

焦虑的平衡市

固定收益事业部

石磊	shilei070@pingan.com.cn
贾继承	jiaicheng908@pingan.com.cn
魏明达	weimingda486@pingan.com.cn
张俊杰	zhangjunjie003@pingan.com.cn

投资策略

注重配置和利息收入，信用债投资缩短久期，关注债券流动性，3 年附近中等评级信用债持有期收益佳，长期利率债存在短期的交易性机会

现券模拟投资情况

	上周	前周
持仓比例	0	0
账户久期	0	0
投资累积收益	10.88%	10.88%
指数 ¹ 累积收益	-0.64%	-0.64%
超额收益	11.53%	11.53%

注 1：基准指数为中债企业债总全价指数

平安债市领先指标情况

	最新值	方向
经济增长领先指标	84.5	平
通货膨胀领先指标	5.6	下
资金利率领先指标	41	下
信用利差领先指标	91.3	上

平安债市估值指标情况

	上周	涨跌
资金利率估值指标	41	-2
套利率差估值指标	46	4
信用利差估值指标	49	1
期限利差估值指标	22	0

主要内容

■ 宏观经济：去库存。去产能，去杠杆？

我们认为当前中国经济去库存过程已经告一段落，去产能过程刚刚开始，并可能再持续 3-5 年，尽管总需求疲软，中国经济不但没有去杠杆，反而在快速的加杠杆，实体经济将越来越依赖于金融体系的融资活动，中国的国民债务率目前在中等水平，而 5 年后可能达到预警水平。政府完全有能力在短期内刺激总需求快速回升，但在长期内维持投资的高速增长将带来巨大的财政负担，估计至少达到每年增加 GDP 的 1-2 个百分点，这是难以持续的。因此，我们预期短期内中国经济将企稳，如果外需保持稳定，明年经济可能出现温和回升，但这主要是政府投资增速回升支撑的，长期来看，中国固定资产投资增速将回落至 15%-20% 的水平。股权投资回报将保持在较低水平，债权人将对企业有越来越大的话语权。

■ 9 月宏观数据点评

9 月投资、消费、外需均有所回升，随着生产资料价格和利润率的企稳回升，工业生产也出现回升的迹象。高库存已有所缓解，企业也开始加强原材料采购，对工业增加值影响最大的中游原料工业生产已企稳，我们构建的经济增长领先指数和发电量数据也显示实体经济已短期企稳，但尚缺乏大幅反弹的动力，预计未来将主要取决于政府投资情况，近期地方政府财力底部回升，而城投债发行量显著放大，政府投资加速的可持续性值得关注。

■ 中国通胀将温和回升

我们将预测 CPI 的方法由总需求法改进为二分法。将受到需求因素影响更多的食品类 CPI 和受到供给因素影响更多的非食品 CPI 分别预测。预测的结果显示：中国 CPI 处于温和回升的趋势，12 月份可能回升至 2.5% 左右，2013 年 1 季度由于春节错位效应，CPI 在 1-2 月将有明显的震荡，但 1 季度基本上是围绕 2.5%-3.5% 横向震荡，2 季度继续出现温和回升趋势，6 月份可能回升至 3.0%-3.5% 的水平。

■ 资金面趋势中性，但季节性不稳定将十分显著

在通胀温和回升，经济底部企稳的基本面环境下，央行更可能保持中性稳定的货币政策，7 天回购利率的目标值仍将维持在 3.0%-3.5% 的水平，但由于为了即对商行超额备付金保持数量型目标，又想对资金利率有较有力的影响，央行必须保持偏紧的资金面和偏低的超额备付率，这就造成季节性货币需求变化会对资金利率构成巨大冲击，因此，资金利率在节日前后仍将面临较大冲击，12 月中下旬至 2 月上旬都将维持资金利率偏高的市场环境，3-4 月资金面将迎来最宽松的时段，5-6 月份面临货币政策上的不确定性。

■ 债市供需给分析：配置需求明显增强

焦虑的平衡市

整体来看，四季度配置型需求比较旺盛，交易性机会较少，保险机构持有的银行存款将大量转配债券，银行自营资金将会受益于次级债大量发行，部分银行理财资金将会转化为自营资金，而利率债和信用债供给都将出现下降，这预示着尽管宏观基本面开始对债市不利，但债券收益率将受到配置资金的压制，特别是中期债券收益率将表现的更明显。这将使得债券市场保持震荡格局，真正的趋势形成可能需待明年 2 季度。

■ 投资策略：重配置、短久期、中评级

四季度整体流动性将保持中性，利率债和信用债的供给量将较三季度大幅下降，因此，从流动性和供需关系来看，对债市影响偏正面，但从基本面因素来看，四季度宏观经济和通胀可能出现温和回升的态势，这将对债市造成负面影响。我们认为，经济增长和通胀走势是决定债市走势的核心力量，流动性和供需关系则处于从属地位，在不同的品种上对债市走势进行扰动。因此，四季度收益率曲线陡峭上行的概率较大，考虑到流动性和供给的影响，上行的幅度将比较有限。我们的四季度策略可以简单概括为“重配置、轻交易、短久期、中评级”。3 年附近信用债的持有期收益将较好。

我们认为经济企稳基本确立，但回升的趋势很疲软，而市场对经济回暖的预期较为强烈，预期可能在未来三个月内出现修正，且当前长期利率债的绝对利率绝对水平已经较好，足够吸引配置性资金入场。因此，我们认为长期利率债特别是国债等存在免税效应的品种存在短期交易性机会。

■ 现券模拟账户投资情况

根据我们的策略，我们于 10 月 26 日全仓买入 08 天保投资债，买入收益率 5.62%。按照 10 月 26 日的中债估值，我们的账户目前盈利 1088.88 万元，投资收益率为 10.88%（无杠杆）。截至 10 月 26 日，中债总全价（总值）指数为 118.16，年初至今涨幅为-0.64%。我们模拟账户的超额收益率为 11.52%。

正文目录

引言	9
一、 宏观经济分析：去库存。去产能，去杠杆？	9
1.1 去库存暂时告一段落	9
1.2 下游需求回升了么？	10
1.3 去产能化刚刚开始	13
1.4 中国经济开始去杠杆？	15
二、 通货膨胀：温和回升	17
2.1 食品：趋势向下，周期向上	18
2.2 非食品：趋势向上，周期向上	20
2.3 CPI 走势预测：二分法预测	20
三、 资金面：4 季度将成资金利率拐点	22
3.1 国际收支与外汇占款：趋势性下行，但资金仍将流入。	22
3.2 人民币贬值预期有所回落	23
3.3 货币发生结构：从外生到内生，从低成本向高成本的转变	24
3.4 货币供给的季节性因素	25
3.5 央行货币政策：维持稳定中性，相机抉择	25
四、 债市供需结构分析	26
4.1 一级市场综述	26
4.2 11 月-12 月利率债供给情况	27
4.3 11 月-12 月信用债供给展望	28
五、 金融机构债券配置交易行为分析	29
5.1 银行、保险经营情况	29
5.2 9 月金融机构整体特征	30
5.3 金融机构券种偏好	31
六、 债券市场分析及预判	32
6.1 三季度市场回顾：收益率平坦化大幅上行	32
6.2 信用利差将走稳	33
6.3 套利利差：四季度将有所回升	34
6.4 城投债发行量高速增长，二级收益率上行	35
七、 债券市场投资交易策略	37
7.1 投资策略：重配置、轻交易、短久期、中评级	37
7.2 持有期收益：3 年期附近品种最佳	38
7.3 利率互换市场：看多 Shibor	41
八、 现券模拟账户投资	42

图表目录

图表 1 中国制造业产成品库存与原材料采购	9
图表 2 工业企业产销率	9
图表 3 上中下游工业 PPI 环比变化	10
图表 4 中游原料行业工业增加值	10
图表 5 OECD 综合领先指标及中国领先指标	10
图表 6 美国、欧元区、日本 OECD 综合领先指数	10
图表 7 9 月投资名义增速情况	11
图表 8 规模以上工业企业投资回报率	11
图表 9 民间、政府投资单月同比情况	11
图表 10 国家预算内到位资金、基础设施投资单月增速	11
图表 11 地方政府财力变化指数	12
图表 12 城投债发行情况	12
图表 13 财政存款余额及增速情况	12
图表 14 制造业投资当月同比增速	12
图表 15 房屋开发投资单月同比增速	13
图表 16 房地产开发到位资金单月同比增速	13
图表 17 房屋新开工面积单月同比增速	13
图表 18 土地购置面积单月同比增速	13
图表 19 商品房销售面积单月同比增速	13
图表 20 百城住宅价格变化	13
图表 21 5000 户工业企业设备投资情况	14

图表 22 工业企业资产同比变化	14
图表 23 工业企业资产回报率下降	14
图表 24 国有企业净资产回报率低于贷款基准利率	14
图表 25 民间及政府主导固定资产投资完成额同比变化	15
图表 26 制造业与房地产固定资产投资完成额累计同比	15
图表 27 国民债务视角下的杠杆率	16
图表 28 国际收支视角下的杠杆率	16
图表 29 5000 户工业企业资产负债率	16
图表 30 居民部门杠杆率变化	16
图表 31 金融机构信贷占资金运用比例	17
图表 32 大行及中小银行信贷占资金运用比例	17
图表 33 CPI 食品同比和环比季调趋势项走势对比	18
图表 34 CPI 食品环比季调趋势项的 HP 滤波	18
图表 35 CPI 粮食同比和环比季调趋势项走势对比	18
图表 36 CPI 粮食环比季调趋势项的 HP 滤波	18
图表 37 CPI 食品同比和环比季调趋势项走势对比	19
图表 38 CPI 食品环比季调趋势项的 HP 滤波	19
图表 39 猪肉价格同比和环比季调趋势项走势对比	19
图表 40 猪肉价格环比季调趋势项的 HP 滤波	19
图表 41 CPI 非食品同比和环比季调趋势项走势对比	20
图表 42 CPI 非食品环比季调趋势项的 HP 滤波	20
图表 43 GDP 与 CPI 的长期关系改变 (HP 滤波)	21
图表 44 GDP 与求人倍率	21

图表 45 CPI 食品环比季调趋势	21
图表 46 CPI 非食品环比季调趋势	21
图表 47 对未来半年内 CPI 同比增幅的预测	22
图表 48 非食品 CPI 与食品 CPI 长期趋势背离	22
图表 49 外商直接投资变动	22
图表 50 代客结售汇与收付款顺差回落	22
图表 51 金砖国家汇率变动	23
图表 52 亚洲主要国家汇率变动	23
图表 53 人民币即期汇率波动	24
图表 54 人民币 NDF 升值预期与在岸升值预期	24
图表 55 货币当局净资产同比变动	24
图表 56 存款性公司净资产同比变动	24
图表 57 财政存款的季节性因素-环比	25
图表 58 M0 的季节性因素-环比	25
图表 59 逆回购成为央行公开市场操作常用工具	26
图表 60 年内公开市场到期量一览	26
图表 61 利率、信用产品发行量变化趋势	27
图表 62 利率、信用产品净融资量变化趋势	27
图表 63 一级市场认购情况	27
图表 64 信用债发行结构	27
图表 65 4 季度利率债净融资量估算	28
图表 66 4 季度利率债净融资量走势	28
图表 67 中票注册额度统计	28

图表 68 短融+超短融注册额度统计	28
图表 69 2012 年信用债到期情况	28
图表 70 2012 年信用债到期量走势	28
图表 71 大型银行资金运用情况	29
图表 72 中小型银行资金运用情况	29
图表 73 保险公司保费同比增速	30
图表 74 保险公司银行存款、投资比重走势	30
图表 75 主要机构总托管量变化情况	30
图表 76 主要机构利率债、信用债托管量变化情况	32
图表 77 银行间 1Y 和 10Y 国债收益率走势	33
图表 78 银行间 1Y 和 10Y 政策性金融债收益率走势	33
图表 79 银行间 1Y 短融收益率走势	33
图表 80 银行间 5Y 中票收益率走势	33
图表 81 信用利差领先指标	34
图表 82 净调高评级债券数统计	34
图表 83 国债与 R007 套利利差走势（标准化后）	34
图表 84 AA 无担保企业债与 R007 套利利差走势（标准化后）	35
图表 85 交易所城投债净价指数	35
图表 86 交易所城投债预警指标	35
图表 87 交易所城投债交易指标	36
图表 88 交易所城投债活跃指数	36
图表 89 银行间到期收益率前 10 的城投债	36
图表 90 交易所到期收益率前 10 的城投债	37

图表 91 资金利率领先指数走势	37
图表 92 二级市场情绪指数走势	37
图表 93 国债四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	38
图表 94 国债四季度持有期收益情景测算	39
图表 95 AA 中短期票据四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	39
图表 96 AA 中短期票据四季度持有期收益情景测算	39
图表 97 AA 无担保企业债四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）	40
图表 98 AA 无担保企业债四季度持有期收益情景测算	40
图表 99 国债、AA 中短期票据和 AA 无担保企业债四季度持有期望收益率	41
图表 100 FR007 IRS 走势	41
图表 101 Shibor IRS 走势	41
图表 102 FR007 IRS 与回购养券套利空间	42
图表 103 Shibor 3M IRS 与浮息债套利空间	42
图表 104 现券模拟账户投资情况	42
图表 105 模拟账户累计收益与参考指数表现	42

引言

经过三季度机构债券投资主动去杠杆，收益率的显著回升已经引发债券配置需求在9、10月份明显回升，但10月份公布的较为积极的宏观数据又令配置机构开始谨慎，市场在谨慎预期与配置压力的冲突中纠结。

市场对中国经济企稳回升的预期又是充满狐疑的。一方面，9月份经济数据从总需求到工业生产确有好转，而另一方面，总需求微弱的回升主要依赖政府主导投资，可持续性堪忧，再加上政府换届的因素，市场对宏观调控政策并未形成稳定一致的预期。实际上，市场常常在长期趋势和短期波动背离时迟疑，这也将产生明显的交易性机会。

本次季度报告继续延续我们前期报告的框架特点，采取纵向与横向并重的宏观分析视角，纵向分别从长期、中期、短期把握经济走势和波动，横向关注总需求和通胀，并结合流动性与金融条件分析当下金融环境与宏观环境的相互作用。

报告将从“杠杆、产能、库存”的角度对中国宏观经济运行的长期、中期和短期进行分析；总需求和通胀的长期趋势已经发生明显背离，这与过去二十年的经验相左，因此，我们将普遍运用的总需求-通胀预测框架做了明显调整，采用将受总需求影响较显著的食品类CPI和受劳动力和价格改革因素影响较显著的非食品类CPI分别进行预测的方法。宏观层面的流动性结构与市场层面的流动性情况一直与宏观环境产生相互影响，也对资产配置产生明显影响，我们将对各层次流动性变化情况给出分析。

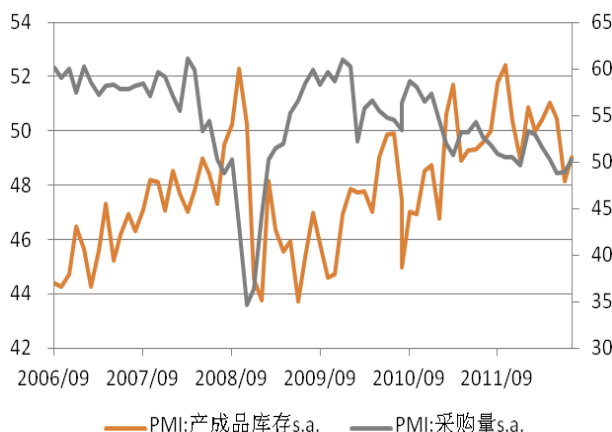
投资决策是在不确定的市场环境里对风险和收益的抉择，我们将依据对市场趋势的判断，从期限利差和信用利差的角度权衡风险收益，最终给出最佳债券投资策略。

一、宏观经济分析：去库存。去产能，去杠杆？

1.1 去库存暂时告一段落

经过2011年三季度以来的去库存，制造业企业库存已经明显下降，但制造业企业采购活动依然不活跃，我们的制造业领先指数在9月份就开始明显回升，但主要的贡献来自于企业库存的下降，而并非企业采购活动的回暖，产销率也自9月出现了回升，但企业销售改善程度依然有限。

图表1 中国制造业产成品库存与原材料采购



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表2 工业企业产销率



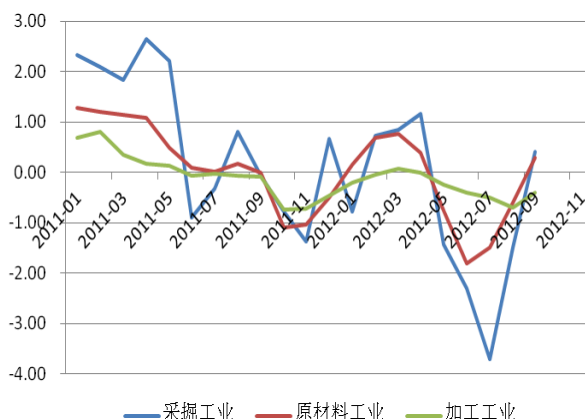
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

库存与需求的平衡可以从工业品价格的变化中看出，当需求改善程度超过去库存要求时，工业品价

格就会回升，9月份原材料工业与采掘工业品价格都出现了环比回升，加工工业品价格跌幅缩窄，这基本可以表明这一阶段的去库存过程在9月份已经完成。

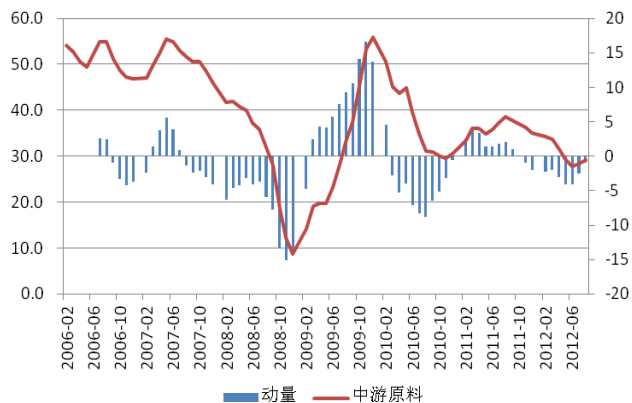
我们发现中游原料工业增加值在全部工业增加值中占比较大，且波动性很高，所以短期的工业生产波动受到中游原料工业的巨大影响，中游原料工业增加值已经连续两个月回升，这意味着整体工业生产也将企稳，而中游原料行业的生产对产品价格极其敏感，因此工业品的价格波动特别是有色金属、钢铁等原材料价格波动对工业生产具有重要的影响力，9月份QEIII的推出推高了金属价格促进了去库存过程的结束。

图表3 上中下游工业PPI环比变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表4 中游原料行业工业增加值

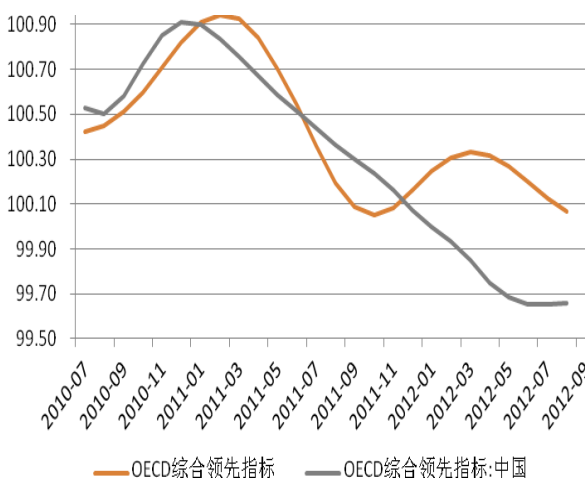


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

1.2 下游需求回升了么？

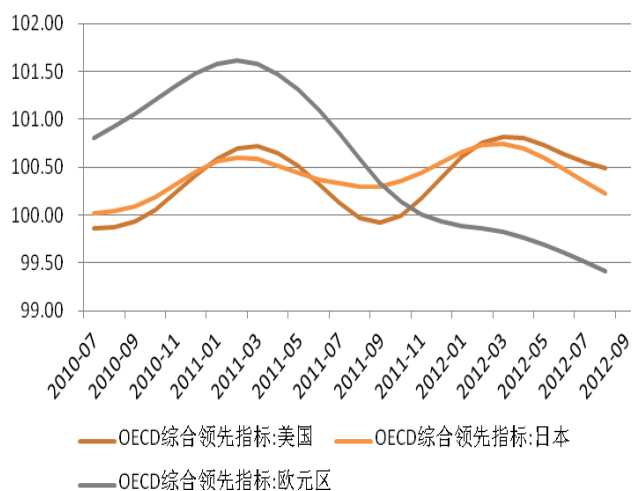
如果下游需求没有趋势性回升，而仅仅是库存处于低位带来的生产回升，那么生产将难以持续回升。从OECD综合领先指数来看，全球经济增长速度仍在下滑，美国、欧元区、日本经济仍在持续减速过程中，中国经济已经企稳，但毫无回升趋势，金砖四国中，只有巴西经济明显回升，而俄罗斯、印度经济增速仍在下滑。

图表5 OECD综合领先指标及中国领先指标



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表6 美国、欧元区、日本OECD综合领先指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

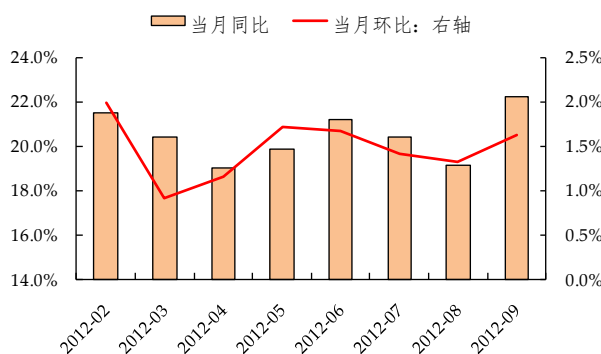
从外部需求来看，美国几乎是唯一有乐观趋势的大型经济体。美国经济增长速度在去年四季度至今年一季度回升曾令中国外需在一季度回升，那时，美国经济增长回升主要依赖私人部门消费和住宅投资回升，而美国非住宅投资增速则持续下滑，三季度尽管美国GDP有所回升，但主要依靠政府支出拉动。我们可以明显的看到，美国居民部门经过痛苦的资产负债表调整，其需求正在回升，房地产市场正在回暖，这将持续推动私人消费和住宅投资回升，而企业部门利润在经历了金融危机后的显著回升后已经确立了触顶回落的趋势，美股自10月开始下跌已经反映出市场对上市公司利润已经开始失望。我们预期家庭部门的需求仍将推动美国经济缓步回升，其不确定性主要由政府部门支出的不确定性引致。整体来看，外需不具备快速回升的基础，最为乐观的预期是在未来两个季度内稳定在目前水平。

从内部需求来看，中国内需受到固定资产投资回升推动而小幅回升，但利润水平的低下预示着固定资产投资的回升主要由政府投资拉动。

9月份固定资产投资单月名义同比增速为22.0%，环比增速1.63%，二者均较8月份有所回升，结束了投资连续2个月下滑的态势。其中，民间投资单月增速27.8%，较8月提高了3.2%；政府投资单月增速16.2%，较8月提高了4.6%，因此，9月份单月民间、政府投资双双回升。

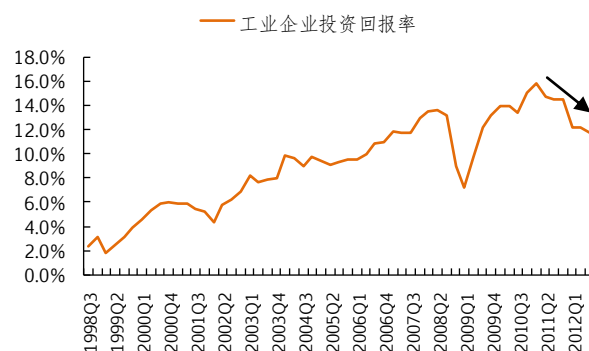
9月份基础设施投资单月名义增速25.9%，较8月大幅提高了10.8%；国家预算内到位资金单月增速30.1%，较8月大幅提高了20.2%，因此，9月份政府投资有明显加速的迹象。我们基于地方政府预算收入和土地出让金收入而构建了“地方政府财力变化指数”收于99.0，随着9月份土地出让收入和地方本级收入增速的好转，该指数小幅反弹；另一方面，近期城投融资量也显著提高，8月-10月，城投债分别发行了917.6亿、1001.9亿和920.7亿，单月发行量处于历史最高水平。最后，尽管增速持续下滑至-14.8%的历史低位，但是财政存款规模仍处于32000亿的较高水平。政府投资是支撑经济的主要力量，随着地方财力的回升和城投债发行的显著提高，未来其对经济趋势性回升的助力值得关注。

图表7 9月投资名义增速情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

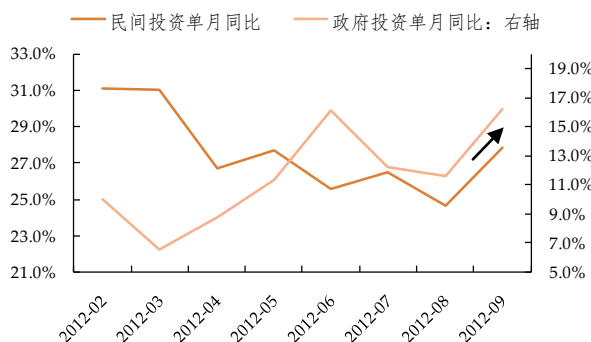
图表8 规模以上工业企业投资回报率



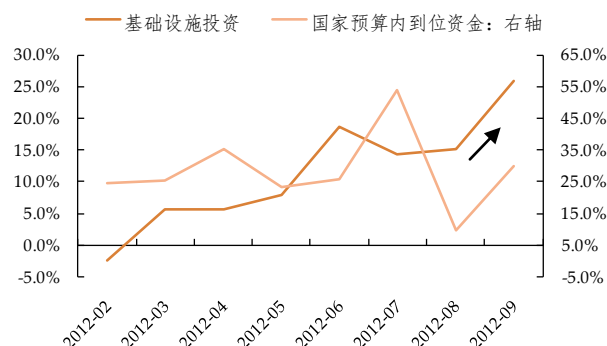
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表9 民间、政府投资单月同比情况

图表10 国家预算内到位资金、基础设施投资单月增速

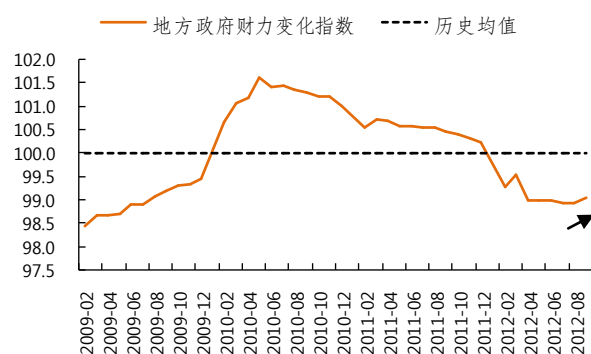


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部



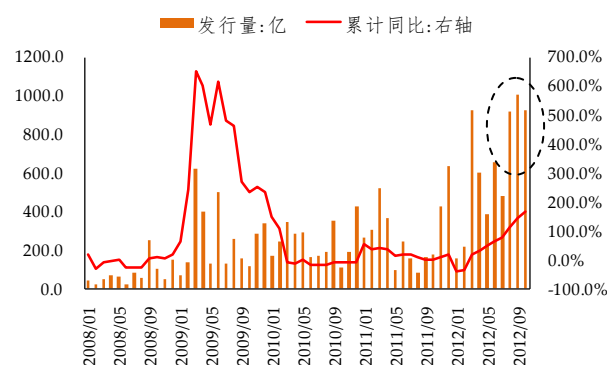
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表11 地方政府财力变化指数



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

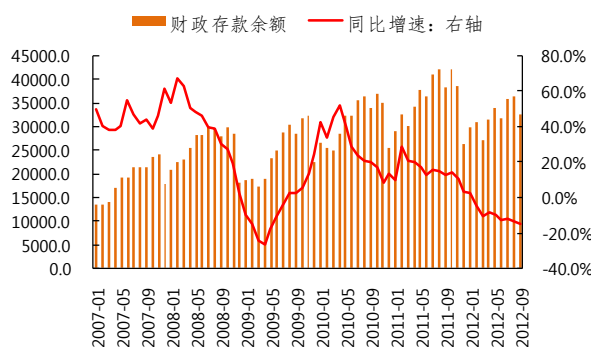
图表12 城投债发行情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

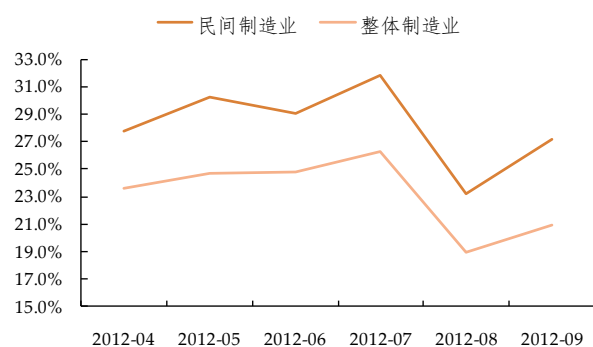
3季度我们估算的工业企业投资回报率收于11.7%，较2季度下滑0.5个百分点，目前已回落到了06-07年的水平，将抑制制造业、私人投资动力的回升。9月份民间制造业投资当月增速27.2%，较8月份提高了4个百分点，从而带动整体制造业投资从8月份的18.9%升至9月份的20.9%。因此，9月份民间制造业、整体制造业、民间投资均出现回升。但是考虑到投资回报率和中长期贷款占比情况，我们认为这种回升并不是趋势性的。

图表13 财政存款余额及增速情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表14 制造业投资当月同比增速

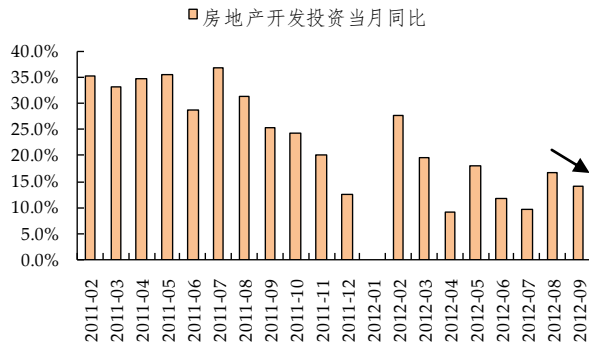


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

9月份房地产数据全面回落，9月房地产开发投资单月增速14.2%，较8月份下滑了2.5%。需求端：9月份房地产销售较前期有所回落，9月商品房销售面积单月同比增速-3.5%，较8月份大幅下滑了16个百分点，同时价格涨势也趋缓。高库存仍未显著缓解，9月末商品房待售面积32670万平方米，较

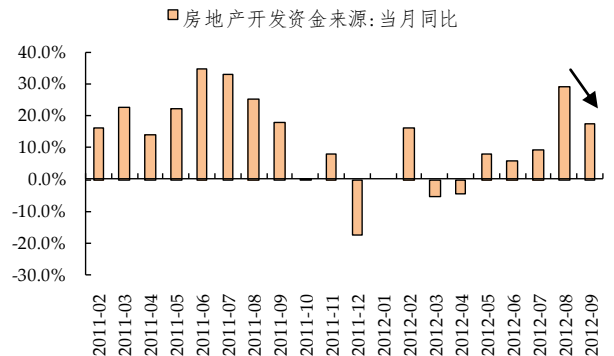
8月增加712万平方米。因此，供给端：土地购置面积单月同比增速也从8月份的49%的高位回落至9月份的-19.3%。房屋新开工面积单月同比增速从8月份的13.9%回落至9月份的-23.6%。

图表15 房屋开发投资单月同比增速



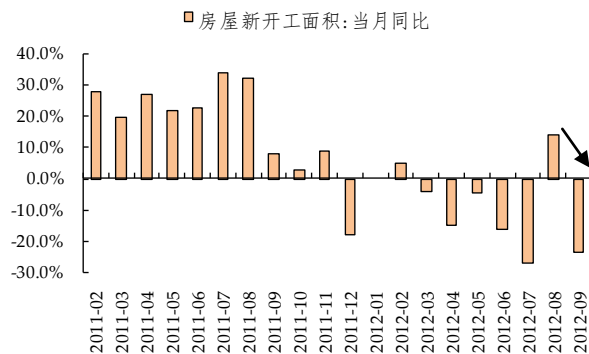
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表16 房地产开发到位资金单月同比增速



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表17 房屋新开工面积单月同比增速



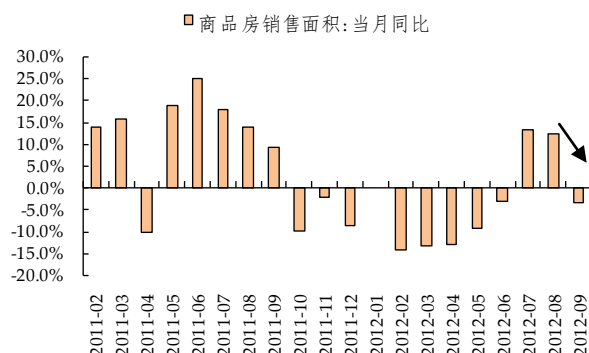
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表18 土地购置面积单月同比增速



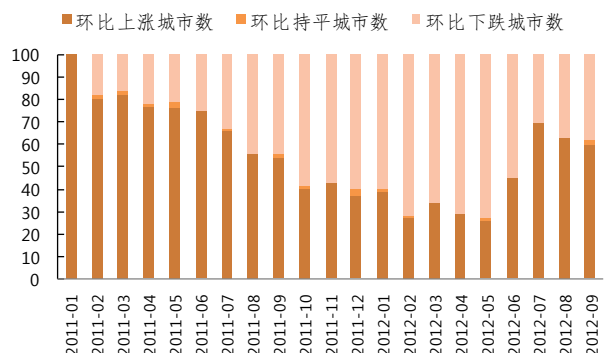
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表19 商品房销售面积单月同比增速



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表20 百城住宅价格变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

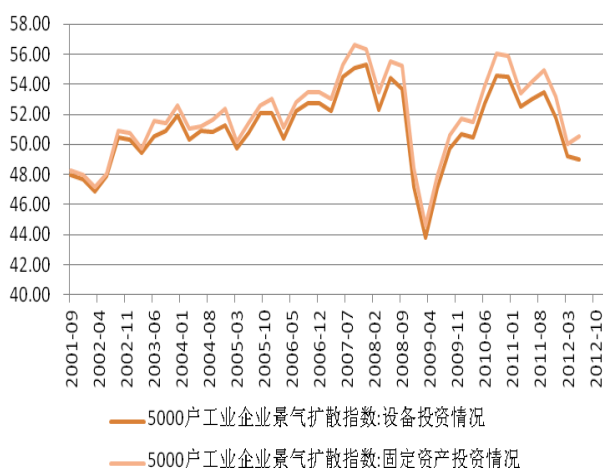
1.3 去产能化刚刚开始

由于外需的下降已经形成长期趋势，且下降幅度巨大，中国的实际出口增速已经从上一个十年的20%至30%，下降至不足10%，这一水平甚至低于90年代的情况，出口将面临二十年未遇的长期低迷。

而内需仅仅达到触底小幅回升的程度，且依赖于政府主导投资的拉动，总需求不可避免的将出现长期下滑，产能过剩的时代终于到来了。

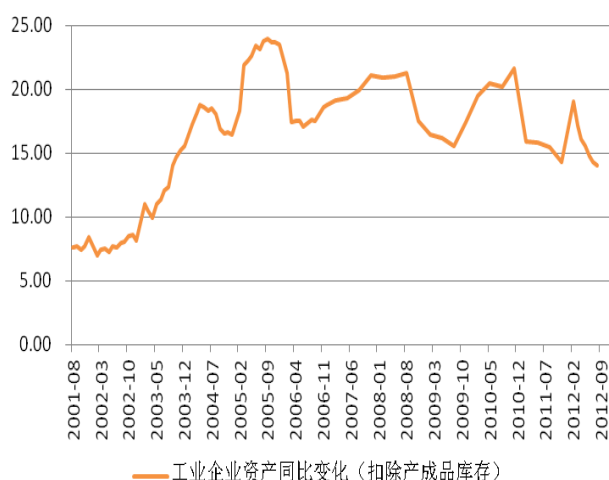
产能过剩的标志是资产回报率持续下降，我们估计2012年工业企业资产回报率将跌至与2009年相当的水平，而国有企业净资产回报率甚至已经低于1年期贷款基准利率，相对水平比2009年还差，这构成了信贷需求抑制。此外，即使产品价格略有回升，产能过剩的行业将迅速开足产能，使得毛利率难以持续提高。去产能化将通过维持极低的股权投资回报的方式将产能投资压制在较低的水平。我们考察的工业企业资产（扣除产成品）增速变化，发现工业企业产能扩张的高峰是在2004-2007年，2008年金融危机后开始回落，但2010年受到内需刺激又开始扩张，但2011年2季度后资产的扩张持续收缩，目前跌至2003年的水平。而从工业增加值来看，今年1-9月，工业增加值仅有9.2%的增长，仅与2001年的水平相当，远低于2003年的水平，因此，从增量上看，目前的产能投资水平还会进一步下降，这与2003年时完全相反。

图表21 5000户工业企业设备投资情况



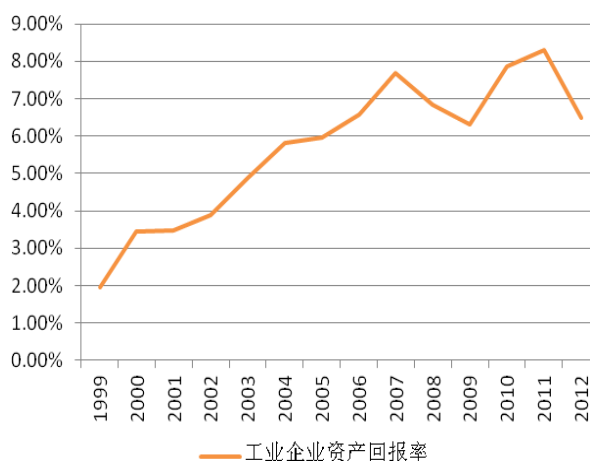
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表22 工业企业资产同比变化



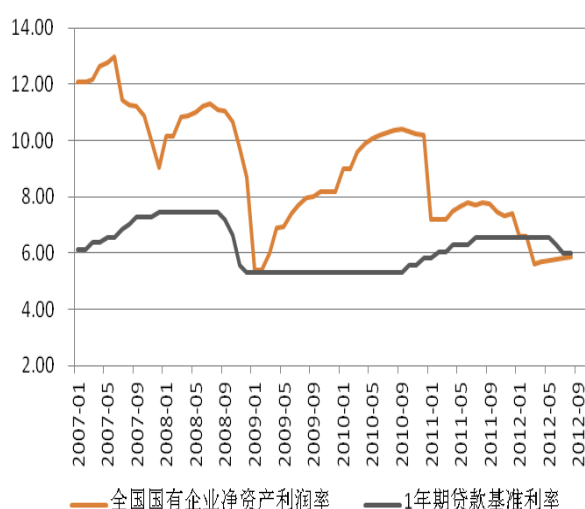
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表23 工业企业资产回报率下降



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表24 国有企业净资产回报率低于贷款基准利率



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

随着工业增加值年增速由15%至20%回落至10%，工业企业主营业务收入预计将从25%-30%的增速

大幅下滑15个百分点至10%-15%，根据杜邦公式（股权回报率等于资产周转率、毛利率与杠杆的乘积），在收入增速大幅下滑15个百分点，毛利率也出现下滑趋势的环境下，企业必须降低资产增长速度或提高杠杆，也就是说企业迫于经营压力必须降低固定资产投资同时提高负债率。我们保守的测算，在去产能化过程中，民间固定资产投资至少会较前一个五年下降10个百分点，而民间固定资产投资一直是固定资产投资高速增长的主导部分，在前5年一直保持30%-35%的高速增长，2012年2季度后逐步滑落至25%，未来可能进一步跌落至20%，这将使得固定资产投资整体下降5至10个百分点，由25%-30%的水平下降至15%-20%。

政府主导投资是一个关键变量，其常常出现逆周期调整，当民间投资下降时，政府投资往往会上升，但政府投资的回升想完全对冲民间投资的下降是十分困难的，民间投资占固定资产投资总额的60%以上，政府投资对冲民间投资回落10个百分点，就需要上升15个百分点，也就是需要长期维持20%-25%的增长速度，这需要政府每年在原有投资的基础上增加3-4万亿，即使政府仅需投入其中的20%，则政府每年的负债将因此增加6000至8000亿，这已经相当于中央政府全年的财政赤字，对于地方政府更是巨大的财政压力。

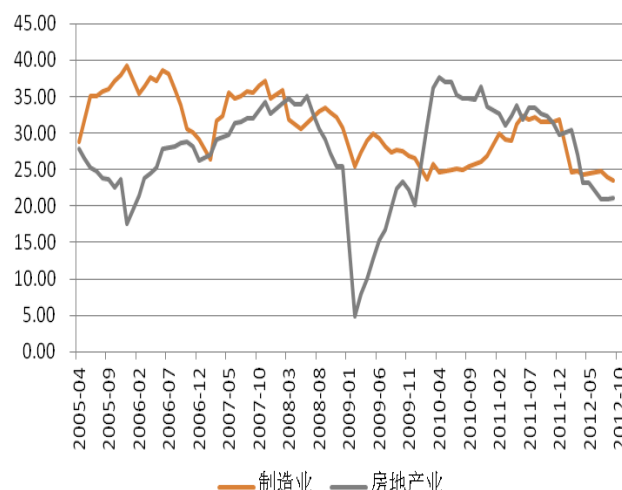
因此，我们认为政府投资在短期内可以对投资的下滑起到显著的对冲作用，但政府投资很难长期维持在足够的对冲水平，因此，未来五年内固定资产投资下滑至15%-20%的水平。

图表25 民间及政府主导固定资产投资完成额同比变化



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表26 制造业与房地产固定资产投资完成额累计同比



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

1.4 中国经济开始去杠杆？

总需求下滑是否意味着去杠杆的开始呢？恰恰相反，中国正在走上加杠杆的道路。我们将从宏观和部门的角度来看中国经济杠杆的未来走势。

从宏观上看，衡量经济宏观负债水平的指标一般是国民债务率，所谓国民债务率即是债务与国民收入的比例，我们近似的把名义GDP增速视为名义国民收入增速，将存款类金融机构提供的国内信贷增速视为国民债务增速（忽略占比较小的外债），我们发现在2004年至2008年，债务增长的速度均低于国民收入的增长速度，这表明这一时期中国的国民债务率出现了下降，而2009年以后，债务增长速度大部分时间都超过了国民收入增长速度，这表明此时中国国民债务率上升，2012年甚至有加速的趋势。

从国际收支的角度看，我们知道经常项目盈余是一个经济体的宏观储蓄（收入-消费-投资），经常项

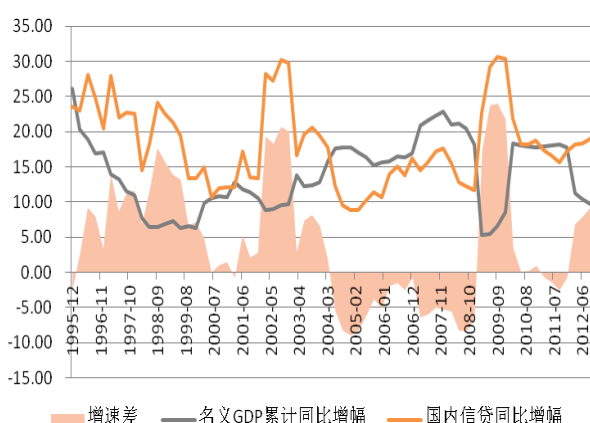
目盈余占GDP的比例就反映出经济体的宏观储蓄情况，2005至2008年，经常项目盈余占GDP的比例上升至高位，一度达到10%，2009年后开始大幅下降，2011年甚至下跌至2.8%，整体国际收支盈余占GDP的比例也从2007年的12%以上快速下降至2012年的2%左右，2012年6月，中国国际投资头寸中，对外金融净资产同比增长跌至-11.9%，而对外金融净资产正是国民储蓄的一种表现。国民储蓄率的下降也正反映出杠杆率的提高。

从部门的角度看，固定资产投资下滑是否意味着企业杠杆率即将下滑呢？未必。企业在减少投资的过程中，可以把负债久期缩短，减少中长期贷款，增加短期循环借款，逐步提高杠杆率，从而对冲股权回报下降的压力。企业部门杠杆变化与宏观杠杆变化十分一致，央行对5000家工业企业的调查结果表明，企业在2009年后资产负债率持续提高。居民部门的信贷增长速度几乎保持20%-40%的高水平，而其收入增速尽管有所上升但一般都在20%以下，因此，居民部门无疑也在增加杠杆。

从金融部门来看，金融部门正在把更多资金运用到信贷上，信贷占资金运用比例在2012年后明显提高，大型商业银行也普遍提高了信贷资产占资金运用的比例，而中小银行信贷占比基本持平。可以看出，银行整体上不但不但没有惜贷，反而把更多资金配置在信贷资产中，但大银行和中小银行出现了一定差异。

综合来看，中国处在加杠杆的时期，估计债务增长速度超过国民收入增长速度10个百分点，我们估计目前中国国民债务率约达到GDP的200%，属于中等水平，债务负担较重的国家均在300%以上，因此，整体上看，中国债务问题并不严重，但由于债务增长速度，以目前的速度5年左右，中国的国民债务率也将达到警戒水平。并且，无论是居民部门、企业部门、政府部门都明显增加了杠杆，实体经济正在越来越依赖于金融体系的融资。

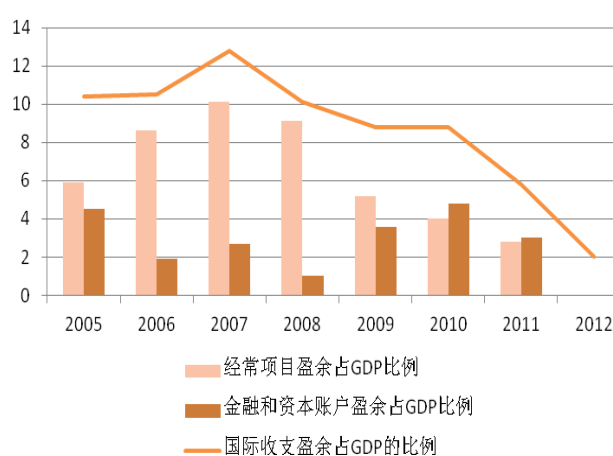
图表27 国民债务视角下的杠杆率



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表29 5000户工业企业资产负债率

图表28 国际收支视角下的杠杆率

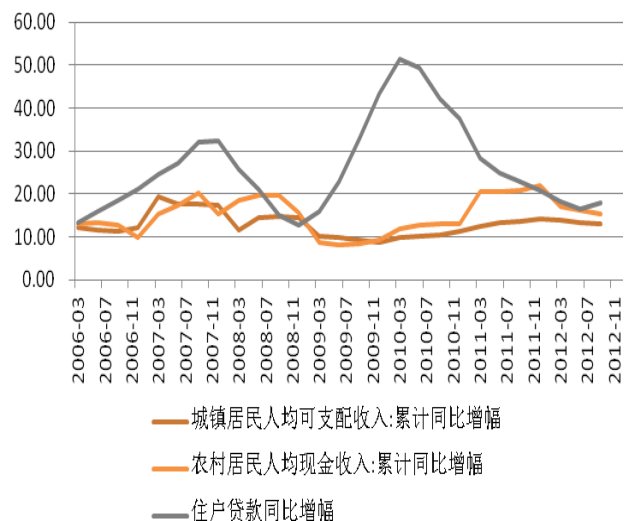


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表30 居民部门杠杆率变化

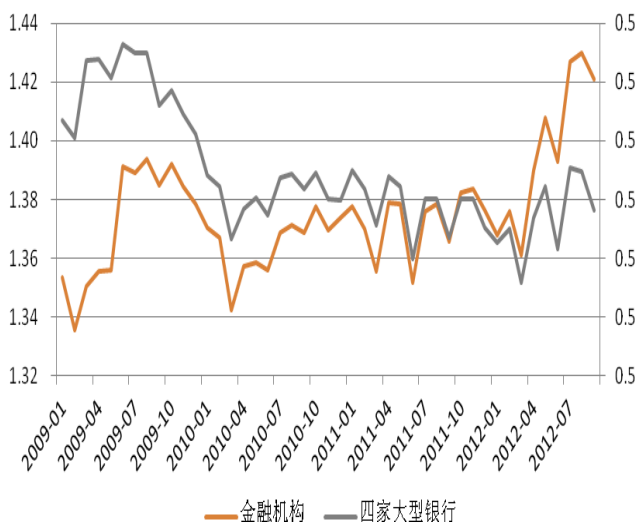


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部



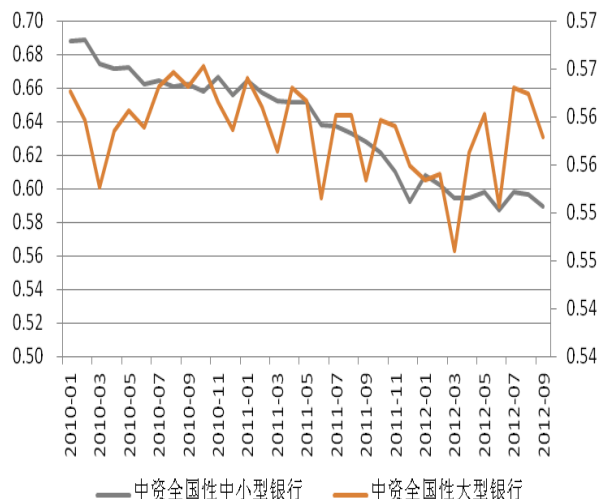
资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表31 金融机构信贷占资金运用比例



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表32 大行及中小银行信贷占资金运用比例



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

整体来看,我们认为当前中国经济去库存过程已经告一段落,去产能过程刚刚开始,并可能再持续3-5年,尽管总需求疲软,中国经济不但没有去杠杆,反而在快速的加杠杆,实体经济将越来越依赖于金融体系的融资活动,中国的国民债务率目前在中等水平,而5年后可能达到预警水平。政府完全有能力在短期内刺激总需求快速回升,但在长期内维持投资的高速增长将带来巨大的财政负担,估计可能达到每年增加GDP的1-2个百分点,这是难以持续的。因此,我们预期短期内中国经济将企稳,如果外需保持稳定,明年经济可能出现温和回升,但这主要是政府投资增速回升支撑的,长期来看,中国固定资产投资增速将回落至15%-20%的水平。股权投资回报将保持在较低水平,债权人将对企业有越来越大的话语权。

二、 通货膨胀：温和回升

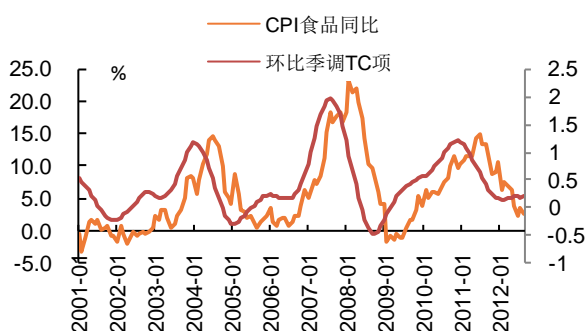
2012 年 7 月份 CPI 同比达到 1.8%，创下本轮通胀周期的新低，8 月小幅反弹至 2.0%，9 月份则小幅回落 0.1 百分点至 1.9%。近几个月 CPI 同比增速保持低位，未来 CPI 的走势如何？本部分我们从 CPI 主要分项的价格走势进行结构性分析，预测未来 CPI 的走势。

2.1 食品：趋势向下，周期向上

食品虽然在 CPI 权重只有 30%左右，但由于其波动幅度远远高于非食品，因此对 CPI 的走势特别是周期波动有决定性的影响。

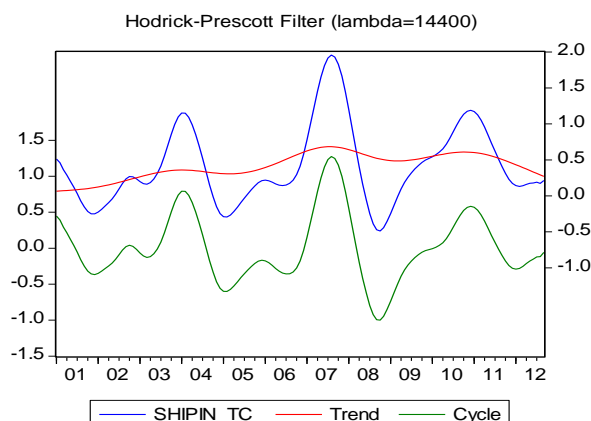
三季度食品价格同比增速处于低位，7 月、8 月和 9 月 CPI 食品同比增速分别为 2.4%、3.4%和 2.5%；环比增速别为-0.1%、1.5%和 0.2%。我们对 CPI 食品环比进行季调，趋势项与 CPI 食品同比的走势如图表 33 所示。自 2003 年以来的三轮通胀周期中，CPI 食品环比季调的趋势项对 CPI 食品同比有较好的领先性，通常领先 4-8 个月。从最近几个月的情况看，CPI 食品环比季调趋势项已经在 2012 年 2 月份见底，自 3 月份开始持续回升，至 9 月份已经连续回升 7 个月。CPI 食品在 7 月份见底 2.4%之后，8 月份反弹至 3.4%，9 月份再度回落至 2.5%。从环比季调趋势项指示看，CPI 食品同比未来将回升。对 CPI 食品环比季调趋势项进行 HP 滤波，如图表 34 所示。目前 CPI 食品趋势值小幅向下，而周期值则向上。由于周期波动幅度较大，决定了 CPI 食品的短期方向，因此，食品价格的走势向上的概率较大。但由于趋势值小幅回落，意味着新一轮的食品通胀可能弱于 2009-2011 的食品通胀水平。

图表33 CPI食品同比和环比季调趋势项走势对比



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表34 CPI食品环比季调趋势项的HP滤波



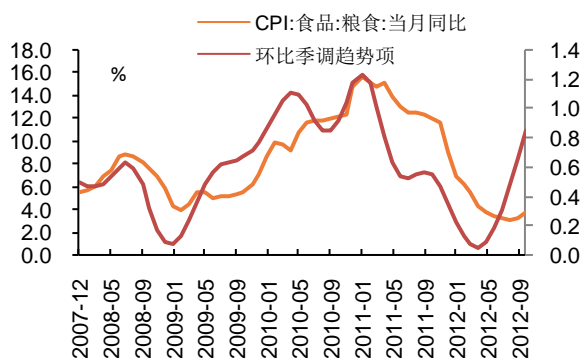
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

在 CPI 食品细项中，占比较大的包括粮食、猪肉和蔬菜等，下面我们分别考察这三类食品的趋势和周期情况。

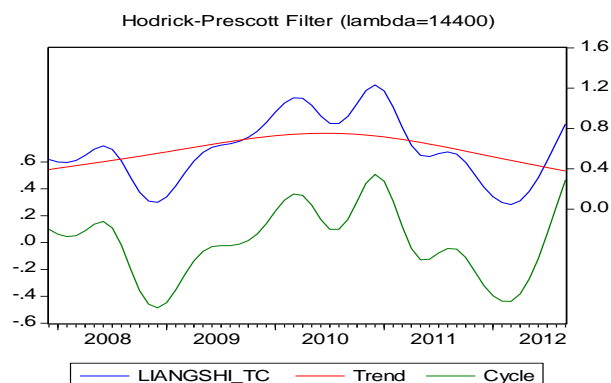
CPI 粮食在 7 月份达到 3.0%的低点后小幅回升，而 CPI 粮食环比季调趋势项则在 3 月份见底后快速回升，预示未来 CPI 粮食同比将继续回升。同样，对 CPI 粮食环比季调趋势项进行 HP 滤波，可以发现，趋势值向下小幅回落，而周期值则快速向上。说明当前 CPI 粮食处在趋势值小幅回落而周期值快速上升的位置，意味着粮食价格总体将处于上行的趋势。

图表35 CPI粮食同比和环比季调趋势项走势对比

图表36 CPI粮食环比季调趋势项的HP滤波



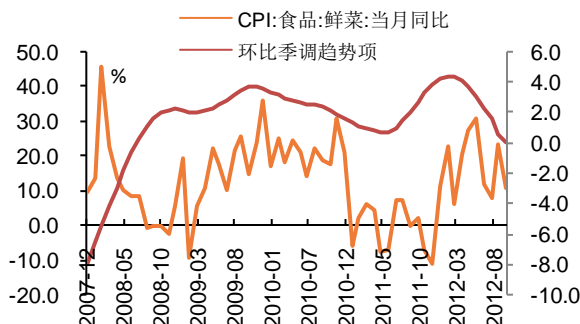
资料来源：Wind 平安证券固定收益部



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

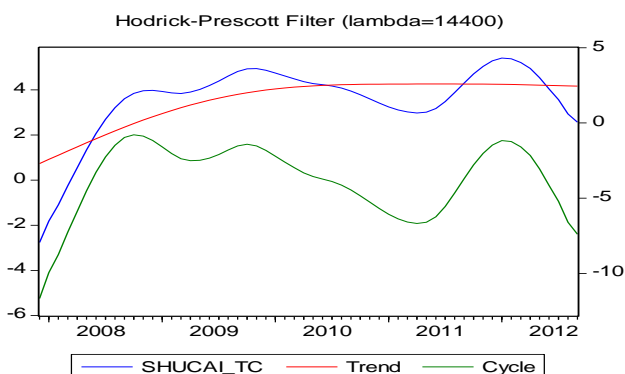
蔬菜价格波动较大，周期较短。从图表 37 看，CPI 鲜菜环比季调趋势项能指示同比大的周期波动，对小的波动预测无能为力。从 HP 滤波后的情况看，蔬菜趋势值较为平稳，而周期值则已经达到前一轮周期的低点，未来回升的概率较大。

图表37 CPI食品同比和环比季调趋势项走势对比



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表38 CPI食品环比季调趋势项的HP滤波

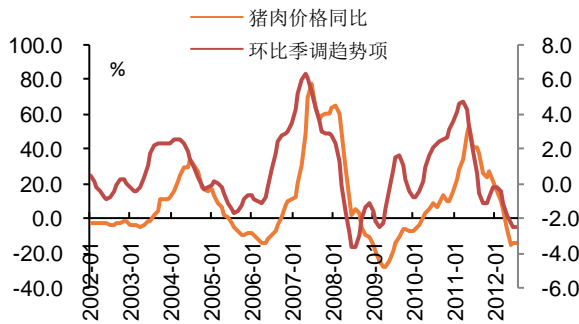


资料来源：Wind 平安证券固定收益部

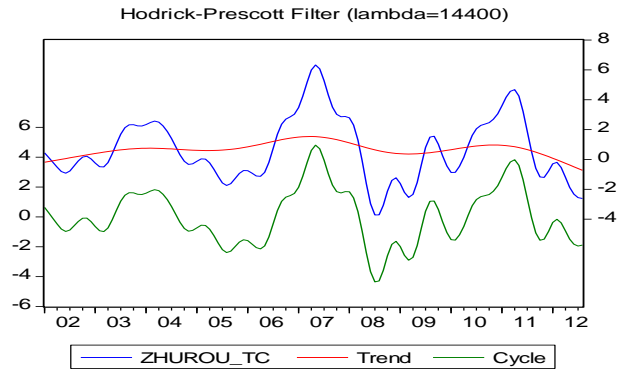
猪肉价格周期性较为明显，且由于其在 CPI 权重较大，其周期与 CPI 食品和 CPI 周期同步性较为一致。图表 39 显示的是猪肉价格同比和环比季调趋势项的走势。由于 CPI 猪肉数据时间序列较短，因此我们选取 36 城市月均猪肉（精瘦肉）价格作为研究对象。从图表 39 看，猪肉价格环比季调趋势项对同比走势有较好的领先指示作用，大概领先同比 2-7 个月。截至 2012 年 8 月份，环比季调趋势项还处于下行通道，预示猪肉价格将保持在较低水平。从 HP 滤波的情况看，目前猪肉趋势值同样小幅向下，而周期值在处于底部，未来回升的概率较大。

图表39 猪肉价格同比和环比季调趋势项走势对比

图表40 猪肉价格环比季调趋势项的HP滤波



资料来源：Wind 平安证券固定收益部



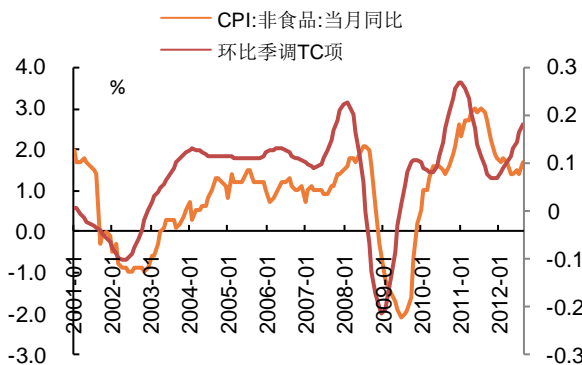
资料来源：Wind 平安证券固定收益部

2.2 非食品：趋势向上，周期向上

非食品在CPI中占比70%，但其价格波动幅度较小，趋势性较强，因此主要对CPI的趋势和中枢形成影响。本轮通胀周期非食品价格坚挺，自2012年中以来的CPI下行周期中，CPI非食品回落幅度有限。图表41显示的是CPI非食品同比和环比季调趋势项的走势。从图中可以看出，环比季调趋势项对同比有较为明显的领先指示作用。

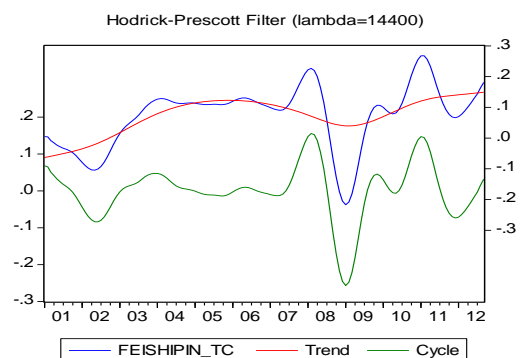
7月、8月和9月CPI非食品同比增速分别为1.5%、1.4%和1.7%，小幅回升。但从环比季调趋势项来看，自今年年初开始即开始回升，且回升的幅度较大，预示未来非食品同比增速将明显回升。从HP滤波的情况看，与食品不通，非食品呈现出“趋势向上、周期向上”的特征。从图表42可以看出，目前非食品趋势线保持温和上行的走势，而周期线则处于明显的上行走势。

图表41 CPI非食品同比和环比季调趋势项走势对比



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表42 CPI非食品环比季调趋势项的HP滤波

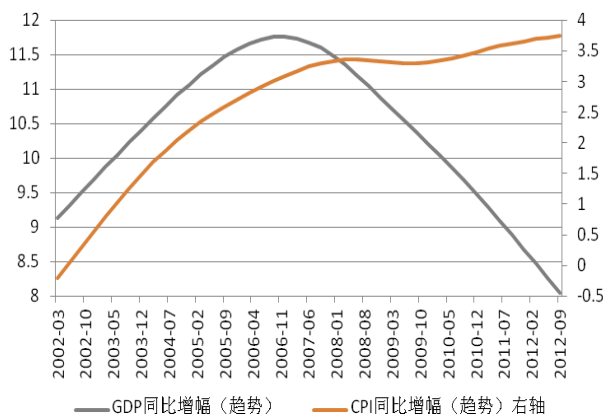


资料来源：Wind 平安证券固定收益部

2.3 CPI走势预测：二分法预测

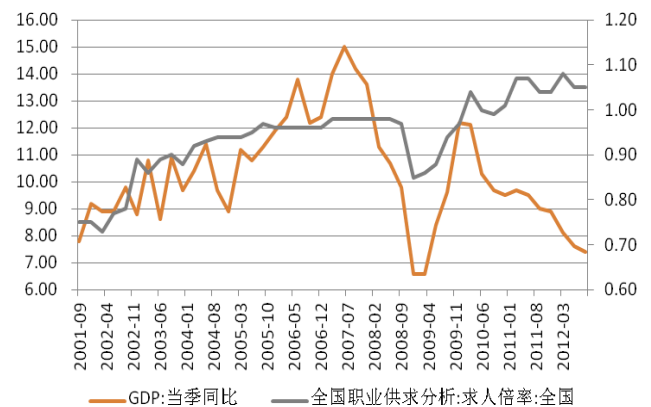
2009年以来，通胀与总需求在长期趋势上的正相关系已经出现明显的弱化，如图表43所示，从长期趋势上看，GDP趋势增速由12%跌至8%，而CPI趋势增幅却从3.2%提升至3.8%，二者出现了明显背离。主要是劳动力供给短缺已经使得通胀出现明显的刚性，GDP同比增幅从2007年的15%跌至7.4%，而劳动力紧张的环境不但没有松弛，反而进一步紧张，求人倍率从0.98提高至1.05。从劳动力市场的角度来看，中国经济的潜在增长速度下降幅度是超出市场普遍预期的，GDP的潜在增长速度可能在7%-7.5%，而不是普遍预期的8%-8.5%。

图表43 GDP与CPI的长期关系改变（HP滤波）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表44 GDP与求人倍率

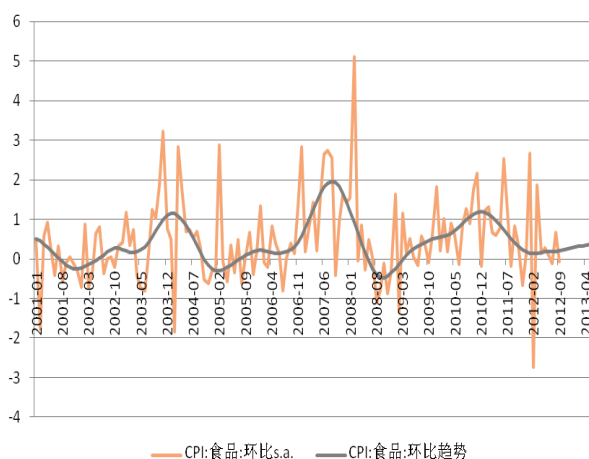


资料来源：Wind 平安证券固定收益部

基于以上总需求与通胀的脱钩，原来使用总需求预测 CPI 的方法带来的误差越来越大，我们在此把这一方法做一改进。

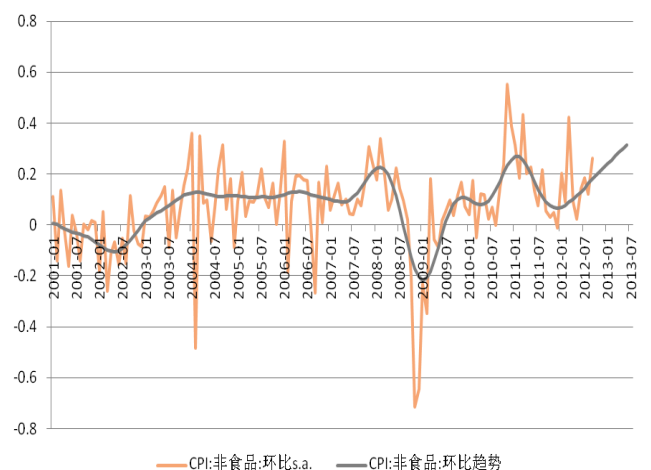
我们观察到 CPI 的周期波动频率主要受到食品价格周期的影响，而食品价格周期相对固定，但波动幅度与总需求密切相关，就长期趋势而言，食品类 CPI 已经随 GDP 下降而出现了小幅下降，而非食品 CPI 受到价格改革和与劳动力供给更为直接相关因素的影响。因此，我们在预测 CPI 时分别对食品类 CPI 和非食品类 CPI 做出预测，前者使用总需求预测 CPI 的传统方法，而后者采取趋势外推法。对其环比趋势的预测参见图表 45 和图表 46，可以看出，食品类 CPI 环比趋势上升较缓，明显低于前三个上升周期的幅度，这是我们预期未来六个月内经济增速在较低水平企稳的结果，而非食品 CPI 给出的趋势则较为陡峭，这是劳动力约束和价格改革持续发酵因素使然。

图表45 CPI食品环比季调趋势



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表46 CPI非食品环比季调趋势

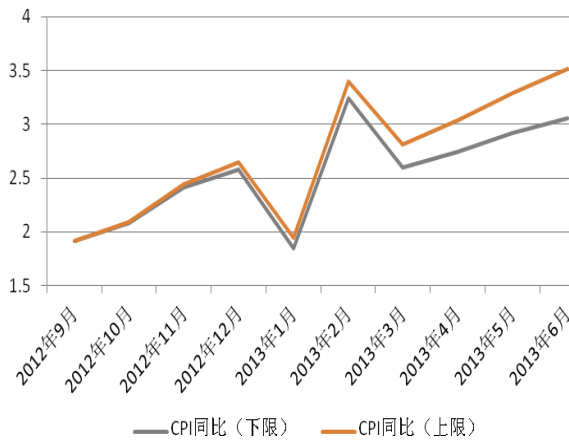


资料来源：Wind 平安证券固定收益部

将以上预测结果转换为 CPI 同比增幅，形成了下图描述的趋势。整体看，CPI 处于温和回升的趋势，12 月份可能回升至 2.5% 左右，2013 年 1 季度由于春节错位效应，CPI 在 1-2 月将有明显的震荡，但 1 季度基本上是围绕 2.5%-3.5% 横向震荡，2 季度继续出现温和回升趋势，6 月份可能回升至

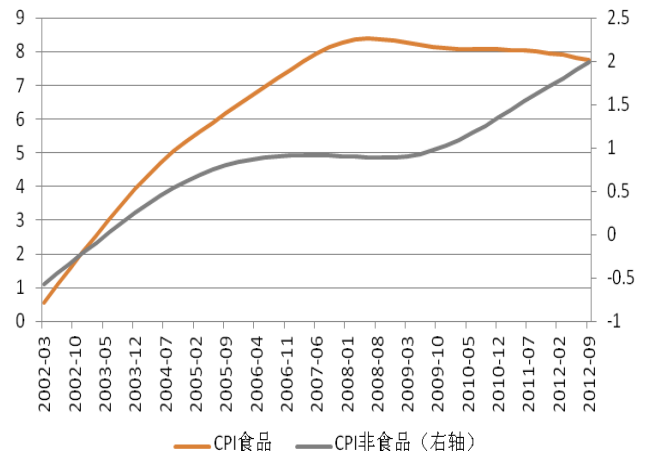
3%-3.5%的水平，下半年 CPI 受到上半年经济增长速度较大影响，存在很大不确定性，我们暂不做预估。

图表47 对未来半年内CPI同比增幅的预测



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表48 非食品CPI与食品CPI长期趋势背离



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

三、 资金面：4 季度将成资金利率拐点

3.1 国际收支与外汇占款：趋势性下行，但资金仍将流入。

欧债危机以来，世界各主要国家、经济机构对削减赤字主要的手段是缩减开支，同时寻求增加收入。但这一举措直接造成总需求的下降。中国与主要贸易伙伴的贸易增速出现了明显的回落。发达国家方面，除对美国的贸易仍维持同比 9% 以上的增长，对欧盟、日本的贸易均出现同比回落；而对非洲、拉美的贸易额则保持在同比 15% 以上，但仍难以对冲发达经济体需求下降的负面冲击。

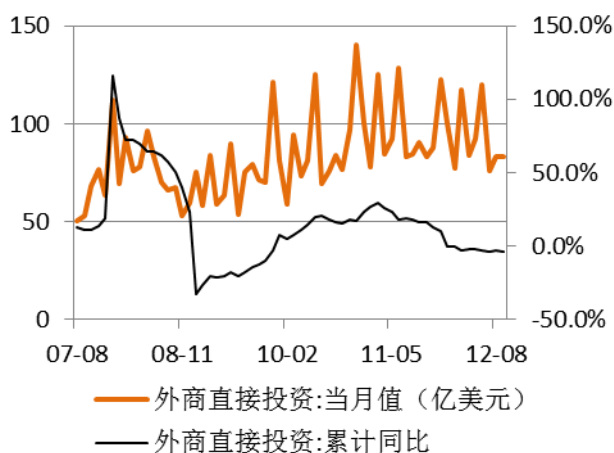
与此同时，外商直接投资 (FDI) 也出现了小幅萎缩。今年前三季度，FDI 共计 833.2 亿美元，同比下降 3.89%。一方面跨国资本在新兴市场的投资增速在放缓，另一方面，中国劳动力价格的上升和人民币升值预期的减弱，从成本收益的角度看导致了外国投资意愿的下降。

外需的减弱和人民币升值预期的下降，导致今年外汇占款增量处于低位，同时，今年前八个月的银行代客结售汇与收付款顺差也保持低迷。9 月份新增外汇占款 1306.8 亿元，是近期外汇占款与外贸顺差最为接近的一个月，也使得今年以来新增外汇占款恢复至 4120 亿元的水平，预计全年的新增规模将达到 6000 至 7000 亿元，但这一规模仍然远低于历史均值水平，外生性货币供给明显受限。

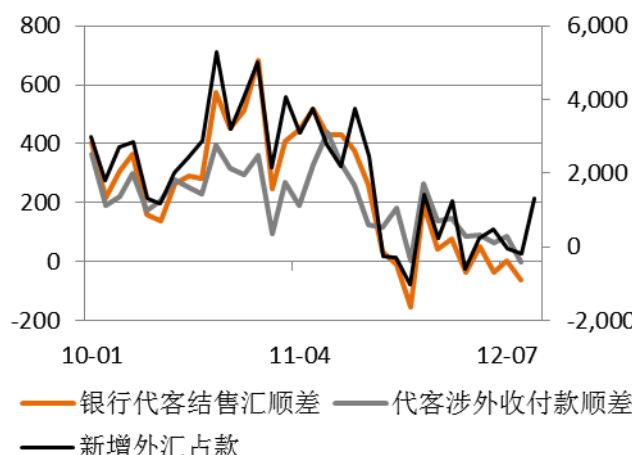
而自 9 月份美联储开始实施 QE3 以来，尽管美元汇率仍然保持震荡，但全球市场的风险偏好有所增强，资金开始流入新兴市场经济体。以股票基金的资金转移为例，9 月份以来，全部新兴市场出现了 30-40 亿美元的净流入；亚太地区 (不含日本) 出现了近 10 亿美元的净流入。在欧美宽松政策持续的前提下，资本向新兴市场的流入将是中期的趋势，但新增外汇占款的幅度将不能与 2011 年之前同日而语。

图表49 外商直接投资变动

图表50 代客结售汇与收付款顺差回落



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

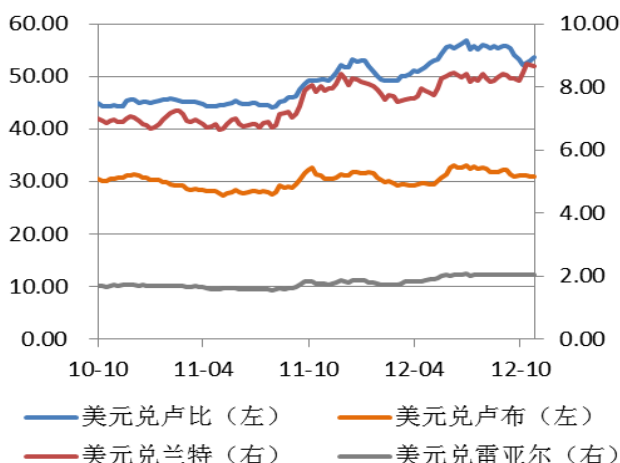


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

3.2 人民币贬值预期有所回落

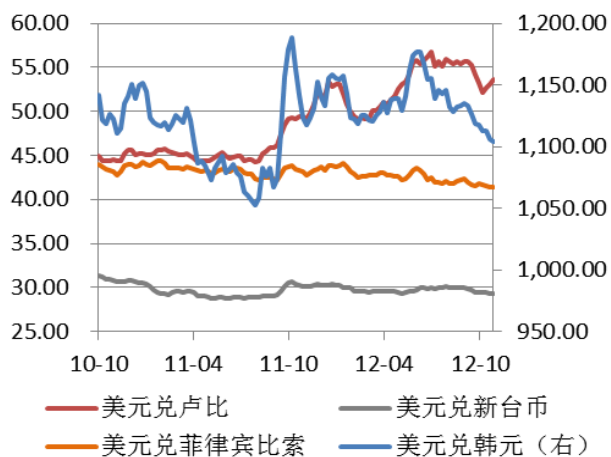
上述国际资本向新兴市场流动,必然影响相应国家的汇率变动。从金砖国家的情况看,除南非之外,其余国家的货币在3季度均出现了不同程度的升值;亚洲货币如韩元、菲律宾比索、新台币等,升值的幅度也较为明显。人民币近期的走势与这一趋势相一致。中期内,人民币贬值的预期已经较QE3之前显著减弱。从内因来看,9月份的进出口数据和新增外汇占款均出现了明显的回升趋势,外贸情况的好转,在基本上支持人民币继续稳步升值,而这一预期一旦建立,也将使得企业和居民部门的结汇意愿增加。从外因看,联储持续推行宽松政策,已经开始使得资金流向新兴市场追求更高的收益。

图表51 金砖国家汇率变动



资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

图表52 亚洲主要国家汇率变动

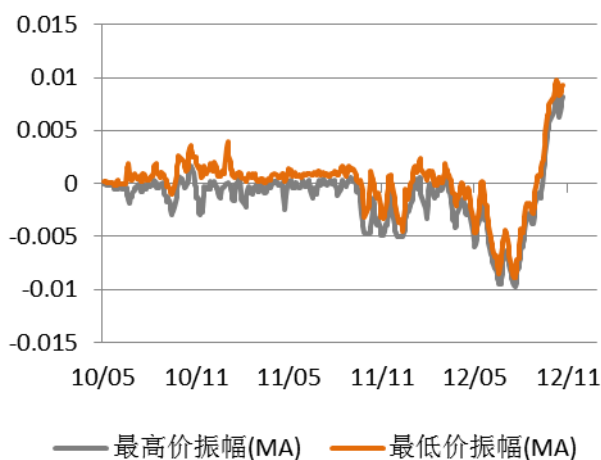


资料来源: Wind 平安证券固定收益事业部

人民币汇率方面,在今年二季度,市场对欧债危机的担忧较大,风险厌恶情绪较重,资本回流导致新兴市场的货币产生了贬值的压力,人民币贬值预期达到了顶峰。随着欧央行和美联储先后出台救助政策,市场预期逐渐回到常态,人民币即期汇率市场走势转好。自10月份以来,即期市场日内价格经常逼近央行规定1%区间上限,并引领中间价屡创汇改以来新高。离岸市场美元兑人民币 NDF

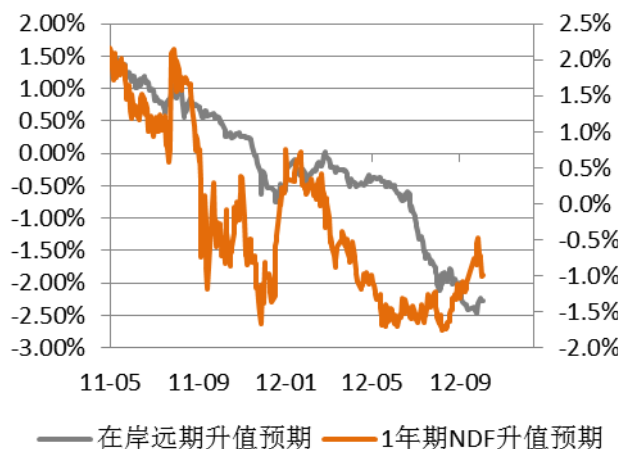
价格在 QE3 之后也出现了反弹，隐含 1 年期人民币的贬值预期从 1.7% 下降至 1% 附近。对人民币汇率预期的转好，将有助于资金流入和外汇占款的增加，进而保障基础货币的投放。

图表53 人民币即期汇率波动



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表54 人民币NDF升值预期与在岸升值预期



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

3.3 货币发生结构：从外生到内生，从低成本向高成本的转变

在 2008 年金融危机之前，中国历年均保持大幅的经常账户和资本账户的双顺差，巨额贸易盈余导致央行发行人民币，同时累积外汇储备。这导致央行国外净资产的同比增幅常年保持在 30% 以上。金融危机使央行国外净资产的同比增速跌至 10% 附近，而今年央行的国外净资产接近 0 增长，因此进行了两次调降法定准备金率，以减少对基础货币的冻结。

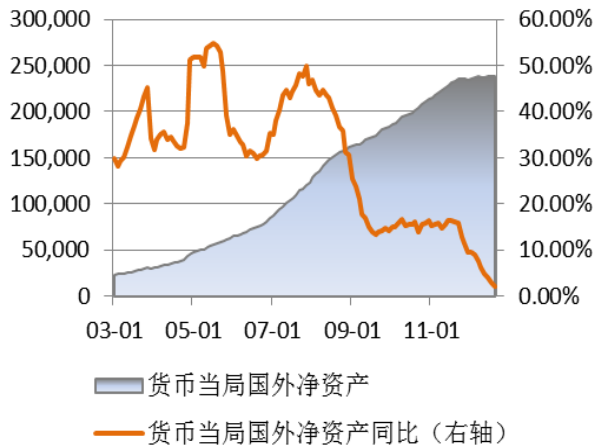
从货币供给的角度看，国外净资产的积累与新增信贷，都能增加货币供给（M2），但前者的成本较低，机会成本是存款利率；而后者是以贷款利率作为机会成本。

从实体经济的感受来看，这样的流动性结构意味着信贷市场保持紧绷，非信贷高成本融资占比增长迅速，实体经济会持续感受到资金利率高企；

从对银行间市场流动性的影响看，前者的增幅越大，意味着基础货币的扩张，也意味着银行间市场资金的增加，银行债券自营资金配置需求上升；而新增信贷的增加，意味着需要缴交的存准也会相应增加，对银行间资金面是负面的因素，银行自营资金配置需求下降。而今年以来的情况属于后者，因此银行间资金利率仍将保持易上难下，银行债券自营配置压力不大的局面。

图表55 货币当局净资产同比变动

图表56 存款性公司净资产同比变动



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部



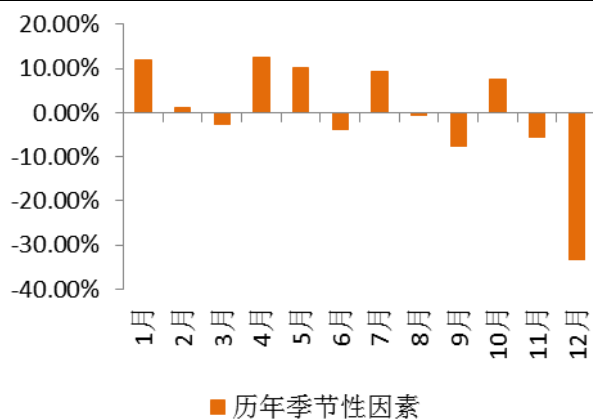
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

3.4 货币供给的季节性因素

历年的财政存款上缴和投放有着较强的季节性规律。在每季度的头一个月进行财政缴款，因此新增值将出现环比上升，而第三个月出现一定程度的负增长，在年末则有较大的投放。根据我们的测算，11月将有财政存款投放3000亿元左右，而12月份的投放量将达1万亿以上的规模。

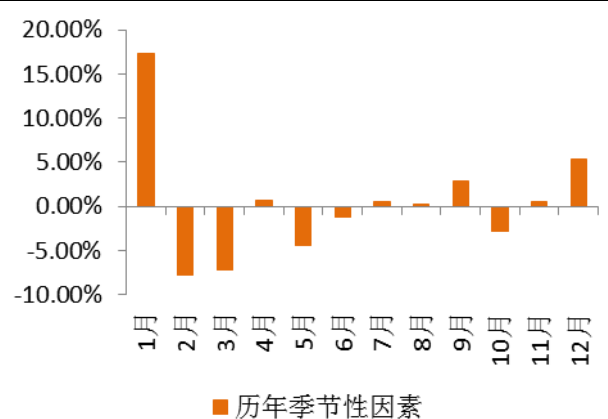
历年M0总量的增速是比较温和的，以年为单位的趋势性变动约在1-1.5%的范围内；自2009年以来，每年年底的季节性波动最大，达万亿左右的规模，环比增幅可能突破25%。成为对资金面的主要冲击。我们预计今年11月份M0增幅将在1000亿以内，而12月的增幅可能超过2500亿，环比增速在5%左右，而明年春节相对较晚，因此春节期间对现金需求的增加将在明年1月对市场产生影响。

图表57 财政存款的季节性因素-环比



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表58 M0的季节性因素-环比



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

3.5 央行货币政策：维持稳定中性，相机抉择

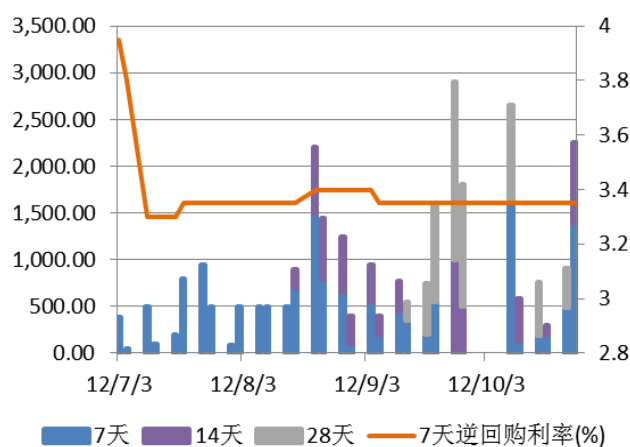
从以上两点我们可以看到，新增外汇占款的趋势性下降意味着央行为稳定人民币币值而被动发行货币这一趋势的结束，也标志着外生性货币投放的终止；而通胀的上行制约了央行下调利率稳定经济增长的空间。我们预期，如果经济增长不出现显著的再次下降（这更可能由外需进一步下滑引发），

央行货币政策都将保持中性稳定，如果外需再次明显下滑，则可能再下调存准，未来两个季度内这种情况出现的可能性很低。

今年三季度以来，公开市场逆回购操作越来越成为央行管理短期流动性的主要手段。在调节资金面季节性波动的作用层面，央行更注重逆回购利率对市场利率的引导，7 天逆回购利率已经取代上个周期中 1 年期央票票面利率的地位，成为货币市场和债券市场的关键指标利率。央行 7 天逆回购利率保持在 3.35% 已经有两个月的时间，这一利率基本与当前 CPI 趋势值相近，同时与 1 年期定期存款基准利率上浮 10% 相近，且高于商业银行平均存款成本，是较为合适的资金利率水平。这一指标利率的变化可能是对央行货币政策方向的最好预期。

然而逆回购多集中在短期期限，尽管央行可以进行滚动操作，但市场对于资金面的松紧程度仍然难以形成稳定的预期，在季末、年末、春节等时点，仍然会导致资金利率的大幅波动。

图表59 逆回购成为央行公开市场操作常用工具



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表60 年内公开市场到期量一览

	票据到期	回购到期	逆回购	合计	逆回购到期	净投放量
9月	160	400	9720	10280	6220	4060
10月	390		7460	7850	9610	-1760
11月	1020		1020	2850		-1830
12月	1180		1180			1180
10-12月			10050	12460		-2410

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

整体来看，在通胀温和回升，经济底部企稳的基本面环境下，央行更可能保持中性稳定的货币政策，7天回购利率的目标值仍将维持在3%-3.5%的水平，但由于为了即对商行超额备付金保持数量型目标，又想对资金利率有较有力的影响，央行必须保持偏紧的资金面和偏低的超额备付率，这就造成季节性货币需求变化会对资金利率构成巨大冲击，因此，资金利率在节日前后仍将面临较大冲击，12月中下旬至2月上旬都将维持资金利率偏高的市场环境，3-4月资金面将迎来最宽松的时段，5-6月份面临货币政策上的不确定性。

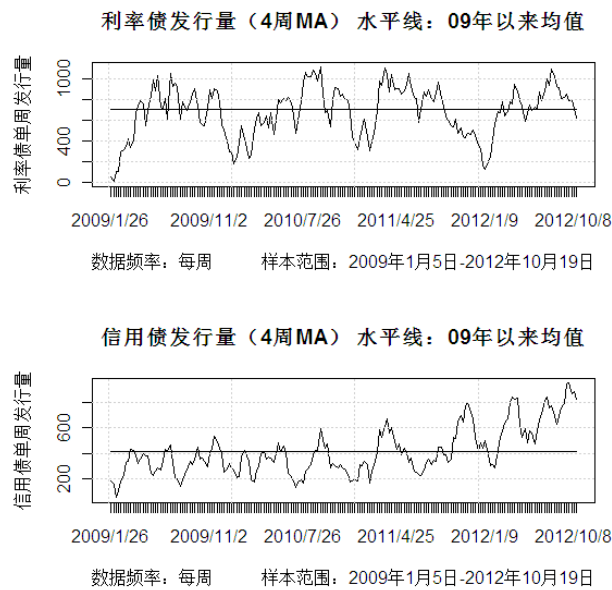
四、 债市供需结构分析

4.1 一级市场综述

截止到10月第三周(10-15至10-19)，利率债发行量、净融资量已回落至历史均值附近，而信用债发行量、净融资量尽管已高位回落，但仍分别为历史均值2.5倍和2.8倍，整体仍处于较高水平。信用债发行结构方面，高等级信用债发行量高位回落，中低等级发行量趋势上行，高等级与中低等级信用债发行量相对强弱指数低于历史均值，说明目前中低等级信用债发行量相对于高等级而言较强，市场对中低等级信用债需求转强。

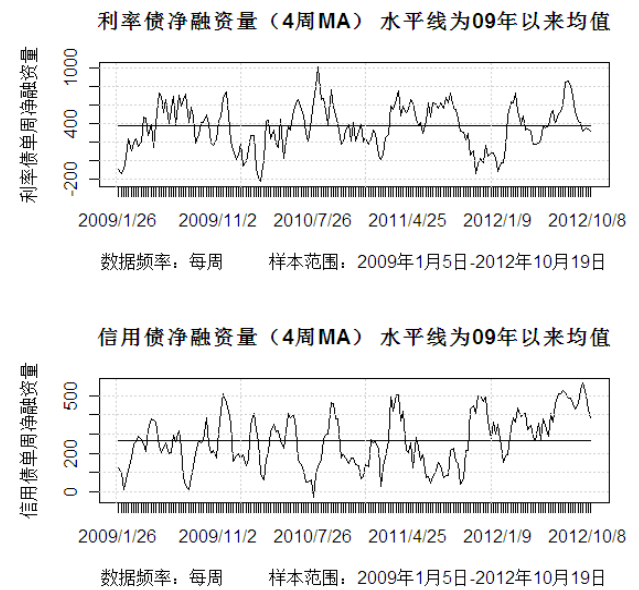
截止到10月第三周(10-15至10-19)我们构建的一级市场认购情绪指数收于83.7，较前期下降了5.5，仍处于历史均值以下，说明一级市场认购需求仍较疲软；10月下半月一级市场期限偏好指数初值收于102.7，持续处于历史均值以上，说明一级市场仍偏好中长期；一级市场投机情绪指数收于100.0，已回升至历史均值附近，说明一级市场投机需求有所上升。

图表61 利率、信用产品发行量变化趋势



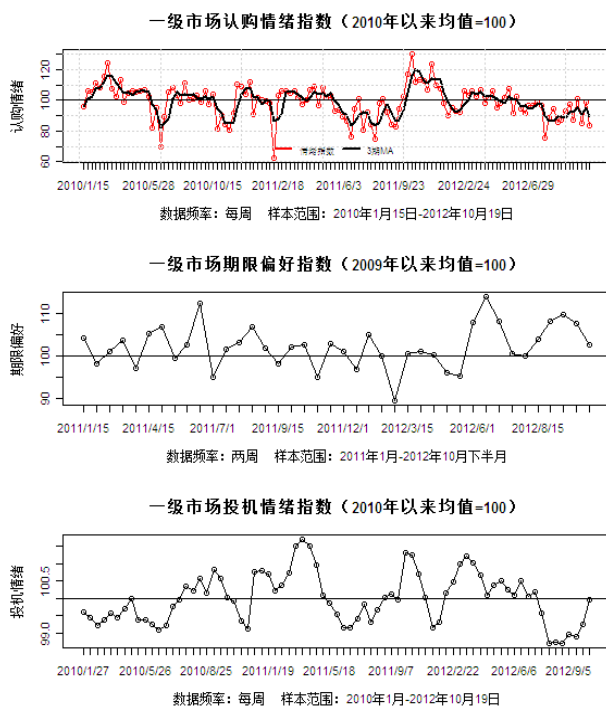
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表62 利率、信用产品净融资量变化趋势



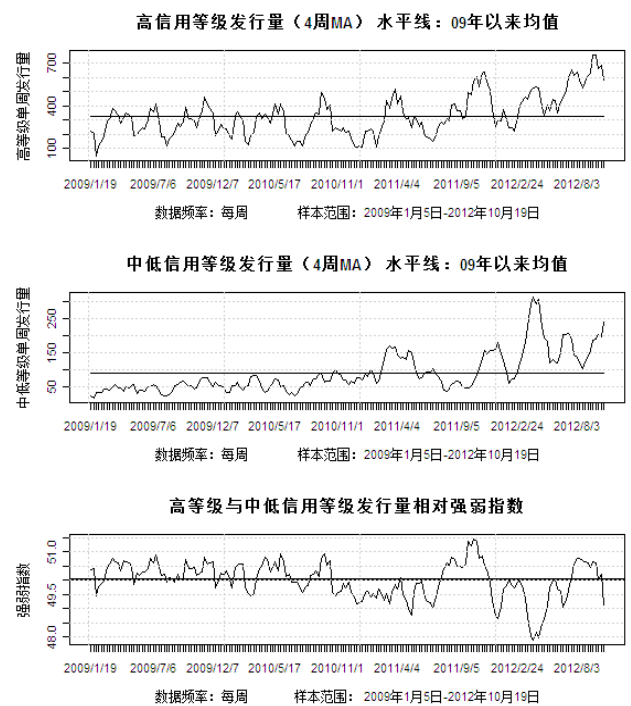
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表63 一级市场认购情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表64 信用债发行结构



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

4.2 11月-12月利率债供给情况

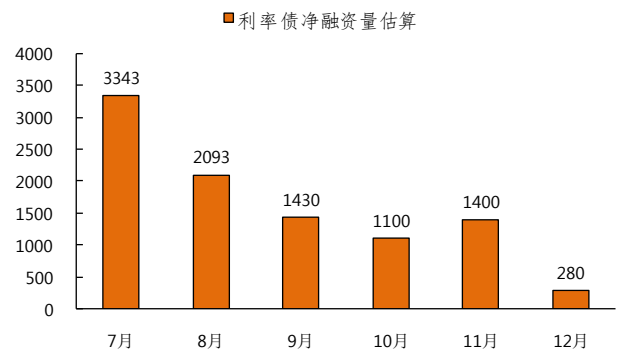
根据国债、政金债等发行计划和到期情况，我们估算了11月-12月利率债净融资量情况。我们估算4季度利率债净融资量在2800亿附近，远低于3季度6800亿的规模。具体到月份，我们估计11月利率债净融资量在1400亿附近，与9月、10月基本持平，12月净融资量大幅降低到280亿附近。

图表65 4季度利率债净融资量估算

	政金债	国债	地方债	利率债
7月	1593.2	926.7	823.0	3342.9
8月	1097.7	581.2	414.0	2092.9
9月	361.0	589.6	479.0	1429.6
10月	430.4	658.2	0.0	1088.6
11月	1008.2	445.3	0.0	1453.5
12月	-315.1	600.0	0.0	284.9

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表66 4季度利率债净融资量走势



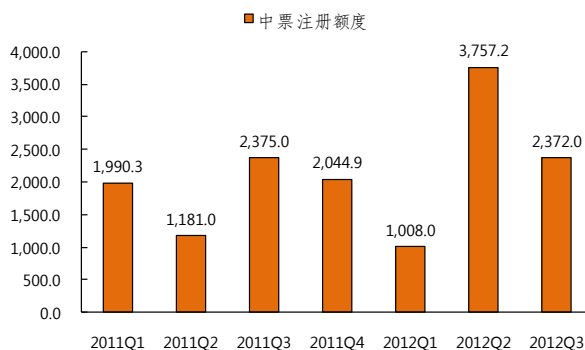
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

4.3 11月-12月信用债供给展望

2季度信用债净融资量在4100亿附近，3季度上升至6300亿附近。4季度预计信用债供给压力将有所缓解：

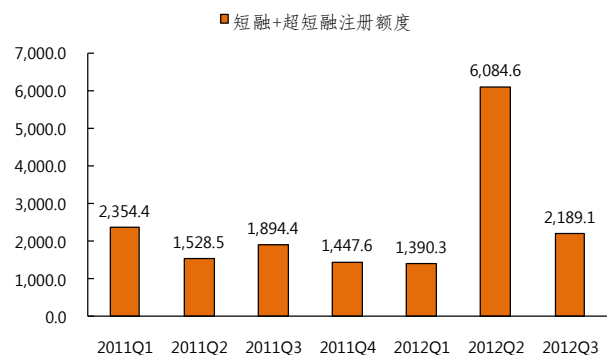
第一，协会注册额度下降。2季度中票注册额度为3700亿，较1季度大幅提高，3季度回落至2400亿，10月份进一步回落至66亿，可以推断4季度将继续显著回落。与中票相似，2季度短融+超短融注册额度为6100亿，3季度回落至2200亿，10月份进一步回落至364亿，可以推断4季度也将继续显著回落。

图表67 中票注册额度统计



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表68 短融+超短融注册额度统计



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

第二，4季度到期量提高。4季度信用债到期量在4500亿附近，较3季度提高600亿左右，是全年到期量最大的时间段。其中，短融到期量3600亿，较3季度提高了400亿；中票、企业债到期量分别为740亿、130亿，均较3季度提高了100亿。

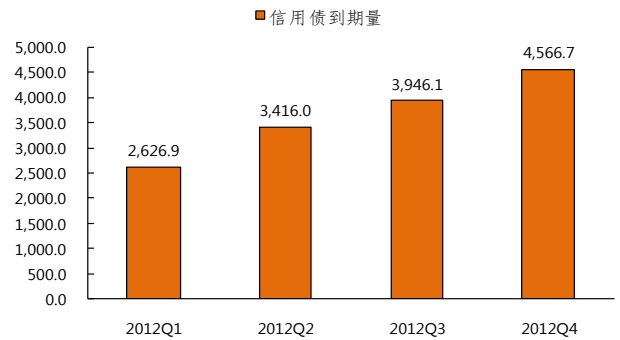
第三，4季度还剩200亿铁道企业债、100亿国网企业债和400亿中石油公司债，共700亿，较3季度下降（3季度铁道债850亿）。

因此，我们判断：由于注册额度下降、到期量提高等因素，4季度信用债净融资量将从3季度的6300亿回落至5000亿附近。

图表69 2012年信用债到期情况

图表70 2012年信用债到期量走势

到期	CP	MTN	企业债	公司债	信用债
2012Q1	1,782.4	801.5	43.0	0.0	2,626.9
2012Q2	2,306.0	1,057.0	53.0	0.0	3,416.0
2012Q3	3,260.3	658.4	5.0	22.4	3,946.1
2012Q4	3,669.1	745.6	133.0	19.0	4,566.7



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

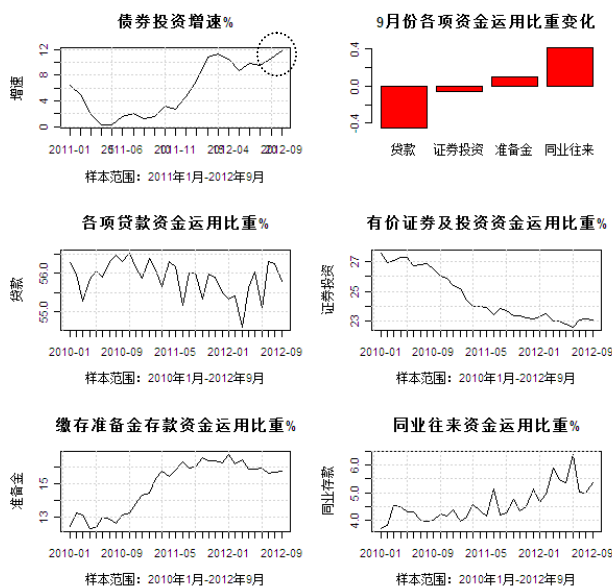
五、 金融机构债券配置交易行为分析

5.1 银行、保险经营情况

由于准备金率并未进一步下调，截止到9月份，大型银行存款准备金资金运用比重仍维持在15.8%的高位，证券投资受到挤压，其资金运用比重降至23.0%的历史低点，因此，9月份大型银行债券投资增速收于11.7%，增速绝对水平较低，但8-9月份出现小幅回升。

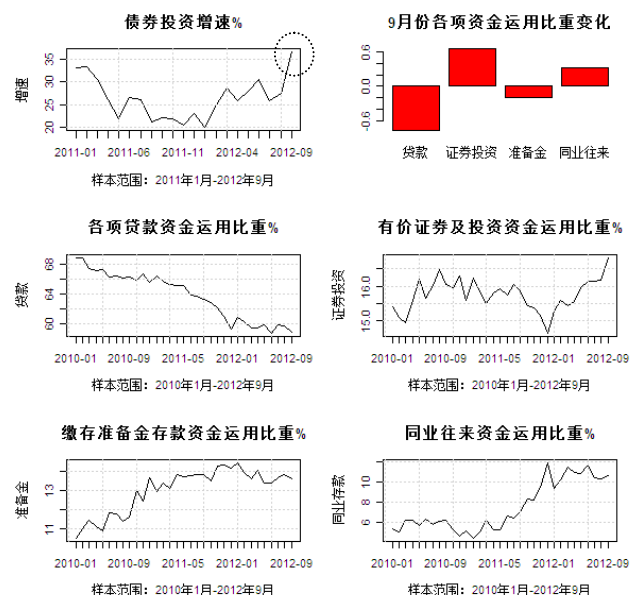
另一方面，中小型银行贷款增长缓慢，截止到9月份，中小型银行贷款资金运用比重已降至58.9%的历史低点，而证券投资持续上升，其资金运用比重升至16.8%的历史高位，因此，9月份中小型银行债券投资增速收于36.6%，较8月提高了9.2%，增速绝对水平较高，是大型银行的3倍。

图表71 大型银行资金运用情况



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表72 中小型银行资金运用情况

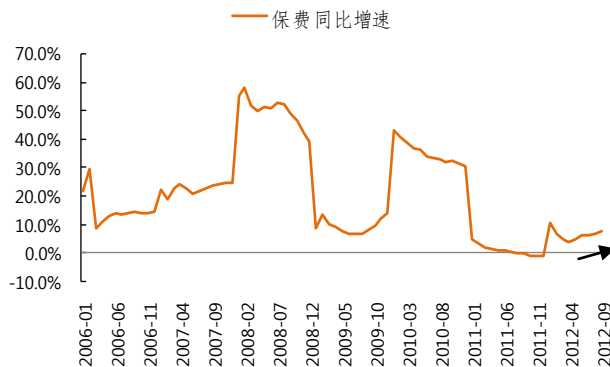


资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

截止到9月，保险公司保费收入同比增速为7.3%，较8月提高了0.8%，保费收入持续小幅回升。资产配置方面，9月份保险公司银行存款占资产比重收于31.9%，投资比重收于60.6%，从趋势上看保险公司仍偏向银行存款。尽管目前保险资产配置并未出现明显变化，仍偏向银行存款，但是与

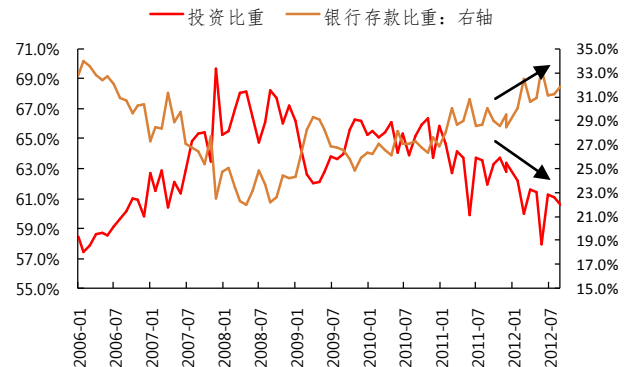
协议存款利率相关的 3 个月 Shibor 处于 3.70%附近，而 5 年期的 AA+和 AA 级中票收益率分别在 5.20%和 5.70%附近，因此，相比而言，债券投资更有吸引力。根据上市公司半年报，到 2013 年上半年陆续到期的银行定期存款中国太保有 16.2 亿、新华人寿 65.8 亿、中国人寿 522.2 亿，我们预计全市场将达千亿规模，对信用债市场形成支撑。

图表73 保险公司保费同比增速



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表74 保险公司银行存款、投资比重走势



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

5.2 9 月金融机构整体特征

本部分涉及的托管量是将中债登和上清所托管量合并讨论。9月份总托管量提高了3608.8亿元，而6-8月份维持在4500亿附近，因此，较前期有所下滑，主要是由利率债引起的。

9月份商业银行增持动力显著减弱，其总托管量提高了1246.7亿元，单月增持规模仅为前期的1/2到1/3，托管量比重大幅下降了0.49个百分点至66.7%。

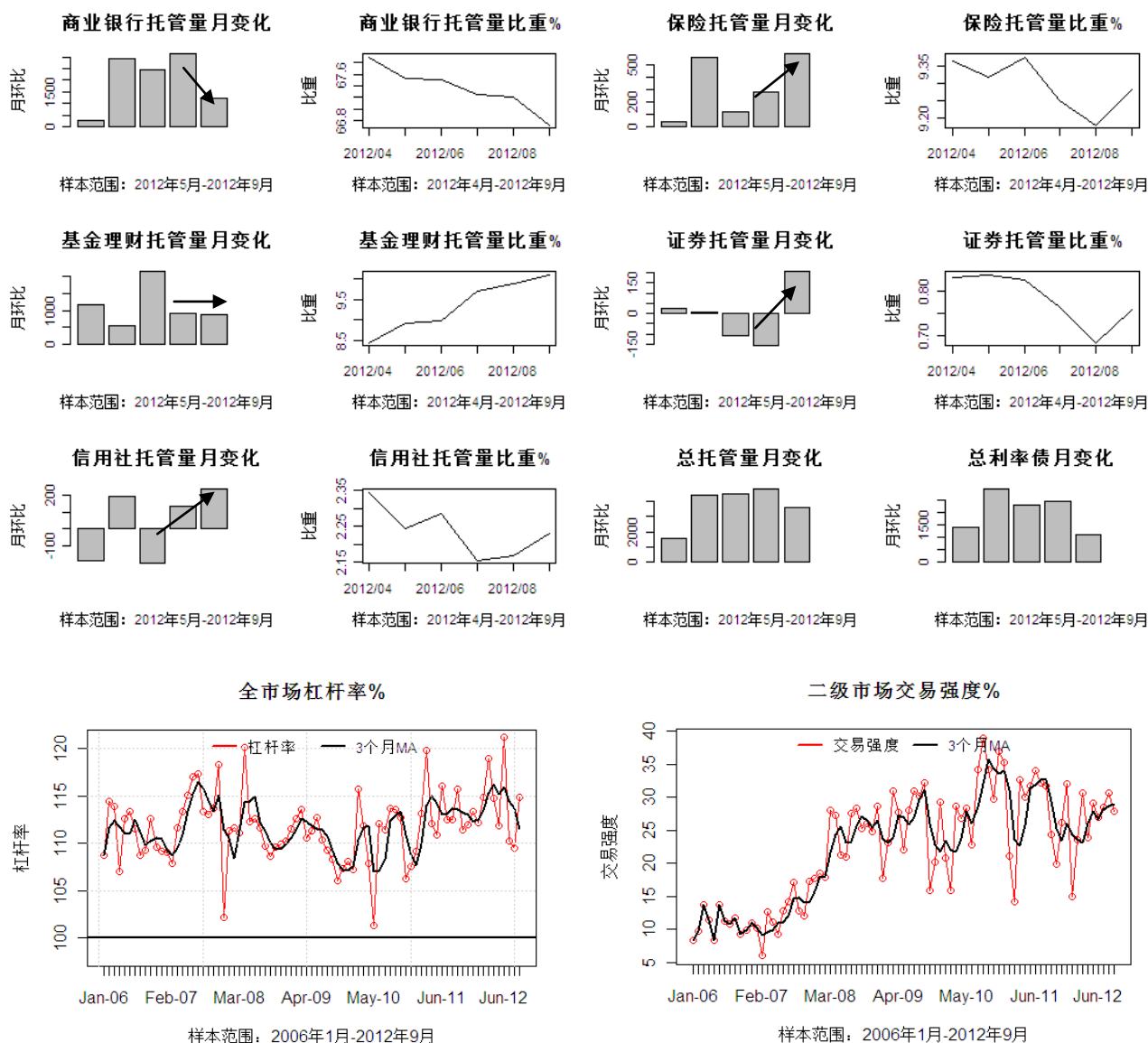
9月份保险增持动力显著提高，其总托管量提高了579.9亿元，托管量比重提高了0.10个百分点至9.3%。

9月份基金理财增持较为平稳，其总托管量提高了863.4亿元，托管量比重提高了0.21个百分点至10.1%，与8月份基本持平，并未出现今年6-7月份理财回表所引起的债券投资短期震荡。

除基金理财外，其他主动型机构增持动力有所提高。9月份证券托管量提高了203.4亿元，结束了6-8月份持续去杠杆过程；信用社托管量提高了231亿元，已连续2个月增持。

因此，9月份商业银行增持动力显著减弱；基金理财保持平稳；而保险、证券、信用社增持动力有所提高，9月份主动型机构增持动力增强。我们估算的全市场杠杆率收于114.8%，较8月提高了5.3%，从短期趋势上看去杠杆过程尚未完全结束。全市场交易强度指标收于27.8%，较8月份下降了2.8%，从短期趋势上看二级市场活跃程度涨势趋缓。

图表75 主要机构总托管量变化情况



资料来源: Chinabond&上清所 平安证券固定收益事业部

5.3 金融机构券种偏好

9月份商业银行利率债(国债+政金债)托管量提高了1030亿元,比重提高0.12%至75.5%;信用债(短融+中票+企业债)提高了106.6亿元,比重大幅下滑了1.43%至45.3%,因此,商业银行仍偏好利率债,其配置动力减弱与9月份利率债净融资量下降有关。

9月份保险利率债托管量提高了257.7亿元,比重提高0.13%至6.5%;信用债提高了182.4亿元,比重下滑了0.05%至10.9%,因此,保险更偏好利率债,这与50年期的国开定向债发行有关。

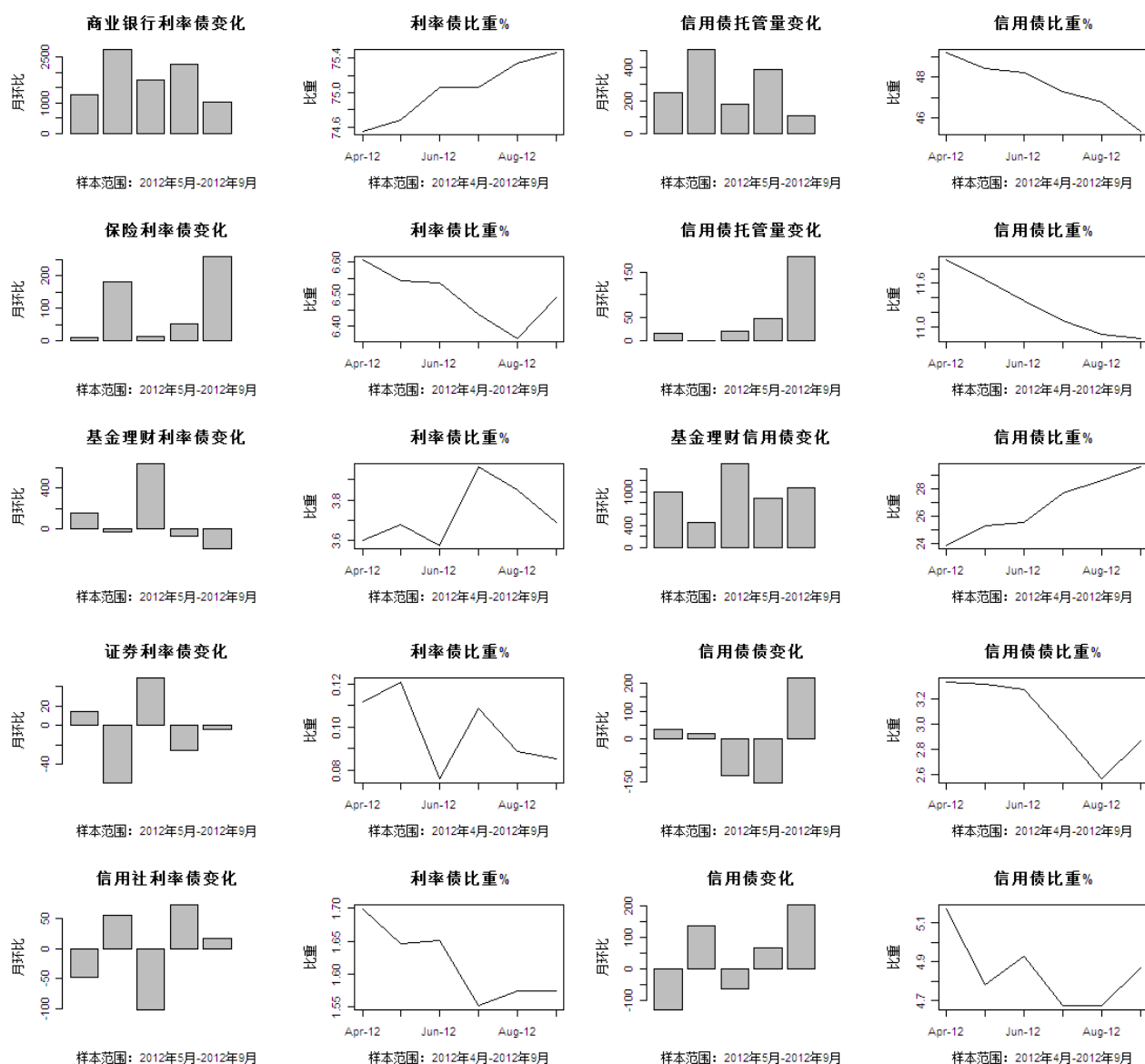
9月份基金理财利率债托管量提高了-190.8亿元,比重下滑了0.16%至3.7%;信用债提高了1073.4亿元,比重提高了0.94%至29.6%,因此,基金理财仍偏好信用债,无论从绝对还是相对意义,基金理财均是当前信用债市场的主要力量,此外,如果剔除掉6-7月份理财回表的短期震荡,基金理财对信用债的需求非常稳定。

9月份证券利率债托管量提高了-4.2亿元,比重持平于0.1%;信用债提高了216.9亿元,比重提高0.30%至2.9%,因此,证券仍偏好信用债。

9月份信用社利率债托管量提高了17.2亿元,比重持平于1.6%;信用债提高了200.2亿元,比重提高0.20%至4.9%,因此,与证券相似,信用社也偏好信用债。

因此,9月份偏好利率债的仍集中于传统的配置型机构—商业银行和保险,而主动型机构—基金理财、证券、信用社更偏好信用债。

图表76 主要机构利率债、信用债托管量变化情况



资料来源：Chinabond&上清所 平安证券固定收益事业部

整体来看,四季度配置型需求比较旺盛,交易性机会较少,保险机构持有的银行存款将大量转配债券,银行自营资金将会收益与次级债大量发行,部分银行理财资金将会转化为自营资金,而利率债和信用债供给都将出现下降,这预示着尽管宏观基本面开始对债市不利,但债券收益率将受到配置资金的压制,特别是中长期债券收益率将表现的更明显。这将使得债券市场保持震荡格局,真正的趋势形成可能需待明年2季度。

六、 债券市场分析及预判

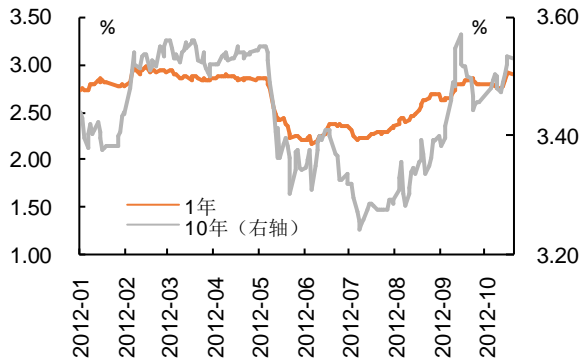
6.1 三季度市场回顾：收益率平坦化大幅上行

尽管在三季度初央行下调存贷款基准利率,但市场总体延续了自6月中下旬开始的调整,收益率明显上行。短端上行的幅度大于中长端,收益率曲线平坦化上行。利率债方面,1年期国债从二季度末的

2.34%升至三季度末的2.79%，上行45bp；10年期国债则从二季度末的3.33%升至三季度末的3.46%，上行13bp，在9月中旬一度达到3.57%附近。

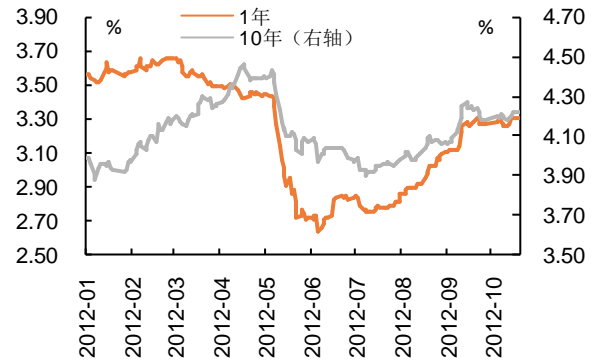
政策性金融债方面，1年期非国开债从二季度末的2.83%升至三季度末的3.27%，上行44bp，国开债则从2.93%升至3.41%，上行48bp；10年期非国开债从二季度末的3.99%升至三季度末的4.18%，上行19bp，10年期国开债则从4.08%升至4.30%，上行22bp，9月中旬一度高达4.41%。

图表77 银行间1Y和10Y国债收益率走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

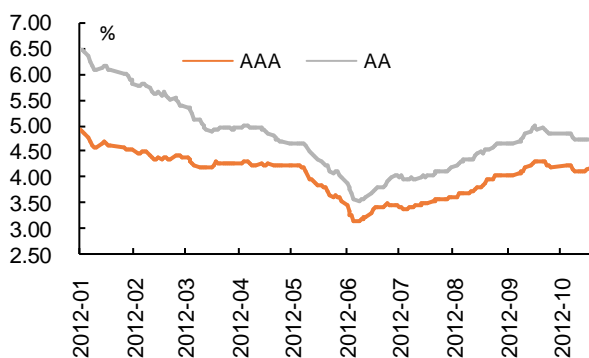
图表78 银行间1Y和10Y政策性金融债收益率走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

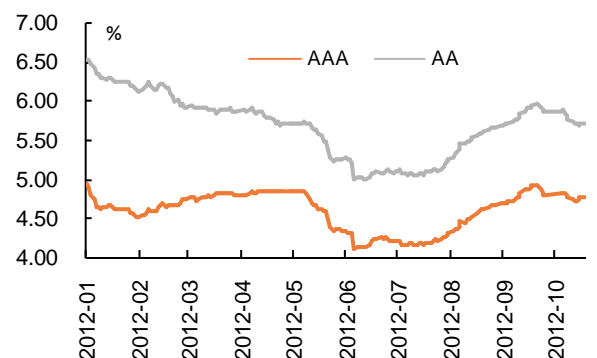
信用债同样出现了明显的调整，三季度短融和中票收益率均出现了震荡上行的走势。1年期AAA和AA短融上行幅度接近75bp和85bp，其中1年期AAA短融由年中的3.45%附近升至9月末的4.20%附近，AA短融则从年中的4.0%附近升至4.84%附近。中票方面，5年期AAA中票由年中的4.21%升至4.78%附近，幅度在57bp，5年期AA中票则从年中的5.08%到5.85%以上，幅度也达到77bp。企业债在整个3季度都呈现成交清淡的局面，估值收益率亦大幅上行。

图表79 银行间1Y短融收益率走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表80 银行间5Y中票收益率走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

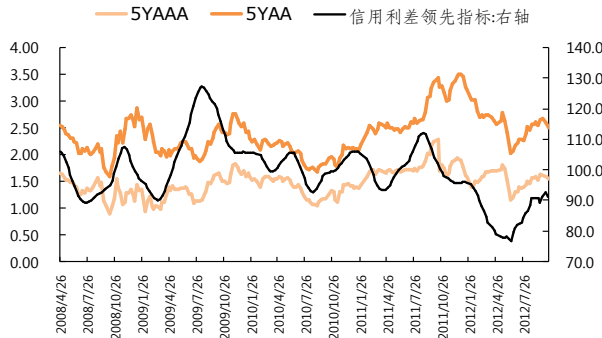
6.2 信用利差将走稳

截止到10月第三周（10-15至10-19）我们构建的信用利差领先指标收于91.1，较前周下降了1.3，近期该指标维持水平震荡走势，尚未出现趋势性变化，预示着信用利差也将以震荡走势为主。

自6月以来（截止到10月26日），净调高级别的债券只数为339只，低于去年同期（350只），全市场

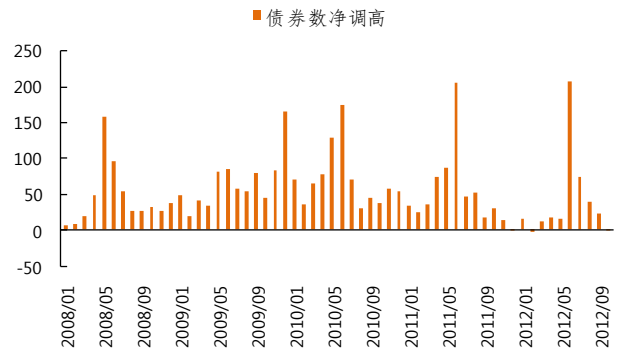
信用条件基本稳定，轻度下降。

图表81 信用利差领先指标



资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表82 净调高评级债券数统计



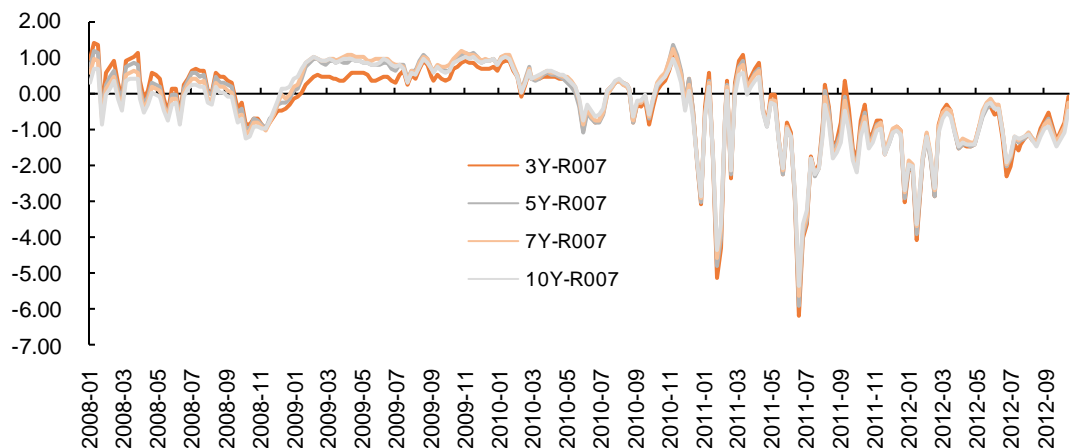
资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

6.3 套利利差：四季度将有所回升

从整个三季度的情况看，资金面多数时间处于“紧平衡”格局，资金利率相对较高，而债市收益率水平整体仍较低，因此对回购养券的套利机构而言，三季度并不舒服。R007在三季度的均值大概在3.5%附近。好在资金利率虽然不低，但融资难度并不大。随着市场收益率的上行，套利利差在三季度呈现逐步回升的态势。

国债方面，即使从绝对套利利差来看，三季度国债各期限品种与R007的利差基本均为负值，说明资金成本高于收益，而从标准化后的情况看，基本上各期限品种均为负值，说明整个三季度利用国债套利收益低于历史平均水平。截至三季度末，国债与R007套利利差标准化后在-1.4附近，说明国债套利利差处于历史上偏低的水平。

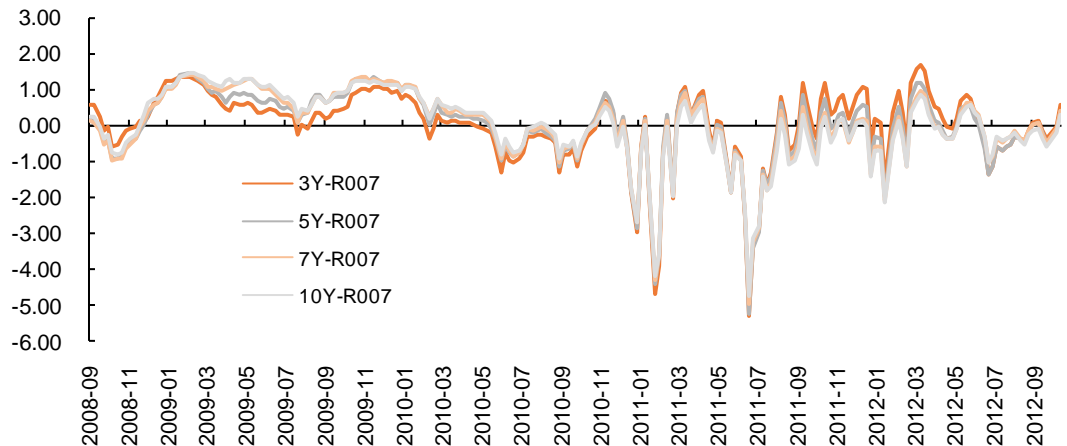
图表83 国债与R007套利利差走势（标准化后）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部
注：标准化区间为2002年1月至今

信用债方面，我们以AA无担保企业债为例。从绝对利差来看，利用AA企业债进行套利，套利收益均大于0，5年期AA无担保企业债收益率与R007的平均利差在300bp附近。但是从标准化后AA企业债的套利利差来看，除了在9月中上旬的利差为正外，其余多数时间均为负值，说明即使是AA企业债，回购养券的套利收益也低于历史平均水平。不过从10月初的情况来看，这种情况在逐步改善，10月份第二周AA无担保企业债套利利差的标准化后已经为正值，说明套利收益回到历史均值上方。

图表84 AA无担保企业债与R007套利利差走势（标准化后）



资料来源：Wind 平安证券固定收益部
注：标准化区间为2007年6月至今

从套利利差走势和我们对四季度流动性的判断来看，我们认为四季度的套利收益将较三季度有所改善，目前AA无担保企业债与R007的利差标准化后已经转为正值，说明套利收益已经在历史均值上方。在收益率上行和资金利率小幅下行之后，套利收益有望进一步提高。因此，对于回购养券的机构而言，四季度可以继续通过杠杆操作，获得套利收益。

6.4 城投债发行量高速增长，二级收益率上行

三季度信用债的供给量保持高位，而城投债发行市场也保持高速扩容的态势。7-9月，银行间市场共发行城投债172只，总发行规模达2000亿元，较二季度增加580亿元；到期量为194元，净融资量为1896亿元。三季度，城投短融和城投中票的发行量出现了大规模的增长，总融资量达883亿，导致债券产品的供给更多样化。

二级市场方面，收益率出现调整，我们构建的交易所城投债净价指数在9月底收在103.4点，三季度基本持平。但重点个券收益率基本都有40-50bp的上行。11辽阳债上行44bp到6.99%附近；10红投02上行39bp到7.05%附近。深交所券种，09怀化债上行41bp到7.35%附近，而11富阳债下行50bp以上，到7.68%。我们的城投债活跃指数衡量了成交量的情况，三季度的走势分为两个阶段：在8月中旬之前，市场交投活跃，成交量较大，活跃指数100以上；但随后两个月以来，中低资质券种，交易量出现下滑，我们的交易所城投债交易指标也持续处于50点一下，说明成交量萎缩的情况在持续；而预警指标近期则维持在50点附近的震荡走势，说明市场的方向性拐点仍未出现。

图表85交易所城投债净价指数

图表86交易所城投债预警指标



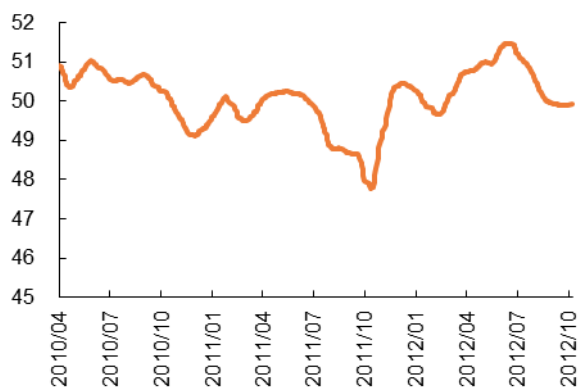
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表87交易所城投债交易指标

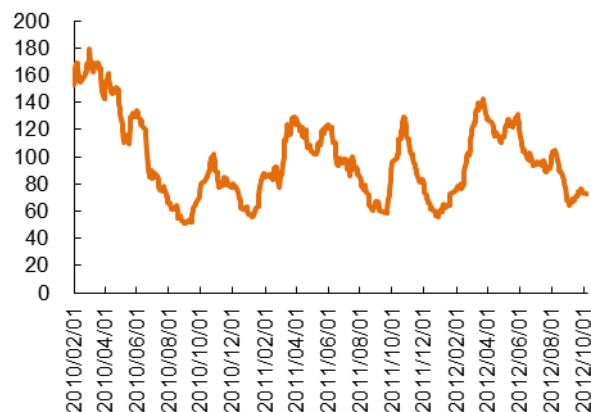


资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表88 交易所城投债活跃指数



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表89 银行间到期收益率前10的城投债

债券简称	剩余期限	主体评级	债项评级	到期收益率
11 皋交投债	6.2740	AA-	AA-	8.43%
09 滁交基债	3.4685	A	A+	8.23%
10 扬中城投债	5.4356	AA-	AA	8.12%
10 辽源债	4.2740	AA-	AA	7.94%
11 牟平国资债	6.3753	AA-	AA+	7.92%
09 鹤城投债	4.0822	AA-	AA	7.87%
10 常德经投债	7.4000	AA	AA+	7.83%
11 文登债	6.3671	AA-	AA-	7.77%
11 香城建投债	6.1534	AA-	AA-	7.71%
11 京谷财债	6.1589	AA-	AA	7.59%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

图表90 交易所到期收益率前10的城投债

债券简称	剩余期限	主体评级	债项评级	到期收益率
10 辽源债	4.27	AA-	AA	7.94%
11 牟平债	6.38	AA-	AA+	7.92%
09 鹤城投	4.08	AA-	AA	7.87%
11 景德镇	5.43	AA-	AA	7.31%
10 营口债	7.64	AA	AA+	7.29%
11 株高科	5.83	AA	AA	7.27%
11 惠通债	5.40	AA	AA+	7.26%
09 怀化债	6.34	AA	AA	7.24%
10 楚雄债	5.00	AA-	AA	7.22%
09 咸城投	6.95	AA	AA+	7.22%

资料来源：Wind 平安证券固定收益事业部

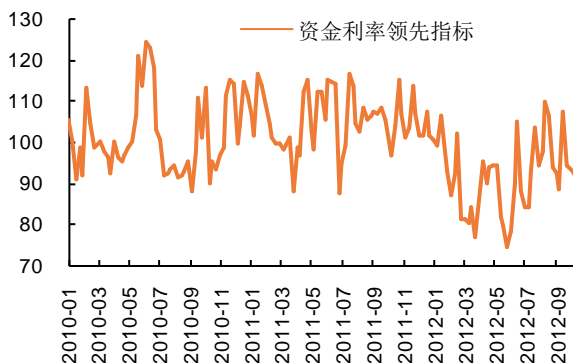
七、 债券市场投资交易策略

7.1 投资策略：重配置、轻交易、短久期、中评级

三季度市场出现大幅调整，原因是多方面的。首先，市场预期的央行“降准”迟迟未兑现，资金面持续紧平衡，央行虽然通过逆回购向市场投放大量的资金，但利率较高，7天逆回购利率基本在3.35%附近，且逆回购的不确定性不利于市场稳定预期，导致货币市场回购利率高居不下。其次，三季度无论是利率债还是信用债，供给量都显著加大，供给明显超过需求。第三，在对经济见底、通胀回升的市场普遍预期下机构们的去杠杆行为，直接导致了收益率的大幅上行。

我们的二级市场情绪指数在3季度末为95.6点，低于历史均值，说明市场情绪偏低。进入10月份以后，该指标小幅回升，目前已经接近100的历史均值水平，显示目前市场情绪处于中性的水平。

图表91 资金利率领先指数走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表92 二级市场情绪指数走势



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

通过前面对宏观经济、通胀走势、流动性和供需关系等的分析可以发现，四季度既有有利于债市的因素，也有不利于债市的因素。四季度整体流动性将不会太紧张，利率债和信用债的供给量也将较三季度大幅下降，因此，从流动性和供需关系来看，对债市偏正面，但从基本面因素来看，四季度宏观经济和通胀可能出现温和回升的态势，这将对债市造成负面影响。我们认为，经济增长和通胀走势是决定债市走势的核心力量，流动性和供需关系则处于从属地位，在不同的品种上对债市走势进行扰动。因此，四季度收益率曲线陡峭上行的概率较大，考虑到流动性和供给的影响，上行的幅度将比较有限。我们的四季度策略可以简单概括为“重配置、轻交易、短久期、中评级”。

重配置：目前利率债收益率接近历史均值水平，信用债的信用利差也在历史均值附近，而经济增速和CPI水平在较低的水平，因此，从配置的角度而言，目前无论是利率债还是信用债，均具备了一定的配置价值，可以逐步配置，随着收益率的上行，配置力度可以逐步加大。

轻交易：由于经济增速和通胀均见底回升，因此债市面临一定的基本面风险，四季度收益率曲线总体向上的概率较大，这意味着交易型机会不大，即使有，也是短暂的、空间也非常有限，把握交易机会的难度较大，且有较大的风险，因此，对交易型机构而言，四季度宜“多看少动，以静制动”。大的波段交易机会需要等到明年上半年。

短久期：在久期的控制上，基于收益率曲线陡峭上行的判断，和目前较为平坦的收益率曲线并未给长债投资以足够保护，建议机构在组合久期的控制上，以中短久期为佳。目前收益率曲线较为平坦，建议重点配置5年以下的品种，适当缩短组合久期。

中评级：由于经济和通胀见底回升，企业的盈利状况将有所好转，中低评级品种的信用利差有望缩小，且目前中低评级债券票面利率较高，具有较高的持有期收益。但由于未来债券市场趋势存在走熊的可能，机动的调整部位的较好的策略保护，保持个券较好的流动性是必要。综合来看，我们推荐评级在AA及以上，5年以内的信用债组合。

7.2 持有期收益：3年期附近品种最佳

根据我们对4季度债券收益率曲线变化的预测，可以计算不同品种的持有期收益率。测算以9月29日中债估值收益率作为基准，假设在该日发行面值为100，票面利率为中债估值到期收益率的债券，计算其持有3个月的收益率。我们分别测算国债、AA中短期票据和AA（无担保）企业债各期限品种持有期收益率及不同情景假设下期望收益率的情况。

根据前面的分析，以及目前收益率曲线较为平坦化的状态，我们认为4季度收益率曲线陡峭上行是大概率事件。

对于国债，我们假设了5种曲线变陡的方式，并且根据我们的分析，赋予了每种方式不同的概率。如图表93所示。例如，对于情景A，收益率曲线整体上行，短端上行幅度较小，中长端上行幅度较大，曲线陡峭化，1年期品种收益率上行5BP，而10年期品种上行15BP。测算结果表明，除了情景E中，10年期品种持有期收益为负外，其余情形持有期收益均为正。在我们的概率假设下，3年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率约3.28%。

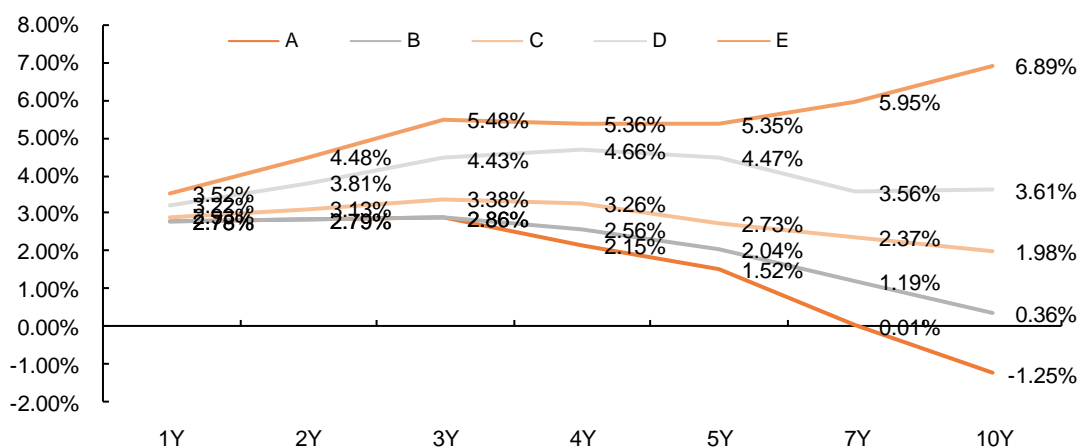
图表93 国债四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
情景 A	20%	0.0005	0.0005	0.0005	0.0008	0.001	0.0015	0.0015
情景 B	35%	0.0005	0.0005	0.0005	0.0005	0.0007	0.001	0.001
情景 C	20%	0	0	0	0	0.0003	0.0005	0.0005

情景 D	15%	-0.001	-0.001	-0.001	-0.001	-0.0007	0	0
情景 E	10%	-0.002	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.0012	-0.001	-0.001

资料来源：平安证券固定收益事业部

图表94 国债四季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

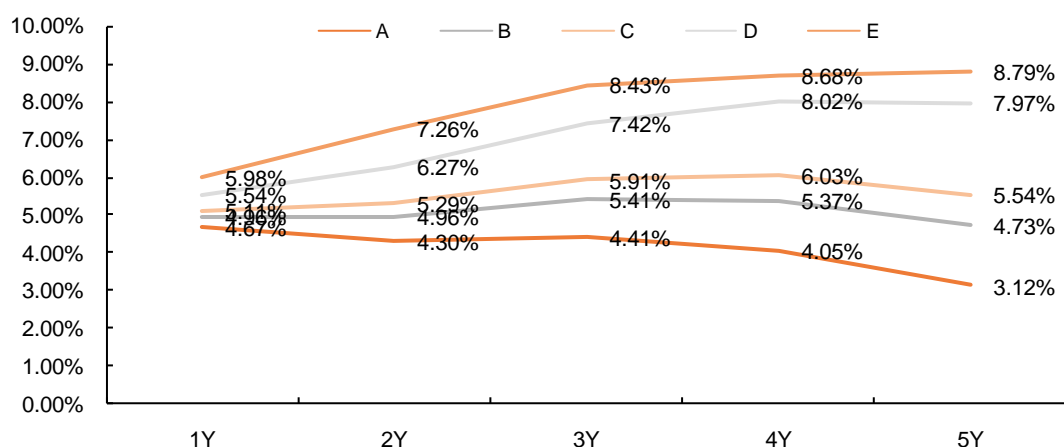
基于陡峭化的曲线变化趋势，我们对 AA 级别的中短期票据 4 季度的收益率曲线变化进行了假设，如图表 95 所示。我们根据假设对 AA 中短期票据四季度的持有期收益率进行了测算，结果表明，AA 中短期票据在五种情形下持有期收益率均为正。在我们的概率假设下，3 年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到 5.63%。

图表95 AA中短期票据四季度收益率情景假设（收益率变化，单位:%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年
情景 A	20%	0.0015	0.0015	0.0015	0.002	0.002
情景 B	35%	0.0005	0.0005	0.0005	0.001	0.001
情景 C	20%	0	0	0	0.0005	0.0005
情景 D	15%	-0.0015	-0.0015	-0.0015	-0.001	-0.001
情景 E	10%	-0.003	-0.003	-0.0025	-0.0015	-0.0015

资料来源：Wind资讯，平安证券固定收益事业部

图表96 AA中短期票据四季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

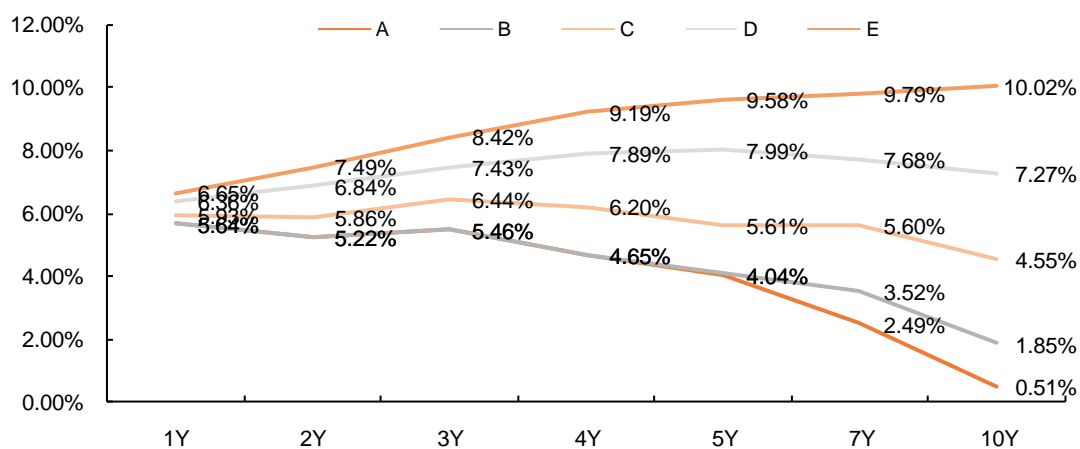
同样基于陡峭化的曲线变化趋势，我们对 AA 级别的企业债四季度的收益率曲线变化进行了假设，如图表 97 所示。我们根据假设对 AA 企业债四季度的持有期收益率进行了测算，结果表明，AA 企业债在五种情形下持有期收益率均为正。在我们的概率假设下，3 年期品种的期望持有期收益率最高，年化收益率达到 6.33%。

图表97 AA无担保企业债四季度收益率情景假设（收益率变化，单位：%）

情景	概率	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
情景 A	20%	0.0015	0.0015	0.0015	0.002	0.002	0.0025	0.0025
情景 B	35%	0.0015	0.0015	0.0015	0.002	0.002	0.002	0.002
情景 C	20%	0.0005	0.0005	0.0005	0.0008	0.001	0.001	0.001
情景 D	15%	-0.001	-0.001	-0.0005	-0.0005	-0.0005	0	0
情景 E	10%	-0.002	-0.002	-0.0015	-0.0015	-0.0015	-0.001	-0.001

资料来源：Wind 资讯，平安证券固定收益事业部

图表98 AA无担保企业债四季度持有期收益情景测算



资料来源：Wind 平安证券固定收益部

图表99 国债、AA中短期票据和AA无担保企业债四季度持有期望收益率

品种	1年	2年	3年	4年	5年	7年	10年
国债	2.95%	3.09%	3.28%	3.00%	2.58%	1.97%	1.44%
AA 中票	5.12%	5.21%	5.63%	5.59%	5.10%	-	-
AA 无担保企业债	6.03%	5.96%	6.33%	6.08%	5.72%	5.48%	4.60%

资料来源：平安证券固定收益事业部

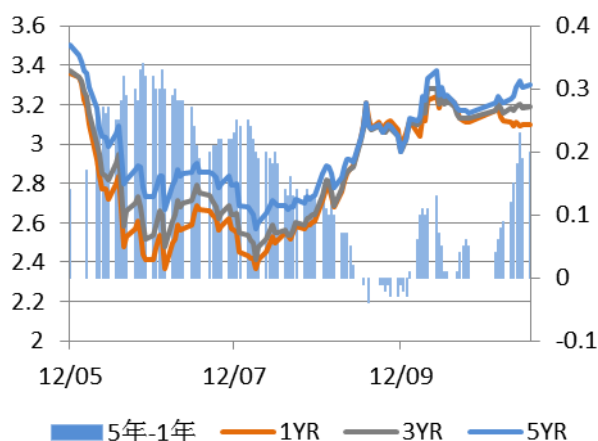
7.3 利率互换市场：看多 Shibor

三季度 IRS 市场呈现单边上涨态势，FR0071-3 年期限上行幅度在 50bp 附近，而 5 年期品种上行幅度稍缓，但也接近 40bp。期限利差显著缩小，但十一之后，随着资金面逐渐收紧，长期品种再次出现了 10bp 以上的上行，FR007 的 5 年品种目前处在 3.3%附近，期限利差约为 20bp。

Shibor 品种方面，随着 3M Shibor 稳定在 3.7%附近，IRS 各期限结束了倒挂，1-5 年期品种收在 3.5-3.6%附近，但在十一之后，各期限的上行幅度也接近 10bp。目前曲线变为极为扁平，1-5 年期收益率在 3.6%附近。由于 3MShibor 受到经济增长和通胀预期的影响明显，我们认为 Shibor 已经触底，明年可能出现趋势性的温和回升，而年底年初也将受到资金面季节性紧张因素的影响，因此目前的价格水平下，可以建立看多 Shibor 上升的 IRS 头寸，这一价格水平拥有较高的安全边际。

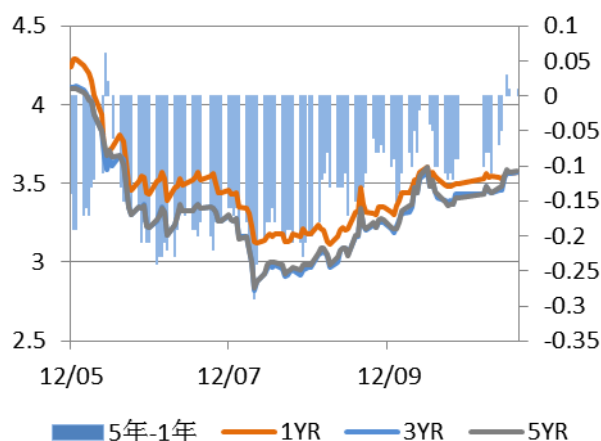
三季度以来，政策性金融债整体走弱，3 年期品种从 3.35%附近升至接近 3.8%，而 5 年期收益率则从 3.6%附近升至 4%。浮息债点差曲线回升幅度更大，3 年期品种上升幅度在 50bp 以上，而 5 年期品种也有 30bp 以上的回升。导致 Shibor 浮息债与 IRS 的组合相对固息债的套利空间有所恢复，目前 3 年期品种套利空间在 12bp 附近；5 年期品种套利空间也首度转正。但考虑到交易成本，利用 Shibor 浮息债和 IRS 获取固定收益的套利空间仍然较小，不推荐参与。FR007 的“回购融券+收浮付”固套利空间则在三季度出现了回落，主要因素是 IRS 浮动端涨势较快。目前 3 年期品种的套利空间约在 57bp，而 5 年期约在 66bp，较三季度初有 30bp 左右的收窄。考虑到 7 天回购对资金的衔接要求更高，这一套利空间并不具备很大吸引力。

图表100 FR007 IRS走势



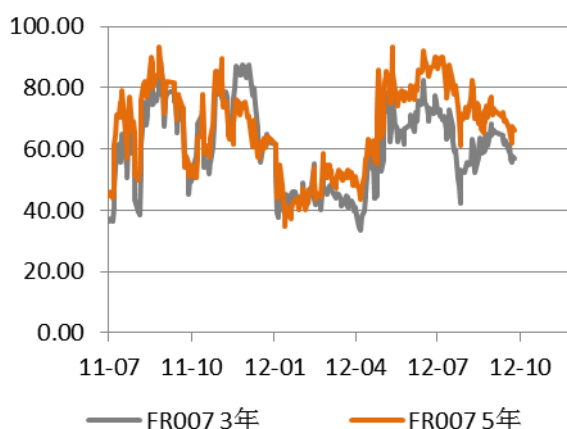
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表101 Shibor IRS走势



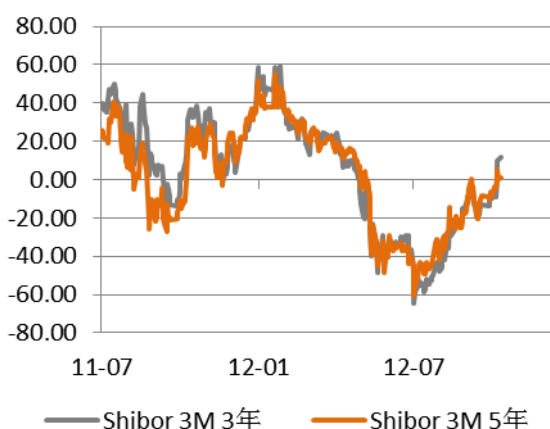
资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表102 FR007 IRS与回购养券套利空间



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

图表103 Shibor 3M IRS与浮息债套利空间



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

八、 现券模拟账户投资

进入四季度，经济基本面对债市已经从利多变为了利空，收益率曲线增陡的可能性在加大。我们建议重点关注资质好的短期券种，同时重视债券存量的流动性。我们于10月26日全仓买入08天保投资债，买入收益率5.62%。按照10月26日的中债估值，我们的账户目前盈利1088.88万元，投资收益率为10.88%（无杠杆）。截至10月26日，中债总全价（总值）指数为118.16，年初至今涨幅为-0.66%。我们模拟账户的超额收益率为11.54%。

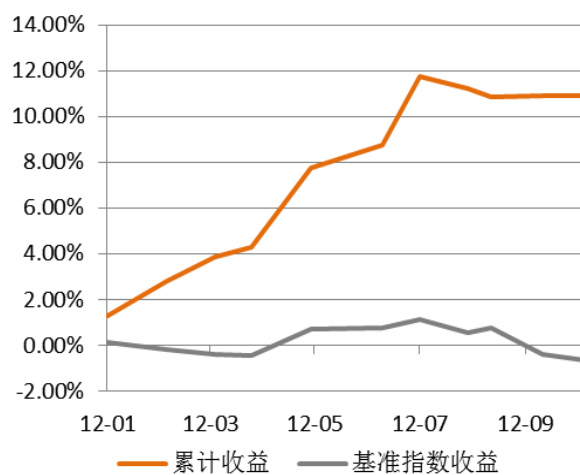
图表104 现券模拟账户投资情况

债券简称	债券类型	久期 (年)	买入日期	买入面值 (万)	买入收益率 (%)	浮动盈亏 (万)
08天保投资债	企业债	2.67	2012-10-26	10000	5.6249%	0
初始资金				10000		
持仓比例				100%		
账户久期				2.67		
资产总计				11088.88		
投资收益				10.88%		
指数 ¹ 收益				-0.66%		
超额收益				11.54%		

资料来源：Wind资讯，平安证券固定收益事业部

注1：基准基数为中债总全价（总值）指数

图表105 模拟账户累计收益与参考指数表现



资料来源：Wind资讯 平安证券固定收益事业部

法律声明

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券固定收益事业部

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8240 1562