

## 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，利率债市场各类型券整体仍未脱疲态，



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，此前机构人士认为，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

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政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。

## 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

收在6.1386，较前日收盘价上涨25基点。

交易员称，近期客盘结汇总体偏多，净结汇格局对人民币汇率构成持续的上行推力。而在美元升势凌厉、人民币中间价大体向跌的背景下，结汇盘不断涌现、人民币仍倾向升值，可能来源于市场对外贸盈余的稳定预期。鉴于航运市场转暖的积极信号，目前市场对8月中国出口同比增速的预期依然达到两位数，对8月贸易顺差的预测均值仍将到达450亿美元左右。短期看，人民币仍有升值空间。

不过，也有交易员指出，4日人民币即期汇率创下近半年新高后，重新出现大行购汇，如果大行持续介入，人民币在经历快速升值后或有反复。（张勤峰）

## 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进行了增发行招标。市场人士透露，此次招标的1年、2年和3年农发债，中标收益率分别为4.2961%、4.5980%和4.7370%，基本接近

二级市场利率。据中债到期收益率曲线，3日银行间市场剩余期限为1年、2年、3年的非国债政策债收益率分别报4.3381%、4.5879%、4.7443%。另据透露，此次1至3年农发债认购倍数分别为3.91、3.11、3.19。

交易员称，月初资金面总体宽裕，且政策债相对国债有收益优势，因此此次增发的中短期债券仍有稳定需求。不过，一级定位贴近二级，也表明市场短期看法谨慎，一方面，短期股市上涨，风险偏好上升，压制债市做多热情；另一方面，8月数据披露在即，有关信贷多于预期的传闻，亦令债券投资者谨慎。（张勤峰）

## 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

值偿还。

本次招标将采用多重价格招标方式，标的为价格；中标价位变动幅度为0.004元，投标剔除、中标剔除和每一承销团成员投标标位差分别为50个、20个和25个标位。

数据显示，截至9月4日，财政部今年已发行四期记账式贴现国债，其中182天期和273天期品种各两期。最近一期182天期品种于9月12日（遇节假日顺延）按面值偿还。

（张勤峰）

## 净投放依旧 资金面难掀大浪

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

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。

## 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的四大行存贷数据

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）

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

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，基本面将对市场的影响将会超过资金面，收益率曲线中长端的下降动力更大。建议投资者可以适当延长交易品种的期限，选择

从供求关系上看，尽管9