头顶三座大山 债市调整难言结束

□本报记者 王辉

上周以来，债市再度陷入调整，熊市迹象愈发明显。分析人士表示，资金成本偏高、经济增长回稳，以及新债供应迎来高峰等三方面因素，导致市场环境持续恶化，债市调整势头难言结束。

资金面改善不足

近期债市熊市迹象愈发明显，典型的表现在于，市场对利好反应钝化、对利空反应敏感，如6月末和7月末资金面回暖所带来的市场反弹越发疲弱，随后收益率很容易出现反弹。对此，一些研究机构认为，市场迟迟难以形成对货币继续放松的一致性预期，是导致近阶段资金面改善不明显的主要原因。资金面缓慢松动对市场的回暖已经没有太大推动力。

国泰君安等机构报告指出，一方面央行续发3年期央票可能对金融机构流动性管理产生了负面冲击；另一方面央行重启逆回购以及进行SLF（常备借贷便利）操作，对短端资金利率起到抑制作用。总体来看，考虑到国际资本流动的不确定性，央行虽未雨绸缪的重启了正回购操作，但主要是以引导价格预期为主，并非实质性的放松。从目前来看，机构对流动性的态度仍然偏谨慎，7天期资金利率与隔夜资金利率量价走势依然呈现背离态势。

国信证券则进一步指出，当前的货币政策取向不明，导致未来7天回购利率的定位于何处依然是一个关键问题。目前市场非常担忧后期的7天逆回购利率止步于4%，导致回购利率中枢定位过高，从而使得债市整体利率曲线依然会存在上行压力。

10年期国债和国开债在收益率均已创出2012年以来新高

基本面“多翻空”

7月份主要经济指标于上周陆续公布，对于当月中国经济的整体表现，国泰君安认为，7月经济数据表明经济增速已有改善，消费反弹、投资高位企稳、工业增速环比好转、出口环比增速反弹。同时，二季度第三产业单季环比增速反弹、并超第二产业，是经济维稳的重要动力。

申银万国进一步指出，7月份主要宏观数据表明实体经济呈现企稳，使得基本面对债市更加不利。该机构认为，一方面随着下半年国内外经济环境改善，7月份外贸数据止跌回升反映了国内外需求的逐步好转；另一方面，7月份PMI及外贸数据先后发生好转向市场表明，目前经济即使是最虚弱的环节都开始发生一些好转或者缓慢改善。在此背景下，市场预期由此发生改变带来的“边际影响”更大。

兴业证券资深固定收益投资经理朱文杰也表示，7月工业增加值同比增速由上月的8.9%提升至9.7%，在很大程度上扭转了市场对于经济下行的悲观预期，这正是近期带动市场调整的一大重要因素。

由此，中投证券等机构进一步指出，7月份经济产出的反弹将使未来一两个月的货币政策可能保持观望，市场短时间内仍需对此“利空”进行消化。

阶段供给压力较大

当前压制市场的主要利空因素，除资金面松动不足、好于预期的经济数据之外，还体现为一级市场的供应压力。

分析人士指出，阶段利率产品供给高峰对市场起到明显的压制作用，带动中长债更快调整。一方面，7月利率产品净供给较6月大幅回升，已经给市场持续带来较大压力；另一方面，在央行流动性“放短锁长”的调控思路下，主流机构对于长期利率品种的配置则依然十分谨慎。

在信用债供应方面，申银万国进一步指出，此前低等级品种成交偏少，供给也偏少，因此收益率的调整幅度并不算大。但随着未来一段时间供给的逐步释放，前期利率品一级市场利率带动二级市场利率上行的情况也可能在低等级信用债上出现，给收益率带来上行压力。整体而言，目前市场情绪仍旧低迷，低等级供给逐步释放，信用债市场也仍有较大的调整压力。

朱文杰认为，预计债市可能还需要一段时间的调整，但具体时间及空间上也不必过于悲观，预计四季度市场人气将有望恢复。在市场风格上，未来信用债市场可能出现的结构性分化特征，也需要重点关注。

资金利率下行遇阻

12日，短期资金利率出现小幅反弹。市场人士表示，在连续逆回购操作将7天回购利率拉回到4%下方之后，市场对未来货币政策调控的观望情绪依然浓厚，从而限制了资金利率进一步下行的空间。

数据显示，12日银行间质押式回购市场上，主流交易品种隔夜、7天回购加权利率双双小幅反弹，其中，隔夜回购上行6BP至2.99%，7天回购微涨2BP至3.68%。

据Wind统计，本周将有1300亿元央票到期，其中包括860亿元3年期品种和440亿元3个月品种，另外，本周还有120亿元7天期和340亿元14天期逆回购到期，两相冲抵，将形成840亿元的自然净投放。有交易员表示，12日央行继续在公开市场开展了央票和正、逆回购询量，本周央行公开市场操作因此成为市场关注的焦点。

分析人士指出，本周央行继续开展逆回购操作的概率较大，但如果发行利率不再继续下行，或者央行再次续做3年期央票，则市场可能会解读为央行已经认可目前货币市场利率水平，资金利率继续下行的难度将较大。当然，考虑到8月缴税缴款和例行法定准备金补缴压力不大、央行前两周逆回购操作已经表明其稳定资金面的立场以及外汇占款可能适度恢复增长等因素，资金面重新趋紧的可能性也不大。（葛春晖）

8月12日银行间质押式回购成交情况

品种	R001	R007	R014	R021	R1M	R2M	R3M
加权利率（%）	2.9877	3.6827	4.1571	4.522	4.5409	4.8995	5.0354
涨跌幅（BP）	6.12	2.7	-11.27	7.51	-1.82	-0.75	6.52
成交量（亿）	4688.8	882.71	115.04	31.96	100.99	19.17	5.89
增减量（亿）	-30.15	154.92	38.33	19.22	20.69	1.53	1.46

供给居高不下

本周待发利率债超千亿元

从目前披露的发行公告来看，本周利率债计划发行规模将超过1000亿元，连续第六周达到900亿元以上的较高水平。

据中债网公告显示，财政部将分别于本周三和周五招标发行300亿元的3年期记账式附息国债（可追加）和150亿元的半年期记账式贴现国债。三大政策性银行债中，国开行将于周二增发合计300亿元的五期金融债；进出口行将在周四招标发行三期合计270亿元的金融债券。由此统计，除非发生发行失败的情况，本周利率产品发行规模至少为1020亿元。除此以外，铁路总公司周一公告称，将于周二起招标发行200亿元的中国铁路建设债券。铁道债具有政府支持信用属性，一般被认为是“准利率债”。

若将铁道债考虑在内，则本周利率债供给总量至少为1220亿元，将是7月第二周以来连续第六周达到900亿元以上的较高水平。据Wind统计，近期单周利率债供给的高峰出现在7月15日至21日当周，发行总量为1973亿元，其中含1103亿元的定向续发央票。（张勤峰）

进出口15日招标三期金融债

中国进出口银行12日公告，定于8月15日招标发行2013年第19、20、21期金融债，发行规模合计不超过270亿元。

其中，第19期债券为口行2013年第17期金融债的增发债券，发行金额不超过90亿元，缴款日8月20日，上市流通日为8月26日，上市后同13进出17合并交易。13进出17为2年期固息债券，按年付息，起息日为2013年8月6日，票面利率4.196%。

第20期债券为口行2011年第11期金融债的增发债券，发行金额不超过100亿元，缴款日为8月22日，本计息期起息日为2013年7月14日，上市流通日8月28日，上市后同11进出11合并交易。11进出11为7年期固息债券，按年付息，票面利率4.53%。

第21期债券为10年期固息债券，发行金额不超过80亿元，缴款日、起息日为8月26日，上市流通日为8月30日。

第19期、20期债券均采用多重价格（美国式）中标方式，第21期采用单一利率（荷兰式）的中标方式，三期均无基本承销额度。（葛春晖）

广发证券15日招标30亿元短融券

广发证券股份有限公司公告称，定于8月15日招标发行2013年度第九期短期融资券。

本期短融券发行金额30亿元，期限90天，到期一次还本付息，发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上，招标日2013年8月15日，分销日、起息日、缴款日、债权登记日均为8月16日，上市流通日为8月19日，到期兑付日11月14日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

据统计，包括本期短融券，今年以来证券公司累计公告发行68期、1781亿元短融券，截至8月12日的存量规模为26期、653亿元。广发证券获准的短融券最高发行余额为135亿元，截至募集说明书签署日期，待偿还短融券余额为95亿元。经中诚信国际评定，发行人主体信用等级为AAA级，本期债项信用级别为A-1级。本期短融券无担保，募集资金用于补充流动资金。（葛春晖）

200亿铁路建设债券13日招投标

中国铁路总公司12日公告，定于8月13日招标发行2013年第二期中国铁路建设债券，主承销商为申银万国证券、国开证券、中信建投证券、宏源证券、中国银河证券和国海证券。

本期债券发行总额200亿元，分为10年期和20年期两个品种，两个品种的发行规模为各100亿元。本期债券采用固定利率方式，票面利率由招标结果确定，10年期品种的招标利率区间为4.15%-5.15%；20年期品种的招标利率区间为4.35%-5.35%。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。时间安排上，本期债券8月13日招标，8月14日发行，自发行首日开始计息，存续期限内每年的8月14日为该计息年度的起息日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，发行人的主体信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA。（葛春晖）

四公司今日合计发行120亿超短融

中国南车股份有限公司、中国华电集团公司、中国大唐集团公司和中国五矿股份有限公司于12日在银行间市场发布公告称，将于8月13日各自发行一期超短期融资券，合计发行规模120亿元。

中国南车股份有限公司此次将发行2013年第四期超短融，期限90天，发行金额20亿元；中国华电集团公司将发行2013年第七期超短融，期限270天，发行金额40亿元；中国大唐集团公司将发行2013年第五期超短融，期限270天，发行金额40亿元；中国五矿股份有限公司将发行2013年第五期超短融，期限180天，发行金额20亿元。

上述四期债券均采用簿记建档、集中配售方式在银行间债券市场公开发行，按面值发行，采用固定利率方式，发行利率按簿记建档结果确定，簿记建档日均设在8月13日。四期债券均不设担保，经相关评级机构评定，四家发行人主体长期信用评级均为AAA。（张勤峰）

■ 交易员札记

现券收益率整体继续上行

□潍坊农信 代长城

12日，银行间市场资金面相对宽松，但现券买盘较弱，成交清淡，收益率整体继续上行。

利率市场方面，做多情绪不浓，交投清淡，收益率继续上行。剩余4.41年的13国债01成交在3.78%附近，较上一交易日上行3BP；剩余9.03年的12国债15成交在3.85%，较上一交易日上行1BP。剩余4.93年的13国开29成交在4.37%，较估值上行3BP；剩余9.94年的13国开31成交在4.58%，较上一交易日上行5BP。

信用市场方面，中票、企业债成交清淡，中票收益率上行，短融品种成交较旺盛。如剩余153天的13国电集SCP003（AAA）成交在4.75%，较估值上行7BP；剩余242天的13中航空SCP006（AAA）成交在4.90%，较估值上行6BP；剩余3.24年的11五矿MNT1（AAA）成交在4.85%，较估值上行6BP；剩余4.56年的13中电投MTN2（AAA）成交在4.99%，与估值持平。

7月份主要宏观数据显示经济企稳、通胀上行，基本面对债市不利，而且未来几周内利率品供给量依然巨大，该背景下发生止损交易或市场悲观情绪性集中释放都可能放大市场调整的幅度，因此在短期内市场依然会维持弱势局面，交易性机会不大。

财政部19日代发508亿元地方债

□本报记者 张勤峰

财政部12日发布公告，决定代理发行2013年第七期、第八期地方政府债券。

第七期地方债为3年期固定利率附息债，计划发行253亿元，其中天津、河南、云南、陕西省（市）额度分别为22亿元、75亿元、96亿元、60亿元。第八期地方债为5年期固定利率附息债，计划发行255亿元，其中天津、河南、云南、陕西省（市）额度分别为23亿元、75亿元、97亿元、60亿元。

上述两期地方债将通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行，票面利率将由招投标确定，招标方式为单一价格招标方式，标的为利率。8月19日招标，8月20日开始计息，8月20日至8月22日进行分销，8月26日起上市交易；利息按年支付，每年8月20日（节假日顺延，下同）支付利息。财政部将代为办理两期债券还本付息。

信用债调整压力加大

□中债信用增进公司 赵巍华

近期债券一二级市场持续低迷。一级市场利率债供需失衡，招标收益率不断抬高；二级市场交投清淡，加上新债发行利率牵引，现券收益率持续上行。我们认为，有三方面因素造就了近期债券市场的惨淡行情。

首先，市场对资金面预期偏谨慎，资金成本偏高使债市承压。6月25日以来，央行通过逆回购、公开市场到期、SLF等工具累计投放资金逾7000亿元，市场资金面有所缓解，特别是进入8月以来，货币市场利率趋于下行，银行间7天回购从本月初的4.59%降至3.7%左右。但谨慎的预期使得银行体系仍保持较高的备付率，限制货币市场利率继续下行。此外，同业存款等线下资金交易显著增多，而线下资金融资利率显著高于线上。偏高的资金成本制约债市表现。

其次，债券需求羸弱，而供给密集，短期供需失衡。经历了6月资金风暴的考验，商业银行等机构纷纷调整自身资产负债结构，放缓资产扩张速度，拉长负债期限，并压缩长期限资产比例以缩短久期。负债期限拉长推高负债成本，进一步减弱了银行等机构对利率债的需求，倒逼利率债收益率上行。而为响应监管部门对表外和同业业务的监管要求、保障自身经营稳健，商业银行表外理财和表内同业业务的增速显著放缓。由于非标类资产流动性差而难压缩，银行只能首先降低高流动性资产如债券的配置比例。此外，新增外汇占款的放缓使银行存款增速放慢，降低银行的配置需求。与需求疲弱形成反差的是，三季度包括利率债在内的债券供给压力偏大，上周仅利率债供应就达940亿元，而潜在的信用债供给压力尚未释放。供需矛盾的凸显使得收益率不断上行。

最后，近期实体经济有所企稳，经济数据好于预期，不利于债市。中采PMI、7月份外贸数据和工业增加值数据等好于预期，经济显现短线企稳迹象。虽然中长期经济增长仍面临诸多隐忧，但在市场前期对经济预期十分悲观的情况下，短线经济企稳可能使债券市场受到不小冲击。

我们认为，债券市场疲弱局面可能短期内难有显著改善，受利率债收益率上行牵引，信用债特别是中低评级信用债调整压力渐大。第一，市场对资金面的谨慎预期难改。第二，银行同业和表外理财业务的调整何时结束尚不明确，短期很难重现上半年的高增速。第三，债券供给压力很大。随着地方政府债、铁道债陆续发行，利率债的供给压力仍偏大且相对刚性，而信用债的潜在供给压力也很大，一旦信贷资产证券化之类创新年内开闸，还将进一步加大债券市场的供给压力。因此债券市场的疲弱局面将持续一段时期，随着利率债收益率的上调，前期调整有限的信用债特别是中低评级信用债的调整压力加大。

基本面成压垮多头最后稻草

□渤海银行 蔡年华

从今年4、5月份开始，我国债券市场步入调整阶段，收益率呈现波段上行，目前已创出2012年以来的新高。尽管资金持续紧张，导致收益率中枢不断抬高，但是多头之心不死。核心理由在于，前期经济增长处于疲软状态，多头期待流动性预期稳定后经济基本面能重占主导，并带来新一轮的牛市。然而，7月宏观数据基本宣告多头愿望的破灭，债市调整或许才刚刚开始。

回顾年初以来的行情，债市运行的内在逻辑发生了一定变化，经济基本面的影响逐渐减弱，而资金面的影响不断扩大。年初资金面超预期宽松以及市场配置需求高涨，使得一季度债市出现短暂的牛市。而一季度经济数据的弱势并未使得二季度牛市延续，主要的冲击有两个：一是债市监管趋严使得机构去杠杆；二是资金危机引发收益率平坦化上行。这二者的影响至今尚未消除，但市场多头一直期待资金预期稳定后经济基本面能重占主导，并带来新一轮的牛市。

7月的经济数据使市场不得不重新审视基本面。虽然7月CPI与上月持平，后期大幅上涨的可能性较小，但经济已经出现企稳复苏信号，当月工业增加值增速大幅反弹至9.7%，进出口贸易出现10.1%的恢复性增长，信贷结构中中长期贷款占比也达到60%以上。如此种种，显示政府稳增长的效果开始显现。从这个角度看，多头的“基本面情结”也变得不那么乐观，甚至成为摧毁市场多头的最后一根稻草。

对于市场而言，目前需要厘清的是市场的运行轨迹是否将在“经济复苏+中性货币政策”组合下彻底扭转此前的背离，并步入熊市行情。

从7月数据看，经济复苏的信号的确较为明显。后期能否保持复苏态势主要关注房地产融资环境的改善以及基建投资的加速。目前来看，出口波动性较大，短期的增长不具有持续性，虽然人民币升值步伐已明显放缓，但对出口的影响可能才开始显现，而欧美经济复苏带来需求改善波动性较大。消费方面，短期将维持稳定，因此经济增长的动力主要来源于投资。政府将更多通过“盘活存量、优化增量、着力提高财政资金使用效率”来对经济进行适度“微调”以促进经济结构转型。房地产融资环境的改善将促进房地产投资，同时基建投资可能继续担当温和刺激的主要推手。另值得注意的是，8月底随着对地方政府债务审计的结束，地方政府融资可能逐步恢复，这将加快相关投资活动的进程。

与此同时，备受市场关注的资金面或维持稳中偏紧的状态。原因在于：一方面美国QE退出预期使得热钱流出压力加大，外部流动性长期将出现偏紧的状态；另一方面，银行经历6月“钱荒”后普遍拉长负债久期，缩短资产久期，资金融出期限缩短、规模下降，并直接导致资金利率中枢抬升。虽然央行有意平滑资金波动、降低利率水平，但主要通过公开市场操作来进行短期调节，而非动用存贷款利率和存款准备金率，货币政策整体偏中性，因此资金面易紧难松。

目前，市场对资金面的预期基本统一，基本面后期将成为市场关注的焦点。鉴于“弱经济+中性货币”的组合正转化为“经济复苏+中性货币”，债券熊市行情可能才真正开始。

■ 观点链接

国泰君安：债市调整还未到终点

从基本面看，二季度经济增速已有改善，通胀风险上升，随着后期库存进一步下降和价格回升，供需状况改善有助企业营业收入和净利润的增长，从而推动经济增长环比温和复苏。从政策面看，在兼顾“稳健货币政策下保持流动性适中水平”和“维护货币市场稳定”双重要求下，预计未来央行仍会同时进行双向货币政策操作，以使短期利率在合理区间运行。

债市策略方面，纯债层面需全面防御，大幅缩短久期、提高信用等级；同时，可转债估值偏低、权益仍有交易机会，可增加转债配置仓位。

上海证券：缩短久期 寻找子弹点

央行“收长放短”显示货币政策仍保持中性，“紧货币、低利率”的货币政策导向将持续，下半年资金面维持紧平衡或是常态。加上最新外贸数据和CPI等指标使债市基本面承压，预计债市短期内维持弱势震荡的可能性较大，短券收益率的下行空间有限，中长债的调整压力依旧存在。寻找凸点并集中配置不失为获取超额收益的较佳策略。从期限结构变动趋势看，短端凸点有下行压力，长端有上行压力，扭转曲线在趋势上有着恢复正常的动力，因此寻找子弹点不失为当前上策。

中信证券：经济企稳 影响多头情绪

通过基建及房地产进行放松的路线逐步明晰，宏观经济进一步企稳的概率正在增加。虽然只是在低增长水平上的企稳，但将明显影响债券市场的多头情绪。利率产品方面，不建议交易型机构重仓参与中长期利率品种，但可继续关注中长期利率品种的波段交易机会。信用产品方面，各级别短融收益率均处于历史相对高位，具有一定的交易和配置价值，信用资质上偏向于中高等级。城投债方面，从近期外部评级下调情况来看，城投债明显优于公司债，且一级市场城投债供给的恢复尚待时日，但近期政府对城投公司融资趋紧，地方政府债务审计为城投企业信用资质状况带来不确定性，城投债收益率亦存在上行压力，建议投资者保持谨慎。交易所市场方面，部分券种由于投资者调仓行为收益率变动情况明显，可关注相关券种的投资机会。

国信证券：底部割肉不可取

当前市场调整的原因在于：其一，市场对于货币政策的走向预期非常混乱，驻足观望成为多数机构的选择；其二，短期内市场的供需矛盾非常显著，债券供应密集导致了一级利率带动二级利率不断走高；其三，恐慌情绪作用。总体来看，主要原因是市场对于流动性格局的判断非常脆弱，而即便是贸易数据温和回升、CPI回升等等，也不支持债券利率调整到如此境地。（葛春晖 整理）