



西南証券

SOUTHWEST SECURITIES

西南証券固定收益周报（7月24日更新）

国内债券市场情绪极为低迷，连连的资金短缺让市场的交易无法活跃，机构对下半年的悲观情绪愈加强烈，去杠杆化进程在持续，收益率的上行并未结束。利率产品收益率本周走高明显，它也将是未来最先回落的；信用债因信用风险因素已提前下跌，在未来供需不平衡的影响下，它的反弹时间将推后。汇丰PMI7月初值数据下落到28个月最低位，但是投资分项的指数回升，总体来看仍无需对全年的经济增速失去信心。

在最后的关头，无论是德、法两国针对欧盟救助希腊，还是民主、共和两党针对美国国债上限，对立的双方都有所退让，因而欧元得以短线反弹，美元也得以止跌。黄金价格再创新高，本周守住了1600美元的整数关口，可见市场对欧洲和美国的未来局势依然保持警惕。农产品新一轮涨幅引起市场对通胀的再度担忧，国际市场上小麦和糖的涨幅最为显著。好在对于国内来说，粮食价格有控制的手段和空间，国际粮价相对于工业原料价格对国内的直接影响稍小。

宏观和固定收益研究小组

西南証券研究发展中心

王剑辉

执业证号：S1250511010003

电话：010-57631186

邮箱：wjhui@swsc.com.cn

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100140

电话：86-10-57631234（总机）

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>

随着以中国为代表的新兴经济体的地位的快速上升，原有的G7主导的世界经济和金融格式正在发生结构性的变化，我们试图建立以大中国区经济为核心，包括主要发达经济体和新兴经济体的轻型数据周报，全面跟踪中外经济数据和代表事件，选择关键指标加以独立分析，力图勾勒全球宏观经济演化之基本轮廓，研讨金融市场波动的源头和规律，以预测市场未来发展的脉络与线索，并提供跨市场和产品的配置策略方案，同时构建投资组合，进行实时跟踪和绩效评估，给投资者以参考和建议。

目录

固定收益及衍生品	1. 货币市场	2	
	1.1 SHIBOR近期变动矩阵		1.3 银行间同业拆借利率
	1.2 银行间质押式回购利率		1.4 银行票据贴现利率
	2. 公开市场操作	3	
	2.1 本周公开市场操作		2.2 央票发行量和发行利率
	3. 债券一级市场	4	
	3.1 国债发行统计		3.4 中期票据发行统计
	3.2 金融债/铁道部债发行统计		3.5 短融发行统计
	3.3 企业债发行统计		3.6 交易商协会指导利率
	4. 债券二级市场	6	
	4.1 债券指数和成交量		6
	4.1.1 股指和债指	4.1.2 分类债指数	
	4.1.3 各类市场本周成交量		
	4.2 债券信用利差		7
	4.2.1 固定利率关键期限银行间债券收益率和信用利差		
	4.2.2 固定利率关键期限中短期票据收益率和信用利差		
	4.2.3 铁道部债券关键期限收益率和信用利差		
	4.3 债券期限利差和市场利差		10
	4.3.1 利率产品和信用产品的期限利差		
	4.3.2 国债和企业债的跨市场利差		
	5. 海外债券	10	
5.1 主要国家基准利率和主要货币LIBOR		12	
5.2 主要货币利率掉期		13	
5.3 主要发达国家国债关键期限收益率		14	
5.4 美国债券市场主要品种收益率和利差		15	
5.5 主要国家CDS走势		17	
外汇	1. 主要汇率及外汇期货	18	
	2. 大宗商品期货	19	
	3. 人民币汇率	20	
其他投资	其他投资品	21	
	1 房地产市场数据及衍生品指数		21
	2 IPD指数		22
	3 对冲基金指数		23
	4 主要波动指数		24

数据来源：BLOOMBERG WIND

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

金融市场概述

债券市场:

本周利率市场因大行资金紧张流动性再度吃紧。较上周五而言,隔夜银行间质押式回购利率走高了100bp有余,7天利率每日都在攀升,走高了140bp有余,周五有所回落。票据贴现利率本周依然由于监管调查和资金面紧张而走高,买盘很少。在银监会对票据业务的检查之下,票据业务萎缩明显,并且如果票据业务完全规范化操作,业务量的萎缩将是长期的。

央行净投放190亿资金,28天的正回购利率仅为2.8%,对资金利率飙升的货币市场来说,几乎没有刻意的给市场解压。下周到期资金340亿,没有正回购到期,从央行近期的公开市场操作来看,回收货币量的意愿是很强的,并不十分在意市场资金的短期波动。

本周债券发行量1248亿,较上周缩小近一半,市场资金缺乏是发行量缩减的主要原因。成交量方面,本周除了利率产品成交量小幅提高外,所有信用产品成交量都明显下跌。交易商协会的引导发行利率全线大幅上调,资金面的紧张以及供给量的增加使得市场的买方处于强势地位。

利率产品是本周的焦点,国债和央票利率本周走高明显,周内以短期利率为首上升了20bp之多,已经超过了去年的最高值,短期限利率甚至逼近08年的最高点。短融收益率本周走高33bp,大幅波动的主要原因还是货币利率市场的波动。3年期和5年期的AAA中票二级收益率本周均上行16bp,信用利差较上周小幅回落了3~5bp,是信用债里相对稳定的品种。7年期和10年期的企业债本周上行10~15bp,经过之前信用风波的调整,本周的流动性风波并没有对它产生绝对的影响,收益率只是水涨船高。

经过近期的一轮收益率暴涨,左侧拉长久期的时机已经来临。但是资金的紧张是个长期的过程,因此投资者有较长的时间调整组合。也正因资金将长期趋紧,不建议资金来源不稳定的机构保持高杠杆。长期来看,下半年都可以作为组合的调整期。从品种来看,除了传统的品种外,近期可以关注的是公司债和中期票据。

海外债券:

英国央行在7月连续第28个月维持借款利率在0.5%的纪录低点,保持量化宽松项目的资产购买额在2,000亿英镑。日本的5年期通胀掉期本周固定方利率为-0.01%,是5月13号以来的最低点,通胀预期的变化在掉期利率上反映及其灵敏。人民币掉期利率本周也因市场资金紧张而难寻买盘,仅周三一天1年期和3年期的利率报价就走高了10Bp。

美国国债周三、周四连跌两天,默克尔和萨科齐就援助希腊问题达成协议对美债的下跌有推动作用。10年期的国债周四达到2.95%。10年期TIPS的票面目前为0.55%,隐含通胀率为2.3%。周四,美国两党就债务上限的谈判出现转机,奥巴马称如果最终有望达成协议,可以考虑先达成一个临时上限协议,再商讨最终的方案。日本20号发行了11万亿日元的20年期国债,票面为1.856%,是三个月来最低的,投标倍数为2.98。2年期的国债收益率为1.72%,期限利差已经缩减至7个月最低。日本的TIPS因IMF的通胀预期高于日本央行8个月来首次出现亏损。

外汇:

因疲软经济数据和欧元区债务危机的影响,英镑兑美元周三早盘下滑,市场认为有下行的风险。欧元区德国和法国的口头协议使得欧元保持了走强的态势,周四消息出来后欧元立刻上涨了0.4%。欧元上涨的动力还有市场对欧盟峰会抱有期待,但是欧债危机依然看不到确定性的结果,因此欧元面临的阻力不可小视。美国举债上限谈判有所进展的迹象提振风险偏好,“六人小组”周二晚些时候提出一个新的计划,可能令陷入僵局的美国债务谈判重获生机,防止美国债务违约。美国费城联邦储备银行总裁普洛瑟周三称美联储正积极为美国债务违约的可能性进行准备。尽管消息是积极的,但是美元相对日元、欧元、加元、澳元均走弱。

其他投资:

美国抵押贷款银行协会(MBA)周三表示,上周美国住房抵押贷款申请大增,增幅为四个月来最大,因利率处在低位,再融资需求涌现。抵押贷款市场指数USMGM=ECI大涨15.5%至556.0。这是3月初以来最大涨幅。

固定收益及衍生品

1 货币市场

SHIBOR近期变动矩阵

	最新一天	最近一周	最近一月	最近三月	最近半年
隔夜	5.2967	3.4525	3.8167	1.6804	1.5738
1周	5.4200	3.6975	4.6142	1.9917	1.8183
2周	6.4183	4.7392	4.6483	2.5508	1.9596
1月	6.9975	5.2603	5.3242	3.9108	2.6492
3月	5.9688	6.1102	4.7705	4.2129	2.8412
6月	5.2807	5.2579	4.7848	4.4489	2.8656
9月	5.1918	5.1788	4.8283	4.5613	2.8941
1年	5.2197	5.2020	4.9152	4.6459	2.9339

银行间质押式回购利率

	R001. IB	R007. IB	R014. IB	R021. IB	R1M. IB
最新一天	5.47	5.90	6.45	7.00	6.75
最近一周	2.47	4.88	5.18	5.08	5.10
最近一月	3.81	4.11	4.63	5.10	5.40
最近三月	1.65	2.05	2.50	2.70	3.79
最近半年	1.59	1.81	2.10	2.10	2.65

浮息债基准利率

	FR001	FR007	B_1W	B_2W	B_1M
最新一天	5.3900	5.7200	4.7620	4.9511	5.7200
最近一周	2.4400	4.8800	6.2798	6.1672	4.8800
最近一月	3.7978	4.0900	3.5931	4.0065	4.0900
最近三月	1.7002	2.0520	2.1758	2.4538	2.0520
最近半年	1.5885	1.8250	2.0053	1.9717	1.8250

银行票据贴现利率

	珠三角	长三角	中西部	环渤海	转贴
最新一天	8.50	8.50	8.50	8.50	7.20
最近一周	7.90	7.90	7.90	7.90	6.50
最近一月	5.30	5.30	5.30	5.30	5.00
最近三月	6.30	6.30	6.30	6.30	5.70
最近半年	3.55	3.55	3.10	3.55	3.30

点评:

——本周利率市场因大行资金紧张流动性再度吃紧。较上周五而言，隔夜银行间质押式回购利率走高了100bp有余，7天利率每日都在攀升，走高了140bp有余，周五有所回落。SHIBOR反映出的波动更为剧烈，隔夜和7天利率较上周五分别走高了160bp和170bp之多，3个月SHIBOR尽管相对稳定，但是较一季度走高了300bp，对浮息债来说，票息的收入增长可观。这波短期流动性的紧张并没有明确的原因，是多方压力同时出现的结果，包括财政缴款、央企分红等影响银行资金流的因素，另外，今年来的市场流动性并不完全集中在大行手中，券商等机构的崛起对总的资金结构产生了一些影响，银行在资金上的主动权在有所减少。

——票据贴现利率本周依然由于监管调查和资金面紧张而走高，买盘很少。在银监会对票据业务的检查之下，票据业务萎缩明显，并且如果票据业务完全规范化操作，业务量的萎缩将是长期的。

2 公开市场操作

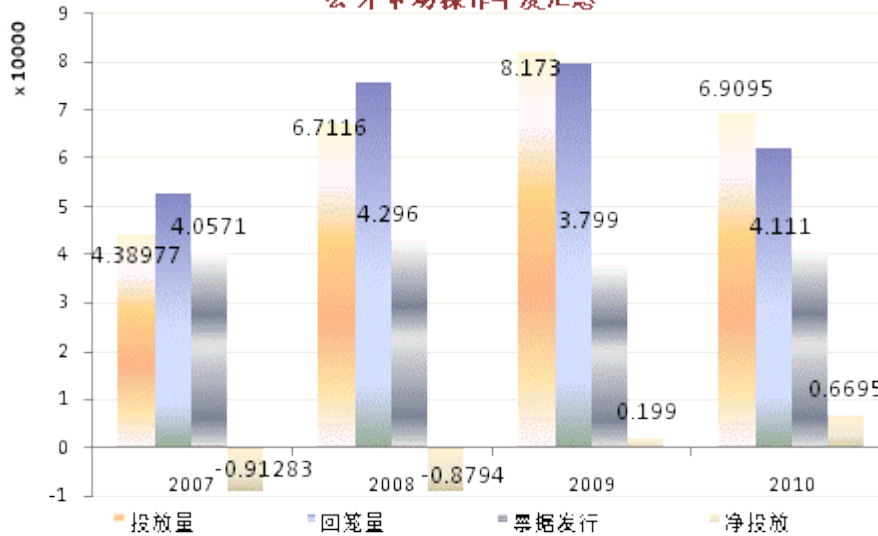
本周公开市场操作 (亿)

	票据到期	正回购到期	票据发行	正回购	净投放
上周数据	550		110	250	190
七月以来	44655	24440	41110	21290	6695
今年以来	23590	16410	10260	16160	13580
上半年	23590	16410	10260	16160	13580

本周央票发行量和发行利率

日期	代码	发行量	发行期限M	发行利率	利率变动bp
2011/7/20	1101053.IB	50	12	3.4982	0
2011/7/22	1101054.IB	60	3	3.0801	0

公开市场操作年度汇总



点评:

——本周，央行净投放190亿资金，28天的正回购利率仅为2.8%，对资金利率飙升的货币市场来说，几乎没有刻意的给市场解压。下周到期资金340亿，没有正回购到期，从央行近期的公开市场操作来看，回收货币量的意愿是很强的，并不十分在意市场资金的短期波动。

——本周发行了1年期和3个月期的央票，发行利率维持不变，但是由于近期的到期量不高，发行量也非常少。

3 一级市场

国债发行统计

截至日期	代码/名称	实际发行量	发行利率	发行年限	发行费率
2011/7/25	记账式付息(十五期续)	310.3	3.99	10	0.10

政策性金融债发行统计

招标日期	代码	发行人	实际发行量	发行利率	发行期限	利率类型
2011/7/21	110313. IB	进出口	200	4.41	3	浮动
2011/7/21	110314. IB	进出口	200	4.60	5	固定

企业债发行统计

发行日期	代码	发行人	计划发行量	发行利率	发行期限	债券评级	主体评级
------	----	-----	-------	------	------	------	------

中期票据发行统计

发行日期	代码	发行人	实际发行量	发行利率	发行期限	债券评级	主体评级
2011/7/19	1182205. IB	中国建筑	40	5.44	5	AAA	AAA
2011/7/20	1182207. IB	中国华能集团	15	5.24	5	AAA	AAA
2011/7/20	1182206. IB	内蒙古高等级公路建设	15	6.20	5	AA+	AA+
2011/7/21	q11071401	国家电网公司	100		3	AAA	AAA
2011/7/22	q11071903	青岛前湾集装箱码头	2		3	AA+	AA+

短融发行统计

发行日期	代码	发行人	实际发行量	发行利率	缴款日期	债券评级	主体评级
2011/7/18	1181326.IB	中铁八局集团	2	5.92	2011/7/19	A-1	AA
2011/7/20	1181328.IB	浙江省能源集团	20	5.2	2011/7/22	A-1	AAA
2011/7/20	1181327.IB	昆明钢铁集团	13	5.92	2011/7/21	A-1	AA
2011/7/20	1181330.IB	石家庄常山纺织	5	6.7	2011/7/22	A-1	A+
2011/7/21	d11071801	广西玉柴机器股份			2011/7/22	A-1	AA+
2011/7/21	d11071802	中国北车股份			2011/7/22	A-1	AAA
2011/7/21	1181329.IB	中华人民共和国铁道部	187.3	5.18	2011/7/22	A-1	AAA
2011/7/22	d11071501	阳谷祥光铜业			2011/7/25	A-1	AA-
2011/7/22	d11071901	中国轻工集团公司			2011/7/25	A-1	AA+

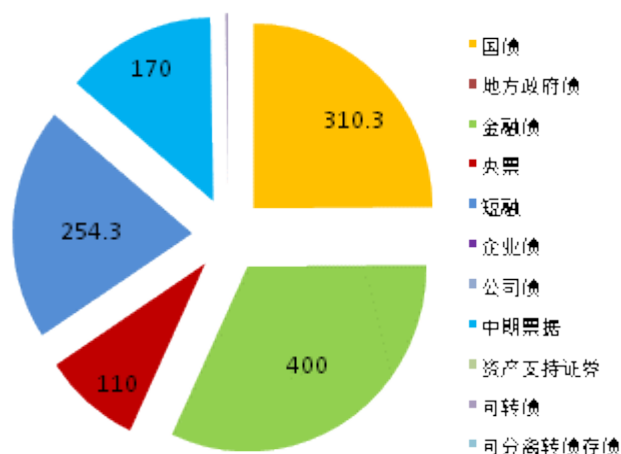
2011-7-18交易商协会指导利率

	1年	3年	5年
重点AAA	4.93	4.99	5.25
AAA	5.05	5.14	5.34
AA+	5.45	5.52	5.81
AA	5.67	5.8	6.27

交易商协会指导利率周变动

	1年	3年	5年
重点AAA	0.07	0.07	0.06
AAA	0.11	0.12	0.05
AA+	0.14	0.18	0.15
AA	0.17	0.1	0.13

本周债券市场发行量(亿)



点评:

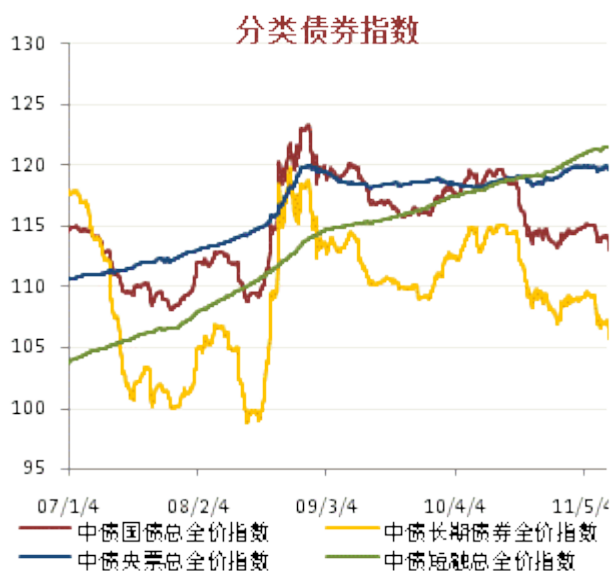
——本周债券发行量1248亿，较上周缩小近一半，市场资金缺乏是发行量缩减的主要原因。国债发行310亿，金融债发行量比上周多50亿，企业债没有发行，短融和中票较上周略有增加，增加量不足百亿。

——交易商协会的指导发行利率全线大幅上调，资金面的紧张以及供给量的增加使得市场的买方处于强势地位。受到企业债信用风险的影响，市场对中票、短融的信用级别要求也有所提高，因而低信用级别的中票和短融发行利率上调幅度较大。

——8月1号将发行第二笔地方政府债券，期限为3年期和5年期，共计金额446.6亿元。从目前的市场资金情况来看，这类流动性不高的券种发行相对困难。

4 二级市场

4.1 债券指数和成交量



各类市场本周成交数据

二级市场主要品种成交额（亿）

国债	金融债	企业债	短融	中期票据
2419.46	5173.93	1187.08	812.56	2949.11

现券与回购成交额（亿）

现券	现券%	回购	回购%	成交总额
15248.52	38.68	24177.80	61.32	39426.32

各市场成交额（亿）

银行间净价	交易所	上交所	深交所	成交总额
15147.57	100.95	95.23	5.72	15248.52

点评：

——本周，股市和债市齐跌，资金捉襟见肘是一个重要原因，债市的跌幅比较剧烈。中国国债总指数从114跌至112左右；中债金融债总全价指数下调至114.97；长债全价指数跌至105.7；央票总全价指数回落至119.4，跌幅较小。

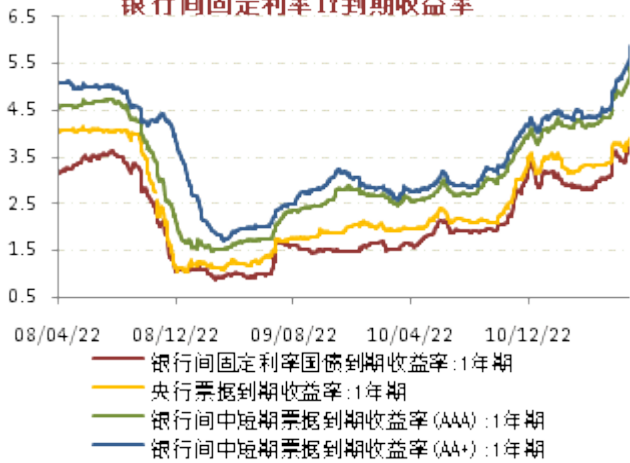
——成交量方面，本周除了利率产品成交量小幅提高外，所有信用产品成交量都明显下跌。国债成交量较上周小幅增加40亿；金融债成交量增加了900亿；短融、中票和企业债的成交量下降了100~300亿。

——现券和回购交易总额回落，现券占比有所上升，但是成交占比依然不足40%。

——交易市场方面，债券市场总成交额增加了近400亿，其中300亿的增量来自于银行间市场。

4.2 债券收益率和信用利差

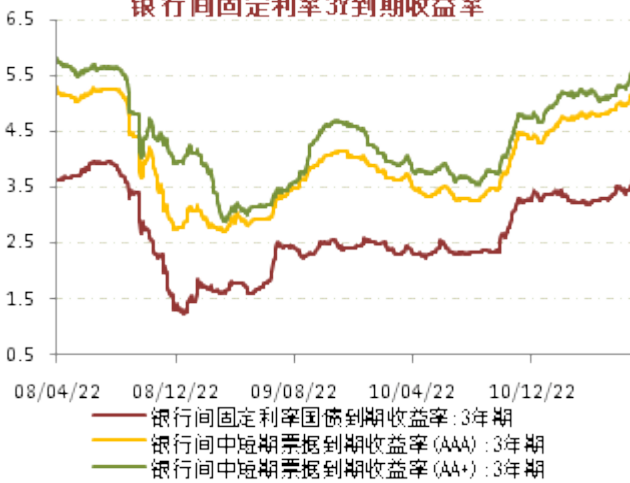
银行间固定利率1Y到期收益率



银行间固定利率1Y信用利差



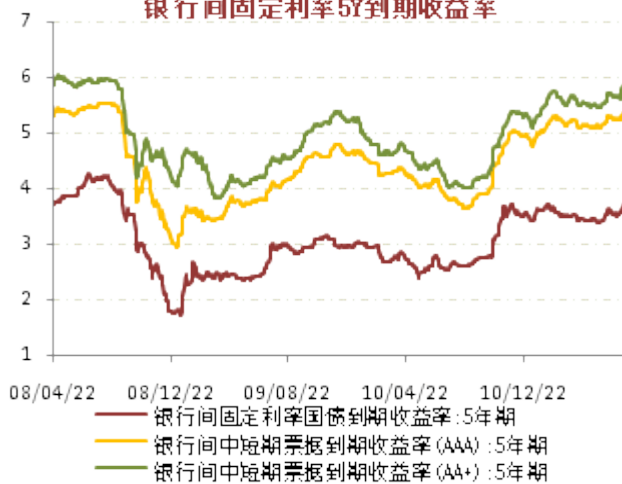
银行间固定利率3Y到期收益率



银行间固定利率3Y信用利差



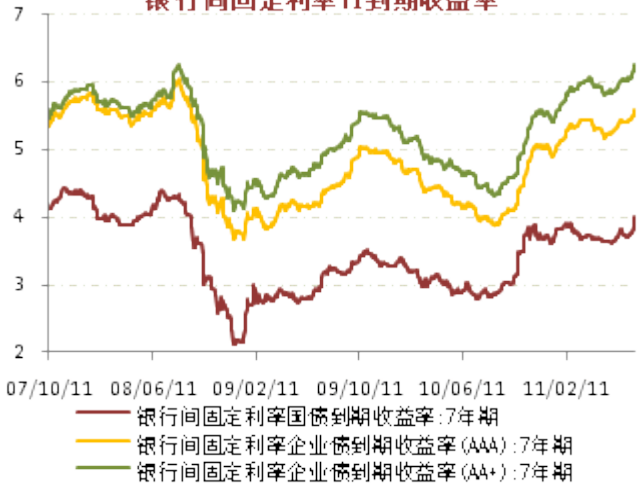
银行间固定利率5Y到期收益率



银行间固定利率5Y信用利差



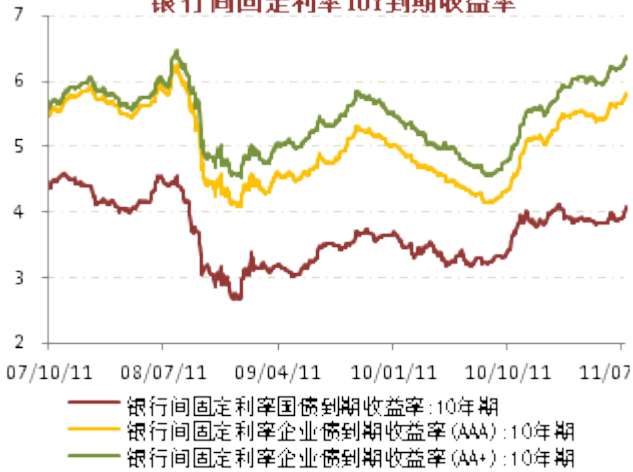
银行间固定利率7Y到期收益率



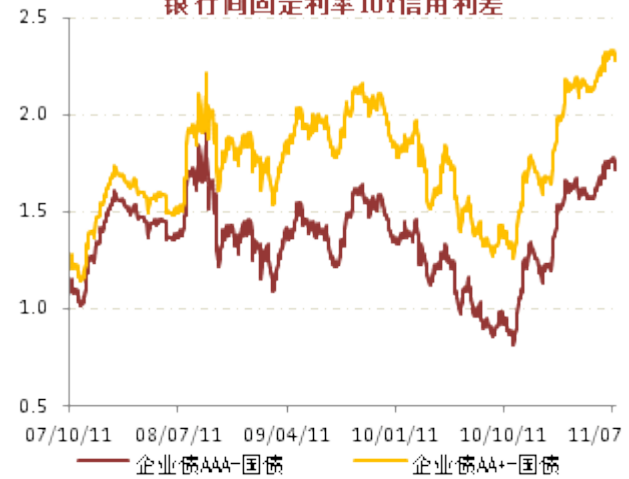
银行间固定利率7Y信用利差



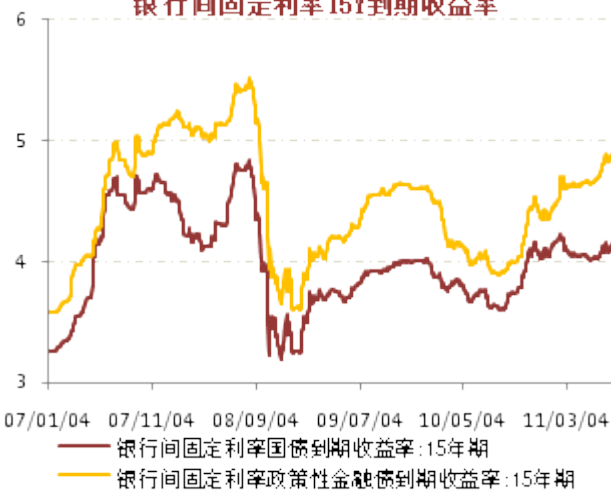
银行间固定利率10Y到期收益率



银行间固定利率10Y信用利差



银行间固定利率15Y到期收益率



银行间固定利率15Y信用利差



宏观点评：

——二季度的经济数据对市场的提振是短暂的，房地产和地方政府债务问题迅速的成为市场担忧经济复苏动力的新焦点，从政府对二、三线城市关注来看，房产调控年内不会放松，对经济增速会产生一定的负贡献。与此同时，汇丰公布的PMI给市场带来负面情绪。7月汇丰中国制造业PMI初值降至48.9，低于上月终值50.1，是2010年7月来首次跌破50，并创下2009年3月以来最低水平，当时为44.8。其中7月投入价格分项指数为54.5，较上月终值51.9反弹，市场认为这意味这紧缩的货币政策依然有空间；新订单分项则进一步滑落至12个月最低水准，预示着三季度工业产值增速的下滑。汇丰的PMI主要反映的是中小企业的采购意愿，和整体经济的PMI趋势是相同的，但是波动幅度会有差异，官方PMI虽然仍将继续下滑，却未必会破50。对于国内的经济形势，我们认为市场普遍预计的过于悲观，并且金融危机以后，我国国内的中小企业结构调整尚未完成，加上国家倡导产业结构调整以及今年以来信贷资金的紧缩，三者相加，本身就会降低中小企业的活跃度。就整体经济来收，投资的稳定增加依然可以支撑一定的经济增长量，不会让经济出现大起大落的局面。

债市点评：

——利率产品，国债和央票利率本周走高明显，周内以短期利率为首上升了20bp之多，已经超过了去年的最高值，短期限利率甚至逼近08年的最高点，自08年4月底至今，1年期国债利率的高低点之差290bp之多，央票的高低点之差达到315bp，3年期和5年期的高低点之差略有缩窄，约在270bp和250bp左右。近期利率产品收益率的飙升不是对通胀预期抬高所致，而是流动性紧缩导致的。随着央行强调回笼货币总量的概念，市场对未来的流动性产生了长期紧缩的预期，加上短期流动性频现危机，在这波多方压力导致的短期流动性紧张的推动下，市场一次性的抬高了流动性风险溢价。

——短期融资券，短融收益率本周走高33bp，大幅波动的主要原因还是货币利率市场的波动。目前1年期短融的二级市场利率达到了5.36%的历史新高，3个月的短融利率在5.2%左右，从短融利率就能看出短期资金的紧张程度。尽管长期来说，资金利率确实是沿着抬升的趋势运行的，但是3季度下旬，还是能见到一段资金暂缓的市场。资金管理虽然在今年会有不错的收益，而且相比债券投资，风险很小，但是着眼于长远的投资组合可以考虑逐渐拉长组合久期。

——中期票据，3年期和5年期的AAA中票二级收益率本周均上行了16bp，信用利差较上周小幅回落了3~5bp，低信用级别的信用利差偏高，收益率上升了20bp，市场的风险偏好迅速降低。在信用债里，中票是相对稳定的品种，加上基金在下半年逐步步入中票市场，以及保险公司有可能在未来再度开放中票投资，我们认为近期中票的投资价值比其他品种高，加上近期的收益率走高，发行利率水涨船高，配置价值也在增强。

——企业债，7年期和10年期的企业债本周上行了10~15bp，经过之前信用风波的调整，本周的流动性风波并没有对它产生绝对的影响，收益率只是水涨船高。目前的企业债里，经营性的企业债虽然受到了波及，但是整体需求并没有被打压，投资者排斥的仅仅是城投平台的债券。城投债目前表现出的是明显的高收益债券的特征，在经济增速高的时期，市场愿意接受高风险，认为经济的高增速可以让城投平台滚动融资，不出现资金链断裂，在经济增速下滑的时期，市场排斥城投债，因为这种滚动融资不可持续的可能行增加。而从我们对经济的判断来看，城投平台不会出现大面积坍塌，目前的高利率已经对它的风险作出了足够的补偿。

投资建议：

近期的债券市场弥漫着消沉的情绪，二级市场卖盘大于买盘，一级市场买家难觅。债市最差的环境莫过于此，流动性短缺，通胀高涨。今年以来货币市场利率波动幅度增加有两个主要原因，一是由于央行持续收紧流动性，市场的新增货币量急速下降，不能给债券市场现存的杠杆提供持续的展期资金，二是经过09年和10年投资机构的发展，银行理财、券商自营等投资群体逐渐壮大，使得银行不再是货币市场上的唯一掌控方，银行对资金的掌控能力较前几年削弱，因此抵抗紧缩的能力也在下降。整个资金的趋势在年内是紧缩的，因而尽管通胀会见到一定程度的回落，债券市场出现中度繁荣的可能性也较小。但是资金不会一直紧绷，3季度的下旬会出现一段流动性暂缓的时期，加上债券供给量的高峰在3季度中上旬，因此3季度下旬见到一段短暂行情的概率较大。结合资金面和供给关系分析，7月底至8月做适当的配置是合适的。

从组合久期上看，经过近期的一轮收益率暴涨，左侧拉长久期的时机已经来临。但是资金的紧张是个长期的过程，因此投资者有较长的时间调整组合。长期来看，下半年都可以作为组合的调整期。从品种来看，除了传统的品种外，近期可以关注的是公司债。公司债有两大有点，一是能够质押的公司债表现出极强的融资性能，交易所的质押量在股票低迷的时期有足够的保证，并且利率日间波动较银行间小，不过待到股票市场恢复活力之后，交易所的质押量可能会大幅降低；二是公司债长期来看具有稀缺性，由于公司发债规模需要受到资产总额的限制，而上市公司并不能像城投平台那样频繁的重组，因此公司债不会出现同一家公司每年都有十几亿债券发行的情况，由于近期将迎来公司债的发行高峰，公司债的收益率会明显抬升，有配置额度的机构可以考虑增加公司债的配置额度。

