

2017.06.23

## 割完韭菜，开始撕葱

——债市每日观察

债券研究团队

覃汉（分析师）

电话：010-59312713

邮箱：[Qinhan@gtjas.com](mailto:Qinhan@gtjas.com)

证书编号：S0880514060011

刘毅（分析师）

电话：021-38676207

邮箱：[LiuYi013898@gtjas.com](mailto:LiuYi013898@gtjas.com)

证书编号：S0880514080001

高国华（分析师）

电话：021-38676055

邮箱：[Gaoguoehua@gtjas.com](mailto:Gaoguoehua@gtjas.com)

证书编号：S0880515080005

尹睿哲（研究助理）

电话：021-38677588

邮箱：[Yinruizhe@gtjas.com](mailto:Yinruizhe@gtjas.com)

证书编号：S0880115120052



覃汉(分析师)

010-59312713

[qinhan@gtjas.com](mailto:qinhan@gtjas.com)

证书编号

S0880514060011

刘毅(分析师)

021-38676207

[Liuyi013898@gtjas.com](mailto:Liuyi013898@gtjas.com)

S0880514080001

### 本报告导读：

万达股债暴跌的背后其实是政策风险作祟，这与当前主导债市的核心矛盾如出一辙。政策的离散性特点与传统线性外推的预测方法无法兼容，这就形成了上半年政策实际节奏与预期往往背道而驰的现象。存量博弈的市场，一致预期往往是错的，即使能规避“割韭菜”风险，也要尽量降低“撕葱”的概率。

**【每日观点】**万达等多只股债“离奇”暴跌。昨日万达集团相关股票及债券遭到市场抛售导致价格大幅下跌。万达电影午盘后封住跌停板停牌，万达债券价格也出现跳水，16万达01全天净价下跌2.73%至94.25元，债券到期收益率较前值上升80bp至4.99%，行权收益率大幅回升至7%以上。随后复星集团股债也受到影响，复星医药全天跌幅8.02%，港股航航实业也下跌4.55%。收盘后财新网报道，银监当局要求银行排查相关企业授信和债务融资风险，包括万达、海航集团、复星、浙江罗森内里等“海外并购明星企业”。

似曾相识的黑天鹅，截然不同的背后推手。此次万达债券暴跌不禁让人联想到4月份的魏桥事件，当时受到外资沽空机构对中国宏桥财务状况的质疑，使得相关债券收益率出现大幅上行，魏桥公司债收益率跳升接近300bp。但是从背后的推动因素来看，两次信用事件的根本原因却截然不同：

魏桥的信用危机起源于对其信用基本面的担忧，国外机构对中国宏桥的质疑主要集中在近年来公司急剧上行的利润、发电成本偏低以及债务过高等问题上，而这些都会确实影响到企业的偿债能力，从而加大投资者对于公司偿债能力的担忧，进而触发市场的抛售行为导致其收益率大幅上行；

万达从财务数据上来，信用基本面并未出现太大的问题，16年年报显示，账面货币资金1002亿元，其中受限货币资金仅55亿元，货币资金/短债比率高达3.77，而且当前银行授信也并未出现收缩迹象，偿债能力极强。但导致其债券大幅抛售的原因可能与ZZ问题有关，银监会要求彻查海外并购规模较大的企业，而大行出于“讲ZZ”的谨慎原则抛售委外账户中万达的相关债券，最终导致收益率出现大幅上行。

基于万达事件看债市行情，相比较于基本面的风险，政策风险往往更难预期。当前债市的主要矛盾同样集中在政策层面，投资者在预期未来市场变化的时候往往采用线性外推的方法，应用到经济增长、通胀这一类可以高频跟踪并且相对连续的数据上时并不会出现太大的偏离。而政策不同于经济变量，往往跟随人的意志转移，具有离散的特性，这意味着线性外推的预测方法并不适用于政策展望上。站在当前时间点，投资者出于对近期央行及政策层面频吹暖风的线性外推，认为监管已经出现趋势性的放缓，债市未来仍有进一步下行的空间。但在我们看来，本轮监管的弱化，很有可能只是因为维稳需求上升背景下，政策“择时”的结果，并非趋势性的放缓。如果投资者基于政策趋势性放缓而做出投资决策，犯错的可能性较大。

图 1: 4 月份魏桥公司债到期收益率上行接近 300bp

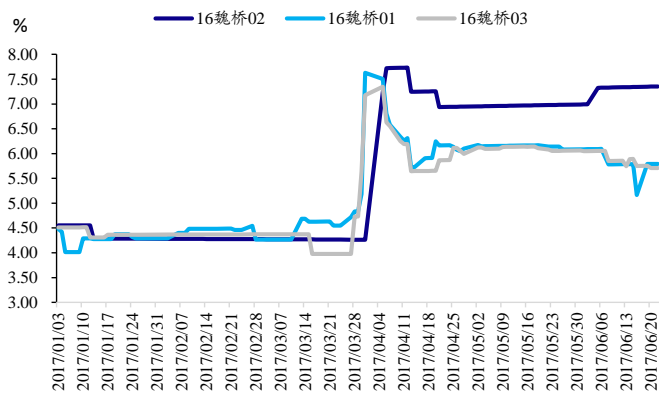


图 2: 万达信用基本面并没有太大问题

发行人名称 (亿元)	大连万达商业地产股份有限公司			
	2016	2015	2014	2013
总资产	7511.46	6395.60	5642.93	4310.46
净资产	2,233.76	1,858.97	1,551.44	1,138.71
货币资金	1,002.37	731.48	930.35	736.63
短期债务	265.82	460.70	364.66	210.16
总债务	2265.89	1907.87	1809.70	1339.93
营业收入	1,298.55	1,321.05	1,145.86	923.15
EBITDA	537.27	489.96	427.97	408.20
净利润	328.85	301.09	251.01	248.82
经营活动净现金流	379.76	319.09	88.32	68.07
投资活动净现金流	-410.34	-467.38	-456.99	-237.83
筹资活动净现金流	309.84	-53.24	538.00	379.03
资产负债率 (%)	70.26	70.93	72.51	73.58
流动比率	1.03	0.97	1.11	1.09
速动比率	0.45	0.36	0.49	0.53
经营现金流/总债务	0.17	0.17	0.05	0.05
EBITDA/利息	3.57	2.98	3.08	3.61
EBITDA/总债务	0.24	0.26	0.24	0.30
货币资金/短期债务	3.77	1.59	2.55	3.51
全部债务资本化率	0.50	0.51	0.54	0.54
长期债务资本化率	0.47	0.44	0.48	0.50
毛利率 (%)	42.48	44.89	46.67	47.16
净利润率 (%)	25.32	22.79	21.91	26.95
应收账款周转天数	1.62	1.44	1.35	0.98
存货周转天数	801.42	772.53	723.62	652.53
总资产回报率 (%)	7.43	7.79	8.26	10.34

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

事实上，上半年政策的实际节奏与市场预期往往背道而驰。今年在十九大维稳和金融去杠杆推进并行的大背景下，政策出台的节奏和时机往往会在两者之间寻找一种平衡，既不能因为维稳需要而放弃金融去杠杆的任务，也不能因为要去杠杆而导致市场出现大幅波动。这就决定了政策出台的时机往往是在市场相对较好、情绪较为乐观的时候，而在市场不好、投资者普遍悲观的时候，政策推进节奏也会有所放缓，回顾今年以来的行情，政策的脉络没有一次不符合这个特点：

(1) 2 月份在春节前后分别调升了 MLF 及公开市场操作利率，市场对政策预期一片悲观，10 年期国债收益率快速上行接近 20bp，但随后却发现 2、3 月份政策层面悄然无声，传言中的“资管新政”、“同业存单纳入同业负债”等政策也迟迟没有落地，情绪也开始慢慢转向；

(2) 3 月份，市场预期开始显著转好，并且在美联储加息之前出现一波抢跑行情，收益率开始逐渐回落，然而就在市场情绪转好的时候，监管开始逐步加强，银监会“334”监管文件开始落地，导致市场再次走弱，10 年期国债收益率逐步攀升至 3.7% 的年内高点；

(3) 伴随着市场的悲观情绪升温，政策层面 5 月份开始出现明显缓和，新华社撰文称“不能发生

处置风险的风险”，央行也对六月份资金面进行积极预期管理，市场情绪再度好转，10年期国债从高点最多回落接近20bp。

**警惕7月份监管再度趋严后，市场下跌与赎回压力相互反馈形成的自我强化链条。**短期来看金融去杠杆确实取得了一定成效，但同业存单纳入同业负债、资管和理财的穿透式管理等政策尚未出台，金融去杠杆很难说就此结束。7月份在维稳需求大幅下降、北戴河会议和政治局会议召开之前，监管趋严很有可能卷土重来。根据近期与投资者的交流情况来看，目前银行委外赎回的压力貌似有所缓解，甚至还有一些新增委外重新进入市场，这也是导致机构对未来预期更加乐观的原因。如果仔细推敲，委外赎回压力的减少很有可能是近期市场上涨的“结果”，而不能作为未来市场上涨的“原因”。归根结底，委外赎回也是一种顺周期的行为，在市场不好时，赎回压力加大从而增加市场调整压力；而当市场好转时，账户业绩提升后银行赎回的动力也在下降。考虑到16年三季度银行集中委外账户和券商资管产品在今年7月份以后行将到期，如果7月份监管重新趋严，市场下跌与赎回压力可能会相互反馈形成自我强化链条，届时市场的下跌幅度和节奏将会超大部分投资者的预期。

**存量博弈的市场，一致预期往往是错的，即使能规避“割韭菜”风险，也要尽量降低“撕葱”的概率。**今年市场预期出奇的一致，往往是我们想到一个逻辑来推演市场时，跟投资交流后发现其实已经成为市场一致预期。存量博弈的市场，一致预期往往都是错的，否则这与熊市多数人亏钱的大格局不符。在这种情况下，跟一致预期反着做反而赢面更大。2、3月份在市场普遍谨慎的时候市场开始演绎两轮熊市反弹，4月初在市场开始乐观时收益率开始见底回升，5月份在收益率不断上行市场普遍预期要突破3.7%时收益率却又开始转而下行。对应到当下，市场乐观预期普遍升温时是否代表着收益率又将见底回升？从这一轮熊市反弹幅度和持续时间来看，已经与历史上历次熊市反弹的极限接近，收益率几乎没有继续下行的空间。相比股市，债市由于参与者主要是机构，“韭菜”相对较少，但当股市都已经进入“割完韭菜，开始撕葱”的阶段时，债市投资者还能这么自信避免成为“韭菜”吗？存量博弈的市场，一致预期往往是错的，即使能规避“割韭菜”风险，也要尽量降低“撕葱”的概率。

## 【每日市场回顾】

**债市连续下跌，回吐近一半涨幅。**昨日债市市场延续弱势，国债期货低开之后震荡下行，午盘后虽然有所回暖，但临近收盘前再度回吐午盘后的涨幅，全天来看，国债期货主力合约TF1709和T1709分贝下跌0.32%、0.19%。现货市场上，债券收益率继续回升，10年期国债和国开收益率分别上行2bp、4bp，近两个交易日国债收益率上行7bp，回吐了6月份以来接近一半的涨幅。其他市场上，股票依然表现疲弱，上证综指与创业板指分别下跌0.28%、1.44%。期货市场上，大宗商品维持震荡，焦煤焦炭小幅上涨，铁矿螺纹小幅下跌。

## 【货币市场：整体宽松】

➤ **货币市场资金面呈现宽松态势。**昨日，央行公开市场进行了200亿元7天期逆回购操作，同时有1000亿逆回购到期。隔夜利率相较于上一交易日下行6bp为2.91%，7D下行17bp至3.36%，14D利率下行18bp为4.85%。DR001下行6bp为2.83%，DR007上行1bp至2.96%，DR014下行18bp至4.21%；长端Shibor1M相较于上一交易日下行3bp为4.61%，Shibor3M较上一交易日下行4bp为4.65%。交易量较上个交易日有所增加，其中隔夜较上个交易日减少614.32亿，7D增加220.57亿，14D增加591.47亿。交易所资金GC001加权平均利率下行33bp至4.4241%，GC007加权平均利率上行10bp至4.9040%。

- **在岸人民币贬值。**昨日，在岸人民币兑美元收盘价报 6.8307，较前一交易日调贬 17bp；人民币兑美元中间报价 6.8197，较前一日调贬 4bp。截至昨日 20:30，离岸人民币兑美元中间报价为 6.8334，较前一交易日调贬 20bp，低于在岸 27bp。

### 【利率债市场：收益率普遍上涨】

- **一级利率债发行需求偏弱。**昨日发行口行债 90 亿元，1Y、3Y、10Y 加权中标利率分别为 3.9596%、4.1540%、4.3221%。其中 1Y、3Y 口行债加权中标利率分别低于前日二级市场利率 14.13bp、3.90bp，10Y 口行债加权中标利率高于前日二级市场利率 0.73bp，投标倍数分别为 3.24 倍、3.19 倍、2.71 倍。
- **二级利率债收益率普遍上涨。**国债 1Y 与前一交易日持平为 3.55%、5Y 相较于前一交易日上行 3bp 为 3.54%，10Y 上行 2bp 为 3.56%。口行债 1Y 较前一交易日下行 2bp 为 4.08%、5Y 较前一交易日上行 1bp 为 4.22%、10Y 相较于前一交易日上行 4bp 为 4.36%。国开债 1Y 下行 2bp 至 4.06%、5Y 上行 4bp 至 4.15%、10Y 上行 4bp 至 4.22%。
- **国债期货普遍收跌。**国债期货低开低走收跌。5 年期国债期货主力合约 TF1709 收于 97.845 元，相较于前一交易日下跌 0.19%；TF1712 收于 97.915 元，下跌 0.11%；10 年期国债期货主力合约 T1709 报收 95.225 元，下跌 0.32%。

### 【信用债市场：短端收益率趋稳】

- **短端收益率趋稳。**昨日短融市场成交清淡，主要参与机构是基金和银行，主要成交期限集中在三个月内和五个月左右的 AAA 短融产品。中票交投较活跃，大连万达极其火爆，各类型机构均有参与。企业债交投较为活跃，基金，券商，保险和券商资管均有参与。中债中短期票据收益率曲线（AAA）1Y 与前一交易日持平为 4.53%，3Y 与前一交易日持平为 4.55%，5Y 相较于前一交易日上行 3bp 至 4.67%。
- **长端信用利差微扩。**1Y 各评级信用利差均与前一交易日持平；3Y AAA、AA 评级信用利差均收窄 5bp，AA+评级信用利差与前一交易日持平，AA-评级信用利差收窄 10bp；5Y 各评级信用利差均扩大 1bp。其中，1 年期 AA 及以上品种信用利差均处于 09 年至今 35%-36% 分位数水平，3 年期中票 AA+及以上品种信用利差均处于 19%-21% 分位数水平，5 年期中票 AA+及以上品种信用利差处于 22%-25% 分位数水平；AA-级 3 年期和 5 年期信用利差分别处于 27%、34% 分位数水平。

### 【转债及交换债市场：中证转债指数微跌】

- 昨日，中证转债指数微跌报收 289.57 点，相较于前一交易日下跌 0.01 点。在涨跌幅排行榜中，汽模转债、14 宝钢 E 涨幅居前，分别上涨 7.90% 和 1.38%；歌尔转债和格力转债跌幅居前，分别下跌 2.37%、1.69%。

### 【股票及商品市场：沪深普遍下跌，商品涨跌互现】

- **沪深普遍下跌。**上证综指收盘跌 0.28%，深成指跌 0.98%，创业板指跌 1.44%。两市仅金融股飘红，银行、非银金融涨幅居前，分别上涨 1.75%、0.14%。概念板块中，特斯拉指数、沪股通 50 指数概念涨幅居前，分别上涨 1.46%、0.14%。

- **大宗商品涨跌互现。**国内期市收盘多数下跌，黑色系午后震荡下行。相对于前一交易日结算价，焦煤、焦炭分别上涨 1.57%、1.63%，铁矿石、动力煤、螺纹钢分别下跌 0.12%、0.14%、0.95%；有色板块涨跌互现，黄金、白银、铜分别上涨 0.70%、1.02%、0.68%，铝下跌 1.15%；化工品涨跌互现，PVC 上涨 0.43%，PTA、甲醇分别下跌 0.96%、2.33%。农产品涨跌不一，豆粕、玉米、棉花分别下跌 1.30%、0.24%、0.49%，鸡蛋上涨 0.73%。

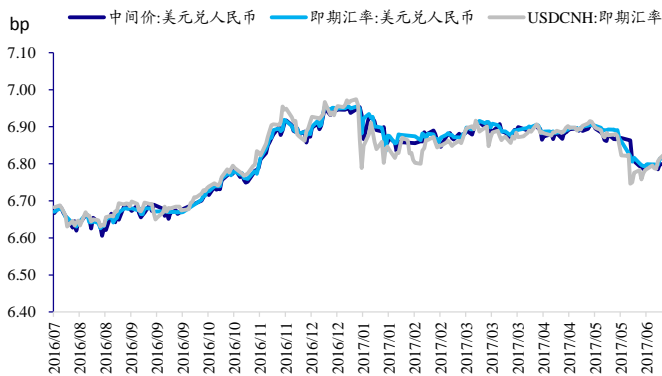
附表及附图:

表 1: 货币市场回顾

类型	指标	当前值 (%)	较前日变动 (bp)	最近一月均值 (%)	最近3月均值 (%)	最近半年均值 (%)
银行间回购	R001	2.91	↓ -6	2.82	2.77	2.56
	R007	3.36	↓ -17	3.32	3.42	3.19
	R014	4.85	↓ -18	4.12	4.07	3.81
	R1M	4.86	↓ -31	4.90	4.61	4.47
	DR001	2.83	↓ -6	2.76	2.68	2.47
	DR007	2.96	↑ 1	2.94	2.89	2.71
	DR014	4.21	↓ -18	3.98	3.77	3.48
	DR1M	4.69	↓ 0	3.86	3.75	3.66
银行间同业拆借	SHIBOR1M	4.61	↓ -3	4.40	4.22	3.98
	SHIBOR3M	4.65	↓ -4	4.66	4.46	4.14
	SHIBOR6M	4.53	↓ 0	4.49	4.40	4.08
	SHIBOR9M	4.42	↓ 0	4.37	4.27	3.98
交易所回购	GC001	4.4241	↓ -33	3.77	4.83	4.85
	GC007	4.9040	↑ 10	3.95	3.85	3.82
	GC014	4.9647	↓ -4	4.13	3.90	3.81
	GC028	4.4240	↓ -14	4.26	3.90	3.85

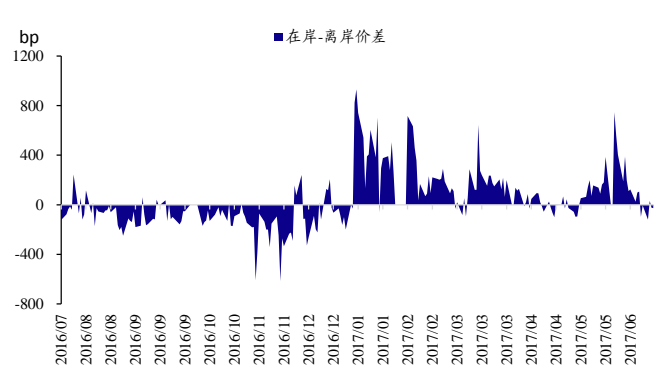
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (四分位图均为收益率或期现利差)

图 3: 人民币汇率走势



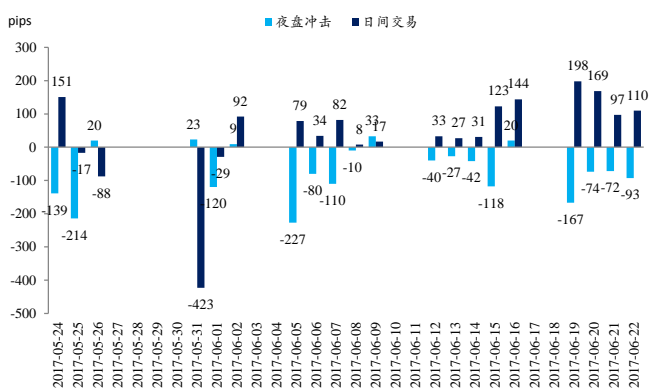
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 在岸离岸人民币价差



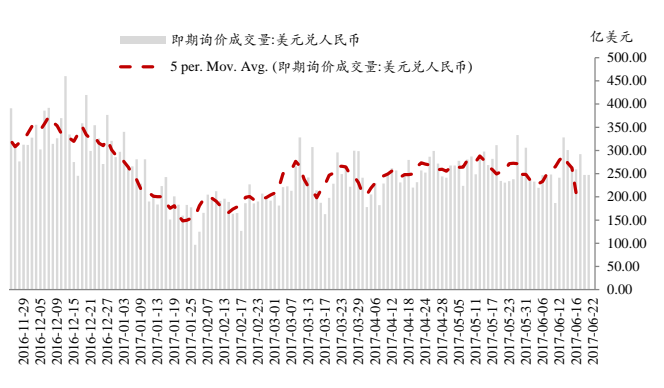
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 人民币夜盘冲击和日间交易分解



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 外汇成交量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 2: 本周利率债招标结果及新发债

招标日	类型	规模(亿)	中标利率(%)							较前日二级市场利率(bp)							投标倍数(倍)							
			1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	
2017/6/19	地方政府债	26.2				4.1100																		
2017/6/19	地方政府债	30.4			4.0400																			
2017/6/19	地方政府债	30.4		4.0000																				
2017/6/20	地方政府债	200.0			3.9500																			
2017/6/20	地方政府债	142.0		3.8900																				
2017/6/20	地方政府债	66.7																						
2017/6/20	地方政府债	30.7																						
2017/6/20	地方政府债	39.0																						
2017/6/20	地方政府债	37.3																						
2017/6/20	地方政府债	34.9																						
2017/6/20	国库债	120.0					4.1099																3.73	
2017/6/20	国库债	50.0			4.0654																			
2017/6/20	国库债	60.0																						
2017/6/20	国库债	40.0	3.8983	4.0553																		4.37	3.39	3.64
2017/6/21	农发债	50.0			4.1582																		3.03	
2017/6/21	农发债	40.0	3.9661																					
2017/6/21	农发债	50.0		4.1434																				
2017/6/21	农发债	40.0					4.2762																	
2017/6/21	国债	400.0				3.5700																		
2017/6/21	地方政府债	8.4			4.0800																			
2017/6/21	地方政府债	10.0					4.0900																	
2017/6/21	地方政府债	10.0			4.1500																			
2017/6/21	地方政府债	10.0			4.0800																			
2017/6/21	地方政府债	5.0		4.0900																				
2017/6/22	央行债	30.0	3.9596																				3.24	
2017/6/22	央行债	30.0		4.1540																			3.19	
2017/6/22	央行债	30.0				4.3221																		2.71

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 3: 主要利率债走势

类型	期限	现值	日变动	年初至今变动	最大值	最小值	分位数	四分位图
国债	1	3.55	👉 0	👉 90	4.25	0.89	87%	
	3	3.54	👉 5	👉 76	4.50	1.24	81%	
	5	3.54	👉 3	👉 69	4.53	1.73	75%	
	7	3.60	👉 1	👉 61	4.67	2.14	70%	
	10	3.56	👉 2	👉 55	4.72	2.64	58%	
	20	3.94	👉 3	👉 44	5.10	2.98	39%	
	30	3.98	👉 3	👉 40	5.20	3.08	29%	
	10Y-1Y(bp)	1	👉 2	👈 -35	226	-7	1%	
	20Y-10Y(bp)	38	👉 1	👈 -11	70	17	27%	
30Y-10Y(bp)	42	👉 1	👈 -15	86	26	11%		
进出口	1	4.08	👈 -2	👉 68	5.45	1.11	81%	
	3	4.21	👉 2	👉 60	5.82	1.50	80%	
	5	4.22	👉 1	👉 42	5.85	1.97	78%	
	7	4.30	👉 3	👉 45	5.89	2.50	75%	
	10	4.36	👉 4	👉 54	5.87	3.05	73%	
	20	4.40	👉 1	👉 28	6.27	3.31	32%	
	10Y-1Y(bp)	28	👉 6	👈 -14	246	-4	6%	
20Y-10Y(bp)	4	👈 -3	👈 -26	86	2	0%		
国开	1	4.06	👈 -2	👉 28	5.55	1.11	80%	
	3	4.15	👉 4	👉 63	5.85	1.50	79%	
	5	4.15	👉 4	👉 51	5.89	1.97	74%	
	7	4.26	👉 0	👉 47	5.90	2.50	68%	
	10	4.22	👉 4	👉 54	5.92	3.01	62%	
	20	4.39	👉 0	👉 38	6.29	3.27	34%	
	30	4.41	👉 0	👉 33	6.37	3.46	30%	
	10Y-1Y(bp)	15	👉 6	👈 -35	246	-15	4%	
20Y-10Y(bp)	17	👈 -4	👈 -15	86	15	0%		
30Y-10Y(bp)	20	👈 -4	👈 -20	101	17	1%		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**表 4: 国债期货变动**

标的	收盘价	涨跌幅 (%)	振幅	成交量 (手)	Δ成交量 (手)	持仓量 (手)	Δ持仓量 (手)
TF1709	97.845	↓ -0.19	0.27	14065	↓ -310	48469	↑ 735
TF1712	97.915	↓ -0.11	0.29	148	↓ -174	1609	↑ 58
TF1803	97.790	↓ -0.17	0.00	0	↓ 0	4	↓ 0
T1709	95.225	↓ -0.32	0.34	60833	↑ 3899	55603	↑ 1951
T1712	95.170	↓ -0.26	0.26	1035	↓ -141	4212	↑ 176
T1803	95.150	↓ -0.17	0.22	32	↓ -32	126	↑ 5

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**表 5: 中短期票据收益率及信用利差**

评级	期限	收益率 (%)			信用利差 (bp)		
		当日变动 (bp)	年初至今变动 (bp)	当日变动 (bp)	年初至今变动 (bp)		
AAA	1	4.53	↑ 0	↑ 62	98	↑ 0	↓ -28
	3	4.55	↑ 0	↑ 64	101	↓ -5	↓ -12
	5	4.67	↑ 3	↑ 69	113	↑ 1	↑ 0
AA+	1	4.79	↑ 0	↑ 62	124	↑ 0	↓ -28
	3	4.83	↑ 5	↑ 64	129	↑ 0	↓ -12
	5	5.07	↑ 3	↑ 80	153	↑ 1	↑ 11
AA	1	5.04	↑ 0	↑ 62	149	↑ 0	↓ -28
	3	5.18	↑ 0	↑ 69	164	↓ -5	↓ -7
	5	5.47	↑ 3	↑ 90	193	↑ 1	↑ 21
AA-	1	5.69	↑ 0	↑ 77	214	↑ 0	↓ -13
	3	6.18	↓ -5	↑ 39	264	↓ -10	↓ -37
	5	6.54	↑ 3	↑ 56	300	↑ 1	↓ -13

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**表 6: 信用利差分位数水平**

评级	期限	最小值	1/4分位数	3/4分位数	最大值	当前值/分位数	四分位图
AAA	1	41	83	140	260	98/35%	
	3	38	107	152	242	101/21%	
	5	54	113	160	237	113/25%	
AA+	1	63	110	175	326	124/35%	
	3	70	138	193	304	129/19%	
	5	80	158	208	305	153/22%	
AA	1	84	136	205	383	149/36%	
	3	79	173	229	365	164/18%	
	5	95	194	254	351	193/24%	
AA-	1	119	193	299	497	214/37%	
	3	165	260	338	475	264/27%	
	5	199	283	364	466	300/34%	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

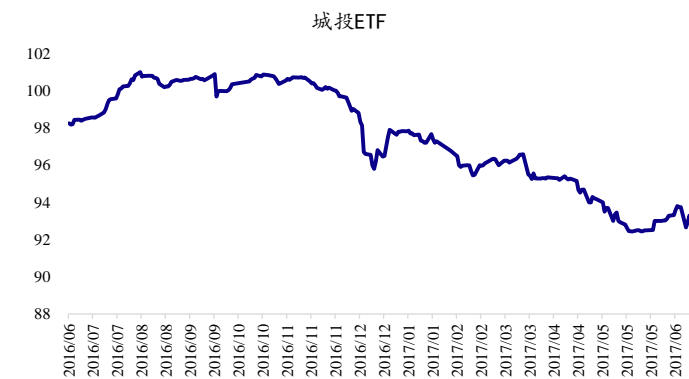


表 7: 6 月 22 日活跃债

类型	债券简称	收盘YTM	剩余期限	成交量(万)	债项/主体	债券简称	收盘YTM	剩余期限	成交量(万)	债项/主体
利率债	国债					金融债				
	17付息国债07	3.49	3.49	949000	-/-	17国开10	4.21	9.80	3154000	-/-
	17付息国债09	3.50	0.87	705000	-/-	17农发01	4.06	0.54	1054000	-/-
	17付息国债10	3.56	9.87	592000	-/-	16国开08	4.19	1.70	714000	-/-
	14付息国债20	3.52	0.22	282500	-/-	17农发08	4.08	0.83	659000	-/-
	17付息国债04	3.52	9.64	273000	-/-	17国开06	4.13	4.82	501000	-/-
信用债	高评级					低评级				
	16中化工SCP003	4.89	0.09	90000	AAA/AAA	17通泰控股CP001	5.10	0.82	31000	A-1/AA
	17国药控股SCP001	4.75	0.73	90000	AAA/AAA	17万宝CP001	5.87	0.83	12950	A-1/AA
	16中电投SCP014	4.05	0.02	81000	AAA/AAA	16泸州工投CP001	5.55	0.33	12000	A-1/AA
	17常熟城投SCP001	4.88	0.74	68000	AAA/AAA	17镇江国投CP001	6.24	0.80	10000	A-1/AA
	17冀水泥SCP001	5.15	0.74	61000	AAA/AAA	16广汇实业CP002	7.42	0.18	8000	A-1/AA
	17河钢集MTN008	5.09	3.00	183000	AAA/AAA	17金灌投资MTN001	6.02	5.00	77000	AA/AA
	14中航国际MTN002	7.88	2.50	181500	AAA/AAA	16华谊兄弟MTN001	5.11	1.61	40000	AA/AA
	17沪华信MTN001	9.85	3.00	110000	AAA/AAA	14华南工业MTN001	7.05	1.88	20000	AA/AA
	14中交建MTN001	7.87	2.49	100000	AAA/AAA	14嘉实投MTN001	5.35	1.82	20000	AA/AA
	14中电MTN001	4.12	1.98	100000	AAA/AAA	15华南工业MTN001	6.60	1.06	20000	AA/AA
	09华润债02	5.01	6.88	80000	AAA/AAA	17鹤城投债	6.96	6.99	98000	AA/AA
	17巴州国源债	6.08	6.99	80000	AA+/AA+	16经营开债02	7.30	6.82	20000	AA/AA
	17石首城投债	6.98	6.98	33000	AA+/AA-	11晋中公投债	4.20	0.54	18328	AA/AA
	15湘铁投债	5.98	7.85	30000	AA+/AA+	14蔡家湖债	5.48	3.91	18000	AA/AA
	14海安经开债02	5.54	2.67	27000	AA+/AA	16高密债	5.72	5.60	18000	AA/AA
	15万达01	5.18	3.18	54302	AAA/AAA	16联泰01	6.02	4.54	5300	AA/AA
	16万达01	4.99	3.56	45511	AAA/AAA	16万丰01	4.87	2.39	4500	AA/AA
15万达02	5.28	3.31	23256	AAA/AAA	16恒力01	8.05	4.38	3520	AA/AA	
16魏桥05	6.79	6.32	18572	AAA/AA+	15海伟01	7.79	3.32	2300	AA/AA	
16万达02	5.67	3.87	16733	AAA/AAA	16丹港01	11.68	3.60	2174	AA/AA	

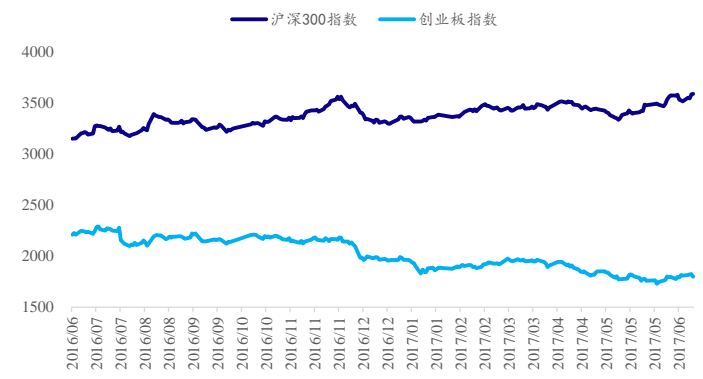
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 城投ETF 走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 沪深 300 与创业板指数走势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

**表 8: 期货主力合约走势 (涨跌幅为对前一日结算价涨跌幅)**

类型	名称	收盘价	涨跌幅(%)	成交量(万手)	Δ成交量(万手)	持仓量(万手)	Δ持仓量(万手)
黑色	焦煤	1032.50	↑ 1.57	32.70	↓ -0.98	↑ 28.49	↓ -0.55
	焦炭	1621.50	↑ 1.63	25.63	↑ 1.67	↑ 26.09	↓ -0.24
	动力煤	577.60	↓ -0.14	20.96	↑ 0.29	↑ 51.21	↑ 0.53
	铁矿石	425.50	↓ -0.12	222.19	↑ 8.64	↑ 183.27	↓ -11.42
	螺纹钢	3031.00	↓ -0.95	806.81	↑ 111.47	↑ 386.05	↓ -2.14
有色	黄金	279.90	↑ 0.70	13.52	↑ 3.10	↑ 34.17	↓ -0.33
	白银	4043.00	↑ 1.02	41.82	↑ 10.63	↑ 59.71	↓ -0.17
	铜	45810.00	↑ 0.68	23.21	↑ 3.84	↑ 19.79	↓ -0.80
	铝	13765.00	↓ -1.15	17.28	↑ 1.02	↑ 20.27	↓ -0.82
化工	PVC	5900.00	↑ 0.43	20.13	↓ -7.41	↑ 12.88	↓ -0.33
	甲醇	2310.00	↓ -2.33	122.15	↓ -2.11	↑ 60.18	↓ -8.01
	PTA	4758.00	↓ -0.96	62.11	↑ 1.19	↑ 174.40	↑ 3.34
农产品	豆粕	2658.00	↓ -1.30	120.35	↑ 30.52	↑ 245.72	↑ 2.61
	玉米	1663.00	↓ -0.24	32.12	↓ -7.31	↑ 155.92	↓ -4.04
	鸡蛋	4027.00	↑ 0.73	69.84	↑ 11.80	↑ 33.15	↓ -2.63
	棉花	15130.00	↓ -0.49	12.81	↓ -1.56	↑ 20.61	↓ -0.56

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**
**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

**国泰君安证券研究所**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		