

基本面支持长期慢牛行情

——债券周报（9.8 - 9.14）

⑤ 投资策略要点

上周公布的 M2 余额增速低于市场预期，工业生产增速大幅跳水，CPI 继续回落，货币政策放松空间扩大，基本面对债市的支持加强。从发行量来看，利率债和信用债的供给充足，影响债市短期走势的因素还是流动性。我们依旧看好债市长期慢牛的行情。

⑤ 基本面

8 月规模以上工业增加值增速“跳水”，固定资产投资增速大幅低于预期，仅新增人民币贷款和社会消费品零售总额符合市场预期。虽然个别月份的数据不能说明经济已经陷入泥潭，但是复苏动能持续疲软也加剧了市场对经济下行的担忧，政策加码可期。

⑤ 资金面

上周流动性整体趋紧，央行少量资金净回笼也加强了市场偏紧的预期，资金融出方意愿稍有减弱，其中 SHIBOR 利率整体上行，上交所回购利率则震荡下行。汇率方面，近段时间人民币走势十分强劲，但是市场预期偏负面，贬值压力增大。

⑤ 重要政策

三部委联合发文限制商业银行存款“冲时点”行为，意在平抑月末、季末存款等的大幅波动，降低市场异常波动风险。但是现行的存贷比考核制度可能使银行从“冲时点”改为“冲时段”，抬升整体的负债成本，或将导致市场利率上行，短期内对债市的影响偏负面。

⑤ 利率债

上周利率债一级市场发行放量，发行利率反弹，受流动性的影响比较明显。二级市场成交量继续缩水，股市分流影响仍存。部分短久期品种获利回吐，中长期品种局势也不明朗。

⑤ 信用债

上周信用债一级市场发行量上升，但成交量持续下降至近 4 个月的新低。其中短久期品种收益率上行压力增大，中长期品种交投清淡，收益率略有下降，符合近期市场风格。

相关报告

《债券周报：债券市场将延续慢牛行情》——20140909

《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

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：基本面支持长期慢牛行情.....	4
二、基本面：经济数据跳水，政策或将加码.....	4
1、经济数据：金融数据略低于预期，经济数据大幅跳水.....	4
2、物价追踪：CPI 涨幅回落，PPI 降幅扩大.....	5
三、资金面：流动性趋紧，人民币贬值压力增大.....	6
1、公开市场操作.....	6
2、货币市场利率.....	6
3、人民币汇率.....	7
四、重要政策：约束银行存款“冲时点”行为.....	7
五、利率债：流动性导致发行利率上行明显.....	8
1、一级发行：发行放量，利率上扬.....	8
2、二级交易：获利回吐，形势胶着.....	8
六、信用债：成交量持续下降.....	9
1、一级发行：发行量继续上升.....	9
2、二级交易：成交清淡.....	9

图表目录

图表 1: M2 增速持续减缓.....	5
图表 2: 社会融资需求依然较弱.....	5
图表 3: 工业增加值同比回落, 发电量下跌.....	5
图表 4: 固定资产投资放缓.....	5
图表 5: CPI 涨幅回落.....	6
图表 6: PPI 持续向下.....	6
图表 7: 货币市场利率一览.....	7
图表 8: 互联网金融产品收益率一览.....	7
图表 9: 人民币汇率一览.....	7
图表 10: 利率债融资持续放量.....	8
图表 11: 国开债发行利率反弹.....	8
图表 12: 利率债二级市场走势.....	9
图表 13: 信用债发行量上升.....	9
图表 14: 信用债交易量持续下降.....	9

一、投资策略要点：基本面支持长期慢牛行情

8 月 M2 增速低于预期，工业增速数据亦大幅跳水，经济下行压力增加，同时通胀水平温和回落，货币政策宽松空间加大。我们认为近期推出有利政策的可能性加大，基本面对债市的支撑增强。

从发行量来看，利率债和信用债的供给充足，影响债市短期走势的因素还是流动性，我们依旧看好债市长期慢牛的行情。

二、基本面：工业数据跳水，政策或将加码

1、经济数据：金融数据略低于预期，工业数据大幅跳水

上周五，央行公布数据显示，8 月末，广义货币(M2)余额为 119.75 万亿元，较上月增加，同比增长 12.8%，增速分别比上月末和去年同期低 0.7 个和 1.9 个百分点，是近两年的次低点。8 月人民币贷款增加 7025 亿元，同比少增 103 亿元，符合市场预期。分部门看，住户贷款增加 2729 亿元，其中，短期贷款增加 839 亿元，中长期贷款增加 1890 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 4290 亿元，其中，短期贷款减少 690 亿元，中长期贷款增加 2408 亿元，票据融资增加 2367 亿元。8 月末外币贷款余额 8466 亿美元，同比增长 12.7%，当月外币贷款减少 33 亿美元。

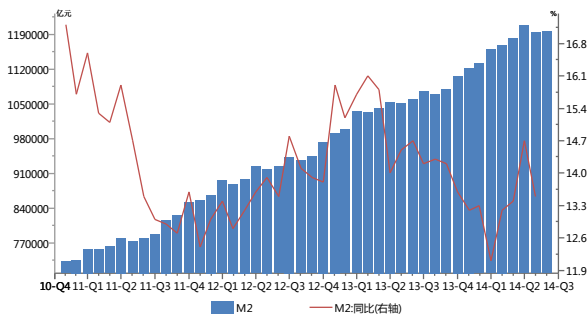
上周六，统计局数据显示，8 月中国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，是 2008 年 12 月以来最低增幅，比 7 月份回落 2.1 个百分点。继 7 月同比增长环比下降 2.4 个百分点后，8 月发电量日均产量同比负增长，同比下降 2.2%，是发电量增长今年首次同比下跌。

1-8 月份，民间固定资产投资 198388 亿元，同比名义增长 19%，增速比 1-7 月份回落 0.6 个百分点。1-8 月城镇固定资产投资增速继续放缓，同比名义增长 16.5%，增速比 1-7 月份回落 0.5 个百分点。1-8 月，房地产开发投资同比名义增长 13.2%，增速比 1-7 月回落 0.5%，续创年内新低，其中住宅投资 40159 亿元，增长 12.4%，增速回落 0.9 个百分点。

8 月社会消费品零售总额 21134 亿元，同比增长 11.9%，增幅较上月回落 0.3 个百分点，低于市场预期。

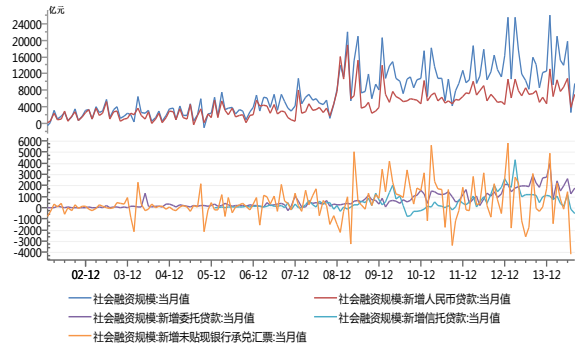
8 月，固定资产投资增速、社会消费品零售增速等数据不及市场预期，而 M2 增速、规模以上工业增加值、日均发电量等数据创下阶段内的新低，仅有新增人民币贷款数据在市场意料之中，但也显著低于年内平均水平。虽然某些数据受到去年基数较高和指标波动共振等因素的影响，但在外需尚未强劲恢复之时，内需市场因经济结构调整和固定投资的下降而持续疲软，我们认为近期内经济下行的压力增大，提高了政府实行宽松政策的可能性。

图表 1: M2 增速持续减缓



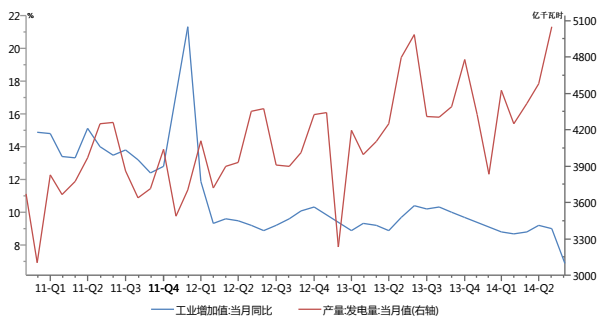
数据来源: Wind、华融证券

图表 2: 社会融资需求依然较弱



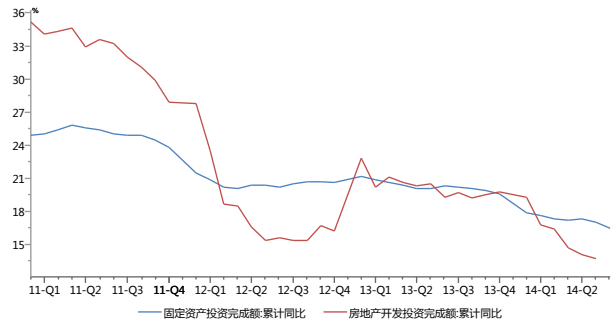
数据来源: Wind、华融证券

图表 3: 工业增加值同比回落, 发电量下跌



数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 固定资产投资放缓



数据来源: Wind、华融证券

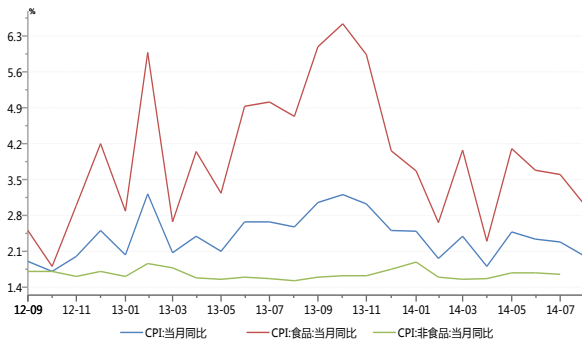
2、物价追踪: CPI 涨幅回落, PPI 降幅扩大

上周, 国家统计局公布的数据显示, 8 月 CPI 同比上升 2.0%, 涨幅较 7 月回落 0.3 个百分点, 创 4 个月以来新低; 其中, 城市上涨 2.0%, 农村上涨 1.9%; 食品价格上涨 3.0%, 非食品价格上涨 1.5%; 消费品价格上涨 1.8%, 服务价格上涨 2.4%。今年 1-8 月平均, 全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 2.2%。

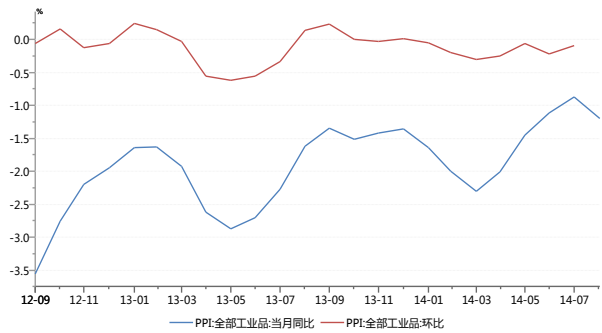
另一方面, 8 月 PPI 连降 30 个月, 同比下降 1.2%, 降幅扩大 0.3 个百分点, 环比下降 0.2%, 降幅扩大 0.1 个百分点。此外, 工业生产者购进价格同比下降 1.4%, 环比下降 0.1%。今年 1-8 月平均, 工业生产者出厂价格同比下降 1.6%, 工业生产者购进价格同比下降 1.8%。

整体看来, 8 月 CPI 同比涨幅回落明显, 其中食品价格上涨受中秋节因素和猪肉禽蛋价格的推动, 非食品价格则受油价等下调的影响较大; PPI 则持续下挫, 主要原因是油价由升转降, 煤炭、钢材、水泥等主要工业品价格仍处于下降趋势中, 市场供需形势不容乐观。我们认为, 温和回落的通胀数据以及并

没有明显好转的工业产品供需关系符合市场预期，央行定向宽松的货币政策仍有发挥的空间。

图表 5: CPI 涨幅回落


数据来源: Wind、华融证券

图表 6: PPI 持续向下


数据来源: Wind、华融证券

三、资金面：流动性趋紧，人民币贬值压力增大

1、公开市场操作

上周，央行共执行 250 亿元 14 天正回购，利率稳定在 3.70%。结合上周 200 亿元正回购到期，央行实现货币净回笼 50 亿元，结束了前期连续四周净投放。受到临近三季度末，9 月央行回购到期量较小，股市交投活跃等因素的影响，上周流动性整体趋紧，央行少量资金净回笼也加强了市场偏紧的预期。

2、货币市场利率

上周流动性整体趋紧，资金融出方意愿有所减弱，银行间资金利率整体延续了前周上涨的态势，SHIBOR 隔夜利率周五略有回落，报收于 2.8530% (+4.6BP)，SHIBOR7 天利率则探底上扬，报收于 3.2350% (+4.7BP)。

交易所资金方面，上交所回购利率较前周波动性增大，整体呈现震荡下行的态势，其中 1 天回购利率下降 133BP，报收于 2.7950%，7 天回购利率下降 41BP，报收于 2.6100%，

互联网金融产品方面，收益率受流动性的影响较小，我们跟踪的 5 类产品中，苏宁零钱包日收益率抬升较快，百度百赚则表现稳定。

图表 7：货币市场利率一览

2014-09-12 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	2.85	-2	26	2.62	3.38
RO07	3.26	-1	13	3.08	4.45
GC001	2.80	97	2	1.00	45.18
GC007	2.61	-91	-66	2.28	6.79
SHIBOR01	2.85	-1	28	2.60	3.35
SHIBOR07	3.24	3	11	3.03	4.42
票据直贴6M	4.10	0	-15	3.85	4.70
票据转贴6M	4.05	0	0	3.75	4.55

数据来源：Wind、华融证券

图表 8：互联网金融产品收益率一览

2014-09-12 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	4.15	-1	-60	4.12	4.75
微信理财通	4.51	-1	-22	4.37	4.73
百度百赚	4.64	-1	-41	4.43	5.27
网易现金宝	4.50	7	3	4.30	4.94
苏宁零钱包	4.72	3	-6	4.20	5.70

数据来源：Wind、华融证券

3、人民币汇率

上周，人民币兑美元中间价在周二、周三陡降，两个交易日升值 282BP，涨幅之大为 3 年来少见，同时内外盘均随之下行。在美元持续走牛的背景下，人民币逆势上扬，中间价创下半年来的新高，此后有所反弹，并在周五收于 6.1468。

我们认为近期人民币走强的原因是 8 月贸易顺差扩大导致被动升值，同时欧洲和日本宽松的货币政策也吸引了热钱涌入，央行此时收缩流动性也有这方面的考虑。8 月国内经济数据较差，经济复苏遥遥无期，而美联储加息有可能提前，近期人民币贬值的压力增大，12 个月 NDF 在周中下探后迅速反弹也说明市场对美元升值的预期更加强烈。

图表 9：人民币汇率一览

2014-09-15 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	6.1468	15	17	6.1425	6.1707
内盘即期汇率CNY	6.1346	46	-761	6.1299	6.2344
外盘即期汇率CNH	6.1370	13	13	6.1336	6.2329
美元NDF12个月	6.2287	19	19	6.2150	6.2638

数据来源：Wind、华融证券

四、重要政策：约束银行存款“冲时点”行为

9 月 12 日晚间，银监会、财政部、人民银行三部委下发《关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》，要求商业银行应完善绩效考核评价体系，加强对分支机构的绩效考评管理，合理分解考评任务，从根源上约束存款“冲时点”行为。商业银行不得设立时点性存款规模考评指标，不得设定单纯以存款市场份额或排名为要求的考评指标，分支机构不得层层加码提高考评标准及相关指标要求。同时以“八不得”约束商业银行违规吸存、虚假增存行为，并要求设立月末存款偏离度指标，设置商业银行存款偏离度不得超过 3%。

我们认为，三部委此项规定意在进一步规范商业银行的经营行为，平抑月末、季末存款等的大幅波动，降低市场异常波动风险，维护金融市场的健康和

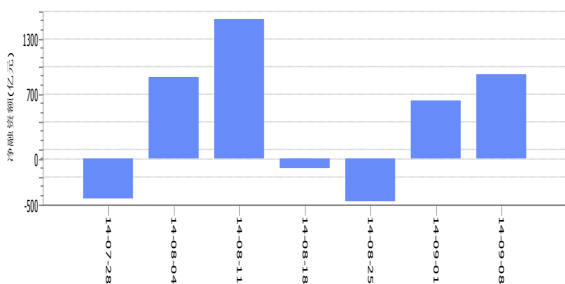
稳定。但是，在现行的存贷比考核制度下，限制商业银行存款“冲时点”行为将导致银行每日存款压力增大，抬升其整体的负债成本，而银行息差收入减少或将导致市场利率上行，短期内对债市的影响偏负面。

五、利率债：流动性导致发行利率上行明显

1、一级发行：发行放量，利率上扬

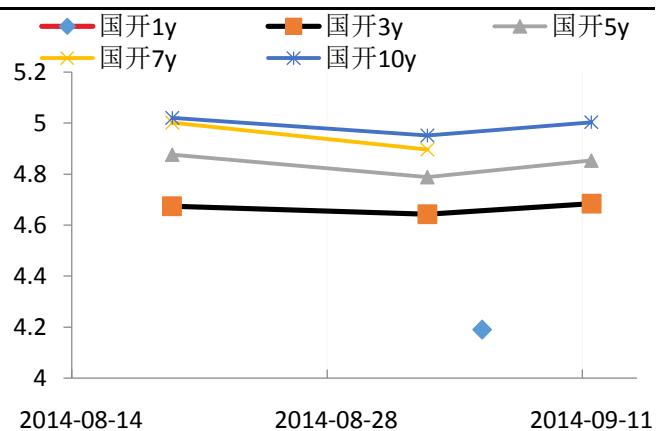
上周，利率债发行持续放量，共计 1226 亿元，其中凭证式国债 3 年期 240 亿元、5 年期 160 亿元；3 年期附息国债 280 亿元，半年期贴现国债 150 亿元；上海市自发地方债 5 年期 50.4 亿元，7 年期、10 年期各 37.8 亿元；国开债 3 年期、5 年期、10 年期各 50 亿元；进出债 1 年期、3 年期各 60 亿元。此外，上周有 319.58 亿元利率债到期，上周实现净融资 906.42 亿元。

图表 10：利率债融资持续放量



数据来源：Wind、华融证券

图表 11：国开债发行利率反弹



数据来源：Wind、华融证券

由于上周资金面紧张，国开债各期限发行利率上扬 4BP 以上，其中 5 年期国开债上涨 6.45BP；进出债各期限发行利率亦小幅上行。地方自发债方面，上海市自发债票面利率接近国债利率，但是较前期北京债、浙江债均有所提高，说明近期影响利率债发行利率的因素主要还是流动性。

2、二级交易：获利回吐，形势胶着

上周，利率债二级市场成交量继续缩水。沪深两市虽然在高位盘整，但是成交量依然很大，股市对债市的资金分流作用依然明显。从市场情况来看，短久期品种经历了前周的上涨后，部分获利盘回吐，收益率有上升趋势；中长期品种多空双方局势比较胶着，收益率震荡前行。

从成交量较大的几只利率债来看，短久期品种收益率普遍上涨，中长期品种收益率趋势并不明朗。

图表 12: 利率债二级市场走势

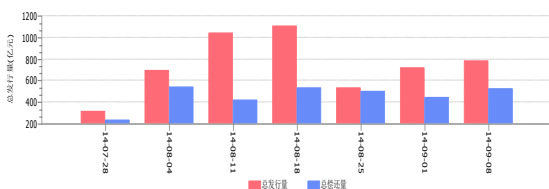
证券简称	剩余期限(年)	周一收益率	周五收益率	一周变动BP
14附息国债14	0.81	3.77	3.78	1.00
13附息国债17	1.92	3.92	3.94	1.98
14附息国债04	2.49	3.98	4.00	2.00
14附息国债08	4.61	3.98	3.99	0.71
14附息国债03	6.34	4.12	4.15	3.67
14附息国债13	6.80	4.20	4.20	-0.23
14附息国债12	9.76	4.28	4.28	-1.00
14国开13	0.73	4.28	4.31	3.00
14国开18	0.81	4.31	4.33	2.05
14国开08	2.56	4.66	4.68	2.00
14国开01	2.33	4.65	4.66	0.50
14国开02	4.33	4.81	4.82	1.00
14国开09	4.56	4.82	4.84	1.75
14国开03	6.33	5.05	4.91	-14.00
14国开10	6.56	4.74	4.97	23.41
14国开05	9.35	4.95	4.94	-0.50

数据来源: Wind、华融证券

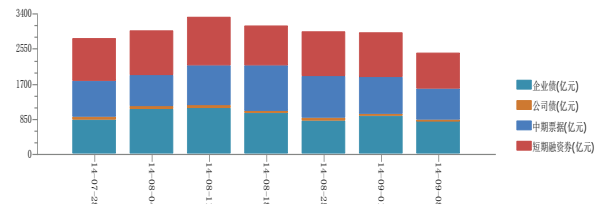
六、信用债: 成交量持续下降

1、一级发行: 发行量继续上升

上周市场共发行信用债 778 亿元, 发行量继续上升, 其中一般企业债 83 亿元, 一般公司债 12.5 亿元, 中票 198 亿元, 短融 484.5 亿元。从评级上看, 上周信用债发行企业资质较好, 中长期债券评级均在 AA 以上, 短融和超短融评级以 A-1 为主。从发行利率上看, 在整体流动性和各券种自身因素的综合影响下, 信用债发行利率涨跌互现。

图表 13: 信用债发行量上升


数据来源: Wind、华融证券

图表 14: 信用债交易量持续下降


数据来源: Wind、华融证券

2、二级交易: 成交清淡

上周, 信用债二级交易缩水严重, 成交量仅 2430.94 亿元, 为近 4 个月的新低。其中短久期品种收益率上行压力增大, 中长期品种交投清淡, 收益率略有下降, 符合近期市场风格。

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