

二季度两次“受惊” 三季度“安全至上”

□本报记者 葛春晖

随着资金面逐渐趋于平静,近日债券市场呈现修复性回暖行情。回顾二季度,由于“监管风暴”和“钱荒风波”接连袭击,一季度其乐融融的债券市场氛围已经被大幅扭转。分析人士指出,在资金利率中枢上移、信用违约概率上升的情况下,三季度债市投资应以安全至上为准则,从中适度挖掘高等级品种的投资机会。

两只“黑天鹅”先后来袭

二季度,两只“黑天鹅”先后划过债券市场的天空,给收益率曲线带来了显著冲击。

4月中旬,一场看似毫无征兆、实则蓄势已久的监管风暴席卷债券市场的各个角落。在这场风暴中,相关部门相继出台了一系列规范和整顿债券市场的监管措施,债券一级半市场、“代持”、“伪类账户”以及与此紧密相关的灰色利益链条,则成为公众口诛笔伐的焦点。而随着监管趋严,加上数起违规事件被接连曝光,债券市场紧张气氛陡增,“去杠杆”成为投资者短时间内的

一致选择。据Wind统计,在4月18日至24日的短短五个交易日里,银行间1-5年期中短期票据收益率平均上行约26BP,1-5年期企业债平均上行约23BP;交易所信用债调整幅度也均在20BP以上,部分活跃的中低评级品种更是上行超过50BP。值得一提的是,由于4月下

短期机会已有限 耐心埋伏中长期

□中债信用增进公司 赵巍华

5月中旬以来资金面紧张,使得前期各类债券收益率持续上行,其中短端上行幅度高于长端,收益率曲线不断平坦化并呈现向下倾斜的“倒挂”期限结构。曲线“倒挂”的状态难以持久,上周以来银行间市场收益率已展开陡峭化下行修正。随着资金面紧张逐步缓解,收益率曲线陡峭化下行的进程将延续,债券市场仍存在一定机会,但近期难有类似2011年四季度收益率大幅下行的行情。

一般来说,由于资金的时间价值以及更长期限需要额外风险补偿等因素影响,收益率曲线通常向上倾斜。此外,资金面、经济增长、通胀等因素对收益率曲

■ 交易员札记

□潍坊农信 代长城

7月1日,资金面在跨半年末后明显放松,质押式回购利率大幅回落。受此提振,银行间债券市场延续修复性行情,短端收益率继续下行,中长端微幅下行。

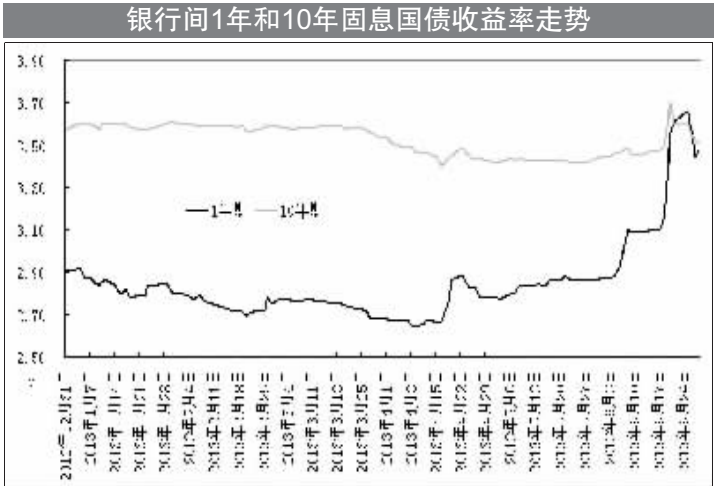
昨日利率债交投相对清淡,短端利率债受资金面宽松的影响收益率明显下行,中长端走势较为

■ 债市策略汇

利率产品

海通证券：去杠杆 加久期

预计下半年国债利率易下难上。从基准利率看,短期内保持不变,长期有下降的动力;从预期通胀风险溢价看,下半年略有上升,但上升空间很有限,长期来看向下趋势大;从安全性资产偏好折价看,经济疲弱背景下,投资者安全性资产偏好上升,降低国债利率;从流动性风险溢价看,降杠杆初期资金价格上升会增加流动性风险,收益率曲线变平,长期看则会重新变陡。投资策略方面,央行目前已开始维稳但仍未释放明确宽松信号,因而流动性将有所缓解但资金价格中枢仍将高于上半年。与此同时,经济孱弱,通胀远低于预期,长久期高等级债券的价值日益明确,建议在调整中战略建仓长期高等级



旬开始出炉的经济数据持续走低,且资金面总体保持平稳运行,国债、政策性金融债等前期杠杆率较低的高等级产品在本次调整中的收益率变动不大。特别是随着监管冲击逐渐淡化,5月上旬资金利率加速下行,各期限品种债券纷纷收复了“监管风暴”中的大部分失地。

正当债券市场投资者重拾乐观情绪之际,新的考验再次降临,这一次问题出在资金面上。按理说,市场对于6月份资金面趋紧早有预期,毕竟每年年中的商业银行流动性考核以及今年4月份以来管理层推出的流动性新规,将显著增强金融机构当月的资金需求,但由于此前已经对央行会在季节性时点出手护航资金面产生惯性思维,机构并未产生明显担忧。然而,最终央行坚持不“放水”、让市场自身解决结构性问题

线的水平和形态有较大影响。资金面对收益率曲线短端的影响大于中长端,而经济增长和通胀等对中长端的影响较大。“倒挂”的收益率曲线结构通常由于短期剧烈的资金面收紧导致,往往不可持续。

近期收益率曲线“倒挂”主要由5月中下旬以来的资金面超预期紧张所致。虽然市场资金面尚面临7月5日银行补缴法定准备金、7月中旬企业上缴二季度税款等季节性因素的影响,但随着央行等表态维持流动性格局的稳定,本轮资金面紧张的高潮已过,正趋于缓解。6月24日后银行间市场隔夜和7天回购利率以及反映对未来资金利率预期的利率掉期固定端支付利率正逐步下行。随着资金面冲击褪去,下半

平稳,收益率微幅波动。剩余0.62年的13贴现国债03成交在3.53%,较估值下行3BP;剩余1.77年的13国债06成交在3.22%附近,较上一交易日上行3BP;剩余1.82年的12国债07成交在3.16%,较上一交易日下行10BP;剩余6.79年的13国债08成交在3.375%,与上一交易日基本持平;剩余9.90年的13国债11成交在3.505%附近,较上一交易

日下行0.5BP。剩余0.95年的13进

出11成交在4.90%,较估值上行83BP;剩余为2.78年的13国开19成交在4.06%,较估值下行5BP;剩余4.82年的13农发08成交在4.05%,较上一交易日上行25BP;剩余9.53年的13国开05成交在4.18%附近,较上一交易日下行1BP。

信用债成交同样集中在短端,中长端相对清淡。剩余103天

利于高等级债,但因为资金利率可能在较长的时间里停留在4%附近,明显高于前期3%左右的水

平,所以5年AAA中票、企业债后期的均衡位置可能在4.7%左右,空间已经不大。若收益率短期出现大幅下行,一旦后期资金利率均衡水平不能回落到4%以内,高等级信用收益率将存在反弹的可能。因此,我们目前一方面强调高等级品种的配置价值,另外也强调调交易价值并不突出。低等级品种无论是从收益率和信用利差的水平还是从资金面来看,都不支持收益率下行,可以选择其中资质相对较好的品种进行配置。特别提醒投资者关注低评级信用债

的信用风险。

中投证券：不立危墙 AAA级起跳

当前信用债整体收益率和利

差的强硬态度,超出了市场各方的预期,在措手不及、恐慌情绪放大之余,货币市场利率急剧飙升,主流回购利率创下高位历史纪录。资金利率长时间居高不下,令前期资金面宽松格局下不断提升杠杆率的债券投资者不堪重负,纷纷将“降杠杆”列为每日交易的首要任务,收益率的调整从短融蔓延到中长端利率产品。

据Wind统计,从6月13日(端午节后首个交易日)至6月25日“钱荒”风波演绎到顶峰时的9个交易日里,银行间1-10年期国债收益率最大上行幅度分别达到57-15BP,1年和10年品种出现倒挂;1-5年期中短期票据、企业债收益率上行约120-40BP;交易所信用债方面,由于投资主体更多是杠杆率相对偏高的基金、券商等交易型机构,收益率调整幅度甚至超出银行间。

年通胀难起而经济增长疲弱难改,债券市场仍存在一定投资机会。已于上周开启的收益率曲线陡峭化下行进程预计将持续,短端利率下行幅度将高于中长端。短端品种直接受益于回购利率

的逐步下行。值得一提的是,目前收益率曲线形态与2011年二、三季度相似,短期债市存在投资机会,但近期难有类似2011年四季度收益率大幅下行的行情。2011年四季度4.82年的13农发08成交在4.05%,较上一交易日上行25BP;剩余9.53年的13国开05成交在4.18%附近,较上一交易日下行1BP。

信用债成交同样集中在短端,中长端相对清淡。剩余103天

的12电网CP004(AAA)成交在5.0%,下行19BP;剩余164天的12雅砻江CP003(AA+)成交在5.25%,较估值下行15BP;剩余0.67年的13铝业CP001(AAA)成交在5.60%,下行10BP;剩余2.40年的12苏国泰MTN1(AA)成交在5.30%,与估值持平;剩余4.9年的13大宁MTN1(AA)成交在5.57%,下行6BP;剩余6.58年的13

三门债(AA)成交在6.23%,下行3BP;剩余6.88年的13镜湖建设债(AA)成交6.70%,较估值下行4BP。

目前资金市场恐慌情绪已开始缓解,资金面有望继续改善,但在央行流动性管理方向转向偏紧后,货币市场利率中枢将比上半年稳步抬升。从目前估值来看,各品种投资价值并不明显,短期资金利率回落带来的债市修复性行情持续时间不会很长。

时间,因此建议三季度可保持谨慎,等待市场调整。2011年资金持续紧张情况下,收益率曲线呈现平坦化上移,评级越低收益率上行幅度越大。考虑到企业的杠杆率维持高位,在经济下行的情况下经营压力可能加大,我们建议进一步提高组合评级,组合中券从AAA起跳。与此同时,考虑到宏观经济结构调整渐行渐近,这类行业信用风险开始上升,建议投资人规避发行人为高杠杆行业的信用债。

东海证券：7月中旬后是加仓较好时点

近期转债的债性保护和股性进攻能力都处于较弱时期,投资者应以防范风险为主,不鼓励投资者盲目进场。7月中旬后将会是加仓的较好时点,投资者可以考虑7月后开始加仓。目前底仓建议投资者选取工行+石化+民生组合,收益性品种可考虑电力转债和同仁等。另外,国投强赎赎回期临近,且目前转债的转股价值已超过转债价格,建议投资者尽快转股。(葛春晖 整理)

分析人士指出,由于年初以来,经济和通胀基本面只是给债券市场搭建了不出现调整的平台,资金面宽松才是推动收益率反复向下的主要动力,因此6月份资金面回撤给债券市场带来的冲击明显高于前次的监管影响。

短期不宜过分乐观

6月最后一周,在央行连续发文安抚市场情绪以及市场逐渐适应调控节奏、年中效应消退的背景下,银行市场资金面逐渐趋于平和,债券市场收益率也在短期大幅调整后出现修复性下行。截至6月28日,银行间债券市场1-10年期国债收益率较前期高点分别下行8BP、40BP、33BP、24BP、19BP,报3.48%、3.20%、3.29%、3.51%;1-5年期中短期票据、企业债下行约40-15BP;交易所信用债则纷纷下行超过50BP。

昨日是7月份暨第三季度的首个交易日,银行间市场资金面继续好转,现券收益率也延续着近日下行态势。不过,展望接下来的行情,分析人士指出,尽管经济弱增长的基本面对于债券市场有逐渐强化的迹象,但资金面的不确定性在7月份乃至整个第三季度都会对债券市场形成制约。

申银万国分析师指出,短期来看,7月首周资金市场还将面临准备金缴款,加上热钱流出的可能性逐步增强,如果央行依旧不主动投放流动性,资金利率恐难继续大幅回落,而资金利率冲高回落引发的债券市场修复行情在

度和幅度。因此,短期内债市存在投资机会,但幅度将不及2011年四季度。此外,针对影子银行的系列政策、经济的持续低迷、货币市场利率无法快速回落等因素使得未来信用风险可能上行,收益率曲线陡峭化进程中高评级品种更具吸引力,某些低评级品种存在信用恶化风险。总的来说,短期债市中性偏好。

从中长期看,经济去过剩产能和去杠杆进程才刚拉开帷幕。在上述进程中,中长期通缩压力逐步大于通胀压力,利率仍有下行空间,看好中长期债市。中长端品种受益于久期较长亦可能有较好的持有期收益,因此目前较好的对策是采取哑铃型策略,并随着短期利率逐步回落,稳定而持续增加组合久期。

资金价格回落 修复性行情延续

7月首周可能放缓。中期来看,申万认为,7月份以后资金面的影响是否会让位于基本面,还要看资金利率能否回落到较低水平。从基本面的看,预计经济更多将呈现底部徘徊的状态,比市场预期的差但又在政府容忍范围内,因此尽管后期基本面的影响权重会上升,但对债券市场而言可能并不会产生收益率下降的动力。从资金面来看,下半年央行可能会将后期的超储率中枢维持在1%-1.5%的“比较充足”水平,以实现对市场流动性的“紧平衡”式管理,而一旦资金利率不能回落到4%以下,中长期利率水平将有重新定价的压力。

就下一阶段的投资策略而言,目前多数机构认为,考虑到资金面紧张高峰已过但中期约束犹存,短期可适当参与1-3年期中短久期率债和短融的修复性行情;中期而言,在基本面因素的支撑下利率债和高评级信用债的配置价值较好,但交易空间不大;与此同时,考虑到信用利差已经降至历史低点,而未来经济弱增长背景下信用违约风险将面临上升,对于低等级信用债需多加谨慎。

值得一提的是,基于资金面紧张持续时间越长、对基本面回落的预期越强的判断,南京银行、中金公司等单位指出,从三季度后半期开始可能出现的债市投资机会值得关注。中金公司表示,不排除在三季度末或者四季度,央行重新考虑适度放松货币政策,届时收益率曲线可能重新牛市变陡。

可转债

宏源证券：谨慎入场 观望为主

受6月份以来资金面压力加剧的影响,机构降杠杆时优先选择了流动性最好的转债。而在当前流动性收紧预期减轻的背景下,部分机构选择重新入市抄

7月首周可能放缓。

中期来看,申万认为,7月份以后资金面的影响是否会让位于基本面,还要看资金利率能否回落到较低水平。从基本面的看,预计经济更多将呈现底部徘徊的状态,比市场预期的差但又在政府容忍范围内,因此尽管后期基本面的影响权重会上升,但对债券市场而言可能并不会产生收益率下降的动力。从资金面来看,下半年央行可能会将后期的超储率中枢维持在1%-1.5%的“比较充足”水平,以实现对市场流动性的“紧平衡”式管理,而一旦资金利率不能回落到4%以下,中长期利率水平将有重新定价的压力。

就下一阶段的投资策略而言,目前多数机构认为,考虑到资金面紧张高峰已过但中期约束犹存,短期可适当参与1-3年期中短久期率债和短融的修复性行情;中期而言,在基本面因素的支撑下利率债和高评级信用债的配置价值较好,但交易空间不大;与此同时,考虑到信用利差已经降至历史低点,而未来经济弱增长背景下信用违约风险将面临上升,对于低等级信用债需多加谨慎。

值得一提的是,基于资金面紧张持续时间越长、对基本面回落的预期越强的判断,南京银行、中金公司等单位指出,从三季度后半期开始可能出现的债市投资机会值得关注。中金公司表示,不排除在三季度末或者四季度,央行重新考虑适度放松货币政策,届时收益率曲线可能重新牛市变陡。

度和幅度。因此,短期内债市存在投资机会,但幅度将不及2011年四季度。此外,针对影子银行的系列政策、经济的持续低迷、货币市场利率无法快速回落等因素使得未来信用风险可能上行,收益率曲线陡峭化进程中高评级品种更具吸引力,某些低评级品种存在信用恶化风险。总的来说,短期债市中性偏好。

从中长期看,经济去过剩产能和去杠杆进程才刚拉开帷幕。在上述进程中,中长期通缩压力逐步大于通胀压力,利率仍有下行空间,看好中长期债市。中长端品种受益于久期较长亦可能有较好的持有期收益,因此目前较好的对策是采取哑铃型策略,并随着短期利率逐步回落,稳定而持续增加组合久期。

三门债(AA)成交在6.23%,下行3BP;剩余6.88年的13镜湖建设债(AA)成交6.70%,较估值下行4BP。

目前资金市场恐慌情绪已开始缓解,资金面有望继续改善,但在央行流动性管理方向转向偏紧后,货币市场利率中枢将比上半年稳步抬升。从目前估值来看,各品种投资价值并不明显,短期资金利率回落带来的债市修复性行情持续时间不会很长。

东海证券：7月中旬后是加仓较好时点

近期转债的债性保护和股性进攻能力都处于较弱时期,投资者应以防范风险为主,不鼓励投资者盲目进场。7月中旬后将会是加仓的较好时点,投资者可以考虑7月后开始加仓。目前底仓建议投资者选取工行+石化+民生组合,收益性品种可考虑电力转债和同仁等。另外,国投强赎赎回期临近,且目前转债的转股价值已超过转债价格,建议投资者尽快转股。(葛春晖 整理)

央行继续暂停央票发行

周一央行未发布央票发布公告。市场人士指出,本周公开市场到期资金有限,央行可能保持“零操作”,央行公开市场预计将连续第五周净投放资金。

昨日上午,央行照常就公开市场回购和央票向一级交易商进行了询量,品种包括28天正回购、7天和14天逆回购以及3个月期央票。不过,晚上央行并没有发布新一期的央票招标公告文件,意味着今日央票将继续暂停发行。从上周二开始,央行便停止了央票发行,以便向市场传递稳定流动性的信号。

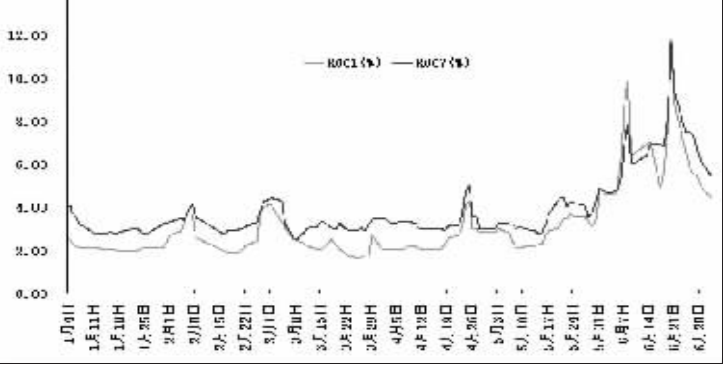
交易员指出,周一市场资金面继续改善,银行间质押式回购

资金面转松 回购利率量价齐跌

随季末扰动退去,7月1日银行间市场资金面全面放松,各期限质押式回购利率纷纷下行。

跨月后银行机构备付压力减轻,短期资金需求减少而融出量增多,带动1日银行间质押式回购量价齐跌。具体来看,隔夜回购加权利率下行54.27BP至4.42%,成交量比上周五骤降1733.21亿元至2852.66亿元,各大行主动融出使得隔夜资金充裕,供过于求。融入方比较青睐7天、14天等跨5日准备金缴款日的资金。其中,7天回购加权利率下行71.24BP至5.45%,成交796.29亿元,比前一交易日减少407.17亿元。长期品种成交清淡,1个月回购加权利率报

银行间短期质押式回购利率走势



交易所债延续反弹 信用债分化或加剧

1日,在资金利率与PMI数据双双回落的刺激下,场内上市的信用债收益率总体继续下行。企业债市场上,赤峰城投评级遭撤影响有限,盘面成交主要受资金面与经济数据引导,活跃债券收益率跌幅再度扩大。沪市如AA级11丹东债收益率下跌6.94BP,前一交易日则反弹3.42BP,10凯迪债跌10BP,AA-级的12阜城债跌10.38BP,10双鸭山跌10.12BP,A+级的11蒙奈伦下跌30.05BP。深市方面,AA级09怀化债跌11.57BP。

公司债市场则出现一定的分化。中低评级方面,AA级11庞大02收益率下行9.58BP,AA-级09名流债下行7.74BP,11新筑债微涨0.42BP,A+级09银基债跌9.92BP;高等级成交较多的如11上港01微

跌0.41BP,12中兴01则上涨13.01BP。

以高等级为主的分离债存债收益率普遍继续走低,如AAA级08石化债收益率跌39.03BP,08宝钢债跌10.06BP。市场人士指出,跨月后资金面逐步趋于改善,且PMI数据回落暗示经济增长下行压力加大,当前债券收益率曲线倒挂的形态仍存在修正的要求,短端债券利率还有一定下行空间。不过,央行重申执行稳健货币政策,使得市场对政策放松预期减退,中长期流动性预期较之前有所收紧,且经济出现超预期恶化的可能性不大,收益率短端下行行情或已接近尾声。未来信用债分化可能加剧,高等级产品风险收益比更佳。(张勤峰)

评级遭大公撤销 10赤峰债收益率跳涨逾20BP

赤峰城投2012年公司债券信用评级日前罕见遭评级公司大公撤销,引起市场对城投债信用风险的担忧。7月1日上交所10赤峰债成交利率应声跳涨逾20BP。市场人士指出,评级撤销尚难说明发行人信用资质出现严重恶化,这一事件对信用债市场影响还有待观察。

大公国际资信评估有限公司6月28日发布公告指出,因赤峰市城市基础设施投资开发有限公司(简称“赤峰城投”)未提供债券跟踪评级所需资料,无法根据现有资料客观地评价赤峰城投的信用状况,决定撤销10赤峰城投债信用等级。该公告发布后引起较大关注。一些观点认为,这一案例可能加剧市场对城投债信用状况的担忧。

7月1日,在上交所上市交易的10赤峰债成交利率大幅走高,盘中一度较前一交易日中证估值

利率全线回落,但由于6月新增存款预计较多,本周五(7月5日)银行或需补缴大量法定准备金,使得市场对流动性的担忧暂时难以解除。央行继续停发央票有助于稳定市场情绪,改善资金面预期。同时,周到期央票和正回购不多,央行不大可能重启正回购交易。

数据显示,本周6月29日至7月5日)公开市场将有220亿元央票和240亿元正回购到期,到期资金合计460亿元,比上一周有所增加,但相比存准补缴回收的货币而言仍十分有限。此前央行公开市场已连续四周净投放资金,净投放总额3050亿元。(张勤峰)

资金面转松 回购利率量价齐跌

随季末扰动退去,7月1日银行间市场资金面全面放松,各期限质押式回购利率纷纷下行。

跨月后银行机构备付压力减轻,短期资金需求减少而融出量增多,带动1日银行间质押式回购量价齐跌。具体来看,隔夜回购加权利率下行54.27BP至4.42%,成交量比上周五骤降1733.21亿元至2852.66亿元,各大行主动融出使得隔夜资金充裕,供过于求。融入方比较青睐7天、14天等跨5日准备金缴款日的资金。其中,7天回购加权利率下行71.24BP至5.45%,成交796.29亿元,比前一交易日减少407.17亿元。长期品种成交清淡,1个月回购加权利率报

6.72%,下行71.49BP,成交91.07亿元,减少19.1亿元。质押式回购市场1日共成交4123.43亿元,较上周五减少37.45%。

市场人士指出,伴随着时点性和情绪性因素减退,银行间市场资金面已展开自我修复,但资金利率下行空间还需观察。展望7月份,资金面仍存在一些不利因素。首先,7月5日银行需补缴大量法定存款准备金,进一步挤占银行超储资金;其次,月中下旬企业所得税清缴入库和国有银行分红会产生资金回笼效果;最后,财政存款增量可能较低。与此同时,央行主动投放流动性的可能性不大,资金利率中枢可能比1-5月有所抬高。(张勤峰)

交易所债延续反弹 信用债分化或加剧

1日,在资金利率与PMI数据双双回落的刺激下,场内上市的信用债收益率总体继续下行。

企业债市场上,赤峰城投评级遭撤影响有限,盘面成交主要受资金面与经济数据引导,活跃债券收益率跌幅再度扩大。沪市如AA级11丹东债收益率下跌6.94BP,前一交易日则反弹3.42BP,10凯迪债跌10BP,AA-级的12阜城债跌10.38BP,10双鸭山跌10.12BP,A+级的11蒙奈伦下跌30.05BP。深市方面,AA级09怀化债跌11.57BP。

公司债市场则出现一定的分化。中低评级方面,AA级11庞大02收益率下行9.58BP,AA-级09名流债下行7.74BP,11新筑债微涨0.42BP,A+级09银基债跌9.92BP;高等级成交较多的如11上港01微

跌0.41BP,12中兴01则上涨13.01BP。

以高等级为主的分离债存债收益率普遍继续走低,如AAA级08石化债收益率跌39.03BP,08宝钢债跌10.06BP。市场人士指出,跨月后资金面逐步趋于改善,且PMI数据回落暗示经济增长下行压力加大,当前债券收益率曲线倒挂的形态仍存在修正的要求,短端债券利率还有一定下行空间。不过,央行重申执行稳健货币政策,使得市场对政策放松预期减退,中长期流动性预期较之前有所收紧,且经济出现超预期恶化的可能性不大,收益率短端下行行情或已接近尾声。未来信用债分化可能加剧,高等级产品风险收益比更佳。(张勤峰)

评级遭大公撤销 10赤峰债收益率跳涨逾20BP

赤峰城投2012年公司债券信用评级日前罕见遭评级公司大公撤销,引起市场对城投债信用风险的担忧。7月1日上交所10赤峰债成交利率应声跳涨逾20BP。市场人士指出,评级撤销尚难说明发行人信用资质出现严重恶化,这一事件对信用债市场影响还有待观察。