

- | 在资金面偏紧和降准政策出台预期不断落空的共同影响下，七月银行间信用债市场收益率总体呈现出平坦化上行的走势，短端品种上行幅度大于中长期品种，但信用债市场总体交投活跃度不高，市场参与机构对后市判断存在一定的分歧。
- | 在6月份的月度报告中，我们判断7月初政策落地的概率比较大，第一时间窗口在7月2日至7月5日，这次政策出台从时点上看符合我们的预期，但是从内容上看，包括我们在内的市场主流机构普遍预计降准政策会出现在年内第二次降息之前，降息政策的连续出台着实令人意外。
- | 8月份银行间信用债市场将围绕两条主线展开，一个是基本面，另外一个就是资金面状况。
- | 8月份市场对于基本面的关注度将会高于7月中下旬，市场需要7月的宏观经济数据来分析二季度经济是否已经触底，是决定整个债券市场走向的基石。
- | 8月公布的7月经济数据大幅好于前值概率不高，市场在8月份确定实体经济触底反弹的难度较大。
- | 逆回购操作更多时候是一种短期平滑操作，逆回购持续进行一个季度以上的概率较低。从货币市场的实际资金需求来看，伴随着金融机构存款余额上升和新增外汇占款保持低位，降低法定存款准备金率势在必行。
- | 如果央行继续保持去年年底开始的3个月一降准的节奏，那么8月份的降准概率明显上升，考虑到央行近期预调微调的风格，关键时间窗口会出现在8月9日公布7月份经济数据之前，考虑到季末冲存款之后，金融机构存款余额会出现下行或者低增长，8月初存款保证金补缴款对于资金面的影响不大，降准的第一时间窗口会出现在8月6日至8月8日之间。
- | 不论是降准还是继续逆回购，8月资金面比7月份宽松是大概率事件，短端品种受此影响收益率会有一些的下行空间，考虑到8月份短融品种的发行规模可能会小于7月，同时短融的流动性也要好于超短融，建议投资者尤其是交易盘可以适当配置AAA等流动性较好的短融品种，由于到目前市场方向仍不明确，建议投资者收缩久期，适当降低仓位，减持流动性较差的券种。

一、市场回顾与分析

在资金面偏紧和降准政策出台预期不断落空的共同影响下，七月银行间信用债市场收益率总体呈现出平坦化上行的走势，短端品种上行幅度大于中长期品种，但信用债市场总体交投活跃度不高，市场参与机构对后市判断存在一定的分歧。7月1日国家统计局公布6月中国制造业采购经理指数为50.2%，较6月份50.4%下行了0.2%，尽管继续维持在50%的枯荣分界线上方，但是从分项上看，主要受益于原材料库存回升，考虑到生产量和采购量的连续下行，造成原材料库存回升更大的原因可能是企业缩减了生产规模。7月2日公布的汇丰PMI指数也下行0.2%到了48.2%，连续第8个月处于枯荣分界线下。由于PMI数据符合市场预期，对于市场的影响不大，收益率基本保持稳定。央行在7月5日晚间宣布，“自2012年7月6日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。自同日起，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。”在6月份的月度报告中，我们判断7月初政策落地的概率比较大，第一时间窗口在7月2日至7月5日，这次政策出台从时点上符合我们的预期，但是从内容上看，包括我们在内的市场主流机构普遍预计降准政策会出现在年内第二次降息之前，降息政策的连续出台着实令人意外。由于此次降息仅扩大了贷款利率的浮动区间，存款基准利率没有进一步扩大上浮区间，银行体系的实际资金成本下降，这与前一次降息是有本质区别的，受此影响7月6日信用债收益率出现下行，短融品种下行幅度在7BP左右，中票除了5年起AAA下行10BP之外，其余评级券种平均下行了5BP左右。7月13日统计局公布数据显示，上半年国内生产总值227098亿元，按可比价格计算，同比增长7.8%，其中，一季度增长8.1%，二季度增长7.6%。这原本是一个政策出台的重要时间窗口，但由于央行继续沿用今年以来预调微调的风格，将政策的出台放在了数据公布之前，二季度经济数据对于预判政策的作用降低，市场对于经济数据的关注度明显低于降息政策出台之前。7月12日尾盘有传言二季度GDP同比增长7.4%，引发了一波收益率下行，7月13日公布的实际二季度GDP同比数据好于市场传言，早盘收益率就上行收复了前一交易日尾盘的下行缺口。7月银行间信用债市场的行情主要围绕着降准预期和资金面状况两条主线展开，7月5日晚间央行宣布降息之后，市场对于降准的预期就开始发生分歧，空方认为短期内政策出尽，而多方则从资金面偏紧的状况分析，认为降准释放流动性势在必行。随着央行不断滚动进行逆回购操作来稳定货币市场，降准预期也不断落空，而市场对于需要不断依靠央行逆回购输血来维持的资金面状况并不乐观，两者叠加逐步推高了整个信用债市场收益率水平，7月24日公布的汇丰PMI7月预览值为49.5%，较6月份48.2%的终值上行了1.3%，这进一步推动了收益率曲线整体上行。7月份银行间信用债收益率曲线呈现出平坦化上行的特征，短融品种上行幅度明显大于中票品种，以7月6日上市的AAA评级12大唐集CP01为例，其票面利率3.63%，二级市场最低成交在3.33%位置，随后成交量减少，收益率一路上行，在月末时到了3.58%附近，区间最大振幅达到了25BP，7月短融品种各评级的平均上行幅度也有12BP。

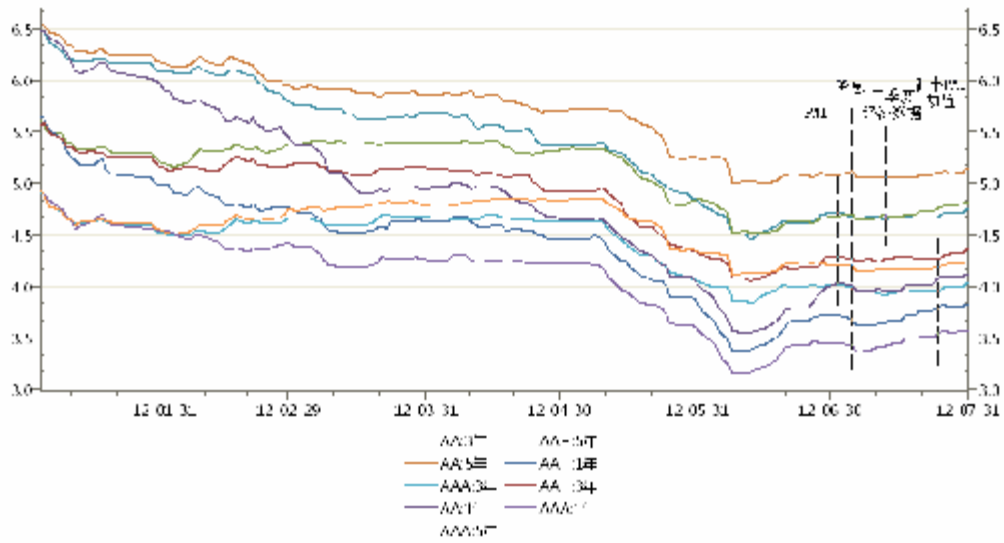
国债与短融中票相 关系数	1Y	3Y	5Y
超 AAA	0.9295	0.9435	0.9545
AAA	0.9557	0.9470	0.9429
AA+	0.9063	0.8747	0.8866
AA	0.8721	0.8379	0.8321
AA-	0.8106	0.7471	0.7134

银行间质押式回购利率



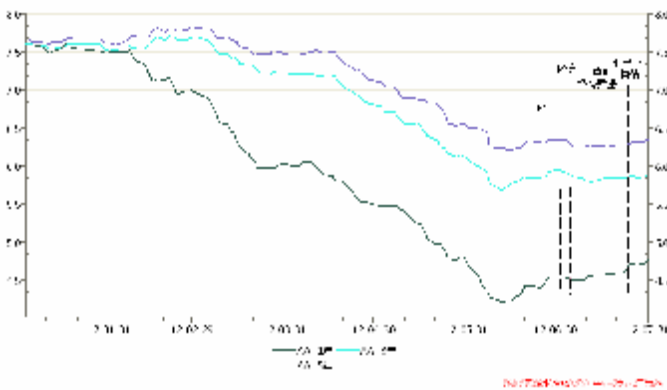
数据来源:Wind资讯, 中国债券信息网

银行间中短期票据收益率曲线 (AAA、AA+、AA)



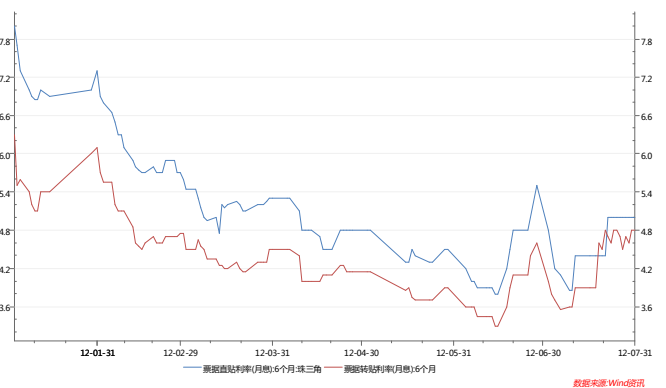
数据来源:Wind资讯, 中国债券信息网

银行间中短期票据收益率曲线 (AA-)



数据来源:Wind资讯, 中国债券信息网

票据利率



数据来源:Wind资讯

二、分析及展望

8 月份银行间信用债市场将围绕两条主线展开，一个是基本面，另外一个就是资金面状况。

8 月份市场对于基本面的关注度将会高于 7 月中下旬，市场需要 7 月的宏观经济数据来分析二季度经济是否已经触底，是决定整个债券市场走向的基石。我们认为 7 月份的经济数据会略好于二季度数据，连续降息对于相对强势的大型企业好处比较明显，以 5 年以上贷款利率为例，6 月份降息前为 7.05%，降息 2 次并下浮 30% 后变为 4.935%，降幅最大可以达到 211.5BP，但是中小企业的贷款议价能力明显较弱，根据我们实际了解到的情况，中小企业获得基准贷款的难度仍然较大，银行通常会对基准利率上进行一定比例的上浮，大型企业和中小企业的财务成本差距拉大，降息之后中小企业的贷款需求并未出现明显上升，预计官方 PMI 指数和汇丰 PMI 指数的分化还将保持一段时间。8 月公布的 7 月经济数据大幅好于前值概率不高，市场在 8 月份确定实体经济触底反弹的难度较大。另外，近期各地频传由于企业倒闭和开工率下降导致大规模民工返乡潮，这也从一个侧面折射出实体经济复苏的艰难。

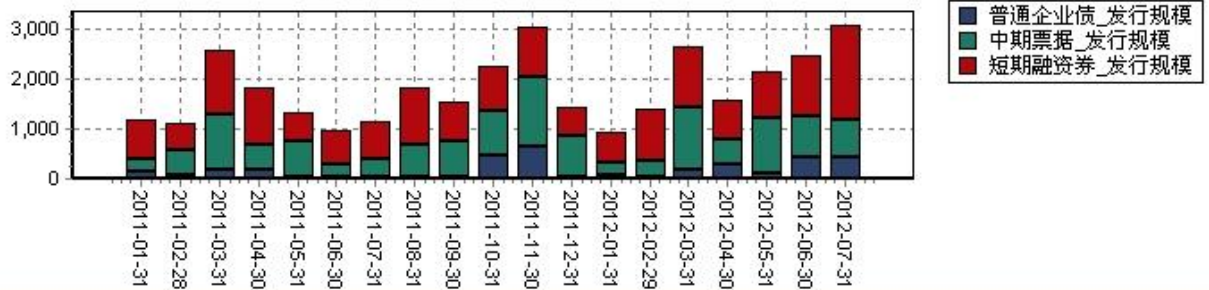
7 月份央行连续进行 7 天和 14 天逆回购操作为银行间货币市场注入流动性，按照 6 月份 88.3 万亿存款基数计算，假设央行下调法定存款准备金率 50BP，将会释放 4400 亿元流动性，而央行逆回购峰值一度达到了 3080 亿元，两者差距仅 1400 亿元，这说明央行已经充分意识到银行间货币市场的紧张状态，需要接近一次降准的资金投放才能维持市场稳定。在这种情况下，央行选择滚动进行逆回购操作而非下调存款准备金率，反映出央行在总结了 08 年的经验教训后变得更加谨慎，历史经验表明，下调法定存款准备金率在释放流动性的同时比逆回购更容易刺激信贷投放，央行并不希望短期内快速扩大新增贷款规模，同时也有对于通胀重新抬头的有所担忧。在外围经济不景气，欧债危机没有得到妥善解决，全球投资者避险情绪上升的背景下，二季度我国新增外汇占款始终处于低位甚至负增长，尽管央行不断进行逆回购操作，7 月资金面仍然处于紧平衡状态，7 天质押式回购利率始终保持在 3.1% 以上，均值在 3.5% 水平。我们认为，逆回购操作更多时候是一种短期平滑操作，逆回购持续进行一个季度以上的概率较低，从货币市场的实际资金需求来看，伴随着金融机构存款余额上升和新增外汇占款保持低位，降低法定存款准备金率势在必行，关键是政策究竟何时落地。如果央行继续保持去年年底开始的 3 个月一降准的节奏，那么 8 月份的降准概率明显上升，考虑到央行近期预调微调的风格，关键时间窗口会出现在 8 月 9 日公布 7 月份经济数据之前，考虑到季末冲存款之后，金融机构存款余额会出现下行或者低增长，8 月初存款保证金补缴款对于资金面的影响不大，降准的第一时间窗口会出现在 8 月 6 日至 8 月 8 日之间。不论是降准政策最终落地还是央行继续滚动进行逆回购操作，都会使 8 月份资金面维持在相对宽松状态，由于近期央行 7 天逆回购利率一直稳定在 3.35%，如果继续使用公开市场手段来维持市场流动性，7 天回购利率回到 3% 以下的难度较大；如果以降准的方式来释放流动性，那么短期内 7 天回购利率重回 3% 以下是大概率事件。

7 月份银行间市场信用债发行量创出年内新高，短融、中票、企业债合计发行规模达到了 3074 亿元，到期量 1058 亿元，净增加 2016 亿元。截至 7 月 31 日，超短融注册余额 5967 亿元、短融注册余额 3937 亿元，中期票据注册余额 3327 亿元，而在 6 月 30 日这 3 项余额分别为 5425 亿元、4685 亿元和 3361

亿元，两个月的注册余额总量基本持平，结合历史数据分析，预计8月份的供给压力仍然会比较大，考虑短融经过7月份大规模发行后发行余额较6月有了明显下降，8月超短融发行规模可能会超过短融品种。

由于目前市场上大部分机构已经完成了年度利润考核目标，实现利润、落袋为安的心态占据了上峰，市场做多力量不强，同时，由于基本面改善的迹象不明朗，央行不断动用公开市场手段维持货币市场平稳，市场上做空力量同样不强，整个市场处于一种寻找方向的状态。在经过一个月的收益率反弹行情后，目前短融中票和国债之间的信用利差重新拉大，大部分品种的信用利差都处于其历史中位数上方，特别是短融品种已经开始接近其75%历史分位数。不论是降准还是继续逆回购，8月资金面比7月份宽松是大概率事件，短端品种受此影响收益率会有一定的下行空间，考虑到8月份短融品种的发行规模可能会小于7月，同时短融的流动性也要好于超短融，建议投资者尤其是交易盘可以适当配置AAA等流动性较好的短融品种，由于到目前市场方向仍不明确，建议投资者收缩久期，适当降低仓位，减持流动性较差的券种。

发行规模：按债券类型



日期区间	普通企业债		中期票据		短期融资券		合计	
	债券数量 (只)	发行规模 (亿)	债券数量 (只)	发行规模 (亿)	债券数量 (只)	发行规模 (亿)	债券数量 (只)	发行规模 (亿)
2012-07-01 - 2012-07-31	23	428	39	763.7	96	1,882.30	158	3,074.00
2012-06-01 - 2012-06-30	18	412	62	844.9	105	1,219.90	185	2,476.80
2012-05-01 - 2012-05-31	11	121	69	1,082.50	66	927.1	146	2130.6
2012-04-01 - 2012-04-30	22	281.5	42	505.4	62	773.6	126	1560.5
2012-03-01 - 2012-03-31	18	194.5	64	1,232.40	85	1,225.57	167	2,652.47
2012-02-01 - 2012-02-29	3	26	25	344.7	62	1,014.10	90	1,384.80
2012-01-01 - 2012-01-31	7	87	23	239	41	587.5	71	913.5
2011-12-01 - 2011-12-31	3	23	56	823.4	66	593.7	125	1440.1
2011-11-01 - 2011-11-30	9	653	69	1,390.90	67	980.4	145	3024.3
2011-10-01 - 2011-10-31	7	450	38	898	52	912.5	97	2260.5
2011-09-01 - 2011-09-30	2	18	31	734	41	775.2	74	1527.2
2011-08-01 -	3	28	27	646	55	1,143.10	85	1,817.10

2011-08-31									
2011-07-01 - 2011-07-31	3	46	19	337	36	749	58	1132	
2011-06-01 - 2011-06-30	3	31	21	251	46	669.5	70	951.5	
2011-05-01 - 2011-05-31	4	42.5	30	720.1	49	576	83	1338.6	
2011-04-01 - 2011-04-30	17	166	34	506.6	62	1,132.50	113	1,805.10	
2011-03-01 - 2011-03-31	17	178.5	60	1,115.70	85	1,287.50	162	2,581.70	
2011-02-01 - 2011-02-28	9	85	32	489	28	536.4	69	1110.4	
2011-01-01 - 2011-01-31	12	160.5	19	222	51	792.5	82	1175	

银行间中短期票 据收益率曲线	AAA			AA+			AA			AA-			
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	
2012-06-29	3.4452	4.0104	4.2138	3.7252	4.2904	4.6738	3.9952	4.7104	5.0838	4.5452	5.9404	6.3438	
2012-07-31	3.5841	4.0324	4.246	3.8341	4.3624	4.816	4.1141	4.7524	5.156	4.7741	5.8924	6.346	
变动 (BP)	14	2	3	11	7	14	12	4	7	23	-5	0	
分位数	25%	2.6958	3.4269	4.0396	2.9067	3.8806	4.5086	3.1418	3.8973	4.8411	3.4274	4.5086	5.2212
	50%	3.6015	4.1100	4.6226	4.1630	4.6118	5.1775	3.7240	4.5900	5.5016	4.6229	5.2842	5.8991
	75%	4.5928	4.8266	5.1327	4.9859	5.2440	5.5913	5.0014	5.5921	6.0933	5.5770	6.1862	6.5282
	90%	5.0300	5.2403	5.4604	5.4075	5.6543	5.9549	5.5595	6.1339	6.3813	6.7739	7.4047	7.5157

中短期票据与国 债信用利差	AAA			AA+			AA			AA-			
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	
2012-06-29	110	149	130	138	177	176	165	219	217	220	342	343	
2012-07-31	128	141	138	153	174	195	181	213	229	247	327	348	
分位数	25%	85	114	130	107	148	174	122	168	209	147	219	246
	50%	107	137	147	141	180	197	148	204	229	194	257	269
	75%	136	159	166	175	213	217	189	244	258	242	309	312
	90%	157	176	174	229	245	236	256	288	299	342	423	419

免责声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行投资所造成的一切后果，本银行概不负责。

本报告版权仅为本银行所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为广发银行，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改