



预期反复调整，不建议追涨

——债券周报（2014.08.18-2014.08.22）

⑤ 投资策略要点

当前基本面复苏动能减缓，如无其他刺激政策，长期利率中枢依然有向下的空间。但是，前期各种利好已逐渐出尽，短期1、2个月的经济波动尚不能触发政策刺激，暂时建议观望后市机会，看多不作多。

⑤ 基本面

近期信贷数据和PMI数据均表现不佳，总体而言对债市的影响偏正面。但目前经济下行被市场充分预期，政策落空风险反而放大，利率债的收益率往往受到事件因素影响下行后快速反弹，说明利率趋势并不坚实。

⑤ 资金面

上周资金市场上银行间拆放、回购利率走势总体表现为先抑后扬。前半周资金面较宽松，SHIBOR隔夜利率和上交所质押回购隔夜利率一度跌至半月最低点；周四开始，市场开始趋紧，资金融出方交易意愿稍减。

⑤ 重要政策

上周五，证监会正式发布和实施了《私募投资基金监督管理暂行办法》，标志着我国私募基金行业有了可操作的管理规则。近期，监管层陆续出台多项政策以拓宽中小企业融资渠道，降低企业融资成本，私募基金是其中的重要一环，其对风险的偏好和承受能力可以很好的支持小微高新企业的发展。

⑤ 利率债

上周利率债发行计1117亿元，发行规模低于此前一周。从国开债发行收益率看，各期限均有4BP左右下降幅度。二级市场上，收益率调整大约在2BP左右，目前一二级利差快速收窄。

⑤ 信用债

本周一二级市场共发行信用债1102.2亿元，其中一般企业债302亿元，一般公司债20亿元，中票236亿元，短融544.2亿元。从评级上看，以AA级以上为主。二级市场方面，由于上一周受到利好刺激，信用利差快速下行，本周交易明显较上一周清淡。而且，前半段资金紧张，收益率有上行压力，更多是成交在城投品种。后面2个交易日则缺乏主力机构，最后1天交易清淡，成交较少，且多集中于3个月左右短融。

相关报告

债券周报：《信用债上涨，风险偏好回升》_20140812

债券周报：《降低融资成本，加速债市分化》_20140805

债券周报《关注股市上涨对短期资金影响》_20140729

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：利率趋势不明，不建议追涨.....	4
二、基本面：需求下行，物价维持稳定.....	4
1、经济数据：进一步验证经济下行.....	4
2、物价追踪：生产资料价格仍不见起色.....	5
三、资金面：波动频繁，稍显紧张.....	5
1、公开市场操作：维持中性，信号不强.....	5
2、货币市场利率：结构性矛盾仍在.....	5
3、人民币汇率：略有贬值.....	6
四、重要政策：私募基金管理办法出台.....	6
五、利率债：收益下行后略有反弹.....	7
1、一级发行：发行利率普遍下行.....	7
2、二级交易：收益率曲线平移向下.....	7
六、信用债：信用利差收窄至极低.....	8
1、一级发行：城投发行收益率大幅下行.....	8
2、二级交易：利差在极低位置.....	8

图表目录

图表 1: 汇丰 PMI 预览值回落较大	4
图表 2: 分项看, 新订单收缩最多	4
图表 3: 猪肉涨势继续, 蔬菜价格涨幅较大	5
图表 4: 铅、锌锭价格下降	5
图表 5: 货币市场利率	6
图表 6: 互联网金融产品收益率	6
图表 7: 人民币汇率一览	6
图表 8: 本周利率债净偿还 113 亿	7
图表 9: 国开发行利率继续走低	7
图表 10: 利率债二级市场走势	8
图表 11: 信用债发行量上升	9
图表 12: 城投发行利率大幅降低	9

一、投资策略要点：利率趋势不明，不建议追涨

上周受8月PMI数据较差和四大行新增贷款骤降新闻的影响，市场有所触动，收益率下行，但随后即反弹，整体观望情绪提升：一方面利率债收益率反复调整；另一方面信用债追捧热情基本接近尾声，市场对短久期品种倾向明显。

我们认为，前期市场利好已逐渐出尽，但是基本面复苏动能确实减缓，下行压力仍在，如无其他刺激政策，长期市场利率中枢依然有向下的空间。但是，短期内1、2个月的经济波动不能触发政策刺激，暂时建议观望后市机会，看多不作多。

二、基本面：需求下行，物价维持稳定

1、经济数据：进一步验证经济下行

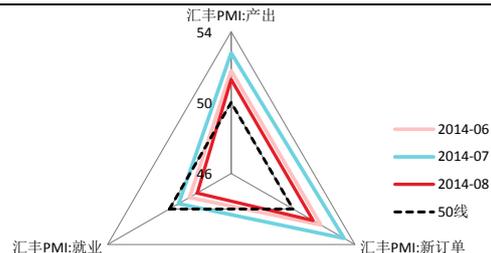
本周公布的8月汇丰PMI初值为50.3，较7月终值回落1.4个点，虽然数据仍在荣枯线以上，但明显低于市场预期且创三个月新低。具体看来，新订单下降了2个点，贡献了主要的跌幅，且内外需订单同时回落。

图表1：汇丰PMI预览值回落较大



数据来源：Wind、华融证券

图表2：分项看，新订单收缩最多



数据来源：Wind、华融证券

另一方面，媒体报道称四大行截至8月17日新增贷款仅约560亿元，按照其占银行新增信贷总量35%-40%的比例估算，8月新增信贷总量将不足200亿，这远低于央行13日分析7月信贷数据时指出的每天300-500亿元贷款增量。有机构解读四大行信贷骤降的原因是受同期存款减少5000亿元的拖累，银行放贷节奏不平衡，月末仍然存在贷款冲量的可能。我们认为，虽然存在时点错位，但是本月信贷需求显见不足，实体经济承压的概率依然较大。

近期信贷数据和PMI数据均表现不佳，总体而言对债市的影响偏正面。虽然长期看，基本面主导利率走势，但目前经济下行预期被市场充分预期，政策落空风险反而放大，利率收益率受到事件因素影响，往往是下行后快速反弹，说明利率趋势并不坚实。

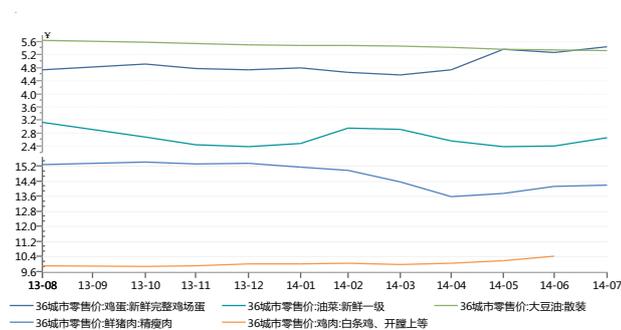
2、物价追踪：生产资料价格仍不见起色

根据商务部检测数据，上周 36 个大中城市食用农产品价格平稳上涨，而流通环节生产资料价格则多数下降。

上周，粮食和食用油价格保持稳定，略有波动。鸡肉和鸡蛋价格上涨明显，猪肉价格上涨 1.1%，与此相似的是 22 省市仔猪均价持续上升，牛肉价格亦止跌回升；果蔬价格总体趋势性上涨 2.1%，其中油菜、生菜、西红柿价格上涨幅度较大；水产品价格则微降 0.1%。

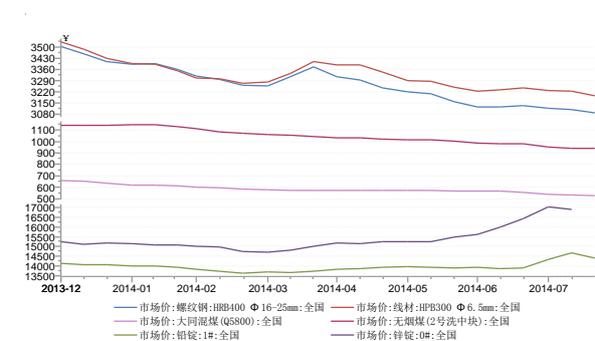
生产资料价格方面，流通领域重要生产资料平均价格整体平稳下行。螺纹钢和线材价格下降明显，铅锭和锌锭也延续了上月的跌势，煤炭价格止跌企稳，实体经济需求不振。另外，本周进口铁矿石到岸人民币价格也收低 1.27%，在人民币近期贬值的情况下，炼铁炼钢不见起色，经济发展的后劲不足。

图表 3：猪肉涨势继续，蔬菜价格涨幅较大



数据来源：Wind、华融证券

图表 4：铅、锌锭价格下降



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：波动频繁，稍显紧张

1、公开市场操作：维持中性，信号不强

上周，央行在公开市场开展 400 亿元 14 天正回购，中标利率维持在 3.70%。另外有 500 亿元正回购和 10 亿元央票到期，央行实现资金净投放 110 亿元，连续两周净投放。考虑到本周资金偏紧，同时存在缴税和新股申购压力，央行适时投放流动性体现其并未改变维持资金市场稳中偏松的既定目标。

2、货币市场利率：结构性矛盾仍在

上周资金市场银行间拆放、回购利率走势总体表现为先抑后扬。前半周资金面较宽松，SHIBOR 隔夜利率和上交所质押回购隔夜利率一度跌至半月最低点；周四开始，市场开始趋紧，资金融出方交易意愿稍减，SHIBOR、银行间回购利率和交易所回购利率也随之开始上行。截至周五，SHIBOR 隔夜报收 2.8430% (-1.5BP)，SHIBOR7 天报收 3.3690% (+9.3BP)，银行间回购 1 天

利率报收 2.8456%(-0.2BP), 银行间回购 7 天利率报收 3.3936%(+14.4BP), 上交所回购隔夜报收 3.2400%(-1.5BP), SHIBOR7 天报收 4.1350%(-6.5BP)。

票据融资方面, 6 个月直贴和转贴利率在周三上行 5BP 后回归到周初水平, 分别报收 4.05%和 4.00%, 走势比较平稳。

互联网金融方面, 我们跟踪的互联网理财产品收益率互有涨跌。其中百度百赚是唯一一款收益率在 4.5%以上的产品, 而余额宝依旧垫底。

图表 5: 货币市场利率

名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析		
		日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
2014-08-25						
RO01	2.84	▲ -0.73	▲ 30.37	2.51	3.38	
RO07	3.36	▲ -3.57	▲ 20.81	3.02	4.45	
SHIBOR01	2.84	▲ -0.20	▲ 29.20	2.51	3.35	
SHIBOR07	3.36	▲ -0.60	▲ -0.10	3.01	4.42	
GC001	1.07	▼ -217.00	▲ 107.00	0.88	18.07	
票据直贴6M	4.10	▲ 5.00	▲ -20.00	3.85	4.70	
票据转贴6M	4.05	▲ 5.00	▲ -5.00	#N/A	#N/A	

数据来源: Wind、华融证券

图表 6: 互联网金融产品收益率

名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析		
		日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
2014-08-25						
余额宝	4.14	▲ 0	▼ -88	4.14	5.02	
微信理财通	4.50	▲ 0	▲ -40	4.37	4.90	
百度百赚	4.61	▲ -1	▼ -86	4.43	5.52	
网易现金宝	4.43	▲ -2	▲ -34	4.31	4.94	
苏宁零钱包	4.56	▲ 5	▲ -11	4.21	5.70	

数据来源: Wind、华融证券

3、人民币汇率: 略有贬值

上周人民币汇率总体呈现震荡下跌态势。美元对人民币中间价周五报收 6.1617, 较周一贬值近 0.01, 且人民币内外盘和美元 NDF 同时走低。国内经济数据不佳, 美国经济复苏及退出 QE 的传闻加大了近期人民币对美元贬值的压力。

图表 7: 人民币汇率一览

名称	现价	变动 (BP)		过去90日走势分析		
		日变动	90日变动	最小值	最大值	走势图
2014-08-25						
人民币中间价	6.1617	▲ -15	▲ -9	6.1443	6.1710	
内盘即期汇率CNY	6.1529	▲ 15	▼ -836	6.1413	6.2556	
外盘即期汇率CNH	6.1589	▲ 87	▲ 87	6.1378	6.2632	
美元NDF12个月	6.2362	▲ 32	▲ 32	6.2050	6.2660	

数据来源: Wind、华融证券

四、重要政策: 私募基金管理办法出台

本周五, 证监会正式发布和实施了《私募投资基金监督管理暂行办法》, 标志着我国私募基金行业有了可操作的管理规则。其主要明确了五项制度安排, 包括登记备案制, 确立合格投资者, 明确私募基金的募资规则, 规范投资运作行为以及确立对不同类别私募基金进行差异化行业自律和监管的制度安排等。此外, 《办法》还秉承“法无禁止即可为”的理念, 进行了负面清单式的监管探索。

《办法》将私募证券投资基金、私募股权基金和创业投资基金, 以及市场上以艺术品、红酒等为投资对象的其他种类私募基金均纳入调整范围, 而来自基金

业协会的最新数据显示，以上私募产品合计规模约 12.5 万亿元。

近期,监管层陆续出台多项政策以拓宽中小企业融资渠道,降低企业融资成本,私募基金是其中的重要一环,其对风险的偏好和承受能力可以很好的支持小微高新企业的发展。《办法》为建立健全各类私募基金特别是创投基金的发展奠定了法律基础,有助于监管部门的统一管理,有助于私募基金的规范运作,有助于防范行业系统性风险,长期来看对促进我国私募基金的健康发展有着重要意义。

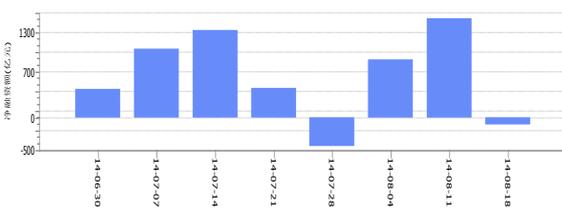
五、利率债：收益下行后略有反弹

1、一级发行：发行利率普遍下行

本周一级市场共发行利率债 20 笔,合计金额 1117 亿元,发债规模低于上周。其中,贴现国债 150 亿元,续发 10 年期国债 280 亿元,票面利率为 4.2293%,较上月同期品种利率有所上升;国开债发行 4 笔共计 150 亿元,利率较上周下降 4BP;进出债发行 120 亿元,农发债增发 150 亿元,发行利率比较稳定。本周利率债共偿还 1230 亿元,周净融资额为-113 亿元,是本月首次出现净偿还。

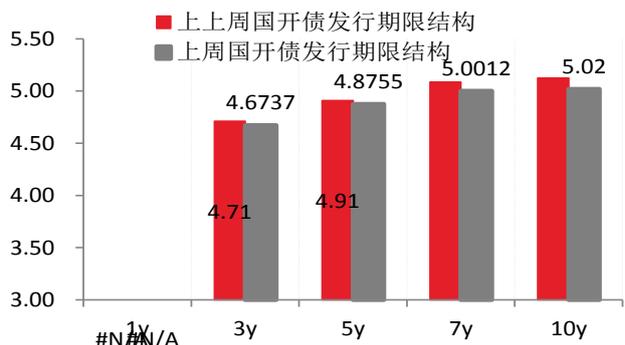
从国开发行利率来看,利率一级市场继续延续收益率下行趋势。各期限品种普遍下行 4BP 左右。最近时间段内,二级市场上国开 10Y 收益率一旦下行至 5.05%附近就会失去动力,也是受到一级收益率的约束。上周国开 10Y 招标结果之后,一、二级利差收窄,二级对一级开始变得有指引意义。

图表 8: 本周利率债净偿还 113 亿



数据来源: Wind、华融证券

图表 9: 国开发行利率继续走低



数据来源: Wind、华融证券

另外,本周有北京、浙江、青岛三地分别发行地方政府自发自还债 105 亿元、137 亿元、25 亿元,各期限品种票面利率均接近同期限国债利率。至此,经国务院批准自发自还地方债试点的首批 10 省市中只有上海和深圳尚未发债。

2、二级交易：收益率曲线平移向下

本周利率债二级市场各期限国债和政策性金融债收益率整体下行。国债中

短端、中长端和长中端利差均有所收窄，幅度较上周有所下降。从流动性和经济两个影响因素来看，目前利率债受流动约束更大。

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	0.87	3.66	3.64	-2.30
13附息国债17	1.97	3.89	3.92	3.51
14附息国债04	2.55	3.92	3.96	4.00
14附息国债08	4.66	3.97	3.99	1.99
14附息国债03	6.40	4.08	4.10	2.00
14附息国债13	6.86	4.15	4.16	1.50
14附息国债12	9.82	4.21	4.26	4.50
14国开13	0.79	4.34	4.11	-23.43
14国开18	0.87	4.34	4.39	4.70
14国开08	2.62	4.68	4.71	3.00
14国开01	2.39	4.67	4.70	3.00
14国开02	4.39	4.82	4.84	2.50
14国开09	4.62	4.85	4.86	0.75
14国开03	6.39	4.99	4.98	-1.50
14国开10	6.62	5.02	5.00	-2.00
14国开05	9.41	5.01	5.01	0.00

数据来源：Wind、华融证券

从交易量较大的利率债表现来看，市场偏好短期品种类国债，其他期限国债收益率涨幅不定。而国开债方面则呈现短久期和长久期两头成交价格提升，中段成交价格下降的趋势，其中 14 国开 13 表现突出，成交量近 65 亿元。

六、信用债：信用利差收窄至极低

1、一级发行：城投发行收益率大幅下行

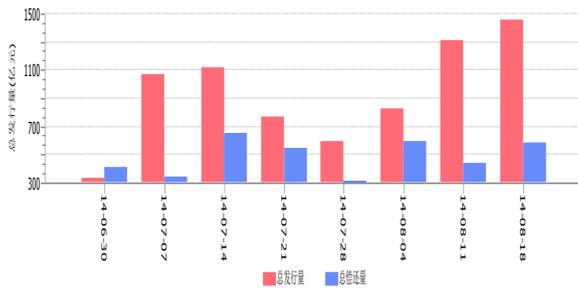
本周一级市场共发行信用债 1102.2 亿元，其中一般企业债 302 亿元，一般公司债 20 亿元，中票 236 亿元，短融 544.2 亿元。从评级上看，以 AA 级以上为主。本周信用债发行利率较上周有明显的抬升，且下半周发行利率低于上半周，与资金市场价格走势保持一致。但是发行市场依旧火热，发行量创近 2 个月新高。

2、二级交易：利差在极低位置

由于上一周连续受到利好刺激，信用利差快速下行，本周交易明显较上一周清淡。而且，前半段资金紧张，收益率有上行压力，更多是成交在城投品种。后面 2 个交易日则缺乏主力机构，最后 1 天交易清淡，成交较少，且多集中于短期 3 个月左右短融品种。

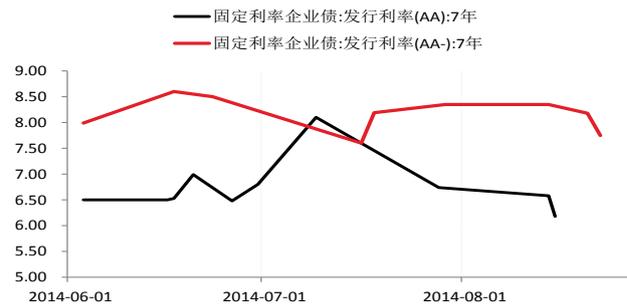
回顾成交情况，可知目前信用债信用利差已经没有更多的吸引力，市场对于下一步期待更多是放在利率债表现上。

图表 11: 信用债发行量上升



数据来源: Wind、华融证券

图表 12: 城投发行利率大幅降低



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