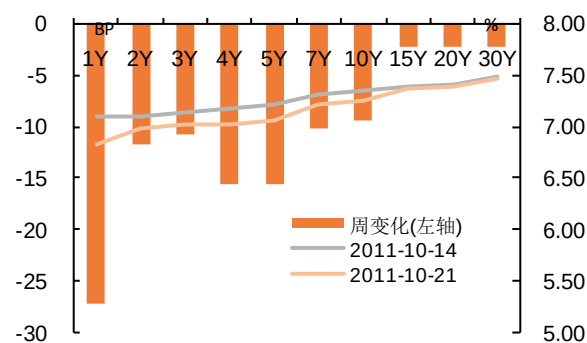
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图10 银行间AAA企业债收益率及周变化



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图11 银行间AA企业债收益率及周变化



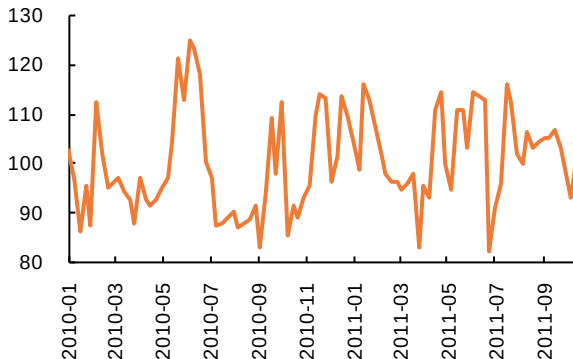
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

信用债上周表现异常抢眼，尤其是高等级的短融和中票，收益率大幅下行，城投债也开始出现买盘。短融方面，1年期AAA短融中债估值收益率为5.24%，较前周五下跌约50bp。1年期AA短融收益率则从前周的6.90%下降至6.66%，下行24bp，幅度远小于AAA品种。中票方面，5年期AAA品种收益率较前周下行约60bp，在5.30%附近。上周五11通用MTN1成交于5.43%，下行48bp。企业债上周延续了成交清淡的局面，估值收益率有所下行，幅度与中票相仿，AAA品种各期限品种下行幅度在40-50bp。

上周尽管资金面仍然较为宽松，但货币市场利率有所上行。我们的货币市场利率领先指数上周有所

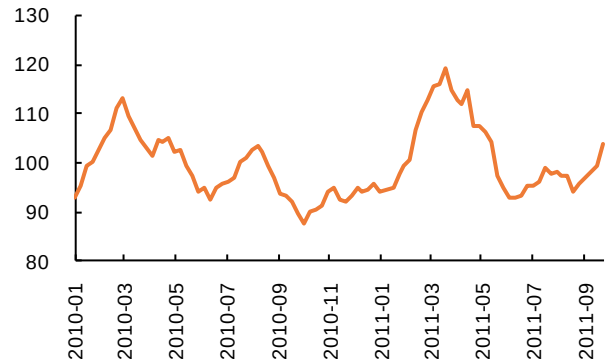
上升，截至上周五为101.2点，较前周五上涨8.1点，显示货币市场利率仍有望上行。我们的二级市场情绪指数上周收于103.8点，较前周上升4.2点，显示市场情绪明显好转，目前已经处于历史均值之上。

图表12 货币市场利率领先指数



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表13 二级市场情绪指数走势



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

上周国家统计局公布了9月份及三季度宏观经济数据。3季度GDP同比增速小幅回落，显示整体经济增速较为低迷，不过9月份工业增加值环比增速超出市场预期，同比也较8月份回升0.3个百分点。10月份汇丰PMI预览指数为51.1，较9月份显著反弹1.2个百分点，这预示着国内经济在底部企稳，并小幅回升。物价方面，食用农产品价格终于开始回落。前期物价上涨的主要推手诸如蔬菜、猪肉价格都在近期出现了较大幅度的下跌。工业品方面，受需求疲弱影响，水泥、钢材等工业品价格持续回落。物价的下行是支撑债市收益率下行的重要因素。目前来看，物价下行的趋势有望进一步强化，将持续支持债市收益率下行。债市收益率在经历了前期的快速下跌之后，后市仍然进一步下跌的空间，对于利率债，我们认为继续持有仍是良策，而对于高收益的信用债，仍然具备较高的配置价值。

中高等级信用利差向正常水平回归趋势已经开始，未来仍具备较大空间，是较好的交易品种。近期一级市场牵引二级市场的特点表明投资户积极配置已经开始，这使得招标前二级市场买入具有明显的交易性机会。

3.2 城投债跟踪：城投债市场初露转暖迹象，行情即将启动

上周银行间市场企业债成交依然清淡，但买盘增多，城投债估值收益率有所下行，显示城投债初露转暖迹象，而交易所城投债则延续反弹。例如，09 怀化债反弹 2.43%，周成交金额在 7293 万；08 长兴债上周上涨 2.42%，周成交额 6656 万；08 铁岭债反弹 1.92%，但成交量只有 3273 万元。

银行间市场方面，从中债估值到期收益率最高的几只城投债情况来看，目前最高的 11 皋交债到期收益率回落至 8.99%。09 怀化城投债也回落 6bp，至 8.89%。如图表 14 所示。上周银行间市场成交的城投债包括 11 京能债，期限 4.8 年，AAA 级，成交于 5.80%；09 合肥建投债，期限 2.7 年，AAA 级，成交于 6.83%；11 盘锦建投债，6.4 年，AA 级，成交于 8.1%。城投债的买盘逐步涌现。上周城投债净价估值基本以上涨为主，图表 15 显示的是上周净价跌幅较大的 10 只城投债品种多数以上涨为主。

近期短融和中票收益率大幅下行，但主要集中在高评级品种，中低评级品种收益率下行幅度不大，尽管大多数投资者对城投债依然谨慎，但较高的绝对收益率也开始吸引部分投资者，买盘开始在那个多。我们认为，从目前绝对收益率来看，城投债依然具备较高的投资价值，配置型机构可以继续参与。对于评级较高，有担保的城投债来说，交易性机会已经来临。

图表14 上周到期收益率前10的城投债

债券简称	剩余期限	主体评级	债项评级	到期收益率
11 皋交投债	7.27	AA-	AA-	8.99%
09 滁交基债	4.47	A	A+	8.96%
09 盐国资债	4.44	A+	AA	8.89%
09 怀化城投债	7.33	AA-	AA	8.89%
10 佳城投债	5.39	AA	AA+	8.87%
08 诸城企业债	6.85	AA-	AA	8.87%
10 辽源债	5.27	AA-	AA	8.87%
09 鹤城投债	5.08	A+	AA	8.86%
09 益阳城投债	5.08	AA-	AA	8.86%
11 牟平国资债	7.37	AA-	AA+	8.86%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表15 上周跌幅前10的城投债

债券简称	剩余期限	主体评级	债项评级	净价涨幅
09 滁交基债	4.47	A	A+	-0.06%
10 常德经投债	8.40	AA	AA+	0.00%
06 京投债	4.52	AAA	AAA	0.02%
10 巢湖债	5.28	AA-	AA	0.03%
10 贵投债	4.29	AA-	AA-	0.04%
09 衡城投债	5.08	AA-	AA+	0.04%
11 桐庐债	4.28	A+	AA+	0.04%
09 池城投债	4.50	AA-	AA	0.04%
09 邕水务	5.02	AA	AAA	0.04%
09 六安城投债	4.37	AA-	AA	0.04%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

3.3 利率互换：Shibor IRS 套利空间大幅反弹

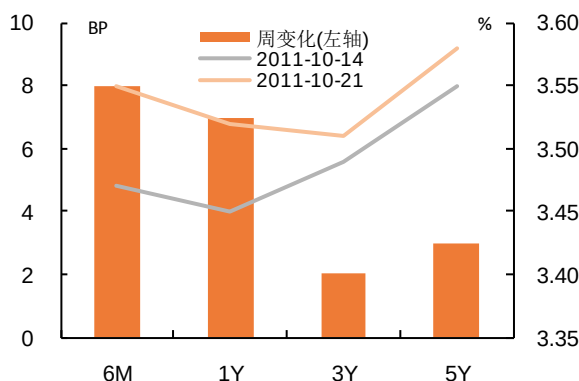
上周货币市场利率有所上行，但资金面整体仍较为宽裕。IRS 各品种均有小幅上行。6 月期 FR007 IRS 收于 3.55%，较前周上涨 8bp；1 年期品种上周收于 3.52%，较前周上涨 7bp。长端变化相对较小，3 年期品种收于 3.51%，较前周上涨 2bp。5 年期品种收于 3.58%，较前周上涨 3bp。Shibor3m IRS 各期限品种上行幅度较大，且长上行幅度大于短端，其中 3 年期品种上行 20bp 至 4.10%；5 年期品种上行 21bp 至 4.04%。

由于上周3年期和5年期固息金融债收益率显著下行，而FR007 IRS固定端收益率有所上行，因此“回购养券+收浮付固”套利组合的套利空间明显回落。3年期品种套利空间较前周下跌约15bp，截至上周五在56bp附近。5年期品种的套利空间较上周下降19bp，截至上周五在58bp附近。Shibor浮息债与IRS的组合对固息债的套利空间上周则大幅反弹，3年期品种套利空间上升约28bp至31bp附近；5年期品种的套利空间则上升约36bp至23bp，套利空间恢复正值。利用Shibor浮息债和IRS获取固定收益，已经比直接持有固息债要划算。浮息债点差变化并不大，但是Shibor IRS的大幅上行以及固息债收益率的下行是套利的利差显著反弹。

资金面预计将继续宽松，但货币市场利率继续下行的空间也不大。近期IRS保持低位，对于收固定利率的投资者而言，目前并不是合适的介入时机，因此，我们建议目前以空仓观望或者套利交易为主，

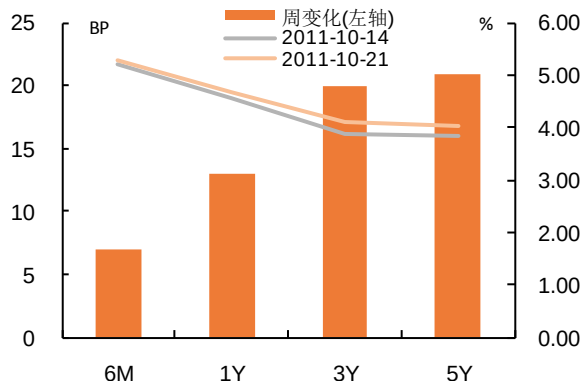
等待交易性机会的出现。

图表16 FR007 IRS及周度变化



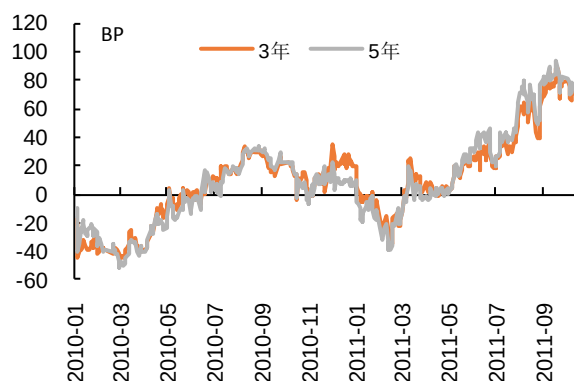
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表17 Shibor 3M IRS及周度变化



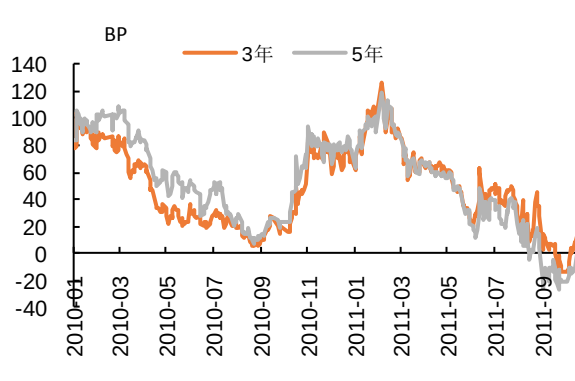
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表18 FR007 IRS与回购养券套利空间



资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表19 Shibor 3M IRS与浮息债套利空间



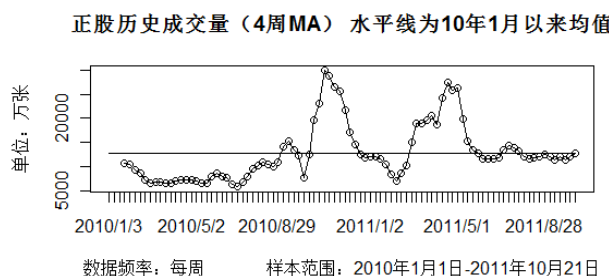
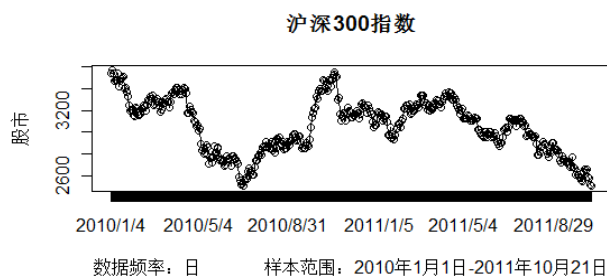
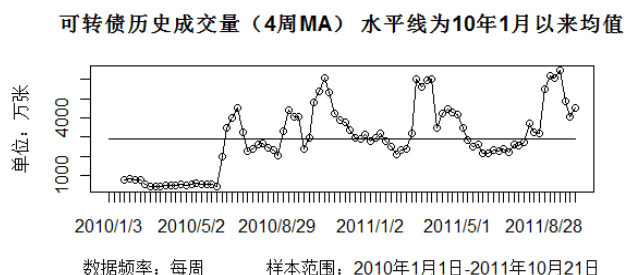
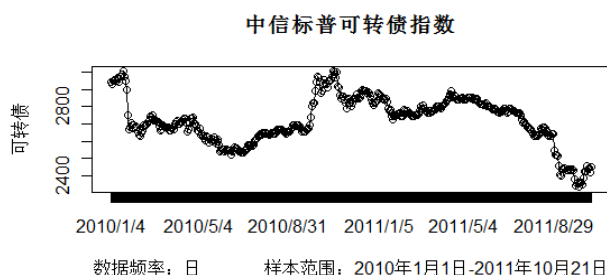
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

3.4 可转债：继续反弹

上周沪深 300 大幅下跌了 5.50%，而债券市场连续 4 周走强。转债市场并未像前期一样随股市同步波动，而是企稳反弹，中信标普可转债上涨了 0.96%，10 日均线也上穿 30 日均线，但仍远低于 60 日均线，技术上看仍处于弱势。成交量方面，可转债市场成交量环比小幅下降了 1.46%，成交量连续 2 周高位回落，但仍远高于历史均值。正股成交量仍处于历史均值附近，近期走势平稳；债券市场继续“价量齐升”的态势，上周成交量提高了 3.92%，已连续 4 周提高。

图表20 可转债随股市反弹

图表21 可转债、正股历史成交量情况



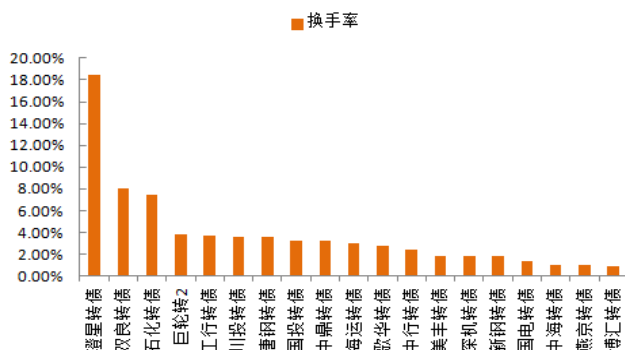
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周流动性最高的仍然是澄星转债、双良转债这两只小盘转债，换手率分别为 18.52%、7.99%。3 只大盘转债——工行转债、中行转债和石化转债换手率分别为 3.71%、2.41%和 7.4%，也处于较高水平。上周正股普遍下跌，3 只大盘转债——工行转债、中行转债和石化转债周变化分别为-0.01%、0.65%和 3.42%。3 只债性较强的转债川投、新钢、歌华转债涨幅较大，分别上涨了 2.07%、1.68%和 1.43%。

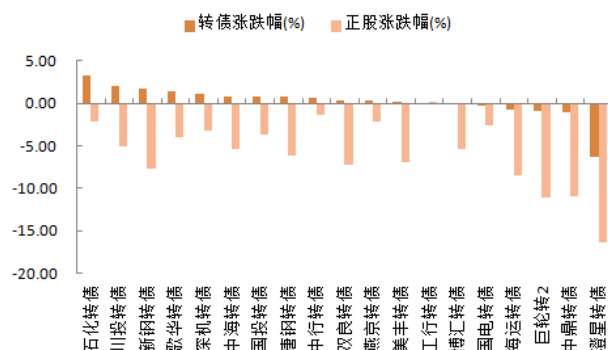
股性债性方面，上周转债市场股性继续减弱：加权转股溢价率由前周的 18%提高到 22%。除工行和中鼎转债外，其余转债的转股溢价率较前周均有所提高。股性减弱幅度最大的是 2 只债性较强的转债唐钢和新钢转债。3 只大盘转债工行转债的转股溢价率小幅下降了 0.3%，而石化和中行转债分别提高了 6.7%和 2.3%。目前整个可转债市场债性保护较好，加权纯债到期收益率由前周的 3.04%下降到上周的 2.82%，但仍为正值且处于历史最高水平。19 只转债中到期收益率为正值的有 17 只。到期收益率最高的 3 只转债为唐钢、川投和中行转债，到期收益率分别为 4.63%、3.82%、3.70%。另外 2 只大盘转债工行和石化的到期收益率分别为 0.51%和 3.62%。

图表22 上周可转债换手率



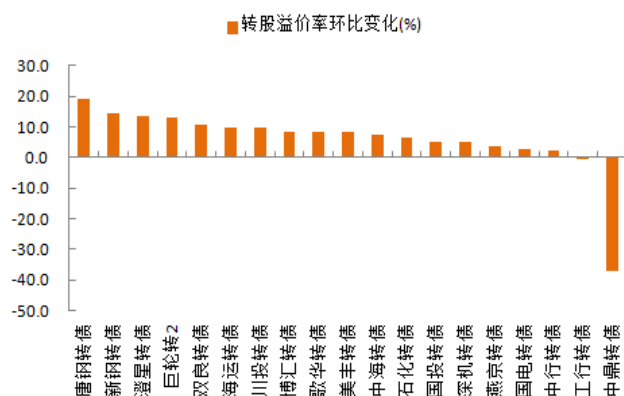
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表23 可转债及正股涨跌



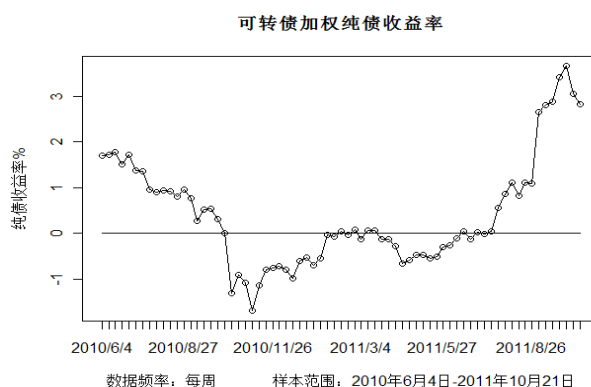
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表24 个券转股溢价率周环比变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表25 到期收益率走势

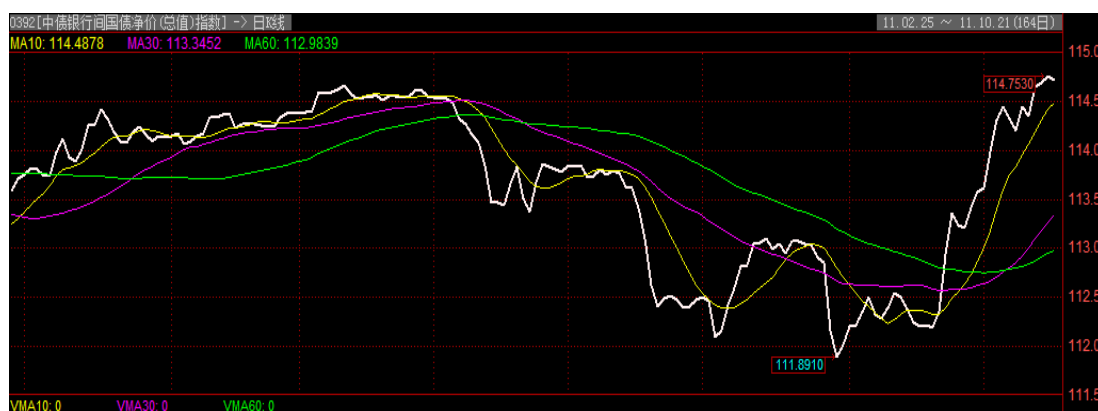


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

3.5 技术看市：企业债指标发出走强信号

上周一级市场认购火爆，带动二级市场继续上行。中债银行间国债净价指数和中债固定利率金融债净价指数较前周分别上涨了 0.23% 和 0.89%，金融债表现好于国债。中债固定利率企业债净价指数则大幅上涨了 2.09%。目前国债、金融债 10 日均线仍位于 30 日、60 日均线以上，利率债仍处于强势。值得注意的是：企业债 10 日均线继前周上穿 30 日均线后，上周已十分接近 60 日均线，企业债市场近期有望走强。

图表26 中债银行间国债净价指数走势



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周我们的国债预警指标收于 54.9，连续 18 个交易日发出走强信号，交易指标收于 54.2，“买入”信号已维持了 3 周。金融债方面，上周我们的预警指标和交易指标均继续维持在 50 以上，交易指标连续 3 周发出“买入”信号。利率债整体上仍处于强势。上周企业债预警指标首次调升至 50 以上，发出转暖信号，而交易指标虽然仍低于 50，但截止至周五已非常接近 50 的临界值，企业债有望迎来趋势性行情。

图表27 目前预警指标情况

指数	指数值	预警指标	交易指标	交易提示
中债银行间国债净价指数	114.71	54.9	54.2	买入
中债固定利率金融债净价指数	110.50	56.0	53.5	买入
中债固定利率企业债净价指数	88.66	53.3	49.9	卖出

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

注：计算日期为2011-10-21

3.6 现券模拟账户投资

上周债市表现较好，利率债和信用债收益率均有所下行，政策性金融债表现好于国债，高等级信用债表现好于利率债。我们满仓持有的 11 国开 44 上周表现也较好，收益率下行超过 20bp。尽管利率债收益率仍然有望继续下行，仍可继续持有，但考虑到债市行情正在向纵深发展，信用债的空间更大，我们按照上周五的中债估值收益率卖出 110244，并买入 11 铁道 01 面值 1 亿元。按照上周五的中债估值，我们的账户目前盈利 656.65 万元，投资收益率为 6.57%（无杠杆）。2010 年 12 月 29 日中债企业债总全价指数为 96.44，截至上周末为 94.85，涨幅为-1.65%。我们模拟账户的超额收益率为 8.22%。

图表28 现券模拟账户投资情况

债券简称	债券类型	久期 (年)	买入日期 (亿)	买入面值 (万)	买入收益率 (%)	浮动盈亏 (万)
11 铁道 01	固息	5.96	2011-10-21	10000	5.0112	0
初始资金						10000
持仓比例						100%
账户久期						5.96
资产总计						10656.65
投资收益						6.57%
指数 ¹ 收益						-1.65%
超额收益						8.22%

资料来源：Wind 资讯，平安证券固定收益事业部

注1：基准基数为中债企业债总全价指数

附表1 上周发行短期融资券汇总表

序号	债券简称	发行首日	规模 (亿元)	期限 (年)	利率(%)	主体	债项	评级机构	主承销商
1	11 闽能源 CP001	2011/10/18	6	365	6.73	AA+	中诚信	国有企业	中信银行
2	11 二重 CP001	2011/10/18	7	365	6.73	AA+	中诚信	国有企业	农业银行
3	11 康缘 CP001	2011/10/18	5	365	8.5	AA-	中诚信	国有企业	招商银行
4	11 凌工业 CP001	2011/10/18	4.5	365	7.29	AA	联合	国有企业	建设银行
5	11 蒙高新 CP002	2011/10/18	5	365	7.29	AA	大公	国有企业	中信银行
6	11 华能集 CP004	2011/10/18	40	365	5.98	AAA	联合	国有企业	工商银行
7	11 青投 CP001	2011/10/19	6	365	8.2	AA-	联合	国有企业	民生银行
8	11 同方 CP001	2011/10/19	6	365	6.73	AA+	联合	国有企业	中信银行
9	11 中电投 CP005	2011/10/19	45	365	5.98	AAA	大公	国有企业	光大银行
10	11 方大 CP001	2011/10/19	5	365	7.29	AA	新世纪	国有企业	兴业银行
11	11 联通 CP002	2011/10/19	80	365	5.78	AAA	中诚信	国有企业	工商银行、建设银行
12	11 江西赛维 CP001	2011/10/19	4	365	7.59	AA	新世纪	国有企业	招商银行
13	11 四建 CP002	2011/10/20	2.5	365		AA-	联合	国有企业	农业银行
14	11 华电股 CP002	2011/10/20	15	365	5.98	AAA	中诚信	国有企业	工商银行
15	11 珠海港 CP001	2011/10/20	3	365	7.29	AA	新世纪	国有企业	光大银行
16	11 富通 CP002	2011/10/20	4	365	8.5	AA-	联合	国有企业	民生银行
17	11 中利 CP001	2011/10/21	4	365		AA-	新世纪	国有企业	中信银行
18	11 赣水泥 CP001	2011/10/21	4	365		A+	大公	国有企业	民生银行、招商银行
19	11 森工 CP001	2011/10/21	5	270		A+	中诚信	国有企业	光大银行
20	11 滇建工 CP001	2011/10/21	4	365		AA	联合	国有企业	国开行
合计			255						

资料来源：财汇，平安证券固定收益事业部

附表2 上周发行中期票据汇总表

序号	债券简称	发行首日	规模 (亿元)	期限 (天)	利率(%)	主体	评级 机构	企业性质	主承销商
1	11 中铝 PPN001	2011/10/18	20	3	6.19	AAA		中诚信	交通银行、农业银行
2	11 华能集 MTN4	2011/10/18	20	5	6.01	AAA	AAA	联合	农业银行、国开行
3	11 三一 MTN2	2011/10/19	28	5	6.75	AA+	AA+	中诚信	农业银行
4	11 中外运 MTN1	2011/10/19	5	3	5.99	AAA	AAA	新世纪	招商银行、交通银行
5	11 中材泥 MTN1	2011/10/19	5	5	7	AA-	AAA	中诚信	中信银行
6	11 宁国资 MTN1	2011/10/20	10	5	6.75	AA+	AA+	中诚信	交通银行
7	11 兖矿 MTN2	2011/10/20	20	3		AAA	AAA	大公	建设银行、民生银行
8	11 平煤化 MTN2	2011/10/20	30	5		AAA	AAA	大公	中信银行
9	11 云天化 MTN2	2011/10/20	5	5	6.75	AA+	AA+	大公	中国银行
合计			143						

资料来源：财汇，平安证券固定收益事业部

附表3 上周发行企业债汇总表

序号	债券简称	发行首日	规模 (亿元)	期限 (年)	利率(%)	主体	债项	评级 机构	增级措施	主承销商
1	11 丽水城投债	2011/10/14	10	5+2	7.71	AA-	AA	大公	自有和全资子公司的	中投证券

土地使用权抵押担保

合计10

资料来源：财汇，平安证券固定收益事业部

附表4 上周发行公司债汇总表

序号	债券简称	发行首日	规模 (亿元)	期限 (年)	利率 (%)	主体	债项	评级 机构	增级措施	主承销商
----	------	------	------------	-------------	-------------	----	----	----------	------	------

合计0

资料来源：财汇，平安证券固定收益事业部

法律声明

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券固定收益事业部

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8240 1562