



流动性趋紧，债市仍有调整压力

——利率市场周报第 16 期——

内容摘要:

- 8月汇丰PMI指数初值为50.1%，重返荣枯线以上，较7月份终值47.7上升2.4个百分点，创4个月来最高水平，亦远超市场48.3的预期。汇丰PMI指数的超预期回升，进一步传递出经济企稳的信号。从分项指数看，产出指数和新订单指数的双双反弹是汇丰PMI指数回升的主要动力。
- 央行8月20日公布的7月金融机构人民币信贷数据显示，7月末金融机构外汇占款余额较6月末环比减少244.74亿元，连续2个月出现负增长；7月财政性存款余额比6月份增加6546亿元。从上述两项来看，7月份市场缩减流动性接近6800亿元，由此造成了银行间市场的流动性紧张局面。
- 随着美国QE3退出的预期增加，国际资本流向开始悄然发生改变；人民币升值预期减弱，加剧了资金流出的压力。我们预计，短期内外汇占款下降趋势将难以改变。而财政性存款一般在8月呈现增长趋势。因此，预计基础货币投放在8月份仍将呈现净减少的局面，加之月末临近的影响，资金面紧张预期增加。
- 在资金面趋紧的预期下，央行分别于上周二和周四展开7天、14天逆回购，价平量增。表明目前的资金利率水平在央行认可的范围内，资金利率中枢下降的可能性不大。在外汇占款连续两个月负增长的环境下，央行适度加大微调力度，通过量增的方式小幅加大逆回购操作力度亦表明了其维稳资金面的意图，符合市场预期，预计未来流动性仍将维持紧平衡态势。
- 在债市低迷的预期下，财政部于上周三发行的300亿10年期国债中标利率为4.08%，低于前一交易日二级市场4.09%收益率水平，同时也低于市场预期；认购倍数为2.53倍，表明市场需求尚可。受一级市场国债招标向好带动，二级市场收益率逐渐企稳，部分期限品种收益率出现下行。
- 在流动性趋紧、市场情绪依然较脆弱的环境下，机构配置动力仍然较弱，债市仍面临调整压力。虽然二级市场收益率有企稳迹象，仍建议机构对市场未来走势保持谨慎。

分析师

崔秀红
执业证号: S1250513010001
联系电话: 023-67911104
邮箱地址: cxh@swsc.com.cn

研究助理

匡荣彪
联系电话: 023-63786033
邮箱地址: krb@swsc.com.cn

李佳颖
联系电话: 023-63786561
邮箱地址: lijy@swsc.com.cn

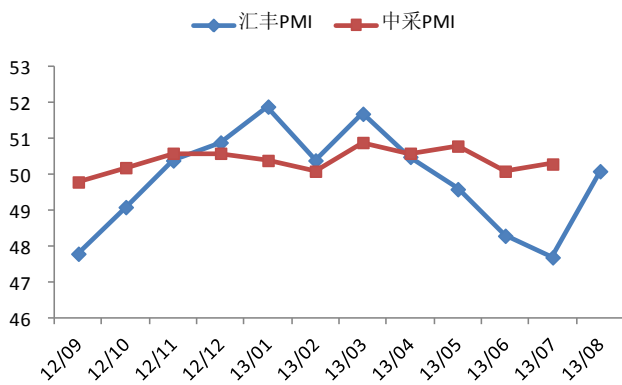
一、汇丰 PMI 超预期回升

2013年8月22日公布的8月汇丰PMI指数初值为50.1%，重返荣枯线以上，较7月份终值47.7上升2.4个百分点，创4个月来最高水平，亦远超市场48.3的预期。汇丰PMI指数的超预期回升，进一步传递出经济企稳的信号。

在之前的报告中，我们曾提到由于统计样本的差异而导致汇丰PMI与中采PMI出现背离。而7月出台的一系列稳增长措施开始逐步在中小企业中产生效应，使得汇丰PMI重新回到景气线之上，也印证了我们之前关于汇丰PMI指数的判断。

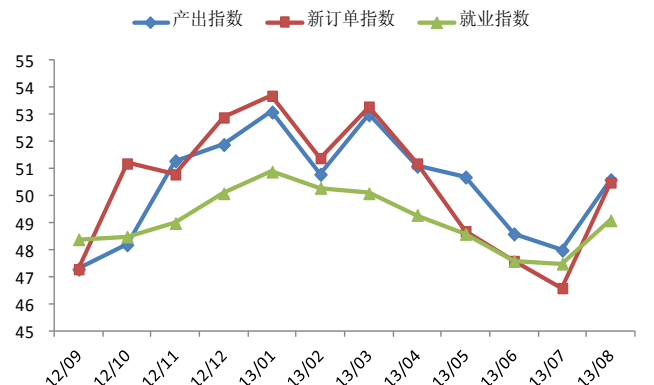
从分项指数看，产出指数和新订单指数的双双反弹是汇丰PMI指数回升的主要动力。其中，产出指数为50.6，环比上升2.6个百分点；新订单指数较6月份大幅上升3.9个百分点至50.5，产出指数和新订单指数均回升至荣枯线以上显示出制造业供需两端出现好转迹象。就业指数回升1.6个百分点至49.1，仍在荣枯线以下。

图1：汇丰PMI指数



数据来源：WIND，西南证券研发中心

图2：汇丰PMI分项指数



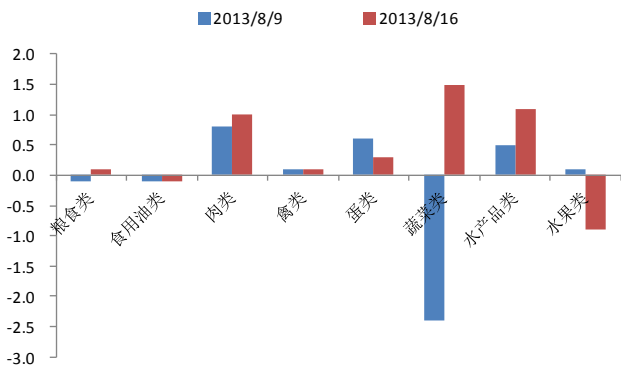
数据来源：WIND，西南证券研发中心

二、通胀短期无忧

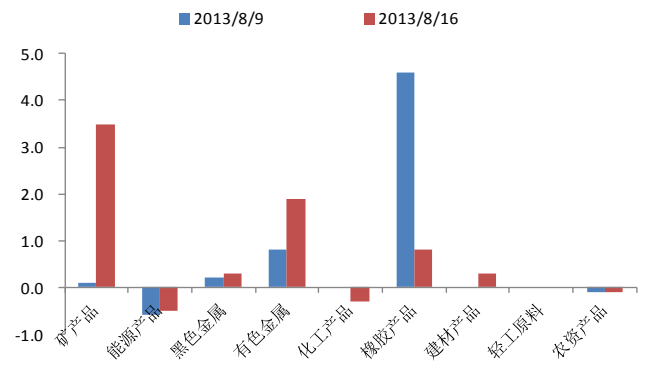
上周三（8月21日）商务部公布的8月第三周的食用农产品价格统计数据 displays，食用农产品价格指数为139.3，比第二周微涨0.7个百分点，短期内通胀压力不大。

分类别看，蔬菜类由降转升，环比上涨1.5%，涨幅比前一周上升了3.9个百分点。8月份的高温天气影响蔬菜生产和运输，导致蔬菜价格出现上涨，我们认为后续蔬菜价格上涨压力仍然存在。蛋类价格环比上涨0.3%，比前一周涨幅有所放缓。肉类价格受到猪肉价格上涨的影响，继续环比上升1%，但增速比前一周略有回升。水产品价格环比上涨1.1%；受夏季水果供应增加的影响，水果类价格环比下降0.9%。总体来看，食用农产品涨跌互现，受到蔬菜、肉类和水产品价格涨幅较为明显的影响，价格指数略有上涨。

生产资料方面涨跌互现。矿产品环比上涨3.5%，涨幅较大；有色金属指数环比上涨1.9个百分点；黑色金属、橡胶、建材产品环比微涨，能源产品、化工产品和农资产品环比微幅下跌。

图 3: 食用农产品价格分类指数 (周环比, %)


数据来源: WIND, 西南証券研发中心

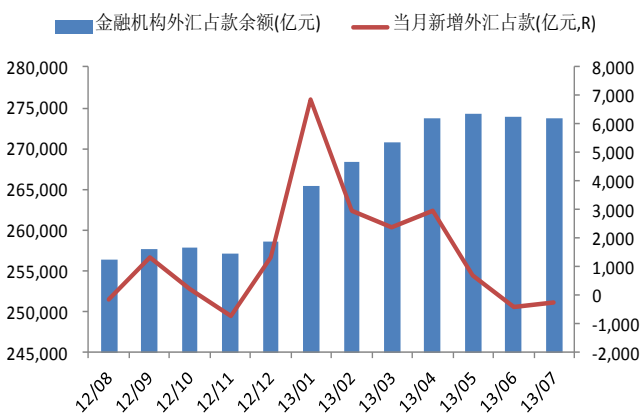
图 4: 生产资料价格分类指数 (周环比, %)


数据来源: WIND, 西南証券研发中心

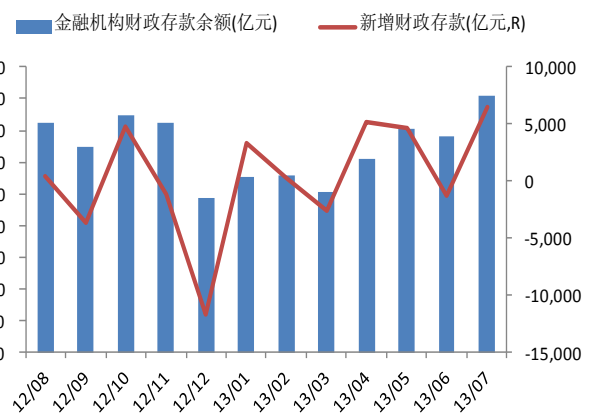
三、逆回购平价放量, 资金利率前升后降

央行 8 月 20 日公布的 7 月金融机构人民币信贷数据显示, 7 月末金融机构外汇占款余额为 273642.72 亿元, 较 6 月末环比减少 244.74 亿元, 连续 2 个月出现负增长; 7 月财政性存款余额为 40, 499.22 亿元, 比 6 月份增加 6546 亿元。从上述两项来看, 7 月份市场缩减流动性接近 6800 亿元, 由此造成了银行间市场的流动性紧张局面。

随着美国 QE3 退出的预期增加, 国际资本流向开始悄然发生改变; 人民币升值预期减弱, 加剧了资金流出的压力。我们预计, 短期内外汇占款下降趋势将难以改变。而财政性存款有一定的季节性因素存在, 在年初及 4-8 月期间, 由于企业缴税等因素, 财政性存款会呈增加趋势, 银行间流动性缩减; 而一般临近年末, 财政部门会集中投放, 银行间流动性增加。因此, 预计基础货币投放在 8 月份仍将呈现净减少的局面, 加之月末临近的影响, 资金面紧张预期增加。

图 5: 金融机构外汇占款余额


数据来源: WIND, 西南証券研发中心

图 6: 金融机构财政存款余额


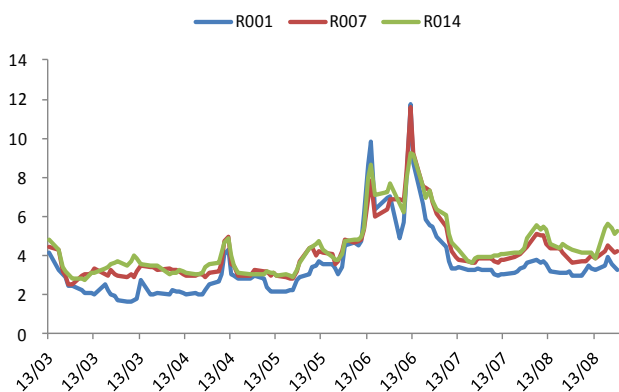
数据来源: WIND, 西南証券研发中心

在资金面趋紧的预期下, 央行分别于上周二和周四展开 7 天、14 天逆回购, 维稳资金市场。周二央行进行了 360 亿 7 天期逆回购, 中标利率维持在 3.9%; 周四 14 天期逆回购继续放量, 规模较上一期放大 180 亿元至 460 亿, 中标利率仍然稳定在 4.1%。中标利率继续维持稳定, 正如我们上一期报告提到的, 表明目前的资金利率水平在央行认可的范围内, 资金利率中枢下降

的可能性不大。在外汇占款连续两个月负增长的环境下，央行适度加大微调力度，通过量增的方式小幅加大逆回购操作力度亦表明了其维稳资金面的意图，符合市场预期，预计未来流动性仍将维持紧平衡态势。

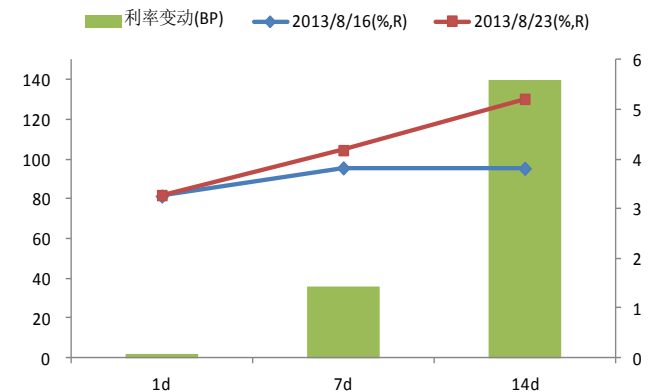
上周资金利率呈现前升后降的态势。银行间1天、7天、14天质押回购利率在上周一全线上扬，周二在外汇占款负增加的影响下3个品种利率进一步走高。周四受逆回购温和放量提振，资金利率开始出现小幅回落。但相比上周末，中短期资金利率仍呈现出集体上涨的态势，银行间1天质押回购利率上涨1.85个基点，7天回购利率上涨36个基点，而跨月末的14天质押回购利率大幅上涨了140个基点。

图7：银行间质押式回购利率（%）



数据来源：WIND，西南证券研发中心

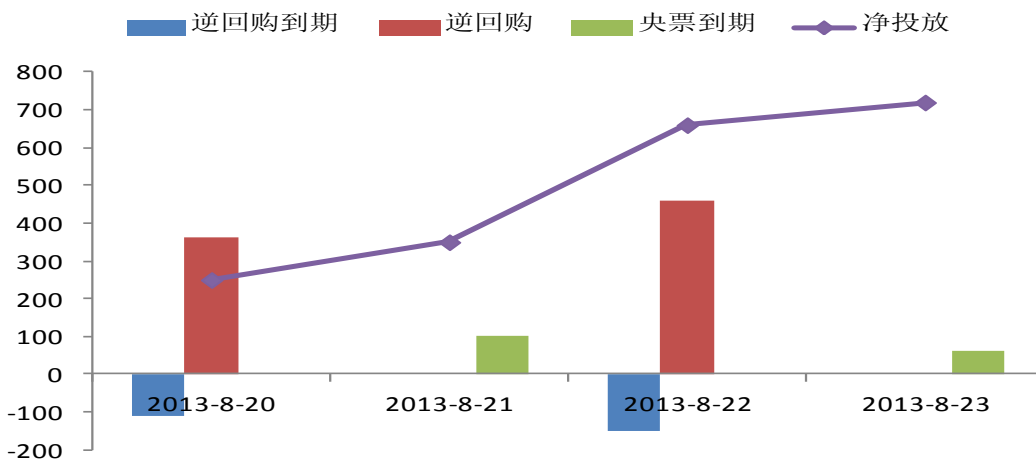
图8：银行间质押式回购利率周变动



数据来源：WIND，西南证券研发中心

上周逆回购共820亿，央票到期共160亿元，考虑逆回购到期共260亿元，公开市场实现净投放720亿元，连续第四周实现净投放。

图9：公开市场操作



数据来源：WIND，西南证券研发中心

本周公开市场央票到期1020亿元，逆回购到期640亿元，自然投放资金达380亿元。本周二（8月27日）800亿元3年期央票到期，如无意外央行将对其进行续发，预计央行将继续采用逆回购滚动发行等方式平抑市场流动性，维持资金面稳定预期。

四、国债招标向好，带动二级市场企稳

上周一二级市场共发行利率产品 1205 亿元，1 只国债、4 只国开债、2 只农发债和 4 只地方政府债。

上周一，财政部代理招标发行了 3 年和 5 年期地方债券，中标利率均为历史新高，投标倍数则为年内最低水平。周二，国开行增发的 4 期固息金融债中标利率亦创年内新高，同时除短期品种中标利率稍低，其余期限利率大幅高出市场预期；1 年期品种认购倍数为 3.99，其余期限的认购倍数在 1.9—2.5 之间。

在债市低迷的预期下，财政部于上周三发行的 300 亿 10 年期国债格外引人关注，其中标利率为 4.08%，低于前一交易日二级市场 4.09% 收益率水平，同时也低于市场预期；认购倍数为 2.53 倍，表明市场需求尚可。

本周预计将发行 5 只利率债，发行量 300 亿元，但央行极有可能对本周到期的 800 亿 3 年期央票进行续作，供给压力仍未能缓解。

表 1: 上周利率品发行市场

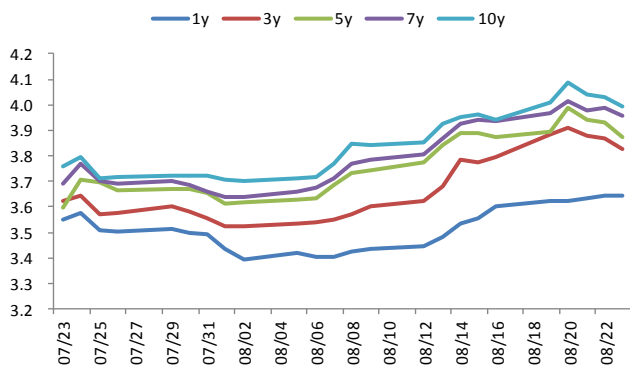
债券简称	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	发行规模(亿)	认购倍数
13 山东债 02	56	7	4.00		
13 山东债 01	56	5	3.94		
13 农发 19	80	5	4.00	80	2.3
13 农发 18	100	1	4.40	100	1.56
13 附息国债 18	300	10	4.08	317.3	2.53
13 国开 31(增 5)	40	10	4.17	40	3.99
13 国开 29(增 5)	50	5	4.02	50	2.50
13 国开 28(增 6)	50	3	3.98	50	2
13 国开 27(增 6)	60	1	3.91	60	1.94
13 地方债 08	255	5	4.43	255	1.11
13 地方债 07	253	3	4.29	253	1.13

数据来源: WIND, 西南证券研究发展中心

受一级市场国债招标向好带动，上周三（8 月 21 日）起二级市场收益率逐渐企稳，部分期限品种收益率出现下行。截至上周五，10 年国债二级市场收益率为 3.99%，较上周二（8 月 20 日）高点 4.09% 走低 10 个基点，3 年、5 年和 7 年国债收益率分别下行 8、11.5 和 6 个基点。政策性银行金融债中长端也下行 1-5 个基点不等。但相比前一周，各期限利率债收益率仍有不同程度的上行。

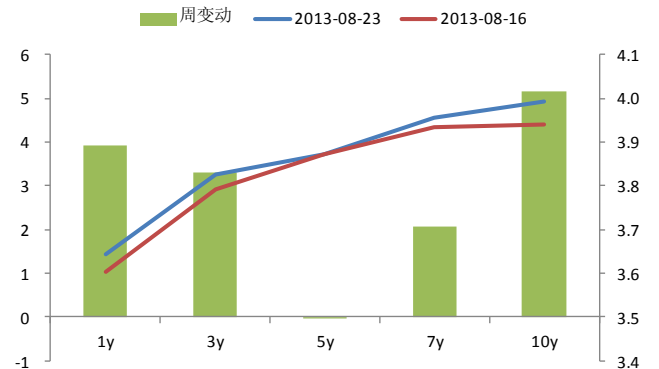
在流动性趋紧、市场情绪依然较脆弱的环境下，机构配置动力仍然较弱，债市仍面临调整压力。虽然二级市场收益率有企稳迹象，建议机构对市场未来走势仍保持谨慎。

图 10: 不同期限国债收益率 (%)



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

图 11: 不同期限国债收益率周变动



数据来源: WIND, 西南证券研发中心

五、一周市场回顾

上周利率市场全线上扬。从银行间质押式回购来看, R001 较上一期上行 2 BPS, 收于 3.28%; R007 收于 4.18%, 上行 36 BPS; R014 收于 5.22%, 较上周上行 140 BPS; R021 上行 98 BPS, 收于 5.16%; 3 个月利率上行 10 BPS 至 5.57%。

银行间拆借利率的报价, 隔夜利率收于 3.30%, 较上期上行了 5 BPS; 1 周上升 38 BPS 至 4.22%; 2 周利率上行 143 BPS, 收于 5.24%; 1 个月、2 个月、3 个月利率分别上行 39、68、52 BPS 至 4.93%、5.68% 和 5.50%。

上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 的报价, 隔夜利率收于 3.27%, 上行 6 bps; 1 周利率收于 4.15%, 上行 38 bps; 2 周利率收于 5.17%, 上行 135 bps; 1 个月利率上行行 46 bps 至 5.02%; 更长端的 6、9、12 个月利率与上周持平。

表 2: 货币市场利率变化

利率品种	期限	2013-08-23	2013-08-16	BPS
银行质押式回购利率	R001	3.28	3.26	1.85
	R007	4.18	3.83	35.76
	R014	5.22	3.82	140.02
	R021	5.16	4.18	97.87
	R1M	5.09	4.60	49.36
	R2M	5.43	4.96	46.65
	R3M	5.57	5.48	9.58
银行间拆借利率	IB001	3.30	3.25	4.60
	IB007	4.22	3.84	37.68
	IB014	5.24	3.81	143.25
	IB021	5.15	4.14	101.00
	IB1M	4.93	4.54	39.05
	IB2M	5.68	5.00	68.14
	IB3M	5.50	4.98	52.38

利率品种	期限	2013-08-23	2013-08-16	BPS
SHIBOR	O/N	3.27	3.21	5.60
	1W	4.15	3.77	37.70
	2W	5.17	3.82	134.80
	1M	5.02	4.56	45.60
	3M	4.66	4.65	1.17
	6M	4.22	4.22	0.00
	9M	4.27	4.27	0.00
	1Y	4.40	4.40	0.00

数据来源: WIND, 西南証券研究发展中心

独立性与免责声明

本报告主要作者具有証券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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証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証券并进行交易，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。本报告版权归西南証券所有，仅限内部使用，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。

西南証券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

西南証券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南証券大厦 3 楼
 邮编：400023
 电话：(023) 63725713
 网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：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：(010) 57631234
 邮箱：research@swsc.com.cn

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监/宏观研究	崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理
张仕元	zsy@swsc.com.cn	首席分析师/宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	中小市值
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	蒋卫华	jwh@swsc.com.cn	农林牧渔
刘言	liuyan@swsc.com.cn	宏观研究	朱国广	zhugg@swsc.com.cn	医药行业
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	何治力	hzi@swsc.com.cn	医药行业
李双武	lsw@swsc.com.cn	策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
刘浩	liuh@swsc.com.cn	策略研究	杨仁眉	yrm@swsc.com.cn	食品饮料
匡荣彪	krb@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李佳颖	lijy@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	刘正	liuzh@swsc.com.cn	商贸零售
熊莉	xiongli@swsc.com.cn	固定收益及衍生品	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	李孝林	lixl@swsc.com.cn	电子元器件
徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材	纵菲	zfei@swsc.com.cn	计算机行业
贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材	文雪颖	wenxy@swsc.com.cn	计算机行业
朱会振	zhz@swsc.com.cn	建筑建材	张延明	zym@swsc.com.cn	化工行业
王立洲	wanglz@swsc.com.cn	房地产业	商艾华	shah@swsc.com.cn	化工行业
庞琳琳	pll@swsc.com.cn	机械设备	李晓迪	lxdi@swsc.com.cn	化工行业
唐静	tjing@swsc.com.cn	机械设备	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
王恭哲	wgz@swsc.com.cn	电力环保	高翔	gaox@swsc.com.cn	汽车及零部件
李欣	lix@swsc.com.cn	军工行业	李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输