

第一创业固定收益研究组

王皓宇 S1080209110061

联系人: 郑振源

电话: 0755-82485176

邮件: zhengzhenyuan@fcsc.cn

## 等待修正行情的时机

**7月30日汇率中间价:**

CNY/USD=6.7718

**上周公开市场:**

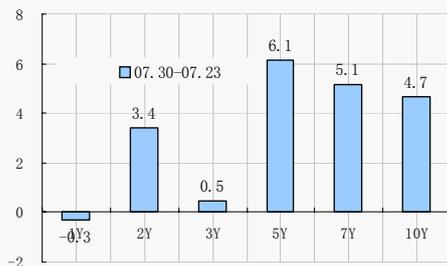
央票发行(亿元)	1294.4
正回购(亿元)	400.0
到期规模(亿元)	862.1
净回笼(亿元)	832.3

**本周到期票据:**

央票到期(亿元)	580.0
回购到期(亿元)	0.0

**银行间回购利率:**

R001周加权价(%)	1.46
R007周加权价(%)	1.71

**银行间国债收益率曲线变化:**


资料来源: 中国债券信息网

**相关报告**

 《以中长期思维理解“保增长”基调》  
 ——债市周评 20100726

### 内容要点:

- 等待修正行情的时机。**从PMI指标看出, 7月经济的放缓或不明显。而发改委数据显示, 生猪出厂价已连续7周回升, 目前已接近09年底的最高点。经济明显放缓短期内难以立马体现, 以及猪价大幅回升带来的通胀压力预期, 预计将使目前债市继续温和调整。同时如果这种预期没有改变, 债市的调整也将持续。不过, 由于维持对经济整体增速明显放缓以及7月之后通胀压力将逐渐下行的判断, 因此我们认为, 一旦市场重新认识到这一点, 债市的调整就将接近尾声, 从而迎来向下修正的行情。这种认识的逐渐改变, 或是8月猪价回升的放缓, 或是经济数据的表现再次低于预期。
- 7月PMI回落不明显, 关注8月指标表现。**7月PMI为51.2%, 连续三个月回落, 显示调控下制造业扩张势头的持续放缓。但与1.4%的历史平均水平相比, 0.9个百分点的回落幅度并不明显。因此, 7月PMI的回落或难以成为经济明显放缓的依据。从分项指标来看, 新订单指标与新出口订单指标之差, 自08年9月以来首次为负, 显示内需转冷的事实在不断确认。由于政策难放松, 以及滞后的效应, 因此我们认为, 8月该指标的表现更具意义。
- 公开市场对信贷的市场化调节功能弱化, 净回笼力度预计不会明显加大。**上周公开市场净回笼832亿, 力度并没有较前一周明显加大。我们认为, 由于央行进行公开市场操作, 归根结底是要实现中介目标M2, 尤其是要通过回笼的量以及发行工具的价来实现对银行的资产调整行为, 从而以市场化手段来调节信贷的投放。但由于今年以来信贷额度的行政控制, 以及政策调控下信贷需求的回落, 当前公开市场对信贷的市场化调节作用在弱化, 而维持资金价格稳定以及资金面适度宽松就成为其主要内容。在外汇占款增速放缓的情况下, 外部流动性对冲压力减小, 也因此预计净回笼力度也不会明显加大。
- 消费增长缓慢拖累美国二季度GDP增速, 政策刺激效应消退以及就业市场改善低迷是主因。**二季度美国GDP环比折年率为2.4%, 略低于市场的预期, 但明显低于一季度3.7%的增速。从构成来看, 个人消费的增长缓慢, 二季度折年率仅增长1.6%, 较一季度回落0.3个百分点, 成为拖累经济增速的主要因素。我们认为, 近期消费增长缓慢的原因主要包括两个方面: 一是政策刺激效应的逐渐消退。二是就业市场的持续低迷。截止到7月24号, 当周初请



失业人数的四周移动平均值为45.2万人，比年初小幅增加2,750人。而相比之下，09年4月-12月政策刺激情况下，该值的降幅接近20万人。

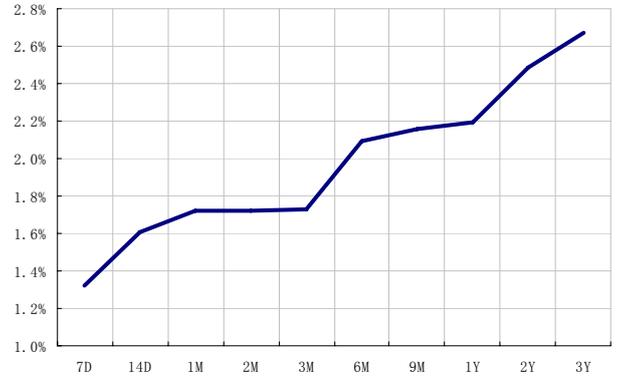


● 上周债券市场重要指标概览 (07.26-07.30)

上周中美基准年限国债收益率比较 (07.30)

基准年限	中国国债收益率	周变化 (bp)	美国国债收益率	周变化 (bp)	中美利差
1Y	1.932%	0	0.290%	2	164
2Y	2.205%	3	0.550%	-5	166
3Y	2.320%	0	0.840%	-8	148
5Y	2.667%	6	1.600%	-9	107
7Y	2.902%	5	2.300%	-8	60
10Y	3.300%	5	2.940%	-2	36
20Y	3.881%	2	3.740%	-1	14

上周货币市场利率曲线 (取自央票数据)



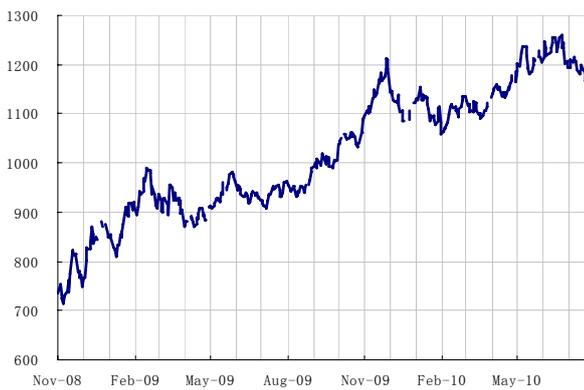
美元指数



路透/Jefferies 商品研究局(CRB)指数 (RJ/CRB Index)



伦敦现货黄金(以美元计价)



布伦特原油价格指数 (Brent Crude Index)



以上资料来源: 中债网、北方之星、美国财政部、Bloomberg



## 1、宏观研究

### 1.1、PMI 持续回落，关注 8 月指标表现

**PMI持续回落，制造业扩张势头继续放缓。**7月PMI指数为51.2%，较上月回落0.9个百分点。自4月以来，PMI已连续三个月回落，表明在政策持续调控下，制造业的扩张势头已出现持续放缓。不过从历史情况来看，7月PMI存在回落的季节性特征。此外，7月PMI的回落幅度要低于历史的平均水平。因此，7月PMI回落不足以成为经济明显放缓的依据。

**内需继续转冷，出口高增速难持续。**7月新订单指标回落1.2个百分点至50.9%，已接近09年2月份的低水平。以新订单指标与新出口订单指标之差来代表的内需指标，自08年9月以来首次为负，显示内需转冷的事实在不断确认。尤其是与房地产调控相关的行业，如有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等行业低于50%。

而从外需情况来看，7月新出口订单指数为51.2%，较上月小幅回落0.5个百分点。不过，回落幅度要低于历史的平均水平。不过我们认为，在整体外部形势不利的情况下，出口的高增速将难以持续。这种高增速的回落仍需要在短期订单效应消退后才能体现地更加明显。

**PMI回落不应构成政策放松的预期，8月指标更值得关注。**虽然7月PMI继续回落，显示制造业扩张势头持续放缓，但这不应构成政策放松的预期。一方面，与历史情形相比，不管是从综合指数，还是分项指数，7月回落的幅度均不十分明显。因此，以此尚不足以断定经济已明显放缓。我们认为，8月该指标的情况更值得关注。另一方面，诚如上周所述，以中长期的思维来看待“保增长”，即使经济出现明显放缓，并不意味着政府将进行政策的放松。

图 1: PMI 指数连续三个月回落

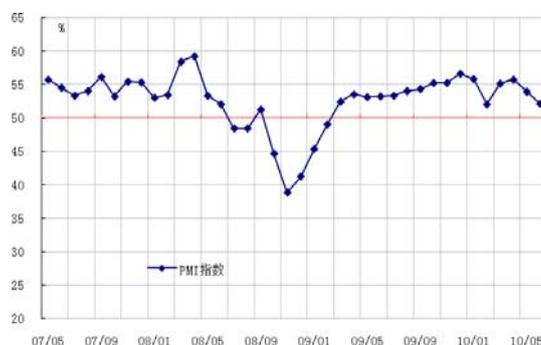
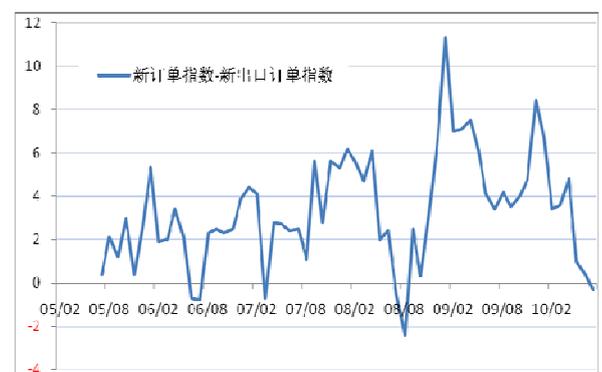


图 2: 内需指标自 08 年 9 月以来首次为负



资料来源：中国人民银行 第一创业整理



## 1.2、海外研究

**消费增长缓慢，拖累二季度美国经济增长。**美国二季度GDP折年率为2.4%，略低于市场的预期，但明显低于一季度3.7%的增速。从构成来看，个人消费的增长缓慢，二季度折年率仅增长1.6%，较一季度回落0.3个百分点，成为拖累经济增速的主要因素。而企业的设备和软件支出则继续大幅增长，二季度折年率增长21.9%，比一季度加快1.5个百分点。不过应注意，在消费持续低迷的情况下，制造业的景气是难以长期持续的，也因此企业在设备和软件上的后续支出难以长期延续这样的增速。

**就业市场改善步履阑珊，新房销售回升但难弃低迷状态。**步入10年，就业市场基本没有得到像样的改善。截止到7月24号，当周初请失业金人数的四周移动平均值为45.2万人，比年初小幅增加2,750人。相比之下，09年4月-12月政策刺激情况下，初请失业金人数的四周移动平均值则从4月最高的65.8万人，一直下降到年底的46万人，降幅接近20万人。

房地产市场方面，虽然6月新房销售环比大幅增长23.6%，但这种增幅主要源自5月过低的销量。5月新房销售量从原先的30万套，下调至26.7万套。6月的新房销售量为33万套，依旧是金融危机以来的第二低。因此，在就业市场低迷的状态下，这种增幅改变不了美国经济继续向下调整的趋势，也是无法持续的。

图 3: 二季度美国 GDP 增速继续下滑

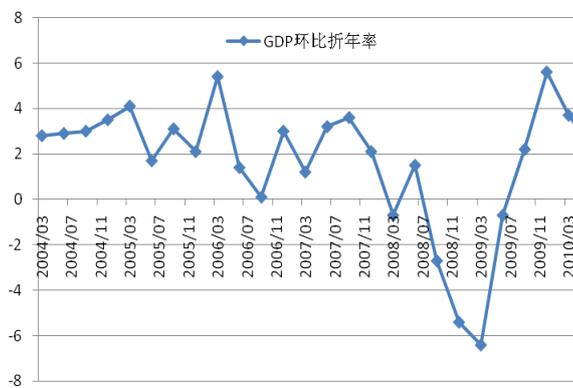
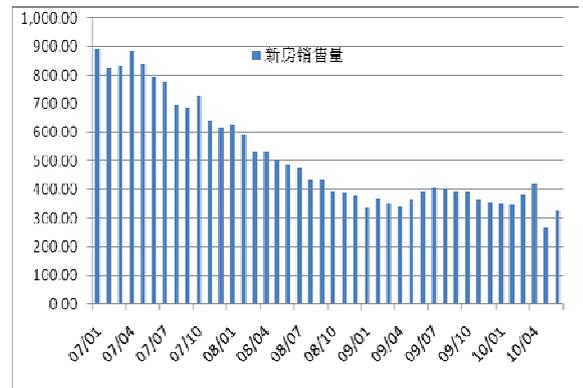


图 4: 6 月美国新房销售量依旧是危机以来的第二低



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

图 5: 今年以来美国初请失业金人数基本没有得到改善



资料来源: Bloomberg 第一创业整理



## 2、债市要闻

### 2.1 本周国债与金融债发行情况

投标日期	发行单位及券种	期限(年)	规模(亿)
2010.08.04	2010年财政部第二十四期记账式付息国债	10	280

## 3、公开市场

公开市场对信贷的市场化调节功能弱化，净回笼力度预计不会明显加大。上周公开市场净回笼832亿，较前一周小幅增加36亿。这已是公开市场连续两周实现净回笼。但我们认为，这并不是央行进一步紧缩政策的信号。这从央行明显减少3个月期限回笼工具的发行量可见一斑。显然，央行并无意加大净回笼力度。

从更广的层面来思考，我们需要清楚：现阶段公开市场将发挥什么作用？央行进行公开市场操作，归根结底是要实现影响最终目标的中介目标，目前是货币供应量M2。而由于信贷是货币供应的创造机制，因此促发银行的信贷调整行为是理解央行公开市场的关键内容。从量上来说，通过公开市场，回笼或投放流动性，尤其是进行外部流动性管理，改变银行的可贷资金；从价上来说，通过公开市场发行工具，主要是央票的利率升降，来改变央票与信贷之间的相对收益比较，从而影响银行的信贷投放行为。年初央行不断收紧流动性，以及提高央票利率，即是意图遏制信贷过快扩张的行为。

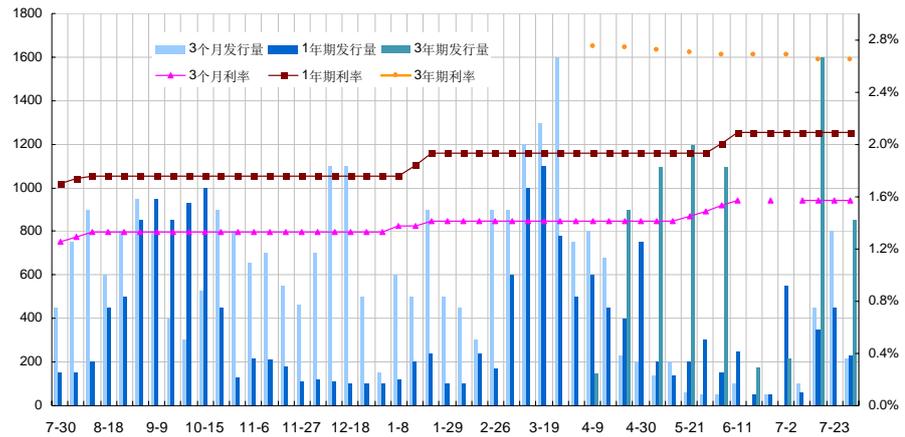
但应注意的是，通过公开市场调节信贷属于市场化的行为。但自年初以来，银行信贷投放一直受到监管层的行政额度控制。而4月以来，随着房地产调控以及地方融资平台清理的持续，实体信贷需求在回落，全年信贷7.5万亿目标有望得到保证，预计M2增速将控制在17%以内。也因此，当前公开市场对银行信贷的市场化调节作用将减弱，而维持资金价格稳定以及资金面适度宽松就成为主要内容。在外汇占款规模增速放缓的情况下，公开市场的对冲力度预计不会明显加大。这也是为何最近央行并没有明显加大回笼力度的原因。

表1：上周公开市场到期及回笼一览表

	类型	期限	规模(亿元)	利率(%)	周变化(BP)
投放	央票到期	3个月/3年	360.0	-	-
	正回购到期	1个月/3个月	501.8	-	-
回笼	央票发行	3个月	219.1	1.57	0
	央票发行	1年	225.3	2.09	0
	央票发行	3年	850.0	2.65	0
	正回购	1个月	0	1.18	0
	正回购	3个月	400.0	1.57	0
合计			-832		



图 6: 央行公开市场操作的央票发行情况



资料来源：中国人民银行 第一创业整理

## 4、后市观点

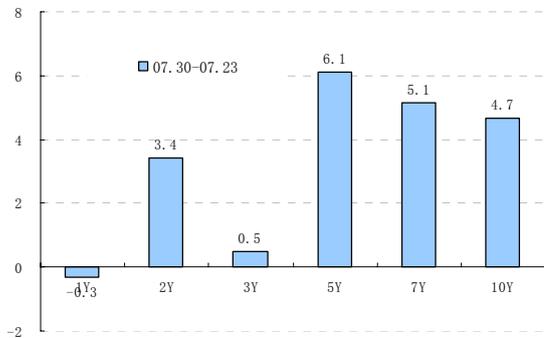
**等待修正行情的时机。**从PMI指标看出，7月经济的放缓或不明显。而发改委数据显示，生猪出厂价已连续7周回升，目前已接近09年底的最高点。经济明显放缓短期内难以立马体现，以及猪价大幅回升带来的通胀压力预期，预计将使目前债市继续温和调整。同时如果这种预期没有改变，债市的调整也将持续。不过，由于维持对经济整体增速明显放缓以及7月之后通胀压力将逐渐下行的判断，因此我们认为，一旦市场重新认识到这一点，债市的调整就将接近尾声，从而迎来向下修正的行情。这种认识的逐渐改变，或是8月猪价回升的放缓，或是经济数据的表现再次低于预期。



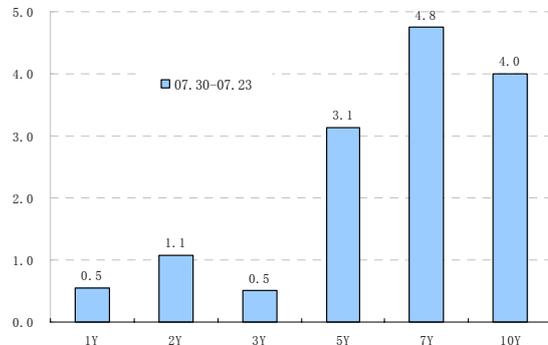
## 5、一周债市变化图表

### 5.1、银行间国债、金融债收益率曲线

银行间市场国债收益率曲线周变化

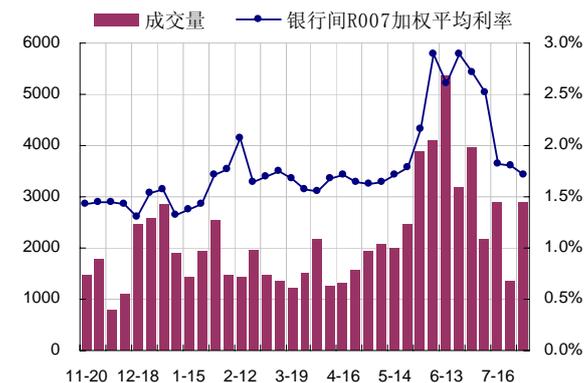
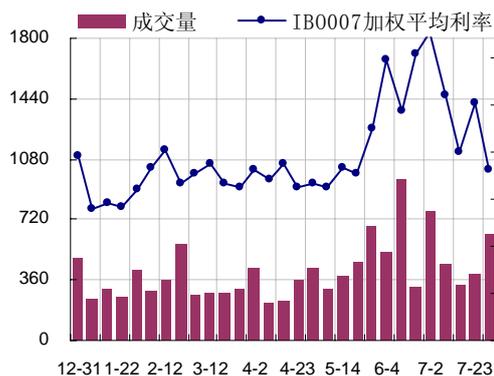


银行间市场金融债收益率曲线周变化



### 5.2、货币市场利率

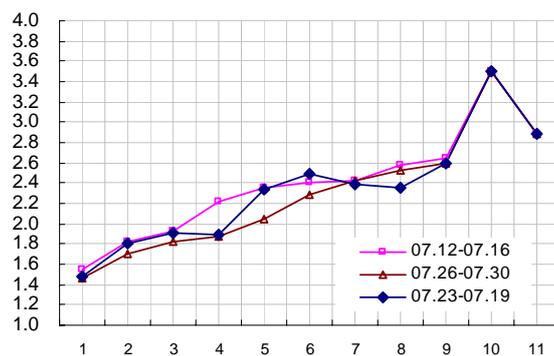
银行间 IBO007 及 R007 周均价利率走势



银行间回购交易情况

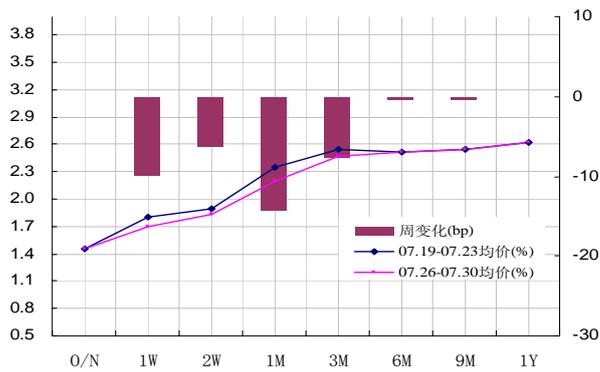
名称	周均价(%)	周变化 (BP)	成交量(万元)	周变化 (万元)
R001	1.46	-2	184426006.6	21344904.9
R007	1.71	-9	28824309.14	15284258.54
R014	1.82	-8	3716048.5	-6445.5
R021	1.87	-2	624060	71780
R1M	2.05	-28	888390	117840
R2M	2.29	-21	79600	-123400
R3M	2.43	4	423213	154901.2
R4M	2.53	0	120000	80000
R6M	2.60	0	19992	-30008
R9M	3.50	0	0	0
R1y	2.88	0	0	0
<b>合计</b>			<b>219121619</b>	<b>36893831</b>

银行间回购利率期限结构变化 (周加权)

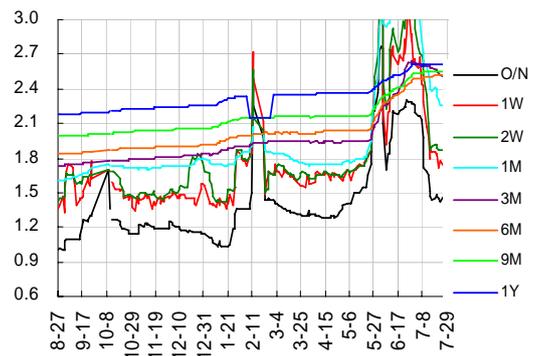




SHIBOR 各期限利率变化



SHIBOR 的各期限利率走势



### 5.3、交易所债券指数

上证国债指数走势图（周 K 线）



上证企业债指数走势图（周 K 线）





## 6、附录

附表 1 2010 年国债和金融债发行情况

国债	期限 (年)	利率 (%)	发行额 (亿元)	发行/投标 日期	金融债	期限 (年)	利率(%)	发行额 (亿元)	投标日期
10 国债 01	2	2.01	260	2010-1-27	10 国开 01	7	3.97	200	2010-01-13
10 国债 02	10	3.43	260	2010-2-3	10 农发 01	5	3.65	150	2010-01-15
10 国债 03*	30	4.08	240	2010-2-26	10 国开 02*	7	R+52	200	2010-01-20
10 国债 04	1	1.44	260	2010-3-1	10 国开 03	5	3.60	200	2010-1-27
10 国债 05	7	2.92	260	2010-3-10	10 国开 04*	10	R+59	200	2010-2-3
10 国债 06	3	2.23	260	2010-3-17	10 农发 02	7	3.38	189.4	2010-3-8
10 国债 07	10	3.36	260	2010-3-24	10 国开 05*	20	4.30	300	2010-3-10
10 国债 08	5	2.70	280	2010-4-7	10 农发 03	10	3.65	150	2010-3-19
10 国债 09*	20	3.96	280	2010-4-14	10 国开 04 续	10	R+59	233.8	2010-3-23
10 国债 10	7	3.01	305.2	2010-4-21	10 国开 07	30	4.42	200	2010-3-31
10 国债 11	1	1.49	266.7	2010-4-28	10 进出 01	5	3.37	150	2010-4-9
10 国债 12	10	3.25	296	2010-5-12	10 国开 08	10	3.74	200	2010-4-15
10 国债 13	5	2.38	280	2010-5-19	10 国开 09**	5	3MShibor+8	100	2010-4-15
10 国债 14*	50	4.03	280	2010-5-21	10 国开 10	7	3.35	200	2010-4-29
10 国债 15	7	2.83	280	2010-5-26	10 国开 11*	7	R+33	200	2010-4-29
10 国债 16	3	2.33	280	2010-6-2	10 国开 12	5	3.00	150	2010-5-13
10 国债 17	5	2.53	280	2010-6-9	10 国开 13	10	R+46	150	2010-5-13
10 国债 18*	30	4.03	280	2010-6-18	10 国开 14*	30	4.42	200	2010-5-19
10 国债 19*	10	3.41	280	2010-6-25	10 国开 15	7	3.21	251.3	2010-5-26
10 国债 20	5	2.52	280	2010-7-7	10 国开 16	30	4.42	150	2010-6-3
10 国债 21	1	1.87	280	2010-7-14	10 农发 05	7	3.23	150	2010-6-8
10 国债 22	7	2.76	280	2010-7-21	10 进出 02*	10	3.6	100	2010-6-11
10 国债 23*	30	3.96	280	2010-7-28	10 农发 06	5	3.30	200	2010-6-18
					10 进出 03	7	3.53	200	2010-6-25
					10 农发 07	5	2.95	200	2010-7-12
					10 国开 17	7	3.17	300	2010-7-12
					10 国开 18	10	3.51	200	2010-7-22
					10 国开 19	7	R+38	100	2010-7-22
					10 国开 20	5	3.06	200	2010-7-26
					10 进出 05	3	2.70	100	2010-7-27
<b>累计</b>			<b>6307.9</b>		<b>累计</b>			<b>5524.5</b>	

资料来源: Chinabond 第一创业整理 (带\*为半年付息一次, 带\*\*为每季度付息一次)



附表2 上海银行间同业拆放利率(Shibor)周报价情况(07.26-07.30)

时间\期限	O/N(%)	1W(%)	2W(%)	1M(%)	3M(%)	6M(%)	9M(%)	1Y(%)
2010-7-26	1.4679	1.7300	1.8625	2.2492	2.5039	2.5266	2.5480	2.6149
2010-7-27	1.4404	1.7346	1.8263	2.2275	2.4768	2.5179	2.5465	2.6147
2010-7-28	1.4433	1.6850	1.8200	2.1906	2.4647	2.5117	2.5425	2.6138
2010-7-29	1.4446	1.6883	1.8313	2.1750	2.4609	2.5085	2.5416	2.6126
2010-7-30	1.4696	1.6825	1.8071	2.1575	2.4475	2.5057	2.5469	2.6129
<b>周均价(%)</b>	1.4532	1.7041	1.8294	2.2000	2.4708	2.5141	2.5451	2.6138
<b>周变化(bp)</b>	0	-10	-6	-14	-8	0	0	0

资料来源: 上海银行间同业拆放利率网 第一创业整理

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120