

降低融资成本，加速债市分化

——债券周报（2014.07.28—2014.08.01）

⑤ 投资策略要点

国务院“金十条”之后，市场关键词变成了降低融资成本。国务院传达信号直指银行环节，而央行传达信号则较为模糊，更多探讨了“预算软约束”和直接融资（股市）萎缩，证监会方面则明确了债券市场扩容机制。综合来看，未来在降低融资成本指引下，债市分化将加速，债市利空因素正在逐步减少。

⑤ 基本面

7月份中采制造业PMI数据继续上升至51.7，比上月上升0.7个点。从分类来看，小企业PMI指数50.1，比上月上升1.7个点，高于大企业上升幅度（1.1个点），说明前期一系列对小微企业扶持政策正在显露成效。

⑤ 资金面

上周四央行重启的14天正回购，中标利率为3.70%，和上次相比利率直接下行10个基点，表明央行有意引导利率下行。但是，资金净回笼说明央行不认可继续总量宽松，因此综合影响略微负面。短期看，不宜过分解读操作含义，但可以期待长期内降低融资成本的新途径。

⑤ 重要政策

证监会近日召开会议部署“融十条”，对国务院7月23日常务会议部署的降低企业融资成本做出回应。最显著地，交易所公司债券发行主体扩展至所有公司制法人，债市扩容加速。但是，交易所债券规模本就不大，扩容至非上市公司又会面临信息披露、发行定价等一系列问题，还需要市场检验才能确定效果。

⑤ 利率债

目前利率债呈多空对峙局面，利空在逐步出尽中。从二级交易上看，收益率窄幅震荡为主，除了上周四公开市场操作下调利率这一事件影响，造成了收益率大幅下行，市场暂时没有其他方向指引。

⑤ 信用债

一级市场上，上周信用债发行规模明显降低，发行主体仍多是煤炭、运输等工业企业。二级市场上，上周后半段时间内，多数机构观望，询价积极但成交不多，收益震荡中略有下行。

相关报告

债券周报《关注股市上涨对短期资金影响》——20140729

债券周报《市场短期难改弱势格局》——20140722

债券周报《利率产品调整亦步亦趋》——20140523

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、投资策略要点：债市分化加速.....	3
二、基本面：对小微企业扶持效果显现.....	3
1、经济数据：小企业 PMI 回升.....	3
2、物价追踪：食品价格平稳，生产资料价格回落.....	3
三、资金面：公开市场操作变化不宜过分解读.....	4
1、公开市场操作：久期缩短，利率降低.....	4
2、货币市场利率：下行为主.....	4
3、人民币汇率：即期汇率稳步升值.....	5
四、重要政策：交易所债市扩容.....	5
五、利率债：多空对峙，震荡为主.....	6
1、一级发行：发行利率下行.....	6
2、二级交易：窄幅震荡，略有下行.....	6
六、信用债：市场观望，收益率震荡下行.....	7
1、一级发行：发行规模大幅降低.....	7
2、二级交易：没有趋势性机会.....	7

一、投资策略要点：债市分化加速

上周最重要的市场变化有两个：第一，央行公开市场操作期限缩短，规模降低，但利率降低 10BP，综合影响中性略偏空，长期影响可能更为乐观；第二，央行二季度货币政策执行报告阐述对宽松持谨慎态度，三季度货币环境很可能边际收紧，但价格接受指导可能降低。

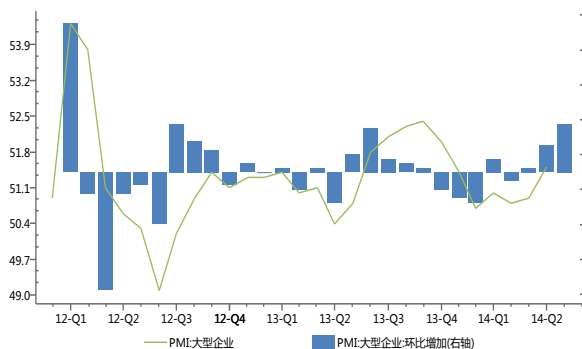
我们判断，国务院“金十条”之后，市场关键词变成了降低融资成本，同时配合总量控制。国务院传达信号直指银行环节，而央行传达信号则较为模糊，更多探讨了“预算软约束”和直接融资（股市）萎缩，证监会方面则明确了债券市场扩容机制。综合来看，未来在降低融资成本指引下，债市分化将加速，债市利空因素正在逐步减少。

二、基本面：对小微企业扶持效果显现

1、经济数据：小企业 PMI 回升

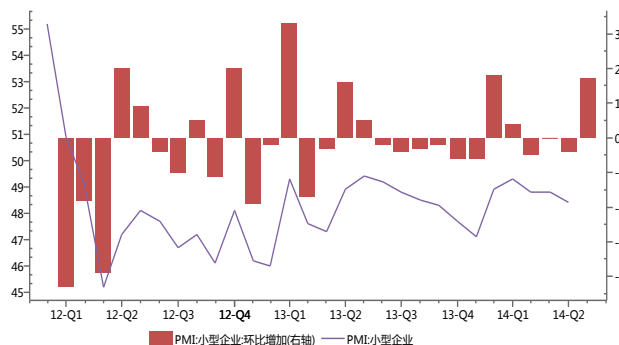
7 月份中采制造业 PMI 数据继续上升至 51.7，比上月上升 0.7 个点。从分类来看，小企业 PMI 指数 50.1，比上月上升 1.7 个点，高于大企业上升幅度（1.1 个点），说明前期一系列对小微企业扶持政策正在收回成效。

图表 1：大型企业 PMI 数据回升



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：小型企业 PMI 数据回升



数据来源：Wind、华融证券

另外，对比 PMI 新订单指数 53.6（回升 0.8 个点），而出口分项指数为 50.8（回升 0.5 个点），说明国内需求回升更加明显，是本轮工业生产增长的主要动力。

最后，对比产成品库存指数 47.6（回升 0.3 个点）和原材料库存 49（回升 1 个点），购进价格指数 50.5（回升 0.4），进口分项指数为 49.3，能够发现生产扩张同时库存仍在收缩区间，价格领先改善，库存增加改善还需要时间。

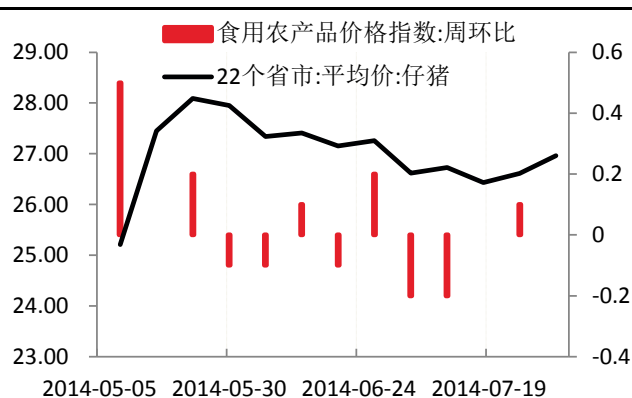
2、物价追踪：食品价格平稳，生产资料价格回落

据商务部监测，上周（7 月 28 日至 8 月 3 日）全国 36 个大中城市食用农产品市场价格平稳运行，流通环节生产资料价格继续回落。

食品价格方面，猪肉价格仍然是带动食品价格上涨主力，猪肉价格上涨 1.1%，牛肉价格则下降 0.1%，羊肉价格与前一周持平。相对地，蔬菜价格相对平稳，18 种蔬菜平均价格与前一周持平，其中大白菜、圆白菜、西红柿价格环比分别下降 6.6%、5.7%和 5.1%。

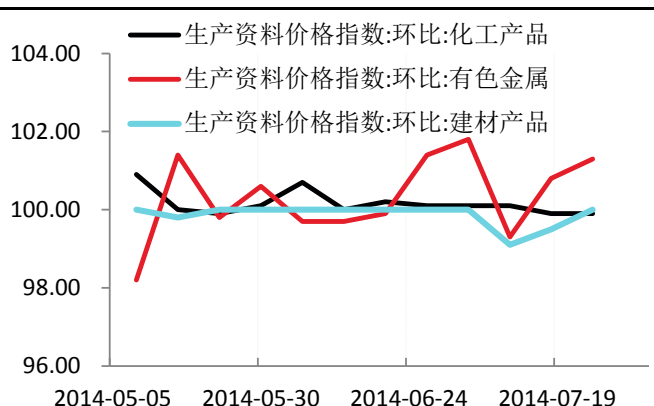
生产资料价格方面，分类看，主要上涨的品种是有色金属，主要下跌的品种还是煤炭。具体看，煤炭价格比前一周下降 3.2%，钢材价格持平，化工产品价格持平，有色金属价格上涨 0.8%，橡胶价格上涨 1%。

图表 3：猪价领涨食品价格，蔬菜价格平稳



数据来源：Wind、华融证券

图表 4：生产资料价格整体回落，涨跌互现



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：公开市场操作变化不宜过分解读

1、公开市场操作：久期缩短，利率降低

上周公开市场操作隐约释放出了边际宽松的信号。上周四，央行公开市场开展 260 亿 14 天正回购，中标利率为 3.70%。此前，14 天正回购最后一次出现是在今年的 4 月 15 日，利率是 3.8%。本次重启的 14 天正回购，中标利率为 3.70%，利率直接下行 10 个基点，表明央行有意引导利率下行。但是，资金净回笼说明央行不认可继续总量宽松，因此综合影响略微负面。

我们认为，不宜过度解读上周以来的操作变化。首先，展望 8 月每周公开市场到期量分布为 300 亿、380 亿、10 亿和 150 亿，不仅分布不均且到期量较少。如此背景下，央行将正回购期限缩短，说明央行主动变化期限灵活释放短期资金，维持市场稳定。其次，换成 14 天期限的品种来下调利率，说明央行还是在引导短期资金 R007 中枢在 3.5%左右，4%仍然是上限。

2、货币市场利率：下行为主

上周货币市场利率以下行为主，周四收到公开市场操作影响稍有紧张，随后 1 日得到缓解。SHIBOR(隔夜)从周一的 3.3% 下降到周五的 3.19%，SHIBOR(一周)从周一的 4.01% 下降到周五的 3.90%，R007 则一直在 3.8% 至 4.0% 区间震荡。

交易所资金方面，随着 IPO 效应消退，资金波动率降低，前两个交易日交易所隔夜回购利率都在 1.1% 附近，周四受到扰动上升至 3.5%，周五回落至 2.5%。

互联网金融方面，各款“宝宝”收益率继续下行。目前最高 7 日年化收益率是百度百赚 4.64%。

图表 5：货币市场利率一览

2014-08-01		变动 (BP)	过去90日走势分析			
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
R001	3.20	▲ -3	▲ 64	2.21	3.38	
R007	3.90	▲ -12	▲ -12	3.02	4.45	
CG001	2.50	▲ -150	▼ -810	0.88	18.07	
SHIBOR01	3.20	▲ -1	▲ 65	2.21	3.35	
SHIBOR07	3.91	▲ -7	▲ -17	3.01	4.42	
票据直贴6M	4.00	▲ -5	▲ -40	3.95	4.70	
票据转贴6M	3.95	▲ -5	▲ -35	3.85	4.55	

数据来源：Wind、华融证券

图表 6：互联网金融产品收益率一览

2014-08-03		变动 (BP)	过去90日走势分析			
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
余额宝	4.17	▲ 0	▼ -112	4.17	5.29	
微信理财通	4.37	▲ -1	▼ -103	4.37	5.40	
百度百赚	4.64	▲ -1	▼ -105	4.64	5.79	
网易现金宝	4.37	▲ -2	▼ -73	4.37	5.14	
苏宁零钱包	4.29	▲ -1	▼ -70	4.24	5.82	

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率：即期汇率稳步升值

上周即期汇率延续升值趋势，周三即期汇率 6.1717 是最近三个月内人民币即期最高值，随后两日有所回调，周五收盘人民币即期汇率为 6.1798。对比而言，外盘香港离岸人民币汇率 (CNH) 上周则是持续升值过程中，周五收盘在 6.1777。

图表 7：人民币汇率一览

2014-08-03		变动 (BP)	过去90日走势分析			
名称	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
人民币中间价	6.1681	▲ 6	▲ 125	6.1443	6.1710	
内盘即期汇率CNY	6.1747	▲ 51	#N/A	6.1717	6.2556	
外盘即期汇率CNH	6.1777	▼ -3	▼ -3	6.1770	6.2632	
美元NDF12个月	6.2470	▼ -62	▼ -62	6.2050	6.2660	

数据来源：Wind、华融证券

四、重要政策：交易所债市扩容

监会近日召开会议，对国务院 7 月 23 日常务会议部署的“多措并举缓解企业融资成本高问题”予以落实。会议决定将从十个方面降低企业融资成本，即所谓“融十条”。

“融十条”在债券市场放松管制的新动作尤为显著。最显著地，今后发行公司债券将不再是上市公司的特权，交易所公司债券发行主体会扩展至所有公司制法人。并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种也有望尽快推出。从发行主体、发行方式、债券品种，到买方资金、交易方式，交易所债券市场都将迎来大范围管制放松。

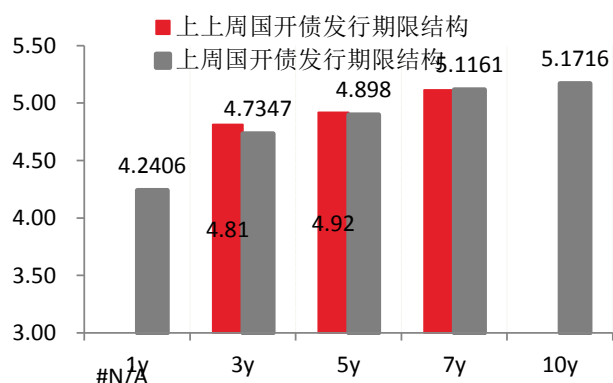
证监会还表态将对证券公司资管、直投、理财等业务，以及基金公司子公司业务进行检查，清理不必要的环节，缩短融资链条，强化与实体经济的直接对接。

五、利率债：多空对峙，震荡为主

1、一级发行：发行利率下行

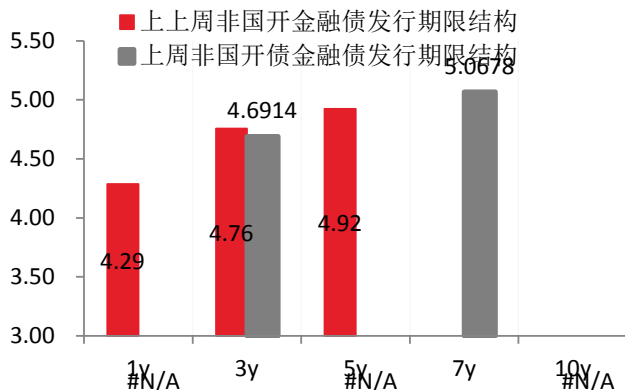
上周有金融债发行 470 亿，无国债发行。从发行规模上看，国开发行 200 亿，进出口银行发行 120 亿，农发行发行 150 亿。从期限结构上看，主要是短期品种，集中在 3-5 年期，没有发行 10 年期。从收益率对比上看，3 年期发行利率下降最多，国开债 3 年期发行收益率下降 8BP，非国开金融债 3 年期下降 7BP。

图表 8：国开债发行利率对比



数据来源：Wind、华融证券

图表 9：非国开金融债利率对比



数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：窄幅震荡，略有下行

目前市场对利率债的利空因素基本预期充分，但是牛市因素还不充足，造成多空对峙局面。从二级交易上看，收益率窄幅震荡为主，除了上周四公开市场操作下调利率这一事件影响，造成了收益率大幅下行，市场暂时没有其他方向指引。从金融债期限结构来看，市场仍然在逐步缩短久期，收益率下行最多的品种从 3-5 年期变化为 2-3 年期。而国债则表现出平坦化趋势，短端收益率下行 1BP 左右，长端收益率下行 2-5BP。

图表 10：利率债二级市场走势

证券简称	剩余期限（年）	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14附息国债14	0.93	3.73	3.72	-1.01
13附息国债17	2.03	3.88	3.86	-1.66
14附息国债04	2.61	3.90	3.90	-0.28
14附息国债08	4.72	3.99	3.97	-2.00
14附息国债03	6.46	4.16	4.11	-5.00
14附息国债13	6.92	4.18	4.16	-2.00
14附息国债12	9.88	4.28	4.25	-2.50
14国开13	0.85	4.36	4.33	-3.37
14国开18	0.93	4.35	4.34	-0.95
14国开08	2.68	4.76	4.68	-8.00
14国开01	2.45	4.76	4.70	-6.00
14国开02	4.45	4.92	4.86	-6.50
14国开09	4.68	4.92	4.87	-5.00
14国开03	6.45	5.14	5.09	-5.00
14国开10	6.68	5.15	5.10	-5.00
14国开05	9.47	5.22	5.15	-6.50

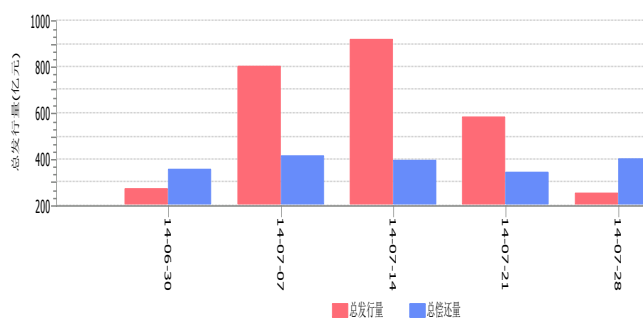
数据来源：Wind、华融证券

六、信用债：市场观望，收益率震荡下行

1、一级发行：发行规模大幅降低

从融资规模看，上周信用债发行规模大幅下降，净融资规模呈负数。从发行统计来看，主要集中于工业行业中的资本货物与运输行业两个行业。从发行品种来看，企业债发行较多，共计 121 亿，其次是中票 44.4 亿，短融 43 亿。

图表 11：最近一个月信用债发行量呈下降趋势



数据来源：Wind、华融证券

图表 12：信用债发行的行业分布

求和项: 发行额(亿)	列标签	短期融资券	公司债	金融债	企业债	中期票据	总计
材料		3				41	44
材料 II		3				41	44
工业		4	3.5		94	3.4	104.9
商业和专业服务			3.5				3.5
运输					31		31
资本货物		4			63	3.4	70.4
金融				35	27		62
多元金融				35	14		49
房地产					13		13
可选消费		3					3
消费者服务 II		3					3
能源		25					25
能源 II		25					25
信息技术		8	2.5				10.5
技术硬件与设备		8	2.5				10.5
总计		43	6	35	121	44.4	249.4

数据来源：Wind、华融证券

2、二级交易：没有趋势性机会

上周信用债二级交易收益率主要是震荡下行。前两个交易日短融交投比较活跃，并且集中于短端品种，主要交易机构还是基金、银行为主。中票和企业

债则相对清淡，交投主力是券商和基金，明显更倾向于挑选高评级品种。在市场没有明确信号的阶段，收益率震荡中略有下行。周四公开市场操作变局，引发市场的观望情绪，券商询价较为积极，但是成交收益率波动不大。

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