

## Shibor 浮息债或表现更好

### 研究结论

- **本周资金面可能短暂缓解，中期来看债市资金面并不悲观。**目前 3 月、1 年和 3 年期央票一二级市场利差倒挂现象有所扩大，分别为 -54bp、-40bp 和 -38bp，未来各期限央票显著放量的可能性不大。9 月 5 日以后两周公开市场到期资金分别为 1760 亿和 1190 亿，可能大幅净投放，对目前偏紧的资金面将有一定的缓解。但由于 9 月 19 日以后至月底公开市场到期资金仅为 290 亿，受季末因素、节日效应及新股发行等影响，资金面将再次偏紧。中期来看，央行资产负债表下的外汇科目将持续为债市提供流动性。从历史数据看，9 月份新增外汇规模要远高于其他月份，若 9 月新增外汇占款高于市场普遍预期的 2500 亿，那么市场对于资金面过于悲观的预期将得到修正。
- **关注债市超调带来的配置性机会。**上周债市收益率再次大幅调整，部分期限利率债收益率水平创出 7 月以来的新高，1-3 年期国债收益率再次发生倒挂，10 年期国债收益率最高达到 4.13% 的水平。随着周四、周五资金面过于悲观的预期有所修正，10 年期国债收益率下降至 4.07% 的水平。虽然目前各期限收益率距年内高点仅差几个 bp，但考虑到 7 天回购利率仍在 4% 以上的水平，3 年期以内国债的估值吸引力依然不大，相比之下，1 年期金融债收益率已经达到 4.55% 的水平，配置价值高于同期限国债。由于 9 月以后政策性金融债净供给规模小于国债，我们认为 5-10 年期金融债具有较好的配置价值。9 月企业债的供给可能较大，将进一步推升信用债收益率水平，进而提高其吸引力，这将对利率债产生资金分流。9 月份 10 年期国债波动区间可能在 3.95%-4.20% 附近。本周若 10 年期国债下降至 3.95-4% 之间，我们认为可以获利了结，建议近期上涨不追加。
- **看好 Shibor 浮息债的表现。**近期 Depo 浮息债点差明显上升，达到历史最高点，1 年、3 年和 5 年期 Depo 金融债收益率分别高于相应期限固定债收益率 1.9bp、17.63bp 和 28.48bp。上周 Shibor 3M 再次掉头上行，本次保证金存款纳入存款准备金缴存基数中，对资金面以及信心恢复影响较大，年内 shibor 3M 可能都在 5% 以上的水平，进而提升了 Shibor 浮息债的配置价值。目前 1 年、3 年和 5 年期 Shibor 金融债的收益率分别为 4.86%、5.86% 和 5.88%，分别高于同期限固定金融债 31.41bp、129.85bp 和 127.95bp，配置价值凸现。我们认为年内再加息的可能性不大，Shibor 浮息债的表现可能持续好于 Depo 浮息债。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

证券分析师

冯玉明

021-63325888×6110

fym@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010045

联系人

高子惠

021-63325888×6106

gaozihui@orientsec.com.cn

报告发布日期

2011 年 9 月 5 日

### 相关研究报告

|                                     |                 |
|-------------------------------------|-----------------|
| 《政策的影响或更多体现在心理层面》                   | 2011 年 8 月 29 日 |
| 《本周 1 年央票发行利率定位较为关键》                | 2011 年 8 月 22 日 |
| 《利率产品收益率仍将下行》                       | 2011 年 8 月 15 日 |
| 《关注短融和利率债的交易性行情》                    | 2011 年 8 月 8 日  |
| 《未来固息债的表现将好于浮息债》                    | 2011 年 7 月 18 日 |
| 《债市进入较好的配置期》                        | 2011 年 7 月 11 日 |
| 《2011 年中期固定收益投资策略——终有云开日出时》         | 2011 年 7 月 4 日  |
| 《紧缩政策仍在加码——年内第 6 次上调存款准备金率点评》       | 2011 年 6 月 14 日 |
| 《资金面再次紧张为债市带来配置型投资机会》               | 2011 年 5 月 16 日 |
| 《较低的期限利差抑制长债收益率下行空间》                | 2011 年 5 月 3 日  |
| 《准备金率政策何时结束——数量型货币政策操作空间及影响分析-专题报告》 | 2011 年 2 月 15 日 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

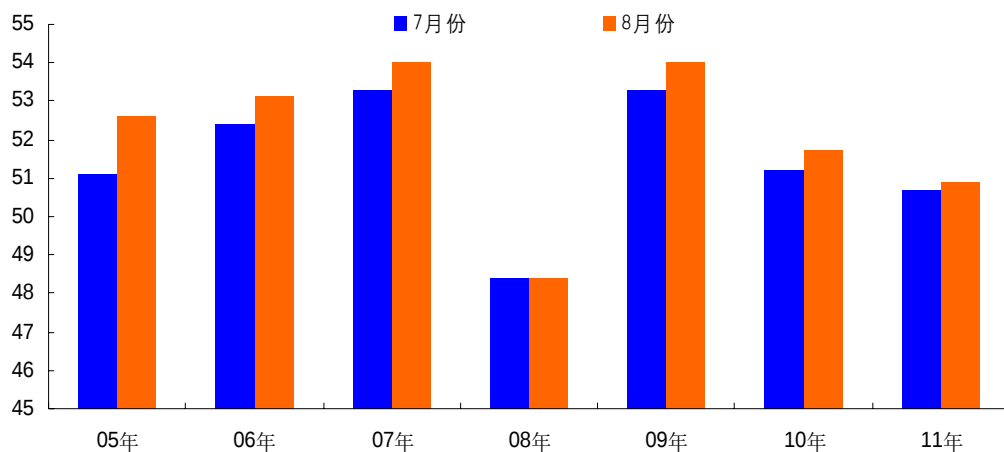
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 1 8 月 PMI 数据点评

8 月 PMI 指数虽有所回升，但其显示经济环比增长仍处于较低水平。物流与采购联合会公布的 8 月 PMI 为 50.9%，虽然比上月上升 0.2%，但从历史数据看，05 年到 10 年中，除 08 年外，其余各年 8 月份的数据都高于 7 月份，且幅度明显大于今年的 0.2%，意味着今年 8 月份数据的上升完全由季节因素引起，剔除季节因素应该是下降的。从汇丰公布的 PMI 看，8 月为 49.9%，虽较上月回升 0.6 个百分点，但仍位于 50% 的荣枯分界线下方，且其中新订单指数也回落至 50% 以下，新出口订单则连续 4 个月下滑，表明海外市场需求疲软。我们一直的观点是，产能释放过程中，外需很重要，如果外需继续下滑，经济环比增长就可能继续下滑。

图 1-1: 7-8 月份 PMI 指数（物流与采购联合会）比较

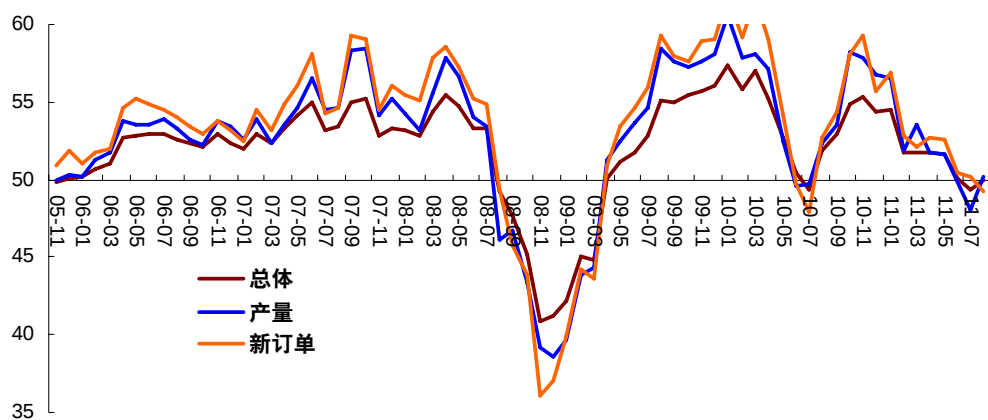
单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

图 1-2: 汇丰中国 PMI

单位：%



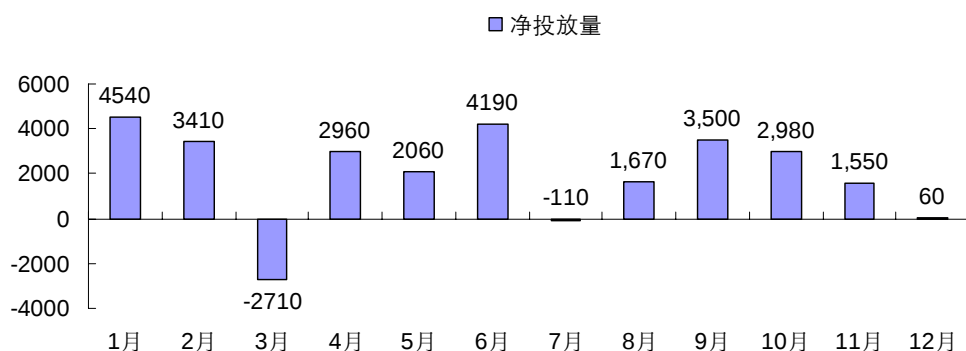
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

## 2 公开市场操作与资金面

上周央行公开市场操作到期资金仅为 270 亿元，通过公开市场操作回笼资金 20 亿元，资金净投放规模为 250 亿元，这样 8 月公开市场操作累计净投放资金 1670 亿元。其中，1 年和 3 月期央票发行规模分别为 10 亿，发行利率不变；上周无 3 年期央票发行和正回购操作。

图 2-1：公开市场各月净投放（或到期）资金分布

单位：亿元

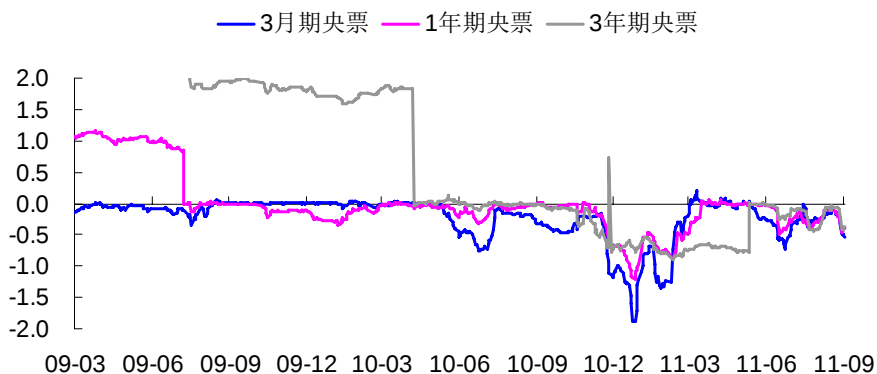


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

目前 3 月、1 年和 3 年期央票一二级市场利差倒挂现象有所扩大，分别为 -54bp、-40bp 和 -38bp，各期限央票放量的可能性不大。9 月 5 日以后两周公开市场到期资金分别为 1760 亿和 1190 亿，资金面将有一定程度的缓解，但由于 9 月 19 日以后至月底公开市场到期资金仅为 290 亿，受季末因素和节日影响，资金面将再次紧张。

图 2-2：各期限央票一二级市场利差

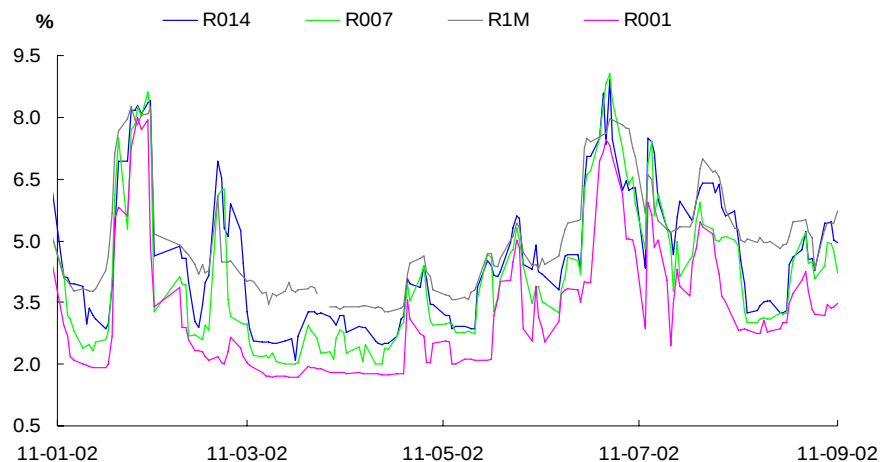
单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

受保证金存款纳入准备金缴款范围的超预期影响以及缴款日的逼近（9月5日），9月2日1天、7天、14天和1个月银行间质押式回购利率分别为3.47%、4.21%、4.96%和5.72%，周涨幅分别为25bp、14bp、69bp和140bp。但周四以后，随着过度悲观预期的修正，资金面略有缓解。

**图 2-3： 银行间质押式回购利率**



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

由于本次纳入存款准备金基数的部分只包含银行承兑汇票、信用证和保函相关的保证金存款，因此预计上缴存款准备金的规模在7000亿-9000亿之间，最悲观与最乐观的情况相差2000亿左右，平均分摊至每个月300亿左右，这对市场影响并不大，可以忽略。值得注意的是，本次对中小银行流动性的影响要大于大型银行。中小银行保证金存款在总存款中的占比多在10%以上（最高的是深发展的27.73%，其次是南京银行的19.12%）。存款准备金率每次上调按0.5个百分点来计算，大型银行相当于上调1.58次存准率，而中小银行相当于上调4.86次存准率，那么本次存款基数的调整对中小银行流动性的影响可能是大行的3倍。

**表 2-1： 扩大存款准备金缴纳基数对大型、中小银行的影响**

|              |        |         |        |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 大型银行保证金存款占比  | 3.67%  |         | 9 月    | 10 月   | 11 月   | 12 月   | 1 月    | 2 月    | 合计     |
| 执行存款准备金率     | 21.50% | 执行方式    | 20%    | 40%    | 40%    |        |        |        |        |
|              |        | 相当于提准效果 | 0.3156 | 0.6312 | 0.6312 |        |        |        | 1.5781 |
| 中小型银行保证金存款占比 | 12.47% |         | 9 月    | 10 月   | 11 月   | 12 月   | 1 月    | 2 月    | 合计     |
| 执行存款准备金率     | 19.50% | 执行方式    | 15%    | 15%    | 15%    | 15%    | 20%    | 20%    |        |
|              |        | 相当于提准效果 | 0.7295 | 0.7295 | 0.7295 | 0.7295 | 0.9727 | 0.9727 | 4.8633 |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

由于大行是公开市场的一级交易商，9、10月份公开市场到期资金对大行流动性补充较快，而对中小银行流动性补充较慢，这将加剧流动性分布不均的状态。上周市场传言央行对部分中小银行进行了“定向放松”，即下调存款准备金率，经过确认并非真实情况。由于下调法定存款准备金率具有较强的政策放松信号，在通胀仍处于高位的情况下，政策不会轻易转向，若市场流动性异常紧张，央行可能再次通过逆回购操作投放流动性。至于定向宽松的传闻倒是可能由于前期为抑制中小银行的放贷需求，央行执行了差别存款准备金政策，而近期差别存款准备金到期，没有续执行。

**表 2-2：准备金补缴款时间节点和规模**
**单位：亿元**

|              | 大机构比率 | 其它比率 | 大机构   | 其它    | 保证金按比例<br>纳入后需缴款 |
|--------------|-------|------|-------|-------|------------------|
| 7 月数据保证金存款数据 |       |      | 16000 | 28415 |                  |
| 9 月 5 日      | 20%   |      | 688   |       | 688              |
| 9 月 15 日     |       | 15%  |       | 831   | 831              |
| 10 月 5 日     | 40%   |      | 1376  |       | 1376             |
| 10 月 15 日    |       | 15%  |       | 831   | 831              |
| 11 月 5 日     | 40%   |      | 1376  |       | 1376             |
| 11 月 15 日    |       | 15%  |       | 831   | 831              |
| 12 月 15 日    |       | 15%  |       | 831   | 831              |
| 1 月 15 日     |       | 20%  |       | 1108  | 1108             |
| 2 月 15 日     |       | 20%  |       | 1108  | 1108             |
| 合计           |       |      |       |       | 8981             |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

上周央行公开市场操作央票仅发行 20 亿元，从现在开始到年底还有 17 周，若每周公开市场操作只发行 1 年和 3 月期央票，无正回购操作，发行规模各为 10-20 亿左右，则公开市场操作回笼资金规模仅为 360-700 亿，那么年内公开市场操作净投放资金或在 7300-7700 亿左右，对本次保证金存款纳入准备金基数所回收资金规模有较好的对冲，相当于公开市场操作净投放为 0。实际上，2005 年以来（除 2010 年以外），9-12 月公开市场操作均实现资金净回笼或小幅净投放的状态。因此只要公开市场操作回笼资金力度不过大，资金面都没有市场预期的这么悲观。

**表 2-3：历年 9-12 月公开市场操作情况**
**单位：亿元**

|      | 到期资金    | 回笼资金    | 净投放规模  | 存款准备金率使用情况                   |
|------|---------|---------|--------|------------------------------|
| 2005 | 10290   | 14462   | -4172  | 无变动                          |
| 2006 | 14420   | 15320.5 | -900.5 | 上调 0.5 个百分点                  |
| 2007 | 16025.5 | 13985   | 2040.5 | 上调 2.5 个百分点                  |
| 2008 | 10925   | 15230   | -4305  | 大行下调 2 个百分点，中小行<br>下调 4 个百分点 |
| 2009 | 27120   | 29370   | -2250  | 无变动                          |

|      |       |       |      |                               |
|------|-------|-------|------|-------------------------------|
| 2010 | 16435 | 11210 | 5225 | 整体上调 1.5 个百分点，大行<br>差别准备金 1 次 |
| 2011 | 8090  | -     | -    |                               |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

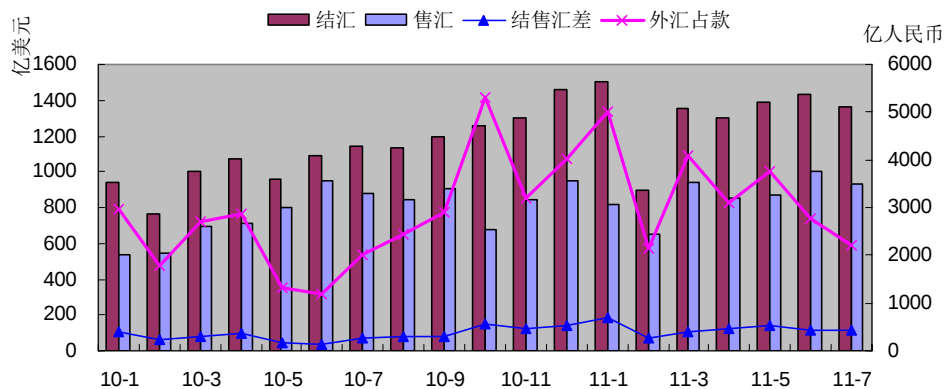
**表 2-4：保证金缴款与公开市场操作到期资金分布**

**单位：亿元**

| 时间         | 保证金缴款 | 公开市场到期资金     | 时间         | 保证金缴款 | 公开市场到期资金  |
|------------|-------|--------------|------------|-------|-----------|
| 2011/9/5   | 688   | <b>1,760</b> | 2011/12/5  |       | 10        |
| 2011/9/12  | 831   | <b>1,190</b> | 2011/12/12 | 831   | <b>10</b> |
| 2011/9/19  |       | 0            | 2011/12/19 |       | 10        |
| 2011/9/26  |       | 290          | 2011/12/26 |       | 10        |
| 2011/10/3  | 1376  | <b>900</b>   | 2012/1/2   |       | 10        |
| 2011/10/10 | 831   | <b>1,180</b> | 2012/1/9   | 1108  | <b>10</b> |
| 2011/10/17 |       | 490          | 2012/1/16  |       | 0         |
| 2011/10/24 |       | 410          | 2012/1/23  |       | 0         |
| 2011/10/31 | 1376  | <b>520</b>   | 2012/1/30  |       | 0         |
| 2011/11/7  |       | 690          | 2012/2/6   |       | 0         |
| 2011/11/14 | 831   | <b>260</b>   | 2012/2/13  | 1108  | <b>10</b> |
| 2011/11/21 |       | 80           | 2012/2/20  |       | 10        |
| 2011/11/28 |       | 20           |            |       |           |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

另外，主导未来资金面松紧的另一个因素是外汇（指央行资产负债表下的外汇科目）。目前，我们对 9 月份市场资金面的估计相对乐观，认为在公开市场到期资金全部投放的情形下，商业银行的超额准备金率会在 1.5% 左右（已考虑保证金存款追缴准备金的影响），一个主要原因在于我们估计 9 月份外汇的规模会在 5000 亿元左右，高于市场 2500 亿的预期。我们的理由在于，从历史数据看，9 月份新增外汇规模要远高于其他月份。如 07-09 年，8 月份新增外汇规模分别为 1508 亿、1831 亿和 1215 亿；而同年 9 月份新增外汇分别为 2983 亿、3601 亿和 4368 亿，是 8 月份的 2 倍多，10 年 9 月份外汇规模虽与 8 月份差不多，为 2389 亿，但 10 月份猛增到 5400 亿，如果今年 8 月份外汇为 2500 亿左右，则 9 月份外汇在 5000 亿左右是很有可能性的。

**图 2-4：银行代客结售汇数据与每月新增外汇占款规模**


资料来源：WIND 资讯，外汇管理局，东方证券研究所

总体来看，9 月下旬资金面仍将偏紧。值得注意的是，9、10 月资金面还将受到新股、转债等发行的影响而波动。目前 200 亿民生转债已经通过银监会，预计将冻结 3000 亿左右的资金。另外，173 亿中水电和 172 亿的陕煤化 IPO 已经通过证监会。由于超百亿的 IPO 不多，因此新股发行时，资金面将受到其影响。

### 3 债券市场展望与投资建议

#### 9 月债市供给分析

财政部公布的今年三季度发行计划中，9 月份有 3 支关键期限国债发行（较 8 月减少 1 支），平均每支按 300 亿发行规模计算，则关键期限记账式国债供给量约为 900 亿左右。9 月 7 日、14 日和 21 日将分别发行 3 年、1 年和 10 年期国债各一支。9 月 16 日将发行期限为 182 天的记账式贴现国债，计划规模为 150 亿元。在不考虑储蓄国债（1 年、3 年和 5 年期总发行规模在 300 亿左右）的情况下，9 月国债总发行规模在 1050 亿左右，比 8 月减少 300 亿左右。9 月国债到期规模为 505.4 亿，则国债净供给规模为 544.5 亿元左右，较 8 月（净供给 457.1 亿元）增加近 100 亿元。

目前地方政府债已经发行 1416 亿元，8 月地方政府债发行 4 支共计 922.6 亿元，**年内地方政府债剩余发行规模为 584 亿元**。由于 9 月下旬资金面可能较为紧张，财政部代理发行地方政府债或在中旬左右发行。

我们在 5 月 30 日周报中分析到国开行金融债全年发行规模可能在 1.2 万亿左右，农发行今年全年预计发行规模为 4000 亿，进出口行中长期金融债发行规模预计为 3600 亿。1—8 月份农发行和进出口行分别发行金融债 3200 亿和 2830 亿元左右，分别占农发行和进出口行金融债全年发行规模的 80% 和 78.61%。1—8 月份国开行金融债发行规模为 8630 亿，占全年的比重为 71.92%。根据全年发行计划，预计年内国开行、农发行和进出口行政策性金融债还将分别发行 3370 亿、800 亿和 770 亿。9 月以后国开行、农发行和进出口行政策性金融债到期量分别为 2405 亿、645.7 亿和 592.7

亿，则 9 月份以后三大政策性银行金融债净融资规模分别为 965 亿、154 亿和 177 亿（1-8 月份三大政策性银行金融债净融资规模分别为 6880 亿、2114 亿和 2211 亿），三大政策性金融债净供给规模为 1296 亿元。剩余 4 个月国开债净供给量明显减少（虽然与农发债和进出口债相比，其供给量仍然较大）。金融债的供给规模将小于国债。

信用债方面，短融受移交清算所登记托管结算等影响，短期会增加管理成本，因此可能会面临需求不足的局面，一级市场发行量可能会有所降低。企业债方面，9 月份将有 200 亿元铁道债的新增信用债供给，可能会对二级市场造成一定冲击，铁道部在大型银行授信空间不大的情况下年内企业债发行规模可能达 1000 亿。在资金面偏紧的情况下，信用债供给的增加将会推升信用债收益率水平，进而提高其吸引力。

另外，民生银行 200 亿可转债已经通过银监会，中石化公告拟发行不超过 300 亿的可转债，中国人寿披露将发行 300 亿次级债等等，债市供给压力依然不小。

**表 3-1：每月各类债券发行到期情况**
**单位：亿元**

|                |      | 11-01  | 11-02  | 11-03  | 11-04  | 11-05  | 11-06  | 11-07   | 11-08  | 11-09     |
|----------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-----------|
| 国债             | 发行规模 | 900    | 580    | 1180   | 1239.7 | 1461   | 1342.5 | 1307.9  | 1330   | 1050      |
|                | 发行支数 | 3      | 2      | 4      | 5      | 6      | 5      | 5       | 5      | 4         |
|                | 到期规模 | 1118.1 | 489.2  | 1005.1 | 527.4  | 925.5  | 0      | 646     | 872.9  | 505.4     |
| 地方政府债          | 发行规模 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 493.4   | 922.6  | 300-400   |
|                | 发行支数 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 2       | 4      | 2         |
|                | 到期规模 | 0      | 0      |        | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      | 0         |
| 三大政策性银行金融债     | 发行规模 | 1493.6 | 1305.5 | 3129   | 1900   | 1693.2 | 1582.2 | 1800    | 1870   | 1300-1400 |
|                | 发行支数 | 9      | 8      | 16     | 10     | 10     | 8      | 9       | 10     | 7-9       |
|                | 到期规模 | 420    | 249.1  | 150    | 473.1  | 873.9  | 300    | 539.3   | 450    | 650       |
| 短融             | 发行规模 | 792.5  | 554.4  | 1485.5 | 922.5  | 570    | 674.5  | 731.3   | 1153.1 | 400-700   |
|                | 发行支数 | 51     | 30     | 87     | 59     | 4      | 47     | 35      | 57     | 30-50     |
|                | 到期规模 | 316    | 526.7  | 561.2  | 890.95 | 571    | 627.5  | 944     | 1064   | 1115      |
| 公司债、企业债、可转债、中票 | 发行规模 | 628.09 | 941.3  | 1585.1 | 822.8  | 1049   | 535.3  | 704.4   | 853.6  | 900-1200  |
|                | 发行支数 | 50     | 56     | 98     | 63     | 45     | 47     | 44      | 48     | 40-50     |
|                | 到期规模 | 0      | 18     | 0.9    | 215    | 118    | 201.6  | 18.37   | 36.4   | 54        |
| 总计发行量          |      | 3814.2 | 3381.2 | 7379.6 | 4885   | 4773.2 | 4134.5 | 5037    | 6129.3 | 3950-4750 |
| 净发行规模          |      | 1960.1 | 2098.2 | 5662.4 | 2778.6 | 2284.8 | 3005.4 | 2889.33 | 3706   | 1840-2640 |

9 月为预测值

资料来源：WIND 资讯，中国债券网，东方证券研究所

### 一级市场

上周财政部代理发行的 5 年期地方政府债中标利率为 4.30%，高于同期限国债到期收益率约 44bp，认购倍数为 1.45。上周无新发国债和金融债。

**表 3-2：国债、金融债收益率变动比较**

| 债券简称      | 发行起始日   | 债券期限(年) | 票面利率(%) | 国债中债估值(%) | 招标倍数   | 利差(bp) |
|-----------|---------|---------|---------|-----------|--------|--------|
| 11 地方债 01 | 11/7/11 | 5       | 3.84    | 3.5501    | 1.0480 | 29     |
| 11 地方债 02 | 11/7/11 | 3       | 3.93    | 3.4375    | 0.9576 | 49.25  |
| 11 地方债 03 | 11/8/1  | 3       | 4.07    | 3.7126    | 1.4479 | 35.74  |
| 11 地方债 04 | 11/8/8  | 5       | 4.12    | 3.8997    | 1.6977 | 22.03  |
| 11 地方债 05 | 11/8/22 | 3       | 4.01    | 3.6536    | 1.4814 | 35.64  |
| 11 地方债 06 | 11/8/29 | 5       | 4.30    | 3.8597    | 1.4508 | 44.03  |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

### 二级市场

受保证金存款纳入存款准备金缴存范围传言成真的影响，市场对资金面悲观预期加重，债市收益率再次大幅调整，部分期限利率债收益率水平创出 7 月以来的新高，1-3 年期国债收益率再次发生倒挂，10 年期国债收益率最高达到 4.13% 的水平。随着周四、周五资金面过于悲观的预期有所修正，10 年期国债收益率下降至 4.07% 的水平。9 月下旬受季末因素、节日效应等影响，回购利率有再次上行的风险，届时现券收益率可能再次调整，10 年国债波动区间可能在 3.90%-4.20% 附近。本周若 10 年期国债下降至 3.95-4% 之间，我们认为可以获利了结，近期上涨不追加。

虽然目前各期限收益率距年内高点仅差几个 bp，具有较好的配置价值，但考虑到 7 天回购利率在 4% 以上的水平，未来还有上行的风险，机构对 3 年期以内国债的需求可能依然不大，相比之下，1 年期金融债收益率已经达到 4.55% 的水平，配置价值高于同期限国债。

**表 3-3：国债、金融债收益率变动比较**

| 国债         | 0.25Y  | 0.50Y  | 1Y     | 2Y    | 3Y    | 4Y    | 5Y    | 7Y    | 8Y    | 10Y   |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2011-09-02 | 3.59   | 3.82   | 3.90   | 3.87  | 3.87  | 3.91  | 3.96  | 4.02  | 4.07  | 4.07  |
| 2011-08-26 | 3.32   | 3.57   | 3.67   | 3.67  | 3.70  | 3.80  | 3.86  | 3.94  | 3.98  | 3.99  |
| 变动(bp)     | 27.83  | 24.89  | 22.78  | 19.44 | 17.37 | 11.25 | 9.62  | 8.31  | 8.49  | 8.14  |
| 1-8 月最低点   | 2.37   | 2.57   | 2.81   | 3.07  | 3.19  | 3.33  | 3.38  | 3.62  | 3.70  | 3.81  |
| 距最低点(bp)   | 122.37 | 125.52 | 109.04 | 79.54 | 67.71 | 58.02 | 57.13 | 40.67 | 36.83 | 25.68 |
| 1-8 月最高点   | 3.64   | 3.84   | 3.94   | 3.90  | 3.93  | 3.99  | 4.04  | 4.07  | 4.10  | 4.13  |

| 金融债        | 0.25Y  | 0.5Y   | 1Y     | 2Y     | 3Y    | 4Y    | 5Y    | 7Y    | 8Y    | 10Y   |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2011-09-02 | 3.96   | 4.23   | 4.55   | 4.55   | 4.57  | 4.59  | 4.60  | 4.66  | 4.74  | 4.87  |
| 2011-08-26 | 3.64   | 3.95   | 4.32   | 4.34   | 4.38  | 4.42  | 4.45  | 4.56  | 4.64  | 4.76  |
| 变动(bp)     | 31.64  | 27.58  | 23.25  | 20.93  | 18.84 | 16.38 | 15.37 | 9.61  | 10.40 | 11.19 |
| 1-8 月最低点   | 2.62   | 2.94   | 3.22   | 3.50   | 3.62  | 3.74  | 3.82  | 3.95  | 4.01  | 4.12  |
| 距最低点(bp)   | 133.96 | 128.54 | 132.64 | 105.47 | 94.75 | 84.33 | 78.03 | 70.16 | 73.37 | 75.54 |
| 1-8 月最高点   | 3.96   | 4.25   | 4.57   | 4.57   | 4.58  | 4.59  | 4.68  | 4.77  | 4.82  | 4.91  |
| 距最高点(bp)   | 0.00   | 2.79   | 1.90   | 2.27   | 1.33  | 0.90  | 8.10  | 11.59 | 8.07  | 3.63  |

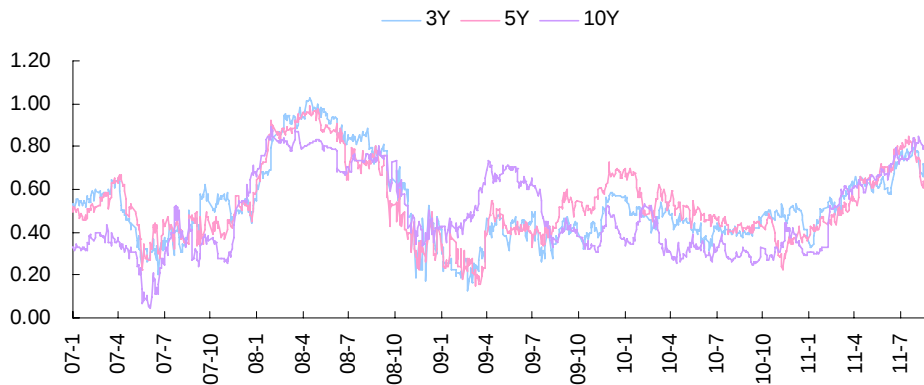
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**表 3-4：国债、金融债期限利差汇总（BP）**

| 国债         | 3Y-1Y  | 5Y-3Y  | 7Y-5Y  | 10Y-3Y |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 2011-09-02 | -2.53  | 8.42   | 6.59   | 19.83  |
| 历史均值       | 43.09  | 33.35  | 25.88  | 89.04  |
| 历史最大值      | 107.71 | 96.28  | 62.90  | 211.14 |
| 历史最小值      | -14.18 | -1.18  | -0.24  | 0.01   |
| 金融债        | 3Y-1Y  | 5Y-3Y  | 7Y-5Y  | 10Y-3Y |
| 2011-09-02 | 1.66   | 3.78   | 5.27   | 30.90  |
| 历史均值       | 39.70  | 30.24  | 22.29  | 78.02  |
| 历史最大值      | 99.67  | 104.21 | 175.54 | 258.46 |
| 历史最小值      | -0.33  | -0.12  | -0.43  | -0.22  |

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

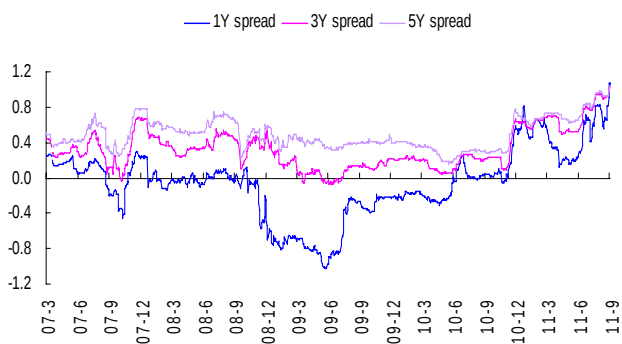
3 年、5 年和 10 年期金融债与国债利差的历史均值分别为 40bp、36bp 和 29bp，而目前 3 年、5 年和 10 年期金融债与国债利差均值分别为 69bp、65bp 和 80bp，周涨幅分别为-1bp、6bp 和 3bp。未来在金融债净供给不高的情况下，其收益率大幅上行的可能性已经不大，目前的估值位置，我们认为 5-10 年期金融债具有较好的配置价值。若流动性出现改善，5-7 年期的金融债表现可能优于其他期限。

**图 3-1： 金融债与国债利差**
**单位：%**


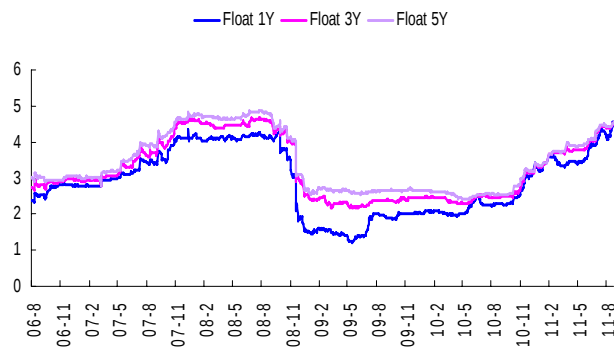
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

### Shibor 浮息债好于定存浮息债

近期 Depo 浮息债点差明显上升，点差达到历史最高点（1 年、3 年和 5 年期 Depo 浮息债点差分别为 1.07%、1.04%和 1.04%）。同时，1 年、3 年和 5 年期 Depo 金融债收益率分别高于相应期限固息债收益率 1.9bp、17.63bp 和 28.48bp。

**图 3-1： Depo 浮息债点差**
**单位：%**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 3-3： Depo 浮息债收益率曲线**
**单位：%**


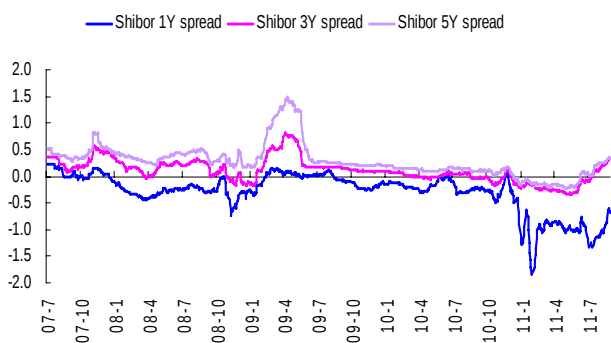
资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

近期 Shibor 3M 再次掉头上行，Shibor 浮息债点差也开始逐步上行，Shibor 浮息债收益率有所上升。本次保证金存款纳入存款准备金缴存基数中，对资金面以及信心恢复影响较大，年内 shibor 3M 可能都在 5%以上的水平，进而提升了 Shibor 浮息债的配置价值。目前 1 年、3 年和 5 年期 Shibor 金融债的收益率分别为 4.86%、5.86%和 5.88%，分别高于同期限固息金融债 31.41bp、129.85bp

和 127.95bp，配置价值凸现。我们认为年内再加息的可能性不大，即使加息一次，Shibor 浮息债的表现也可能持续好于 Depo 浮息债。

**图 3-4：Shibor 浮息债点差**

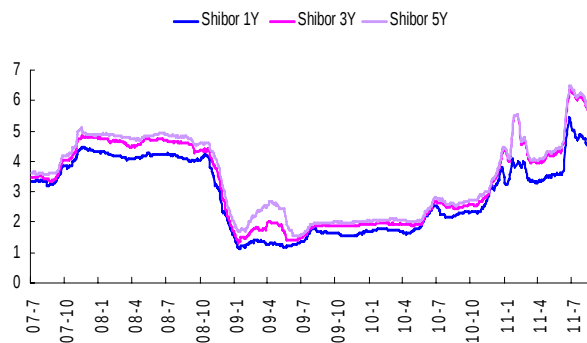
单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

**图 3-5：Shibor 浮息债收益率曲线**

单位：%



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

投资者对新政出台的过度悲观情绪本周将得以修正，另外，在公开市场操作资金大量到期的支撑下，资金面将略有回暖，预计债市收益率会有小幅下行。但由于 9 月底面临季末因素、节日备付、提前为 10 月 5 日（央行又有 40% 的保证金存款纳入缴存准范围，预计多缴款 1400 亿）准备头寸，9 月下旬资金面可能再次出现偏紧状态，建议投资者持谨慎态度，等待最好的入市时点，近期上涨不追加。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)