



西南証券

SOUTHWEST SECURITIES

証券研究报告

西南証券固定收益周报 (7月15日更新)

本周各类数据已经被上周的预期消化，因而经济数据的公布并未对市场产生较大的冲击，正如市场的判断，利率产品的走势明显好于信用产品。央行净回笼400亿资金，逆回购到期多于票据、正回购到期以及新发逆回购。交易商协会的各期限、各评级的指导发行利率出现分化，1年期各评级发行利率持平或下行1bp，3年期持平或上行1~3bp，5年期高评级和低评级下行、中等评级上行。银行间质押式回购隔夜利率本周整体回落，但是从周一开始就逐日走高，和央行本周净回笼以及四大行陆续分红有关。人民币掉期利率本周持续下行，但周三以前下行幅度有限，周四在经济数据预期较差的刺激下大幅下行。本周债券发行量1894亿，较上周翻倍，接近2月份以来的单周正常水平。国债发行472亿，金融债发行493亿，较上周增加近2/3；企业债30亿，较上周减半；短融发行量是上周的4倍，超短融发行较上周多14亿，中期票据发行量增加了近3倍。单周成交量较上周减少650亿，国债、金融债和央票的成交量均小幅增加，增幅不超过1/10；信用债中仅企业债成交量略有增加，但增幅不超过1/20；短融、中期票据和公司债的成交量都略有缩减，分别缩减了1000亿、90亿和8亿。回购占比猛增至73%，市场上的杠杆率基本维持和上半年类似。

降息以后国债收益率回落至3.3%以下，11号起稳定在3.25%附近。7年期、3年期和1年期收益率下行3bp，5年期收益率下行最多，达到6bp。收益率曲线略有陡峭化。经过了大半年的上涨，短融近期明显进入调整状态，货币利率对短融收益率形成阻挡，下行较为困难，本周除了AA评级的收益率下行5bp，其余评级收益率均持平震荡或上调3bp左右。由于市场对信用债态度偏谨慎，本周3年期中票的走势明显好于5年期，全周下行3bp，5年期收益率各期限持平或者略上行1~2bp。降息以后企业债收益率确实下行了5~10bp，但是本周收益率出现停滞，5年期信用利差明显反弹，较6月份回升15~20bp，7年期利差基本未动。

美元指数在美联储议息会议前略有回落，市场担心美联储进行进一步宽松。本周美元指数触及83.83的高位。欧元因欧债危机依然在低位徘徊。周五中国的经济数据公布以后，美元、欧元、澳元等主要货币纷纷下跌。黄金在美联储议息会议前上涨，周中最低触到1564.1美元，周五中国经济数据公布后黄金盘中出现拉升。挪威石油工人罢工结束后油价略有下跌，随后震荡攀升，回到100美元以上。欧盟对伊朗的禁运是导致油价攀升的主要原因。但由于全球经济乏力，油价将在100美元附近展开盘整。在欧债危机的影响下，欧洲各国国债收益率明显分化，法国和德国收益率持续下行，危机国家收益率步步高升。9号德国新发6个月期限短期国债收益率-0.034%，10年期收益率下行至1.5%，法国10年期收益率下行至2.4%左右，而10年期西班牙国债收益率再度超过7%。巴西再度降息，基准利率从8.5%降至8%。作为资源类国家和新型国家的代表，巴西经济的走弱表明大宗商品需求减弱，进而反映了全球经济的疲软。韩国央行将CPI和GDP预期都下调0.5%也是佐证之一。

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	7
	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	8

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

张仕元

执业证号：S1250511010004
电话：010-57631193
邮箱：zsy@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/>

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	110	570	-	-	-400
七月以来	130	920	-	-	1850
上半年	4790	8370	-	9440	4970
今年以来	4920	9290	-	9440	6820

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
2012/7/16	12付息国债10(续发)	300	3.14	7
2012/7/18	12贴现国债04	150	2.25	0.4986

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
2012/7/10	12农发12	200	3.76	7
2012/7/10	12国开33	200	SHIBOR+5	5

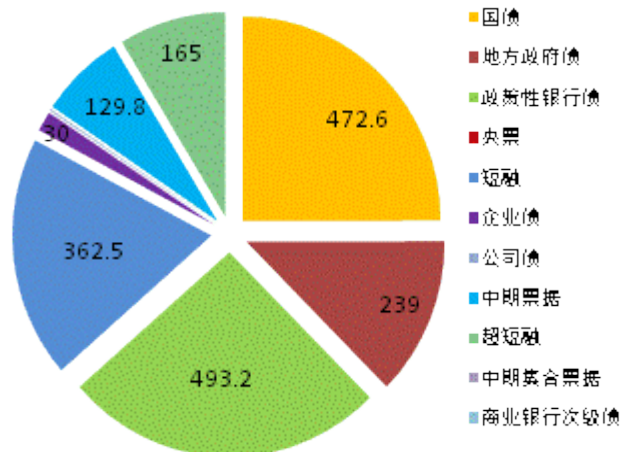
2012-7-9交易商协会指导利率

	1年	3年	5年
重点AAA	3.35	3.81	3.97
AAA	3.41	3.96	4.17
AA+	3.69	4.24	4.66
AA	3.97	4.66	5.05

交易商协会指导利率周变动

	1年	3年	5年
重点AAA	0	0	-0.02
AAA	-0.01	0.01	-0.01
AA+	-0.01	0.03	0.02
AA	0	0.01	0.02

本周债券市场发行量 (亿)



点评:

——本周，央行净回笼400亿资金，逆回购到期多于票据、正回购到期以及新发逆回购。本周无正回购，自6月22号起正回购暂停至今；发行的2笔逆回购均为7天，规模分别为500亿和100亿，中标利率3.3%。

——本周债券发行量1894亿，较上周翻倍，接近2月份以来的单周正常水平。国债发行472亿，金融债发行493亿，较上周增加近2/3；企业债30亿，较上周减半；短融发行量是上周的4倍，超短融发行较上周多14亿，中期票据发行量增加了近3倍。

——交易商协会的各期限、各评级的指导发行利率出现分化，1年期各评级发行利率持平或下行1bp，3年期持平或上行1~3bp，5年期高评级和低评级下行、中等评级上行。AA-评级的1、3、5年期收益率变动幅度分别为-2bp、0、-1bp。

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	2.4792	2.6208	1.8788	2.3154	3.9983
1周	3.3317	3.8558	2.1375	3.1298	4.0917
2周	3.3458	4.3475	2.6017	3.6842	4.5418
1月	3.1658	4.3550	2.9642	4.2527	5.1450
3月	3.8374	4.0550	4.2068	5.2158	5.6354
6月	4.2556	4.3918	4.6308	5.2596	5.4214
9月	4.4850	4.6197	4.8318	5.2087	5.2472
1年	4.5721	4.7289	4.9317	5.2138	5.2534

银行间质押式回购利率

	R001. IB	R007. IB	R014. IB	R021. IB	R1M. IB
最新一天	2.40	3.25	3.30	3.30	3.10
最近一周	3.25	4.17	4.58	4.95	4.40
最近一月	1.91	2.35	2.60	2.80	2.70
最近三月	2.46	3.12	3.60	3.80	4.42
最近半年	3.60	4.00	4.55	4.51	5.12

浮息债基准利率

	FR001	FR007	B_1W	B_2W	B_1M
最新一天	2.4000	3.2015	3.4928	3.7792	3.2015
最近一周	3.2800	4.2100	4.1661	3.8374	4.2100
最近一月	1.9365	2.3300	2.4493	2.5781	2.3300
最近三月	2.4542	3.2000	3.4738	4.3093	3.2000
最近半年	3.6200	3.9890	3.4336	3.4358	3.9890

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	4.40	4.20	4.20	4.20	3.90
最近一周	5.50	5.00	5.00	5.00	4.60
最近一月	4.80	4.50	4.50	4.50	4.15
最近三月	7.30	7.30	7.30	7.30	6.10
最近半年	8.50	8.50	5.00	8.50	7.50

人民币利率互换

	最新一天	最新一周	最新一月	最新三月	最新半年
6M repo	-	2.61	-	-	3.30
9M repo	2.39	-	-	3.24	-
1Y repo	2.39	2.55	2.57	3.23	3.01
5Y repo	2.60	2.80	2.88	3.44	3.02
7Do/nshibor	2.30	2.50	2.47	3.31	3.50
1Y 3Mshibor	3.22	-	-	4.42	4.59

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
2183.61	1738.09	26.62	1853.32	1936.23

现券与回购成交额（亿）

现券	现券%	回购	回购%	成交总额
15755.54	26.57	43548.24	73.43	59303.78

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
15642.07	113.47	97.89	15.58	15755.54

点评：

——银行间质押式回购隔夜利率本周整体回落，但是从周一开始就逐日走高，和央行本周净回笼以及四大行陆续分红有关。7天质押式回购利率相对稳定，周四开始出现回落。3个月SHIBOR利率本周回落12bp有余，隔夜利率走高4bp左右。

——票据贴现利率本周前3天下跌，11号全线走高。

——人民币掉期利率本周持续下行，但周三以前下行幅度有限，周四在经济数据预期较差的刺激下大幅下行。周二因央行逆回购利率下行日间下行5bp左右，降准预期的浮现将当天利率维持在相对低位。周四SHIBOR利率下行了13bp，除了国内经济预期外，海外客盘涌现大量的浮动端也是重要原因之一。1×5Y的REPO利差本周缩减了2bp至23bp。

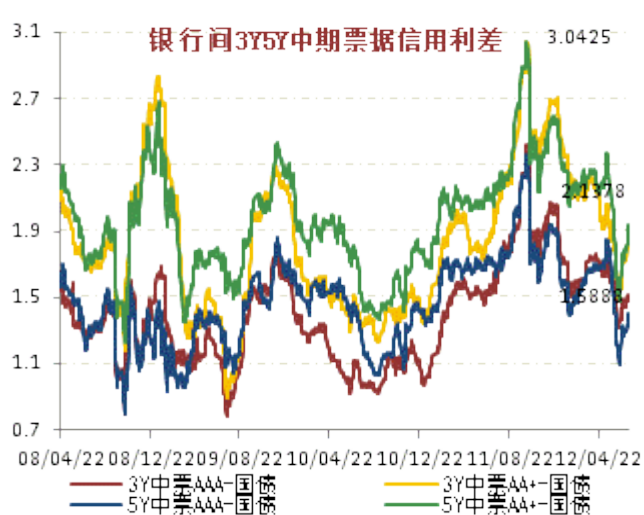
——成交量方面，单周成交量较上周减少650亿，国债、金融债和央票的成交量均小幅增加，增幅不超过1/10；信用债中仅企业债成交量略有增加，但增幅不超过1/20；短融、中期票据和公司债的成交量都略有缩减，分别缩减了1000亿、90亿和8亿。

——现券和回购交易，回购占比猛增至73%，市场上的杠杆率基本维持和上半年类似。

——交易市场方面，尽管银行间市场成交量萎缩，但是交易所市场成交量增加了近1/10，主要贡献来自于上交所。

——本周新上市债券共57只（重复计算三个交易所上市的同一品种）。短期融资券上市20只，其中14只有成交，12只首日净价上涨；中票上市7只，其中4只首日成交且全部净价上涨；城投债上市17只，3只首日成交的全部净价上涨，涨幅最大的评级最低、票息最高的12广安投。

2.3 债券收益率和信用利差



宏观点评:

6月份CPI同比增幅2.2%，较5月份回落了0.8%，主要贡献因素是食品价格，本月的同比增幅为3.8%，较上月几乎回落一半。PPI连续第四个月负增长，且回落幅度逐月增加，本月同比回落2.1%；生产资料PPI连续5个月负增长且回落幅度逐月增加，本月回落了2.9%，生活资料PPI同比增加0.7%，增幅逐月收缩。这两个数据说明近期通胀压力已经不是首要问题，而经济增长暂时还看不到起步的迹象。由于通胀压力小，货币政策的调整空间进一步加大，目前看来还可以承受2次降息。

6月份进出口同比增长9%，较上月回落6%，出口同比增长11.3%，较上月回落4%，进口同比增长6.3%，增幅较上月减半。进出口金额同比增速的减少受到进出口量和大宗商品价格回落的双重影响。进口增幅的大幅回落表明国内需求疲弱，投资刺激还没有完全起作用。

6月份新增信贷9189亿元，较上月多增1200亿，连续三个月增加，短期贷款的增幅明显大于中长期贷款。M2的增速回升至13.6%，连续3个月回升。5月份新增外汇占款转正，但仅为234亿，和2月份相当。信贷数据表明政策刺激已经开始，新增外汇占款规模或许将在今后整体下一个台阶。

二季度GDP增速7.6%，连续第十个季度回落。6月份规模以上工业增加值同比增长9.5%，社会消费品零售总额同比增长13.7%，1-6月固定资产投资同比增长20.4%。数据忧多喜少，经济在底部还将维持一段时间，未来的一个季度依然能够看到调降存款准备金和降息。

债市点评：

——利率产品，降息以后国债收益率回落至3.3%以下，11号起稳定在3.25%附近。7年期、3年期和1年期收益率下行3bp，5年期收益率下行最多，达到6bp。收益率曲线略有陡峭化，但是10年期以内部分近一个月出现平坦化调整，这是针对上半年陡峭化走势的正常调整。由于经济形势较差、市场流动性宽松的预期不强，国债收益率曲线维持在目前位置甚至小幅平坦化的可能性较大。政策性金融债周四成交较为活跃，全周3年期收益率下行5bp，5年和7年期下行3bp，10年国开周中下行3bp，13号基本回升至4%左右。由于金融债收益率下行速度慢于国债，相应的利差回升至6月底的水平，3、5、7年期金融债收益率分别高出相应期限国债81bp、72bp和74bp。1年期央票收益率本周在2.54%~2.56%震荡，买盘多卖盘少，整体水平较上周下行2~3bp。

——短期融资券，经过了大半年的上涨，短融近期明显进入调整状态，货币利率对短融收益率形成阻挡，下行较为困难，本周除了AA评级的收益率下行5bp，其余评级收益率均持平震荡或上调3bp左右。

——中期票据，由于市场对信用债态度偏谨慎，本周3年期中票的走势明显好于5年期，全周下行3bp，5年期收益率各期限持平或者略上行1~2bp。自6月上旬以来，中票各期限的信用利差都在走阔，评级越低走阔的幅度越大，目前利差水平基本回到了4年来的平均水平，AAA的3年期和5年期利差分别在150bp和140bp左右，AA的在465bp和506bp。

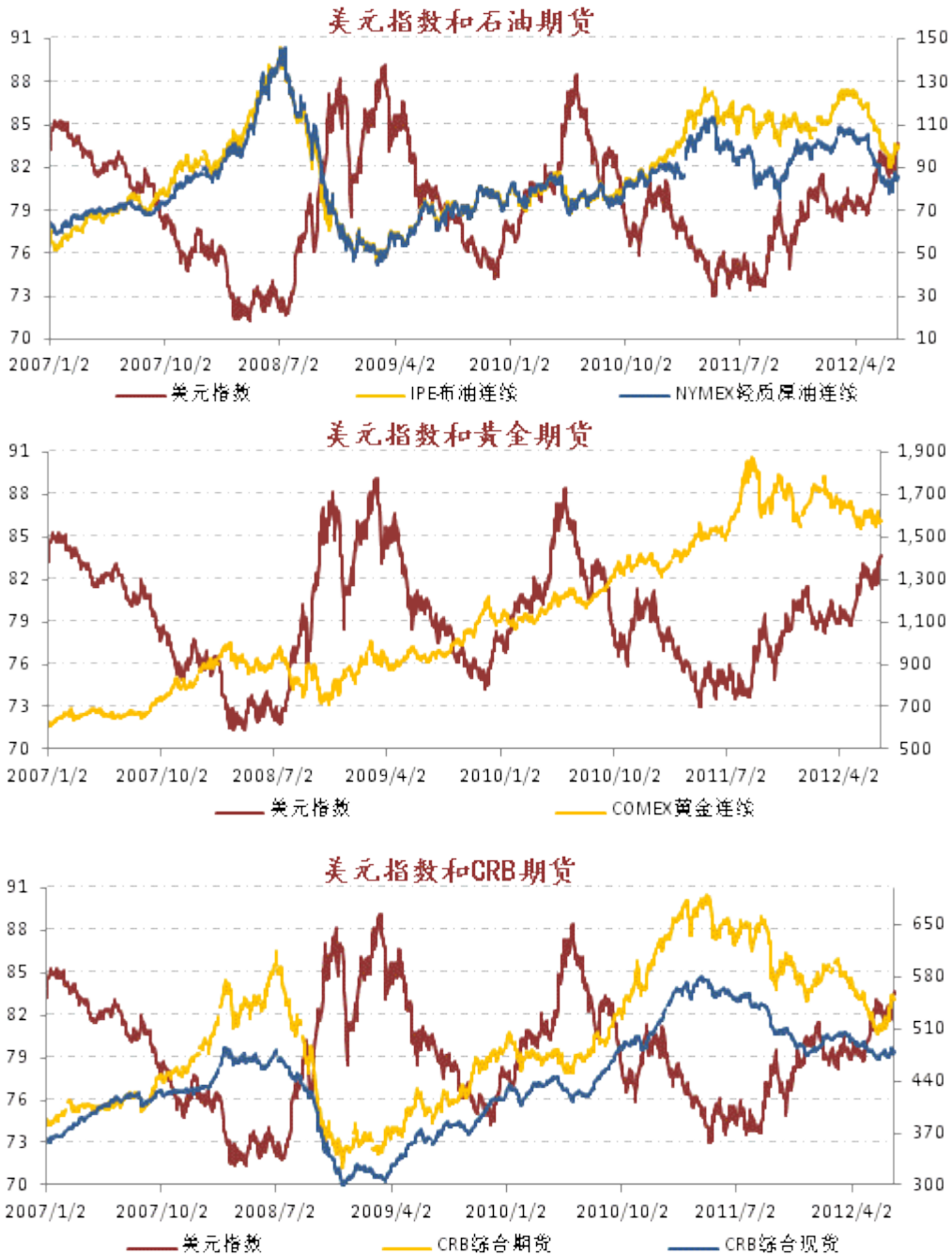
——企业债，降息以后企业债收益率确实下行了5~10bp，但是本周收益率出现停滞，5年期信用利差明显反弹，较6月份回升15~20bp，7年期利差基本未动。收益率曲线上2~4年的收益率下行水平最大，其余期限基本平行下移。

投资建议：

经济数据确实不如人意，但由于上周市场受到降息的冲击，心里预期很低，因而本周的经济数据并没有对市场造成过大的冲击。欧元区、中国和英国的央行同一天行动，再加上巴西和韩国的跟进，说明全球经济已经全面陷入长期的低迷，主要经济体均认为本国的经济前景不甚乐观，需要依靠货币政策的刺激。然而，在当下混杂着政治危机的氛围中，货币政策或许不再像两年前那样有效。在这两年的消耗中，经济增长动力的弹性越来越低，但此时也说明全球范围的衰退已经进入底部。具体到国内，尽管目前市场上，对经济复苏持乐观态度的人相对较多，但是我们认为下半年经济还难有起色，这次的货币刺激或许已经不像08年那样有效，因而债券市场或许还可以走出一波缓慢的涨势。品种上，由于经济形势较差，市场对低评级债券的防范心理将逐渐提高，市场对个券资质的重视将重现，利率产品、中高级别的中票和资质较好的城投债将是下半年较为稳妥的选择。另外，由于越来越多的机构将参与到IRS的交易中去，其对冲作用将逐渐在债券组合中得以应用，尤其是在下半年市场判断不清的时候，因而风格比较激进的组合可能还是会购买票息较高的城投债，博取票息收益。随着IRS的活跃，对手的操作策略将越来越难被发现，债券市场会因为操作策略的增多而减弱趋同性。

3. 海外市场概览

3.1 美元、黄金和石油



点评:

——美元指数在美联储议息会议前略有回落，市场担心美联储进行进一步宽松。本周美元指数触及83.83的高位。欧元因欧债危机依然在低位徘徊。周五中国的经济数据公布以后，美元、欧元、澳元等主要货币纷纷下跌。

——黄金在美联储议息会议前上涨，周中最低触到1564.1美元，周五中国经济数据公布后黄金盘中出现拉升。

——挪威石油工人罢工结束后油价略有下跌，随后震荡攀升，回到100美元以上。欧盟对伊朗的禁运是导致油价攀升的主要原因。但由于全球经济乏力，油价将在100美元附近展开盘整。

3.2 英美基准利率、主要货币LIBOR和债券收益率

主要国家最新基准目标利率

	美国	日本	欧盟	俄罗斯	巴西
最新利率	0.25	0.00	0.75	8.00	8.00
调整前利率	1.00	0.10	1.00	8.25	8.50

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	0.1800	0.5000	1.0012	7.0000	3.5000
最新一月	0.1700	0.5000	1.0059	6.5000	3.5000
最新三月	0.1500	0.5000	1.0326	6.0000	4.2500
最新半年	0.1300	0.5000	0.9994	5.0000	4.2500
最新一年	0.0900	0.5000	0.9979	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	0.1996	0.2006	0.1956	0.1887	0.1977
美元3M	0.4551	0.4576	0.4679	0.4657	0.5611
美元6M	0.7284	0.7364	0.7374	0.7309	0.7918
英镑1W	-	0.5600	0.5600	0.6000	0.6500
英镑3M	-	0.9000	0.9950	1.0600	1.1100
英镑6M	-	1.1850	1.3050	1.3650	1.4100
日元1W	0.1144	0.1159	0.1166	0.1164	0.1179
日元3M	0.1957	0.1957	0.1957	0.1957	0.1957
日元6M	0.3344	0.3359	0.3359	0.3359	0.3357
欧元1W	0.0793	0.1529	0.2790	0.2786	0.3771
欧元3M	0.3696	0.4451	0.5720	0.6571	1.1257
欧元6M	0.6798	0.7446	0.8831	0.9849	1.4264

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	1.52	1.65	2.24	1.32	4.87
最近一周	1.57	1.69	2.38	1.47	4.98
最近一月	1.60	1.75	2.62	1.60	5.02
最近三月	1.99	2.23	3.09	1.80	5.16

点评：

——在欧债危机的影响下，欧洲各国国债收益率明显分化，法国和德国收益率持续下行，危机国家收益率步步高升。9号德国新发6个月期限短期国债收益率-0.034%，10年期收益率下行至1.5%，法国10年期收益率下行至2.4%左右，而10年期西班牙国债收益率再度超过7%。

——巴西再度降息，基准利率从8.5%降至8%。作为资源类国家和新型国家的代表，巴西经济的走弱表明大宗商品需求减弱，进而反映了全球经济的疲软。韩国央行将CPI和GDP预期都下调0.5%也是佐证之一。

——6月份美国非农就业增长8万，比预期少2万，失业率稳定在8.2%；5月消费信贷增加171.2亿美元，高于预期。由于美国债券收益率一直维持在低位，近期一批高评级公司再度掀起发债融资的高潮。