

2014年12月31日

PMI 终值或高于初值，一季度经济小复苏

——2014年12月30日债市日评



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
zhongjin@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>

◇ 市场策略：

今日是 2014 年的最后一个交易日，我们首先祝各位朋友新年快乐，也让我们向债市这一年行情致意，希望新的一年依旧阳光明媚。

临近跨年，股市的光辉依旧耀眼，而债市沉浸在一片节日氛围之中，成交日益清淡。今日我们认为最值得关注的是汇丰 PMI 的终值。12 月 16 日公布的汇丰 PMI 预览值为 49.5，在 APEC 限产结束之后，数据反而进一步下行，明显低于 11 月的 50.0，也是 7 个月以来首次重回 50 的分水岭以下，显然低于市场预期，也让市场对经济的预期更为悲观。但我们认为，今日公布的汇丰 12 月 PMI 终值很可能会高于终值。我们看到，12 月第二句月以来，耗煤量同比从-13.7%回升到-8.1%，粗钢产量从同比从 3.2%恢复到 5.3%，地产重点城市销量同比从 17%增长到 38%，改善更为明显。因此，12 月汇丰 PMI 的终值好于初值是大概率事件。

虽然汇丰 PMI 的终值并不是太重要的数据，但我们认为，这将预示着明年一季度经济小复苏的一个开端，因此特别提请投资者关注。今年 4 季度以来的大宗产品价格下跌，大概率将从今年年底开始带来成本下行推动企业盈利的改善，进而推动经济数据的阶段性反弹，而这也由此对货币政策的进一步放松造成制约。我们建议不必过度期待春节前配置行情，目前进一步择机降低仓位、缩短久期，静待机会，方为上策。。

◇ 市场动态：

资金及公开市场：周二银行间隔夜回购加权利率 3.51%(+16p)，7 天 4.62%(-2bp)。交易所隔夜回购 14.37% (+921bp)，7 天 4.82%(+14bp)，央行意外停止续作 SLO 导致资金面偏紧，跨年资金一度紧张。但随着财政存款陆续下发，预计跨年资金最终将平稳度过。周二无公开市场到期，央行继续暂停操作，本周资金维持零投放。

利率：周二现券收益率小幅走高，跨年氛围之中成交清淡。周二资金面趋紧，利率债收益率小幅趋紧，收益率整体上行 1-3bp 左右，长端上行稍多。收盘 10 年国债成交在 3.63%附近，10 年国开成交在 4.05%附近。接近年末，各大机构逐渐兑现收益，降低久期，平稳跨年。目前债市成交日益清淡，长端成交犹少。市场沉浸在跨年氛围之中。一级市场方面，周二、周三均无新债发行。

信用：今日信用债交投清淡，曲线短端部分期限收益率出现了小幅反弹，中长端收益率则整体小幅下行。铁道债收益率整体交投清淡，收益率企稳。城投债交投清淡，收益率小幅下行 2BP 左右。中债城投债收益率曲线 (AA +)1-3 年期小幅下行 1-2BP；AA 级 2、5 年期下行 2BP。

高收益债：周二高收益板块继续保持盘整走势，交投相对清淡。申万净价指数不涨不跌，收益率指数小幅上行 1BP。成交量萎缩至年内最低点。债池个券涨跌互现，多数变化幅度较小，其中涨幅最大的 11 凌钢债在昨日下跌 0.8%之后反弹 0.54%，录得今日最大涨幅，涨幅相对较高的还有 13 精控债，上涨 0.47%。今日 12 东铝债继续下跌 0.7%，为今日最大跌幅，该债在上周连续上涨之后本周表现相对疲软。

◇ 要闻点评：

年底机构管理谨慎 个别同业存单未获足额认购

据中国货币网的信息显示，29日银行间市场发行的11只同业存单中有2只未获足额认购。当天兴业银行发行的1个月期同业存单，计划发行20亿元，实际认购17亿元，此外，该行发行的9个月期同业存单，计划发行40亿元，实际认购28亿元。临近年底，机构流动性管理相对谨慎，一定程度上影响了同业存单的投资需求；同时也反映了当前银行对于存款的需求仍然较强，预计在较强的资金需求推动下，12月的理财产品增长仍将维持较快速度；与此同时，由于部分银行年内发行额度尚未用完，导致同业存单供给动力仍很强。

1. 衍生品市场回顾与展望

周二市场传当日有SL0到期，续作与否未有定论，资金趋紧，国债期货继续区间震荡，最终小幅下跌。主力合约TF1503开96.838，日终报收96.472，跌幅0.40%。全天成交8409手，持仓减少156手至1.93万手。次季合约TF1506开97.300，收97.054，跌0.34%，成交709手，持仓增加271手至2422手。远季合约TF1509开97.516，收97.388，跌0.31%，成交52手，持仓增加2手至132手。

现货市场上，临近节假日交投清淡，收益率波动很小。国债收益率曲线中端上行3-5bp。金融债收益率曲线部分期限上行1-2bp。7年国债140024成交于3.59%较周一上行3bp。目前主力合约IRR在2.94%左右，期货对应CTD券140024收益率在3.61%左右，期货价格较理论价格偏低。

周二，国债期货震荡下跌，一方面市场传言今日有SL0到期，但续作与否未有定论，引起了资金面的收紧。另一方面，周三有汇丰PMI12月终值公布，市场对于经济数据的预期存在分歧，市场情绪纠结。但我们认为，12月中下旬行业高频数据显示基本面略见起色，汇丰PMI终值很可能较初值略有反弹，同时，前期大宗商品下跌也为后期基本面边际改善带来动力。临近年末，行情冷清，元旦期间仍有官方PMI公布，海外亦有不确定因素，可待节日过后再做操作。

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. IB	2021-10-23	0.145	0.216	2.94%	3.61%
TF1506	2015-03-13	140024. IB	2021-10-23	-0.327	0.060	4.37%	3.56%
TF1509	2015-09-11	140024. IB	2021-10-23	-0.539	0.062	10.50%	2.92%

资料来源：Wind, 申万研究

2. 汇率跟踪与海外市场

12月30日，美元兑人民币汇率中间价涨19个基点报6.1224，即期汇率大跌198个基点报6.2020。外管局当日发布管理办法，将整合银行即期结售汇、衍生品业务的市场准入；银行结售汇综合头寸考核由日变周，并取消综合头寸挂钩外汇贷存比的政策。银行结售汇综合头寸是指外汇指定银行持有的因人民币与外币间交易形成的外汇头寸，由银行办理符合外汇管理规定的对客户结售汇业务、自身结售汇业务和参与银行间外汇市场交易所形成。新的银行结售汇业务细则取消综合头寸与存贷比挂钩，银行忙于抛出手中的美元多头，使人民币大幅升值0.32%，创今年3月24日以来最大单日涨幅。

海外方面，四季度俄罗斯正式出现经济衰退信号。俄罗斯官方数据显示，11月该国GDP增长同比下滑0.5%，这是2009年10月以来首次同比增长下滑。1-11月，俄罗斯经济同比增长0.6%。近来国际油价暴跌和卢布危机使俄罗斯经济正在坠入衰退的深渊。

美国12月谘商会消费者信心指数92.6，预期93.9，前值由88.7修正至91。

美国10月S&P/CS20座大城市房价指数同比增长4.5%，环比增长0.76%，均好于预期。具体数据显示：美国10月S&P/CS20座大城市房价指数同比+4.5%，预期+4.4%，前值+4.90%；美国10月S&P/CS20座大城市未季调房价指数环比+0.76%，预期+0.4%，前值+0.34%。

美元指数高位回调，跌破90点关口，收于89.97。美国1年期以上国债收益率全线下挫。美国三大股指全线下跌，截至收盘，道琼斯工业指数、纳斯达克、标普500分别下跌0.31%、0.61%、0.49%。据路透社报道，美国商务部工业与安全局告知部分石油公司，它们可以对凝析油进行“自主分类”，在未获正式许可的情况下考虑出口经少许加工的轻质原油。受此影响，国际油价再度小幅下挫，但下跌动能明显减弱。国际金价和工业金属价格纷纷走高。

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。