

央妈送新年礼包

核心观点

❖ 经济平稳收官

11月份，规模以上工业企业实现利润总额同比增长14.9%，增速比10月份放缓10.2个百分点，中上游和国有企业仍然是主要利润增长点。工业企业利润增速与PPI下行拐点走势基本一致，本月数据回调是意料之中，但当月数据下降幅度超预期，伴随PPI下行未来累计增速仍将缓慢下行。

中国制造业采购经理指数（PMI）为51.6%，虽比上月回落0.2个百分点，但仍达到年均值水平，制造业保持稳步增长的发展态势。

❖ 资金利率走高，央行推出“升级版TLF”

临近年末，跨年资金需求旺盛，虽然财政支出能够满足流动性需求，但央行连续六个工作日暂停投放资金对资金利率产生了较大的扰动，尤其是2017年最后几个工作日资金利率飙升。临近年末资金面与债市走势相关度更高，资金利率走高对债市形成不利影响，但央行建立临时准备金动用安排，对市场情绪形成提振，而且跨年后“定向降准”资金开始投放，对2018年初相对乐观。

❖ 央妈送新年礼包

2017年最后一个工作日，人民银行公告称：“为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，人民银行决定建立‘临时准备金动用安排’”。此项安排的适用主体为：现金投放中占比较高的全国性商业银行；资金来源：法定存款准备金；额度：不超过两个百分点；期限：30天。零成本、规模大、无需抵押券、适用范围广，可有效缓解机构春节流动性压力，也可有效对冲春节取现等流动性扰动，有助于稳定市场对资金面的预期。资金面预期乐观并不等同于债券市场将会走牛，主导中长期债市的核心因素仍然是金融去杠杆。

| 经济数据 | 单位 | 11月 | 10月 |
|-------|-----|--------|--------|
| CPI | 同比% | 1.70 | 1.90 |
| PPI | 同比% | 5.80 | 6.90 |
| 工业增加值 | 同比% | 6.10 | 6.20 |
| 投资 | 同比% | 7.20 | 7.30 |
| 消费 | 同比% | 10.20 | 10.00 |
| 出口 | 同比% | 12.30 | 6.80 |
| 进口 | 同比% | 17.70 | 17.20 |
| 贸易顺差 | 亿美元 | 402.14 | 380.60 |
| M2 | 同比% | 9.10 | 8.80 |
| M1 | 同比% | 12.70 | 13.00 |
| 新增贷款 | 亿元 | 11,200 | 6,632 |
| 外汇占款 | 亿元 | 23.7 | 21.0 |



| | |
|------------------------------------|---|
| 1. 两周要闻：经济平稳收官 | 3 |
| 1.1 价格下行影响工业企业利润增速 | 3 |
| 1.2 PMI 小幅回落，外需强劲 | 3 |
| 2. 债市回顾：资金利率走高，央行推出“升级版 TLF” | 4 |
| 2.1 货币市场 | 4 |
| 2.2 公开市场 | 5 |
| 2.3 交易商协会指导利率 | 5 |
| 2.4 国债期货 | 6 |
| 2.5 二级市场 | 6 |
| 2.6 本周发行 | 8 |
| 3. 后市判断及投资建议：央妈送新年礼包 | 8 |

1. 两周要闻：经济平稳收官

1.1 价格下行影响工业企业利润增速

12月27日统计局公布数据显示，1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长21.9%，增速比1-10月份放缓1.4个百分点。11月份，规模以上工业企业实现利润总额同比增长14.9%，增速比10月份放缓10.2个百分点。

工业企业利润增速与PPI下行拐点走势基本一致，本月数据回调是意料之中，但当月数据下降幅度超预期，伴随PPI下行未来累计增速仍将缓慢下行。

行业方面，供给侧结构性改革背景下，上游采矿业仍是主要利润增长点，煤炭开采和洗选业利润总额同比增长3.6倍，石油加工、炼焦和核燃料加工业增长36%，化学原料和化学制品制造业增长36.7%，非金属矿物制品业增长21.9%，黑色金属冶炼和压延加工业增长1.8倍，有色金属冶炼和压延加工业增长36.5%；下游，如酒饮料精制茶制造业、医药制造业、计算机制造业等行业利润也有较大改善。

工业企业资产负债率55.8%，前值55.7%，同比降低0.5个百分点，其中国有企业资产负债率继续下行0.1个百分点至60.8%，国企去杠杆仍需继续推进。

主营业务收入累计增速连续5个月下降至11.4%，增速继续走低，但相对于前期，仍然处于较高增速，需求仍强但持续走弱。

工业企业总体盈利明显下降，中上游和国有企业仍然是主要利润增长点，供给侧改革对价格的推动走弱，未来盈利向好的可持续性需要持续观察。

PPI拐点已现，关注工业企业盈利的持续性，但经济仍然存在韧性，经济整体比较平稳。

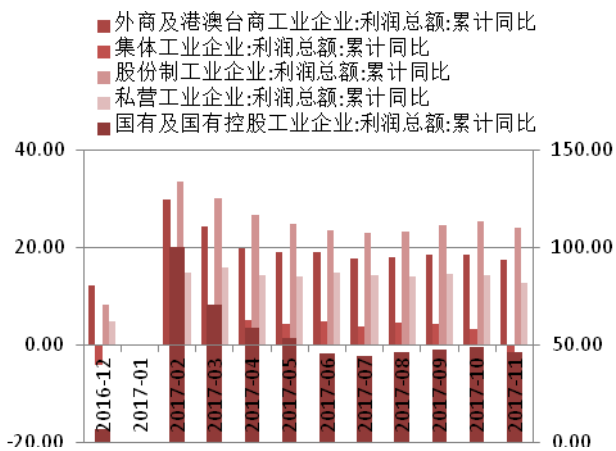


图 1 分所有制工业企业利润历史走势

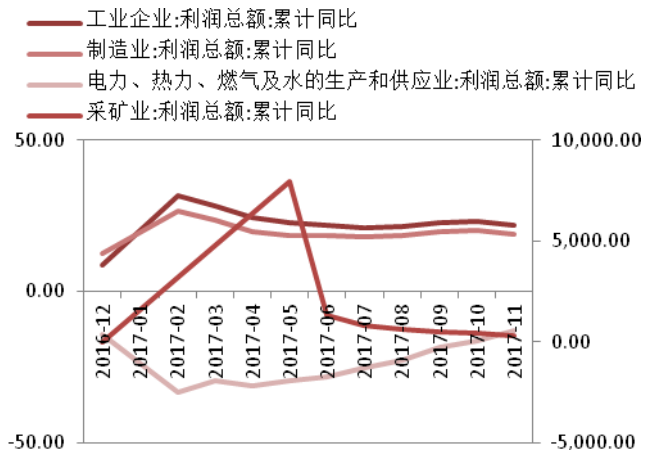


图 2 分行业工业企业利润历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

1.2 PMI 小幅回落，外需强劲

2017年12月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.6%，虽比上月回落0.2个百分点，但仍达到年均值水平，制造业保持稳步增长的发展态势。

12月全国制造业PMI为51.6%，较11月小幅回落，制造业景气小幅转弱。分规模看，大型企业PMI微升（53%，前值52.9%），中型企业PMI微降（50.4%，前值50.5%），小型企业PMI大跌（48.7%，前值49.8%）。主要分项指标中，需求、供给、库存均回落。

需求方面，新订单指数录得 53.4%，较上月下滑 0.2 个百分点；进口指数录得 51.2%，增速回升 0.2 个百分点；新出口订单指数录得 51.9%，较上月提高 1.1 个百分点，为年内次高值，外需景气度大幅提升。受供给侧结构性改革持续推进和环保限产等因素影响，内需下降；全球经济逐渐复苏，外需强劲。

供给方面，生产指数为 54.0%，较上月下滑 0.3 个百分点，生产继续保持较高增长，但增速有所放缓。12 月以来受冬季环保限产等政策影响，制造业生产受到一定冲击，全国高炉开工率持续维持在 63% 的历史低位以下。

库存方面，原材料库存和产成品库存分别下降 0.4、0.3 至 48% 和 45.8%。采购量和生产经营活动预期分别提升 0.1 和 0.8 至 53.6% 和 58.7%。

价格方面，12 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别上行 2.4 和 0.6 至 62.2% 和 54.4%，环保限产的作用下，PPI 环比仍将保持正增长。

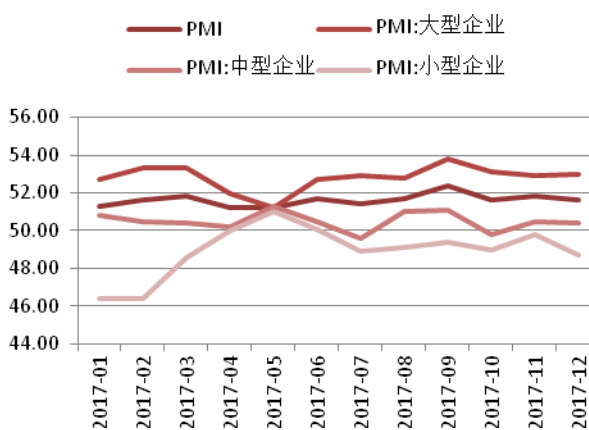


图 3 分企业规模制造业 PMI 历史走势

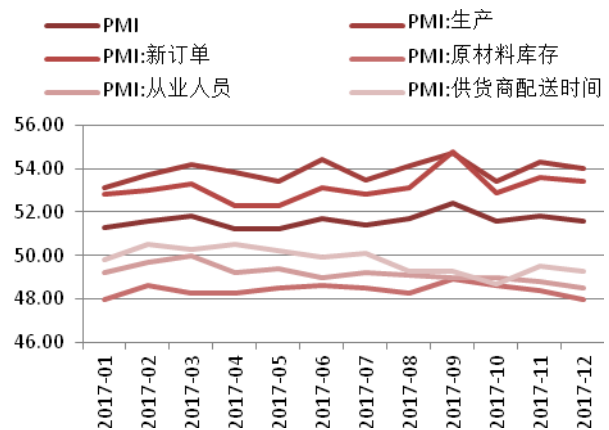


图 4 分指数类型 PMI 历史走势

数据来源：Wind，鑫元基金整理

2. 债市回顾：资金利率走高，央行推出“升级版 TLF”

2.1 货币市场

临近年末，跨年资金需求旺盛，虽然财政支出能够满足流动性需求，但央行连续六个工作日暂停投放资金对资金利率产生了较大的扰动，尤其是 2017 年最后几个工作日资金利率飙升。综合两周来看，银行间、交易所资金利率普遍上行。截止 12 月 29 日，银行间质押式回购加权平均利率隔夜、7 天、14 天、21 天、1M 资金分别位于 3.59%、5.42%、6.67%、4.93%、6.39%。综合来看，市场结构性紧张局面加剧（尤其是中小行和非银机构），整体平稳跨年。

表 1 银行间质押式回购利率变动统计

| 期限 | R001 | R007 | R014 | R021 | R1M |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 最近一天 | 3.59 | 5.42 | 6.67 | 4.93 | 6.39 |
| 最近两周 | 2.80 | 4.20 | 5.85 | 5.22 | 6.13 |
| 最近一月 | 2.78 | 3.69 | 4.89 | 4.82 | 5.63 |
| 两周变动 (BP) | 81.00 | 206.80 | 222.74 | 21.19 | 86.96 |

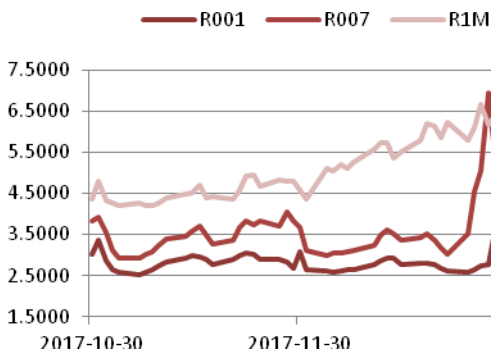


图5 银行间各期限质押式回购加权利率走势

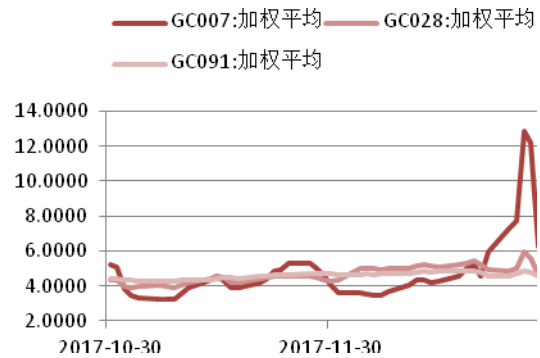


图6 上交所各期限质押式回购加权利率走势

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

2.2 公开市场

最近两周(12.16-12.29)公开市场逆回购到期量6400亿元,另有MLF到期1870亿元(12月16日节假日顺延),整体资金面到期量不大。在MLF提前超量续作的情况下,最近两周央行仅进行OMO操作,并综合使用7D、14D、28D不同期限以满足跨年需求。两周共计投放OMO5500亿元,整体净回笼,尤其是连续六个工作日暂停逆回购操作,也验证了我们之前的判断央行政策偏紧,在年末财政支出力度较大的情况下开始回落资金。另央行12月29日公告称全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时,可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金,这一举动被认为是“升级版TLF”,表明央行有意完善准备金制度,货币政策更加精准。

表2 资金面投放/回笼统计

| 名称 | 到期(亿元) | 投放(亿元) | 净投放(亿元) |
|---------|--------|--------|---------|
| 逆回购 7D | 5400 | 2400 | -3000 |
| 逆回购 14D | 500 | 2000 | 1500 |
| 逆回购 28D | | 1100 | 1100 |
| 逆回购 63D | 500 | | -500 |
| MLF | 1870 | | -1870 |
| 合计 | 8270 | 5500 | -2770 |

2.3 交易商协会指导利率

与两周前相比,交易商协会指导利率整体上行,且幅度有所扩大,其中短端上行幅度大于长端、高评级上行幅度大于中低评级,AA级及以上评级品种收益率平均上行11.31BP。与两周前相比,重点AAA评级1Y上行15BP,3Y上行13BP,5Y上行13BP,7Y上行9BP;AAA评级1Y上行13BP,3Y上行15BP,5Y上行13BP,7Y上行9BP;AA+评级1Y上行14BP,3Y上行12BP,5Y上行12BP,7Y上行9BP;AA评级1Y上行12BP,3Y上行6BP,5Y上行8BP,7Y上行8BP。

表3 交易商协会指导利率

| 信用评级 | 1年 | 3年 | 5年 | 7年 |
|---------|-------|-------|-------|------|
| 重点 AAA | 4.89 | 5.05 | 5.15 | 5.23 |
| 变动 (BP) | 15.00 | 13.00 | 13.00 | 9.00 |
| AAA | 4.97 | 5.17 | 5.30 | 5.50 |
| 变动 (BP) | 13.00 | 15.00 | 13.00 | 9.00 |
| AA+ | 5.21 | 5.40 | 5.58 | 6.00 |
| 变动 (BP) | 14.00 | 12.00 | 12.00 | 9.00 |
| AA | 5.44 | 5.71 | 5.88 | 6.41 |
| 变动 (BP) | 12.00 | 6.00 | 8.00 | 8.00 |

2.4 国债期货

截止 12 月 29 日，十年期国债期货主力合约 T.CFE 收于 93.165，较 12 月 15 日涨 0.28%。临近假日，成交量有所萎缩，两周成交量为 29.88 万手，成交放量减少 12.88 万手；持仓量 5.93 万手，增加 0.01 万手。市场先抑后扬，走势与资金面相关度较高，央行“临时准备金动用安排”改善市场预期，有所提振。

图 7 十年期国债期货主力合约走势



数据来源：Wind，鑫元基金整理

2.5 二级市场

利率债：中央经济工作会议提出重点防控金融风险，但未有太多超出预期表述；银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，以及出台政策要求支付机构客户备付金交存比例提高等监管政策陆续落地，金融风险仍在温和进行中；基本面方面，工业利润增速放缓未改债市谨慎情绪；临近年末资金面与债市走势相关度更高，资金利率走高对债市形成不利影响，但央行建立临时准备金动用安排，对市场情绪形成提振，而且跨年后“定向降准”资金开始投放，对 2018 年初相对乐观。综合来看，截止 12 月 29 日，1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 国债收益率较两周前分别收于 3.79%、3.78%、3.84%、3.90%、3.88%，与 12 月 15 日相比分别上行 1.28BP、1.55BP、-0.73BP、-4.42BP、-0.97BP，利率走势呈高位震荡。

表 4 国债收益率变动统计

| 期限 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|------|------|------|------|------|------|------|
| 最近一天 | 3.79 | 3.78 | 3.84 | 3.90 | 3.88 | 4.37 |
| 最近一周 | 3.80 | 3.80 | 3.84 | 3.91 | 3.88 | 4.37 |
| 最近一月 | 3.76 | 3.78 | 3.84 | 3.92 | 3.90 | 4.35 |



| | | | | | | |
|-----------|------|------|--------|--------|--------|-------|
| 两周变动 (BP) | 1.28 | 1.55 | (0.73) | (4.42) | (0.97) | 0.54 |
| 历史最低 | 0.37 | 1.20 | 1.73 | 2.12 | 1.98 | 0.06 |
| 1/4 分位 | 2.01 | 2.39 | 2.65 | 2.89 | 3.16 | 3.62 |
| 1/2 分位 | 2.55 | 2.88 | 3.12 | 3.36 | 3.50 | 4.10 |
| 3/4 分位 | 3.10 | 3.45 | 3.63 | 3.80 | 3.94 | 4.37 |
| 历史最高 | 8.82 | 7.48 | 6.32 | 5.34 | 5.41 | 10.54 |

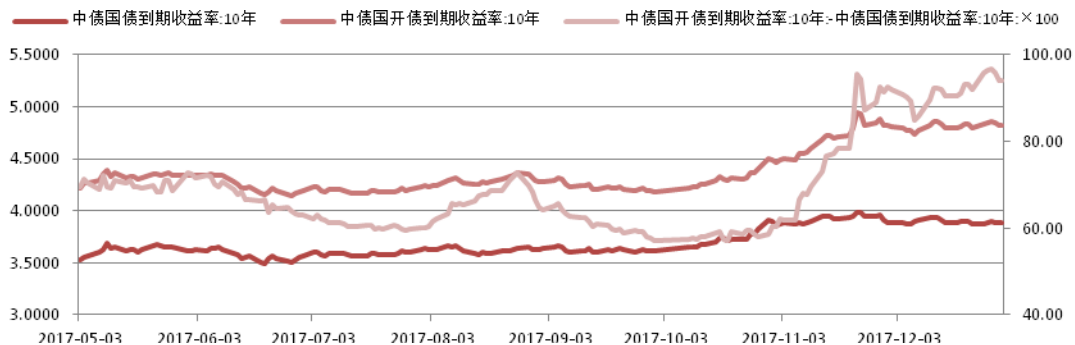
表 5 国开金融债收益率变动统计

| 期限 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|-----------|--------|--------|------|------|------|-------|
| 最近一天 | 4.68 | 4.79 | 4.81 | 4.98 | 4.82 | 5.17 |
| 最近一周 | 4.65 | 4.77 | 4.82 | 4.97 | 4.84 | 5.17 |
| 最近一月 | 4.58 | 4.73 | 4.77 | 4.91 | 4.82 | 5.07 |
| 两周变动 (BP) | 13.47 | 6.50 | 3.93 | 7.55 | 2.57 | 13.73 |
| 历史最低 | (2.60) | (0.20) | 1.85 | 2.22 | 1.34 | 0.62 |
| 1/4 分位 | 2.35 | 2.78 | 3.03 | 3.26 | 3.45 | 4.07 |
| 1/2 分位 | 2.92 | 3.34 | 3.65 | 3.85 | 4.01 | 4.56 |
| 3/4 分位 | 3.68 | 3.95 | 4.15 | 4.33 | 4.46 | 4.99 |
| 历史最高 | 9.44 | 7.05 | 5.89 | 5.90 | 5.92 | 7.62 |

表 6 非国开金融债收益率变动统计

| 期限 | 1Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y |
|-----------|--------|--------|------|------|------|
| 最近一天 | 4.73 | 4.79 | 4.85 | 5.02 | 4.99 |
| 最近一周 | 4.69 | 4.78 | 4.86 | 5.01 | 4.99 |
| 最近一月 | 4.61 | 4.75 | 4.82 | 4.95 | 4.94 |
| 两周变动 (BP) | 14.29 | 5.18 | 4.59 | 7.55 | 6.06 |
| 历史最低 | (2.60) | (0.20) | 1.85 | 2.22 | 1.34 |
| 1/4 分位 | 2.37 | 2.79 | 3.04 | 3.26 | 3.50 |
| 1/2 分位 | 2.91 | 3.36 | 3.64 | 3.86 | 4.03 |
| 3/4 分位 | 3.69 | 3.95 | 4.13 | 4.30 | 4.46 |
| 历史最高 | 9.44 | 7.05 | 5.85 | 5.89 | 5.87 |

图 8 十年国债及十年国开收益率走势





数据来源：Wind，鑫元基金整理

信用债：截止12月29日，与12月15日相比，AA及以上评级的信用债平均上行9.08BP，具体而言，AA+评级1Y短融收益率上行24.02BP至5.50%、5Y中票收益率上行6.12BP至5.67%，7Y企业债收益率上行6.20BP至5.75%。目前信用债收益率水平整体超过5%，且和一般贷款加权平均利率息差较小，配置价值较高。

表7 信用品收益率变动统计

| 期限 | | 1年 | 2年 | 3年 | 4年 | 5年 | 7年 | 10年 |
|--------|----------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| AAA+ | 利率(%) | 5.12 | 5.13 | 5.19 | 5.25 | 5.28 | 5.30 | 5.31 |
| | 变化情况(BP) | 23.16 | 10.46 | 3.64 | 8.92 | 7.11 | 8.28 | 9.31 |
| AAA | 利率(%) | 5.22 | 5.24 | 5.29 | 5.36 | 5.42 | 5.44 | 5.45 |
| | 变化情况(BP) | 24.02 | 10.43 | 3.04 | 4.57 | 6.12 | 6.20 | 7.35 |
| AAA- | 利率(%) | 5.37 | 5.36 | 5.41 | 5.48 | 5.54 | 5.58 | 5.59 |
| | 变化情况(BP) | 24.02 | 10.43 | 3.04 | 4.57 | 6.12 | 6.20 | 7.35 |
| AA+ | 利率(%) | 5.50 | 5.49 | 5.54 | 5.61 | 5.67 | 5.75 | 5.76 |
| | 变化情况(BP) | 24.02 | 10.43 | 3.04 | 4.57 | 6.12 | 6.20 | 7.35 |
| AA | 利率(%) | 5.70 | 5.69 | 5.74 | 5.81 | 5.87 | 6.05 | 6.06 |
| | 变化情况(BP) | 24.02 | 10.43 | 3.04 | 4.57 | 6.12 | 6.20 | 7.35 |
| AAA 城投 | 利率(%) | 5.36 | 5.39 | 5.41 | 5.45 | 5.53 | 5.57 | 5.59 |
| | 变化情况(BP) | 18.02 | 11.65 | 8.79 | 5.62 | 7.53 | 6.20 | 7.34 |
| AA+城投 | 利率(%) | 5.51 | 5.54 | 5.56 | 5.60 | 5.69 | 5.76 | 5.81 |
| | 变化情况(BP) | 16.02 | 11.65 | 8.79 | 5.62 | 9.53 | 6.20 | 7.34 |
| AA 城投 | 利率(%) | 5.71 | 5.79 | 5.83 | 5.87 | 5.96 | 6.11 | 6.19 |
| | 变化情况(BP) | 17.02 | 13.65 | 9.79 | 6.62 | 9.53 | 6.20 | 7.34 |

2.6 本周发行

表8 本周主要中长期利率债计划发行一览表

| 交易代码 | 债券简称 | 发行起始日 | 缴款日 | 计划发行规模(亿) | 发行期限(年) |
|--------------|----------------|------------|------------|-----------|---------|
| 170208Z18.IB | 17 国开 08(增 18) | 2018-01-02 | 2018-01-04 | 60.00 | 7.00 |
| 170411Z14.IB | 17 农发 11(增 14) | 2018-01-03 | 2018-01-05 | 30.00 | 3.00 |
| 150406Z5.IB | 15 农发 06(增 5) | 2018-01-03 | 2018-01-05 | 60.00 | 3.00 |
| 170412Z14.IB | 17 农发 12(增 14) | 2018-01-03 | 2018-01-05 | 30.00 | 5.00 |

3. 后市判断及投资建议：央妈送新年礼包

2017年最后一个工作日，人民银行公告称：“为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，人民银行决定建立‘临时准备金动用安排’”。此项安排的适用主体为：现金投放中占比较高的全国性商业银行；资金来源：法定存款准备金；额度：不超过两个百分点；期限：30天。

这一操作和2017年春节期间央行推出TLF（临时流动性便利）有相似之处，期限接近（TLF为28天），均不需要抵押品。存在的不同是：“临时准备金动用安排”范围扩大至全国性银行，除了传统五大行，也包



括股份制银行；资金来源为法定存款准备金，意味着零成本（TLF 成本为 28D 逆回购利率）；目前各项存款余额超 160 万亿，粗略测算可动用规模将超 2 万亿（TLF 为 6000 亿元）。此次安排从适用范围、资金成本以及规模上对市场而言都比 TLF 更加有利，因此被视为 TLF 的升级版。

零成本、规模大、无需抵押券、适用范围广，可有效缓解机构春节流动性压力，也可有效对冲春节取现等流动性扰动，有助于稳定市场对资金面的预期。

节前市场交投比较清淡，受资金面波动影响较大。央行连续六个工作日暂停公开市场操作，年底资金需求旺盛，大行融出意愿降低，结构性紧张凸显，资金利率飙升，央行在此刻推出“临时准备金动用安排”稳定市场预期的意图十分明显。结合 9 月末央行对满足小微贷款一定条件的商业银行进行“定向降准”（市场预期规模 2000-3000 亿元）的措施将会在 2018 年进行实施，也是零成本，新年伊始央妈送出礼包，资金面预期较为乐观。

资金面预期乐观并不等同于债券市场将会走牛，主导中长期债市的核心因素仍然是金融去杠杆。大资管新规征求意见稿已经截止，后续可关注正式落地后过渡期安排，根据资产端特点，如果过渡期安排为三年，可大胆建仓；过渡期为两年，可在波动中建仓。从收益率绝对水平来看，2018 年将会是票息大年；资本利得来源于金融去杠杆带来的波动。新的一年债券投资需关注去杠杆进度和节奏。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。