

股债跷跷板效应再现

“内忧外患”制约短期债市表现

□本报记者 王辉

4日，在A股收取五连阳的背景下，债券市场尤其是利率债市场继续呈现弱势调整。分析人士指出，近期股市涨势如虹，在一定程度上抑制债市做多热情，而与此同时，基本面与政策面的不明朗，例如货币政策未见明显放松、市场对8月信贷数据有顾虑，导致市场本身谨慎观望，基本决定了短期内收益率易涨难跌。后期债市走向仍需更多关注资金面状况。

股市成债市“外患”

上周末以来，受“沪港通”启动进入倒计时、场外资金大幅流入、稳增长预期不断增强等多项利好刺激，A股市场情绪高涨，两市主要股指连续拉升。截至4日收盘，上证综指收获五连阳，五个交易日累计上涨百余点。在此背景下，债市买气低迷，收益率小幅上行，股债之间的跷跷板效应再现。

数据显示，截至9月3日收盘，中债国债总指数（净价指数）收报110.97点，较8月28日收盘点位下跌0.14%。9月4日，利率债市场各类现券整体仍未脱疲态，

■观点链接

申银万国证券： 经济数据影响逐步降低

短期看，债市对于经济数据的敏感度降低，对于“稳增长”政策的长期效果更为关注。一方面，资金面仍是制约当前市场的最重要因素。在9月可能由于节日和季末因素导致银行间资金面偏紧的情况下，仅仅通过重启逆回购、增加公开市场资金投放力度恐怕难以对债市构成实质性利好，相关政策工具的利率是否能够有效下行才是关键。另一方面，7月经济金融数据公布后，市场对于8、9月份经济表现相对疲软已经有所预期，因此经济数据偏弱的边际影响逐步下降。即使下周会有较多经济数据公布，但利率进一步下行空间已不多。未来的关注焦点将更多集中于稳增长政策的出台及见效情况。而一旦金融数据开始出现向好局面，预计收益率将出现反弹。总之，短期由于



投资者做多热情继续受到股市连续上涨的压制。

一级市场上，机构参与利率债投标的热情也稍显不足。本周招标发行的7年期续发固息国债仅录得1.75的认购倍数，4.17%的中标利率也高于市场预期，并进一步带动二级市场相关券种收益率继续小幅上行。

分析人士指出，在当前债市整体缺乏明确运行方向的背景下，A股市场持

续亢奋，资金风险偏好提升，在一定程度上增添债市短期调整的压力。

“内忧”影响更关键

针对近期债券市场呈现出的疲态，此间机构人士认为，虽然A股走强在一定程度上压制了债市的表现，但近段时间债市本身做多信心就不足，观望情绪很浓。

国泰君安证券最新观点认为，市场

经济预期本身不高，即使数据温和下行也难以驱动债券趋势性行情，因此建议更多关注资金面。

瑞银证券： 短期不利因素来自流动性

从供求关系上看，尽管9月的利率债净供给量可能增加，但目前的宏观环境下银行可能对贷款投放持更为谨慎的态度，且表外信贷仍受政策治理影响，可能使得银行增加可用于债市投资的资金。短期内预计不利于债市的因素来自于流动性可能出现波动的风险，但波动可能更多是时点性和事件性因素推动的（季末时点、IPO等）。如果基本面数据能够印证经济走弱的情况，加之市场对货币政策调整的预期升温，基本面对市场的影响将会超过资金面，收益率曲线中后端的下降动力更大。建议投资者可以适当延长交易品种的期限，选择

5年期以上政策性金融债，以获得更好的收益。

国信证券： 对信贷数据勿悲观

8月结束，投资者对于金融数据的关注度异常高。金融数据作为经济的先行指标，投资者对金融数据的关注本质上也是对经济增长状况的关注。不过，金融数据不仅从月度频率来看有非常强的季节性，月内的波动也非常大。跟踪四大行月内高频数据发现，二季度以来，四大行的贷款和存款月末冲量非常明显。5月份，截至25日，四大行贷款增量不到1300亿元，但当月末增加2729亿元；6月，截至29日，增加2400亿元左右，截至30日则达2890亿元；7月，截至27日仅增加700亿元左右，但最后全月增加2100亿元。四大行贷款数据月末冲量可能与存款的增长节奏有关，因此建议投资者对月内偏低四大行存贷数据

风险偏好的上升，在一定程度上带动了利率债近期出现小幅调整。但债市对7月经济数据过度悲观的预期，也同样有纠正的需要。此外，来自上海证券的分析观点进一步指出，近期利率债整体趋弱主要原因不仅在于近日股市连涨引发投资者风险偏好提升，也在于市场内部的不确定心态。由于8月份主要经济数据仍未公布，加之市场对于8月信贷消息可能强于预期存在忧虑，加剧了市场的担忧，使得场内观望情绪浓重。

对于后期债市走向，上海证券认为，目前宏观经济回落已成共识，资金面重回宽松，央行的放松态度仍偏谨慎，市场收益率下行动力相对不足。整体而言，债市短期走势仍缺乏方向性推动力，后期仍需重点关注央行动向以及后续经济数据尤其是8月信贷数据。

此外，申银万国证券分析师认为，在经过前期相对偏弱的表现之后，后期债市走向仍需更多关注资金面状况。由于9月处于资金面偏紧和货币政策放松的深度博弈期，货币政策是否有更大力度放松，是决定利率债能否进一步上涨的关键。

不要过度悲观。从8月份最终金融数据的运行来看，全行业贷款增量或为7000亿元左右，金融底并未打破。

第一创业证券： 利率下行动力减弱

8月收益率的下行受到了两个事件的冲击：一是7月大幅低于预期的货币金融数据的公布，二是月末央行决定增加200亿元再贷款额度。除去这两个冲击时点以外，收益率以震荡上行为主。进一步透视这两个事件，我们在此前的报告中已多次指出，7月货币金融数据受到结构性因素影响，不会持续低位；而20亿元再贷款对市场的实际作用非常有限，目前的收益率下行幅度已经透支了宽松预期，定向宽松的力度减弱也表明全面宽松的可能性在下降。9月收益率或将维持震荡中小幅上行的走势，建议缩短久期，适当持有。（张勤峰 整理）

人民币即期汇率盘中创半年新高

4日，中间价上调进一步提振人民币涨势，人民币兑美元即期汇率盘中一度触及近六个月高位，收盘突破6.14关口。市场人士指出，对中国出口及外贸盈余的良好预期，继续支撑人民币汇率短期升值行情。

由于隔夜美元指数自高位回调，4日，境内市场人民币兑美元中间价设在6.1666，上调31基点。在近期外汇市场结汇盘本身偏多的情况下，中间价上调进一步刺激人民币即期汇率上行。盘面显示，4日银行间外汇市场上，人民币兑美元即期询价交易开盘直接突破6.14关口，早盘汇价快速升值，随后转入震荡行情，午后最高摸至6.1339，为今年3月12日以来的最高水平；此后，人民币涨幅有所收敛，尾盘

农发债招标结果中规中矩

4日，中国农业发展银行招标发行的三期中短期固息增发债，中标利率接近二级市场水平，招标结果中规中矩。市场人士指出，股市连续上涨，压制债市多头热情，而8月信贷数据或高于预期的传闻也影响投标情绪；在数据披露前，预计债市将延续交投谨慎，收益率易上难下。

农发行此次分别对1年期14农发43、2年期14农发32、3年期14农发40进行了增发行招投标。市场人士透露，此次招标的中标收益率分别为4.2961%、4.5980%和4.7370%，基本接近

财政部12日发行150亿贴现债

财政部4日发布公告称，定于9月12日招标发行2014年记账式贴现（五期）国债。

本期国债期限182天，将以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性招标面值总额为150亿元，不进行甲类成员追加投标。日期安排方面，本期国债9月12日招标，9月15日开始计息，招标结束至9月17日进行分销，9月19日起上市交易；本期国债将于2015年3月16日（遇节假日顺延）按面

中债资信调整特变电工评级至AA

中债资信近期发布了特变电工股份有限公司的跟踪评级。

中债资信指出，跟踪期内，公司领先的 market 地位得到保持，变压器配套能力及产品竞争力得到提升，电线电缆业务增长较快，光伏业务产能快速扩充，成本优势进一步凸显，订单任务量饱满，技术水平保持在行业前列。未来特高压及多晶硅需求增长可期，预计其较强的经营竞争力有望进一步得到体现，经营风险仍然很低。跟踪期内，公司经营获现能力适中，偿债指标整体表现较好。虽然未来资金需求规模较大，但考虑到充实的货

币资金储备，预计公司短期内不存在较大资金缺口，财务风险依然很低。

中债资信认为，2014年特高压设备需求将有较大增长，光伏行业回暖将带动多晶硅需求的增长，公司经营风险仍然很低。其债务负担将保持稳定，收入及盈利有望进一步提升，充足的货币资金能够满足较大的资金需求，财务风险仍然很低。

综合考虑，中债资信评定公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定。在前次主动评级中，中债资信给予特变电工AA-评级。（张勤峰）

七银行今发同业存单

据公告披露，建行等就7家银行将于9月5日发行共10只同业存单。

相关公告显示，建行、招行、中信、福建海峡银行各将于5日发行1只同业存单，计划发行量各为10亿元，民生将发行2只同业存单，计划发行量各为5亿元，平安将发行3只同业存单，计划发行量各为5亿元。算上顺德农商行此前一日公告，将于5日发行1只10亿元的同业存单，则5日同业存单计划发行总额

两券商10日发短融

海通证券、招商证券4日分别公告称，各定于9月10日招标准一期短期融资券，发行金额分别为20亿元、18亿元。

上述两期短融均为90天品种，固定利率，发行利率通过招标系统招标决定；招标日均为9月10日，缴款日、起息日、债权债务登记日为9月11日，上市流通日为9月12日，2014年12月10日到期还本付息（遇节假日顺延）。这两期短融都不设担保，中诚信国际给予海通证券的主

体信用等级为AAA，短融债项信用等级为A-1，新世纪评级给予招商证券主体信用等级为AAA，短融债项信用等级为A-1。

据Wind统计，今年前8个月，银行间债券市场累计发行（以发行起始日为准）证券公司短融券170只，合计金额2745亿元，远超过去年同期的72只/1868亿元，反映出在创新快速发展背景下，券商融资需求日益高涨。（张勤峰）

净投放依旧 资金面难掀大浪

□本报记者 张勤峰

尽管短期资金面宽松，但央行4日仍小幅调减正回购操作量，本周公开市场操作最终净投放70亿元，为近期连续第四周净投放。市场人士认为，例行缴准和中秋小长假的冲击有限，月内可能对资金面构成威胁的主要是季末时点因素，但届时有望得到央行的援助，货币市场利率出现剧烈的波动的可能性仍小。

净投放稳定市场预期

央行4日继续在公开市场开展正回购操作，期限14天，交易量150亿元，中标利率持稳于3.70%。此次正回购规模比2日同期限操作少30亿元，据此计算，本周央行两次正回购操作共计回收资金330亿元。Wind数据显示，本周公开市场有400亿元到期资金，若无额外操作，则本周将实现净投放70亿元，为上月中旬以来央行公开市场操作连续第四周净投放资金。

得益于月末因素消退，且新股申购资金解冻，9月初以来，市场资金面持续呈现整体宽裕的姿态，主要期限回购利率连续下行。在此背景下，4日央行正回购小幅缩量，或蕴含央行前瞻性维稳考虑。

市场人士指出，就9月上半月而言，可能影响资金面平稳的主要是月初存准清算及中秋小长假取现两因素。经过月末冲存后，5日银行体系整体或面临一定量的存准补缴，其在时点上又与小长假取现影响有重叠。因而，央行维持适度公开市场净投放，有助于稳定市场预期，确保资金面平稳。

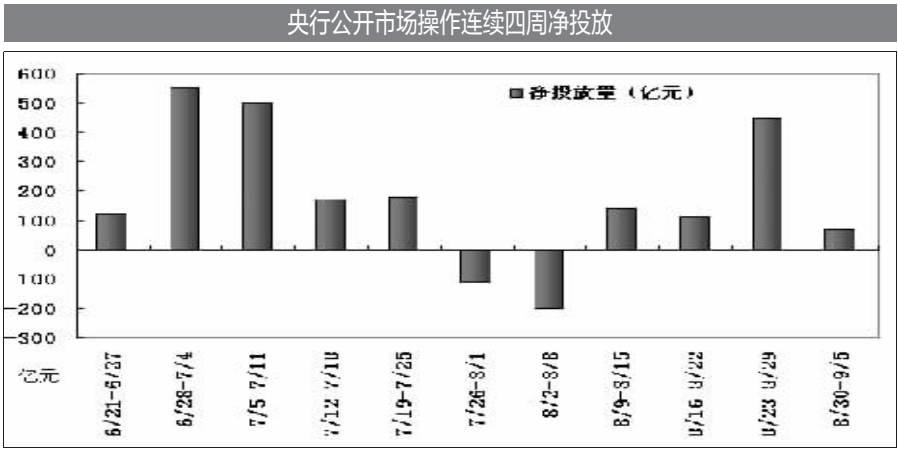
从4日货币市场交易看，资金面维持总体宽松，中短期期限的回购利率全线进一步下行。质押式回购方面，隔夜利率微跌至2.83%，指标7天利率下行约11个基点至3.28%，稍长期限的14天、21天和1个月回购利率跌幅纷纷达到10基点以上，更长期限的回购利率稳中有涨，但成交不多。

市场人士指出，鉴于银行存款增长乏力，预计补缴存准的规模有限，而上半周新股申购资金解冻，也有助于抵冲缴准及中秋节取现的不利影响，市场中短期回购利率继续下行，显示机构对短期流动性仍相对乐观。

季末资金面或有小波折

市场人士指出，月内可能对资金面构成威胁的主要是季末时点因素。

9月是季末月份，月底机构考核的影响不容忽视，加上国庆长假的取现需求较大，到下半月资金面或再现季节性波动。中信



建投证券报告指出，下旬受到国庆长假影响，现金将溢出银行体系，预计全月流通中现金（M0）增量和去年同期相当，在1600亿元左右；9月底突击揽储的现象较往年同期或有所减弱，但预计10月初存准补缴仍可能达到3500亿元-4000亿元。而与此同时，9月公开市场到期资金非常有限。截至9月4日的数据显示，9月到期量仅为910亿元，不及8月的一半，且9月到期资金集中在中上旬，最后一周尚无到期资金。9月财政放款有望给资金面带来一定正面影响。外汇占款方面，尽管近期人民币汇率持续走

高，资金净流入，但央行对外汇市场干预的减少将使得央行口径的外汇占款继续保持地量。总体上看，中信建投证券认为，9月下旬资金面将季节性边际收紧。不过，该报告进一步指出，考虑到当前央行对资金面呵护有加，预计届时央行将通过逆回购等手段为市场注入流动性。资金利率总体的表现应是略有上行，但幅度有限。

有交易员称，机构对季末流动性压力预期充分，预计会提前安排，且央行不会坐视流动性大幅波动不管，流动性状况或许会如同8月底一样好于市场预期。

多重约束，降息的实际效果或打折扣。

再者，随着利率市场化的推进，一方面，互联网金融和各种“宝宝类”产品收益冲击银行传统的负债稳定性，原先储蓄存款逐步向理财产品转化，银行的负债成本受法定存款利率的影响越来越小。另一方面，目前贷款利率已经实现市场化，大中型企业信贷获取能力较高，且能以优惠利率获取资金，部分企业获取资金后并不投向实业，而投资高收益理财产品。这两方面因素叠加，导致降息对降低金融机构的资产负债成本效果有限，进而无法有效地传递至实体经济。

而央行在经济存在下行风险的情况下，迟迟不全面降息可能是考虑到我国经济结构转型的需要。目前，我国经济中存在着财务约束和利率不敏感部门，这两

对以信贷为主要融资渠道的企业而言将有一定的影响，而对其他占比近半的融资方式的成本影响有限，因此降息对降低社会融资成本的影响深度有限。

其次，信贷方面，由于商业银行面临存贷比约束和信贷规模控制的双重制约，继续增加信贷投放的能力有限；另外，在目前经济环境下，企业不良新增较快，信用风险担忧加剧，银行主动增加信贷的意愿不强。企业的融资意愿虽然会因降息有所提高，但依然面临两大约束，一是信贷可得性约束，即中小企业面临的信贷歧视无法消除，即使降息，也无法实际降低其融资成本；二是受制经济转型环境，传统优势企业受产能过剩影响，再投资意愿较弱，其新增融资的意愿不强。基于这一判断，无论是从融资方还是资金提供方的角度考虑，由于受到

□渤海银行 蔡年华

当前社会融资成本高企，经济基本面“三期叠加”，市场对降息的呼声更为强烈。主要依据是降息能直接降低企业的融资成本，提高企业的融资意愿，进而促进经济增长。但结合当前经济结构和利率市场化进程来看，降息并非降低社会融资成本的最优选项。

首先，必须看到，降息主要作用的是信贷领域，在目前我国社会融资结构中，新增本外币贷款占比仅略超过50%，并呈现逐年下降的趋势。而信托贷款、委托贷款和债券融资逐年上升，尤其是近年来非标业务和债券市场不断壮大，这部分融资利率一方面受市场供求关系的影响，另一方面主要参考的是银行间债券市场利率，与信贷利率相关性较弱。如果启动降息，