

流动性无忧 债牛回头难成趋势

急跌后料步入阶段性震荡

□本报记者 王辉

在存款类金融机构例行缴准规模相对偏高的背景下，周一（7月7日）银行间资金面依旧延续平稳运行态势，主流隔夜、7天回购加权利率分别持稳于3%、3.5%下方。分析人士表示，虽然上周经济数据向好一度引发利率债急跌，但基本面的影响已随之得到较为充分的消化，考虑到资金面在例行缴准后有继续趋于宽松，而7月份及三季度的经济数据很难持续强于预期，后市债市调整的空间料将有限，短期有望转向横盘震荡。

流动性偏松格局有望延续

由于7月初的例行缴准日（7月5日）因逢周六而顺延至7月7日，银行间资金面在顺利度过年中时点后，周一再次迎来准备金补缴的“小考”。根据此前广发银行、东莞银行等部分机构的测算，由于6月末商业银行应对考核带来的新增存款较大，本次准备金补缴可能高达3000亿元至5000亿元。不过，从昨日资金价格表现来看，流动性偏松的格局仍未出现任何实质性变化。

WIND数据显示，昨日银行间市场隔夜、7天、14天、21天和1个月期限的质押式回购加权平均利率分别为2.98%、3.47%、3.46%、3.68%和4.07%。其中隔夜、7天和1个月期品种分别小涨4BP、5BP、3BP，14天和21天期品种则小跌4BP和5BP。从这些资金价格变动来看，缴准确实令短期资金面有所收紧，但资金利率依然保持了整体稳定，准备金补缴冲击并不明显。

交易员表示，虽然本次大规模准备金补缴使得短期资金需求有明显上升，但需求仍然以隔夜为主，大行放钱积极性仍旧较高。另有市场人士进一步指出，月初巨量的准备金补缴没有打破资金面的平衡，预计接下来7月份的财税缴款更不会影响到流动性偏松的大局。

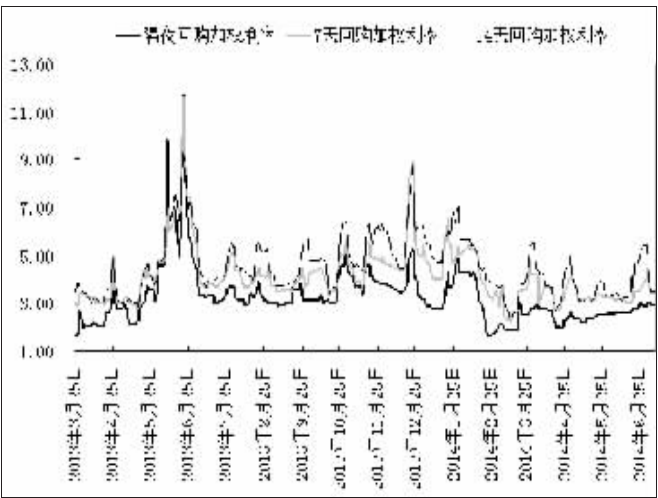
此外，上周市场聚焦的央行发行定向央票传闻，已被工行、国开行双双否认，一度因此而明显承压的市场资金面预期也得到恢复，目前市场各方对于流动性调控中性偏松的预期重新稳固。

断言债市趋弱为时尚早

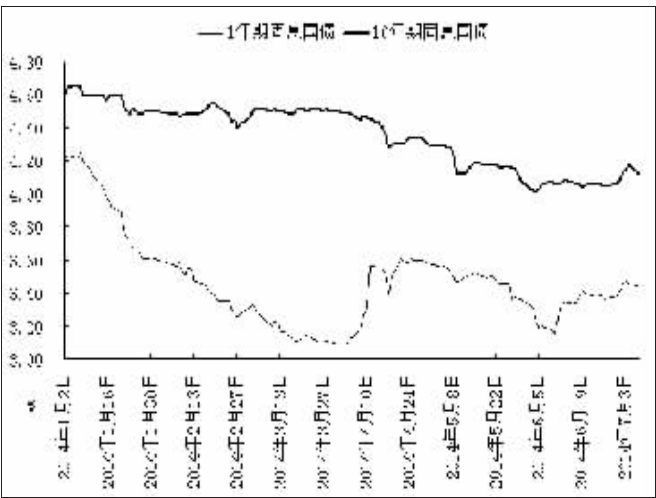
受最新一段时间宏观经济数据好转，一级市场部分利率新债招标情况不佳，定向央票传闻等因素影响，上周以来债券市场出现一波急速调整。作为标杆利率产品的银行间10年期国债，收益率在一周内累计回升近14BP。

展望债市后期走向，多数机构观点认为，未来较长时间内，资金面将继续为市场有效托底，而宏观经济能否

银行间主流资金利率保持稳定



上周银行间市场国债收益率显著回调



持续向好则依旧存疑，债市现阶段或逐步转向横盘震荡，但难以出现趋势性转弱。

光大证券表示，由于近期内多种负面消息累积，投资者短期内心态趋于谨慎，市场短期或继续调整。但是从中期来看，宏观经济走向仍然需要相对谨慎，货币政策则大概率维持总量调整、结构优化的宽松走向，债券整体牛市基础并未发生改变。预计在6月份的经济和金融数据完全公布之后，债市的心态将有望再次转暖。

海通证券也认为，近日管理层强调继续定向降准且新增服务业，意味着宽松货币政策仍可期待，并继续为偏松的流动性提供支撑。从资金价格来看，本周起资金面年中效应将真正消除，主流R007或将重回3%至3.5%的低位区间。而在经济基本面上，三季度后高基数、库存偏高和地产低迷仍然是经济反弹的三大隐忧，宏观经济复苏动力仍有衰竭的隐忧。尤其7月第一周主要一二线城市地产销量同比降幅仍然高达27%左右，相比6月并未好转，7月经济下行风险并未消除。综合各方面因素，海通证券认为，上周以来利率债的急挫应属短期回调且空间有限，回调应是买入良机。

需要注意的是，在上周10年期国开债意外险遭流标的背景下，近期有部分机构对未来一段时间利率债的供需压力给出了相对谨慎的提示。国泰君安上周末测算指出，预计三季度利率产品（含国债、政策性金融债和地方债）合计净供给规模为7520亿元左右，较二季度上升接近1000亿元，环比2013年三季度显著增加约2976亿元。而另一方面，三季度利率债的配置需求，将会从上半年的银行与保险、基金等机构的交替补仓和交易博弈需求，重新回到以配置需求为主的格局。在此背景下，未来一级市场的招标重新定价，可能引发二级市场利率出现一定调整风险。

“六月飞雪”难掩企业债投资价值

□银河证券 林娜

二季度，企业债券市场迎来一波暖春行情。其中，城投债行情表现尤为突出，超日债违约、市政债渐行渐近，使得市场认为城投债有着政府的隐性担保，城投债信用溢价连续下降。然而，6月27日（农历六月初一）中证登发布的关于修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》，加上6月PMI数据显示经济形势向好，导致近日企业债收益率连续小幅上行。不过，企业债券市场走暖的根本因素并未发生改变，在收益率反弹之后，其投资价值反而得到进一步提升。

首先，促成暖春行情的政策和资金面根本因素没有改变。政策方面，微宽松仍有望持续。第一，虽然经济企稳但仍在底部，通胀水平也处于底部，且经济下行压力犹存。第二，房地产阴影刚刚开始发

酵，6月份企业拿地出现明显大幅度下降，房地产行业下滑正在开始加速。第三，就业形势也不乐观，央行公布问卷调查结果显示，二季度居民就业预期指数和未来收入信心指数双双下降至至少三年来最低水平。第四，管理层提出的“降低社会融资成本”仍需要一定时间来完成。第五，海外经济复苏及通胀显现，为了给以后的收紧留出空间，今年有必要放松货币政策。

从资金面来看，对非标的管理、调整商业银行存贷比计算口径都有利于银行间流动性的宽松。IPO的重启对资金面也主要是脉冲影响。目前投资者对于企业债的需求不减，发行认购倍数基本都在两倍以上。下半年资金面目前尚看不到明显的利空。

其次，中证登的“指引”属于短期冲击。“指引”对投资者的心理冲击比较大，属于近年来少见的政策性风险，而且

■观点链接

申银万国证券： 本周收益率预计稳中略升

上周市场调整的原因，除市场自身获利回吐的需求之外，基本面因素至少没有起到支撑市场的作用。过去一个月，市场对金融数据反弹、经济企稳的预期逐步加强，即将公布的6月份数据若非明显低于预期，意味着基本面暂时可能不会成为收益率下行的驱动因素。事实上，从上周关于央票续作的传闻引发的市场反应来看，央行的公开市场操作力度、利率品的供给水平可能 在市场情绪偏弱之时成为短期驱动市场更为重要的因素，而目前来看，这两个因素暂时可能也不会成为市场的利好因素。本周收益率走势预计将稳中略升。

招商证券： 短期面临阶段性调整

从目前节点看，基本面虽有短期企稳信号，但是不稳定和不利因素仍多；资金面的预期近期面临调整压力，主因在于央行流动性管理操作上出现调整，上周再度恢复正回购操作。按照历史经验，在大多数时期正回购给出的是银行间资金利率的下限，对于收益率曲线短端有一定的压力；在央行流动性预期管理调整的背景下，利率债一级市场招标倍数走低，市场参与热情消褪，积极信号在走弱，债市面临阶段性调整压力，在预期不稳的背景下，建议谨慎操作，适度缩短久期控制杠杆，信用债继续选择高等级产业债加城投债。

中金公司： 5年政金债5%以上有配置价值

在谨慎情绪上升的情况下，一些投资者认为利率债收益率可能阶段性回调。但从大趋势上，投资者认为中国经济潜在增速下行会逐步压低整体利率水平，债券从长周期来看仍有机会。因此投资者较为关心的是，一旦利率回升，到什么点位可以重新介入？中长期利率债收益率回升到多少有

此前市场没有预期，所以一经公布，短期冲击较大。但其毕竟只针对主体资质低的信用债，不会对整体利率产生影响。

第三，“指引”主要是利空主体AA-企业债。近两年购买主体AA-的投资者一大半以上是信托、私募基金，券商这类交易型投资者，这类投资者一般没有银行间账户，只能在交易所投资，同时，这类投资者往往需要质押回购杠杆化投资。因此，如果将主体AA-踢出交易所质押库，也就很大程度上失去了这些交易型的投资者。不过，即使将AA-的企业债踢出交易所的质押库，也并非无人问津，只是收益率会出现一定幅度的上行。

第四，对于主体AA评级资质稍差的企业债不必过于忧心。中证登指引对主体AA信用债的规定是，评级展望为正面或稳定才能继续留在质押库，而主体评级展望为负面的将被踢出质押库。对此，市场对于低资质的主体AA企业债也开

介入价值很难用一个统一的标准来衡量。主要是不同类型银行的考核成本有所不同。考虑到银行存款负债成本的上升，今年银行自营配置的考核成本较去年有所升高。不少中小银行的配置考核成本在4%以上。对于中小银行而言，如果利率债收益率下行空间不大，仅从票息来看，那么5年及以下的政策性银行债收益率可能回升到5%以上会有一定的配置价值。对于交易型机构而言，如果10年期国开债收益率回升到5.4%以上，可以考虑重新介入。

光大证券： 坚持债市中期慢牛观点

上周多重因素冲击市场人气，导致短期内收益率出现回调。主要包括：PMI数据好于预期；一级市场招标情况不佳；货币政策不确定性增强。由于近期内多种负面消息累积，投资者短期内心态趋于谨慎，市场大概率仍将继续调整。市场后期心态的变化或将需要等到6月份的经济和金融数据完全公布之后。但是从中期来看，我们对经济仍然持相对谨慎的态度，而货币政策大概率维持总量调整、结构优化的宽松走势，债券整体牛市基础并未发生改变，因此我们依旧坚持债券市场中期慢牛的观点。

东海证券： 债市暂不具备持续急跌压力

目前经济韧性增强并正触底缓升，央行加大流动性投放将使经济回升态势更加坚实。在6月份经济数据可能逐步改观情况下，上周中长期利率债引领债市调整，构成对前期过度悲观经济预期和激进政策预期的合理修正。另一方面，经济改善仍需巩固时间，央行操作也将保持中性偏松的观望期，因此债市暂不具备持续急跌压力。短期内债市可能横盘整理，相应交易机会不足。对配置型投资需求而言，在央行流动性管理保持中性趋松及经济触底缓升状态下，可以短融及3年期中票等流动性受益品种为基本投向。（张勤峰 整理）

始出现摒弃。但是，从近两年被下调或展望为负面的城投债的原因来看，往往是因为发行人未将项目投资款支付至监管账户，导致当年应收账款余额对债务覆盖比率不足，而这个原因是可以规避的。发行人为了以后的发债融资、主承销商从维护投资者客户关系考虑，都会注意资金及时回到监管账户。对于其他一些有可能引发主体评级展望为负面的因素，也会更加积极的提前防范。

总体而言，企业债券市场虽然“六月飞雪”，但毕竟是暖春行情的根基没有动摇。“六月飞雪”将导致企业债券出现分化，主体AA及AA以上评级的企业债有望延续暖春行情，只是近期受到经济数据反弹和中证登指引的心理预期的冲击出现收益率暂时向上；而主体AA-的企业债收益率将至少要上行40BP以上，但由于有了利率的保护，将更具备投资价值。

一位股份行交易员称，7日上午现券收益率一度出现少许下行，但午后农发债招标结果出炉后，市场收益率再度小幅走高。短期看负面信息较多，加上很多机构依靠上半年行情已完成全年盈利任务，难免出现落袋为安的心态，市场情绪总体仍偏谨慎，预计在6月经济数据出齐前，这种局面暂时难以改变。

本周公开市场到期资金800亿元 央行或延续正回购操作

据统计，本周公开市场将有800亿元到期资金，已接近上周末到期水平。在安然度过半年末及月初缴准日后，货币市场维稳的压力降低，市场机构预计本周央行将继续开展正回购操作。

周一（7日）市场迎来月初例行存款准备金清算。上季末银行集中揽储，导致大量准备金补缴，稍许推高短期货币市场利率，但在大行供给支撑下，资金市场整体稳定，而平稳度过半年末及月初缴准日后，后续货币市场利率进一步下行的预期较为明确。但有市场人士指出，这意味着央行在公开市场上刻意维稳的姿态可能出现微妙变化，预计央行在本周将继续开展28天

期正回购操作，净投放规模将比上周末有所减少，并不排除出现小幅资金净回笼的可能性。

据 Wind 数据，本周（7.5-7.11），公开市场有800亿元正回购到期，比上周少50亿元。按照最新数据，从下周开始，公开市场周到期资金均不超过550亿元，大部分时候到期量为零。在目前流动性相对宽松的形势下，开展适量的正回购有助于增加未来的到期资金量。

为保证年中时点流动性稳定并对冲外汇占款增长放缓的影响，央行公开市场操作自5月中旬以来转向持续的净投放。过去八周，央行公开市场累计净投放4430亿元。（张勤峰）

中间价创一个月新低 人民币兑美元即期价三连阳

最近几个交易日以来，人民币兑美元汇率中间价和即期价走势出现一定分歧。7月7日，人民币兑美元中间价连续第四个交易日下跌，并创下一个月以来的最低水平，即期价则呈现三连阳，走势明显强于中间价。

据中国外汇交易中心公布，2014年7月7日人民币兑美元汇率中间价报6.1658，较上一交易日（7月4日）上涨16基点，为今年6月6日以来的最低水平。上周国际外汇市场上，由于美国6月份非农数据与失业率数据表现强劲，美元指数截至上周五连续四个交易日反弹。在此背景下，人民币中间价亦连续四日下跌。

在美元反弹令中间价承压的同时，人民币兑美元即期价走势则相对偏强，上周四、周五连

续走高。昨日境内银行间即期外汇市场上，人民币兑美元即期汇价高开8个基点于6.2035，盘中一度再次升破6.20关口，但此后在大行购汇的压制下，最终未能攻克此关，尾市收于6.2040，较上周五收盘微涨3基点。

有市场人士指出，近期公布的中国PMI等数据大幅改观以及欧央行量化宽松政策的刺激，加上第六轮中美战略与经济对话在即，使得人民币多头趋于活跃。不过，在中间价稳中有降的背景下，市场情绪仍较为谨慎，当前结售汇仍比较均衡。

后市而言，鉴于央行态度中性，人民币汇率走势主要由市场因素驱动。交易员称，如果即将公布的6月份外贸数据向好、贸易顺差较高，将刺激结汇需求并带动人民币走高。（葛春晖）

口行10日招标两期金融债

中国进出口银行7日发布公告称，定于7月10日通过中国人民银行债券发行系统，招标发行第四十三期、第四十四期金融债券。

进出口银行今年第四十三期金融债券为4个月期贴现金融债券，发行金额不超过60亿元，将以单一价格（荷兰式）招标方式贴现发行，缴款日和起息日为7月14日，7月16日起上市流通，存续期内每年7月14日付息，2019年7月14日到期还本。

上述两期债券均无基本承销额，4个月品种无发行手续费，5年期品种发行手续费率为0.10%。（张勤峰）

两券商10日招标短融券

广发证券、东兴证券7日发布公告称，各定于7月10日招标发行一期短期融资券。其中，广发证券2014年第九期短融券发行金额30亿元，期限90天；东兴证券2014年第六期短融券发行金额6亿元，期限90天。

上述两期证券公司短融券均为固定利率，发行利率通过招标系统招标决定。两期短融券均为7月10日招标，分销日、起息日、缴款日、债权登记日为7月

11日，7月14日起上市流通。两期短融券均无担保。经中诚信国际评定，广发证券的主体评级为AAA级，本期债项信用级别为A-1级。经联合资信评定，东兴证券主体长期信用等级为AA+级，本期债项评级为A-1。

据Wind统计，截至7月7日，今年银行间市场累计发行了122期证券公司短融券，发行额合计2031.5亿元；去年同期为56期，1444亿元。（张勤峰）

两家银行今发同业存单

杭州银行股份有限公司、上海银行股份有限公司7日分别发布公告，各自定于7月8日发行一期同业存单，计划发行量均为10亿元。

杭州银行发行的是该行2014年首期同业存单，期限3个月，采用报价发行方式，面值发行，固定利率，票面利率为4.5800%，起息日、缴款日为7月9日。经中诚信国际评定，杭州银行主体评级等级为AA+。上海银行发行的是该行2014年第5期同业存单，期限3

个月，采用报价发行方式，息票类型为零息，发行价格为98.8415元，对应参考收益率为4.6501%。经上海新世纪评定，上海银行主体评级等级为AAA。

据WIND截至7月4日的统计，今年以来银行间市场累计发行同业存单108只、1746.2亿元，其中6月份累计发行481亿元，创下同业存单面世以来的最大单月发行量；截至7月4日，市场AA+的同业存单存量约为93只、1272.9亿元。（葛春晖）

鹏元上调眉山建设主体评级

鹏元资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告，对眉山市宏大建设投资有限公司2013年16亿元公司债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级由AA-上调为AA，评级展望维持为稳定。

鹏元表示，跟踪期间，眉山市的经济总量和财政收入均有所提高，为公司提供了良好的外部环境；业务方面，公司土地出让及收入规模有所提高。资产置换后，土地账面价值有所提升，可供出让土地资源较丰富，收入来源有一定保障。同时，政府也给予了公司持续的支持；另

外，担保方眉山发展经营情况基本稳定，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够继续加强本期债券的偿付保障程度。

鹏元同时指出，需要注意的是：眉山市地方财政收入对上级补助收入和政府性基金收入依赖较大，且政府性基金收入受土地一级开发市场和房地产市场的影响，存在波动风险；公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；相关项目未与政府签订回购协议，未来资金的回笼能力偏低，负债总额大幅提高，偿付压力将逐步显现。（葛春晖）

认购倍数全部过3

农发行四期金融债平稳招标

农发行此次招标的分别是该行今年第34期、第35期、第9期、第23期债券的增发品种，分别为3年期、5年期、7年期、10年期固息品种，招标量各不超过50亿元。据交易员透露，此次3年期农发债中标收益率为4.6657%，全场投标倍数为3.61；5年期中标收益率4.8779%，投标倍数为3.74；7年期中标收益率5.0994%，投标倍

数为3.70；10年中标收益率5.1307%，投标倍数为4.13。多位交易员表示，此次四期农发债需求尚可，机构认购比较踊跃，收益率定位也较为接近二级市场成交水平，显示虽然当前机构对中长期债券市场走势存在较大分歧，但是机构配置需求仍然存在。

上述投标结果对现券市场影响有限。

□本报记者 张勤峰

自从上周二国开债新债招标的波折之后，利率产品招投标渐趋平稳。7月7日，中国农业发展银行招标的四期中长期限金融债认购情况较好，定位基本接近二级市场。不过，这一结果未能显著提振现券走势，市场情绪总体仍偏谨慎。