

报告原因：

2012 年 8 月 17 日

各类型债券区间市场表现：

指数名称	8 月 17 日 收盘价	区间涨 跌 (%)
中证全债	144.07	-0.2838
中证国债	142.43	-0.2731
中证金融债	142.79	-0.1887
中证企业债	151.71	-0.3678
中证公司债	138.45	0.0867
中证央票	119.62	0.0753
中证短融	123.2	0.1300
分离债	137.03	-0.2185

分析师

马保明

执业证书编号：S0760511010014

邮箱：mabaoming@sxzq.com

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

2012 年 8 月债券市场投资策略报告

——待机出货莫迟疑

债券策略研究

投资要点：

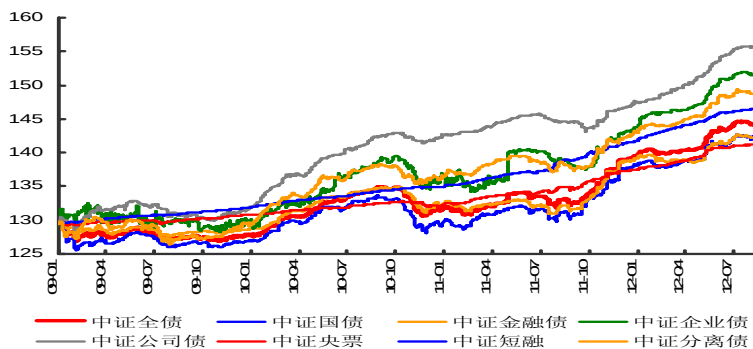
●宏观经济低位运行，货币政策以数量性调控为主。工业增加值增速持续下降，整体经济弱势难改；固定资产投资保持平稳，新增贷款结构改善；PPI 与 CPI 背离增大，外汇占款再度负增长；市场流动性趋于平稳，刺激性货币政策有待加码。

●2012 年 7 月债券市场发行回顾。金融债+国债构成债券市场发行主力，短期融资券排名第二，增幅很大，企业债、公司债发行环比有所减少，地方政府债、政府支持机构债发行凸显。

●2012 年 7 月收益率变化情况。由于获利浮筹压制，债券供给加大，投资者心态发生变化，降准预期没有兑现，使得收益率曲线整体上行，尤以中短端为甚。

●2012 年 8 月债券投资策略。年内债市最好的投资阶段业已过去。8-9 月债市将保持平稳，四季度债市则有反复。建议交易型机构以静制动，等待降准等讯息，一旦债市反弹，即迅速落袋为安，保住胜利果实。投资品种建议考虑中短期债券，因为长期债券尚未进行调整。加大对可转债的投入。其他低等级公司债也可在控制风险的前提下适当介入。比如中小企业私募债。

中证国债指数与金融债指数、企业债指数、央票指数、中证短融比较分析图

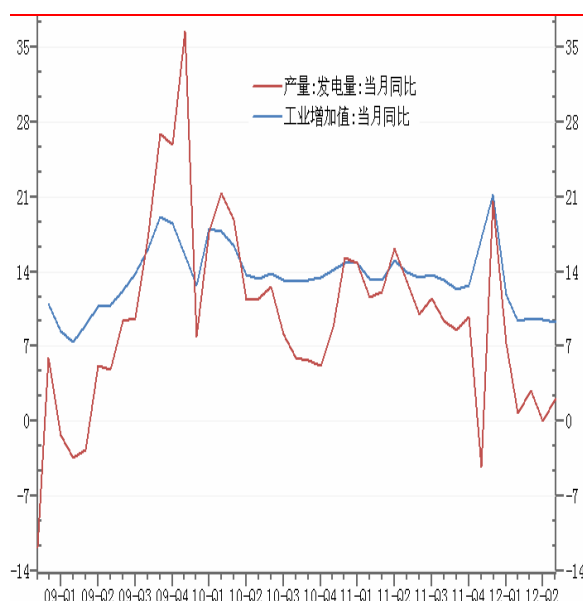


一、宏观经济低位运行，货币政策渐进扩张

工业增加值增速持续下降，整体经济弱势难改。国家统计局发布报告称，2012年7月，规模以上工业增加值同比增长9.2%，较上月回落0.3个百分点。这显示我国经济仍处于下滑状态，劳动力成本提升造成企业盈利很不乐观，经济趋稳的基础很不牢固。。不过，宏观经济先行指标——发电量7月为4351亿千瓦时，环比增加了10.6%，同比增长2.12%，同比增速有明显恢复。鉴于发电量与经济增长之间存在长期均衡关系，我国经济似有触底迹象，但由于7月份是传统用电量的旺季，该数据解释力还待观察。

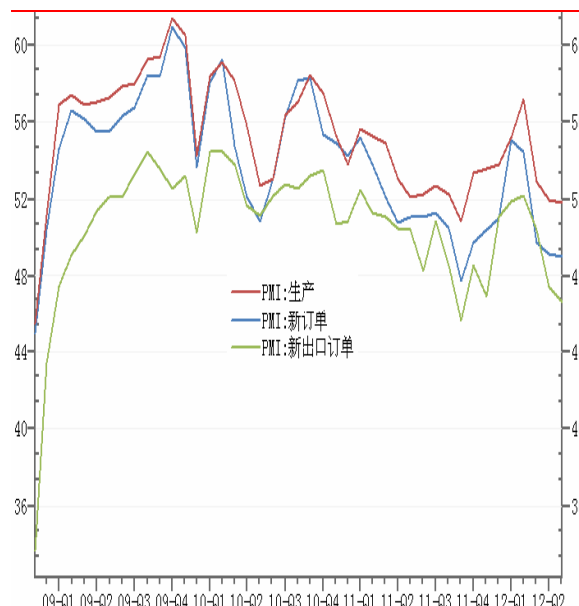
中国物流与采购联合会8月1日发布数据显示，7月份中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月微落0.1个百分点，略高于临界点，这已是该数据连续第三个月下滑。其中生产指数为51.8%，比上月回落0.2个百分点；新订单指数为49%，比上月回落0.2个百分点；新出口订单指数为46.6%，比上月回落0.9个百分点。而当月汇丰制造业PMI为49.2%，回升至三个月高点，但仍低于临界点，显示经济下行态势并未逆转。

图1 工业增加值持续下降，发电量回升



数据来源：Wind 山西证券研究所

图2：PMI新订单持续下降



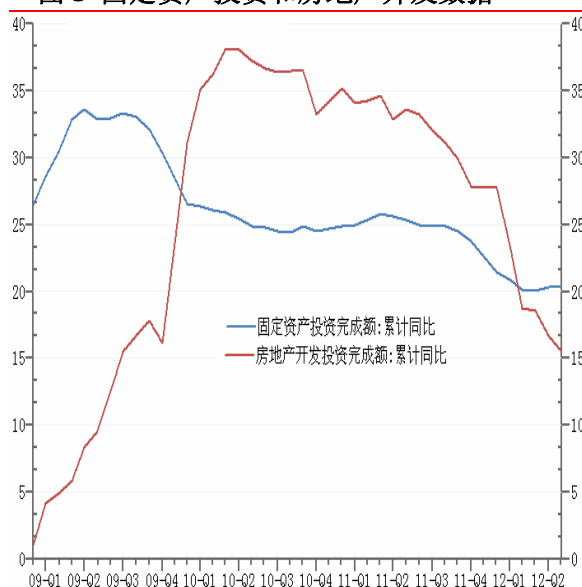
数据来源：Wind 山西证券研究所

固定资产投资保持平稳，新增贷款结构改善。根据国家统计局发布的数据，2012年1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）184312亿元，同比名义增长20.4%，增速与1-6月份持平。从环比看，7月份固定资产投资（不含农户）增长1.42%。新开工项目计划总投资168470亿元，同比增长23.6%。分地区看，1-7月份，东部地区投资同比增长19.2%；中部地区投资增长25%，；西部地区投资增长24.2%。中部地区经济逐渐成为我国经济的领头羊。

2012年1-7月份，全国房地产开发投资36774亿元，同比增长15.4%，比上年同期回落18.2个百分点。房地产价格开始回暖，从5月底北京高端住宅市场反弹，目前呈现供需两旺态势。

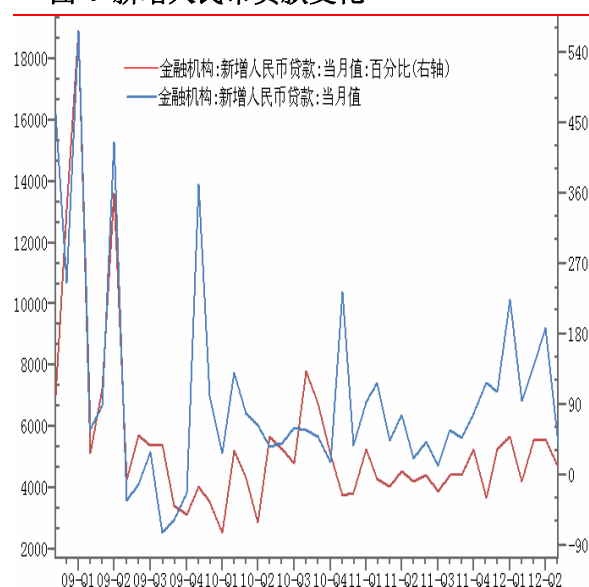
7月新增信贷5401亿，下降幅度明显。其中票据融资1526亿，短期贷款1614亿，企业中长期贷款2100亿，中长期贷款占比26%。企业中长期贷款占比和绝对量明显提升，新增贷款结构有所改善。虽然7月份的新增信贷数据减少，但社会融资规模并未下降，达到1.04万亿元，比上年同期多5023亿元。直接融资在社会融资中所占比重不断增加，对传统银行贷款的替代作用日益显现。

图3 固定资产投资和房地产开发数据



数据来源: Wind 山西证券研究所

图4 新增人民币贷款变化

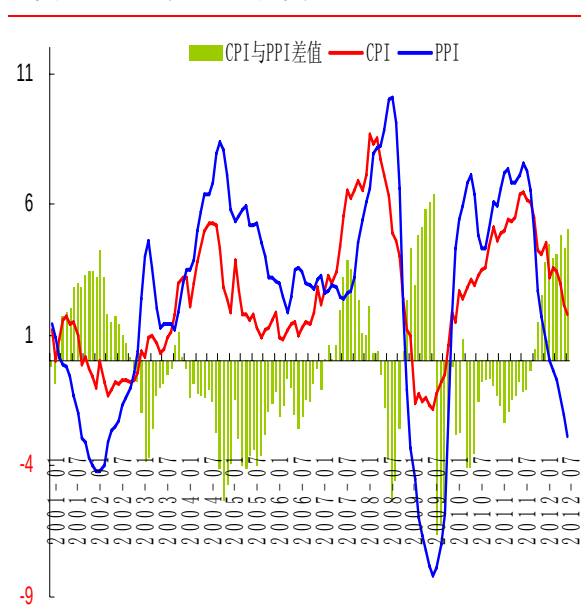


数据来源: Wind 山西证券研究所

PPI与CPI背离增大，外汇占款再度负增长。国家统计局数据显示，国内CPI在2011年7月份创出6.5%的高点后，逐月回落。最新的7月份CPI数据同比增速仅有1.8%，为2010年以来新低。预计8月份以后CPI很可能回升。7月PPI同比增速为-2.87%，同比下降较快。二者比较PPI与CPI背离度为5.07，显示产能过剩与需求不足的矛盾仍在加剧。毕竟，销售价格不能跟进，企业利润还将下降。短期内PPI可能继续向下调整。CPI处于低位，极其有利于刺激性的货币政策的预调与微调。

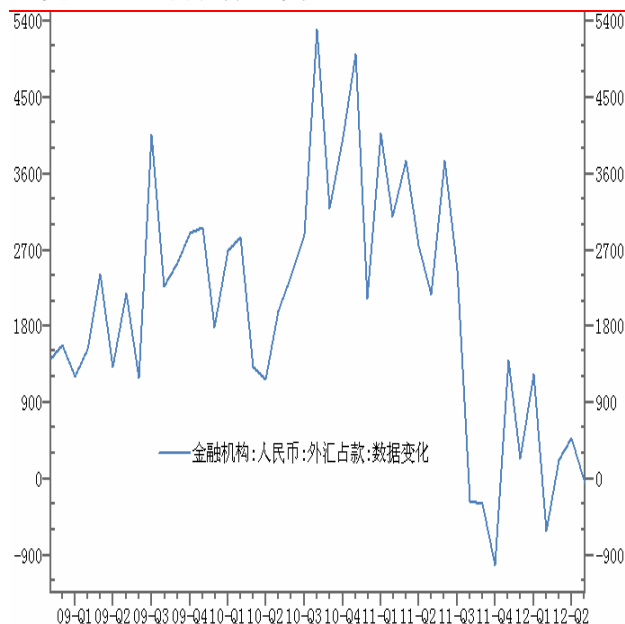
外汇占款主要与贸易顺差、FDI、热钱流入有关。7月份新增外汇占款年内第二次出现负增长，为-38.2亿元，较上月环比减少近530亿元。据统计当月贸易顺差为251.47亿美元，FDI连续三个月反弹。有报告称，7月热钱流出或高达340亿美元。但在我国资本管制严格的情况下，热钱流出有高估的倾向。我国经济仍处在探底过程中，人民币贬值预期增强，年内热钱净流出是确定性预期，企业结汇意愿低迷与外汇占款负增长关联度更为直接一些。总之，年内外汇占款或将下滑，这将收缩市场流动性，促使央行尽快采取“降准”“降息”等扩张性手段。

图5：CPI与PPI差值变大



数据来源：Wind 山西证券研究所

图6：外汇占款数据变化



数据来源：Wind 山西证券研究所

市场流动性趋于平稳，刺激性货币政策有待加码。2012年上半年GDP同比增长7.8%，三年来首次跌破8%。央行在去年12月、今年2月、5月分次下调存款准备金率，以缓解流动性紧缩与经济下滑恶性循环局面。并于今年6月8日、7月6日不到一个月内连续进行降息，刺激性经济政策再度复归。数据显示，7月份广义货币(M2)余额91.91万亿元，同比增长13.9%，比6月末高0.3个百分点；狭义货币(M1)余额28.31万亿元，同比增长4.6%，比6月末低0.1个百分点。中小企业经营困难，实体经济活力不足。为此，央行应当采取强有力的货币政策，比如再次降息。

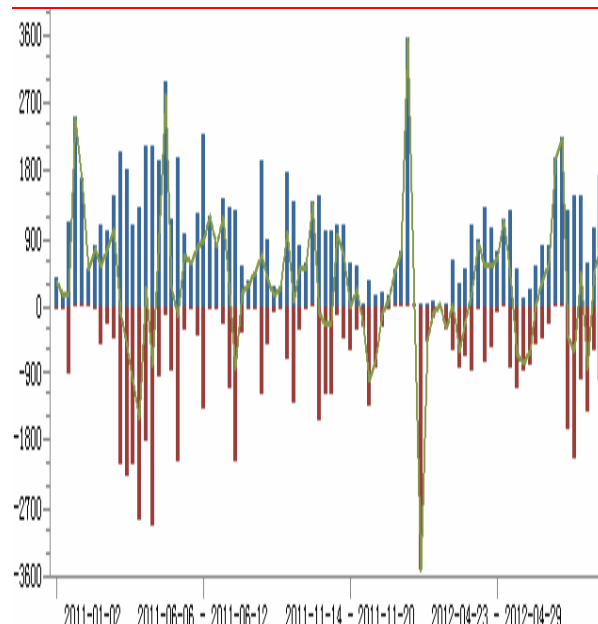
面对经济下行压力，刺激性货币政策业已成行。不过，央行为避免重蹈2008年的覆辙，谨小慎微、做事稳健，对短期政策的长期后果有所顾虑。在降息、降准后，力图保持市场流动性偏松又不过松的局面。公开市场操作尤其是逆回购成为资金总量调控的主要工具。事实上，公开市场操作还将不断扮演稳压器的缓冲作用，平滑市场资金面，对冲市场流动性瞬间充裕。从宏观经济走势来看，已经逼近底部区域，但目前经济并没有明显上升动力。有鉴于此，货币政策绝不会袖手旁观，进一步放松应有可期。

图7：M1-M2比较



数据来源：Wind 山西证券研究所

图8：央行公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind 山西证券研究所

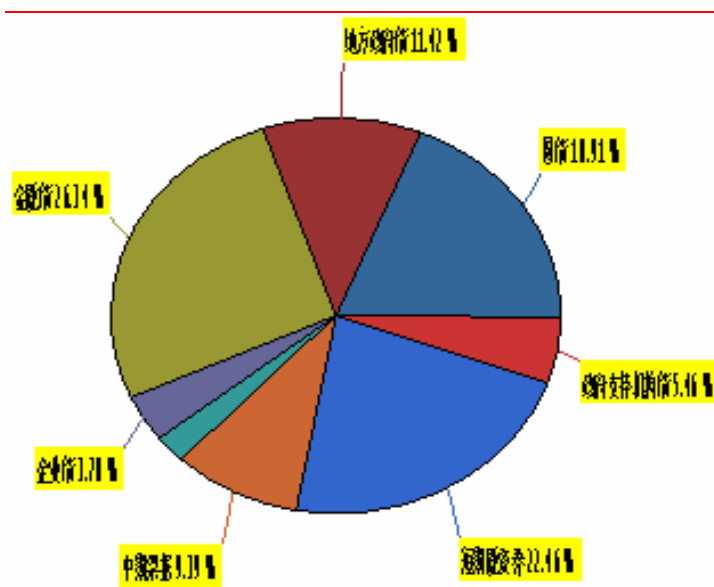
二、2012 年 7 月债券市场回顾

1. 一级市场发行

2012 年 7 月债券市场共发行债券 235 期，发行总量 8246.12 亿元，其中，金融债券发行 26 期，2172 亿元；国债发行 7 期，1559.58 亿元；短期融资券发行 95 期，1851.7 亿元；中期票据发行 48 期，774.54 亿；地方政府债发行 4 期，942 亿元；企业债券发行 29 期，312.2 亿元；公司债发行 23 期，184 亿元。

从发行构成上来看，金融债+国债构成债券市场发行主力，发行量占比为 45.25%。短期融资券排名第二，增幅很大，占比为 22.46%，企业债、公司债发行有所减少，中期票据变化不大。地方政府债、政府支持机构债发行凸显，金融债券发行显著减少。

图 9 2012 年 6 月债券发行总额构成



数据来源：Wind 山西证券研究所

2. 交易情况

二级市场共成交 237248.25 亿元。现券成交 68264.9 亿元。交易所现券交易量为 506.41 亿元，仅占总交易量的 0.74%，比上月有所提升。银行间市场现券交易量具有绝对优势。分交易场所（表 2）看，银行间债券市场成交 201664.05 亿元，占比 85%；交易所市场成交 35584.21 亿元，占比为 15%，略有提升。

表 2：交易所市场与银行间市场交易量构成

单位：亿元

名称	现券交易		回购交易		合计	
	总金额	比重 (%)	总金额	比重 (%)	总金额	比重 (%)
上海证券交易所	420.92	0.62	32977.92	19.52	33398.84	14.08
深圳证券交易所	85.49	0.13	2099.87	1.24	2185.36	0.92
银行间债券市场	67758.48	99.26	133905.56	79.24	201664.05	85.00
合计	68264.90	100.00	168983.36	100.00	237248.25	100.00

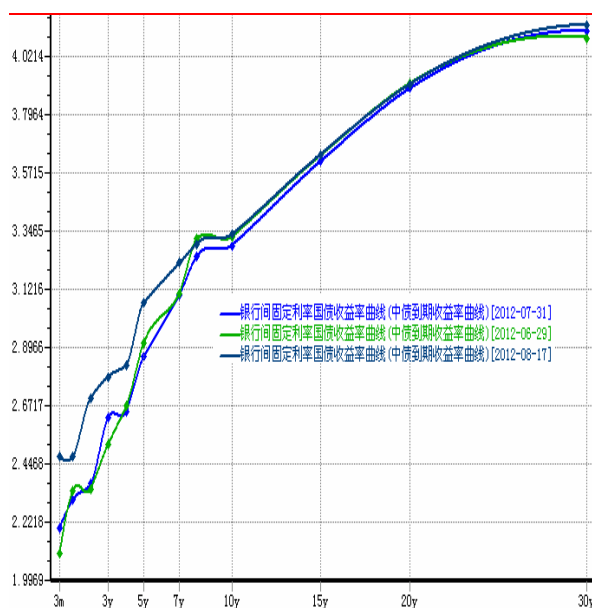
数据来源：Wind 山西证券研究所

三、2012 年上半年收益率变化情况

1. 国债收益率比较

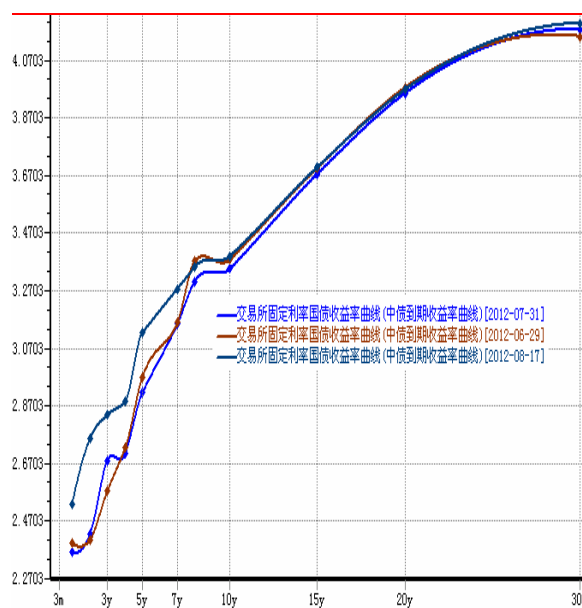
从图 10 可以看到,2012 年 7 月,银行间国债收益率变化不大,中短期品种涨跌互现,长端有所下移。进入 8 月,整体收益率抬升。交易所国债收益率曲线与银行间国债收益率曲线变动方向相同。例如 8 年期国债由 2012 年 6 月 30 日的 3.37%下降到 2012 年 7 月 31 日的 3.30%。8 月却整体回升,短期为甚。

图 10 银行间市场国债收益率变化



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 11 交易所国债收益率变化

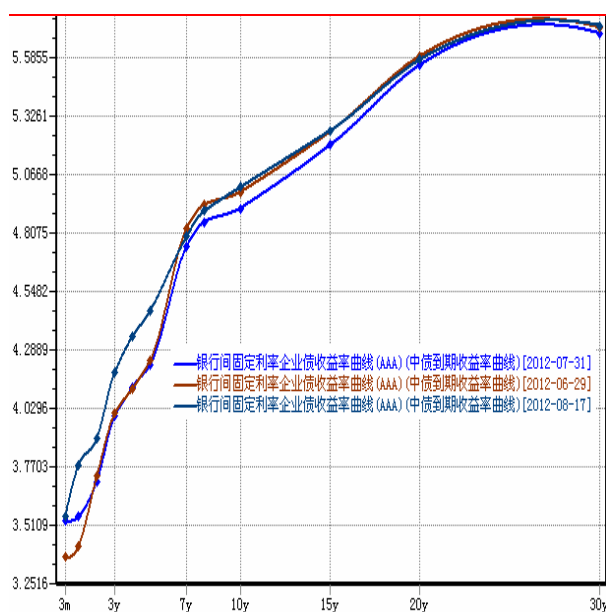


数据来源：Wind 山西证券研究所

2. 企业债收益率比较

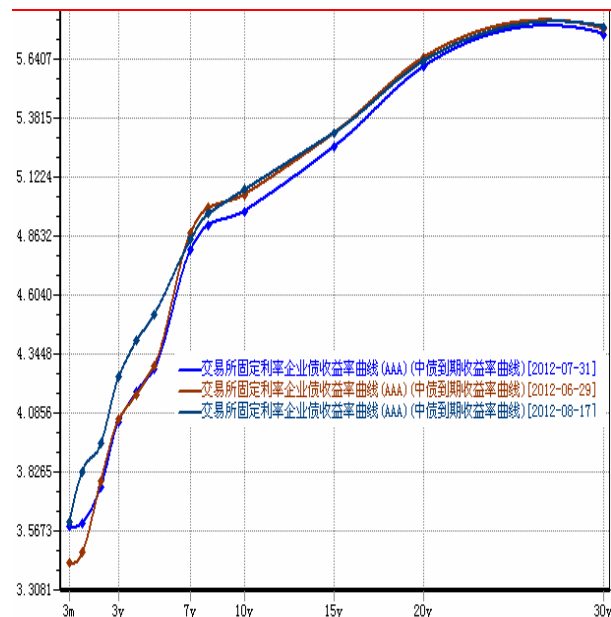
从图 12 可以看到,7 月银行间企业债收益率微弱下行,8 月却发生 V 形反转,1-5 年短期变化幅度较大。交易所企业债与银行间市场企业债类似。7 月企业债收益率微弱下行,8 月却发生 V 形反转。

图 12 银行间市场（AAA）企业债收益率变化



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 13 交易所企业债（AAA）收益率变化

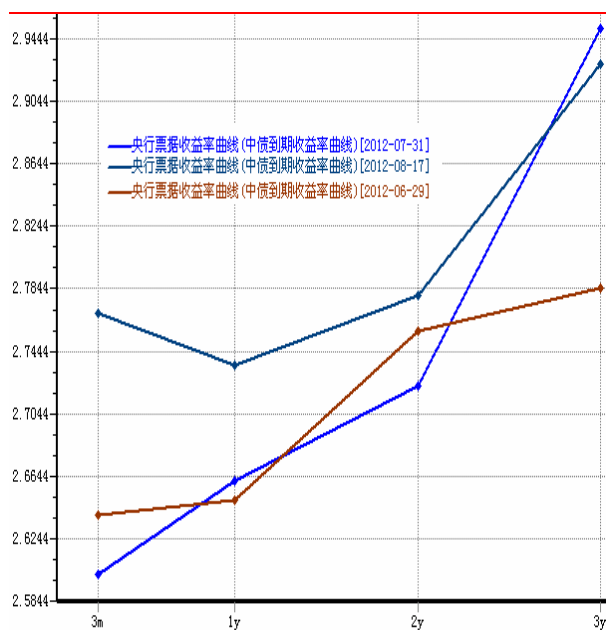


数据来源：Wind 山西证券研究所

3. 央行票据及政策性金融债收益率变化情况

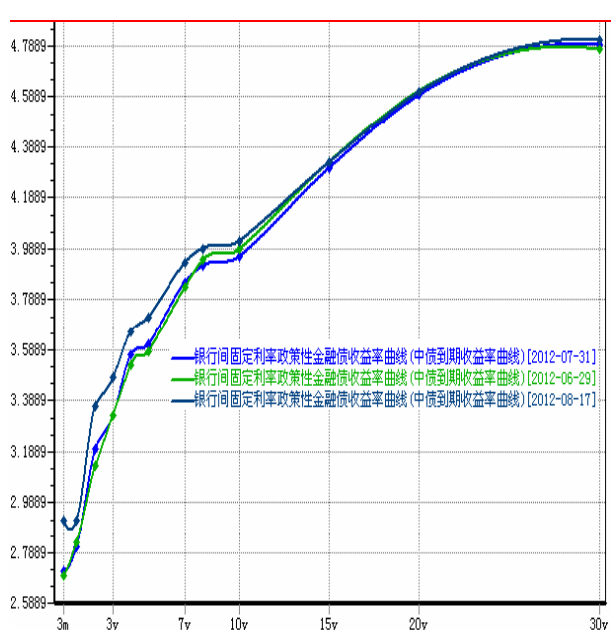
央票到期收益率7月与6月比较，涨跌互现。3年期品种收益率上行幅度最大为16.57BP。进入8月，央票到期收益率平稳上升，其中3月期品种收益率上行幅度最大为16.65BP。政策性金融债收益率7月与6月比较波幅较小，进入8月，政策性金融债收益率整体上行。

图 14 央行票据收益率变化



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 156 政策性金融债收益率变化



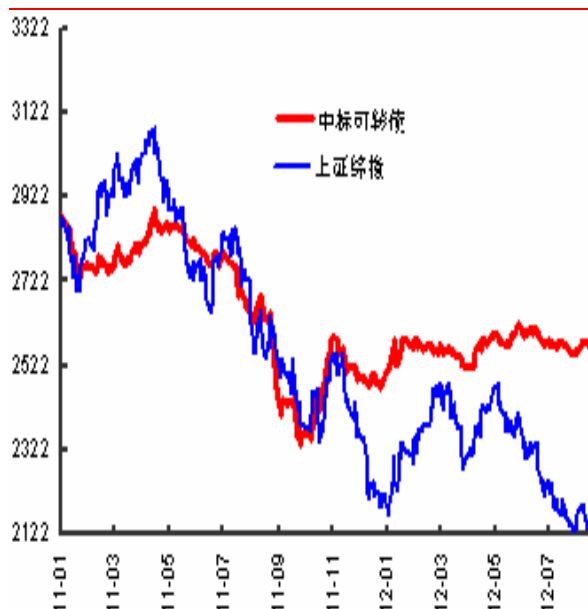
数据来源：Wind 山西证券研究所

4. 可转换企业债指数和短期融资券收益率变化情况

从图 17 可以看到，中标可转债指数由 2012 年 6 月 29 日的 2617.53 点上下跌到 2012 年 7 月 31 日的 2552 点，远小于同期上证指数 121 点的跌幅；之后又微许反弹到 8 月 7 日的 2569 点，略大于同期上证指数 11.26 点的涨幅。显示出良好的稳定性。

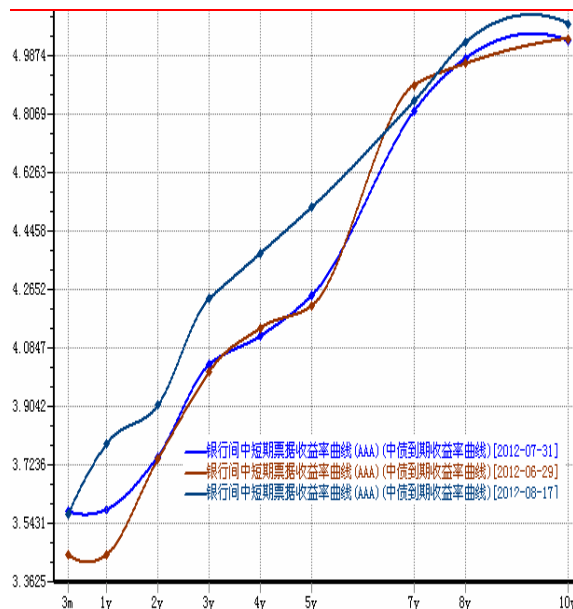
从图18可以看到，7月中短期票据收益率涨跌互现，1年期的中期票据涨幅最大为13.89 BP，进入8月，中短期票据收益率整体上行，3年期品种收益率由2012年7月31日的4.12%上升到2012年8月17日的4.37%。

图 16 可转换企业债指数走势图



数据来源：Wind 山西证券研究所

图 17 银行间中短期票据（AAA）收益率变化



数据来源：Wind 山西证券研究所

四、2012 年 8 月债券市场投资策略

2 月 24 日正式降准后，货币政策放松明朗化。半年度数据疲弱，GDP 增速三年来首次跌破 8%。稳增长成为经济核心命题。6 月 8 日央行于 2011 年 7 月以来首次下调基准存贷款利率。7 月 6 日，央行再次下调基准存贷款利率。此后，货币政策放松步伐趋缓，以数量性调控为主。

7 月数据表明，宏观经济已经逼近底部区域，出口、投资等工业增长的拉动力不足，短期内工业生产不太可能出现大幅反弹，

且未来走势很大程度上取决于政策作用力度。预计 9 月经济仍将维持低水平运行状态，四季度有所反弹。

当前经济增长仍然处在下行通道当中，宏观经济着陆并脉冲上行还需要很长一段时间。货币政策制定者需要选准时点、进行加码，发力引导实体经济上行。

回顾 7 月债券市场走势，由于市场判断经济将很快着陆，债券融资规模大幅增长，资金面相对偏紧，降准预期得不到兑现，部分机构获利回吐与去杠杆。国债及信用债收益率展开上行。

《2012 年第二季度中国货币政策执行报告》指出，进一步提高货币政策的有效性。何为有效性？其实就是多管齐下，把握好政策力度和实施节奏，促进经济增长。

由于鼓励债券市场发展的新政迭出，债券融资有望成为企业融资的主渠道，而经济下行造成企业盈利下滑，难抵发行成本，违约风险增加。

短期来看，货币政策实施节奏、资金面因素、债券供求、投资者心态等都不支持债市再度上涨。

我们判断，债市将呈现短熊长牛的格局。或言之，从长远发展来看，债市具有较好的投资价值。但年内债市最好的投资阶段业已过去。8-9 月债市保持平稳，四季度债市或有反复。

为此，我们建议在国债期货尚没有推出的前提下，以静制动，等待降准讯息，交易型机构不要计较短期得失，一旦债市反弹，即迅速落袋为安，保住胜利果实。

投资品种建议考虑中短期债券，因为长期债券尚未进行调整。其他低等级公司债也可在控制风险的前提下适当介入。比如中小企业私募债。

加大对可转债的投入。可转债兼有股性和债性两种属性，防御性较好，还具备成长性。因而要给与极大的重视，积极参与。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。