



西南証券

SOUTHWEST SECURITIES

西南証券固定收益周报（2月19日更新）

国内资本市场股强债弱，债券市场主要被资金面牵动。央行净回笼90亿资金，正回购利率没有变动。下周到期资金20亿，全部为票据到期。周五央行进行了非常规的逆回购，期限14天，利率5.5%。交易商协会的指导发行利率本周出现分化，短融的收益率依旧在小幅下行，且信用级别越低，下行幅度越大。利率市场较上周紧张，隔夜和7天质押式回购利率逐日走高，幅度在170bp上下，主要是央行连续小幅净回笼，加上本周有补缴准备金、正回购到期以及中交建IPO带来的缴款，推升了短期利率的走高。受到短期利率的影响，14天、21天和1个月期限的回购利率均有不同程度的走高，但幅度仅在80bp左右。周五传闻央行进行了14天的逆回购，市场情绪略有缓解。周末降低存款准备金的消息将在短期内刺激债券市场走强。票据贴现利率本周继续在回落，年初信贷规模较松，使得票据供不应求，利率还有下行空间。但是因为全年的信贷并非放松，而是紧中有松，票据利率的下行空间也不大。人民币掉期利率震荡走高，货币利率市场的紧张影响了IRS，但是由于相对活跃的IRS期限是1年和5年，因此利率走高幅度仅在4bp上下。本周债券发行量1109.6亿，较上周增加53亿。单周成交量基本和上周持平，资金紧张导致回购占比回升。

国债收益率全线走高3~5bp左右，收益率曲线的斜率在减小，主要是短端利率走高推动，在货币政策迟迟不出的环境中，利率产品将维持在现有区间震荡。尽管货币利率市场紧张，短融的供给量也不小，但是新发短融的收益率还是在下行，周内至少下行了10bp，这和年初到期资金的滚动投入以及年初配置资金充裕有关。资金的紧张延长了中期票据调整的时间，但是高评级5年期收益率的上行速度已经减缓至6bp，而同样评级的3年期收益率上行9bp，收益率曲线平坦化。城投债因银行展期贷款而略有放松，但是整体被投资者排斥的局面依然没有改变。

海外，回国寻求避险的美元推升了美元指数连续走高接近80。连续的评级下调事件以及希腊援助决议拖延导致欧元承压下行，美国国债受到避险资金追捧连续上涨，黄金价格稳定小幅下行，铜价为首的大宗商品价格下跌。欧债问题和伊朗预期减产形成对石油价格的两方拉力，本周的石油价格持平震荡。美国近期出现的稳定复苏迹象提振了市场信心，对于资本市场来说欧债危机这一负面力量终于出现了与之拉锯的正面力量。

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

国内 固定 收益	1. 公开市场操作及一级市场	1
	1.1 本周公开市场操作	
	1.2 国债和金融债发行统计	
	1.3 交易商协会指导利率	
	1.4 各券种发行占比	
	2. 货币市场及二级市场	2
2.1.1 SHIBOR近期变动矩阵	2.1.3 银行间同业拆借利率	
2.1.2 银行间质押式回购利率	2.1.4 银行票据贴现利率	
2.1.5 人民币掉期利率		
2.2 债券市场成交量	3	
2.3 债券市场收益率及信用利差	4	
海外	3. 海外环境概述	6
	3.1 美元、黄金和石油	
	3.2 海外基准利率、主要货币LIBOR和债券收益率	7

数据来源：BLOOMBERG WIND

宏观和固定收益研究小组

西南证券研究发展中心

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：100033
电话：86-10-57631234（总机）
邮箱：market@swsc.com.cn
网址：<http://yf.swsc.com.cn/>

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。

固定收益及衍生品

1 公开市场操作及一级市场

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	-	800	20	300	480
七月以来	44655	24440	41110	21290	6695
上半年	27890	20190	10690	18690	18700
今年以来	27890	20190	10690	18690	18700

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
2012/2/20	记账式付息(三期)	280	3.14	5

政策性金融债发行统计

起始日期	代码/名称	计划发行量	发行利率	发行年限
2012/2/14	12国开07	200	3.94	7
2012/2/14	12国开08	200	1Y+70bp	7
2012/2/17	12进出02	120	3.87	5
2012/2/17	12进出01	120	3.78	3

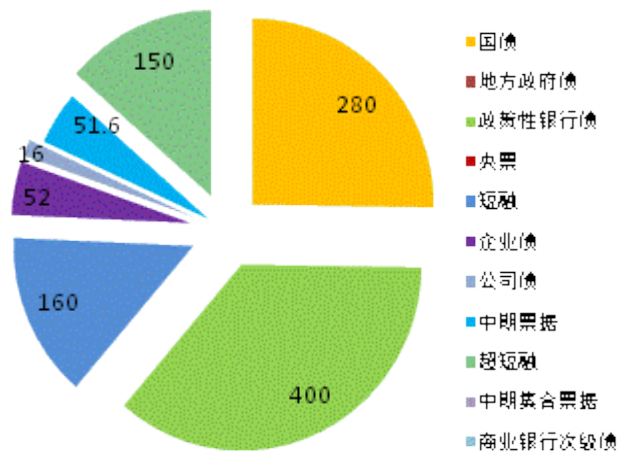
2012-2-13交易商协会指导利率

	1年	3年	5年
重点AAA	4.38	4.44	4.47
AAA	4.49	4.58	4.64
AA+	4.94	5.19	5.3
AA	5.89	6.15	6.23

交易商协会指导利率周变动

	1年	3年	5年
重点AAA	-0.01	0.05	0.06
AAA	-0.04	0.02	0.03
AA+	-0.05	0	0.06
AA	-0.09	0.01	0

本周债券市场发行量 (亿)



点评:

——本周，央行净回笼90亿资金，正回购利率没有变动。下周到期资金20亿，全部为票据到期。周五央行进行了非常规的逆回购，期限14天，利率5.5%。从目前央行的操作手法来看，公开市场成为观望大势、微调市场流动性的主要工具，央票的发行将更为灵活。

——本周债券发行量1109.6亿，较上周增加53亿。国债和金融债发行量与上周持平，企业债仅比上周少发1亿，公司债多发11亿，短融较多发16亿，超短融量持平，中期票据发行量翻倍。从债券发行只数上看，短融发行了10只，资质分化明显，高低各半；中票发行7只，资质一般；城投债4只，资质在城投中偏好。

——交易商协会的指导发行利率本周出现分化，短融的收益率依旧在小幅下行，且信用级别越低，下行幅度越大。但是中票的发行利率无一下调，除了3年期AA+和5年期AA品种以外，其余评级的两种期限均有不同程度的上调。

2 货币市场以及二级市场

2.1 货币市场利率

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	4.4958	2.7667	4.9992	3.8192	2.5500
1周	5.1792	3.7108	6.3300	4.4283	3.2008
2周	5.5742	3.9408	6.5000	4.4908	4.3900
1月	5.8244	4.7357	6.0000	5.2975	4.7340
3月	5.3061	5.3611	5.4691	5.6480	4.6003
6月	5.3251	5.3890	5.4223	5.3039	4.6968
9月	5.2361	5.2393	5.2400	5.2241	4.7948
1年	5.2331	5.2344	5.2373	5.2521	4.9054

银行间质押式回购利率

	R001. IB	R007. IB	R014. IB	R021. IB	R1M. IB
最新一天	3.61	4.30	5.60	5.15	5.50
最近一周	2.78	3.47	3.80	4.45	4.76
最近一月	3.41	5.75	6.09	6.19	5.99
最近三月	4.57	4.60	4.80	5.03	5.30
最近半年	2.82	4.40	4.41	5.50	4.80

浮息债基准利率

	FR001	FR007	B_1W	B_2W	B_1M
最新一天	4.5200	5.2100	3.8701	3.7044	5.2100
最近一周	2.7800	3.7200	3.7977	4.0709	3.7200
最近一月	5.0500	6.3100	4.8906	4.1819	6.3100
最近三月	3.8500	4.4500	4.9490	4.5345	4.4500
最近半年	2.5600	3.2000	4.8508	4.4506	3.2000

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	5.70	5.70	5.70	5.70	4.60
最近一周	6.30	6.30	6.30	6.30	5.10
最近一月	6.90	6.90	6.90	6.90	5.80
最近三月	7.80	7.80	7.80	7.80	7.20
最近半年	5.50	5.50	5.10	5.50	5.20

人民币利率互换(FR007)

	3M	6M	9M	1Y	5Y
最新一天	-	3.51	-	3.37	3.44
最新一周	-	-	3.32	3.34	3.45
最新一月	-	3.34	3.19	3.07	3.03
最新三月	3.35	3.17	-	2.97	3.18
最新半年	3.64	3.66	3.71	3.68	3.82
最新一年	3.58	-	-	3.76	4.29

2.2 债券市场成交量

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
1193.17	2817.05	1525.05	1334.39	2604.21

现券与回购成交额（亿）

现券	现券%	回购	回购%	成交总额
12267.45	27.56	32243.37	72.44	44510.82

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
12167.69	99.76	83.74	16.02	12267.45

点评：

——本周利率市场较上周紧张，隔夜和7天质押式回购利率逐日走高，幅度在180~200bp，主要是央行连续小幅净回笼，加上本周有补缴准备金、正回购到期以及中交建IPO带来的缴款，推升了短期利率的走高。受到短期利率的影响，14天、21天和1个月期限的回购利率均有不同程度的走高，但幅度仅在80bp左右。周五传闻央行进行了14天的逆回购，市场情绪略有缓解。

——票据贴现利率本周继续在回落，年初信贷规模较松，使得票据供不应求，利率还有下行空间。但是因为全年的信贷并非放松，而是紧中有松，票据利率的下行空间也不大。

——人民币掉期利率震荡走高，货币利率市场的紧张影响了IRS，但是由于相对活跃的IRS期限是1年和5年，因此利率走高幅度仅在4Bp上下。

——成交量方面，单周成交量基本和上周持平。利率产品中国债成交量增加了1/4，金融债成交量基本持平，央票成交量略有下降；信用产品中短融和中票的成交量略有下降，企业债和公司债成交量略有上升。

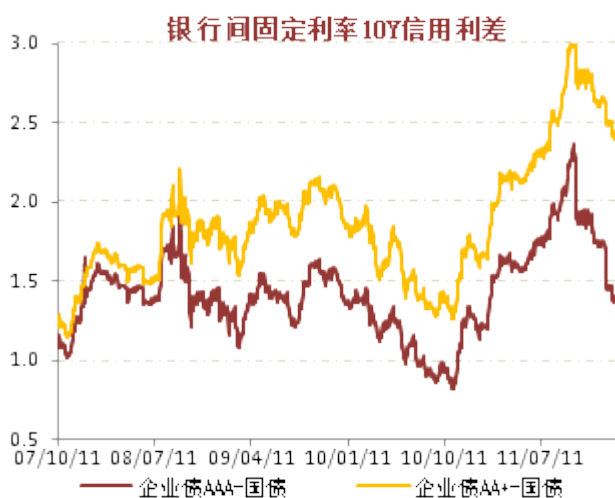
——现券和回购交易，资金紧张导致回购占比回升至72%。

——交易市场方面，债券市场总成交额略有减少，减量全部来自交易所市场，银行间市场的成交量略有增加。

——本周新上市债券共41只。9只中票中12协鑫MTN1无成交，12锦州港MTN1和12滇世博MTN1下跌，其余小幅上涨。企业债含城投10只，仅12淮南产投债有成交，小幅上涨。政策性金融债2只，商业银行债2只。短融14只，8只有成交，全部上涨。

——中国银监会近日针对地方平台贷提出了“政策不变、深化整改、审慎退出、重在增信”的最新方针，指导性的允许银行对地方政府融资平台贷款进行展期。银行对地方政府融资平台贷款的展期可以缓解其资金压力，暂时不会提升对城投债的违约、代偿或延期风险，但是在未来债务到期集中的1~2年内，是否会发生债务重组是值得警惕的。同时财政部也表示会将超收收入的部分用于偿还地方债务，表明政府已经开始着手解决地方政府债务的偿还资金来源以及解决机制。

2.3 债券收益率和信用利差



宏观点评:

1月铁路固定资产投资和基本建设投资降幅再次扩大，全国铁路固定资产投资累计完成额同比回落69.6%，从去年7月以来降幅逐月扩大。铁道部资金困局是投资降幅扩大的原因。

央行最新发布的货币政策执行报告称，2012年广义货币供应量(M2)增长目标为14%，比去年降低2%，可见全年的货币政策依然是谨慎观望不轻易放松，资金面将呈现缓慢调节的状态，难现突然大量放松的局面。

1月外商直接投资(FDI)同比下降0.3%，连续第三个月下滑，1月实际使用外资金额99.97亿美元，同比下降0.3%，其中欧盟27国实际投入外资金额4.52亿美元，同比下降42.49%。欧洲实际对华投资金额继续大幅下滑，美国因国内经济复苏而对华投资重拾升势，亚洲对华投资保持增长。今年的外贸形势依然严峻，整个外贸结构会因欧洲持续的低迷而继续调整。

债市点评：

——利率产品，国债收益率全线走高3~5bp左右，收益率曲线的斜率在减小，主要是短端利率走高推动，在货币政策迟迟不出的环境中，利率产品将维持在现有区间震荡。政策性金融债的收益率曲线也上移了3~5bp，但是与国债不同，3个月期左右的短端利率并没有出现期限倒挂，而是正常的形态。央票因为停发将近2个月，所以1年以下的收益率维持下行趋势，在资金面紧张的本周下行了1bp，收益率曲线在短降长升的双重作用力下明显陡峭化。

——短期融资券，尽管货币利率市场紧张，短融的供给量也不小，但是新发短融的收益率还是在下行，周内至少下行了10bp，这和年初到期资金的滚动投入以及年初配置资金充裕有关。年内到期的9个月期收益率偶尔会和1年期新发收益率存在1~2bp的期限利差倒挂，但是6个月以内的收益率倒挂现象已经不存在。短融的收益率曲线持续的陡峭化，本周短端利率下行幅度达到17bp，高出6个月到1年期4bp。

——中期票据，资金的紧张延长了中期票据调整的时间，但是高评级5年期收益率的上行速度已经减缓至6bp，而同样评级的3年期收益率上行9bp，收益率曲线平坦化。AAA的中票收益率曲线明显陡峭化，较上周相比修复了曲线中的驼峰；AA和AA-因市场逐渐转移风险偏好收益率上行较小，仅在1~2bp。从信用利差来看，3年期的高评级信用利差走宽了8bp，而5年期的高评级信用利差仅走宽2~3bp。综合来看，市场依旧比较偏好5年期品种。从一级和二级市场的市场利差来看，中票近期的一级半市场利润丰厚，AAA的5年期中票市场利差近期在48bp~60bp之间。

——企业债，城投债因银行展期贷款而略有放松，但是整体被投资者排斥的局面依然没有改变。目前7年期AAA和AA+的信用利差分别在129bp和234bp，而5年期的分别在146bp和251bp。城投债近期不建议配置，因为它有可能面临发行调整，同时资质分化严重，投资者需要用个案分析的方法去辨别城投的资质；但是非经营性企业债因受整体收益率上行的影响而被迫上行，在全收益的考虑下可以入仓。

——交易所债券，交易所国债收益率走高的幅度小于银行间市场，企业债的收益率走高幅度大于银行间。

投资建议：

债券市场在消息面的刺激下高评级信用债继续回调，部分资质相对较好的中低评级信用债出现稀少的买盘，转向的信号初现。周末央行给出的降低存款准备金的消息将在短期内刺激市场，并且进一步打开货币利率以及短期融资券收益率的下行空间，这次降准有望使得货币利率回到隔夜2.5%的水平，短融收益率可能会有10~20bp的下行空间。从品种来看，尽管存准下调和降息的大前景下长久期品种有较高的持有价值，但是目前的这一溢价已经被市场消化，相反，一些较短久期的品种存在着较高的流动性溢价，值得投资者考虑。从一季度开始，短融的投资价值将逐渐消失，取而代之的是中评级的中票和实体企业债。因为目前的短期利率已经从去年的高位调整完毕，进一步的下行需要货币政策的调整来配合。尽管降息会促使利率产品收益率再下一阶，但是市场对全年CPI3.2%~3.7%的预期并不能给10年期国债充足的下行空间，因此投资价值不明显。对于风险偏好较大的投资者来说，建议将投资评级的底线上抬至AA，因为近期整个市场的平均评级接受度已经上移至AA+。

3. 海外市场概览

3.1 美元、黄金和石油



点评:

——回国寻求避险的美元推升了美元指数连续走高接近80。连续的评级下调事件以及希腊援助决议拖延导致欧元承压下行。

——欧债事件导致黄金价格稳定小幅下行。中国的黄金消费量有望在今年超过印度成为全球最大的黄金消费国。

——欧债问题和伊朗预期减产形成对石油价格的两方拉力，本周的石油价格持平震荡。

——欧元区迟迟没有决定希腊是否能接受第二次援助，导致铜价为首的大宗商品价格下跌。

3.2 英美基准利率、主要货币LIBOR和债券收益率

主要国家最新基准利率

	美国	日本	欧盟	俄罗斯	巴西
最新利率	0.25	0.00	1.00	8.00	11.00
调整前利率	1.00	0.10	1.25	8.25	11.50

主要国家最新基准利率（日）

	美联邦基金	英国	加拿大	印度	澳大利亚
最新利率	0.1100	0.5000	1.0100	7.0000	4.2500
最新一月	0.0900	0.5000	1.0013	6.5000	4.2500
最新三月	0.0700	0.5000	1.0050	6.0000	4.5000
最新半年	0.0700	0.5000	1.0000	5.0000	4.7500
最新一年	0.0900	0.5000	0.9921	4.0000	4.7500

主要货币LIBOR关键期限摘要

	最新交易日	最近一周	最近一月	最近三月	最近半年
美元1W	0.1887	0.1912	0.1977	0.1945	0.1867
美元3M	0.4931	0.5060	0.5611	0.5003	0.3256
美元6M	0.7511	0.7581	0.7918	0.7122	0.4833
英镑1W	0.6250	0.6250	0.6500	0.6250	0.6000
英镑3M	1.0950	1.1000	1.1100	1.0700	0.9350
英镑6M	1.4000	1.4050	1.4100	1.3650	1.2050
日元1W	0.1164	0.1179	0.1179	0.1181	0.1181
日元3M	0.1957	0.1957	0.1957	0.1975	0.1931
日元6M	0.3357	0.3357	0.3357	0.3363	0.3344
欧元1W	0.3211	0.3213	0.3771	0.8341	1.0300
欧元3M	0.9654	0.9916	1.1257	1.4131	1.4825
欧元6M	1.2907	1.3179	1.4264	1.6525	1.7070

海外市场十年期债券收益率

	美国	英国	法国	德国	美Baa企债
最近一天	2.01	2.15	3.08	2.06	5.16
最近一周	1.96	3.31	2.94	2.15	5.13
最近一月	2.05	2.17	3.11	2.01	5.29
最近三月	0.00	2.23	3.72	2.35	0.00

点评：

——上周末希腊通过了新的紧缩措施，有可能获得欧盟1300亿援助，这一消息导致德国国债下跌，欧元区避险情绪略减。穆迪周一下调了意大利、葡萄牙、西班牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚和马耳他的债信评级；并警告称可能调降法国、英国和奥地利的AAA评级。消息导致避险情绪升温，美国国债上涨。但是由于希腊的第二次援助问题迟迟没有结果，美国国债受到避险资金追捧连续上涨。

——美国1月核心零售销售涨0.7%，12月为下降0.4%（核心销售不包括汽车、汽油和建筑材料），零售业的回暖显示美国经济复苏的稳定。在汽车制造上扬的带动下1月份制造业产出增长0.7%，2月份建筑业信心也回升至5年的高点。

注：美国Baa穆迪评级企业债收益率是美联储公布的期限平均收益率