

布局中等级信用债

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

债市主观指标¹

综合主观指标	2
经济增长主观指标	-1
流动性主观指标	2
通胀主观指标	3
海外市场主观指标	3

注1：指标解释见正文后

投资策略

中长期利率债可继续持有，信用债交易机会和配置机会均已到来

现券模拟投资情况

	上周	前周
持仓比例	100%	100%
账户久期	5.97	5.96
投资累积收益	7.10%	6.57%
指数 ² 累积收益	-2.03%	-1.65%
超额收益	9.13%	8.22%

注2：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	88.33	-0.33
企业债交易指标	50.2	0.3
货币市场利率领先指数	114.0	13
一级市场认购情绪指数	125.4	9.4
一级市场期限偏好指数	100.5	0.1
二级市场情绪指数	106.1	2.4

上周市场概览

	上周	涨跌
中债固定利率国债指数	112.17	-0.26%
中债固定利率企债指数	145.40	-0.04%
上证企债指数	112.17	-0.26%
公开市场操作	净回笼	190亿

主要内容

■ 通胀：10月CPI预计为5.5%

我们预计10月CPI同比增速在5.4%-5.6%之间，最可能值为5.5%，环比增速在0-0.2%。10月份CPI同比增速较9月显著回落，环比增速同样显著回落，显示物价虽然仍然上涨，但上涨压力大幅下降。我们的通货膨胀综合领先指标显示，未来CPI将进一步回落，且回落的幅度将增大。

■ 流动性：本周资金面将好转

上周货币市场中短期利率出现大幅飙升。我们的货币市场利率领先指数上周显著上升，截至上周五为114点，较前周五上涨13点。隔夜回购利率回升至4.94%，7天回购利率回升至5.04%，但我们的拆借与回购相对强弱指数连续三周回落。这一次月末资金面的紧张并未伴随着拆借成交量的大幅上升，说明银行的资金面并不那么紧张，资金面的紧张可能是机构杠杆增加与月末效应叠加的效果。我们对资金的供给方保持乐观的估计。

■ 一级市场：认购需求旺盛

上周利率产品总发行量为179亿元，远低于历史均值，趋势是向下的。上周信用产品总发行量为1217.5亿元，单周发行量约为历史均值的3倍，根据已公告的信息，本周信用债供给量约为651.6亿元，信用债供给量短期趋势是向上的。我们的一级市场认购情绪指数收于125.4，较前周提高了9.4，且再创今年新高。我们构建的一级市场期限偏好指数终值收于100.5，较10月上旬小幅提高了0.1，且仍高于100。我们构建了高等级与中低信用等级发行量相对强弱指数，用以表征高等级与中低等级的相对供给规模。目前，高等级信用债相对于中低等级的供给规模已处于历史最高位，且处于持续上升趋势中。

■ 布局中等级信用债，等待信用利差周期性回归

我们的二级市场情绪指数上周收于106.1点，较前周上升2.4点，连续5周上升，显示市场情绪继续好转，目前已经处于历史均值之上。我们认为，利率债收益率仍然有下降的空间，可以继续持有。中低信用等级信用债目前收益率较高，已经处于顶部，且信用利差处于周期高位，前期回落幅度不大，由于可能出台更多支持性政策，未来收益率有望下行，这将是下一波市场机会所在。

■ 监测指标情况：企业债趋势性走强获确认

截至上周五，我们的国债、金融债和企业债预警指标和交易指标均在50以上，意味着三个品种的趋势性走强行情仍在继续。从技术指标的提示来看，国债和金融债可以继续持有，企业债的交易机会也已经到来。

■ 现券模拟账户投资情况

上周债市小幅调整，但铁道债获得市场追捧，我们继续持有铁道债，上周末进行任何调整。按照上周五的中债估值，我们的账户目前盈利710.41万元，投资收益率为7.10%（无杠杆），超额收益率为9.13%。

正文目录

一、 宏观经济	5
1.1 海外经济	5
1.2 国内通胀：10 月份 CPI 预计为 5.5%	5
1.3 流动性：本周资金面将逐步转好	6
二、 一级市场：认购需求创新高	6
2.1 上周利率债招标情况	6
2.2 信用债发行情况	6
2.3 利率、信用债供给情况	7
2.4 不同信用等级信用债发行情况	7
2.5 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：收益率整体上行	8
3.2 城投债跟踪：估值收益率有所上行	11
3.3 利率互换：FR007 IRS 套利空间小幅回落	12
3.4 可转债：连续三周上涨	13
3.5 技术看市：企业债趋势性走强获确认	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 高等级、中低等级信用债发行情况	7
图表 5 高等级与中低信用等级发行量相对强弱指数	7
图表 6 一级市场认购情绪创再创新高	8
图表 7 一级市场仍偏好长期品种	8
图表 8 银行间国债收益率及单周变化	9
图表 9 银行间政策性金融债收益率及单周变化	9
图表 10 银行间 AAA 中短期票据收益率及周变化	9
图表 11 银行间 AA 中短期票据收益率及周变化	9
图表 12 银行间 AAA 企业债收益率及周变化	9
图表 13 银行间 AA 企业债收益率及周变化	9
图表 14 货币市场利率领先指数	10
图表 15 二级市场情绪指数走势	10
图表 16 上周到期收益率前 10 的城投债	11
图表 17 上周跌幅前 10 的城投债	11
图表 18 FR007 IRS 及周度变化	12
图表 19 Shibor 3M IRS 及周度变化	12
图表 20 FR007 IRS 与回购养券套利空间	12
图表 21 Shibor 3M IRS 与浮息债套利空间	12

图表 22 可转债随股市反弹	13
图表 23 可转债、正股历史成交量情况	13
图表 24 上周可转债换手率	13
图表 25 可转债及正股涨跌	13
图表 26 加权纯债溢价率走势	14
图表 27 加权纯债到期收益率走势	14
图表 28 中债银行间国债净价指数走势	14
图表 29 目前预警指标情况	15
图表 30 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	错误！未定义书签。

一、宏观经济

1.1 海外经济

■ 美国：消费稳步向上，收入增长停滞不前

美国经济逐渐走出了债务问题的阴影，在下半年基本形成了企稳的态势。新公布的 9 月消费数据仍然强劲，个人消费额环比增加 0.6%，强于市场预期。但个人收入数据仍然疲软，环比仅增 0.1%，差于预期。第三季度的实际人均可支配收入比二季度出现了回落。这说明目前的消费增长快于收入。美国家庭的储蓄/可支配收入比例在今年以来出现了回落，同时消费信贷出现了连续的上升。这说明现阶段消费的增加是靠储蓄减少以及借贷而实现的。未来增长的能力能否持续，要看就业能否好转。

受欧盟峰会公布债务问题解决方案提振，金融市场上周后半段出现了大幅上行。标普 500 指数上涨 3.78%，连续第四周上扬。VIX 指数则明显下行，从周初的 29.26 下降到 24.53。美国国债收益率出现上行，10 年期国债由 2.23% 上行 11bp 至 2.34%，市场对风险资产的胃口明显出现回升。

■ 欧元区：关键看救助方案的落实情况

上周三的欧盟峰会达成了债务问题的解决方案，包括对希腊债务进行 50% 的减记、对银行核心资本充足率 9% 的要求，以及 EFSF 规模扩大和杠杆化运营的协议。如果说前两点是欧元区的内忧，那么在欧洲央行谨守货币闸门的背景下，EFSF 的扩大将有赖于进一步的国际协调。目前我们能看到的仅是一个解决意向，市场预期在 11 月初的 G20 领导人会议上，将对欧元区的救助方案进行落实。

1.2 国内通胀：10 月份 CPI 预计为 5.5%

根据对 10 月份食品和非食品 CPI 增速的估计，我们测算出 10 月 CPI 同比增速在 5.4%-5.6% 附近之间，最可能值为 5.5%，环比增速在 0-0.2%。10 月份 CPI 同比增速较 9 月显著回落，环比增速同样显著回落，显示物价虽然仍然上涨，但上涨压力大幅下降。我们的通货膨胀综合领先指标显示，未来 CPI 将进一步回落，且回落的幅度将增大。

前周食用农产品价格连续 2 周回落，且 9 月下旬以来农产品批发价格连续回落，预计将继续缓解食品零售端价格压力。下跌因素中，蔬菜价格连续 2 周回落；猪肉价格近 3 周暴跌，预计本轮价格调整已近尾声；天气凉爽产蛋量增加，蛋类价格连续 3 周回落，且跌幅继续扩大。上涨因素中，食糖维持前期涨势，压力缓解需等待 11 月新糖开榨；当前国际油脂价格处于较低水平，食用油价格涨势趋缓；8 月以来水果价格逐步走强，已连续 4 周上涨；粮食价格继续保持温和上涨态势，但近 2 周涨幅已明显回落。

前周商务部生产资料价格连续 6 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，进入旺季煤炭价格继续走强，受国际因素影响，国内原油和矿石价格继续走弱。中游原料方面，受需求疲软尤其是房地产下滑影响，中游原料价格普遍走弱。钢价连续 8 周回落；建材水泥和玻璃维持弱势；有色上周大幅上涨；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 4 周下跌，且跌幅有所扩大；橡胶价格继续下跌。受欧债危机短期好转影响，美元走弱，布伦特原油期货价大幅上涨，大宗商品价格回升。其中各个品种普遍上涨，其中金属和纺织品涨幅较大。

1.3 流动性：本周资金面将逐步转好

上周货币市场中短期利率出现大幅飙升。隔夜回购利率回升至 4.94%，7 天回购利率回升至 5.04%，14 天以上回购利率上行幅度都在 100bp 左右。上周交易所市场受新股申购冻结资金以及月末影响，隔夜资金成本在后半周高于银行间市场；7 天回购利差均值在 70bp 左右。上周回购日均成交量放大至 4460 亿，拆借日均成交量也由 1420 亿上升至 1630 亿。我们的拆借与回购相对强弱指数连续三周回落。这一次月末资金面的紧张并未伴随着拆借成交量的大幅上升，说明银行的资金面并不那么紧张，资金面的紧张可能是机构杠杆增加与月末效应叠加的效果。我们对资金的供给方保持乐观的估计，预计在 11 月初资金面的供给增加将显著拉低资金利率。

上周央行在公开市场净回笼 190 亿。本周公开市场到期量只有 1070 亿，预计公开市场通过短期回购实现滚动到期量的操作将继续。上周票据直贴和转贴利率基本保持稳定，直贴利率小幅探底回升仍然稳定在 9.36%，转贴利率也仍为 7.2%。实体经济的资金面仍然保持温和缓解的状态。上周 1 年期银信理财产品平均收益率增至 5.45%，较前周上升 0.25%。资金供给的要求回报率基本稳定。

本周新股发行量有所降低，共有 4 只股票上市发行，都为中小盘股，全周总申购资金约 2000 亿。由于上周申购回款量较大，市场将有少量资金净释放。新债发行方面，由于近两周发行量较大，进行中的发行有所回落，总发行规模仅 300 多亿，以信用债和政策性金融债为主。本周公开市场到期量仍然保持低位，回购到期 550 亿，央票到期 520 亿，总计 1070 亿。资金面没有明显的流入和流出，基本面仍然稳定。随着月末的过去，预计本周资金面将逐渐转好。

二、一级市场：认购需求创新高

2.1 上周利率债招标情况

上周利率产品仅发行了 1 期地方债—第 8 期地方债，期限为 5 年，规模为 179 亿，中标利率为 3.7%，低于市场预期。获得了 1.83 倍的超额认购。随着一级市场的回暖，该期债认购情况明显好于前几期同期限的地方债，其中标利率是最低的，认购倍数是最高的（11 地方债 01 中标利率 3.84%、认购倍数 1.05；11 地方债 04 中标利率 4.12%、认购倍数 1.70；11 地方债 06 中标利率 4.3%、认购倍数 1.45）。

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 08	2011/10/24	5	179	1.83		3.70

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.2 信用债发行情况

信用债方面，上周短期融资券共计发行 18 只，规模合计 251.5 亿元，较前周减少了 3.5 亿元。中票发行 15 只，发行规模共计 373 亿元，较前周大幅增加了 230 亿元。上周企业债发行了 5 只规模 276 亿元，较前周大幅增加了 266 亿元。公司债结束了连续 2 周末发行的状况，上周发行了 2 只规模合计 17 亿元。

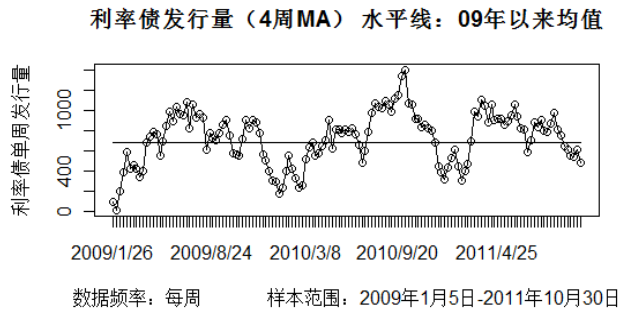
上周信用债发行利率连续 3 周回落。上周 1 年期 AAA 级短融的发行利率为 5.43%，较前周下降了 55BP，5 年期 AAA 级的发行利率为 5.50%，较前周下降了 51BP，5 年期 AA+级的发行利率为 6.13%，较前周下降了 62BP。上周发行的企业债中铁道债为铁道基金担保，南平高速债为第三方担保，其他为无担保。详细的发行情况见附表。

2.3 利率、信用债¹供给情况

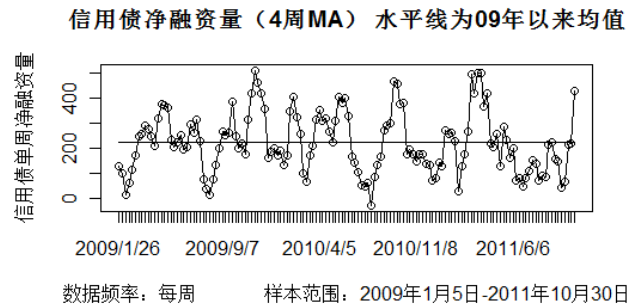
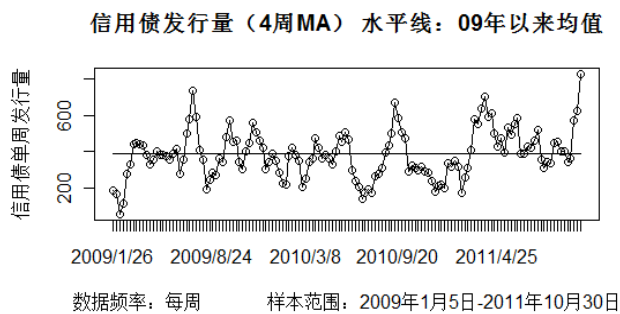
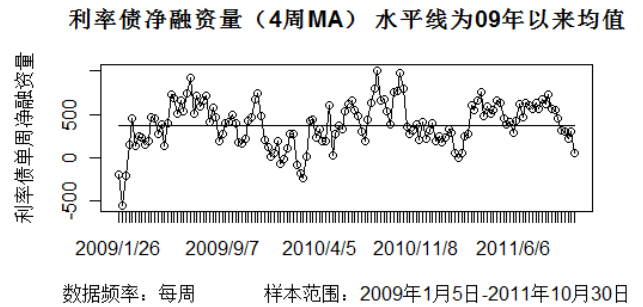
上周利率产品总发行量为 179 亿元，远低于历史均值，趋势是向下的。上周信用产品总发行量为 1217.5 亿元，单周发行量约为历史均值的 3 倍，根据已公告的信息，本周信用债供给量约为 651.6 亿元，信用债供给量短期趋势是向上的。

上周利率产品净融资量为-603.6 亿元，单周净融资量远低于历史均值，且短期趋势是向下的。上周信用产品净融资量为 788.5 亿元，单周净融资量约为历史均值的 3 倍，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

2.4 不同信用等级信用债发行情况

上周高等级（超 AAA、AAA、AA+）信用债发行量为 802 亿元，约为历史均值的 3 倍，且趋势是向上的。上周中低等级（AA、AA-及以下）信用债发行量为 89.5 亿元，略高于历史均值，近期单周发行规模在历史均值附近震荡。

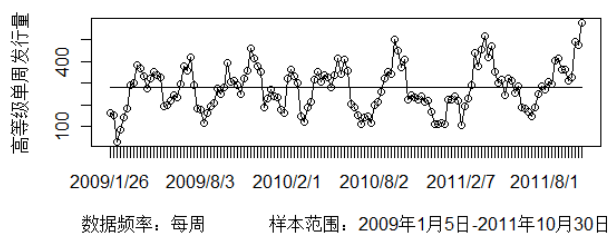
我们构建了高等级与中低信用等级发行量相对强弱指数，用以表征高等级与中低等级的相对供给规模。目前，高等级信用债相对于中低等级的供给规模已处于历史最高位，且处于持续上升趋势中。这表明相对而言高信用等级的供给压力较大。

图表4 高等级、中低等级信用债发行情况

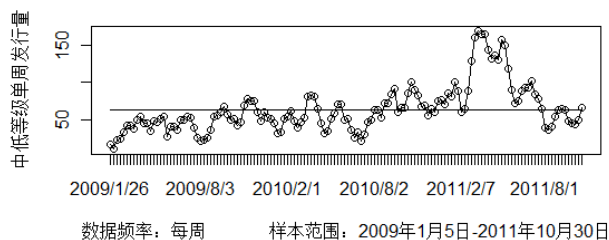
图表5 高等级与中低信用等级发行量相对强弱指数

¹这里的“信用债”包括：短期融资券、中期票据、企业债、公司债、次级债五项。

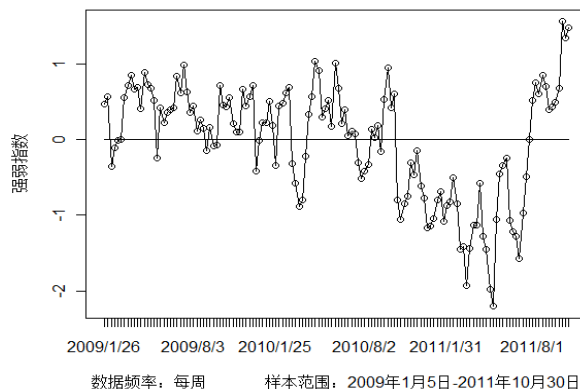
高信用等级发行量（4周MA） 水平线：09年以来均值



中低信用等级发行量（4周MA） 水平线：09年以来均值



高等级与中低信用等级发行量相对强弱指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

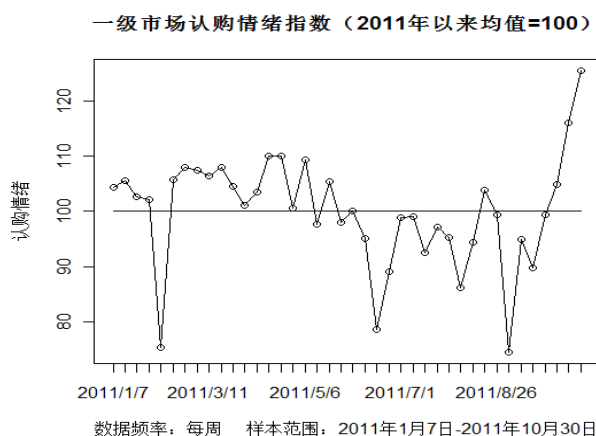
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

2.5 一级市场认购情况

上周我们构建的一级市场认购情绪指数收于 125.4，较前周提高了 9.4，且再创今年新高。一级市场认购需求非常旺盛，目前已连续 4 周持续上升。

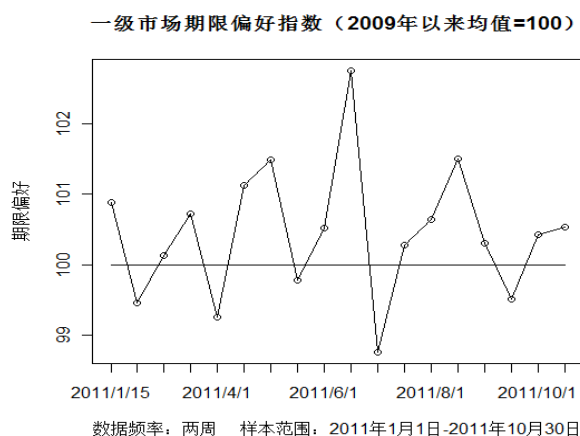
10 月下旬我们构建的一级市场期限偏好指数终值收于 100.5，较 10 月上旬小幅提高了 0.1，且仍高于 100（09 年以来的历史均值）。说明整体上讲市场仍更偏好 5 年及其以上的中长期品种，且偏好程度较 10 月上旬小幅提高。

图表6 一级市场认购情绪创再创新高



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表7 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

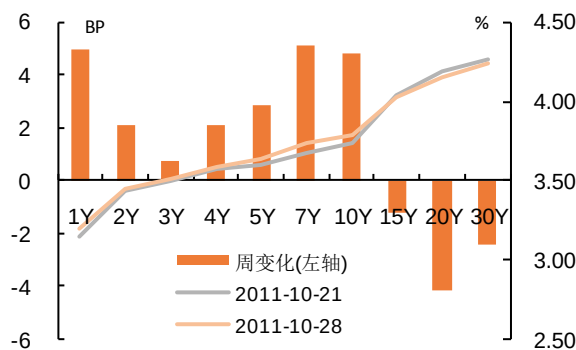
3.1 上周市场回顾：收益率整体上行

上周影响债市的因素比较多，美国经济数据超预期，欧盟领导人就希腊债务问题达成协议，外围市

场风险偏好明显上升，美元暴跌。国内方面，A股市场展开反弹，由于临近月底，银行间资金面也再度紧张。整体来看，上述因素均对债市构成负面影响，债市收益率有所上行，但幅度并不太大。

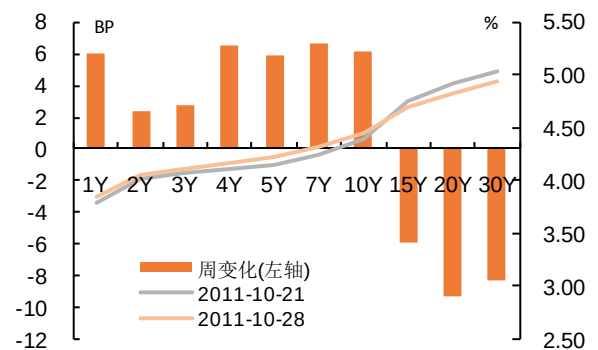
上周银行间国债收益率以上行为主，但幅度并不大，都在6bp以内，在各种利空因素交织下，债市仅出现了小幅的调整，说明债市依然坚挺。1年期品种收益率上行约5bp至3.19%。3年期品种上行幅度最小，不到1bp，在3.51%附近。5年期品种上行3bp至3.63%，7年期品种上行5bp至3.73%。10年期品种周中一度反弹至3.81%附近，周五有所下行至3.79%左右，上行约5bp。10年期的110019自前周五的3.72%反弹至3.79%，上行约7bp。政策性金融债上周表现与国债类似，10y品种的中债估值收益率从前周五的4.39%反弹至4.45%附近，上涨约6bp，110244上周五成交于4.47%，较前周五的4.35%上约12bp。

图表8 银行间国债收益率及单周变化



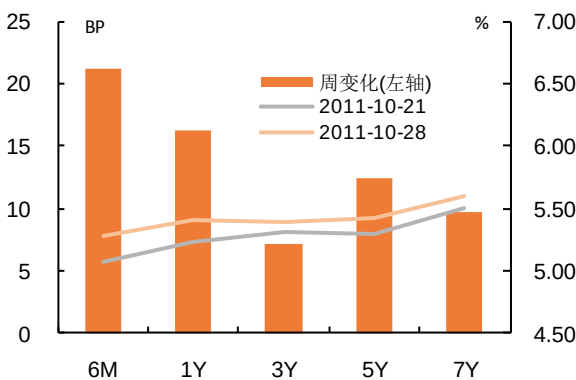
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表9 银行间政策性金融债收益率及单周变化



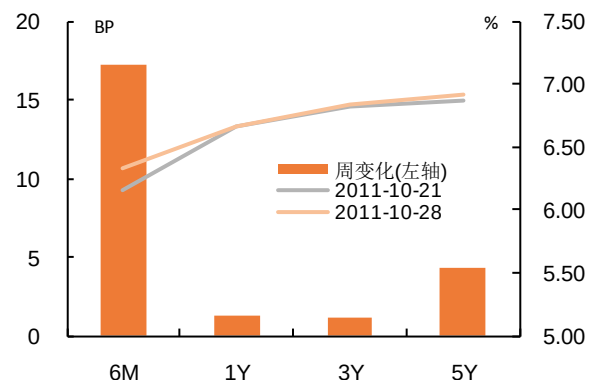
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表10 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

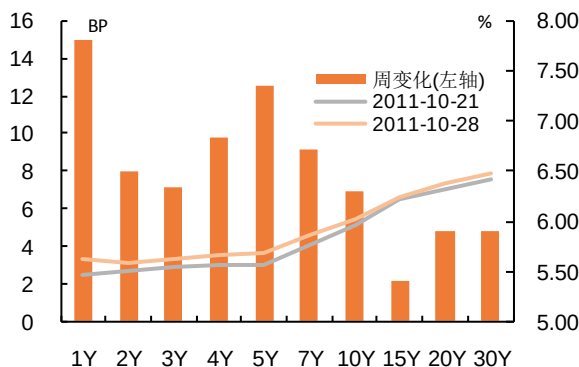
图表11 银行间AA中短期票据收益率及周变化



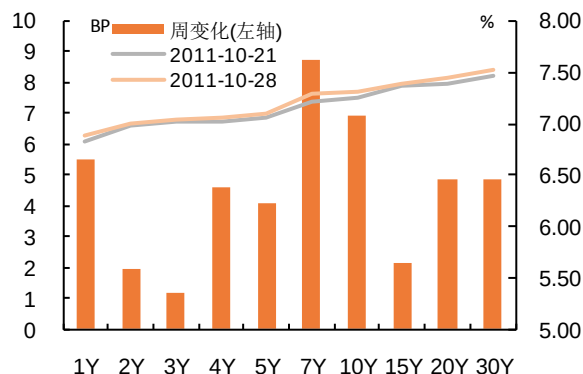
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表12 银行间AAA企业债收益率及周变化

图表13 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

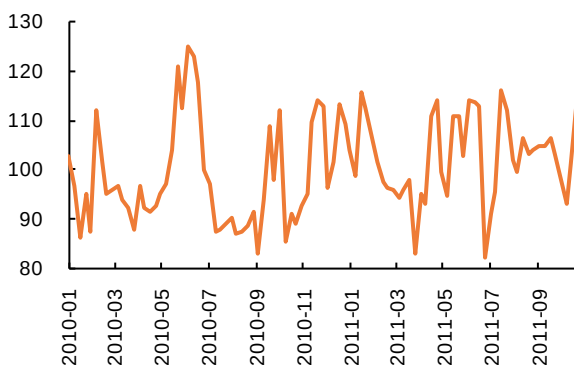


资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

信用债上周收益率同样出现反弹，前期收益率下行幅度较大的高等级信用债表现尤其明显。短融方面，1年期AAA短融中债估值收益率为5.40%，较前周五上行约16bp。1年期AA短融收益率则变化不大，上行1bp，幅度远小于AAA品种。中票方面，5年期AAA品种收益率较前周五上行约12bp，在5.42%附近。企业债上周成交稍显活跃，尤其是铁道债，回售期较短的普通企业债也有成交，企业债估值收益率有所上行，AAA品种各期限品种上行幅度在10bp左右。

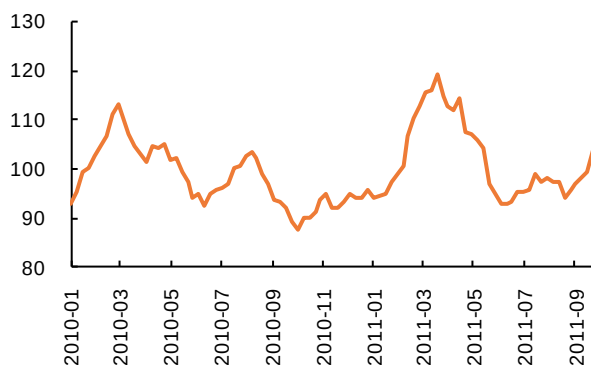
上周资金面非常紧张，货币市场利率大幅上行。我们的货币市场利率领先指数上周显著上升，截至上周五为114点，较前周五上涨13点。月末效应是资金面紧张的原因，我们预计本周资金面将逐步缓解。我们的二级市场情绪指数上周收于106.1点，较前周上升2.4点，连续5周上升，显示市场情绪明显好转，目前已经处于历史均值之上。

图表14 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15 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

近期债市在国内外各种利空因素交织下表现依然坚挺，主要是市场对于通胀回落的预期较为强烈。我们预计10月份CPI将回落至5.5%，较9月份下降0.6个百分点，而11月份则有望进一步大幅回落至4.4%附近。总体来看，未来3-6个月CPI回落的趋势不变。从资金面来看，上周由于月末效应导致资金面较为紧张，货币市场利率大幅上行，本周随着月末因素的消失资金面将显著缓解，随着年底财政存款的陆续投放，资金面好转的趋势不变。上周温家宝总理主持召开国务院常务会议，进一步明确了政策微调的方向，政策将结构性放松，但考虑到通胀压力依然较大和房地产调控的需要，短期内难以全面放松。因此，近期的债市依然是有利因素居多。我们认为，利率债收益率仍然有下降的空间，可以继续持有。信用债目前收益率较高，且相对价值较高，未来收益率有望下行，无论是交易型机构还是配置型机构，均可以参与。

3.2 城投债跟踪：估值收益率有所上行

上周银行间市场企业债成交依然清淡，主要是铁道债有较多成交，城投债成交依然稀少。城投债估值收益率有所上行，交易所城投债收益率同样有所上行，净价明显下跌。例如，09 怀化债下跌 1.72%，周成交金额在 6149 万；08 长兴债上周下跌 1.92%，周成交额 7155 万；08 铁岭债下跌 1.27%，但成交量只有 3224 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，目前最高的仍然是 11 皋交债，到期收益率反弹 13bp 至 9.12%。09 滁交基债、09 盐国资债、09 怀化城投债和 10 佳城投债收益率均在 9% 以上。如图表 16 所示。上周城投债净价估值基本以下跌为主，图表 15 显示的是上周净价跌幅较大的 10 只城投债品种，跌幅均在 0.5% 以上。

上周无论是利率债还是信用债，都陷入了调整，收益率有所上行。机构对城投债依然较为谨慎，鲜有成交，城投债估值收益率也显著上行。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，交易性机会也即将到来。

图表16 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 皋交债	7.25	AA-	AA-	9.12%
09 滁交基债	4.45	A	A+	9.07%
09 盐国资债	4.42	A+	AA	9.03%
09 怀化城投债	7.32	AA-	AA	9.01%
10 佳城投债	5.37	AA	AA+	9.00%
10 辽源债	5.25	AA-	AA	8.99%
08 诸城企业债	6.83	AA-	AA	8.99%
11 牟平国资债	7.35	AA-	AA+	8.99%
09 鹤城投债	5.06	A+	AA	8.98%
09 益阳城投债	5.07	AA-	AA	8.98%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表17 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
11 四平债	7.51	AA-	AA+	-0.60%
10 合肥高新债	8.38	AA	AA+	-0.60%
10 武汉高科债	8.58	AA	AA+	-0.59%
09 柳州投控债	7.50	AA	AA	-0.58%
10 南宁城投债	9.18	AA	AA	-0.58%
10 凯迪债	8.83	AA	AA+	-0.58%
10 广晟债	6.00	AAA	AAA	-0.57%
11 海宁债	6.90	AA	AA+	-0.57%
09 哈城投债	7.38	AA	AA	-0.56%
07 渝能源债	5.69	AA+	AAA	-0.56%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

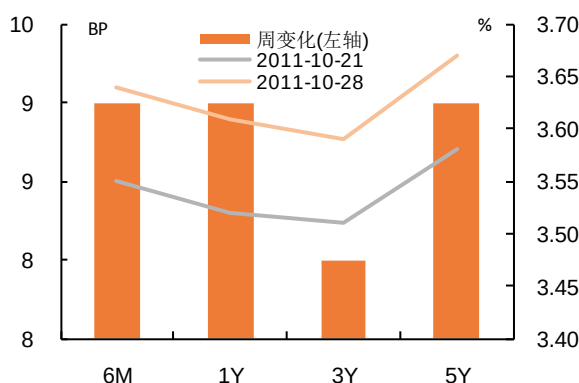
3.3 利率互换：FR007 IRS 套利空间小幅回落

上周是 10 月份最后一周，受月末效应影响，资金面非常紧张，货币市场利率大幅飙升。IRS 市场也有所反应，3 个月以内的短期限品种上行幅度较大，6 个月及以上品种则变化不大。6 月期 FR007 IRS 收于 3.64%，较前周上涨 9bp；1 年期品种上周收于 3.61%，较前周上涨 9bp。3 年期品种收于 3.59%，较前周上涨 8bp。5 年期品种收于 3.67%，较前周上涨 9bp。Shibor 3m IRS 各期限品种同样上行，但幅度不大，6 月以上品种除 1 年期品种上行 12bp 至 4.8%外，其余品种上行幅度不大。

上周3年期和5年期固息金融债收益率略有上行，幅度不大，分别在3bp和6bp，而FR007 IRS固定端收益率上行幅度稍大，因此“回购养券+收浮付固”套利组合的套利空间小幅回落。3年期品种套利空间较前周下跌约5bp，截至上周五在51bp附近。5年期品种的套利空间较上周下降3bp，截至上周五在54bp附近。Shibor浮息债与IRS的组合对固息债的套利空间上周变化不大，3年期品种套利空间上升约2bp至33bp附近；5年期品种的套利空间则下降4bp至19bp，套利空间仍然为正值，说明利用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。

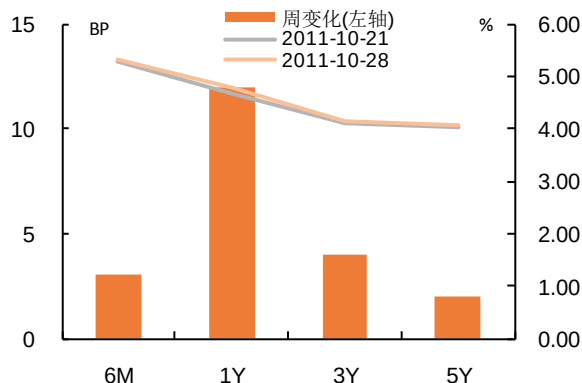
本周进入11月份，随着财政存款的陆续投放，预计年内资金面好转的趋势不变，货币市场利率将显著下行。近期IRS有所反弹，对于收固定利率的投资者而言，目前可以适当介入，把握资金面转好带来的交易性机会。对于套利交易而言，目前套利收益也处于较高的水平，可以积极参与。

图表18 FR007 IRS及周度变化



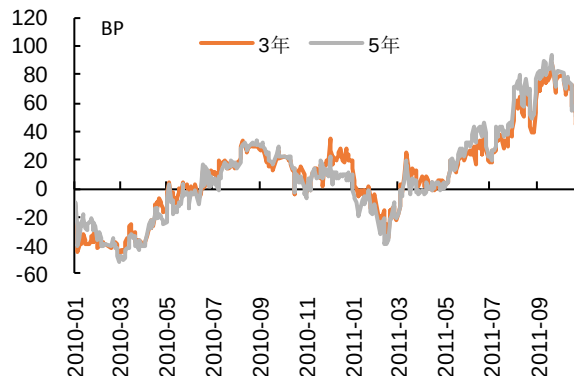
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表19 Shibor 3M IRS及周度变化



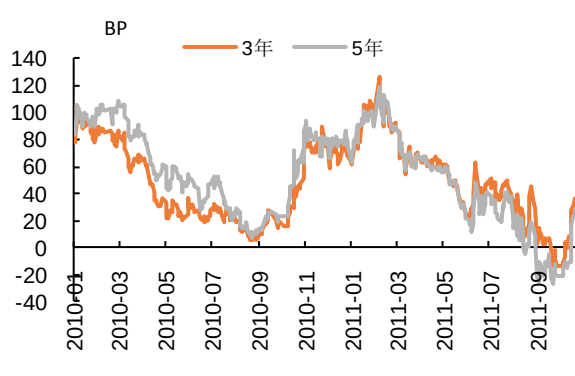
资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

图表20 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21 Shibor 3M IRS与浮息债套利空间

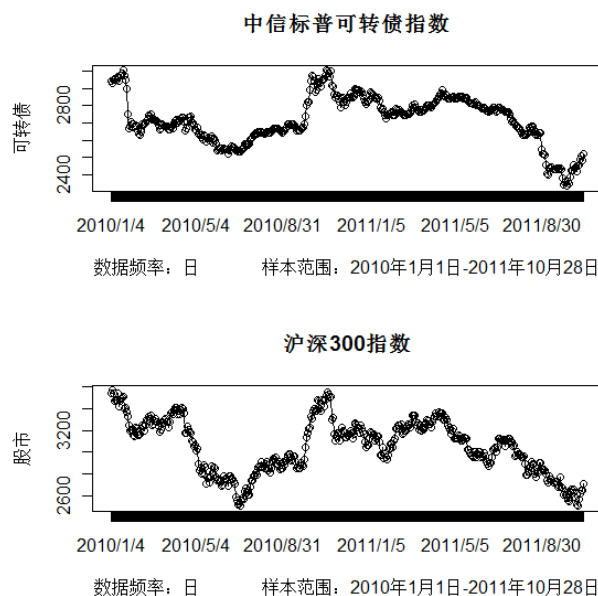


资料来源：Wind 资讯 平安证券固定收益事业部

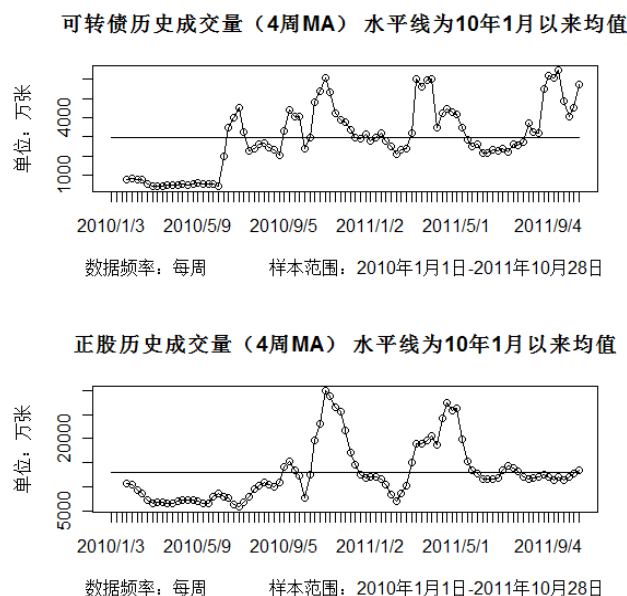
3.4 可转债：连续三周上涨

上周沪深 300 大幅上涨了 8.02%，而债券市场在连续 4 周走强后短期调整，小幅下跌了 0.07%。受股市上涨的刺激，中信标普可转债亦大幅上涨了 2.85%，已连续 3 周上涨。成交量方面，股市、可转债均“量价齐升”，成交量环比分别提高了 55.8%和 95.5%。目前可转债单周成交量仍大幅高于历史均值，且短期趋势是向上的。而正股成交量仍在历史均值附近震荡。另一方面，尽管上周债市出现小幅调整，但成交量仍提高了 7.23%。

图表22 可转债随股市反弹



图表23 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

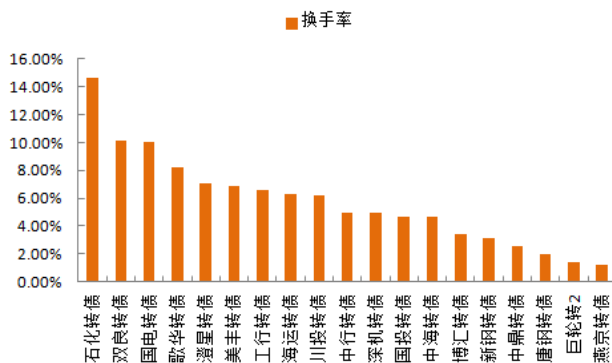
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

上周流动性最高的仍然是石化、双良和国电转债，换手率分别为 14.67%、10.09%和 10.04%。2 只大盘转债—工行转债、中行转债的换手率分别为 6.60%、4.96%，处于较高水平。上周正股普遍上涨，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 2.71%、1.61%和 5.87%。受下修转股价影响，上周石化转债“量价齐升”。

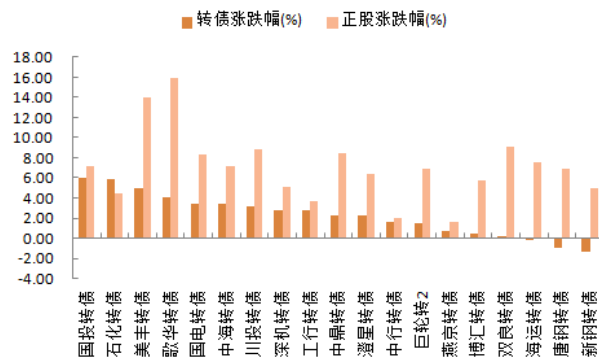
股性债性方面，随着股市的转暖，转债市场债性继续减弱：加权纯债溢价率由前周的 13.8%提高到 17.6%，已连续 3 周提高。3 只大盘转债—工行转债、中行转债和石化转债纯债溢价率分别提高了 3.98%、2.13%和 7.09%。目前整个可转债市场债性保护仍较好，但较前期已有所减弱。加权纯债到期收益率由前周的 2.82%下降到 2.28%，已连续 3 周下降。19 只转债中到期收益率为正值的有 17 只。到期收益率最高的 3 只转债为唐钢、新钢和博汇转债，到期收益率分别为 5.59%、4.50%、3.57%。3 只大盘转债—工行转债、中行转债和石化转债的到期收益率分别为-0.06%、3.35%和 2.51%。

图表24 上周可转债换手率

图表25 可转债及正股涨跌



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部



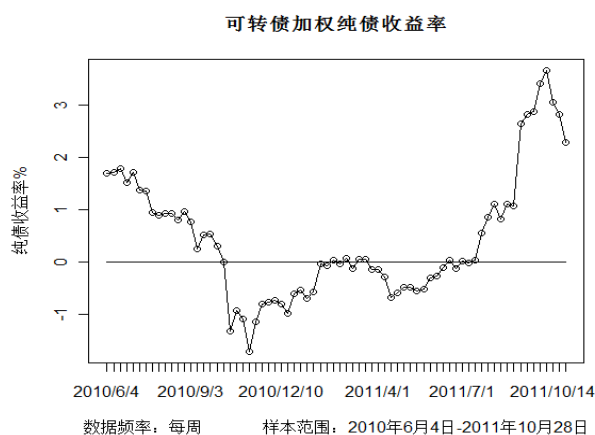
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图26 加权纯债溢价率走势



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图27 加权纯债到期收益率走势

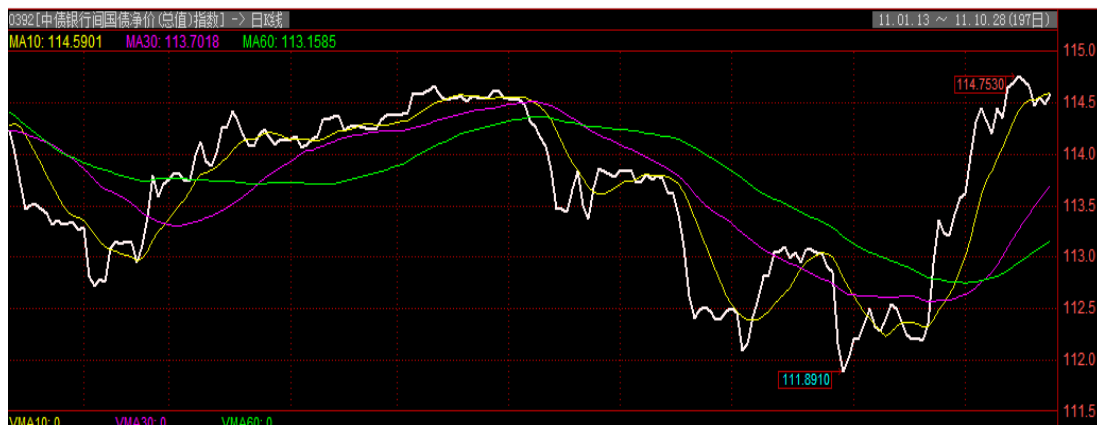


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

3.5 技术看市：企业债趋势性走强获确认

受资金面紧张和前期上涨过快影响，上周债券市场普遍出现温和调整。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下降了 0.12% 和 0.07%。连续 2 周金融债表现好于国债。中债固定利率企业债净价指数则下降了 0.36%。目前国债、金融债、企业债 10 日均线均位于 30 日和 60 日均线以上，技术上看后市有一定支撑。

图28 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 54.0，连续 23 个交易日发出走强信号，交易指标收于 54.0，“买入”信号已维持了 4 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 4 周发出“买入”信号。值得注意的是，利率债的趋势性走强也逐步蔓延到企业债。企业债预警指标连续 2 周维持在 50 以上，发出转暖信号，而交易指标也首次突破 50，并发出“买入”信号，企业债强势趋势得到确认。

图表29 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	114.57	54.0	54.0	买入
中债固定利率金融债净价指数	110.42	55.1	54.5	买入
中债固定利率企业债净价指数	88.33	52.4	52.0	买入

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

注：计算日期为2011-10-28

3.6 现券模拟账户投资

上周债市小幅调整，利率债和信用债收益率均有所上行。上周招标的铁道债获得市场热烈追捧，7 年期铁道债中标在下限 4.93%，超额认购 16.87 倍。我们满仓持有的 11 铁道 01 上周表现良好，受一级市场带动，收益率也下行约 8bp。按照上周五的中债估值，我们的账户目前盈利 710.41 万元，投资收益率为 7.10%（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 94.48，涨幅为-2.03%。我们模拟帐户的超额收益率为 9.13%。

图表30 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	5.97	2011-10-21	10000	5.0112	53.76
初始资金						10000
持仓比例						100%
账户久期						5.97
资产总计						10710.41
投资收益						7.10%
指数 ¹ 收益						-2.03%
超额收益						9.13%

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

注释：债市主观指标

为直观而准确的给出各种因素对债市影响的判断，方便投资者做出决策，我们综合我们所有监测指标，对经济增长、流动性、通货膨胀和外围市场对国内债市的影响程度给出主观判断，以-3 到 3 为范围，越高的值表示该影响因素对债市影响越积极，反之亦然。在此基础上，我们综合上述四个主观指标，给出我们对债市整体投资环境的综合主观指标。

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 (天)	利率(%)	主体	债项	评级机构	主承销商
1	11 七师柳沟 CP001	2011/10/24	4	365	8.6	A+	新世纪	国有企业	浦发银行
2	11 北车 CP003	2011/10/25	20	365	5.43	AAA	中诚信	国有企业	中信银行
3	11 红豆 CP002	2011/10/25	8	365	8.35	AA-	联合	民营企业	农业银行
4	11 赣粤 CP002	2011/10/25	7	365	5.43	AAA	大公	国有企业	农业银行
5	11 津建材 CP001	2011/10/25	4	365	8	AA-	中诚信	国有企业	兴业银行
6	11 南电 SCP002	2011/10/26	50	270	5.1	AAA	中诚信	国有企业	中国银行、农业银行
7	11 原水 CP001	2011/10/26	4	365	6.87	AA	大公	国有企业	浙商银行
8	11 南京三桥 CP001	2011/10/26	4	365	8.8	A+	大公	国有企业	招商银行
9	11 万宝 CP001	2011/10/26	8	365	7.99	AA-	新世纪	国有企业	农业银行
10	11 中石集 SCP002	2011/10/27	50	270	5.05	AAA	联合	国有企业	建设银行、国开行
11	11 首发 CP001	2011/10/27	30	365		AAA	中诚信	国有企业	光大银行
12	11 厦门港 CP001	2011/10/27	5	365	5.99	AA+	联合	国有企业	中金、建设银行
13	11 粤中旅 CP001	2011/10/27	3.5	365	8.04	AA-	中诚信	国有企业	国开行
14	11 营口港 CP001	2011/10/27	12	365		AA	大公	国有企业	浦发银行
15	11 皖高速 CP001	2011/10/28	20	365		AAA	大公	国有企业	招商银行、民生银行
16	11 宁交投 CP002	2011/10/28	3	365		AA+	中诚信	国有企业	招商银行
17	11 青国投 CP002	2011/10/28	9	365		AA+	大公	国有企业	浦发银行
18	11 蒙大唐 CP001	2011/10/28	10	365		AA+	大公	国有企业	国开行
合计			251.5						

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 (年)	利率(%)	主体	评级 机构	企业性质	主承销商
1	11 晋煤 MTN1	2011/10/24	33	5	5.5	AAA	AAA	联合	农业银行、中金
2	11 汉江 MTN1	2011/10/24	3	5	7.25	AA	AA	联合	华夏银行
3	11 祁水泥 MTN1	2011/10/25	7	5	7.99	AA-	AA-	新世纪	招商银行
4	11 南网 MTN1	2011/10/25	50	5	5.3	AAA	AAA	中诚信	工商银行、中金
5	11 三峡 MTN2	2011/10/25	80	3	5.24	AAA	AAA	中诚信	中信证券、招商银行
6	11 电网 MTN2	2011/10/25	100	5	5.3	AAA	AAA	大公	农业银行、建设银行
7	11 赣粤 PPN001	2011/10/25	10	3	6.45	AAA		大公	招商银行
8	11 彩虹 MTN1	2011/10/25	10	5	6.97	AA	AA	新世纪	建设银行
9	11 新乡 SMECN1	2011/10/26	3	2	6.95		AAA	联合	建设银行
10	11 铜有色 MTN1	2011/10/26	30	5	6.13	AA+	AA+	联合	农业银行
11	11 南山 MTN2	2011/10/26	7	5	6.13	AA+	AA+	联合	招商银行
12	11 苏国信 PPN001	2011/10/26	10	3	6.18	AAA		中诚信	兴业银行
13	11 沙钢 MTN2	2011/10/27	20	5		AA+	AA+	中诚信	农业银行、中国银行
14	11 浙物产 MTN1	2011/10/28	8	3		AA+	AA+	中诚信	光大银行、招商银行
15	11 云铝 MTN1	2011/10/28	2	5		AA	AA	中诚信	招商银行
合计			373						

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 同煤债 01	2011/10/24	20	5+5	5.85	AAA	AAA	中诚信	无	信达证券
	11 同煤债 02	2011/10/24	20	7+3	5.95	AAA	AAA	中诚信	无	信达证券
2	11 铁道 03	2011/10/26	100	7	4.93	AAA	AAA	大公	铁路建设基金担保	中信证券等
	11 铁道 04	2011/10/26	100	20	5.33	AAA	AAA	大公	铁路建设基金担保	中信证券等
3	11 南平高速债	2011/10/26	10	7	7.9	AA-	AAA	大公	中债信用增进投资 股份有限公司担保	平安证券
4	11 中兴新债	2011/10/28	10	5+3	6.5	AA+	AA+	联合	无	平安证券
5	11 厦门建发债	2011/10/28	16	5+3	7.3	AA+	AA+	中诚信	无	兴业证券
合计			276							

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
1	11 浦路桥	2011/10/24	7	3+2	6.9	AA	AA	中诚信	无	国泰君安
2	11 健康元	2011/10/28	10	5+2	7.1	AA+	AA+	中诚信	无	渤海证券
合计			17							

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