



债券市场将延续慢牛行情

——债券周报（09.01- 09.07）

⑤ 投资策略要点

8月经济增长数据未现好转，通胀温和回落，为央行定向宽松的货币政策提供了空间，基本面总体而言对债市影响偏正面。上周股市向好分流了一部分资金，但短期的扰动因素并没有改变收益率长期下行的趋势，我们认为债券市场的慢牛行情还将延续。

⑤ 基本面

经济数据表明前期利好政策的效果并不持久，房地产、钢铁等行业表现疲软，外贸数据也说明内需依然不振，经济复苏的可持续性偏差。同时，温和的通胀数据也有利于定向宽松的货币政策，因此我们认为现阶段基本面依然利好于债市。

⑤ 资金面

上周，市场流动性总体较宽松，央行实现少量净回笼。资金价格整体下行，其中 SHIBOR 利率单边下降，而交易所资金利率略有反复。汇率方面，美国退出 QE 临近以及欧元区的量化宽松政策加强了美元升值预期，人民币兑美元汇率上升压力增加。

⑤ 重要政策

有消息称，监管层将放开上市房企发行中票的限制，但是本次获准发行中票的企业门槛较高，难以惠及融资需求更迫切的中小房企，而且潜在融资规模相对较小，我们认为其象征意义大于实际效果。

⑤ 利率债

上周利率债发行量有所回升，发行利率下降趋势明显。二级市场偏好于短久期品种，但是由于股市向好对资金分流作用的影响，收益率上行压力增大，具体表现为短久期品种成交价格上升而中长期品种成交价格下降。

⑤ 信用债

上周信用债发行量回暖，发行利率略有下降。二级市场交投持续收缩，成交品种主要集中在短融和企业债，其中短融收益率下降明显，体现了近期市场的投资风格。此外城投债利差增大，我们继续看好其配置价值。

相关报告

《债券周报：基本面支撑不变，仍存在进场机会》——20140902

《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

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：基本面未见好转，慢牛行情还将延续	4
二、基本面：内需不振，经济未有明显改善	4
1、经济数据：非制造业 PMI 不及同期，进口数据降幅扩大.....	4
2、物价追踪：农产品价格略有波动，生产资料价格微降.....	5
三、资金面：流动性向好，利率整体下行	5
1、公开市场操作.....	5
2、货币市场利率.....	6
3、人民币汇率.....	6
四、重要政策：上市房企开闸银行间交易中票	7
五、利率债：发行利率下降明显，收益率上行压力增大	7
1、一级发行：发行利率向下趋势明显.....	7
2、二级交易：股市分流影响收益率下行.....	8
六、信用债：短久期品种偏好明显	8
1、一级发行：发行量回升.....	8
2、二级交易：市场偏好短久期品种.....	9

图表目录

图表 1: 8 月出口同比回落, 进口降幅扩大.....	4
图表 2: 农产品价格运行平稳.....	5
图表 3: 生产资料价格小幅下降.....	5
图表 4: 货币市场利率一览.....	6
图表 5: 互联网金融产品收益率一览.....	6
图表 6: 人民币汇率一览.....	6
图表 7: 利率债发行量回升.....	7
图表 8: 国开债发行利率全线下行.....	7
图表 9: 利率债二级市场走势.....	8
图表 10: 信用债发行走势.....	9
图表 11: 信用债交易量持续下降.....	9

一、投资策略要点：基本面未见好转，慢牛行情还将延续

8月经济数据未现明显好转，房地产、钢铁等行业的持续疲软拖累了经济复苏动能，同时8月进口负增长加速说明内需依然不振。近期通胀数据较温和，也为央行接下来实行降息降准等宽松的货币政策提供了空间，现阶段基本面对债市的利好并未改变。虽然上周股市向好分流了一部分资金，但长期看来，短期的扰动因素并没有抬升收益率，我们认为债券市场的慢牛行情还将延续。

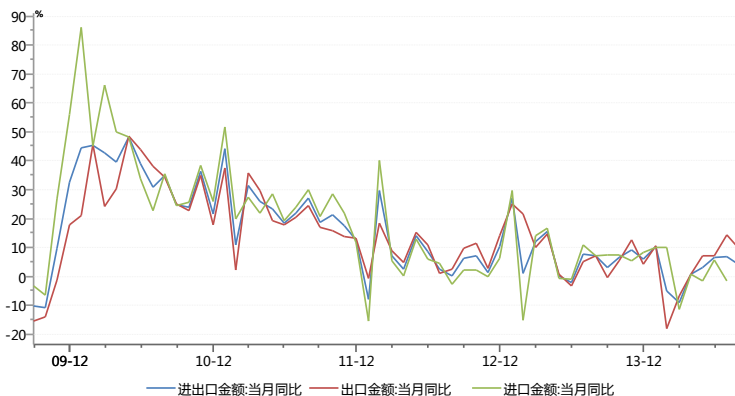
二、基本面：内需不振，经济未有明显改善

1、经济数据：非制造业 PMI 不及同期，进口数据降幅扩大

上周公布的数据显示，非制造业 PMI 有所回升，商务活动指数终值为 54.4，是该数据连续 2 个月下滑后首次转暖，但仍不及去年同期水平。分行业来看，服务业商务活动指数为 53.6，比上月上升 0.4 个点，而建筑业商务活动指数为 57.7，比上月回落 0.5 个点。新订单指数为 50.0，比上月回落 0.7 个点，其中建筑业新订单指数为 47.5，比上月下降 4.1 个点，降至临界点以下，市场需求明显减少。

根据海关总署的统计，8月当月，我国进出口总值 2.26 万亿元人民币，同比增长 3.9%。其中，出口 1.28 万亿元，同比增长 9.2%，较 7 月回落 5.1 个百分点；进口 0.98 万亿元，同比下降 2.4%，低于市场预期，降幅较 7 月扩大 0.8 个百分点。8 月进口低迷，我们认为与国内投资消费不足及大宗商品价格下行有关，而短期内这两个因素不会有大的改善。

图表 1：8 月出口同比回落，进口降幅扩大



数据来源：Wind、华融证券

近期中央多次出台“稳增长”、“微刺激”政策，力图在保持一定经济增速的基础上开展各项改革，但是到目前为止，利好政策的效果并不持久，房地产、钢铁等行业的疲软对经济复苏的动能影响依然很大。此外，8 月我国进口负增长加速，说明内需依然不振，因此我们认为现阶段基本面利好于债市。

2、物价追踪：农产品价格略有波动，生产资料价格微降

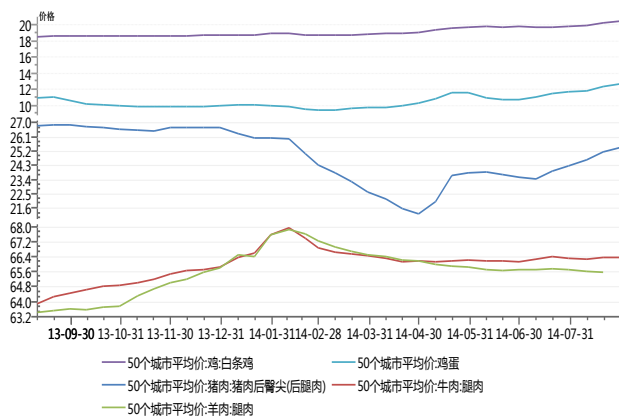
统计局数据显示，8月下旬，50个城市主要食品平均价格运行平稳，略有波动，流通领域生产资料价格则小幅下降。

农产品价格方面，粮油价格保持稳定；猪肉价格涨幅回落1个百分点，牛羊肉价格小幅震荡，而鸡肉和鸡蛋价格则持续上升；水产品方面，鲤鱼价格止跌回升；蔬菜价格基本稳定，油菜涨幅放大，豆角涨幅回落。

生产资料价格方面，黑色金属价格持续下降，其中线材下跌了2.2%；有色金属价格略有回升，化工产品涨跌互现；油气价格和煤炭价格总体比较平稳，稍有下降。

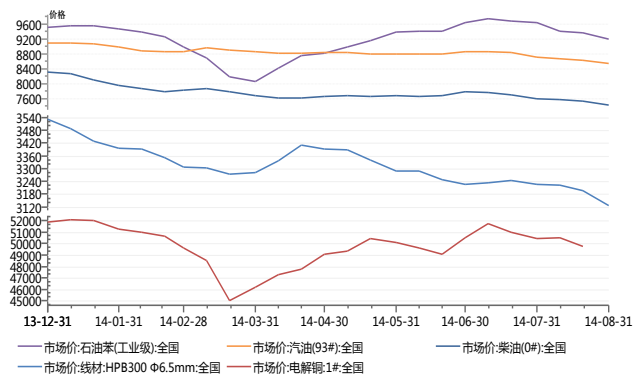
我们预计8、9两月CPI数据在2%上下，温和的通胀预期也为接下来央行的货币政策提供了空间。

图表 2：农产品价格运行平稳



数据来源：Wind、华融证券

图表 3：生产资料价格小幅下降



数据来源：Wind、华融证券

三、资金面：流动性向好，利率整体下行

1、公开市场操作

上周，央行共执行330亿元14天正回购，利率稳定在3.70%。结合上周400亿元正回购到期，央行实现货币净投放70亿元，为连续第四周净投放。虽然存在存准补缴的压力且上周末又逢中秋节假期，市场对现金的需求略有增加，但是随着打新资金的解冻，上周市场流动性预期较宽松，央行适当加强了正回购的力度，实现少量净投放量，主要还是为了资金面的平稳。

2、货币市场利率

上周，SHIBOR 数据呈现单边下行的态势，也印证了市场流动性较宽松的预期。其中，SHIBOR 隔夜利率一周下降 10.1BP 至 2.8070%，而 SHIBOR7 天利率一周下降 48.4BP 至 3.1880%，达到近 3 个月的低点。

交易所资金方面，上交所回购利率震荡前行，略有反复。其中，隔夜利率在周中下探至 1.0% 以下后反弹，较周一微涨 0.13BP 至 4.1250%，而 7 天利率反弹动力则显不足，至周五收于 3.0200%，较周一下跌 1.03BP。

票据融资利率走势也符合市场预期，直贴利率和转贴利率均在周中下行，较前周各下跌 10BP。

互联网金融方面，我们跟踪的 5 款产品中，表现最好的依然是百度百赚，其收益率持续上行并领先于其他产品。另一方面，余额宝作为业内资金规模最大的货币基金，其收益率继续垫底。

图表 4：货币市场利率一览

2014-09-05 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
R001	2.82	-1	22	2.59	3.38
R007	3.20	-9	4	3.02	4.45
GC001	4.13	-7	325	1.00	45.18
GC007	4.20	0	3	2.28	6.79
SHIBOR01	2.82	-1	23	2.57	3.35
SHIBOR07	3.28	-9	4	3.01	4.42
票据直贴6M	4.05	0	-15	3.85	4.70
票据转贴6M	4.00	0	0	3.75	4.55

数据来源：Wind、华融证券

图表 5：互联网金融产品收益率一览

2014-09-05 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	4.17	0	-72	4.12	4.88
微信理财通	4.47	1	-41	4.37	4.88
百度百赚	4.70	3	-52	4.43	5.27
网易现金宝	4.37	-7	-26	4.31	4.94
苏宁零钱包	4.25	-1	-67	4.21	5.70

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率

上周，随着美国退出 QE 的临近，以及中国经济复苏动能的放缓，美元升值预期持续发酵，人民币兑美元中间价震荡走高。周中，欧洲央行宣布实行量化宽松政策，包括降息和购买证券化资产等，欧元走弱推高了美元的走势，人民币内外盘汇率周中下探后反弹。而 12 个月 NDF 方面，多空博弈激烈，在 6.22-6.23 的区间内震荡。

图表 6：人民币汇率一览

2014-09-05 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	6.1707	41	84	6.1443	6.1697
内盘即期汇率CNY	6.1412	26	-1090	6.1386	6.2404
外盘即期汇率CNH	6.1451	51	51	6.1378	6.2352
美元NDF12个月	6.2220	-30	-30	6.2050	6.2638

数据来源：Wind、华融证券

四、重要政策：上市房企开闸银行间交易中票

上周有消息称，银行间市场交易商协会将准许上市房企发行中票，资金用于符合国家政策支持普通商品房项目、补充流动资金、偿还银行贷款等，不可用于做土地款等其他用途。

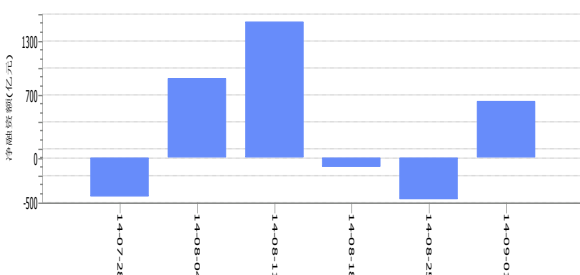
今年以来，房地产行业持续低迷，下行压力不断增大，房企，尤其是中小房企的资金链全面承压，风险不断暴露，至今已出现多起因流动性导致的房企破产，甚至已经开始波及房价下降相对较小的一线城市。此时，监管层以法律形式放开上市房企发行中票的限制，意在拓宽房企的融资渠道，缓解资金压力，实质是一种救市政策。但是，本次获准发行中票的门槛较高，仅限于资质好，实力强的上市企业，难以惠及资金压力更大、融资成本更高、对债市融资需求更迫切的中小房企，而且中票的潜在融资规模相对较小，因此我们认为政策对市场的影响尚待检验。

五、利率债：发行利率下降明显，收益率上行压力增大

1、一级发行：发行利率向下趋势明显

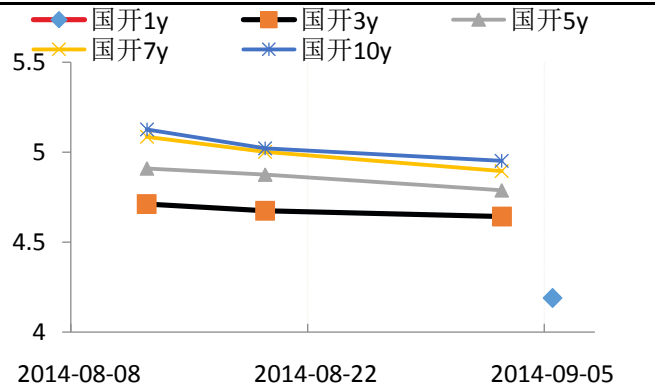
上周，利率债发行量有所回升，共计 820.1 亿元，其中 7 年期国债（续发）280.1 亿元，1 年期国开债发行 60 亿元，3 年、10 年期国开债各增发 40 亿元，5 年、7 年期国开债各增发 50 亿元，农发债增发 1 年、2 年、3 年期各 60 亿元，进出债 1 年、5 年期各发行 60 亿元。此外，上周有 200 亿元利率债到期，上周实现净融资 620.1 亿元。

图表 7：利率债发行量回升



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：国开债发行利率全线下行



数据来源：Wind、华融证券

上周，由于流动性较前期宽松，发行利率向下趋势明显。国开债各期限发行利率全线下行 3BP 以上，其中 7 年期发行利率下降 10.58BP，5 年期发行利率下降 8.81BP，降幅较大。

2、二级交易：股市分流影响收益率下行

上周，市场资金利率总体呈下降趋势，但是由于上周股市利好不断，沪深指数连续上涨，吸引大量资金进入股市，对债市的分流影响较大，债券收益率上行压力增大。从市场风格来看，投资者更倾向短久期品种，国债 1 年期、国开债 1 年期到期收益率持续下跌，而长期品种收益率上行比较明显，利率债收益率曲线呈现陡峭化。

从成交量较大的几只利率债来看，14 国开 13 和 14 国开 18 收益率下降比较明显，而 7 年期品种 14 国开 10 收益率则显著上升。

图表 9：利率债二级市场走势

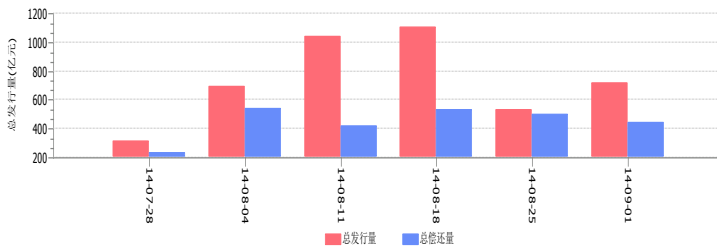
证券简称	剩余期限(年)	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
13付息国债17	1.94	3.90	3.90	-0.12
14付息国债04	2.51	3.95	3.95	-0.07
14付息国债08	4.63	3.96	3.98	2.29
14付息国债03	6.36	4.09	4.09	-0.03
14付息国债13	6.82	4.14	4.17	3.06
14付息国债12	9.79	4.24	4.29	4.80
14国开13	0.75	4.32	4.29	-3.00
14国开18	0.84	4.33	4.31	-2.21
14国开08	2.58	4.66	4.65	-1.00
14国开01	2.35	4.65	4.64	-1.02
14国开02	4.35	4.80	4.80	0.88
14国开09	4.58	4.80	4.82	2.00
14国开03	6.36	4.90	4.92	1.75
14国开10	6.59	4.74	4.95	21.80
14国开05	9.37	4.93	4.95	2.00

数据来源：Wind、华融证券

六、信用债：短久期品种偏好明显

1、一级发行：发行量回升

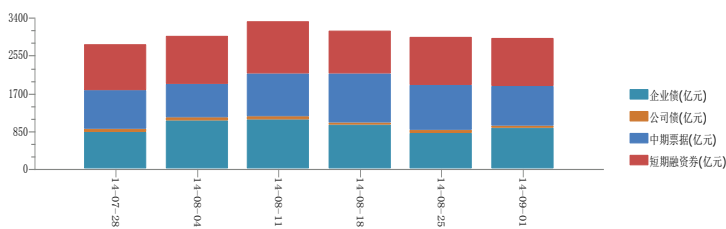
上周市场共发行信用债 718.1 亿元，发行量回升，其中一般企业债 102 亿元，中票 234 亿元，短融 382.1 亿元。从评级上看，上周发行信用债资质较好，评级在 AA 级以上占绝大多数。发行利率方面，上周信用债发行利率总体而言略有下降。

图表 10: 信用债发行走势


数据来源: Wind、华融证券

2、二级交易: 市场偏好短久期品种

上周,受股市资金分流的影响,信用债交投持续收缩,成交品种主要集中在短融和企业债。此外,信用债二级市场走势也体现了市场近期的投资风格,中长久期品种价格全面下行,而短久期品种成交价格则持续上涨,其中各项评级短融和超短融到期收益率均下降 10BP 左右,而 1 年期企业债收益率降幅也较长期品种明显。城投债方面,其与企业债的利差比较平稳,部分品种有扩大趋势,集中在中长期。在前期中央允许地方政府发债并要求明确地方政府债务的偿还责任后,城投债作为票息率较高的债券,得到了明确的增信,我们认为其后市还存在上升的空间。

图表 11: 信用债交易量持续下降


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