

# 固收半月谈|生猪价格持续下跌，中期走势如何看？

固收行家解读债市焦点

## 主讲人介绍



张益嘉

上银基金固定收益部研究员

擅长机构行为分析，负责城投、ABS 及电力等行业的信用研究工作。

### 【市场回顾】

国内利率债市场方面，1月以来，资金面紧张情况有所缓解，叠加经济数据表现偏弱，股市波动较大，长债收益率表现较好，但中短债受央行未能如期降息的影响，出现小幅回调。具体来看，截至1月17日收盘：

(1) 国债方面，1-3Y 国债收益率上行 2BP，分布收于 2.10%和 2.31%；5Y 国债收平在 2.40%；7Y-10Y 国债收益率分布下行 2BP 和 5BP，均收于 2.51%。

(2) 政金债方面，1Y 国开债和农发债收益率上行 5BP，1Y 口行债收益率下行 3BP；3Y 政金债收益率上行 5-8BP；5Y 政金债收益率上行 3-4BP；7Y 口行债收益率下行 3BP，7Y 国开收益率上行 1BP，7 年农发债收平；10Y 农发和口行债收益率波动不大，10Y 国开债收益率下行 4BP，收于 2.64%。

信用债市场方面，1 月份信用债市场表现很好，信用债收益率以下行为主，信用利差全面大幅压缩，信用利差普遍压缩幅度在 10bp 左右。本轮收益下行存在资产较匮乏的特点，低评级收益率下行幅度更大，以 1 年期城投债中债收益率为例，AAA、AA+、AA 分别平均下行 2bp、6bp 和 10bp。

权益和转债市场方面，今年以来截至 1 月 17 日，权益市场表现较差，市场悲观预期浓厚，上证指数下跌 4.75%，中证转债指数下跌 2.04%。行业来看，相对抗跌的板块主要来自煤炭、银行、纺服和美容护理，整体在-1%-2%震荡，跌幅较多的板块主要为军工、计算机、电子和通信，整体下跌 10%-14%。

海外市场方面，美国经济数据表现强劲，市场对美联储降息预期减弱，叠加地缘冲突加剧、油价上升，海外权益市场普遍表现较差，但日本股市一枝独秀。具体来看，截至 1 月 17 日收盘，当月法国 CAC40 下跌 2.98%，德国 DAX 指数下跌 1.91%，英国富时 100 下跌 3.71%，标普 500 下跌 0.64%；亚洲股市方面，韩国综合指数下跌 8.26%，恒生指数下跌 10.39%，日经 225 上涨 6.02%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率上行 22BP 至 2.28%；法国的 10Y 国债收益率上行 26BP，收于 2.82%；美国 10Y 国债收益率上行 22BP，收于 4.1%；英国 10Y 国债收益率上行 26BP 至 3.88%。

### 【市场展望】

**宏观市场方面，1 月 15 日央行超量续作 MLF 但并未降息**，市场反应较平淡，整体波动不大，主要原因一是上周部分投资者已经开始抢跑；二是在经济基本面偏弱的背景下，市场对后续货币政策宽松仍有期待。不过，在 1 月降息落空后，央行在汇率和资金空转的掣肘下，2 月操作降息的概率不大，需时间观察银行净息差修复情况再做决定。对债市而言，短期需要关注资金面和政策扰动，一方面央行近期的操作表明其愿意呵护流动性，但力度并不会特别强，因此资金仍面临一定压力；另一方面央行也有可能采取其他货币政策工具来支持三大工程的融资。操作上建议先维持中性久期和杠杆，观察市场方向。

信用债市场方面，年初信用债配置力量较强，资产较匮乏的情况下，信用债收益下行较快，1 年期、2 年期、3 年期、5 年期信用利差 2019 年以来历史分位数分别在 11%、17%、6%、2%，已经到了历史较低水平，整体信用债性价比一般，建议票息视角寻找结构性机会。

权益市场方面，没有超预期政策刺激下缺乏增量资金，预计接下来主要为震荡或结构行情，机会一是来自阶段性悲观预期修正的超跌反弹，二是存量博弈下的行业轮动。结构上，底仓可关注高股息类股票，在内需较弱的背景下，重点在两个方向做挖掘：一是出海类企业，如汽车链、部分机械等，二是供给出清受限，格局有改善的行业，如部分资源品、军工等。转债结合债底安全垫及正股主题弹性关注波段机会。当前转债绝对价格低，债底支撑下下跌空间有限，一方面可分散持仓，选取正股有弹性和一定主题但绝对价格较低的标的；另一方面选取短久期高 YTM 的转债做持有到期的类债资产。

### 【热点关注】关注生猪价格持续下跌带来的产能去化

近期，商品猪出栏均价环比下跌 0.42 元至 13.81 元/公斤，距离成本线已有 1.5 元/公斤左右差距，整体市场供需格局仍然是供大于求。

供应方面，尽管企业月度计划小幅缩减且前期超卖，不过猪源流通未见紧缺局面，企业产能仍然有充足的存量，养户大猪余量仍有待消化。

需求方面，消费旺季需求整体提升有限，腌腊接近尾声，冻品库存持续处于高位，短期猪价可能仍会延续偏弱态势运行。淘汰母猪均价为 8.81 元/公斤，环比下跌 2.22%，同比下跌 17.28%，当前处于猪价低谷期，目前产业对于春节前的价格预期比较悲观，养殖场母猪淘汰积极性有所增加，致使淘汰母猪价格下滑。根据农业部公布的数据，11 月能繁母猪存栏量环比下降 1.2%，同比下降 5.2%，同时根据三方机构的草根调研数据，12 月能繁母猪延续去化，在猪价持续下跌的背景下，生猪产能有望迎来加速去化。

站在中期视角上，7 公斤断奶仔猪均价为 201.67 元/头，虽然较上周有所上涨，但同比下跌幅度仍超过 40%，补栏情绪一般，但成交活跃度高于之前，养殖户补栏积极性有所提升，几个月后的生猪行情市场仍可期待。综合看，今年一季度生猪价格大概率在低位震荡，如果产能持续去化，在今年二季度猪价可能迎来反转。

### 【债券知识小课堂】中资美元债是什么？如何参与投资？

美联储加息周期接近尾声，市场对于 2024 年内降息预期较强，中资美元债作为以美元计价的债券类资产，可以有效参与美国降息带来的市场红利。

从定义看，中资美元债是指中国境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外举借的、以美元计价、按约定还本付息的债务工具。

从发行模式来看，中资美元债的发行可以分为直接发行、间接发行和红筹架构发行。直接发行是指境内企业直接在境外离岸市场发行中资美元债。间接发行是指境内企业通过其境外子公司发行美元债，由于境外子公司信用资质相对较弱，需要采用担保发行或维好协议的发行框架为债券提供增信，担保发行是指由境外子公司发行美元债，境内母公司担任发行主体担保人，维好协议是指境内母公司与境外子公司签订维好协议，母公司承诺为子公司提供相应支持以保障能够按期偿还债务，但需要注意维好协议并没有实际的法律效力。红筹框架方式是指控股公司设立在境外，但实际业务和主要资产均在境内，境外控股公司可以直接发债。监管方面，由于中资美元债的特殊性，所以同时受到境内和境外监管。

境内监管方面，发改委对于 1 年期以上的外债进行监管，对于募集资金用途、使用范围做了严格的规定，同时需要事前审核和事后报送。发改委规定企业在借用外债前应先行获得发改委出具的《审核登记证明》，而后凭该证明按规定办理外汇登记、账户开立、资金收付和汇兑、资金使用等相关手续的要求。

境外监管相对简化，按美元债现行监管要求，一级发行主要以 RegS、144A 和美国证监会注册发行三种方式为主，三种发行方式各有特色，RegS 发行效率最高，但募集规模不能超过 10 亿美元且投资者排除了美国本土投资者，144A 发行规模上限提升至 30 亿美元，面向各国机构的合格投资者，发行所需时间稍长于 RegS，美国证监会注册发行具备募集规模和范围最广、流程最为复杂的特点，发行规模进一步扩大至 60 亿美元，且全球机构投资者和美国个人投资者均可投资，从实操看国内机构多采用 RegS 发行模式。

存量中资美元债余额约为 8727 亿美元，存量债券 2571 只，2023 年全年中资美元债发行合计约 1167 亿元，较 2022 年下降约 16%，全年净融资额为-708 亿美元，虽然较 2022 年净融资额-970 亿美元有所提升，但仍然处于负融资区间。2023 年在美债利率持续走高的背景下，中资美元债融资成本有所上升，全年发行利率持续上行，11 月-12 月稳定在 6%左右，较年初上行 1.12%。行业分布方

面，金融、房地产和城投是中资美元债的供给主力，占存量中资美元债规模的比重分别为 30.86%、15.23%和 8.74%，但 2022 年以来在房地产债券违约频发，城投境外融资受限的背景下，房企及城投中资美元债占比持续下降。评级方面，目前存量中资美元债以投资级为主占比 57%，此外高收益级和无评级债券占比分别为 14%和 29%。存量中资美元债加权中债估值为 3.93%，加权久期 2.96 年，相较于国内信用债有较高的溢价。收益方面，2023 年中资美元债指数全年录得正回报，但投资级和高收益级分化明显。全年中资美元债指数上涨 3.75%，投资级债券指数上涨 6.50%，高收益级债券指数下跌 15%，高收益级债券受房地产企业违约影响下跌较多。

目前参与美元债投资一般是通过 QDII 基金，由于大多数投资者使用人民币资产申购基金份额，所以涉及到基金公司换汇问题，一般为了防止汇率波动对于基金净值产生额外的影响，对应的基金经理普遍会进行全部锁汇或部分锁汇的操作。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。