

债券市场月报 (1201)

长久期品种受热捧 仍可适度关注

内容概要:

经济增长继续放缓: 从11月份的经济数据来看,我国经济增长下降趋势更加明显,三驾马车中,仅消费增速较10月份上升,但如果将基数因素去除,情形也不乐观。工业、投资、消费、进出口数据同时一致表明,我国经济增长继续放缓。

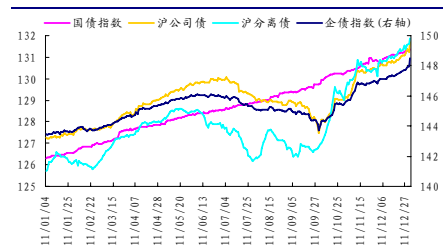
年末资金面暂时趋紧: 12月份,央行通过公开市场净回笼1740亿元,这是连续四个月净投放后的首次净回笼操作。受年终因素的影响,12月份的市场利率从12月份下旬开始出现了快速的抬升。截至12月31日,SHIBOR 1W为6.33%,在上月底3.96%的基础上大幅上升了237个基点。

市场回顾: 12月份,我国债券一级市场共发行各类债券192只,发行总额5747亿元。在股市低迷、流动性略显宽松以及存款准备金率下调的影响下,12月份四大交易所债券指数均继续大幅反弹,上涨态势一点也不亚于11月份,尤其是企债指数和分离债指数。在债市向好的情况下,债券收益率曲线总体出现了明显的下移,尤其是中长端,而短端收益率曲线的变化则不甚明显。

后市展望与投资建议: 虽然债市的估值优势愈加不明显,但在股市乏力,其余投资渠道匮乏,以及市场对未来货币政策放松的预期仍然较强的情况下,债市收益率仍有进一步下降的空间,投资者仍可适度关注债市的阶段性交易机会。

12月份,长久期的债券品种明显受到市场追捧,这与我们的预期一致。目前市场对未来货币政策放松的预期仍然较强,因此长久期债券品种的交易性机会仍可适度关注。我们建议投资者可综合考虑到期收益率、债券安全性(质地较好)以及流动性(市场成交较活跃)等因素,对债券品种予以持续关注。

交易所债券指数



数据来源: 同花顺资讯、华福研究

相关研究:

1. 适度关注准备金率下调后的市场机会——12月份债券市场月报 11.12.2
2. 债市反弹空间预计不大——11月份债券市场月报 11.11.1
3. 债市仍难言乐观——10月份债券市场月报 11.10.11
4. 收益率仍有上行空间——8月份债券市场月报 11.8.2
5. 资金面继续制约债市——7月份债券市场月报 11.7.1

分析师:

计顺松 (执业编号: S0210511090001)

陈波 (执业编号: S0210511030007)

联系电话: 0591-87537623

联系邮箱: hfzqyf@126.com

公司网址: www.hfzq.com.cn

联系地址: 福州五四路 157 号新天地大厦 10 楼

目 录

1. 经济基本面分析	4
1.1 CPI、PPI增速双双大幅回落	4
1.2 工业增速创两年多以来新低.....	5
1.3 货币增速创近 11 年来最低.....	6
2. 资金面分析	6
2.1 央行公开市场操作.....	6
2.2 货币市场利率	7
3. 市场回顾	8
3.1 一级市场发行	8
3.2 二级市场交易	8
3.3 收益率曲线	9
4. 后市展望与投资建议	11
4.1 后市展望	11
4.2 投资建议	11

图表目录

图表 1: 2006 年以来CPI和PPI同比增长 (%)	4
图表 2: 2006 年以来的工业增加值与发电量同比增长 (%)	5
图表 3: 2006 年以来新增贷款额和货币供应量同比增长.....	6
图表 4: 2010 年以来央行货币净投放 (回笼) 情况 (亿元)	7
图表 5: 2011 年以来SHIBOR 1W走势	7
图表 6: 债券市场发行情况	8
图表 7: 2011 年以来的交易所债券指数	8
图表 8: 2011 年 10 月 25 日以来的中债交易所国债净价指数.....	9
图表 9: 交易所国债	10
图表 10: 银行间国债	10
图表 11: 交易所企业债	10
图表 12: 银行间金融债	10
图表 13: 各债券类型 5 年剩余期限收益率变动情况.....	10
图表 14: 交易所国债收益率与同期银行定期存款利率的比较 (%)	10
图表 15: 重点关注的债券品种	11

1. 经济基本面分析

从11月份的经济数据来看，我国经济增速下降趋势更加明显，三驾马车中，仅消费增速较10月份上升，但如果将基数因素去除，情形也不乐观。工业、投资、消费、进出口数据同时一致表明，我国经济增长继续放缓。不过，随着存款准备金率的下调，货币政策未来可能进一步宽松，我国经济增速放缓的势头预计将有所遏止，不过，这个转变需要一段时间才能完成。

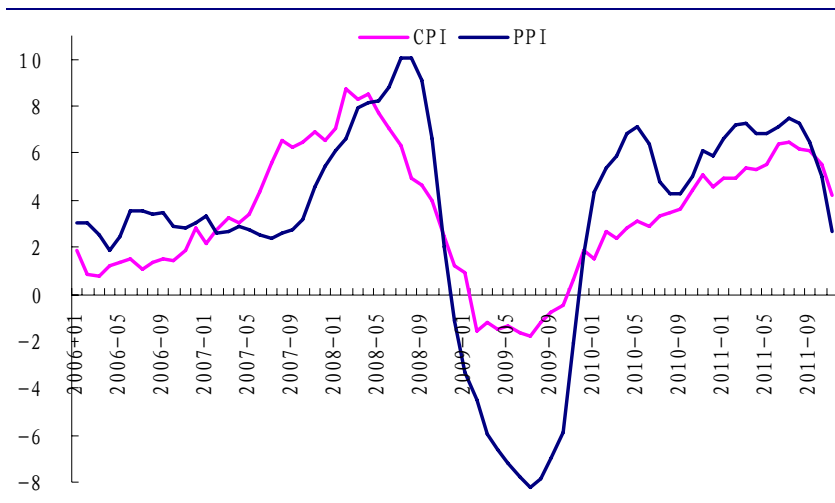
本月数据中值得注意的一点是，从物价走势看，CPI与PPI增速从上个月出现“金叉”：CPI向下穿破PPI。这是继2008年11月以来的首次。这表明，我国经济向终端转移的能力开始增强，有利于企业利润增长。

1.1 CPI、PPI增速双双大幅回落

11月份，全国居民消费价格(CPI)总水平同比上涨4.2%。其中，城市上涨4.2%，农村上涨4.3%；食品价格上涨8.8%，非食品价格上涨2.2%；消费品价格上涨5.0%，服务项目价格上涨2.4%。全国居民消费价格总水平环比下降0.2%。

当月CPI同比增速较上月大幅回落1.3个百分点，超出市场预期，市场此前普遍预计CPI会下降至5%以内，但没有预料到会大幅下降到4.2%。至此CPI已经连续四个月回落，CPI增速从最高时的6.5%下降到5.5%，已经回落了2.3个百分点，这个回落幅度和持续时间足以支撑这样的观点：CPI拐点已经形成。

图表1：2006年以来CPI和PPI同比增长(%)



数据来源：同花顺资讯、华福研究

11月份，全国工业生产者出厂价格(PPI)同比上涨2.7%，环比下降0.7%。工业生产者购进价格同比上涨5.1%，环比下降0.7%。

当月PPI同比增速较上月再次大幅回落2.3个百分点，回落速度较上月加快；环

比连续第二个月快速下降。从国际经济形势来看，虽然欧洲央行开始降息，但欧洲国债市场冷淡，使得财政问题进展缓慢，欧债危机以及国际经济复苏进程一波三折，打压了大宗商品的需求。传导到国内，11月份，我国工业生产者购进价格同比增速由上月的10.1%大幅下降至5.1%，在国内经济增速也放缓的情况下，PPI随之大幅回落也就水到渠成了。同CPI一样，去年底的高基数是造成当月PPI大幅回落的重要因素。我们预计，PPI下降的趋势将会持续，但随着全球性的货币松动（如巴西、泰国、欧洲降息，以及中国降存准率等），PPI增速回落的力度或将放缓，大宗商品价格预计仍将在高位运行。

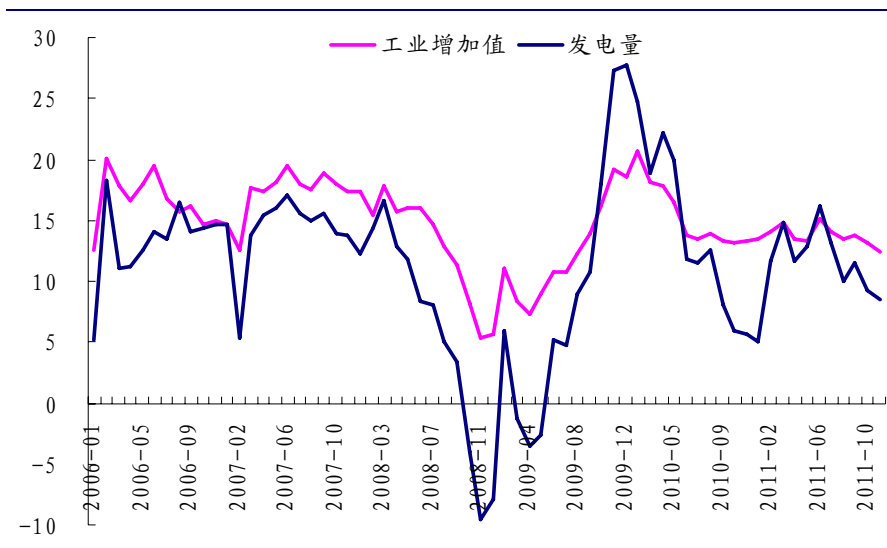
1.2 工业增速创两年多以来新低

11月份，规模以上工业增加值同比实际增长12.4%，比10月份回落0.8个百分点。这是工业增加值增速连续第二个月回落，并创2009年9月份以来最低，显示目前工业生产增速明显放缓，这与我国目前经济增速放缓的趋势一致。1-11月份，规模以上工业增加值同比增长14.0%，比1-10月份回落0.1个百分点。从环比看，11月份，规模以上工业增加值增长0.91%，环比增速与上月持平。

分地区看，11月份，东部地区增加值同比增长9.6%，比10月份回落1个百分点；中部地区增长17.6%，比10月份回落0.2个百分点；西部地区增长16.0%，比10月份回落0.3个百分点。中西部地区继续保持快于东部地区的增速。

分产品看，11月份，468种产品中有339种产品同比增长。其中，发电量3713亿千瓦时，日平均发电量124亿千瓦时，增长8.5%。发电量增速较上月下降0.8个百分点，创今年以来的新低。

图表2：2006年以来的工业增加值与发电量同比增长（%）



数据来源：同花顺资讯、华福研究

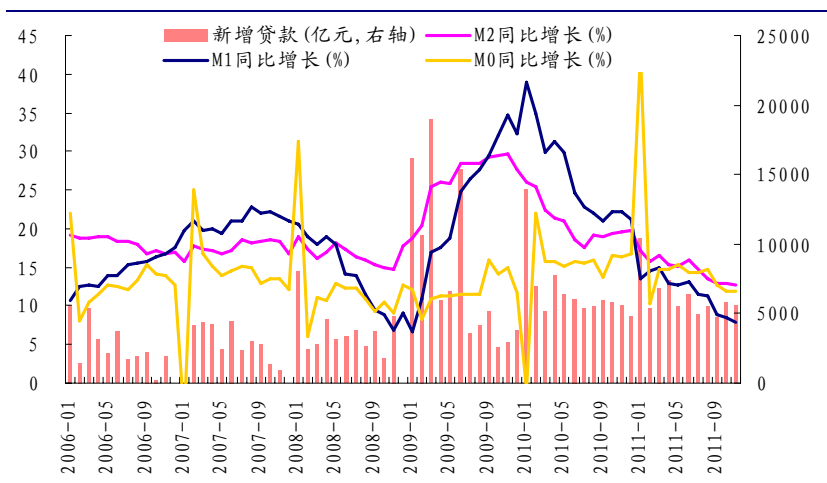
1.3 货币增速创近11年来最低

11月末，广义货币(M2)余额82.55万亿元，同比增长12.7%，比上月末低0.2个百分点，增速再创新低，并创自2001年1月份以来最低，也就是近11年来最低；狭义货币(M1)余额28.14万亿元，同比增长7.8%，比上月末低0.6个百分点，离2009年1月份的6.7%又近了一步，仅有1.1个百分点之遥；流通中货币(M0)余额4.73万亿元，同比增长12.0%。经过本月的下降，M1与M2的剪刀差再次扩大，至4.9个百分点，表明经济活跃度进一步降低。

11月末，本外币贷款余额57.43万亿元，同比增长15.6%。人民币贷款余额54.06万亿元，同比增长15.6%，分别比上月末和上年同期低0.2和4.2个百分点。当月人民币贷款增加5622亿元，同比多增78亿元。截至目前，今年以来的新增贷款额总计达到6.84万亿元，如果按照近几个月的新增贷款速度，今年全年新增贷款额预计将达7.4万亿元左右。去年全年新增贷款额为7.9万亿元，今年新增贷款额预计将比去年减少5000亿元。

11月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为3.49%，比上月低0.26个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为3.52%，比上月低0.23个百分点。这表明宏观流动性状况有所改善。

图表3: 2006年以来新增贷款额和货币供应量同比增长



数据来源: 同花顺资讯、华福研究

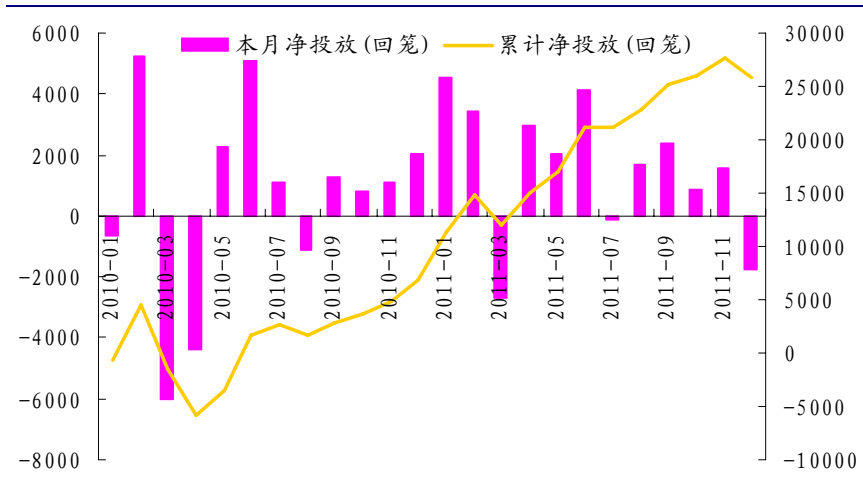
2. 资金面分析

2.1 央行公开市场操作

12月份，央行通过公开市场净回笼1740亿元，这是连续四个月净投放后的首次净回笼操作。央行执行净回笼操作，一方面表明之前资金面偏紧的局面出现了一定程度的转机；另一方面则是由于央票和正回购到期资金量较少所致。

央行12月份发行的央票也仅有3月期和1年期两种，而且在当月下旬央行还暂停发行一期1年期央票，部分原因可能是为了保持元旦假期期间资金面的稳定。从发行利率来看，12月份的央票参考利率没有发生变化。

图表4: 2010年以来央行货币净投放(回笼)情况(亿元)

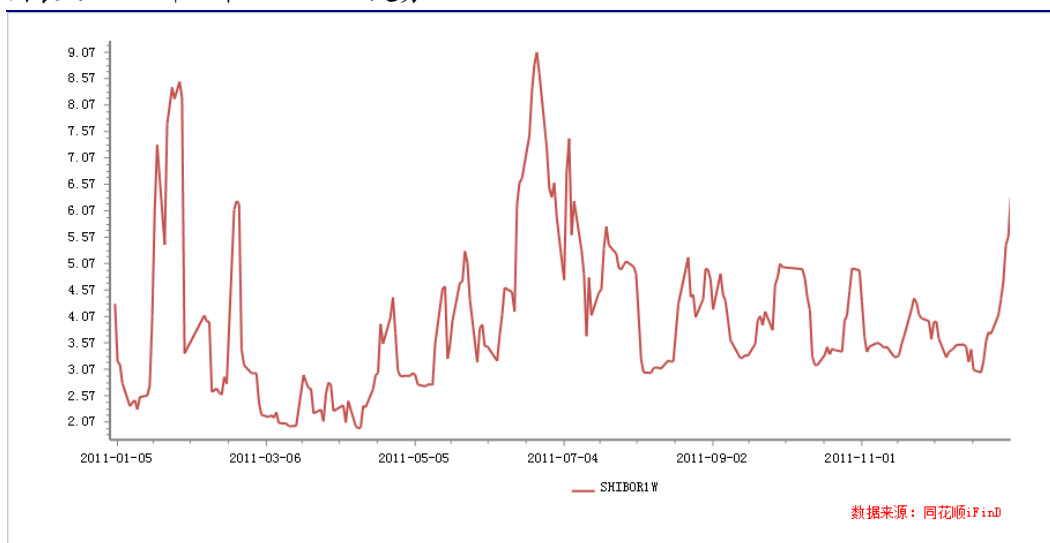


数据来源: 同花顺资讯、华福研究

2.2 货币市场利率

受年终因素的影响，12月份的市场利率从12月份下旬开始出现了快速的抬升。数据显示，当月上海银行间1周同业拆放利率（SHIBOR 1W）的平均值为3.89%，较上月的平均值3.75%上升14个基点。截至12月31日，SHIBOR 1W为6.33%，在上月底3.96%的基础上大幅上升了237个基点。不过，元旦小长假过后，SHIBOR 1W出现了快速回落。

图表5: 2011年以来SHIBOR 1W走势



数据来源: 同花顺资讯

3. 市场回顾

3.1 一级市场发行

12月份，我国债券一级市场共发行各类债券192只，发行总额5747亿元，发行只数和发行总额均较11月份下降。其中，国债、地方政府债、短期融资券、公司债、中期票据、集合票据的发行量均下降明显；同时，企业债、金融债、央票、其他债券的发行量则出现不同程度的上升。

图表6: 债券市场发行情况

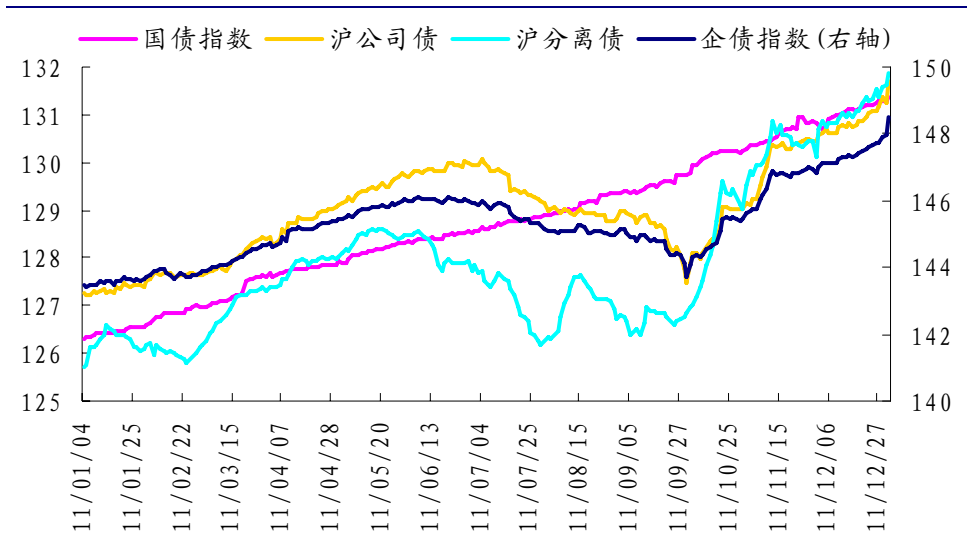
类别	12月份			11月份		
	发行期数 (只)	发行总额 (亿元)	发行总额比 重(%)	发行期数 (只)	发行总额(亿 元)	发行总额比 重(%)
国债	2	560.00	9.74	3	841.00	13.32
地方政府债	-	-	-	8	229.00	3.62
企业债	31	558.00	9.71	15	231.00	3.66
金融债	20	1851.00	32.22	13	1535.00	24.30
央行票据	8	1290.00	22.44	9	1120.00	17.73
短期融资券	62	559.00	9.73	70	988.00	15.65
公司债	8	118.00	2.05	17	182.00	2.88
中期票据	50	603.00	10.50	64	1170.00	18.53
集合票据	2	3.00	0.06	8	20.00	0.32
其他债券	9	204.00	3.55	-	-	-
合计	192	5747.00	100.00	207	6318.00	100.00

数据来源: 同花顺资讯

3.2 二级市场交易

12月份，在股市低迷、流动性略显宽松以及存款准备金率下调的影响下，四大交易所债券指数均继续大幅反弹，上涨态势一点也不亚于11月份，尤其是企债指数和分离债指数。具体来看，国债指数上涨0.43%，企债指数上涨1.11%，沪公司债指数上涨0.95%，沪分离债指数上涨1.37%。

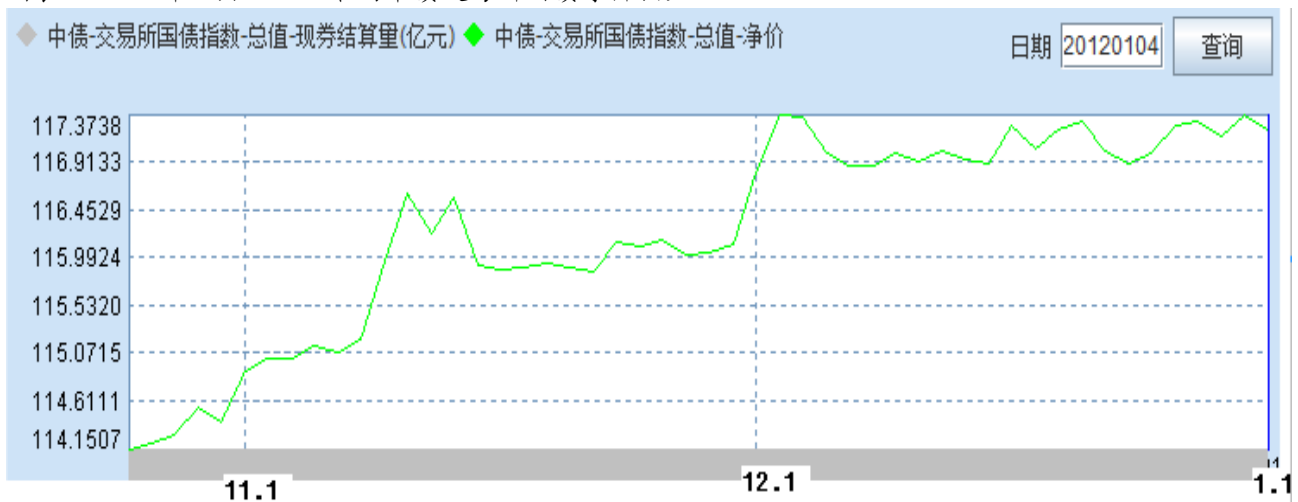
图表7: 2011年以来的交易所债券指数



数据来源：同花顺资讯、华福研究

12月份，按净价计算的交易所国债指数也出现较大幅度的上扬，与11月份的情况相同，表明12月份国债指数的上扬不仅受应计利息因素的推动，而且也受到市场因素的推动。

图表8：2011年10月25日以来的中债交易所国债净价指数

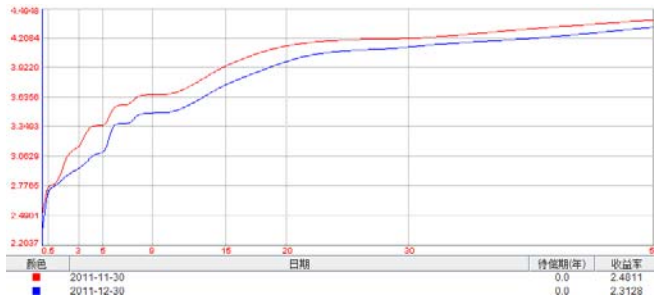


数据来源：ChinaBond

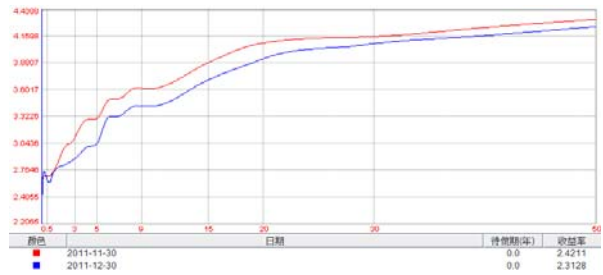
3.3 收益率曲线

12月份，在债市向好的情况下，债券收益率曲线总体出现了明显的下移，尤其是中长端，而相比之下，短端收益率曲线的变化则不甚明显。收益率曲线的这种结构性变动表明市场对未来降息预期增强。

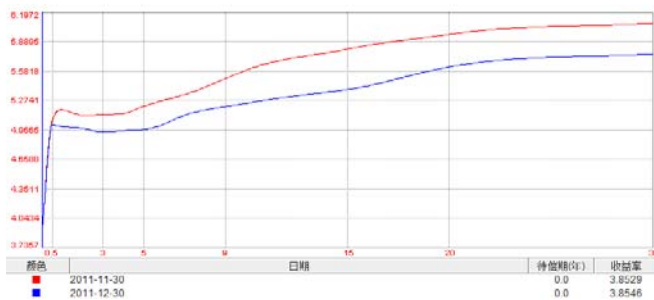
图表 9: 交易所国债



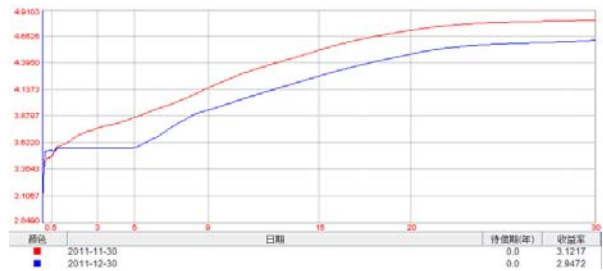
图表 10: 银行间国债



图表 11: 交易所企业债



图表 12: 银行间金融债



数据来源: ChinaBond

从5年剩余期限收益率变动情况来看,各类型债券的收益率均出现较大幅度下降。

图表13: 各债券类型5年剩余期限收益率变动情况

	11 月底 (%)	12 月底 (%)	变动 (BP)
交易所国债	3.3602	3.1020	-25.82
银行间国债	3.3026	3.0376	-26.50
交易所企业债	5.2078	4.9669	-24.09
银行间金融债	3.8644	3.5751	-28.93

数据来源: ChinaBond

从国债收益率与同期银行存款利率的比较来看,1年期交易所国债与定期存款利率的差额达到0.73个百分点,10年期国债收益率已经低于1年期银行定存利率。在上月债市继续上扬后,债市收益率继续下降,债市的估值优势进一步下滑。

图表14: 交易所国债收益率与同期银行定期存款利率的比较 (%)

	交易所国债收益率 (%)	银行定期存款利率 (%)	差额 (%)
1 年	2.77	3.50	0.73
2 年	2.87	4.40	1.53
3 年	2.94	5.00	2.06
5 年	3.10	5.50	2.40
10 年	3.48	-	-

注: 表中数据截至12月30日

数据来源: ChinaBond、中国人民银行

4. 后市展望与投资建议

4.1 后市展望

虽然债市的估值优势愈加不明显,但在股市乏力,其余投资渠道匮乏,以及市场对未来货币政策放松的预期仍然较强的情况下,债市收益率仍有进一步下降的空间,投资者仍可适度关注债市的阶段性交易机会。

4.2 投资建议

12月份,长久期的债券品种明显受到市场追捧,这与我们的预期一致。目前市场对未来货币政策放松的预期仍然较强,因此长久期债券品种的交易性机会仍可适度关注。我们建议投资者可综合考虑到到期收益率、债券安全性(质地较好)以及流动性(市场成交较活跃)等因素,对债券品种予以持续关注。

图表15: 重点关注的债券品种

债券类型	债券代码	债券名称	发行期限 (年)	到期日期	剩余年限 (年)	税后到期收 益率(%)
国债	010203	02 国债(3)	10	2012-04-18	0.30	1.96
	010509	05 国债(9)	7	2012-08-25	0.65	2.78
	010308	03 国债(8)	10	2013-09-17	1.72	2.88
	010501	05 国债(1)	10	2015-02-28	3.16	2.99
	010603	06 国债(3)	10	2016-03-27	4.24	3.49
企业债	120288	02 金茂债	10	2012-04-28	0.33	1.57
	120205	02 渝城投	10	2012-12-09	0.95	3.81
	122994	08 云投债	5	2013-10-22	1.81	4.21
	122985	09 浙能债	5	2014-02-23	2.15	3.88
	122991	08 海航债	6	2014-12-25	2.99	4.88
公司债	122005	08 钒钛债	5	2013-02-28	1.16	3.08
	122013	08 北辰债	5	2013-07-18	1.55	4.73
	122011	08 金发债	5	2013-07-24	1.57	3.97
	112006	08 万科G2	5	2013-09-05	1.68	3.98
	122009	08 新湖债	8	2016-07-02	4.51	6.21
分离纯债	126005	07 武钢债	5	2012-03-25	0.24	4.12
	126003	07 云化债	6	2013-01-28	1.08	4.43
	115002	国安债1	6	2013-09-13	1.71	5.54
	126015	08 康美债	6	2014-05-08	2.36	5.46
	126018	08 江铜债	8	2016-09-22	4.73	4.76

注:表中数据截至12月30日

数据来源:和讯债券

重要提示：以上表格所列债券品种引用的信息均来自公开信息，仅供投资者参考，不构成投资建议。由于A股市场走势可能对债券价格的波动造成一定影响，请投资者在决定是否投资时应将系统性风险纳入考虑范畴，谨慎规避投资风险并根据相关公开信息做出独立投资决策。

免责声明:

本报告是由华福证券有限责任公司（投资咨询业务资格机构注册编号：Z23935000）研发中心撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者据此投资产生的盈亏后果我司不承担任何责任。

本报告版权仅为华福证券有限责任公司研发中心所有，未经授权刊载或者转发我司研究报告，我司将追求其法律责任。如刊登或转发，需注明出处为华福证券有限责任公司研发中心以及报告发布日期，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。华福证券有限责任公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。