

把握回调过程中的配置良机

报告要点

■ 宏观跟踪：江丰公布 10 月份 PMI 预览值

汇丰周一公布汇丰中国制造业采购经理人指数预览的 10 月初值，为 51.1，高于上月终值 49.9，为四个月来首次站上荣枯分水岭线 50 上方。数据显示，中国制造业活动回暖且创五个月来高位，受产出及新增订单指数回升带动，显示经济进一步企稳。美国商务部上周发布了第三季度 GDP 的初步数据，最终 2.5% 的增速基本在市场预期之中，其中对美国经济贡献最大的消费开支在第三季度增长了 2.4%，远远超出市场预期。

■ 公开市场：三年期央票停发反映央行谨慎态度

三年期央票之前发行利率下调被市场广泛认为是货币政策即将转松的一个信号，因此上周市场对于三年期央票发行表示了强烈关注，而央行恰恰在此时选择了停发三年期央票。我们认为，之前三年期央票发行利率的下调是受到二级市场需求旺盛所带动一级市场的正常反应，如果不扩大供给，发行利率势必继续下调，考虑到三年期央票属于深度锁定工具，央行不愿意在紧缩后期草率动用，所以最终选择了停发。这也就反映出了在市场预期改变的重要关键时点，央行仍旧保持着谨慎态度。

■ 货币市场：货币市场利率月末攀升

在央行连续、大量地回笼操作之后，同时由于临近月末，货币市场利率上周展开攀升，各期限利率均有一定程度的上涨。预计本周由于有准备金补缴的需求在，预计这样的走势仍将继续。

■ 本周债市展望：把握回调过程中的配置良机

上周债市终于如我们预测般出现回调走势，各期限利率产品收益率均在一定程度的回升。无论从欧美方面传来的利好消息、月末资金面的短期紧张或是技术面因素来讲，债市都将面临一段回调期。而我们估计这样的过程可能将持续一段时间，这段过程无疑是较好的配置时机。因为从基本面的角度上来讲，起码年内或者直到明年一季度都不会出现较大的利空，尽管经济衰退的程度未达成一致，但减速已经确定，同时通胀高点已现，基本面存在支持。

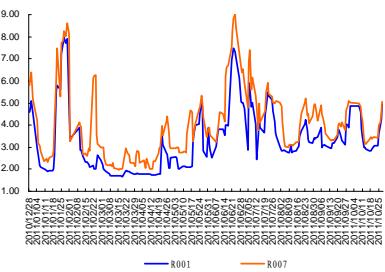
对于后市，短期内仍将是震荡回调的行情，待阻力消化过后可能再迎来新的上攻。在此阶段，我们建议各类型投资者均谨慎操作，把握好收益率上涨时候的配置良机，利率产品上可适当配置央票，信用产品上建议配置高评级短融和中长期限公司债，目前仍宜规避城投债和中长端利率债。

相关研究

- 2011-10-23，《地方债试水影响有待市场检验》
2011-10-08，《短期获利回吐，适当拉长周期》
2011-09-25，《短期反弹后债市仍将回归震荡》

相关数据图表

银行间质押式回购加权平均利率



分析师：

李冒余

(8621) 68751636

limy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120003

联系人：

王夏儒

(8621) 68751610

wangxr@cjsc.com.cn

正文目录

宏观面	4
宏观形势	4
政策动向	5
国际财经	5
资金面	7
公开市场：三年期央票停发反映央行谨慎态度	7
货币市场：货币市场利率月末攀升	8
债券市场	9
交易所债券市场：债市迎来调整	9
利率产品	11
后市展望及投资建议：把握回调过程中的配置时机	13

图表目录

图 1: 汇丰 PMI	4
图 2: 商务部监测食用农产品数据.....	4
图 3: 美国 GDP	6
图 4: 货币净投放 (亿元)	7
图 5: 3 月期央票发行利率 (%)	7
图 6: 1 年期央票发行利率 (%)	7
图 7: 3 年期央票发行利率 (%)	7
图 8: SHIBOR 利率 (一个月以内期限) (%)	8
图 9: SHIBOR 利率 (三个月至一年期限) (%)	8
图 10: 银行间质押式回购加权平均利率 (%)	8
图 11: 银行间质押式回购成交量 (亿元)	8
图 12: 银行间买断式回购加权平均利率 (%)	8
图 13: 银行间买断式回购成交量 (亿元)	8
图 14: 银行间同业拆借加权平均利率 (%)	9
图 15: 银行间同业拆借成交量 (亿元)	9
图 16: 中债综合指数	10
图 17: 中债国债、金融债指数	10
图 18: 中债企债指数	10
图 19: 中债固息债、浮息债指数	10
图 20: 中债中短债、长债指数	10
图 21: 中债短融、中票指数	10
图 22: 国债二级市场收益率 (%)	11
图 23: 国债收益率变动	11
图 24: 政策性金融债二级市场收益率 (%)	12
图 25: 政策性金融债收益率变动	12
图 26: 国债期限利差 (BP)	12
图 27: 政策性金融债期限利差 (BP)	12
图 28: 政策性金融债信用利差 (BP)	12
图 29: 政策性金融债隐含税率 (%)	12
 表 1: 上周中债指数变动情况.....	9
表 2: 上周新发利率产品信息.....	Error!
Bookmark not defined.	
表 3: 本周新发利率产品信息.....	Error!
Bookmark not defined.	

宏观面

宏观形势

汇丰公布 10 月份 PMI 预览

汇丰周一公布汇丰中国制造业采购经理人指数(PMI)预览的 10 月初值，为 51.1，高于上月终值 49.9，为四个月来首次站上荣枯分水岭线 50 上方。数据显示，中国制造业活动回暖，创五个月来高位，受产出及新增订单指数回升带动，显示经济进一步企稳。

图 1：汇丰 PMI



资料来源：WIND、长江证券研究部

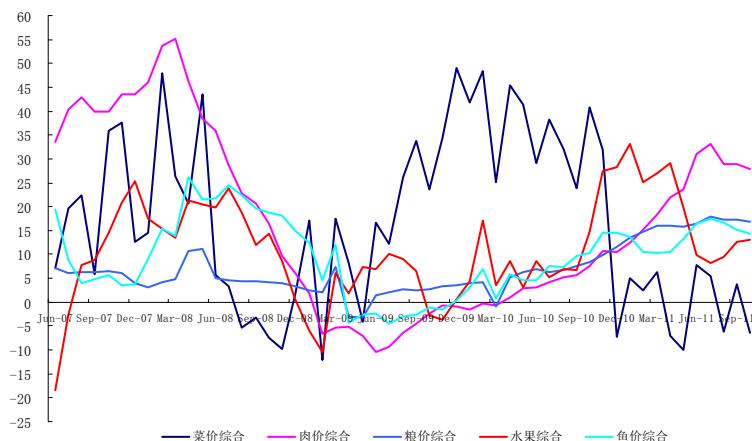
三季度失业率维持在 4.1% 不变

中国人力资源社会保障部周二表示，截至今年三季度末，全国城镇登记失业率为 4.1%。自去年 9 月底起，已连续五个季度保持不变。新华社报导称，今年 1-9 月，全国城镇新增就业 994 万人，已超额完成全年 900 万人的目标。

商务部重点监测的食用农产品价格继续回落

中国商务部周二称，10 月 17 日至 23 日其重点监测的食用农产品和生产资料价格继续双双回落。18 种蔬菜平均批发价格比前一周下降 2.5%；鸡蛋市场货源充足，零售价格比前一周下降 0.8%。肉类价格小幅波动，猪肉价格下降 1.8%，但白条鸡、牛肉和羊肉分别上涨 0.2%、0.3% 和 1.3%。上周粮油零售价格稳中有涨，其中菜籽油、花生油和豆油分别上涨 0.3%、0.2% 和 0.2%，大米上涨 0.2%，面粉价格与前一周持平，八种水产品平均批发价格上涨 0.3%。

图 2：商务部监测食用农产品数据



资料来源：商务部、长江证券研究部

政策动向

温家宝总理强调适时及时预调微调政策

中国国务院总理温家宝日前在天津表示，把握好宏观调控的方向、力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，保持货币信贷总量的合理增长，优化融资结构，提高金融服务水平。要完善财税政策，大力推进结构性减税。

商务部等部委联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》

10月25日，商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。这是三部门落实中央“防通胀、扩内需、调结构”部署，进一步增强流通在扩大消费中的作用，加快转变经济发展方式，促进产业结构调整的重要举措。

国务院常务会议决定开展深化增值税制度改革

国务院总理温家宝26日主持召开国务院常务会议，决定开展深化增值税制度改革试点。会议指出，为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，完善税收制度，支持现代服务业发展，会议决定，从2012年1月1日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。(一)先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。(二)在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上，新增11%和6%两档低税率。(三)试点期间原归属试点地区的营业税收入，改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续，并根据增值税特点调整。纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。

国际财经

美国劳工部公布9月份通胀数据

美国商务部发布了第三季度GDP的初步数据。最终2.5%的增速基本在市场预期之中。按照惯例，在获得更多信息后，商务部还将分别在11月和12月发布两次GDP增速的更新数据。对美国经济贡献最大的消费开支在第三季度增长了2.4%，远远超出市场预期。第二季度，美国家庭消费开支仅增长了0.7%。此外，企业在设备和软件方面的投资也是一大亮点，当季增长了17.4%，创一年来最快增速，为三季度GDP增长贡献了

1.2 个百分点。

图 3: 美国 GDP



资料来源: WIND、长江证券研究部

希腊债务危机取得进展

经过长时间谈判，欧元区领导人终于就解决欧债危机的一揽子计划达成一致。根据计划，私人部门债权人同意将希腊的债务减记，减记幅度达希腊债券面值的 50%；同时，为稳定欧元，协议也规定将现有救助机制即欧洲金融稳定工具的规模扩大到 1 万亿欧元（1.4 万亿美元）。为保证希腊从而可以在 2012 年前获得二次财政救助，欧元区将向私人部门提供 300 亿欧元的“信用增级”。相关人员表示，希腊将再次获得 1300 亿欧元的救助，高于在 7 月份协商通过的 1090 亿欧元救助。

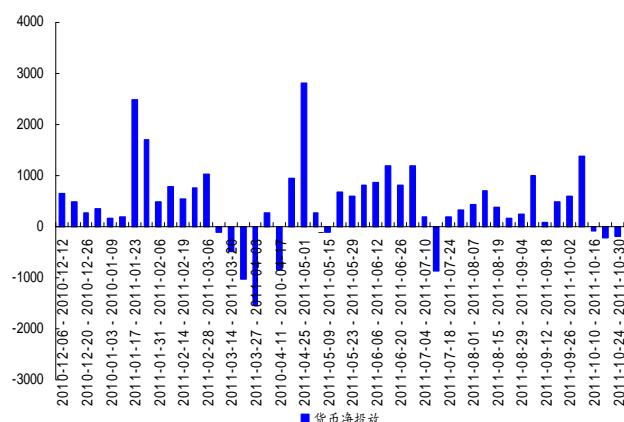
资金面

公开市场：三年期央票停发反映央行谨慎态度

上周公开市场到期资金 1010 亿元，回笼资金为 1200 亿，净回笼为 190 亿，连续第三周实现净回笼。其中，1 年期、3 月期央票分别进行了 190 亿元和 10 亿元的发行。值得关注的是，3 年期央票停发。正回购依旧为回笼到期资金的主力，7 天正回购规模为 550 亿元，28 天正回购规模为 450 亿元。

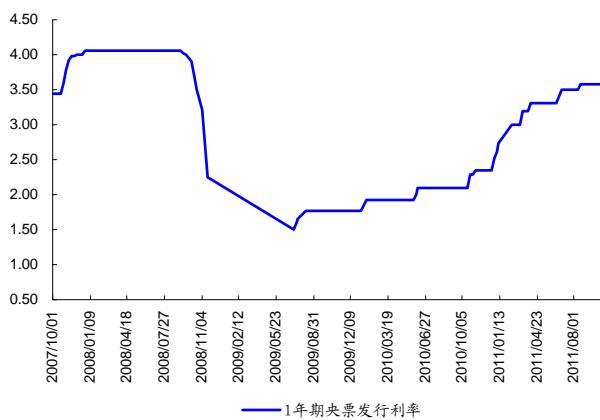
3 年期央票之前发行利率下调被市场广泛认为是货币政策即将转松的一个信号，上周市场对于三年期央票发行表示了强烈关注，而央行恰恰在此时选择了停发三年期央票。我们认为，之前三年期央票发行利率的下调是受到二级市场需求旺盛所带动一级市场的正常反应，如果不扩大供给，发行利率势必继续下调。但考虑到三年期央票属于深度锁定工具，央行不愿意在紧缩后期草率动用，所以最终选择了停发。这也就反映出了在市场预期改变的重要关键时点，央行仍旧保持着谨慎态度。

图 4：货币净投放（亿元）



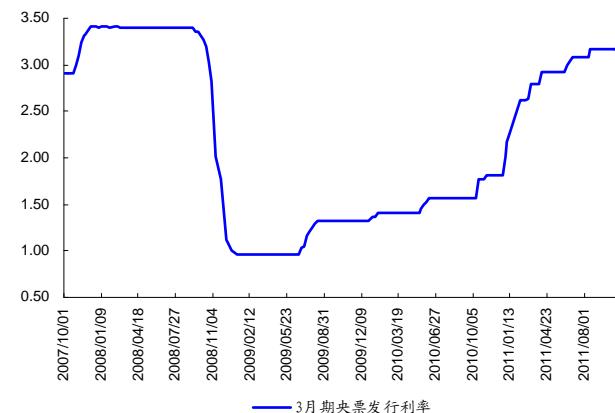
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 6：1 年期央票发行利率（%）



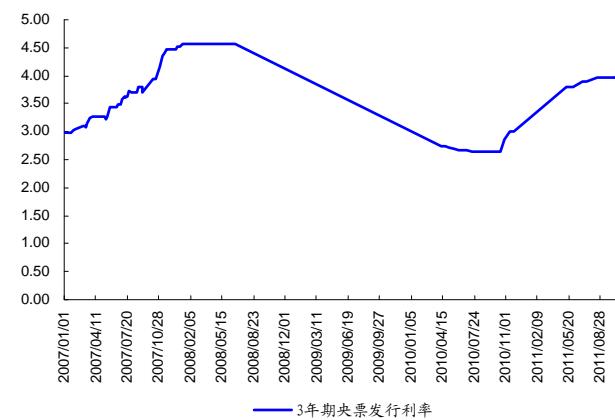
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 5：3 月期央票发行利率（%）



资料来源：财汇，长江证券研究部

图 7：3 年期央票发行利率（%）

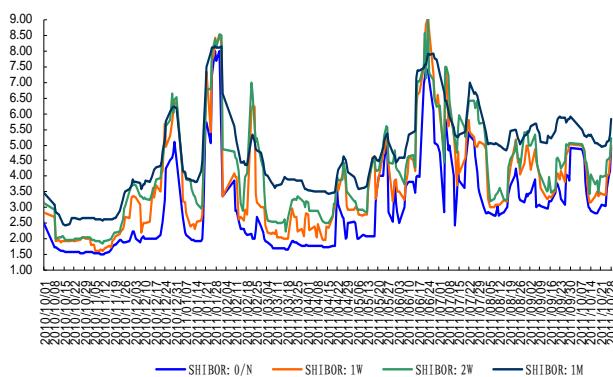


资料来源：财汇，长江证券研究部

货币市场：货币市场利率月末攀升

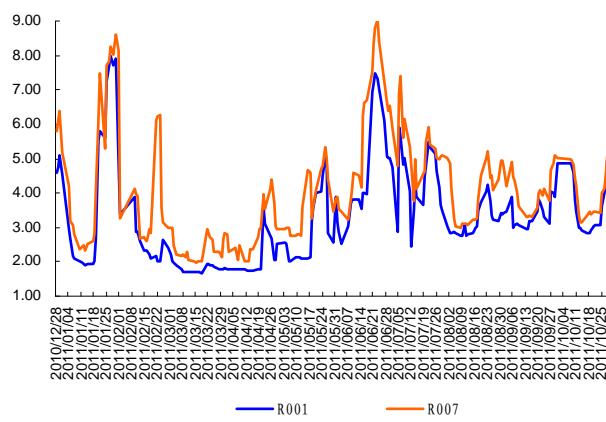
在央行连续、大量地回笼操作之后，同时由于临近月末，货币市场利率上周展开攀升，各期限利率均有一定程度的上涨。预计本周由于有准备金补缴的需求在，预计这样的走势仍将继续。

图 8: SHIBOR 利率（一个月以内期限）（%）



资料来源：财汇，长江证券研究部

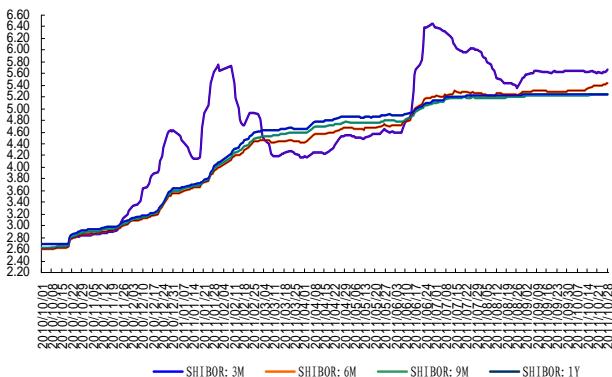
图 10: 银行间质押式回购加权平均利率（%）



资料来源：财汇，长江证券研究部

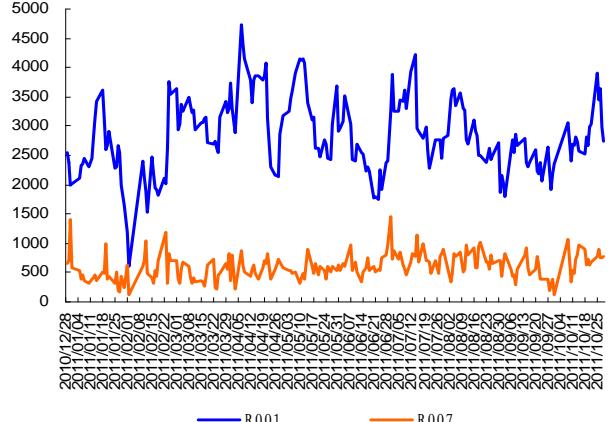
图 12: 银行间买断式回购加权平均利率（%）

图 9: SHIBOR 利率（三个月至一年期限）（%）



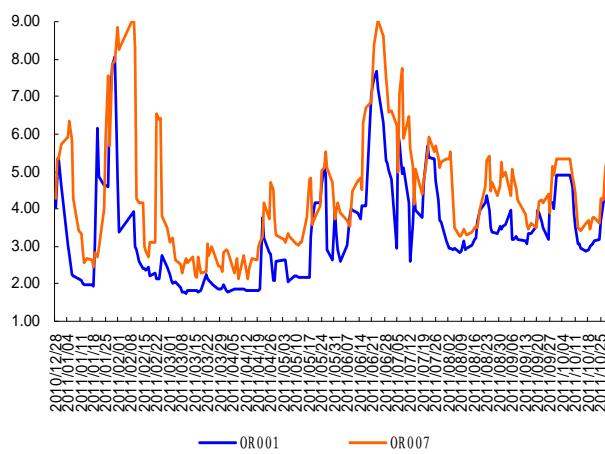
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 11: 银行间质押式回购成交量（亿元）



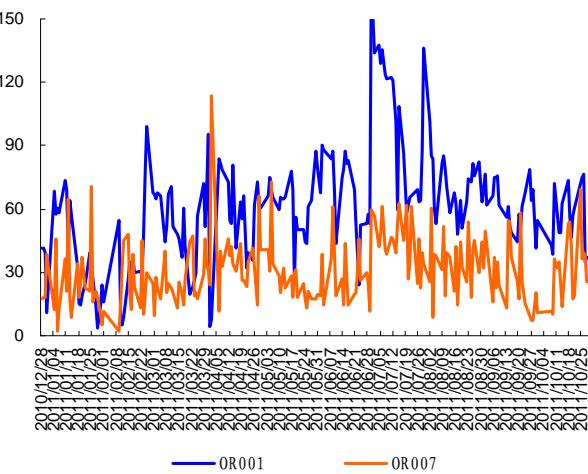
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 13: 银行间买断式回购成交量（亿元）



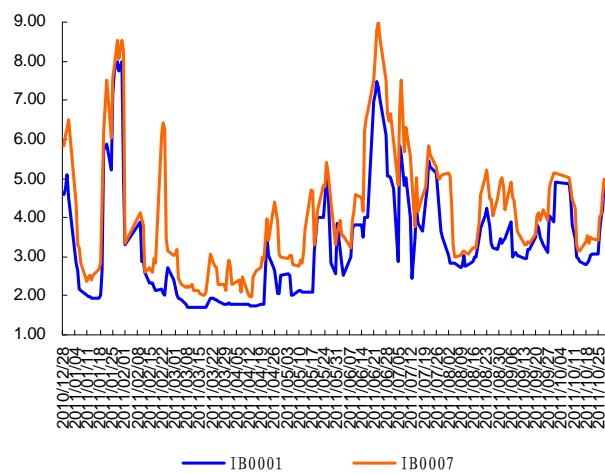
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 14: 银行间同业拆借加权平均利率 (%)

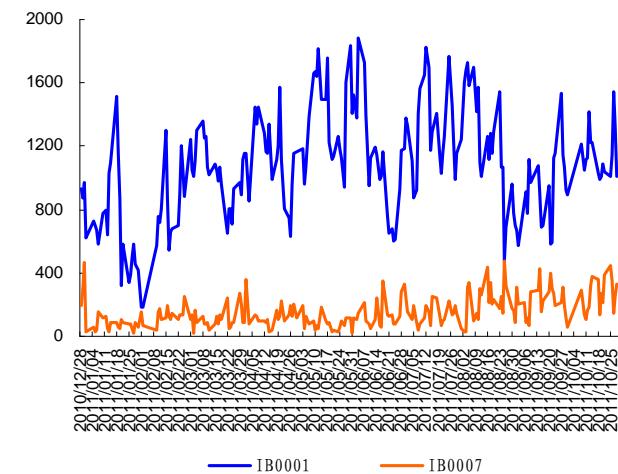


资料来源：财汇，长江证券研究部

图 15: 银行间同业拆借成交量 (亿元)



资料来源：财汇，长江证券研究部



资料来源：财汇，长江证券研究部

债券市场

交易所债券市场：债市迎来调整

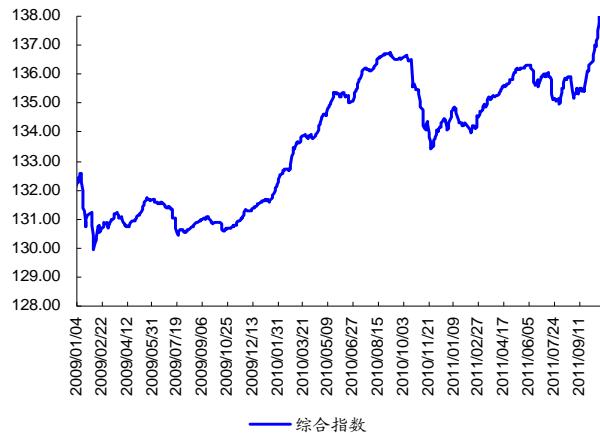
在欧债取得进展、美国经济数据好于预期的大背景下，债市终于迎来调整。具体来看，中债综合指数由 138.08 升至 138.0843，国债指数由 135.58 降至 135.51，金融债指数由 135.77 升至 135.83，企债指数从 113.64 降至 113.44，固息债指数由 136.43 点升至 136.38 点，浮息债指数由 132.06 升至 132.19。

表 1：上周中债指数变动情况

	综合指数	国债总指数	金融债总指数	中债企债总指数	国债指数	浮债指数
2011-10-28	138.0843	135.5137	135.8280	113.4391	136.3822	132.1900
2011-10-21	138.0762	133.5803	135.7732	113.6369	136.4276	132.0560

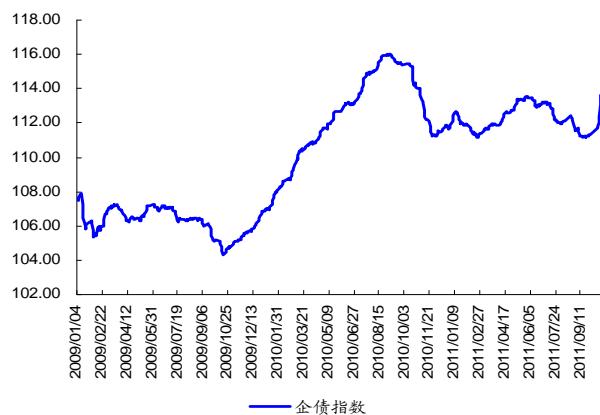
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 16: 中债综合指数



资料来源：财汇，长江证券研究部

图 18: 中债企债指数



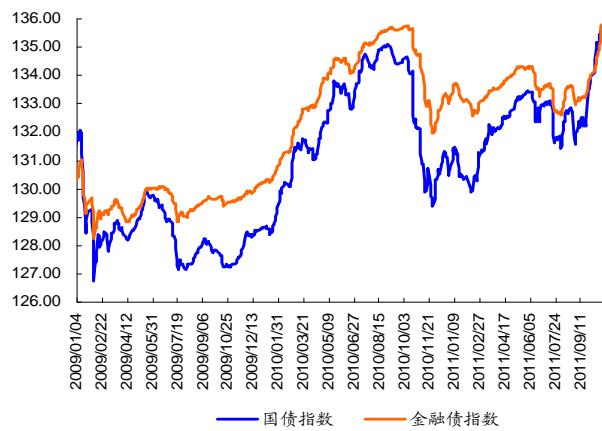
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 20: 中债中短债、长债指数



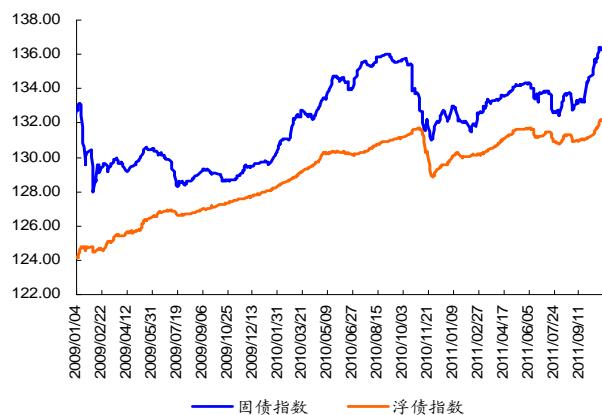
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 17: 中债国债、金融债指数



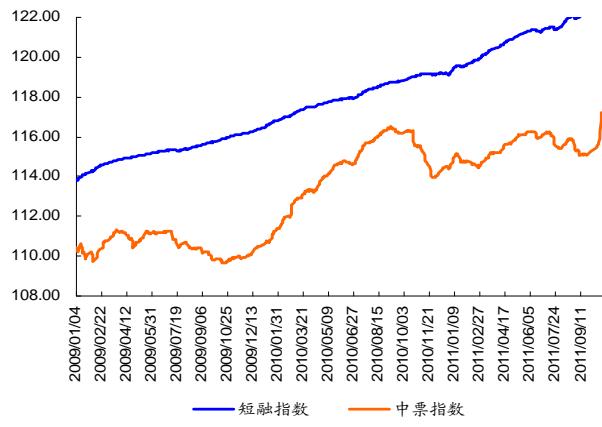
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 19: 中债固息债、浮息债指数



资料来源：财汇，长江证券研究部

图 21: 中债短融、中票指数



资料来源：财汇，长江证券研究部

利率产品

一级市场

上周没有利率产品没有发行，而据截止至 10 月 30 日的信息，本周无利率产品发行。

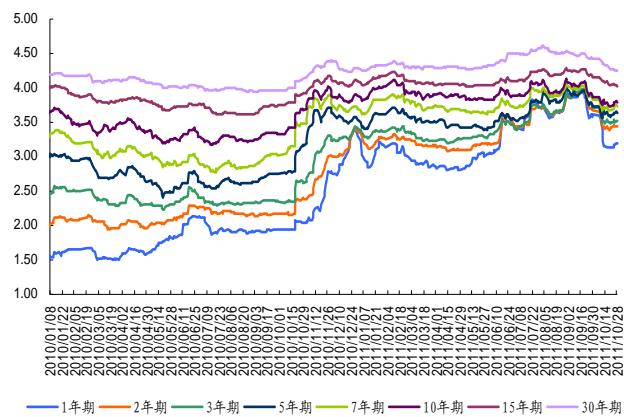
二级市场

上周，利率产品收益率向下行情终于暂告一个段落。具体来看，除了超长期以外品种外，国债以及政策性金融债收益率全线回升。回升幅度都在 5BP 左右。值得一提的是，三年期品种的收益率上升幅度不大，基本持平，反应市场对于期限长度为三年的产品还是有一定认可程度的，这也与我们之前所建议的适度将久期维持在三年比较一致。

期限利差方面，国债方面由于 3 年期品种收益率波动幅度较小，所以 3 年-1 年利差有所缩小，5 年-3 年利差有所扩大。政策性金融债方面则基本复制了这一走势。信用利差方面，除了 2、3 年品种以外，其余期限信用利差均高于历史均值。

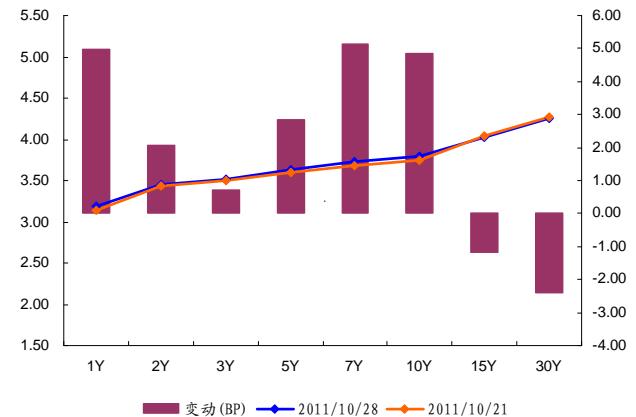
上周债市属于典型的大涨之后的回调过程。从基本面的角度上来讲，欧债危机解决进程取得重大进展，希腊债券持有者愿意接受损失。而美国方面实体经济数据则有了一年多以来最良好的表现，市场避险情绪有所减退。尽管温家宝总理在天津调研时提出了及时适时预调微调政策的说法，对于政策转松预期的形成有所帮助。但是连续的净回笼以及月末效应则实实在在的推升了货币市场利率。同时技术面上调整需求也比较强烈，利率产品迎来一波调整顺理成章，预计这一过程将可能持续到 11 月上旬。

图 22：国债二级市场收益率（%）



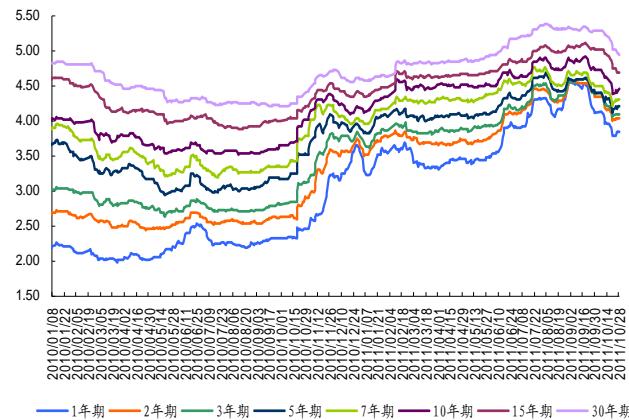
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 23：国债收益率变动



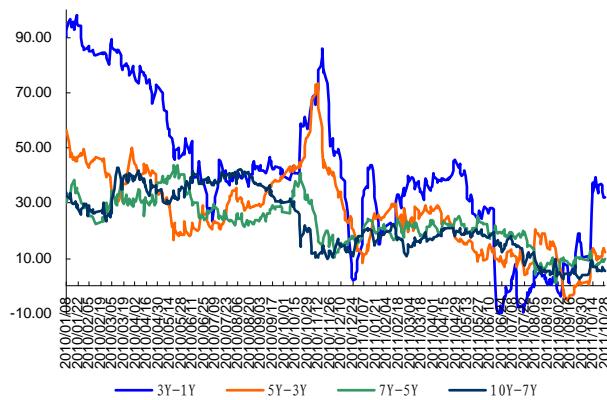
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 24: 政策性金融债二级市场收益率 (%)



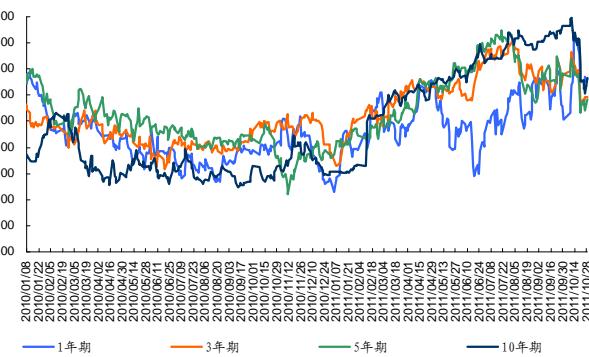
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 26: 国债期限利差 (BP)



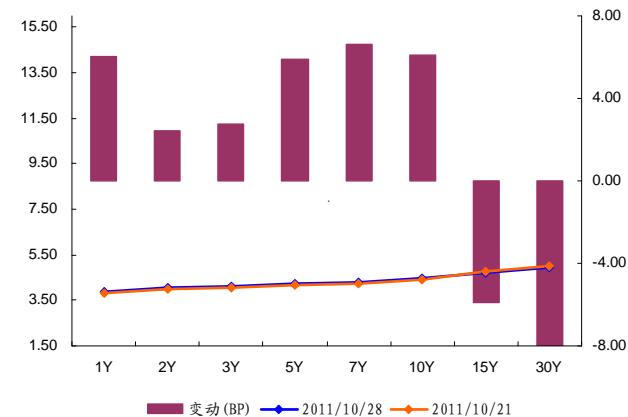
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 28: 政策性金融债信用利差 (BP)



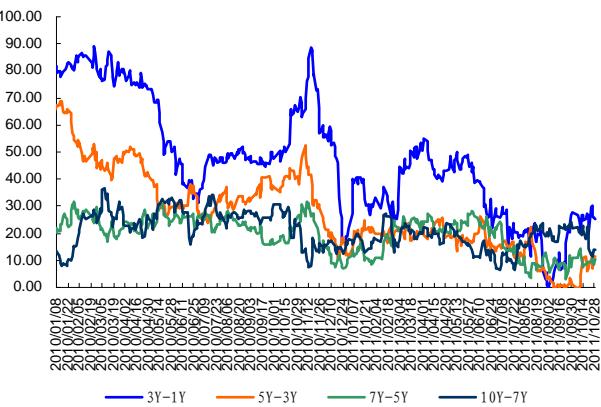
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 25: 政策性金融债收益率变动



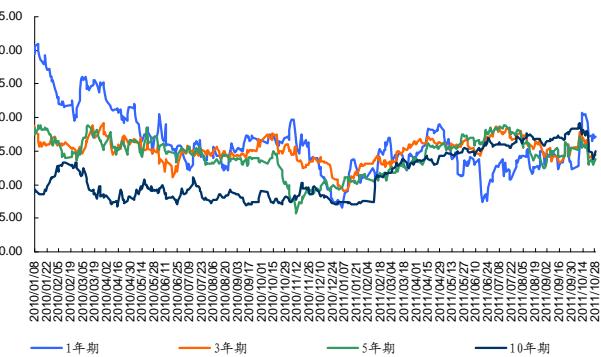
资料来源：财汇，长江证券研究部

图 27: 政策性金融债期限利差 (BP)



资料来源：财汇，长江证券研究部

图 29: 政策性金融债隐含税率 (%)



资料来源：财汇，长江证券研究部

后市展望及投资建议：把握回调过程中的配置时机

上周债市终于迎来了回调走势，各期限利率产品收益率均有一定程度的回升。无论从欧美方面传来的好消息、月末资金面的短期紧张或是技术面因素来讲，债市都将面临一段回调。而我们估计这样的过程可能将持续一段时间，这段过程无疑则是比较好的配置时机。因为从基本面的角度上来讲，起码年内或者直到明年一季度都不会出现较大的利空，尽管经济衰退的程度未达成一致，但减速已经确定，同时通胀高点已现。

对于后市，短期内仍将是震荡回调的行情，待阻力消化过后可能再迎来新的上攻。建议投资者谨慎操作，把握好收益率上涨时候的配置良机。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

王夏儒，上海财经大学公共管理硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 6875239813564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 6875191613701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 6875186313817196202	julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 6875319813564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 6875192613818973382	lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 8276699913502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 看好： 相对表现优于市场
- 中性： 相对表现与市场持平
- 看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 推荐： 相对大盘涨幅大于 10%
- 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
- 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。