

## 基本面支撑不变，仍存在进场机会

——债券周报（2014.08.25-2014.08.29）

### ⑤ 投资策略要点

上周债券收益率并没有因流动性暂时的紧张而持续上行，同时8月份经济数据表明基本面对债市的长期利好并未改变，依然存在进场机会。近期看利率债较信用债更受青睐。

### ⑤ 基本面

7月工业企业利润增长放缓，8月PMI数据回落，百城房价连续4个月下跌，说明基本面对债市的支持并没有发生根本性的改变，通胀不显也为货币政策提供了空间，因此我们认为债市将持续走强。

### ⑤ 资金面

受新股申购与月末叠加影响，上周资金面全面承压，流动性紧张。SHIBOR周中下探后迅速反弹，周四上交所回购利率则因机构打新热情高涨而暴涨，周五虽有所回落但仍在高位运行。

### ⑤ 重要政策

央行公布对部分分支行增加支农再贷款额度200亿元，并且符合条件支农再贷款利率可在优惠利率基础上再降1个百分点，构成实质上的定向降息。此举印证了市场预期，长期来看对债市利多不变。

### ⑤ 利率债

上周利率债一级市场实现净投放，意在配合央行缓解资金面紧张。从政策性金融债的发行利率上来看，下行依然是主导趋势。二级市场部分机构兑现前期收益，导致收益率触底反弹，但市场的配置热情不减，一周趋势仍然以向下为主。

### ⑤ 信用债

上周信用债发行利率并未因资金面紧张而大涨，但是发行量缩水严重，说明市场预期比较充分。二级市场成交清淡，主要集中在短融。信用债利差不断收窄，并不受市场青睐。

### 相关报告

《债券周报：预期反复调整，不建议追涨》——20140826

《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

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：刘迪  
电话：010-58565090  
邮箱：liudi@hrsec.com.cn

目录

---

一、投资策略要点：经济数据不佳对债市支持不变.....	4
二、基本面：经济增长动能疲软.....	4
1、经济数据：工业企业盈利回落，PMI 预测数据不佳.....	4
2、物价追踪：食品价格涨幅回落.....	5
三、资金面：月末恰逢新股申购，流动性紧张.....	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：支农再贷款定向降息印证市场预期.....	6
五、利率债：机构锁定前期收益，市场配置热情不改.....	7
1、一级发行：协同央行注入流动性.....	7
2、二级交易：收益率下行为主.....	7
六、信用债：利差降低，不受青睐.....	8
1、一级发行：发行量缩水.....	8
2、二级交易：利差持续收窄.....	9

---

**图表目录**

---

图表 1: 1-7 月工业企业利润稳步增加.....	4
图表 2: 食品价格涨幅回落.....	5
图表 3: 货币市场利率一览.....	6
图表 4: 互联网金融产品收益率一览.....	6
图表 5: 人民币汇率一览.....	6
图表 6: 上周利率债净投放 470 亿元.....	7
图表 7: 利率债二级市场走势.....	8
图表 8: 企业债发行利率走势.....	9

---

## 一、投资策略要点：经济数据不佳对债市支持不变

上周市场多空博弈激烈。8 月经济数据不佳，长期来看基本面对债市形成了比较有力的支持。机构对打新的热情在下半周导致了流动性暂时趋紧，推动了利率的显著上涨，但是债券收益率并没有随之持续上行，而是在周五有所回落，这表明短期的扰动因素并没有改变债市的长期走势，我们认为仍存在配置的价值。

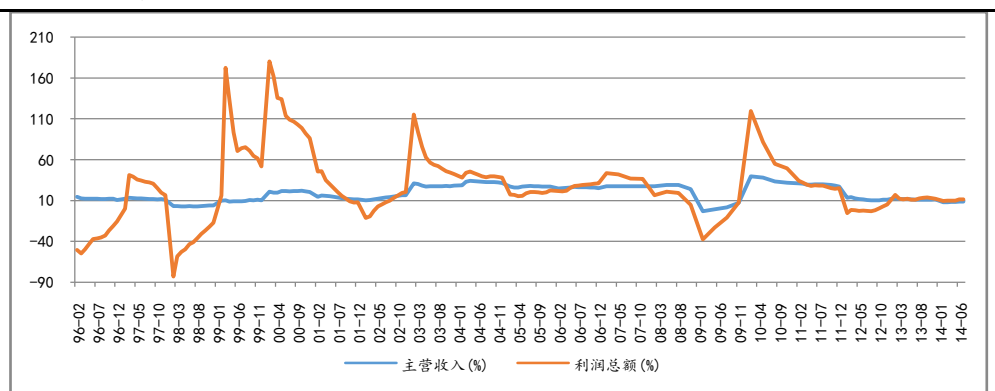
在品种的选择上，信用债利差持续收窄，并不受市场青睐；而利率债虽然在后半周被部分机构抛售，收益率有所反弹，但是综合一周的情况看来其收益率依然处在向下的通道，值得我们继续关注。

## 二、基本面：经济增长动能疲软

### 1、经济数据：工业企业盈利回落，PMI 预测数据不佳

上周四，国家统计局公布数据显示，7 月份实现利润总额 4823.3 亿元，同比增长 13.5%，增速比 6 月份回落 4.4 个百分点，表明 7 月份工业企业盈利增长动能放缓。

图表 1：1-7 月工业企业利润稳步增加



数据来源：Wind、华融证券

8 月制造业 PMI 终值为 51.1，比 7 月低 0.6 个百分点，结束了 3-7 月连续 5 个月的上升趋势，符合我们的预期。8 月制造业 PMI 的回落预示制造业企业增长动能比 7 月有所减弱，距离经济复苏还有一定距离。

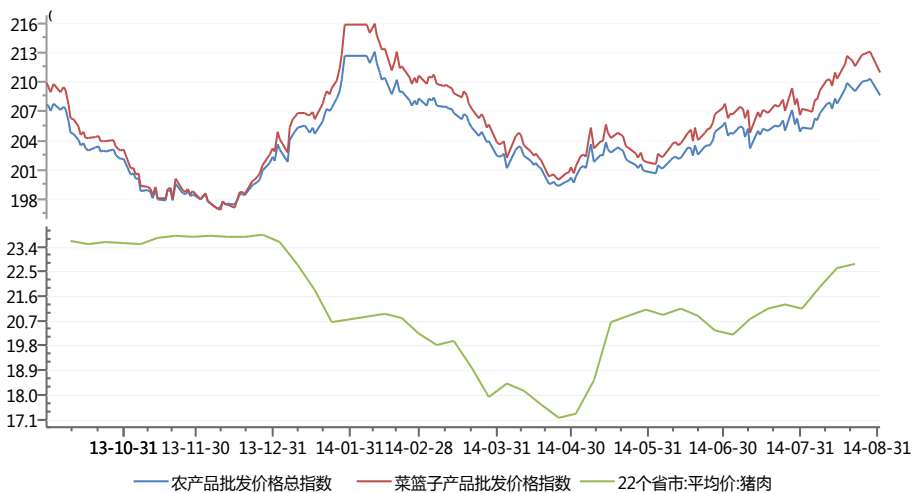
另外，中国指数研究院发布 8 月份百城房价指数显示，全国 100 个城市新建商品住宅均价环比上月下跌 0.59%，已是连续第四个月下跌，房地产持续低迷对经济的拖累也比较大。

8 月各项数据表明，近期经济复苏的动能持续缓慢，基本面对债市的支持并没有发生根本性的改变，因此我们认为债市仍将走强。

## 2、物价追踪：食品价格涨幅回落

据农业部监测，上周农产品、菜篮子产品批发价格回调。全国猪肉平均价格持续升高，22省市猪肉价格环比上涨 2.33%，牛羊肉价格比较稳定；粮食和食用油批发价格指数小幅调整，运行比较平稳；蔬菜平均批发价则涨跌互现，其中茄子价格环比上涨 16.56%，而芹菜价格环比下跌 14%。按照上旬和中旬的价格趋势，我们预测 8 月食品价格继续上涨，CPI 同比上涨 2.1%，比 7 月小幅回落，9 月 CPI 可能下跌至 2%。

图表 2：食品价格涨幅回落



数据来源：Wind、华融证券

## 三、资金面：月末恰逢新股申购，流动性紧张

### 1、公开市场操作

上周，央行共执行 200 亿元 14 天正回购，利率稳定在 3.70%，结合上周 650 亿元正回购到期，央行实现货币净投放 450 亿元，为连续第三周净投放。此外，上周四财政部和央行进行了 600 亿元国库现金定存招标，中标利率 4.10%，较上月提升 10BP。上周资金面主要受到新股申购、月末考核等因素影响，流动性偏紧，央行适时放水，维持资金面稳定的意图明显，但是由于力度偏小，未能扭转资金面紧张的局面。

### 2、货币市场利率

上周，受新股申购与月末叠加影响，资金面全面承压，银行间资金市场利率受制于流动性在周中下探后迅速反弹，截至周五，SHIBOR 隔夜报收 2.9080%，微涨 6.7BP，SHIBOR7 天报收 3.6720%，上升 30.9BP。

而交易所方面资金利率变化十分显著。前半周，市场对机构打新的热情便有所预期，交易所资金利率稳步上涨。周四，6支新股申购开放冻结大量资金，又恰逢跨月，利率出现井喷，上交所隔夜回购利率大涨4380.5BP至45.1750%，创08年以来的新高，两日回购利率一度升至97%，收于19.82%。周五，又有2支新股开放网上申购，开盘利率虽有所回落，但仍处于高位，GC001盘中达到30%，此后回落至正常水平。GC007所受影响相对较小，但也在周四最高攀至10%，为近半年的高点。

票据融资利率则出现脉动，周中升至8月峰值后，回落到周初的水平。

互联网金融方面，我们跟踪的5款产品上周出现分化，百度百赚和微信理财通从前期的高位下挫，而其他3款产品则在周五反弹向上。

**图表3：货币市场利率一览**

2014-08-29 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
RO01	2.92	0	37	2.54	3.38
RO07	3.67	-5	46	3.02	4.45
GC001	4.68	-4050	196	0.88	45.18
GC007	3.83	-296	77	2.28	6.79
SHIBOR01	2.91	3	37	2.52	3.35
SHIBOR07	3.67	13	43	3.01	4.42
票据直贴6M	4.05	410	410	3.85	4.70
票据转贴6M	4.05	405	405	3.75	4.55

数据来源：Wind、华融证券

**图表4：互联网金融产品收益率一览**

2014/8/29 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
余额宝	4.12	1	-78	4.12	4.9
微信理财通	4.5	0	-39	4.37	4.89
百度百赚	4.58	-2	-92	4.43	5.49
网易现金宝	4.42	10	-23	4.31	4.94
苏宁零钱包	4.36	-5	-41	4.21	5.7

数据来源：Wind、华融证券

### 3、人民币汇率

上周,受美国预期10月退出QE3、我国1-7月工业企业利润数据向好等因素的影响,人民币兑美元汇率小幅整理。一方面,人民币兑美元中间价高位震荡,收于6.1647;另一方面,内外盘向下微调,回到2周前的水平,美元12月NDF也一改2周前单边上涨的趋势,呈现下探后反弹的局势。后市发展依然有赖于观察美国经济复苏的动力和国内“稳增长”政策的实效。

**图表5：人民币汇率一览**

2014-08-29 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
人民币中间价	6.1647	9	-48	6.1443	6.1710
内盘即期汇率CNY	6.1432	-14	-1041	6.1413	6.2548
外盘即期汇率CNH	6.1488	51	51	6.1378	6.2578
美元NDF12个月	0.0000	-62285	-62285	6.2050	6.2638

数据来源：Wind、华融证券

## 四、重要政策：支农再贷款定向降息印证市场预期

为贯彻落实国务院常务会议关于“加大支农、支小再贷款和再贴现力度”的要求,提高金融服务“三农”等国民经济薄弱环节的能力,上周三,央行宣布对部分分支行增加支农再贷款额度200亿元,引导农村金融机构扩大涉农信

贷投放，同时采取有效措施，进一步加强支农再贷款管理，促进降低“三农”融资成本。

此外，央行还要求农村金融机构在支农再贷款借用期间，涉农贷款增量应不低于借用的支农再贷款总量；支农再贷款可以执行优惠利率，贫困地区符合条件的农村金融机构的支农再贷款利率可在优惠利率基础上再降 1 个百分点；提高支农再贷款使用效率，用好增量，盘活存量；加强对支农再贷款降低“三农”融资成本的监测考核，确保支农再贷款发挥降低“三农”融资成本的作用。

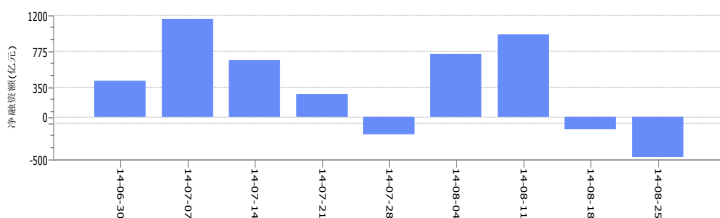
本次新增支农再贷款并非首次推出且额度较小，尚不足以安抚市场对经济回暖动能减缓的担忧。但是在前段时间两次出台“定向降准”政策之后，央行此次对支农再贷款执行优惠利率，本质上就是小规模“定向降息”。此举再次印证了市场的预期，即全面降息降准的可能性不大，央行主要依靠定向工具调整结构，建立利率走廊，引导市场利率向下。因此长期来看，货币政策对债市的利多不变。

## 五、利率债：机构锁定前期收益，市场配置热情不改

### 1、一级发行：协同央行注入流动性

上周，利率债发行清淡，仅有 2 支进出债发行，分别为 1 年期、7 年期各 60 亿元；3 支农发债发行，分别为 1 年期、3 年期、5 年期各 50 亿元。同时，上周有 2 支国开债和 1 支农发债到期，共偿还 740 亿元。在上周资金面趋紧的情况下，政策性金融债协助央行实现了一周资金净投放 470 亿元，也是连续第二周利率债净投放。

图表 6：上周利率债净投放 470 亿元



数据来源：Wind、华融证券

发行利率方面，受流动性趋紧的影响，上周发行的短期债券票面利率抬升十分明显，1 年期进出债和 1 年期农发债票面利率涨幅分别为 7BP 和 10BP，而中长期金融债发行利率则较前期没有明显变化，5 年期农发债甚至下降了 12BP，说明短久期债券发行利率受近期扰动因素影响较大，而从长期来看，发行利率下行仍然是市场的主导趋势。

### 2、二级交易：收益率下行为主

前段时间，国债和政策性金融债部分券种的收益率已经累积不小降幅，在央行利好政策兑现、经济数据向好的双重刺激下，周中部分机构决定锁定前期收益，大部分利率债到期收益率在周三、周四触底后反弹，仅有5年期国债和3年期非国开金融债的收益率持续下行，市场配置热情不减。综合上周一和上周五的收益率情况，上周到期收益率还是以下行为主，政策性金融债尤其明显，这也说明虽然上周扰动因素较多，但是基本面情况依然支持利率债价格上涨。

从成交量较大的利率债来看，国债和国开债出现分化，国债交易主要偏向长期品种，而国开债则分布比较平均。除个别券种价格微降之外，主要交易品种的价格依然处在向上的通道中。

图表 7：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付息国债14	0.85	3.64	3.64	0.00
13付息国债17	1.96	3.93	3.92	-1.05
14付息国债04	2.53	3.94	3.93	-1.00
14付息国债08	4.65	4.00	3.95	-5.00
14付息国债03	6.38	4.10	4.07	-3.00
14付息国债13	6.84	4.17	4.14	-3.07
14付息国债12	9.81	4.26	4.24	-1.12
14国开13	0.77	4.39	4.34	-5.00
14国开18	0.85	4.38	4.37	-1.00
14国开08	2.60	4.72	4.67	-5.50
14国开01	2.37	4.63	4.65	1.74
14国开02	4.37	4.84	4.80	-5.00
14国开09	4.60	4.87	4.81	-6.00
14国开03	6.38	4.97	4.92	-5.50
14国开10	6.61	5.00	4.94	-6.00
14国开05	9.39	5.01	4.93	-7.00

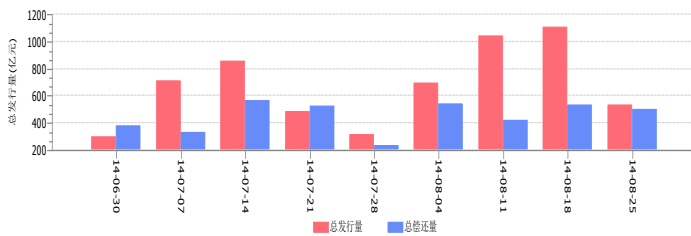
数据来源：Wind、华融证券

## 六、信用债：利差降低，不受青睐

### 1、一级发行：发行量缩水

上周市场共发行信用债 532.40 亿元，其中一般企业债 144.5 亿元，一般公司债 33.5 亿元，中票 210.4 亿元，短融 144 亿元。从评级上看，发行评级在 AA 级以上的超过了 2/3，与前两周持平。上周信用债发行利率并未受到资金成本上涨的影响，某些券种甚至出现了发行利率下跌的趋势，但相应的发行量较前期有大幅度缩水，说明市场已对上月末流动性有所预期，并做出了相应的调整。



**图表 8：企业债发行利率走势**


数据来源：Wind、华融证券

## 2、二级交易：利差持续收窄

上周，或是受上周流动性紧张和利差收紧的双重影响，信用债交易市场延续了前期的冷清，成交量持续萎缩，主要集中在短期品种，如 3 个月超短融。成交价格方面，信用债到期收益率总体上呈现震荡下行的态势，部分品种至周五有所反弹，说明上周四政策利好兑现后信用债市场也出现了一波抛售高峰。城投债方面，其与企业债的利差在逐步收窄，虽然现阶段城投债依旧被看作是优于企业债的投资标的，但是其收益回报正在下降。从近期二级的成交量来看，市场依旧倾向于利率债而非信用债。

## 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](http://www.hrsec.com.cn)