

# 多空交织 债市震荡难改

□本报记者 王辉

上周以来,尽管汇丰PMI初值等经济指标表现趋弱,但各方对于政策放松明显信心不足,债券市场迟迟难以摆脱盘局。分析人士表示,在银行间资金面时点性趋紧难解、货币实质性宽松手段不能兑现的情况下,债券市场或仍将持续延续偏弱震荡。

## 对利好数据反应平淡

自8月中旬以来,在新债供应密集、资金略偏紧张背景下,债券市场持续窄幅波动,买气较前期收敛。即便上周汇丰PMI数据超预期下滑释放基本面的利多信号,债市也未能改变近期的疲态。

上周四披露的8月汇丰中国制造业PMI初值为50.3点,较7月终值大幅下行1.4点,并创下近三个月新低,远不及市场预期的51.5。对此,机构认为,汇丰PMI指数结束前期上行趋势,但仍处于荣枯平衡点之上,表明宏观经济回暖的动能在减弱。结合不久前出炉的7月金融数据超预期回落,可见近期经济复苏步伐再次出现放缓的迹象。不过,当天债市对PMI数据反应平淡,利率产品收益率先跌后涨。

数据显示,上周国债收益率整体出现小幅上行。其中,1年期国债收益率全周上行6.78基点;5年期国债收益率上行4.43基点。一级市场方面,虽然上周部分金融债招标录得较高的投标倍数,但实际相对不冷不淡的中标利率,仍然反映出主流机构在更加关注安全边际的前提下,进行投机性投标的特征。综合近期利率债一

二级市场表现,市场情绪明显偏谨慎。

## 短期或延续震荡格局

对于近期债券市场偏弱表现,光大证券报告指出,现阶段随着票据业务的整治、非标的收缩,央行逐渐腾挪出货币宽松的余地。但与此同时,只要不出现经济持续下行和就业持续恶化的情况,则货币政策难以再次出现明显的倾向。在此背景下,经济基本面的因素并不是现阶段债券市场关注的焦点。

与此同时,就近期备受市场关注的资金面走向来看,此前部分主流机构也认为,市场流动性时点性趋紧也会在一定程度上压制债市的表现。国泰君安本周就发表观点认为,从中期来看,在新股IPO常态化之后,打新盈利模式将重新出现,这很可能在一定程度上推高市场资金成本的中枢,从而对债券市场有一定负面影响。

综合各相关因素,申银万国等机构进一步指出,目前国内外经济、政策、流动性环境较不明朗,利多、利空因素交织,且均难以在短期内发生趋势性变化。在这样的背景下,利率债收益率后市将维持震荡走势,短期整体震荡的格局仍难改变。因此后期投资者需稳定心态,减少右侧跟风操作,以避免预期反复带来的损失。国信证券表示,后期债券市场走势仍需要进一步观察经济增长的长期表现。如果三、四季度宏观经济在二季度的基础上继续显著下滑,则债券市场仍有机会出现较突出的资本利得机会。



## 分歧加大 债市成交清淡

□鄞州银行 段苏

本周一,资金融入难度较上周有所下降,但市场普遍预期近期流动性将以紧张为主,Shibor利率小幅波动。当前债市多空交织,在承受流动性较紧的压力同时,经济运行偏弱又带来利好,导致市场对后市分歧加大。在这样的背景下,买卖双方僵持不下,成交不多,收益率变动不大。

周一资金面有所好转,但下半周流动性仍承压。资金市场上,融出方有所增多,融入难度不大,Shibor利率与前一日相差无几。不过,周四开始的新股申购,冻结资金预计在万亿元,冻结资金高峰在周五,叠加月末因素,将会对流动性产生较大冲击。

利率市场上,一级带动二级上行,收益率曲线进一步平坦化。当天招标1年

期、3年期和5年期农发债,中标利率分别在4.4%、4.8%和4.9%,其中1年期的利率较上周上行约10BP。中标结果出来以后,短端利率上行,1年期金融债的利率上行至4.4%左右。3年期、5年期、7年期和10年期金融债大致成交在4.75%、4.90%、4.97%和5%。国债成交极为清淡,5年期、7年和10年期大致成交在4.01%、4.17%和4.25%,较上周五上行2BP左右。

信用债成交亦清淡,绝对收益率高的品种受青睐。经历了今年的大幅下行,信用债的收益率也已降至低位。相对收益率较高的钢铁、煤炭和有色个券,开始吸引机构买盘。

展望后市,流动性确需关注,但随着经济动能减弱,货币政策维持定向宽松,市场的总体风险不大。利率债受制于供给较多,难有大行情,信用债持有为上,以票息收益为主。

近理财成本线,风险收益比吸引力显著下降。城投债板块作为一个重要的配置品种,持有仍有价值,但追涨意义不大。

## 上海证券：信用利差将平稳波动

上周汇丰公布中国8月份制造业采购经理人PMI初值为50.3,创近三个月最低,8月汇丰制造业产出指数初值51.3,同样创近三个月最低。从汇丰PMI数据来看,经济下行的迹象逐渐明显,这与7月份宏观经济数据回落的趋势较为一致。由于经济低迷,信用利差继续下降的动力不足。当前信用利差的变化仅是技术性波动而已,目前经济和货币基本面并不构成对信用利差任何方向上的持续推动力。在上周信用利差脱离沿下轨运行后,未来将呈现平稳波动态势。

## 可转债

## 国信证券：震荡中积蓄向上动能

从平价驱动因素看,经济企稳的概率较大,当前较为悲观的经济增长预期有望得到再一次的修复。退一步而言,若

经济数据略低于预期,市场整体对于政策的预期将进一步增强。此外,国企改革+沪港通仍将成为未来一季度重要的动力支撑。从估值因素看,今年下半年资金面整体保持平稳,虽然IPO发行有脉冲式扰动,但对于资金中枢影响不大。转债估值受到主动压缩的概率很小。整体而言,预计转债三季度仍会有较好表现。标的选择方面,大盘转债关注平安、石化,中盘转债关注题材丰富的国金、重工、隧道、同仁,小盘转债中,久立、长青、齐翔都是有望在明年初实现转股的品种。

## 海通证券：关注主题 注意风险

目前货币环境仍宽松,有助于投资者提升风险偏好;宏观数据显示经济仍存下行风险,产能过剩对传统行业转债的基本面影响较大,预计短期转债或将继续震荡,可适当把握主题投资机会。国企改革继续升温,预计下半年隧道、石化、国电等个券仍有机会。经济数据未改善,金融类个券中期内仍推荐互联网金融的平安、国金。近期转债个券股性增强,久立等小盘个券价格已较高,建议等待回调后再买入,同时注意风险。(葛春晖 整理)

## 600亿国库定存带来“及时雨”

公告显示,财政部、人民银行定于本月28日上午进行2014年中央国库现金管理商业银行定期存款(九期)招投标。本期操作量600亿元,期限3个月(91天),起息日为2014年8月28日,到期日为2014年11月27日(遇节假日顺延)。

Wind数据显示,8月份无国库现金定存到期,因而此次操作将全额实现资金净投放。市场人士指出,本周已经是8月份的最后一周,月末拉存款动作、信贷投放动作、理财资金到

期等因素将使资金需求上升,而新股密集发行将加剧资金面时点性波动,预计流动性将持续略微偏紧的情况,央行仍将有必要进行适当的对冲操作。在公开市场操作有望延续净投放资金的背景下,本期国库现金定存操作将给银行间市场带来一定的资金补充。

本次操作将是财政部、人民银行年内开展的第四次3个月期限的国库现金定存招投标。前次3个月期国库现金定存操作进行于7月24日,中标利率为4%。(张勤峰)

## 转债随正股回调

周一,沪深可转债跟随正股出现回调,个券市价多数下跌。有市场观点指出,本轮转债上涨行情或已过半,后市波段及结构性机会仍存,但需更加注意控制风险。

具体看,周一两市正常交易的29只可转债中有20只全价下跌,7只上涨,2只持稳。下跌个券多受正股拖累,跌幅靠前的如泰尔转债、冠城转债、博汇转债分别下跌1.24%、1%、0.95%,相应正股跌幅分别为1.93%、1.44%、1.61%。当天收盘上涨的7只转债,相应正股也全线飘红,川投转债逆势大涨2.61%,正股川投能源

上涨2.18%。

自月初以来,转债市场随A股陷入震荡行情,且表现整体弱于A股,市场观点逐渐转向谨慎。本周东北证券发布报告指出,今年转债投资机会可能已在下半场,到了逢高落袋的时候,尽管个券机会比较多,但控制风险是关键。由于大部分转债跟随正股走势,若市场调整,则转债的风险比较大。从5月下旬以来的这波转债行情快接近尾声,9月中下旬可能是一个市场拐点,但转债流动性一般比较差,可提前兑现部分收益,等待下一波机会的来临。(张勤峰)

## IPO密集来袭 交易所信用债交投谨慎

周一,在短期资金面不确定性上升的背景下,交易所信用债市场交投谨慎,现券收益率略见上行。

周一交易所企业债互有涨跌,活跃城投品种如债项评级AA的09鹤城投收益率较上周五上涨3.44bp,09怀化债微跌0.23bp;产业类如AA+的10凯迪债收益率下跌7.63bp,AA级09远洋债小涨3.30bp,12鄂华研涨7.60bp。

公司债市价跌多涨少,呈现震荡偏弱特征。个券方面,活跃品种如AA+级13永泰债收益率持稳,地产公司债如AA+级09富力债涨8.37bp,09美好债大

涨25.32bp。高收益公司债表现分化,AA-级的12三维债涨9.28bp,11中孚债则大降26.35bp。

市场人士指出,本周新股密集发行在即,叠加月末因素影响,市场资金难免会出现波动,加之近期经济、政策形势不明朗,资金风险偏好暂时受抑,预计信用债主要将跟随利率产品波动。短期资金波动平复后,信用息差交易依旧可行,但信用风险短期也难消除,海通证券建议继续坚持以城投债和高等级产业债为主的低风险组合套息策略。(张勤峰)

## 中诚信国际 调升“12宁波电力债”评级至AA+

中诚信国际日前发布了对宁波市电力开发公司(以下简称“宁波电力”)主体与2012年度第一期企业债券的跟踪评级。

中诚信国际表示,2013年,宁波电力售电业务运营良好,发电量大幅增长,盈利能力有所提升,售热业务继续保持较强的竞争实力,此外,公司在建拟建项目也稳步推进。公司持有的金融资产质量较好,有助于增强公司的流动性,且公司良好的融资能力和宁波开发投资集团有限公司

强大的担保实力能对公司的偿债能力提供较好的保障。同时,中诚信国际关注到了售热价格下跌造成的售热业务盈利能力下降、进出口业务和住宿餐饮业务受宏观经济环境的影响,以及关联交易导致的经营现金流波动等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

综上,中诚信国际维持宁波电力的主体信用等级为AA,评级展望为稳定;将“12宁波电力债”的债项信用等级由AA调升至AA+。(张勤峰)

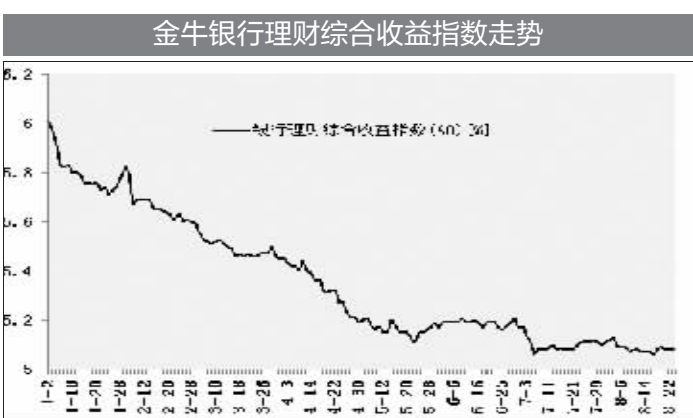
## 东方证券28日发行短融

东方证券股份有限公司公告称,定于8月28日招标发行2014年度第六期短期融资券。

本期短融券发行金额25亿元,期限84天,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定。时间安排上,本期短融券8月28日招标日,分销日、起息日、缴款日、债权登记日为8月29日,上市流通日为9月1日,到期兑付日2014年11月21日(遇节假日顺延)。本期短期融资券无担

保。经中诚信国际综合评定,发行人主体信用等级为AAA级,本期短融券债项信用等级为A+级。

近年来,在资本中介业务快速发展背景下,券商融资需求日益高涨。据Wind统计,截至8月25日,今年银行间市场累计已发行(以发行起始日为准)证券公司短融券166只,合计金额2673亿元,远超去年同期的71只/1833亿元。(葛春晖)



注:2014年8月25日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.08%,较修正后的上期数据上行0BP。  
数据来源:金牛理财网

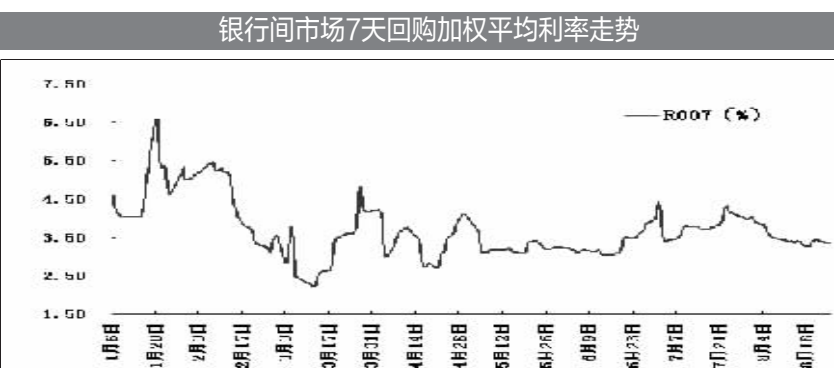
## 资金面总体稳定 打新压力渐显

本周公开市场或再现净投放

□本报记者 葛春晖

本周一,银行间市场资金面延续总体平稳格局,主流资金利率波动不大。不过,随着打新压力逐渐显现,叠加月末因素,跨月资金供需相对紧张。市场人士表示,打新因素或导致本周资金面持续趋紧,但考虑到央行通过公开市场进行安抚和引导的概率较大,预计资金利率不会出现剧烈波动。

昨日银行间质押式回购市场上,隔夜回购加权平均利率收报2.84%,较22日微跌1BP,跨月末的标杆7天回购加权平均利率跌4BP至3.36%,14天品种微涨1BP至3.93%。与此同时,21天、1个月品种双双上涨11BP至4.82%、4.38%,二者继续形成倒挂。另外,上述加权利率仍明显受到开盘价偏低的影响,如隔夜、7天、14天回购利率分别开盘于2.78%、3.29%、3.81%。从实际成交情况看,昨日隔夜资金供应较为充足,但跨月末的7



天、14天资金供应明显偏少,7天和14天资金均出现5%以上的成交价格,这也使得机构不得不拆入21天等更长期限品种并相应推升了此类品种价格水平。

市场人士指出,预计本轮新股申购平均日冻结资金可达9000亿元,虽然正式申购将于本周四启动,但其影响可延伸至前后数日,叠加月末因素,或将导致货币市场流动性持续小幅收紧至下月

## 人民币即期汇率三连跌

□本报记者 葛春晖

25日,人民币兑美元即期汇率连续第三个交易日走低,但全天跌幅有限。市场人士表示,当前汇市方向不明,市场交投谨慎,人民币汇率短期或延续窄幅波动走势。

据外汇交易中心公布,25日人民币兑美元汇率中间价报6.1653,较上一交易日跌36基点。上周五,美联储主席耶

伦讲话再度推高美元,美元指数收盘上涨0.21%。8月以来,人民币兑美元中间价主要跟随隔夜美元波动。

昨日境内银行间外汇市场上,人民币兑美元即期汇率低开高走,盘中大部分时间在上周五收盘价附近窄幅波动,但尾市在油盘购汇主导下出现跳水,最终收于6.1550,较上周五收盘价下跌21基点或0.03%,较当日中间价高出103基点。

市场人士表示,当前外汇市场信号

纷杂、方向不明,一方面,贸易顺差有望继续对人民币构成支撑;另一方面,上周最新公布的汇丰中国8月PMI初值创三个月新低,依旧显示经济面企稳存在反复可能,加上随着近期美元持续走强,市场对于国际资本能否持续流入我国产生怀疑,这些都使得市场谨慎预期抬头。在此基础上,市场人士认为,短期内结售汇仍会较为均衡,人民币汇率或呈现窄幅震荡走势。

## 农发行新债需求稳定

中国农业发展银行25日招标发行了三期固息金融债。在基本面和政策面较为平静、短期资金面有所趋紧的背景下,三期债券需求较为稳定,中标利率落在市场预期区间内。

农发行昨日招标的为该行2014年第39期5年期、第40期3年期债券的增发债,以及新发行的第44期1年期金融债,发行规模各不超过50亿元,起息日分别为7月16日、7月21日、9月2日。来自中债网和交易员的信息显示,上述1年、3年、5年期新债中标利率/参考收益率分别为4.40%、4.7927%、4.8991%,均处于此前机构给出的预测区间之内;认购情况下,三期新债认购倍数分别为3.69、3.01、3.74。

市场人士表示,当前各方观点对于经济基本面和政策面前景判断出现一定分歧,资金面短期承压但中期尚不足虑,在此背景下,债券市场主要以配置行情为主,而政策性金融债相对于国债的收益率水平较高,其配置价值也持续得到机构的青睐。(葛春晖)

## 本月同业存单发行破900亿

25日,平安银行等五家银行披露了七期同业存单发行公告,计划发行总额达51亿元,至此,8月以来已发或将发同业存单规模已超过900亿元。

相关公告显示,平安银行将于本月26日发行3个月、6个月和9个月同业存单各一期,计划发行量均为5亿元;上海银行、浙商银行、杭州银行、宁波银行将各发行一期同业存单,期限分别为6个月、6个月、3个月、9个月,计划发行量分别为10亿元、10亿元、6亿元、10亿元。

据统计,目前已有48家银行披露2014年度同业存单发行计划,累计发行额度约1.33万亿元。而据Wind统计,截至8月25日,今年以来银行间市场累计已发行同业存单2723.5亿元,且8月份以来发行速度显著加快,单月发行量创历史新高已成定局。此外,截至8月25日,同业存单存量为2356.20亿元,与计划发行总量相比,下半年发行额度还相当充足。(张勤峰)