



信用债上涨，风险偏好回升

——债券周报（2014.08.04-2014.08.08）

⑤ 投资策略要点

上周资金利率下降较多，带动市场呈现分化趋势，利率债维持震荡，但是信用债，尤其是城投债中的短久期品种上涨较多。三季度央行会延续“宽信贷、紧货币”的态度，再叠加完成降低融资成本的政治任务，这意味着资金波动加大，不利于利率债配置，但可能利好部分信用债。

⑤ 基本面

经济方面，6大电厂日均耗煤量攀升至高位，从各电厂情况对比来看，上电和粤电耗煤量明显不足，而华电、国电耗煤量明显上升，说明工业生产回暖地区集中在华北和东北地区。

通胀方面，7月份CPI同比上涨2.3%，符合我们预期，PPI同比下降0.9%，降幅超出我们预期0.1个百分点。另外，最近三个月核心CPI稳定在1.7%，央行货币刺激仍有空间可为。

⑤ 资金面

上周资金总体宽松，虽然有补缴存准压力，而且央行正回购加码，但是全周隔夜利率下降大约20BP，7天利率大约下降40BP。截至周五，隔夜质押回购利率下降到3%以下，7天回购利率也在重回3.5%附近。

⑤ 重要政策

央行公布对部分分支行增加再贴现额度120亿，全部用于支持“三农”和小微企业信贷。虽然刺激规模不大，但是政策信号意义更重要。这说明，央行还是坚持定向刺激，无疑还是会促进银行调整信贷结构和节奏。

⑤ 利率债

上周利率债一级市场配置需求比较稳定，发行利率和上两周基本持平。利率债二级市场震荡为主，国债成交清淡，成交期限多数在5-7年品种；金融债则是分化走势，短端收益率稍有所下降，长端趋势不明，成交十分胶着。

⑤ 信用债

最近城投和铁道债上涨较多，从交易机构来看，基金和券商都是主要需求者。一方面说明机构风险偏好有所回升，另一方面也说明机构对国家信用背书的依赖性继续增强。

相关报告

《债券周报：利率产品调整亦步亦趋》——20140523

《债券周报：利率产品调整亦步亦趋》——20140523

《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：信用债风险偏好回升.....	4
二、基本面：经济回暖，通胀温和.....	4
1、经济数据：微观数据验证经济回升.....	4
2、物价追踪：通胀符合预期.....	4
三、资金面：银行间利率全线下跌.....	5
1、公开市场操作.....	5
2、货币市场利率.....	5
3、人民币汇率.....	6
四、重要政策：央行再贴现，市场受鼓舞.....	6
五、利率债：收益率僵持中略有下降.....	7
1、一级发行：配置需求稳定.....	7
2、二级交易：震荡下行.....	7
六、信用债：企业债收益快速下降.....	8
1、一级发行：净供给下降中.....	8
2、二级交易：短久期城投受追捧.....	8

图表目录

图表 1: 粗钢产量回升, 带动铁矿石到港量底部回升	4
图表 2: 发电厂日均耗煤量达到高位	4
图表 3: CPI 涨幅符合预期	5
图表 4: 食品方面, 肉类价格继续保持上涨	5
图表 5: 货币市场利率一览	6
图表 6: 互联网金融产品收益率一览	6
图表 7: 人民币汇率一览	6
图表 8: 上周金融债发行利率趋于稳定	7
图表 9: 国开债各期限发行利率变化	7
图表 10: 利率债二级市场走势	8
图表 11: 企业债发行利率走势	8
图表 12: 信用债发行行业和评级分布	8

一、投资策略要点：信用债风险偏好回升

上周资金利率下降较多，带动市场呈现分化趋势，利率债维持震荡，但是信用债，尤其是城投债中的短久期品种上涨较多。我们判断，三季度央行会延续“宽信贷、紧货币”的态度，再叠加完成降低融资成本的政治任务，这意味着资金波动加大，不利于利率债配置，但可能利好部分信用债。

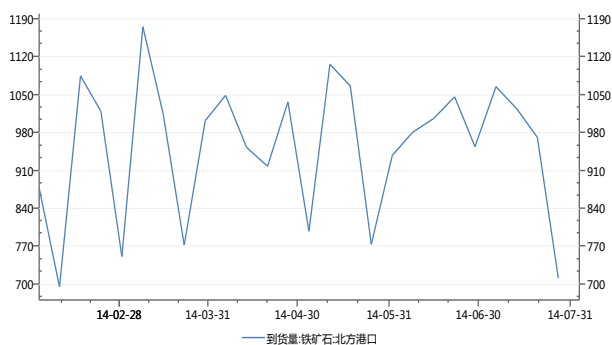
二、基本面：经济回暖，通胀温和

1、经济数据：微观数据验证经济回升

最近一周，微观数据验证经济仍在回升中，但价格继续低迷。发电数据方面，6 大电厂日均耗煤量攀升至高位，从各电厂情况对比来看，上电和粤电耗煤量明显不足，而华电、国电耗煤量明显上升，说明工业生产回暖地区集中在华北和东北地区。

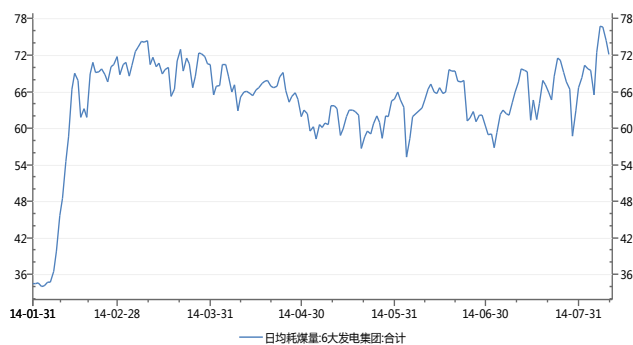
行业方面，钢铁行业产量有明显回升，7 月份全国粗钢产量同比-6.4%，比上月的-8.5%回升 2.1 个百分点，全国钢材产量同比-3.6%，比上月的-7.19%回升 3.59 个百分点。但是水泥产量和价格仍然不理想，7 月份水泥产量同比 1.94%，比上月的 4.46%下滑 2.52 个百分点，截至 7 月底水泥价格（复合硅酸盐水泥）均价 291.5 元，价格继续下跌之中。

图表 1：粗钢产量回升，带动铁矿石到港量底部回升



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：发电厂日均耗煤量达到高位



数据来源：Wind、华融证券

2、物价追踪：通胀符合预期

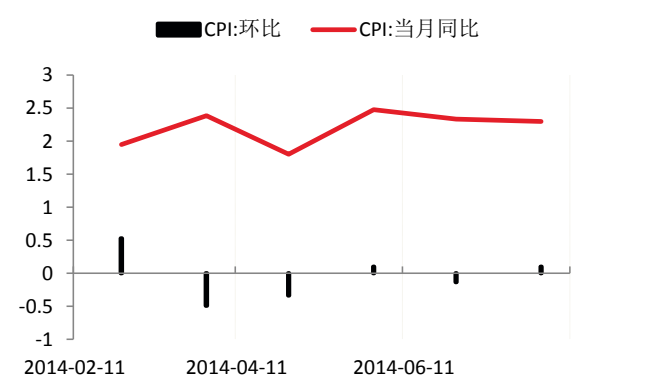
上周五公布了 7 月份的通胀数据，CPI 同比上涨 2.3%，符合我们预期，PPI 同比下降 0.9%，降幅超出我们预期 0.1 个百分点，环比下降 0.1%，符合我们预期。

从 CPI 分项来看，食品价格季节性下跌比较明显。同比方面，食品 CPI 同比 3.6%，比上月的 3.68%回落 0.08 个百分点。非食品 CPI 同比 1.6%，比

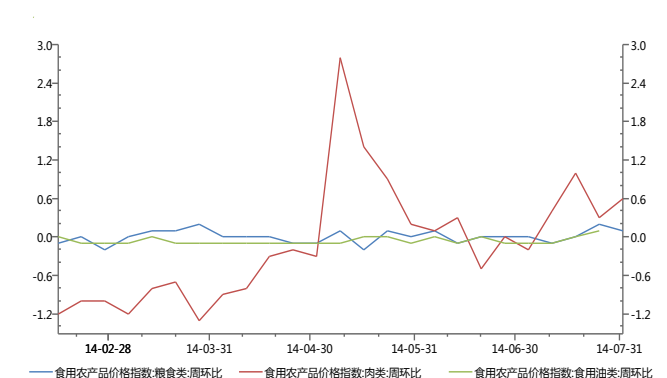
上月的 1.67% 下降 0.07 个百分点。环比方面，食品 CPI 环比 -0.1%，非食品 CPI 环比 0.1%。

而核心 CPI 在过去三个月都保持在 1.7%，说明通胀中枢没有明显上升，三季度 CPI 大概率还是以下行为主，央行定向宽松刺激政策还有一定空间。

而据商务部监测，上周（8月4日至10日）全国36个大中城市食用农产品市场价格小幅回落。18种蔬菜平均价格比前一周下降1.2%，食用油价格稳中有降，粮食价格稳中略降，面粉价格与前一周持平。另外，猪周期向上趋势仍在继续，猪肉价格比前一周上涨0.7%，牛肉、羊肉价格均与前一周持平。

图表 3: CPI 涨幅符合预期


数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 食品方面, 肉类价格继续保持上涨


数据来源: Wind、华融证券

生产资料方面，上周，煤炭价格比前一周下降 1.5%，有色金属价格下降 0.3%，其中，锌价上涨 0.2%。钢材价格总体持平，化工产品价格持平，橡胶价格保持平稳。

三、资金面：银行间利率全线下跌

1、公开市场操作

上周公开市场连续第二周净回笼资金，央行共进行 14 天正回购 500 亿，到期 300 亿，无其他到期资金，全周净回笼资金 200 亿。

2、货币市场利率

上周资金总体宽松，虽然有补缴存准压力，而且央行正回购加码，但是全周隔夜利率下降大约 20BP，7 天利率大约下降 40BP。截至周五，隔夜质押回购利率下降到 3% 以下，7 天回购利率也在重回 3.5% 附近。

交易量方面，上周前半段主要是 7 天、14 天资金成交增多，隔夜资金成交略有下降。后半段更是拆出资金更是集中于长品种，因此整体交易量有所降低。

互联网金融方面，各款理财产品收益率基本持平，跌幅收窄。余额宝收益率维持在 4.19%，是跟踪的产品中收益率最低的一款。

图表 5：货币市场利率一览

2014-08-08	变动 (BP)		过去90日走势分析			
	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
R001	2.99	▼ -6	▲ 62	2.35	3.38	
R007	3.47	▼ -2	■ 37	3.02	4.45	
CG001	2.89	▼ -17	▲ 98	0.88	18.07	
SHIBOR01	3.04	▼ -4	▲ 63	2.35	3.35	
SHIBOR07	3.56	▼ -5	■ 37	3.01	4.42	
票据直贴6M	3.90	▼ 0	▼ -40	3.85	4.70	
票据转贴6M	3.80	▼ 0	▼ -35	3.75	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





2014-08-10	变动 (BP)		过去90日走势分析			
	现价	日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
余额宝	4.19	▲ 0	▼ -100	4.17	5.19	
微信理财通	4.45	▲ 3	■ -87	4.37	5.33	
百度百赚	4.51	▲ 0	▼ -128	4.51	5.79	
网易现金宝	4.31	▲ -1	■ -83	4.31	5.14	
苏宁零钱包	4.25	▲ 1	▼ -144	4.24	5.82	

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率

人民币内外盘涨跌互现，内盘即期汇率最高涨至 6.1717，周五山稍有下跌至 6.1798。外盘人民币汇率继续升值，周五报收 6.1770，但美元 NDF12 个月价格贬值，周五价格 6.1570。

图表 7：人民币汇率一览

2014-08-03	变动 (BP)		过去90日走势分析			
	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：央行再贴现，市场受鼓舞

上周五，央行网站公布，对部分分支行增加再贴现额度 120 亿，全部用于支持“三农”和小微企业信贷。虽然刺激规模不大，但是政策信号意义更重要。这说明，央行还是坚持定向刺激，无疑还是会促进银行调整信贷结构和节奏。

周末央行研究局首席经济学家马骏表示“近期的定向降准是对过去特别是去年“三农”、小微企业贷款投放比例较高的商业银行的一种正向激励机制。央行将根据定向降准考核机制，定期对金融机构实施考核，根据是否达标对其差别准备金率进行动态调整。下一次考核拟于明年一季度进行，届时将考察 2014 年的情况。”

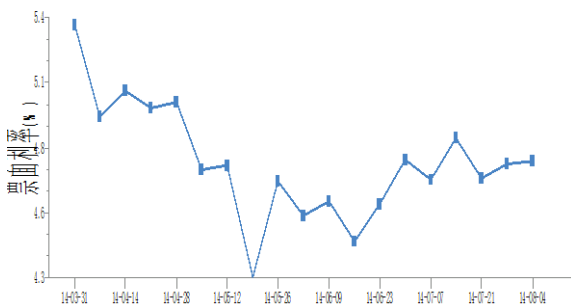
如此考核条件下，银行为了达到下一考核时点的信贷额度，以此来满足自身机构的降准条件，必须主动在今年促进对三农和小微的信贷投放，宽信贷将继续。

五、利率债：收益率僵持中略有下降

1、一级发行：配置需求稳定

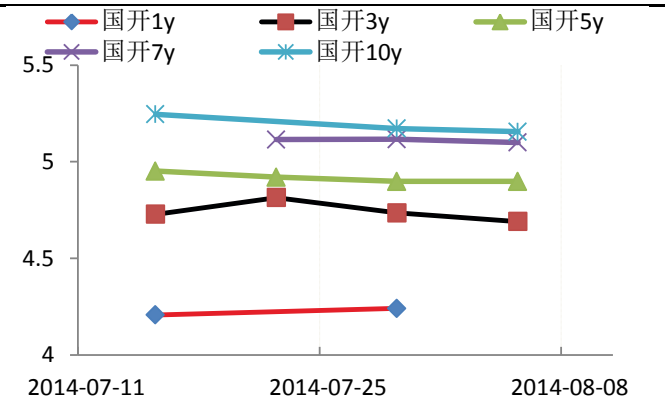
上周共发行国债 760 亿，政策性金融债 470 亿，地方自发自还债（江苏）143 亿。从政策性金融债发行情况看，一级市场配置需求比较稳定，发行利率和上两周基本持平。

图表 8：上周金融债发行利率趋于稳定



数据来源：Wind、华融证券

图表 9：国开债各期限发行利率变化



数据来源：Wind、华融证券

具体看，上周国开行招标发行 3 年、5 年、7 年和 10 年期固息金融债，招标利率各为 4.69%、4.8978%、5.10% 和 5.1556%；中标倍数各为 3.22 倍、2.67 倍、3.06 倍、和 4.81 倍，认购活跃。

而上周农发行增发 1 年、2 年、3 年期固息金融债，发行利率各为 4.2609%、4.5585% 和 4.6973%，均低于预期；认购倍数各为 3.59 倍、3.01 倍和 3.49 倍，各期限认购倍数比较均衡。

2、二级交易：震荡下行

利率债二级市场震荡为主，国债成交清淡，成交期限多数在 5-7 年品种；金融债则是分化走势，短端收益率稍有所下降，长端趋势不明，成交十分胶着。尤其在周五公布出口数据，增速大幅超出预期之后，长端债券走势更显纠结。

图表 10: 利率债二级市场走势

14付息国债14	0.91	3.72	3.66	-5.54
13付息国债17	2.01	3.87	3.86	-0.99
14付息国债04	2.59	3.90	3.91	1.00
14付息国债08	4.70	3.95	3.96	1.00
14付息国债03	6.44	4.13	4.12	-0.62
14付息国债13	6.90	4.15	4.18	3.00
14付息国债12	9.86	4.25	4.28	3.00
14国开13	0.83	4.32	4.34	2.34
14国开18	0.91	4.33	4.32	-1.01
14国开08	2.66	4.71	4.72	1.00
14国开01	2.43	4.70	4.70	0.00
14国开02	4.43	4.88	4.87	-1.00
14国开09	4.66	4.89	4.88	-1.00
14国开03	6.43	5.09	5.09	0.00
14国开10	6.66	5.10	5.11	0.50
14国开05	9.45	5.15	5.14	-1.50

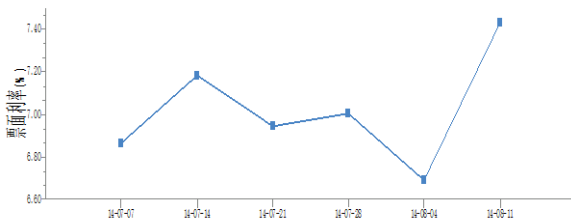
数据来源: Wind、华融证券

六、信用债: 企业债收益快速下降

1、一级发行: 净供给下降中

上周共发行一般信用债 411.8 亿, 其中中票 151.8 亿, 短融 134 亿, 企业债 126。企业债集中于 AA 评级, 共发行 7 支 AA 企业债 86 亿, 发行利率明显升高。

从当前发行来看, 7 月之后信用债供给压力不大, 主要是城投债发行增量不多。很大原因是 7 月以后政策性银行贷款投放增加, 而地方融资平台受到约束。在发改委严格收紧发行审批标准之后, 一级城投债会逐步稀缺, 市场关注点会转移到存量债券偿还压力上。

图表 11: 企业债发行利率走势


数据来源: Wind、华融证券

图表 12: 信用债发行行业和评级分布

行标签	A-1	AA	AA-	AA+	AAA	总计	
材料II	411.8					411.8	
多元金融	28					28	
房地产	8					8	
公用事业II		40				50	
耐用消费品与服装	30		1.5	15	10	56.5	
商业和专业服务	2					2	
食品与主要用品零售II	10	10				20	
消费者服务II	3					3	
运输					14	14	
制药、生物科技与生命科学	9	8			30	47	
资本货物	10					10	
总计	34	59.3		33	47	173.3	
总计	411.8	134	117.3	1.5	58	101	823.6

数据来源: Wind、华融证券

2、二级交易: 短久期城投受追捧

虽然下半年债市资金波动明显加大, 而且经济趋稳, 基本面支撑因素明显

不如有上半年。但是最近 2 周信用债，尤其是城投和铁道债上涨较多，从机构来看，基金和券商都是主要需求者。在此阶段，重新增加城投债和铁道债配置，一方面说明机构风险偏好有所回升，另一方面也说明机构对国家信用背书的依赖性继续增强。

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