

2013年11月5日

证券研究报告·固定收益研究

利率市场周报第24期



资金面紧张缓解，利率债收益率上行趋势减缓

投资要点

- 10月中国制造业采购经理指数即PMI数据初值为51.4，创出年内新高，这是该指数自今年6月触底以来连续第4个月出现回升，显示目前整体经济运行趋势良好，未来经济复苏的势头仍然将继续维持。但我们同时必须注意到，10月PMI显示生产端和需求端已经出现较大缺口，而小型企业经营状况仍然在恶化，这将成为此后阻碍经济复苏的绊脚石。
- 商务部公布的10月第四周的食用农产品价格统计数据显示，蔬菜价格继续环比上涨，10月蔬菜类价格环比价格出现上涨已成定局，由于往年10月蔬菜价格一般会下跌，因而我们认为食品类CPI将再度出现较大幅度同比上涨，受此影响我们认为10月CPI将上涨至3.3%-3.4%。
- 央行在上周净投放291亿资金，缓解了此前资金利率紧绷的状态。但是从央行公开市场操作量和手段来看，目前央行已经逐渐开始考虑“控通胀”的问题。预计随着月末资金收紧的过去以及11月财政放水的到来，央行将从本周开始继续回笼资金。
- 上周一二级市场出现了较为明显的回暖，除了国债投标依然比较冷清以外，金融债投标出现了十分火爆的状况。3年期金融债投标出现了超过4倍的认购倍数显示目前市场对3年期金融债的配置欲望较为强烈，预计后市这种情况将继续延续。
- 随着隐含税率继续创出新高，目前金融债的配置优势已经较为明显。从持有收益来看，持有超短端利率债获取到期收益依然是目前抵御收益率上行风险的主要方式。从投机角度来看，考虑到近期5年期金融债收益率连续上行，已经出现了相对价值洼地，可以短线关注5年期金融债，博取一定的交易性机会。

西南证券研究发展中心

分析师：崔秀红

执业证号：S1250513010001

电话：023-67911104

邮箱：cxh@swsc.com.cn

分析师：匡荣彪

执业证号：S1250513080001

电话：023-63786033

邮箱：krb@swsc.com.cn

研究助理：何可

电话：023-63785880

邮箱：hek@swsc.com.cn

相关研究

1. 利率市场周报第23期：资金面骤紧，债市继续维持调整态势(2013-10-28)
2. 信用市场周报第9期：企业债发行新放量，配路仍需谨慎(2013-10-28)
3. 利率市场周报第22期：经济回暖得到数据支持，债市压力加大(2013-10-21)
4. 信用债周报第8期：宏观经济回升但显忧，信用债配置看好短融(2013-10-21)
5. 利率市场周报第21期：经济回暖趋势明朗，密切关注9月经济数据(2013-10-14)
6. 信用债周报第7期：大中小企业经营分化，企业债配置热情减小(2013-10-14)
7. 利率市场周报第20期：节前季末资金面偏紧，央行谨慎操作应对(2013-09-30)
8. 信用债周报第6期：避险需求增加，短融成交飙升(2013-09-30)
9. 利率市场周报第19期：供给压力有所缓解，关注季末资金变动(2013-09-16)
10. 信用债周报第5期：经济企稳基本确定，城投债供给压力升高(2013-09-16)

一、经济复苏势头持续，小型企业状况仍然不佳

11 月 1 日公布的 10 月中国制造业采购经理指数即 PMI 数据初值为 51.4，创出年内新高，这是该指数自今年 6 月触底以来连续第 4 个月出现回升，显示目前整体经济运行趋势良好，未来经济复苏的势头仍然将继续维持。

从分项来看，代表生产端的 PMI 生产分项继续创出新高，达到 54.4，但代表需求端的 PMI 新订单却出现了萎缩，下滑 0.3 至 52.5，这说明在 10 月生产和需求已经出现了一定的背离，如果这种情况不能在以后几个月出现好转，那么供过于求的情形将重新出现，这将成为未来经济复苏道路上的一个绊脚石。

图 1：中国制造业 PMI 指数



数据来源：WIND，西南证券

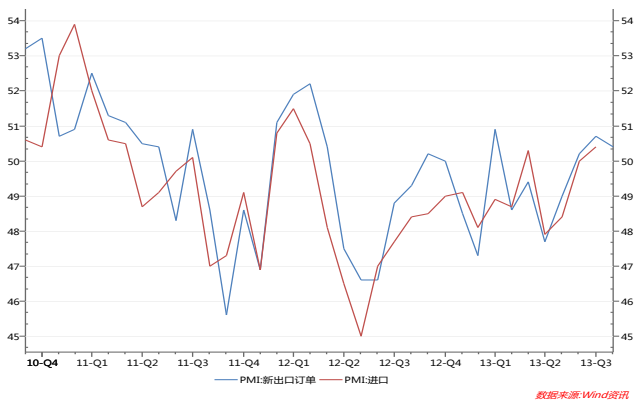
图 2：PMI 分项指数



数据来源：WIND，西南证券

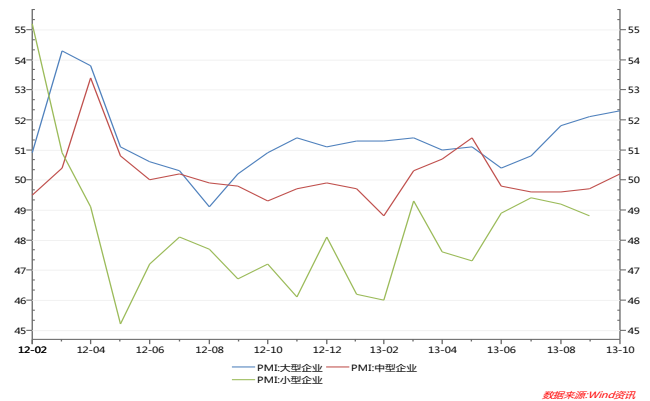
本月出口新订单和进口两个分项的 PMI 双双下滑，显示四季度的进出口情况并不乐观。而此前我们就已经观察到的大中小型企业出现分化的趋势在 10 月并没有出现好转，小型企业 PMI 继续下行，显示目前小型企业经营状况仍然在恶化，未来经济反弹的过程中，小型企业急需政策的扶持才能摆脱目前的困境。

图 3：PMI 分项指数 (续)



数据来源：WIND，西南证券

图 4：PMI 分项指数 (续 2)



数据来源：WIND，西南证券

二、10 月 CPI 预计 3.3%-3.4%

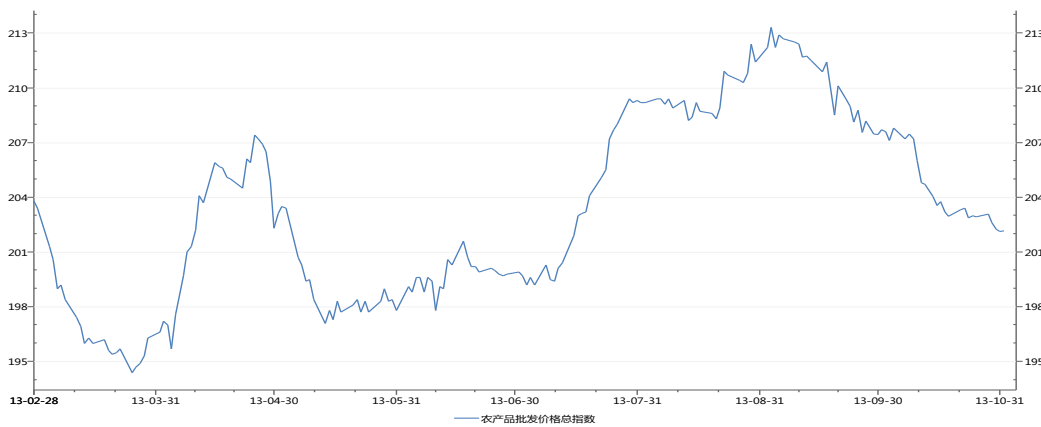
上周二（10 月 29 日）商务部公布的 10 月第四周的食用农产品价格统计数据显示，蔬菜价格在 10 月第四周继续上行，从商务部口径来看，10 月蔬菜类价格一直在持续上涨，且上行幅度并不小，对比往年 10 月，我们可以看到蔬菜类价格往往都会受到秋季新菜上市的影响而出现下跌。受此影响 10 月食品类 CPI 环比将继续出现明显上行，因而我们继续维持前期的判断，10 月 CPI 受食品类价格继续上涨的影响将上涨至 3.3%-3.4%。

表 1：10 月商务部食用农产品价格变化周环比

	粮食类	食用油类	肉类	禽类	蛋类	蔬菜类	水产品类
第二周	0.10	0.00	0.40	0.10	-0.60	1.30	-1.40
第三周	0.00	-0.67	-0.27	-0.10	-0.50	1.80	-0.10
第四周	0.00	-0.10	-0.10	0.00	-0.50	1.00	0.10

数据来源：WIND，西南证券

图 5：农业部农产品批发价格指数



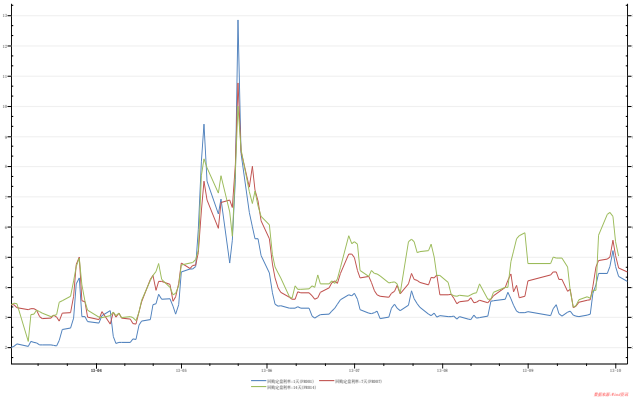
数据来源：WIND，西南证券

三、资金面状况转好，央行“名放实紧”

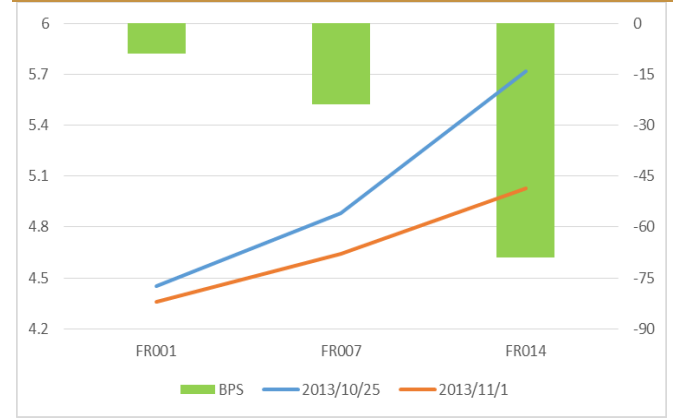
在经历了上上周的资金面快速收紧之后，上周央行如市场预期一般在银行间市场净投放 291 亿资金，暂时缓解了资金面压力。

从目前情形来看，虽然央行在上周向市场净投放了资金，但整体来看 10 月央行实际从市场净回笼了资金 404 亿，结合上期报告中提到的银行间市场资金存量的计算方法，我们可以看出，10 月整体银行间市场的资金是明显收紧的。同时从本周的公开市场操作来看，面对资金面紧张，央行并没有迅速采取大规模放水的手段。周二，央行进行了 130 亿 7 天逆回购，并且将到期的 60 亿央票又续发了 59 亿。而在周四面对资金利率并没有迅速下行的情形，又再度投放 160 亿 14 天逆回购。从这一系列操作中我们可以看出，目前央行对于处理流动性趋紧这个问题的态度非常谨慎。因而我们认为在 9 月通胀突破 3% 以后，目前央行已经有较为明显的“控通胀”的逻辑，随着月末效应的过去和 11 月财政放水的到来，本周央行又将逐渐

缩小资金净投放量，在周四或者下周可能又会暂停亦或是重启正回购，继续从银行间市场回笼资金。

图 1: 银行间质押式回购利率 (%)


数据来源: WIND, 西南证券

图 2: 银行间质押式回购利率周变动


数据来源: WIND, 西南证券

四、一级市场火热，现券收益率涨跌互现

上周一级市场发行 12 只利率债，总规模 530 亿元；一级市场的发行速度明显出现了减缓。

但与上上周明显有所不同的是，虽然上周国债的招标继续冷清，但上周金融债的招标出现了非常火热的状况，其中尤其以 3 年期的 13 国开 44（增发）最为明显，其认购倍数高达 4.2167 倍，这是近期极其罕见的。从上周的收益率曲线也可以看到类似的反应，在短端和长端的收益率均继续上扬的时候，3 年期金融债收益率已经率先走出了下行走势，说明近期市场资金对中端，尤其 3 年的金融债的配置需求比较旺盛。

表 2: 上周利率债发行市场

债券简称	计划发行规模 (亿)	发行期限 (年)	票面利率 (%)	中标利率	认购倍数	债券类型
13 附息国债 22	280	1	4.01	4.01	1.2161	国债
13 进出 35	50	5	4.85	5.14	2.7480	金融债
13 进出 36	50	3	4.80	5.03	3.3080	金融债
13 国开 43(增发)	30	1	4.55	4.76	2.8500	金融债
13 国开 44(增发)	30	3	4.89	5.06	4.2167	金融债
13 国开 45(增发)	30	5	4.97	5.14	2.9300	金融债
13 国开 46(增发)	30	7	5.01	5.17	2.6267	金融债
13 国开 47(增发)	30	10	5.04	5.21	2.0367	金融债

数据来源: WIND, 西南证券

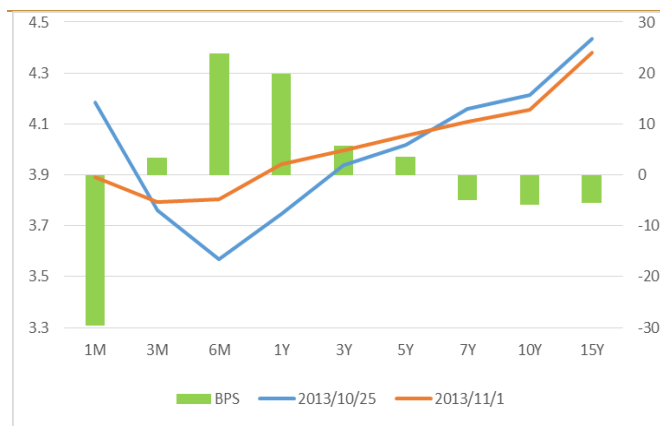
本周利率债一级市场计划发行 1 只国债，7 只金融债以及 2 只地方政府债，计划发行规模 636 亿元，供给压力较上周略有上升。考虑到月末已过，商业银行资金也开始出现充裕迹象，预计下周整体一级市场发行将维持火热

表 3: 本周利率债发行市场

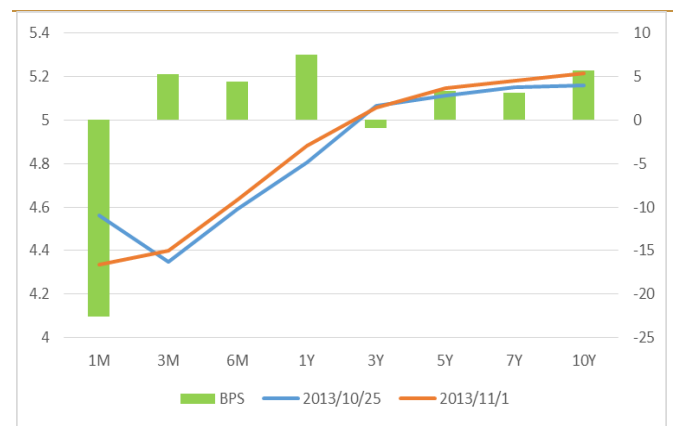
债券简称	发行起始日	计划发行规模 (亿)	发行期限 (年)	票面利率(%)	债券类型
13 附息国债 23	2013-11-6	280	5		国债
13 进出 37	2013-11-4	60	2	4.82	金融债
13 进出 38	2013-11-4	60	5	4.94	金融债
13 国开 43(增 2)	2013-11-5	40	1	4.55	金融债
13 国开 44(增 2)	2013-11-5	40	3	4.89	金融债
13 国开 45(增 2)	2013-11-5	40	5	4.97	金融债
13 国开 46(增 2)	2013-11-5	40	7	5.10	金融债
13 国开 47(增 2)	2013-11-5	40	10	5.04	金融债
13 深圳债 01	2013-11-8	18	5		地方政府债
13 深圳债 02	2013-11-8	18	7		地方政府债

数据来源: WIND, 西南证券

在上期报告中我们曾经提到在央行注入流动性后超短端利率债仍将是市场重点追捧对象在上周的市场中得到了印证, 上周 1 月期利率债下行幅度均超过了 20BPS。而上周遭受抛售的则是 6 个月到一年期的短端利率债, 其中 6 个月和一年期国债收益率上行幅度都在 20BPS 左右, 一年期金融债上行幅度也超过了 5BPS。中端方面, 我们在前文中曾经提到了 3 年期金融债上周表现良好, 收益率出现了下行, 而中端国债基本都出现了小幅度上行。长端方面, 长端国债上周收益率普遍小幅回落, 而长端金融债则继续保持收益率上行态势。

图 8: 国债收益率周变动


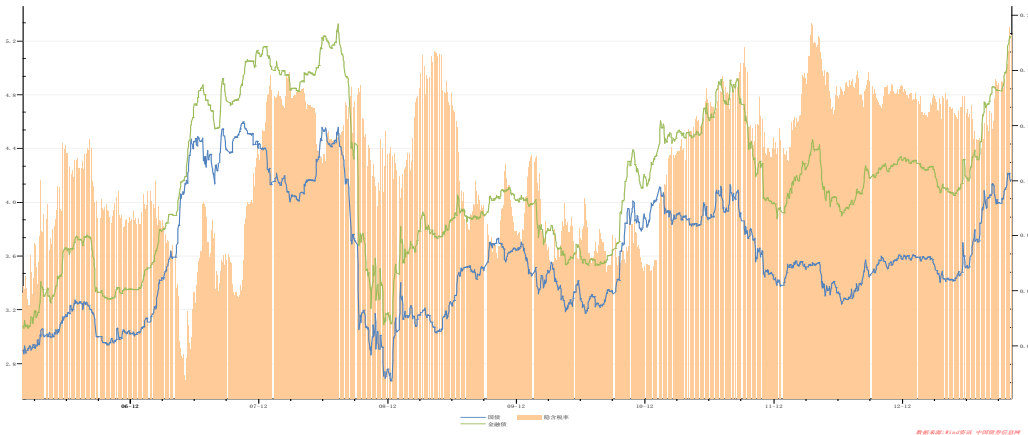
数据来源: WIND, 西南证券

图 9: 金融债收益率周变动


数据来源: WIND, 西南证券

从目前来看, 国债和金融债收益率走势的分化使得隐含税率继续创出新高, 近期隐含税率的连续上升使得金融债成为目前较为值得配置的品种。

从目前形势来看, 10 月 CPI 继续上行已经基本成为事实, 受通胀的影响, 利率债收益率中枢保持继续上行成为市场中普遍认同的观点。中长线我们认为仍应当以回避利率债作为主要的投资策略, 配置上持有超短端利率债获取到期收益仍是目前最佳的策略。

图 10: 隐含税率变动


数据来源: WIND 西南证券

另一方面,我们这里将着重对中端金融债本周的表现单独进行一个点评。本周 3 年期金融债表现强劲成为弱市中的一条亮丽风景线,而在周四以及周五 7 年期金融债也紧随其后出现了收益率下行。目前 5 年期金融债并没有出现收益率下行,我们认为目前 5 年期金融债已经成为了相对的价值洼地,在近期有可能出现较为明显的价值重估,因而我们认为可以适当在短期参与到 5 年期金融债的投机当中,博取交易型机会。

五、一周市场回顾

上周货币市场利率在央行重新注入流动性后全面下行,但绝对值仍然处在较高水平。较长期限银行间质押式回购市场资金利率下行比较明显, R001 较上一期下行 26.86 BPS, 收于 4.28%; R007 收于 4.60%, 下行 46.28 BPS; R014 收于 5.12%, 较上周下行 77.73BPS; R021 下行 137.35 BPS, 收于 5.08%; 1 个月利率下行 158.36 BPS 至 4.86%。

银行间拆借利率的报价,隔夜利率收于 4.30%,较上期下行了 14.44 BPS; 1 周下行 54.65 BPS 至 4.67%; 2 周利率下行 65.75 BPS, 收于 5.25%; 3 个月利率下行约 30BPS, 收于 5.30%。

上海银行间同业拆放利率 SHIBOR 的报价,隔夜利率收于 4.29%, 下行 7.87 bps; 1 周利率收于 4.61%, 下行 28.1 bps; 2 周利率收于 5.03%, 下行 83.2bps; 1 个月利率下行 126bps 至 5.16%; 更长端的 6、9、12 个月利率与上周基本持平。

表 4: 货币市场利率变化

利率品种	期限	2013-10-25	2013-10-18	BPS
银行质押式回购利率	R001	4.55	4.28	-26.86
	R007	5.06	4.60	-46.28
	R014	5.90	5.12	-77.73
	R021	6.45	5.08	-137.35
	R1M	6.44	4.86	-158.36
	R2M	6.31	5.16	-115.16
	R3M	6.28	5.52	-76.19

银行间拆借利率	IB001	4.44	4.30	-14.44
	IB007	5.22	4.67	-54.65
	IB014	5.90	5.25	-65.75
	IB3M	5.61	5.30	-30.77
	IB4M			
	IB6M			
	IB9M			
SHIBOR	O/N	4.37	4.29	-7.87
	1W	4.89	4.61	-28.10
	2W	5.86	5.03	-83.20
	1M	6.42	5.16	-126.00
	3M	4.69	4.69	0.15
	6M	4.22	4.22	-0.01
	9M	4.27	4.27	0.00
	1Y	4.40	4.40	0.00

数据来源: WIND, 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，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，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。

西南证券投资评级说明

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

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 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