

■ 暖春行情还能持续多久(一)

数据疲软 基本面利多犹可期

步入2014年，国内债券市场迎来一波预期之外的反弹行情，各期限各评级收益率纷纷自去年底高位回落。乐观者欢呼牛市已然来临，悲观者则担忧2013年调整的故事还未讲完。过去一周多时间，行情出现反复，更增添市场分歧。暖春行情还能持续多久？或许需要重新对经济基本面、货币流动性以及供需关系的演进趋势进行一一审视。

□本报记者 王辉

去年四季度以来，基本面运行再度朝着有利于债市的方向发展。结合近期PMI、CPI等数据来看，经济增速放缓的趋势短期可能将延续。在基本面继续释放利多信号的背景下，目前多数投资机构对债市后期表现持相对乐观态度。

经济通胀双下行

海关总署3月8日发布的最新数据显示，2月份我国进出口总值为2511.8亿美元，同比下降4.8%。其中，出口1141亿美元，同比增速从1月份的7.6%逆转为下降18.1%，创2009年9月以来最低；进口1370.8亿美元，增长10.1%；贸易逆差229.8亿美元，为2012年3月以来最大逆差。随后的3月9日，国家统计局公布2月份全国居民消费价格总水平(CPI)同比上涨2.0%，涨幅为2012年12月以来新低；当月全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降2.0%，环比下降0.2%。

观点链接

国泰君安：等待新一轮行情

从基本面看，市场对基本面的悲观预期进一步强化，但目前过于陡峭化的收益率曲线表明，受到流动性收紧预期的影响，债券市场的反应不足。从政策面看，在整个社会融资成本居高位、基本面快速回落、大幅萎缩的直接融资市场以及包括利率市场化和汇改等金融改革加速开展的背景下，货币政策缺乏进一步紧缩的必要性。从机构行为及微观市场层面看，11超日债违约或意味着刚性兑付预期断裂的正式开场；随着新发高收益产品的持续流标和推迟发行，在同业存款利率加速大幅下行背景下，整个市场投资者风险偏好将继续降低，

市场主流观点认为，这两组经济指标显示出国内总需求较弱，通胀总体无忧，经济增速下行压力则有所加大。国信证券指出，2月CPI增速基本符合预期，3月份春节错位的基数效应可能使CPI增速略回升至2.5%，不过通胀短期内无忧。但在需求下滑的带动下，3月份PPI增速可能进一步下行至-2.3%，预示经济下行压力继续加大。

对外贸易方面，海通证券报告认为，虽然2月出口同比大幅下滑，或部分源于春节因素和去年高基数的影响，但前两月累计数据仍同比下降1.6%，表明出口已经出现失速风险。考虑到逆差因素，预计3月份进出口仍会出现2.1%的负增长，且贸易逆差格局将会保持。

机构相对乐观

在基本面继续释放利多信号，且资金面持续宽裕的背景下，目前多数投资机构对债市后期表现持相对乐观态度。

国泰君安最新周报指出，上周公布的进出口数据低于市场预期，出现的贸



易逆差显示外需不强；通胀水平基本符合预期，年内压力不大。虽然市场对基本面的悲观预期进一步得到强化，但目前过于陡峭化的收益率曲线表明，由于受到流动性收紧预期的影响，尽管短端的下行对流动性改善预期的反映较为充分，但债券市场整体的反映并不充足。

而就短期的市场博弈层面来看，广发银行指出，在当前阶段基本面、资金面不出现明显变化的背景下，机构心态是主导行情的主要因素，尤其是市场面临巨大获利盘时，心态便非常不稳定。不过在市场收益率出现较大幅度上行消化

后，市场买盘也同样会快速涌现。就本周而言，公开市场28天期正回购的比例可能继续扩大，甚至全部采取28天操作，市场收益率可能将跟随资金状况出现小幅反弹。但在资金面发生根本变化之前，收益率会保持在目前的区间震荡态势。

不过，东北证券等部分机构也同时强调，3月份债券供给略大于需求，流动性仍是债市走势的主要驱动因素。考虑到正回购操作期限的不断延长，月中货币市场利率出现反弹在所难免，未来一阶段流动性仍有大幅波动的可能性，投资者仍需保持一定警惕。

小牛行情的债市出现调整。另外，超日债的实质性违约对于国内债市开启合理估值与评级具备里程碑式意义，但对尚未违约的高收益债已形成估值压力。后续流动性与经济基本面对于债市的牛陡行情支撑有限，而上周收益率上行或将成为调整信号。对于交易性机构，建议采取快进快出式的绝对收益把控策略；对于配置型机构，仍建议中高评级短融优先原则，现阶段谨慎对低评级高收益债品种。

光大证券：等级利差将进一步扩大

上周信用市场出现了明显回调，这可能源于两方面的因素：利率品回调压力的带动以及超日债付息违约引发的风险担忧。两个因素当中，前者占主导，

后者更多是对高收益债市场产生压制。事实上，利率品的技术性回调在2月28日即已开始，超日付息违约只是信用市场波动的催化剂而非主导因素。由于实体经济的融资需求压力正在下降，而银行基于信用风险的担忧将进一步压缩非标资产，银行主动的资产端调整将对债券市场形成有利支撑。此外，债券市场爆发系统性风险可能性较小，而且当前信用债的票息价值突出，因此中高等级信用债与城投债的行情并未终结。而3月份是零星信用事件的高发期，年报披露带来的债券评级调整也将对低等级品种产生压力，信用债等级利差仍将进一步扩大，因此我们对高收益债市场持谨慎态度。(葛春晖 整理)

机构大类资产配置或陆续转向利率产品等避险资产；市场微观情绪指标显示获利盘退出渐进尾声，买盘或重获主导地位。总体看，利率债存在新一轮获利机会；信用债建议维持中性仓位，适度配置企债城投外，产业债配置力保在AA+，可适度埋伏长久期AAA；转债建议投资者仍以避险防御为主，寻找主题投资机会为辅。

长城证券：违约里程碑 慎对低评级

上周最新公布的2月CPI与PPI数据均有所回落，基本符合市场预期，但贸易数据同比、环比均呈现大幅回落，表明央行在干预汇率打击套利资金方面已有所成效，公开市场持续的正回购也使延续

连续两年亏损 11天威债或暂停上市

□本报记者 张勤峰

2014年一季度注定将成为信用债市场的“多事之春”。继上周超日债未能如期付息，打破国内债券“违约”神话后，公司债发行人天威保变的一纸公告恐怕又将在市场掀起新的波澜。周一晚间，天威保变正式披露2013年年报，公司连续第二年亏损的预告成为事实。根据相关规定，11天威债或难逃暂停上市，流动性风险迫在眉睫，评级下调风险同样堪忧。分析人士指出，从3月份开始，信用债市场将迎来年报披露与到期兑付的双高峰，风险事件的兑现才刚刚开始，建议慎对低评级，谨防“踩雷”。

暂停上市警报拉响

在1月底预告2013年度可能延续亏损后，经天威保变3月10日晚间发布的年报证实，公司2013年度亏损52.33亿元，为连续第二年出现亏损。而年报的落地，标志着11天威债暂停上市风险将迎来最后兑现时刻。

根据交易所相关规定，11天威债在年报披露后将首先被停牌，尔后可能被暂停上市交易，从而丧失流动性。

不仅如此，11天威债将同时面临评级下调的风险。上月中，联合资信已将天威保变及11天威债列入信用评级观察名单。联合资信当时表示，后续将关注公司2013年经营和财务情况的最终结果，并评估最终结果对公司主体及债项信用等级产生的影响。有业内人士指出，随着天威保变年报披露，联合据此下调公司债券评级的可能性很大。需特别指出的是，天威债当前债项评级为AA，若评级下调至AA-甚至更低，将因此丧失交易所的质押资格。

根据以往类似案例，无论是暂停上市、评级下调，还是丧失质押资格，对债券估值的冲击都是显而易见的。因此可以说，年报亏损只是导火索，后续天威债可能会麻烦不断。

年报风险预热

值得注意的是，当前交易所债券市场特别是公司债市场还潜伏着不少的“天威们”。从整个市场来看，年报风险的兑现才拉开帷幕。

据市场人士介绍，交易所信

用债的年报风险主要体现在两方面，一是发行人连续亏损可能导致债券暂停上市；二是盈利恶化将影响公司资信状况，由此可能带来评级下调、丧失质押回购资质、债券流动性下降等问题。就这两方面而言，天威债显然是做到了“两不误”。

而天威债并非“不是一个人在战斗”。据海通证券统计，发行人2012年及2013年前三季度均亏损的公司债共有23只。其中，除天威债以外，11华锐01/02、12中富01、11南钢债均已预告连续两年亏损，满足暂停上市条件。目前，11华锐01/02与12中富01均已被相关评级机构列入观察名单；11华锐01/02债项评级为AA，12中富01为AA-，11南钢债为AA+，评级下调风险较大，11华锐01/02也可能因此失去质押资格。

同时，盈利恶化的公司发行人也不少。据上市公司业绩预告不完全统计，2013年可能出现首次亏损的公司债发行人有22家。此外，有44家公司债发行人预告2013年净利润减少（含略减）。这当中，有相当部分发行人此前还未被调整过评级。

根据发债上市公司年报披露日期统计，3月份将进入披露高峰期。中投证券报告指出，随着业绩情况的逐步披露，部分经营恶化的发行人将面临评级下调压力，从而可能引发债券信用溢价和流动性溢价的修正。

首轮兑付高峰将至

除年报风险之外，信用债市场在3月份还需面对存量债券集中到期可能造成的偿付压力。

据中投证券统计，3月份将迎来年内信用债到期高峰，需兑付本息超过3500亿元，此后4、5月份将维持在高位，届时不排除部分发行人会出现的兑付压力。

根据以往类似案例，无论是暂停上市、评级下调，还是丧失质押资格，对债券估值的冲击都是显而易见的。因此可以说，年报亏损只是导火索，后续天威债可能会麻烦不断。

正如中金公司报告所指出的，随着年报和信用债到期高峰的临近，再融资周转压力、评级下调、暂停上市风险兑现就在眼前。未来信用债评级利差是基本趋势，建议慎对低评级，谨防“踩雷”。

值得注意的是，当前交易所债券市场特别是公司债市场还潜伏着不少的“天威们”。从整个市场来看，年报风险的兑现才拉开帷幕。

据市场人士介绍，交易所信

三期农发债认购倍数均超两倍 中短期品种更受青睐

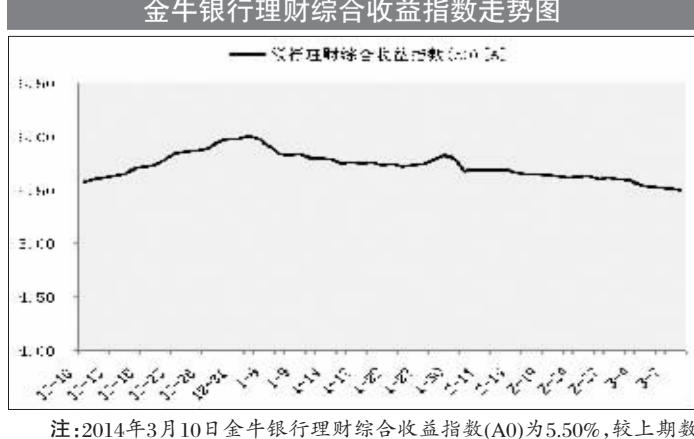
农业发展银行10日招标发行了三期固息金融债。在宽松资金面的支持下，三期新债认购倍数均超过两倍，中短期品种利率定位优于长期品种。

业内人士表示，昨日银行间市场中短期资金利率继续走低，显示市场流动性保持充裕，从而刺激了机构对中短期新债的需求；与此同时，资金面宽松状态能否延续，仍有待于货币政策的进一步确认，因此机构预期仍较为谨慎，从而影响了长期品种的认购需求。(葛春晖)

进出口银行13日招标三期金融债

中国进出口银行10日公告，定于3月13日招标发行该行2014年度第16、17、18期金融债券，三期债券发行额合计不超过200亿元。

口行2014年第16期债券为6个月期贴现金融债券，发行金额不超过60亿元，以价格招标方式贴现发行，中标方式为单一利率中标(荷兰式)，缴款日、起息日为3月21日，上市流通日为3月27日。(葛春晖)



人民币兑美元中间价急挫111基点

巩固人民币双向波动预期

□本报记者 葛春晖

3月10日，人民币兑美元汇率中间价创下2012年7月24日以来的最大单日跌幅，且再创年内新低，即期汇价则连续第二个交易日下跌。市场人士表示，2月份国内贸易数据疲弱，人民币适度贬值将有利于促进进出口恢复，同时有助于巩固近日市场上逐渐形成人民币双向波动预期，预计短期内人民币汇率将延续弱势震荡、弹性增大特征。

据外汇交易中心公布，10日人民币兑美元汇率中间价报6.1312，较上周五急挫111个基点，回落至去年12月4日以来的最低水平。即期汇率方面，当日银行间外汇

续贬值之后，3月初伴随大行购汇减少、升值预期修复，人民币即期汇率一度出现连续三个交易日反弹并一度反超中间价，在此背景下，不排除央行通过大行购汇干预市场，进而巩固人民币双向波动预期的可能。

分析人士指出，一方面，2月份贸易逆差有季节性因素，预计在季节性因素消失以及人民币适度贬值的推动下，从3月份开始贸易形势有望恢复正常；另一方面，目前人民币兑美元即期汇价已重新跌至中间价下方，货币当局也不会任由人民币出现大幅贬值。综合来看，预计短期内人民币汇率将呈现双向波动、弹性增强的特征，即期汇价将围绕中间价展开震荡。

短期风险情绪释放 国债期货全线反弹

□本报记者 葛春晖

TF1406全周累计下跌0.66%。而周末公布的数据显示，2月份我国出口下降18.1%，对经济增长构成一定压力；2月份CPI同比增幅回落至2%的一年最低水平，为货币政策提供了宽松空间。受此影响，周一市场情绪明显缓和，期债市场三个合约全线收红。其中，主力合约TF1406收报92.724元，涨0.15元或0.16%，成交1984手，增仓137手至4656手；临近最后交割日的TF1403收于92.288元，涨0.13%，成交66手，减仓47手；TF1409收报93.166元，涨0.14%。

海通期货研究所成艳丽表示，经过上周调整，市场风险得到有效释放，国债期货的反弹空间有所显现；当前出口增速放缓、通胀大幅回落等显示经济增长不容乐观，基本面或将支撑国债期货企稳反弹；超日债违约后，若后期信用风险继续蔓延，避险情绪升温也将利好国债期货。不过，金信期货等机构表示，虽然较弱的基本面对国债期货形成短期支撑，但流动性收紧的可能性犹存，建议投资者密切关注央行微调动向，具体操作以减仓观望为主。

国开行13日将在上交所增发两期金融债

□本报记者 张勤峰

国开行10日在上交所网站发布公告称，将于本月13日通过上交所债券发行系统增发2014年第一期和第二期金融债券，剩余期限为1.83年，票面利率5.80%，按年付息，此次增发发行量不超过60亿元；2013年第二期债券为5年期固定利率债券，剩余期限为4.84年，票面利率5.84%，按年付息，此次增发发行量不超过20亿元。

此次发行均采用单一价格(荷兰式)招标方式。各品种标位区间设置由发行人

在招投标开始前公布。不设立基本承销量。

据悉，国开行此次增发的2013年第一