

牛平，短久期，待年底

——华融证券2014年中期利率债策略报告

⑤ 上半年债券牛市基本走完

2014年上半年无疑是利率债牛市，从收益率曲线形态的变化来看，经历了“牛陡——调整——牛平”三个阶段。站在当前时点，我们判断上半年的牛市行情基本走完，三季度可能面临调整，四季度初有望再迎牛陡。

牛市驱动因素正在消退：首先，二季度宽松财政和宽松货币政策同时发力，预计经济将在二、三季度企稳（GDP 7.4%左右），基本面支撑因素在消退。其次，资金成本下行空间有限。28天正回购利率一直维持在4%，明显约束了资金成本下限。最后，为了促进改革，央行政策全面放松概率非常小，定向宽松不能完美支撑债券牛市。

⑤ 下半年债市可能先抑后扬

市场对下半年货币政策取向产生分歧：是“宽货币、宽信贷”组合还是“紧货币、宽信贷”组合？我们判断前者发生概率更大。

但是，“宽货币”大概率是：公开市场净投放+定向降准，导致资金成本上行，小概率是：下调正回购利率，导致资金成本下行。

资金成本对利率债影响力增加。它既决定债券投资净收益，也决定利率债杠杆投资的空间。因为它既决定了自有资金成本，也决定了质押融资成本。现在7天回购利率中枢3.5%，10年期国债收益率4.1%-4.35%，收益率吸引力不高。

政策托底经济，三季度债市调整：首先，静态估算三季度资金缺口大约5929亿，四季度则是资金净供给状态。相比较而言，三季度资金需求仍然旺盛，所以资金价格易上难下。其次，预判三季度基建投资拉动GDP大约0.12个百分点，大约可以对冲掉房地产投资下滑影响。

房地产继续下滑，四季度有机会：假设全年房地产投资增速下滑至15%，则会造成全年GDP下滑0.4个百分点。由此可窥知，四季度失去基建投资托底后，经济增速向下压力较大。四季度有望再次迎来基本面对债市的支撑。

⑤ 策略：短久期，待年底

短久期：长期经济下台阶，意味着长期通缩隐忧。从GDP平减指数来观察，可看到第一、二、三产业陆续进入价格下行通道。对比2008年和2011年牛市情形可知，无论下一次牛陡以何种方式来临，3-5年期的利率下行空间最大。

待年底：和三季度相比，四季度交易介入的时机更好。若今年内不再大规模稳增长，四季度经济下行压力加大，牛市因素再次积聚。

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：马书博

电话：010-58568297

邮箱：mashubo@hrsec.com.cn

目 录

一、上半年债市牛市基本走完.....	4
1、回顾上半年牛市：经济下滑，叠加资金成本下降	4
2、牛市因素在消退.....	5
3、牛市后半场：市场分歧加大.....	7
二、决定债市因素在改变.....	9
1、经济基本面：重要但不显著.....	9
2、通胀压力：重要但不显著.....	10
3、资金成本：重要且显著.....	11
三、下半年债市可能先抑后扬.....	12
1、静态资金供求：三季度压力大于四季度.....	12
2、政策托底条件下，三季度债市牛平.....	13
3、房地产下行趋势不改，四季度有望再现机会.....	14
四、下半年策略：短久期，待年底.....	15
1、先蛰伏：短期避风险.....	15
2、短久期：防御为主.....	15
3、待年底：四季度有望再现机会.....	16
4、货币政策工具和传导路径总结.....	16

图表目录

图表 1:上半年国债和金融债走势回顾.....	4
图表 2:回顾上半年货币政策放松过程.....	5
图表 3:地方财政支出占收入比重高于历史同期.....	6
图表 4: 社融企稳, 广义货币同比回升.....	6
图表 5:最近一个月, 国债收益率曲线变化.....	8
图表 6: 最近一个月, 金融债收益率曲线变化.....	8
图表 7: 2010 年起, 贷款利率高于主营利润率.....	9
图表 8: 2010 年起, 企业利息负担加重.....	9
图表 9: 经济基本面对国债利率解释力下降.....	10
图表 10: 经济预期对国债利率影响力下降.....	10
图表 11: 通胀不再大起大落.....	10
图表 12: 通胀对国债利率解释力下降.....	10
图表 13: 2012 年后, 资金成本对收益率影响显著.....	11
图表 14: 待回购债券余额是资金成本领先因素.....	11
图表 15:静态资金供求测算.....	12
图表 16:基建投资涉及的行业, 完全消耗系数和对 GDP 影响.....	13
图表 17: 2014Q1 各省社融表外/表内比例.....	14
图表 18: 2014Q1, 表外融资较高省份融资结构.....	14
图表 19: 房地产行业完全消耗系数和对 GDP 影响.....	15
图表 20: 三个产业 GDP 平减指数均在下行.....	16
图表 21: 前两次经济下滑阶段, 收益率曲线形态对比.....	16
图表 22: 各种货币政策和财政政策刺激传导和效果.....	17

一、上半年债市牛市基本走完

2014 年上半年无疑是利率债牛市，从收益率曲线形态的变化来看，经历了“牛陡——调整——牛平”三个阶段。

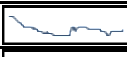
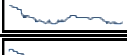
1、回顾上半年牛市：经济下滑，叠加资金成本下降

回顾年初，债券牛市开启，源于市场对经济下滑预期强烈。彼时，1-2 月份经济数据尚未出炉，信托兑付危机事件屡见于媒体报章，银行主动收缩非标业务，部分银行停止房地产夹层融资（2 月 18 日），超日债违约事件爆发（3 月 4 日），经济大有“山雨欲来风满楼”的感觉，造成市场风险偏好回落，利率债下行空间打开。

在此背景下，央行货币政策趋于宽松，首先，是一季度资金成本显著下降。以银行间回购利率为考察指标，从去年 12 月份至今年 3 月份，R007 的月度均值分别为：5.33%、4.77%、4.16%、3.21%，R007 在四个月内回落了 212 个 BP，最低点曾下探至 1.64%（2 月 24 日）。其次，是央行结构性宽松政策刺激信贷投放，再贷款合计释放 5000 亿，定向降准累计释放 2000 亿，贷存比考核调整累计释放 8000 亿，将这三项政策效果加总，等同于一次全面宽松。

一季度债市牛市明显特征是短端带动长端，1 年期国债收益率下降约 113 个 BP，10 年期国债收益率下降约 10 个 BP，期限利差扩大至 140 个 BP。二季度牛市明显特征是长端表现好于短端，1 年期国债收益率上升约 29BP，10 年期国债收益率下降约 44BP，期限利差收窄至 68BP。

图表 1: 上半年国债和金融债走势回顾

2014 年上半年	分季度看（收益下行幅度）			上半年趋势		
名称	一季度（BP）	二季度（BP）	半年变动（BP）	最小值（%）	最大值（%）	走势图
国债 1Y	113.5	-29.22	76.9	3.0851	4.2503	
国债 3Y	62.77	8.08	59.76	3.6763	4.4538	
国债 5Y	34.73	31.79	60.38	3.8261	4.5293	
国债 7Y	28.1	36.83	53.34	3.9376	4.6698	
国债 10Y	10.14	43.42	48.06	4.0114	4.6569	
金融债国开 1Y	65.1	58.51	119.23	4.1989	5.5485	
金融债国开 3Y	52.58	74.33	116.18	4.5568	5.8492	
金融债国开 5Y	40.74	70.3	95.28	4.7449	5.891	
金融债国开 7Y	21.09	69.69	79.38	4.8578	5.9042	
金融债国开 10Y	19.93	70.42	76.18	4.8656	5.9211	

数据来源：Wind、华融证券

2、牛市因素在消退

进入 6 月份以后，经济企稳，通胀不显著，资金成本稳定，加上机构获利了结意愿上升，导致市场逐步失去了方向。在此阶段判断中期策略，需要我们重新审视利率债的三个决定因素：经济增速（GDP）、通胀压力（CPI）和流动性（资金成本）。

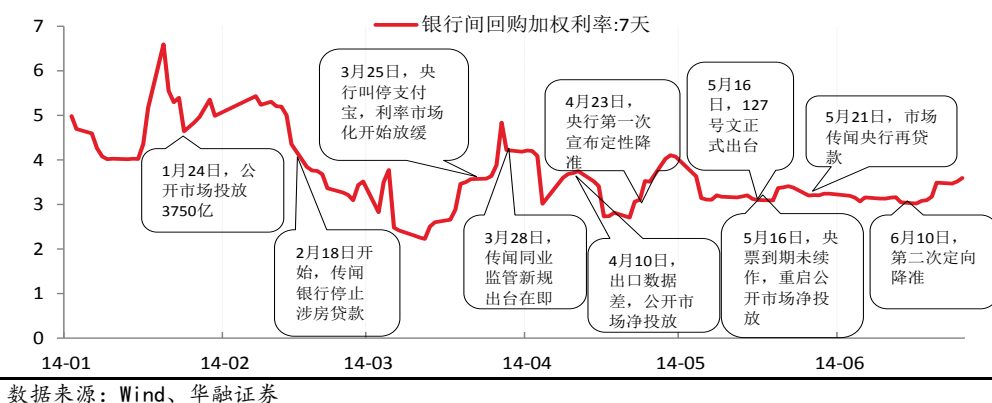
2014 年上半年，三个因素的利好叠加，驱动债券牛市。展望 2014 年下半年，我们认为前两个利好在消退，流动性因素暂时平稳（宽货币和高利率并存）。

（1）宏观经济已经暂时企稳

4 月份以来，政府出台一系列“稳增长”措施以托底经济，预计经济在二、三季度大概率企稳回升（GDP 7.4%左右），支撑上半年债券牛市的基本面因素在弱化。

首先，放宽货币政策。从 4 月份开始，央行货币政策由“宽货币”扩大范围至“宽信贷”。支持棚户区改造的再贷款额度约 5000 亿、2 次定向降准释放信贷额度合计约 1500 亿、贷存比考核调整“六减二加”释放信贷额度约 8000 亿，累计释放信贷额度超过 1 万亿。而释放出的多余流动性的流向问题，央行并没有做出具体限制，也就是说，定向宽松的效果和全面宽松效果相类似。

图表 2: 回顾上半年货币政策放松过程



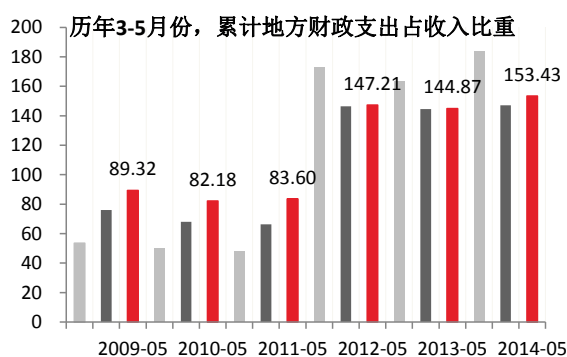
其次，放宽财政政策。从 5 月份开始，财政支出明显增加，尤其是地方财政支出明显逆周期放量。在财政收入不理想条件下，地方累计支出占其收入比例超过 153%，明显高于历史同期水平（图 3）。我们估计这些支出中大约一半被用于支持基础设施建设，刺激大概在三季度见效。

但是，下半年继续扩大财政支出的空间有限。按照 2014 财政预算收入 8.7 万亿，财政预算赤字率 2.1% 估计，1-5 月份已经完成预算支出的 58%，6-12 月份累计剩余的支出空间为 3.62 万亿。另外，地方财政收入增速已经降至 10% 左右，收入下降约束了地方财政支出能力，下半年主要支出力量是中央本级财政支出。按照

2014 年财政预算估算,下半年中央财政本级支出空间为 16360 亿,平均每月为 2337 亿,高于上半年的月均水平(1465 亿)。但中央财政支出集中于社会保障和民生相关事项,对拉动经济作用减弱。

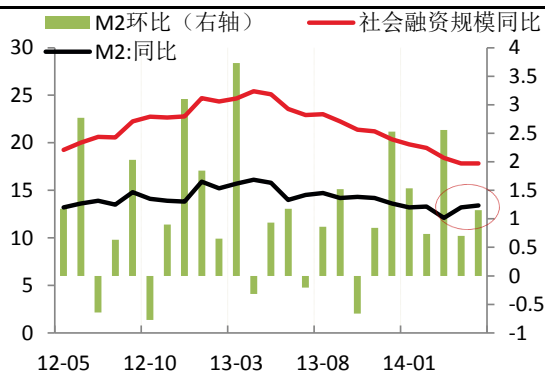
最后,观察经济先行指标,验证经济企稳回升。结构性宽松政策给商业银行的放贷行为产生显著影响,为了向央行公关定向降准的资格,5、6 月份商业银行扩张贷款动力明显增加。5 月份银行新增信贷 8708 亿创单月历史新高,6 月份预计新增贷款上万亿,暗示信贷宽松正缓缓开启。在表内信贷的带动下,社会融资规模总量从 4 月份开始企稳回升,广义货币 M2 环比连续 7 个月为正,将拉动后期 M2 同比增速继续上行(图 4)。作为经济的先导指标,二季度社融和广义货币回升,预示三季度经济企稳反弹。同时,6 月汇丰制造业 PMI 指数回升至 50.7,新订单指数升至 51.8,暗示经济正在企稳回升中。

图表 3: 地方财政支出占收入比重高于历史同期



数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 社融企稳, 广义货币同比回升



数据来源: Wind、华融证券

(2) 资金成本下行空间有限

上半年,资金成本显著下行。截至 6 月 30 日,银行间 7 天回购利率(R007)较年初累计下降约 150BP,较去年底累计下降约 220BP。目前,R007 绝对水平稳定在 3.5%附近,和 2012 年资金成本相当。

我们认为,三季度资金成本继续下行空间有限。

第一,自 2014 年 3 月 4 日,央行时隔 9 个月重启 28 天正回购操作以来,回购利率一直维持在 4%,明显约束了资金成本下限。

第二,我们测算债市的静态资金需求,三季度存在较大资金缺口(5929 亿),资金需求旺盛,四季度则可能出现净资金供给(-2535 亿)。一般而言,净资金需求时,容易出现“量宽”但“价高”局面,净资金供给时,容易出现“量宽”且“价宽”局面。

(3) 货币政策全面放松仍待时日

背景：促改革成为中国央行又一个政策目标。2014 年 5 月 14 日，周小川行长在五道口金融论坛的讲话中提出“把改革发展也作为央行的重要目标”。为了促进改革，货币政策全面放松概率非常小。

中国人民银行货币政策委员会 2014 年第二季度例会强调，“经济金融结构开始出现积极变化，要灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。”说明央行对上半年宽松政策给予积极态度，对经济企稳现状给予肯定，SL0、再贷款、定向降准等工具都会继续进行，也会积极推进 PSL 等工具实践。

另外，提示风险，可能触发全面放松的小概率事件有：

第一，外部流动性不足。三季度外汇占款快速枯竭，触发央行全面降准。但三季度出口需求改善迹象明显，金融机构外汇占款骤降风险降低。

第二，内部风险暴露。房地产风险加速暴露，导致抵押不足，银行资产质量迅速恶化，触发央行全面降准或者全面降息。但是，房价短期暴跌的可能性较小。以 2011 年房价调整为例，百城房价从 2011 年 8 月起下跌，持续 7 个月，累计下滑幅度为 4.14%。

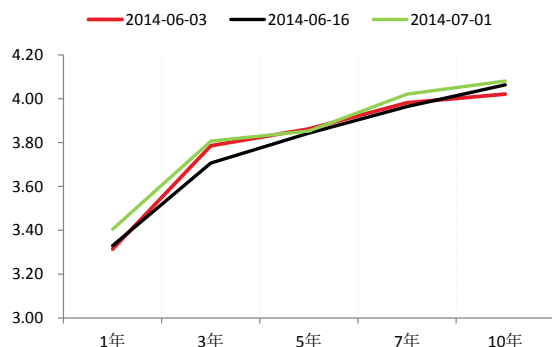
3、牛市后半场：市场分歧加大

(1) 收益率曲线略有上移

6 月下旬以来，国债收益率曲线整体上移(图 5)。10 年期国债利率上行约 13BP，1 年期国债利率上行约 15BP，收益率曲线整体上移，说明债券市场正在经历调整，重寻方向。相比国债，金融债收益率曲线陡峭化更为明显(图 6)，10 年期金融债利率上行约 15BP，1 年期金融债利率上行约 5BP。

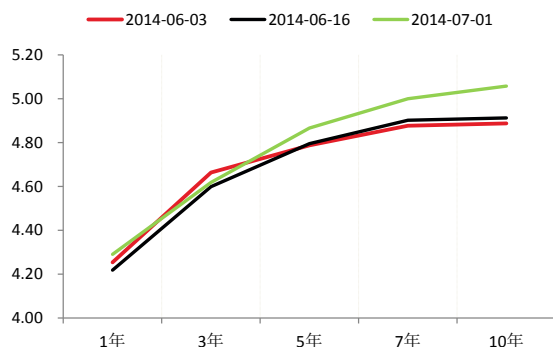
从中债登债券托管数据来看，6 月份增持利率债的主力是商业银行，券商、基金、保险等机构纷纷减持。作为典型的买入持有机构，商业银行继续加仓，说明其认可目前利率绝对水平仍有利可图。但是，作为典型的资本利得机构，券商和基金减持利率债，说明其对于利率债自年初以来的相对变化水平已经足够认可。

图表 5: 最近一个月, 国债收益率曲线变化



数据来源: Wind、华融证券

图表 6: 最近一个月, 金融债收益率曲线变化



数据来源: Wind、华融证券

(2) 市场纠结于货币政策方向

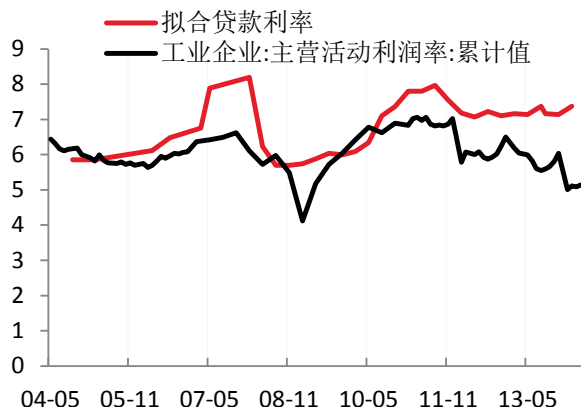
目前, 市场对下半年货币政策取向产生分歧: 是“宽货币、宽信贷”组合还是“紧货币、宽信贷”组合? 我们判断前者发生概率更大。但是, 经济企稳后“宽货币”的意义有所不同, 大概率是“量宽”: 公开市场净投放+定向降准, 导致资金成本上行, 小概率是“价宽”: 下调正回购利率, 导致资金成本下行。

对于市场预期升温的降息问题, 我们认为其为时尚早。而且全面降息并不是解决实体融资困境的“法宝”。我国自 2010 年起, 正式面临融资贵问题 (图 7)。从 2010 年 5 月开始至今, 工业企业主营业务利润率一直低于一般贷款加权利率, 实体融资成本居高不下, 企业利息负担越来越重。根据存款性金融机构资产负债表数据估算, 2006 年-2009 年, 中国企业部门贷款利息占 GDP 比重大约在 6%, 2010 年下半年以后快速上升到 8%, 截至 2014 年一季度, 企业部门贷款利息约为 1.15 万亿, 占 GDP 比重已经上升至 8.98% (图 8)。

2013 年开始, 工业企业利润率再下台阶 (全年平均利润率低于 6%), 融资利率却继续上升, 利息负担使工业企业在“去杠杆”的边缘苦苦支撑。旧有经济模式去产能压力增大, 新的经济增长点却迟迟未见, 制造业投资需求下降, 资金转而加速流向地方债务平台和房地产领域, 出现了总体流动性过剩, 但结构性“钱紧”的局面。

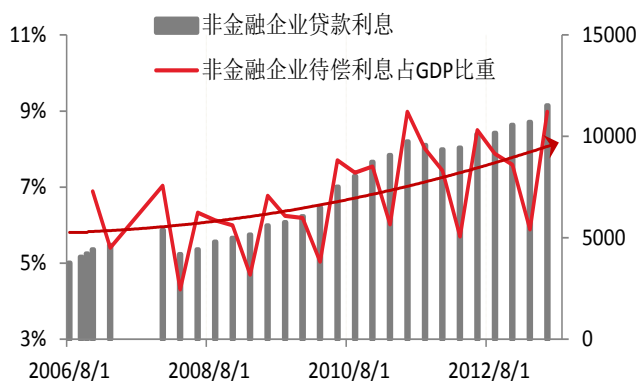
现阶段, 传统制造业产能过剩行业盈利能力不足, 降息反而延缓其去产能进程, 阻碍经济结构调整。

图表 7: 2010 年起，贷款利率高于主营利润率



数据来源：Wind、华融证券

图表 8: 2010 年起，企业利息负担加重



数据来源：Wind、华融证券

二、决定债市因素在改变

中国经济 L 型下台阶特征明显——经济波幅降低，增长中枢缓慢下行。在这个阶段，经济周期告别大起大落，货币政策常态性宽松，但是对经济刺激作用不足。结果是，经济平缓下滑，通胀压力不显著。在这样阶段，决定债市的因素在发生转变。

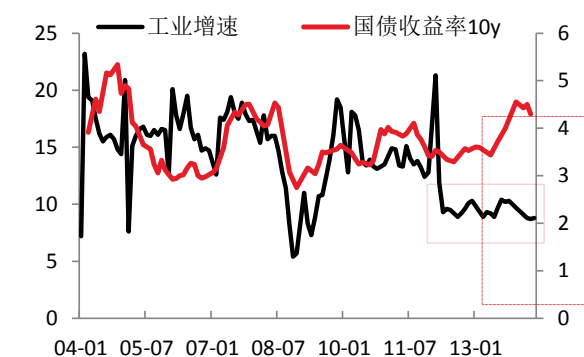
1、经济基本面：重要但不显著

经济数据对国债利率解释力变差。从 2012 年下半年开始，经济数据波幅收窄，趋势不显著，对国债利率的支撑作用减弱。以工业增速为例（图 9），2012 年后，工业增速一直在 8.5%-10% 区间波动，最大值 10.3%，最小值 8.7%。同期的 10 年期国债利率却出现明显上升，利率中枢从 3.5% 上升至 4.0%。再以先行指标为例（图 10），PMI 数据对国债利率的影响力也下降。

从根本上讲，经济基本面是决定利率的最重要因素，但在当前阶段可能并不显著。这是因为，决定一国利率水平的最重要因素是经济增长能力，利率趋势不大可能和经济趋势背离。

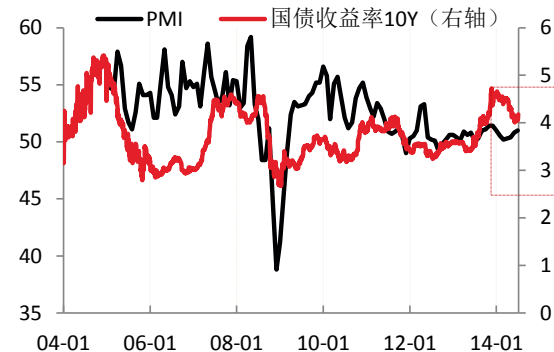
只是，对于目前我国经济环境而言，总量平稳掩盖了结构性矛盾，流动性总体充裕但融资成本过高，造成我国国债利率不断上升，看似和基本面因素背离。所以，我们说，经济基本面重要但不显著。

图表 9：经济基本面对国债利率解释力下降



数据来源：Wind、华融证券

图表 10：经济预期对国债利率影响力下降



数据来源：Wind、华融证券

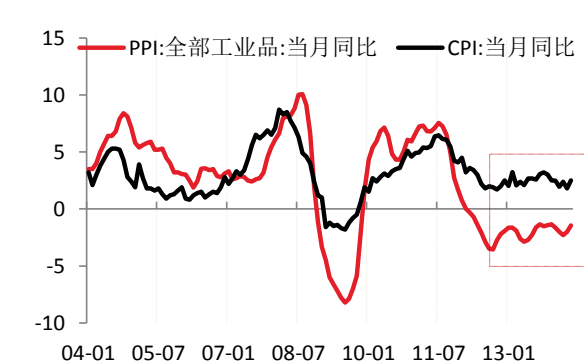
2、通胀压力：重要但不显著

过去 10 年里，通胀是影响国债最显著的因素。在 2004 年至 2010 年间，CPI 和 10 年期国债利率相关系数为 0.44，通胀水平对国债收益率的解释力超过 50%。主要原因是在此期间，控制通胀是央行的首要政策目标，CPI 是预测央行政策松紧程度的有效指标。

但是，通胀是经济的滞后指标，随着经济波动告别大起大落，通胀（CPI）也不再大起大落（图 11）。从 2011 年下半年开始，CPI 和 PPI 双双见顶回落，PPI 从 2012 年二季度开始步入负增长阶段，CPI 从 2012 年四季度开始波幅收窄，中枢降至 2.2%，最大值 3.2%，最小值 1.7%。

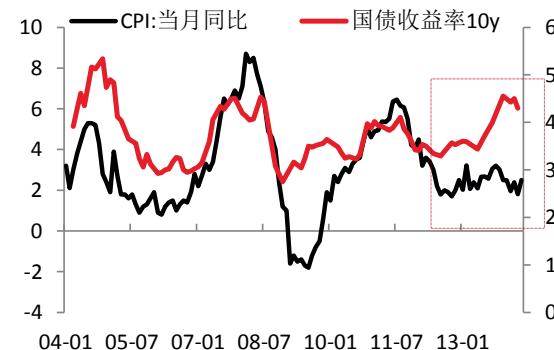
通胀压力减轻，央行货币政策目标从“控制通胀”转为“稳增长、调结构、防风险”相结合，货币政策松紧主要取决于稳增长需求，通胀对国债利率解释力下降（图 12）。

图表 11：通胀不再大起大落



数据来源：Wind、华融证券

图表 12：通胀对国债利率解释力下降



数据来源：Wind、华融证券

3、资金成本：重要且显著

这里所指资金成本，是货币市场质押回购利率。它既决定债券投资净收益，也决定利率债杠杆投资的空间。因为它既决定了自有资金成本，也决定了质押融资成本。

假设自有资金成本为 4%，回购资金成本为 2%，则机构有动力配置收益率为 3.5% 的 10 年期国债，因为加杠杆后，投资收益可以达到 4% 以上，基本可以覆盖自有资金成本。但是，假设资金成本上升至 3.5%，则投资收益下降为 2.6% 左右，难以覆盖自有资金成本，机构配置动力会明显不足。

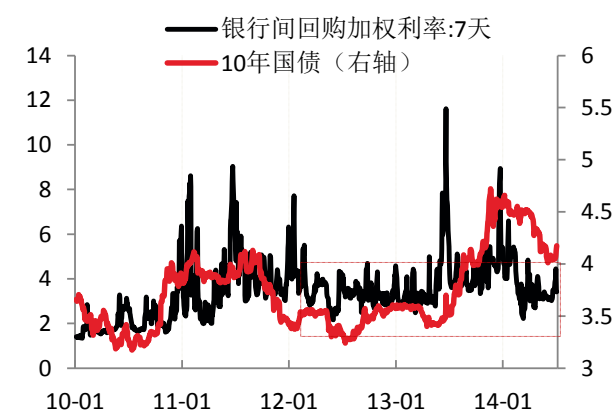
在 2004 年至 2010 年间，回购资金成本较低，7 天回购利率中枢在 2% 附近。同期内，10 年期国债收益率中枢在 3.4% 左右。

在 2010 年至 2012 年间，回购资金成本上行，7 天回购利率中枢在 3% 附近，同期内，10 年期国债收益率中枢在 3.7% 左右。

而 2014 年初至今，回购资金成本继续上行，7 天回购利率中枢在 3.5% 附近，同期内，10 年期国债收益率中枢在 4.35% 左右，仅能勉强覆盖 4% 的自有资金成本。

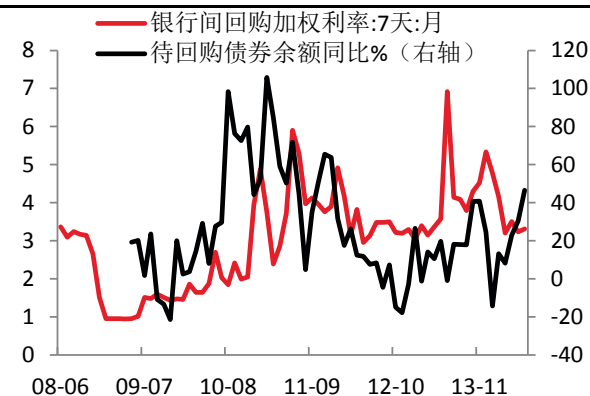
因此，在 6 月下旬股票 IPO 扰动下，回购利率波动增加，直接对机构的杠杆交易策略产生影响。第一个原因是资金成本临界于盈亏平衡点，第二个原因是机构杠杆水平较高。截至 5 月份，机构待回购债券余额同比已经回升至 50%（图 14）。根据中债托管数据，全市场债券质押式融入资金杠杆（待购回/待返售）已经超过 1。

图表 13：2012 年后，资金成本对收益率影响显著



数据来源：Wind、华融证券

图表 14：待回购债券余额是资金成本领先因素



数据来源：Wind、华融证券

三、下半年债市可能先抑后扬

长期看，我们对债市保持乐观态度。因为我们对经济继续 L 型下台阶判断未改，对企业去杠杆趋势未改，这意味着当前高利率环境必然不可持续，后期利率牛市要么由市场形式进行（企业破产兼并），要么以政策形式进行（宽松货币）。

但是，站在当前时点，我们判断上半年的牛市行情基本走完，三季度可能面临调整，四季度初有望再迎牛陡。

1、静态资金供求：三季度压力大于四季度

我们估算下半年市场静态资金供求。广义资金需求主要来自于债券净供给和新增信贷，由此可倒推基础货币需求（除货币乘数）。基础货币主要有 5 个供给项：财政存款、现金回流、外汇占款、公开市场净投放和存款准备金调整，净投放中包含正回购、逆回购、国库现金招标、央票操作和购买债券。今年又有创新工具 SLO、SLF、定向降准和再贷款。

图表 15: 静态资金供求测算

	一季度	二季度	三季度	四季度
广义资金需求	34406	35719	27704	26783
国债发行	2440	5212	3500	2700
地方债发行	0	400	2500	1100
金融债发行	6350	7190	5390	4500
信用债发行	8292	12364	11560	12000
债券到期	12821	15447	15246	12117
债券净需求	4261	9719	7704	8183
新增信贷	30145	26000	20000	18600
倒推出对基础货币需求	7466	8504	6929	6965
其中：现金需求	-242	-400	2000	2000
其中：财政存款	929	7400	4600	-8000
狭义资金需求	8153	15504	13529	965
资金供给				
央行新增外汇占款	7879	1000	1200	1000
公开市场净投放	-5530	3690	4400	500
定向降准等工具供给	0	3250	2000	2000
资金缺口	5804	7564	5929	-2535

数据来源：Wind、华融证券

通过估算可知（图 15），三季度资金缺口大约 5929 亿，四季度则是资金净供给状态。相比较而言，三季度资金需求仍然旺盛，所以资金价格易上难下。但是流动性整体充裕，大行拆出资金意愿较高，难以出现极端情况。

2、政策托底条件下，三季度债市牛平

三季度经济看点仍然是稳增长政策的延续性。在二季度财政支出带动下，三季度基建投资有望托底经济。我们用投入产出表的完全消耗系数来估算基建投资对于 GDP 的拉动作用，预判三季度基建投资拉动 GDP 大约 0.12 个百分点，大约可以对冲房地产投资下滑影响。

（1）三季度基建投资对冲房地产风险

基建投资主要是“铁、公、基”，我们将采矿、炼焦、石油加工行业、机械制造业和电力行业计入基建投资项目中。对比 2010 年和 2007 年投入产出完全消耗系数变化，以及对 GDP 拉动作用（图 16）。对比 2010 年和 2007 年，能够发现经济对基建投资依赖性增强，3 年间，基建投资完全消耗系数增加 0.22，对 GDP 拉动作用上升 0.06 个百分点。按照这个假设，目前基建投资增加一单位，将拉动 GDP 0.138 个百分点。据此估计，今年三季度将有望拉动经济增速上升 0.12 个百分点。基本可以对冲三季度房地产投资增速下行的负面影响。

图表 16: 基建投资涉及的行业，完全消耗系数和对 GDP 影响

	2010 年	2007 年
采矿业完全消耗系数	1.75	1.66
电力、热力及水的生产和供应业完全消耗系数	2.31	2.22
炼焦、燃气及石油加工业完全消耗系数	2.28	2.27
机械制造业完全消耗系数	2.96	2.93
各行业系数合计	9.30	9.08
GDP 规模（万亿）	40.15	26.58
基建行业增加值（万亿）	5.98	3.85
对 GDP 拉动（百分点）	0.138	0.132

数据来源：Wind、华融证券

但是，重走基建投资的老路无疑会给地方政府债务带来负担。因此三季度比较容易出现的基本面格局是：经济总体平稳，地区风险不均匀。

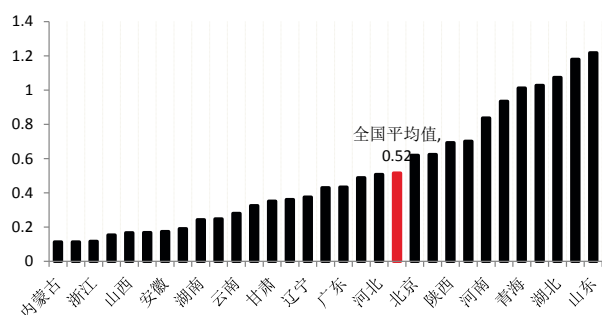
（2）各地区风险不均衡

各地区风险不均衡，主要体现在融资结构上。我们将汇总信托贷款、委托贷款和未承兑银行汇票三项为表外融资，一季度全国新增表外融资均值为 501.52 亿，

高于此均值的省份有 11 个，集中在长三角地区和西南地区（河北、陕西、四川、重庆、河南、上海、北京、广东、湖北、山东、江苏）。

一季度，表外融资/表内贷款的比例超过全国均值的省份有 11 个，集中在长三角地区和西南地区（北京、上海、陕西、天津、河南、新疆、青海、重庆、湖北、江苏、山东）。这 11 个省份的 GDP 合计占全国 GDP 比例为 45.3%，固定资产投资额占全国比例约为 42.15%，地方政府性债务合计占全国比例为 41.48%，是近年来基建投资增长较快地区。表外融资规模萎缩容易造成这些地区的投资到位资金“失血”，实体经济流动性风险上升。

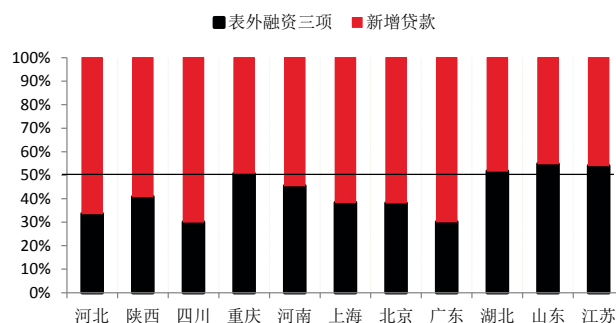
图表 17：2014Q1 各省社融表外/表内比例



数据来源：Wind、华融证券

而在表外融资规模绝对值较高的 11 个省份中（图 18），山东、江苏、湖北和重庆四个地区的表外融资/表内贷款的比例超过 50%。按照最新数据计算，这四个地区的政府债务余额占全国比例为 20.63%，固定资产投资占全国比例为 25.99%，房地产投资占全国比重为 24.7%，公共财政收入占全国比重为 9.7%，是典型的地方平台债务负担较重地区。

图表 18：2014Q1，表外融资较高省份融资结构



数据来源：Wind、华融证券

3、房地产下行趋势不改，四季度有望再现机会

(1) 房地产投资下滑，拖累全年 GDP 约 0.4 个百分点

我们计算房地产和租赁行业完全消耗系数，2010 年，该行业完全消耗系数 1.2，估算得出，房地产投资增加一个单位，对 GDP 拉动 1.03 个百分点。假设房价调整延续至四季度，全年房地产投资增速下滑至 15%，则会造成全年 GDP 下滑 0.4 个百分点。由此可窥知，四季度失去基建投资托底后，经济增速向下压力较大。四季度有望再次迎来基本面对债市的支撑。

图表 19：房地产行业完全消耗系数和对 GDP 影响

	2010 年	2007 年
完全消耗系数	1.2	1.18
GDP 规模（万亿）	40.15	26.58
行业增加值（万亿）	3.45	1.88
对 GDP 拉动（百分点）	1.03	0.08

数据来源：Wind、华融证券

四、下半年策略：短久期，待年底

1、先蛰伏：短期避风险

首先，年中时点，机构迫于业绩压力，主动锁定收益，导致市场情绪偏空。在此阶段，市场对负面消息更为敏感。从资金成本收益角度考虑，不适合维持高杠杆策略。

2、短久期：防御为主

三季度，债券投资防御为主，建议缩短久期至 3-5 年。原因有三：

第一，三季度经济企稳，则长端利率债上行风险大。最近的收益率曲线变陡，主要是长期国债利率上行带动。在经济预期再次变差之前，长端利率的下行动力不足。

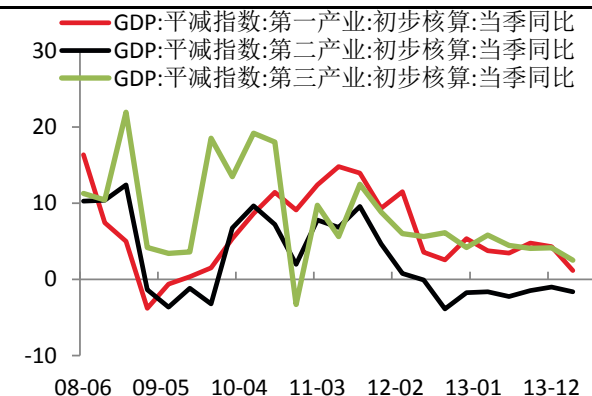
第二，短期资金成本下行空间不大，则短端利率债也无下行空间。从目前的收益率曲线形态看，短端收益率居高不下。我们在此前反复阐述，其原因是资金成本抬升。上半年，银行间 1 个月回购利率基本在 4.0% 附近，这是因为其定价基准公开市场 28 天正回购利率一直维持在 4%，甚至和 1 年期国债收益率倒挂。此时如果久期缩短至 1 年期，则无法覆盖自有资金成本。

第三，长期经济下台阶，意味着长期通缩隐忧。从 GDP 平减指数来观察，可看到第一、二、三产业陆续进入价格下行通道（图 20）。第一产业平减指数和 CPI 食品分项相关性高，第二产业平减指数和工业 PPI 相关性高，第三产业平减指数和房价相关性高。2014 年一季度，第一和第三产业平减指数大幅下滑，对应着同期农产品价格下跌和房价下跌，透露出一丝通缩的隐忧。

经济下滑阶段，收益率曲线如何再次变为牛陡还不可知，但是，无论是短期利率先下，还是长期利率先下，体现在收益率曲线上，都意味着 3-5 年期限国债利率

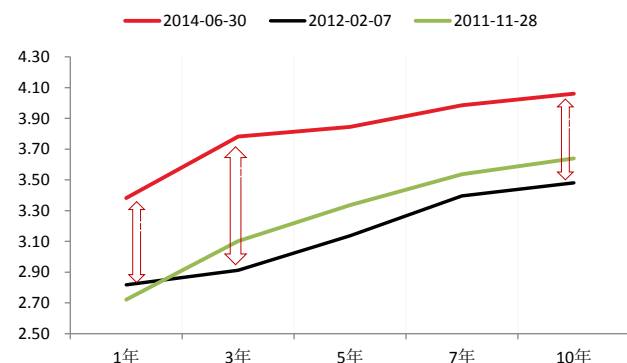
的相对下行空间最大（图 21）。

图表 20：三个产业 GDP 平减指数均在下行



数据来源：Wind、华融证券

图表 21：前两次经济下滑阶段，收益率曲线形态对比



数据来源：Wind、华融证券

3、待年底：四季度有望再现机会

和三季度相比，四季度交易介入的时机更好。因为依靠“稳增长”托底经济，即是依靠基建投资刺激产出，短期尚可奏效，长期无法对冲房地产投资下滑风险。如果全年房地产投资放缓到 14%，且无货币政策全面放松，四季度经济中枢可能下滑到 7%附近。届时，基本面支撑再现，债市有可能随之再现“牛陡”行情。

4、货币政策工具和传导路径总结

三季度有接近 6000 亿资金缺口，央行会采取何种方式供给基础货币？市场众说纷纭，多是在寻找论点，为了论证而论证。我们暂时无法预测央行以何种方式祭出宽松，所以将各种刺激手段的传导机制做一梳理，来辅助判断三季度利率走势（图 22）。

这些政策大致可分为两类：宽货币的（增加基础供给）和宽信贷的（不增加基础供给）。宽货币政策可以产生乘数效应，宽松效果明显。宽信贷政策理论上无乘数效应，增加的信贷额度是 1：1 扩张贷款资产，所以宽松效果不显著。虽然实践上可以将多余信贷额度自由放贷，但是目前企业利润率过低，去杠杆压力大，资金用途可能多是由于偿债，对经济拉动效果下降。所以，期待下一次牛市开启，需要期待的是全面的放宽货币政策或者降息政策。

图表 22：各种货币政策和财政政策刺激传导和效果

政策部门	工具	约束	传导环节	银行部门			企业部门	
				流动性	存款	贷款	作用环节	净效果
财政部	基建支出扩张	收入约束， 预算约束	增加企业杠杆	--	企业存款		投资	投资增加
	社保支出扩张		增加居民收入	--	居民存款	--	消费	消费增加
央行	外汇占款	出口，结汇速度	留存金融机构	--	存款增加	--	--	对冲
			央行结汇增加	基础供给	--	贷款扩张	生成 M2，存款增加	乘数效应
	货币发行	变动很小	--	基础供给	--	贷款扩张		乘数效应
	公开市场投放	短期政策取向	--	基础供给	--	贷款扩张		乘数效应
	降准	外部流动性	--	基础供给	--	贷款扩张		乘数效应
	财政存款	当期收支	财政存款	基础供给	存款减少	贷款扩张		乘数效应
	再贷款	政策取向	企业加杠杆	--	--	贷款扩张		无乘数效应
	降息	长期政策取向	利率下降	--	存款减少	贷款增加	投资	无乘数效应

数据来源：Wind、华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn