

2014年12月30日

莫对资金面过于乐观，国际动荡加剧

——2014年12月29日债市日评

◇ 市场策略：

当前利率债收益率水平反应的资金面情况过于乐观：资金面回归宽松还能带来利率多少下行空间？上周以来资金面紧张程度持续缓解，现券市场收益率也持续小幅下行，但我们认为，现券的这一走势空间已经很小。从现券收益率与资金利率的利差来看，2002年以来，这一利差中枢在100bp左右，近几年资金面关注度不断上升，2013年以来该中枢降至11bp附近。近期，在IPO过后，资金面虽有回落，但在现券收益率同样下行的情况下，现券与资金利差低至-100bp左右，呈现出明显倒挂。那么利差是否能够回升？一方面，近期在资金面持续回稳阶段，资金利率并未出现明显下行，未来要使得资金利率出现100bp以上的降幅难度较大；另一方面，近期的贷存比等政策，均更倾向于刺激信贷，而12月末、1月初通过草根调研了解到的12月的信贷数据大概率表现出数量同比增加，结构改善的情况。在资金和金融数据的双重挤压下，近期现券收益率继续下行的时间和空间都较为有限，投资者应关注收益率的回调风险。

国际动荡加剧：希腊总理萨马拉斯提名的总统候选人Stavros Dimas在第三轮总统大选中未能获得180张足够票数当选。乌克兰总统波罗申克签署法令，取消乌克兰不结盟地位。国际局势动荡引发避险买盘，美元指数上行，盘中高点达到90.26。美国各期限国债收益率全线下挫。美国三大股指涨跌互现，美油布油盘中暴跌3%，美油跌破53美元，布油跌破58美元，双双刷新2009年5月以来新低，为两周来首次创近年新低。国际金价和工业金属价格也纷纷走低。

◇ 市场动态：

资金及公开市场：周一银行间隔夜回购加权3.36%（-6bp），7天4.63%（-11bp）。交易所隔夜回购5.16%（+150bp），7天4.68%（-39bp）。周二公开市场无到期资金，同业存单方面，两家银行将发行77.7亿同业存单，期限为0.25/0.25/0.5/0.75年，规模分别为7.7/30/20/20亿。

利率：现券市场总体窄幅震荡，中长端国债收益率小幅上行1bp，金融债上行1-2bp，短端在资金面继续趋于宽松情况下小幅回落。一级市场方面无动态。

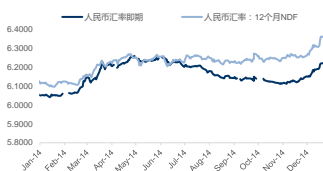
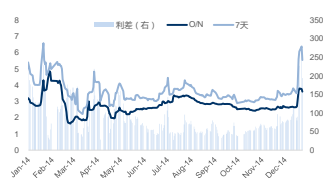
信用：今日信用债交投清淡，曲线短端收益率涨跌互现，中长端收益率则整体小幅下行。城投债交投热情回落，收益率小幅下行。（AA+）3年期下行6BP、5年期下行1BP。

高收益债：高收益板块今日交投一般，债池成交量处于年内较低水平。申万净价指数与上个交易日持平，收益率指数小幅上行2BP。今日债池个券涨跌互现，净价变动幅度均较小，其中涨幅最大的12西钢债上涨0.6%，跌幅最大的12东债债下跌1%。

◇ 要闻点评：

高收益债动态：

新筑股份：获得政府扶持资金2500万元。2014年12月29日公告，地方政府给予公司扶持资金共计2,500万元，用于公司轨道交通产业发展。公司拟将此次收到的扶持资金2,500万元列入公司2014年度营业外收入，公司前三季度净利润为2043万，此次补贴预计会大幅增加公司2014年度的净利润。



证券分析师

陈康 A0230511090003
chenkang@swsresearch.com

韩思怡 A0230513060002
hansy@swsresearch.com

罗云峰 A0230513100003
luoyf@swsresearch.com

王颖 A0230514080004
wangying@swsresearch.com

钟嘉妮 A0230513080005
zhongjqn@swsresearch.com

吴伟 A0230514080005
wuwei@swsresearch.com

联系人
 刘琳霖
liull@swsresearch.com

於乐其
yulq@swsresearch.com

何思远
 (8621)23297445
hesy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621)23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

1. 衍生品市场回顾与展望

周一，国债期货开盘后陷入区间震荡，最终报收略有下跌。主力合约TF1503开96.930，日终报收96.838，跌幅0.05%。全天成交4833手，持仓减少243手至1.95万手。次季合约TF1506开97.482，收97.368，跌0.02%，成交273手，持仓增加76手至2151手。远季合约TF1509开97.640，收97.680，跌0.02%，成交28手，持仓增加10手至130手。

现货市场上，交投清淡，收益率波动不大。国债收益曲线短端下行5bp，中长端上行1-5bp。金融债收益率曲线整体下行1-3bp。7年国债140024成交于3.56%较上周五上行1bp。目前主力合约IRR在3.71%左右，期货对应CTD券140024收益率在3.55%左右，期货价格与理论价格接近。

周一，国债期货的震荡行情，一方面源自股市向好，沪指逼近3200点，股债跷跷板向股市倾斜，另一方面市场对于央行关于存贷比的新规的解读出现分析，导致市场情绪纠结。中长期来看，政府促进信贷扩张的趋势恐怕对债市资金造成一定压力，且油价和大宗商品价格下降可能促成经济回暖，可能会对期债造成一定影响，投资者近期注意谨慎持仓，观察市场动向择机而动。

表 1：国债期货各合约 IRR、参考理论期货价格、对应 CTD 收益率

合约	最后交易日	CTD	到期日	基差	BNOC	IRR	对应现货收益率
TF1503	2015-03-13	140024.1B	2021-10-23	-0.013	0.060	3.71%	3.55%
TF1506	2015-03-13	140024.1B	2021-10-23	-0.430	-0.038	4.58%	3.52%
TF1509	2015-09-11	140024.1B	2021-10-23	-0.613	-0.004	10.56%	2.88%

资料来源：Wind, 申万研究

利率互换方面，基本面压制，互换利率曲线小幅上行。REPO 品种来看，7D REPO 利率下行 9bp 至 4.65%，利率曲线整体上行 5-9bp。SHIBOR 品种来看，3M SHIBOR 利率下行 1bp 至 5.14%，利率曲线整体上行 9bp。央行 387 号文指出新纳入的存款暂不交准备金，短期内无流动性方面的问题，目前在基本面短期筑底阶段，市场纠结状态可能还将延续。

2. 汇率跟踪与海外市场

12月29日，美元兑人民币汇率中间价涨19个基点报6.1205，即期汇率涨89个基点报6.2218。近日美元高位盘整，人民币汇价也呈现出宽幅震荡的走势，此外，节日期间交投清淡，尚无明确的趋势出现，从基本面上讲，人民币贬值的风险更高。

海外方面，希腊总理萨马拉斯提名的总统候选人Stavros Dimas在第三轮

总统大选中未能获得180张足够票数当选。他获得168张支持票，132张反对加弃权票。希腊国会必须在10天内解散，接下来30天举行全国大选。消息公布之后，希腊ATG指数跌11%。希腊雅典证交所综合指数跌10%，欧洲股市也全线下挫。

乌克兰总统波罗申克签署法令，取消乌克兰不结盟地位。他表示，乌克兰最终是否加入北约将取决于乌克兰人民。明年初，乌俄德法领导人半年来将首次举行重大峰会。上周，俄罗斯外长拉夫罗夫表示，乌克兰放弃不结盟地位的决定只会加剧对抗，乌克兰寻求成为北约成员国，这对欧洲和乌克兰安全构成威胁。

国际局势动荡引发避险买盘，美元指数上行，盘中高点达到90.26。美国各期限国债收益率全线下挫。美国三大股指涨跌互现，截至收盘，道琼斯工业指数下跌0.09%，纳斯达克收平，标普500上涨0.09%。国际局势紧张的加剧并未能刺激大宗商品价格走高，投资者预计原油市场供大于求格局持续，美油布油盘中暴跌3%，美油跌破53美元，布油跌破58美元，双双刷新2009年5月以来新低，为两周来首次创近年新低。国际金价和工业金属价格也纷纷走低。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。