

正股疲弱 转债普跌  
转债指数创15个月最大跌幅

“牛平”难继 “牛陡”难料  
债市急涨将告一段落

□本报记者 王辉

经济疲软奠定债市偏强基础，政策跟进宽松则提供债市上涨动力，上周债券市场再现快速上涨，中长期债券收益率大幅下行逾20bp，然而，收益率曲线进一步平坦化，逐渐对长端利率下行形成牵制，未来“牛平”行情会否顺利转换为“牛陡”仍存在不确定性，短期看收益率快速下行则可能告一段落。

债市牛气再现

上周，经过前期长时间的僵持之后，在8月经济数据尽显疲软、传闻央行投放5000亿元SLF以及正回购操作利率下调等利好接连的刺激下，利率债市场做多热情高涨，一二级利率交替下行，部分中长期限收益率创出年内新低。

上周后半周，利率债一级市场新债中标利率纷纷大幅低于二级市场，配置需求显著提升。二级市场方面，利率债收益率曲线大幅平坦化下行，长端回落幅度更大。其中，10年期固息国债和国开债收益率下行幅度分别高达25基点和26基点。国债10年期与1年期期限利差大幅缩窄20基点至26基点，处于历史较低水平。政策性金融债收益率平坦化下行的特征也非常突出。1年期非国开政策性金融债收益率下行5基点至4.30%，7年期非国开



收益率下行23基点至4.78%，而10年期非国开收益率则下行28基点4.82%。

短端利率成焦点

在上周货币政策量价松动信号齐现的背景下，市场机构对于未来一段时期债市行情普遍持相对乐观态度。海通证券等机构最新周报指出，一方面，预计9月宏观经济会表现为低位企稳但下行风险未消，通胀则继续回落，基本面整体对利率债仍有支撑。另一方面，“总

量平稳、定向宽松”的货币政策基调延续，会继续对债券收益率长端有向下推动。不过值得注意的是，对于后期债市能否演进为“牛陡”行情，市场仍有较明显分歧。

申银万国周一发表研报表示，上周正回购利率的下调具有十分重要的意义。这一方面显示央行有意维持中性偏松的货币环境，货币政策宽松方向确立；同时也代表央行的目标利率区间下降，相当于变相降息。该机构认为，在正

回购利率下调之后，央行后期还有暂停正回购或重启逆回购可能性。从政策趋势来看，利率短端需要进一步下行从而打开长端下行的空间，这意味着央行需要加大银行间宽松的力度，从而引导资金利率进一步下行。因此，本轮利率债收益率下行并未结束，“牛平”之后将是“牛陡”。

另有部分机构对“牛陡”一说持较为谨慎的看法。国海证券本周指出，目前国开债1年期和10年期的利差水平已降至约50基点左右，为历史偏低水平。以往只有在经济大幅下滑或者资金大幅收紧时，才出现过更低的利差水平。同时，持续偏高的资金成本后期也会继续约束短端利率的下行空间。综合各方面因素，当前的货币政策不太支持期限利差进一步大幅收窄，市场收益率曲线仍将延续平坦化走势。

国泰君安最新周报也指出，随着债市各类券种的期限利差和信用利差压缩到极窄之后，短端利率已成为抑制目前各层次利率谱系下行空间的最主要因素。考虑到主流机构在一级市场的自营配置需求仍是利率债定价的决定因素，而短端利率的下行则受制于银行资金成本和同业负债端资金需求的相对刚性，后期银行资金成本的压力预计还将抑制短端利率产品的下行空间。

## 收益率潜在下行空间不大

期，导致全球资金逐渐回流美国，中国的外汇占款可能会出现持续低位甚至负增长的情况。

而货币政策仍将逐步的、小幅的放松，收益率还有继续下行的可能。新常态下，管理层对经济下滑的容忍度在提高，但并不意味着政策会对经济的下行无动于衷，因为如果任由经济增速下滑，一旦下行趋势确立，未来很可能需要更大的放松才能稳住经济，所以政策总体的取向还是以宽松、托底为主，可能会对收益率下行有刺激作用。

不过，即便政策仍可能放松，但收益率潜在的下行空间已经不大了。首先，政策放松空间不大，利好刺激有限。由于担心政策过量，只有在经济数据较差或者外源流动性收缩时，管理层才会适度地放松政策，而一旦经济好转就将缩减政

策。未来政策空间不大，预计经济下行将引发降息0-1次，外源流动性紧张促使降准1-2次，而且放松表现为逐步、小幅、定向的特点，利好刺激可能会被市场预期逐渐消化。

其次，中短期仍有阻碍收益率下行的结构性矛盾。在四、五十年的维度中，国外数据存在收益率与GDP和CPI同向波动的现象。但是放到短期却难有明确的结论，从我国的数据也看不出长期趋势的作用，长期现象对短期投资的指导意义有限。目前阻碍收益率大幅下行的力量需要重视：我国储蓄率降幅明显超出投资率降幅，可能出现在投资增速总体趋缓的情况下利率反而上升的情况；宏观杠杆率水平仍在高位，债务的滚动压力催生了对资金的强烈需求，而总量稳定、结构优

化的政策取向导致了资金供给可能比较有限，资金供求失衡的矛盾短期内也很难化解。

再者，债券吸引力下降，收益率可能已部分透支明年的宽松预期。一方面，目前债券的等效收益率大多低于贷款和信托，吸引力较年初明显下降，除非贷款和信托利率出现大幅下行，债券收益率很难走出独立行情。另一方面，今年利率债收益率下行超过了100BP，但政策面上只定向降准1次，如果把其他动作综合看作降息1次的话，现在的收益率可能已经体现了明年1-2次的宽松预期，有透支未来政策利好的嫌疑。

总体上，从目前的收益率来看，尽管上行风险不大、在政策推动下仍有下行的可能，但潜在的下行空间已经不大。

## 债市策略汇

### 利率产品

#### 国泰君安证券： 政策兑现 不可恋战

政策利好短期兑现，利率债博弈价值下降。货币政策将进入观察期，待更差的经济数据出台才会有进一步宽松预期。短端资金利率预期乐观而实质下行幅度可能有限。一方面，5000亿SLF对银行流动性主要起到对冲作用而非明显扩张。需对冲新增外占下降、每月存准上缴、三季末和节假日资金需求增长、存款偏离度限制以及IPO集中发行等造成资金下降和波动；另一方面，短端利率的下行受制于银行资金成本和同业负债端资金需求的相对刚性。市场的焦点不在于方向判断，而在于结构性品种的把握。利率债的交易机会完全来自经济或政策面催化剂和博弈机会，对趋势不可过于乐观。

### 信用产品

#### 中银国际证券： 信用债是配置主流

经济的趋势性下滑为债券市场提供了一个较好的基本面条件，但债市目前由基本面推动的力量不足，更多是由流动性和机构配置行为推动。在总量货币政策不大举放松的情况下，市场利率的底部将下降。机构资金成本和收益要求双高导致需求主要还是集中在信用债，市场可能会呈现出利率底震荡和信用利差继续收窄的现象。信用债还是配置的主流，推荐城投债和高收益短融。

板块转移。由于股指进入预判区间，增持正在失去着力点，需要较强的交易能力。股指接近甚至超过区间上限之后，建议将止损向核心品种扩散，目前可以拿出少量仓位尝试波段机会。核心券仍然是：大盘中的平安、非金融大盘转债，题材转债仍看好国金、重工、歌华、隧道（减持）、东方，小盘齐翔、华天、长青、同仁、久立等，纯债替代徐工、南山（110元是减持分界线）。

### 中信证券： 看好偏债型转债

短期内预期政策放松的空间并不大，且在经济增长的预期差已经消失的情况下，股市终将回归经济基本面。债市收益率上行的风险不大，但仍面临以下不确定性：一是经济失速风险，货币市场宽松是否是常态化；二是新股密集发行仍然会对资金面造成一定影响，建议适当使用14天和7天回购来避开IPO对资金面造成的短暂冲击。基于经济下滑、纯债机会成本下降，当前对转债市场仍然谨慎乐观。由于“打新”的影响，不建议在本周对转债加仓。未来看好偏债型转债，建议以波段操作为主。（葛春晖 整理）

## 两银行今发同业存单

公告显示，兴业银行、上海银行23日将分别发行两期、一期同业存单。

兴业银行此次将发行该行今年第49期3个月期和第50期6个月同业存单，发行规模分别为10亿元、5亿元；上海银行将发行该行今年第24期同业存单，期限9个月，发行规模5亿元。以上三期同业存单均将采用报价发行方式，息票类型为零息。

此外，浙江萧山农村合作银行22日公告披露，该行今年同业存单发行额度为10亿元。至此，已有63家银行披露了2014年同业存单发行计划，累计发行额度达到1.37万亿元。而Wind数据显示，22日市场上存单的同业存单合计为3027.3亿元，与发行额度还有很大的差距，这意味着年内余下时间同业存单可能将保持密集的供应态势。（张勤峰）

## 市场预期乐观 资金面稳中偏松

□本报记者 葛春晖

周一，宽松政策引发的乐观预期继续主导货币市场，资金面稳中偏松，主流资金利率全线下行。市场人士表示，考虑到新股申购、商业银行季末考核以及国庆长假备付等因素，不排除本周公开市场正回购操作暂停的可能。

周一银行间质押式回购市场上，除跨季末和国庆长假的21天回购利率上行约9BP外，其他期限回购利率全线下跌。其中，主流隔夜、7天回购加权平均利率分别下行5BP、11BP至2.79%、3.23%，14天回购利率下行16BP至3.42%。市场人士表示，5000亿元SLF传闻并非空穴来风，其效应虽不如降准，但对于平抑短期资金面波动的作用明显，加之上周四央行正回购操作利率下调20BP释放出明确的引导市场利率下行信号，市场的资金面预期转向乐观。

机构融出意愿和资金规模均明显上升。值得注意的是，本轮新股申购密集期在本周三、周四，叠加季末考核、国庆长假等因素，后半周资金面压力仍不容忽视。与此同时，本周公开市场到期资金较少。据Wind统计，本周公开市场仅有250亿元

正回购到期，较上周的330亿元减少80亿元，其中周二、周四各到期150亿元、100亿元。有市场人士表示，考虑到上周的SLF操作，本周资金面出现大幅波动的可能性不大，与此同时，不排除央行在公开市场暂停正回购甚至重启逆回购操作的可能性。

### 鹏元下调福文新能源评级至BB- 且面临坏账和跌价风险上升；公司经营活动现金净流出规模较大，未来公司面临一定资金压力，通过银行融资缓解资金压力，公司资产负债率进一步上升，存在较大还本付息压力。

基于以上分析，鹏元将公司主体长期信用等级下调为BB-，评级展望维持为稳定。福文新能源是“12合肥中小债”的联合发行人之一，鹏元同期发布的跟踪评级报告维持“12合肥中小债”AA+的债券信用等级。（张勤峰）

### 正股疲弱 转债普跌 转债指数创15个月最大跌幅

受累于A股市场大幅调整，周一两市可转债出现大面积的下跌，十余只个券跌幅超过1%。中证转债指数创下近15个月单日最大跌幅。

周一，沪深股市再现大幅下跌，个股现调整，除餐饮旅游外，行业板块几乎全军覆没。受此影响，当天中证转债指数收盘跌1.52%，创下去年6月25日以来的单日最大跌幅。转债个券大面积走低，部分前期强势品种显著回调，如久立转债下跌2.63%，跌幅居首；大盘转债中，平安、石化、工行等跌幅均超过2%，中行转债亦下跌1.04%；当天有8只转债跌幅在2%以上，总

共12只转债下跌超过1%。得益于正股逆势飘红，泰尔、通鼎、隧道三只转债个券走势坚挺，尤其是泰尔转债收盘继续大涨2.69%，表现抢眼。此外，同仁债小涨0.63%，但成交稀少。

最近一两周，转债市场出现明显的震荡走势。机构报告指出，8月低于预期的经济数据使原先一致看多的市场情绪产生了明显分化。短期内经济增长下行的态势难以很快扭转，而本周市场面临新股集中发行和季末流动性紧张时点叠加期，对转债市场形成负面影响。总体而言，短期内转债市场仍将保持震荡调整，投资者应把握好节奏。（张勤峰）

## 农发行新债中标利率全线走低

22日，农业发展银行就该行今年第40期、41期和43期金融债进行了最新一次增发招标，三期债券中标收益率均低于市场预期。

农发行本次增发的三期债券品种分别为3年、5年和1年期固息品种。其中，1年、3年期品种票面利率为4.30%、4.92%，起息日均为7月21日；5年期品种票面利率5.07%，起息日为8月21日。来自中债网和交易员的信息显示，上述1年、3年、5年期增发债的中标收益率分别为4.2037%、4.5394%、4.6025%，均接近甚至略低于此前机构给出的中标区间下限水平。另据悉，三期新债认购倍数分别为3.85倍、4.63

倍、4.03倍，在今年以来的非国开政策性金融债招标中处于偏高水平，显示机构需求较为旺盛。与此同时，三期新债边际认购倍数分别为1.96倍、6.17倍、10倍，反映在短期资金面面临多重压力的背景下，期限偏长的品种相对更受交易型机构青睐。

分析人士指出，在经济失速风险加大、降低融资成本需求提升的背景下，上周宽松政策的相继出台，再次开启了无风险利率的下行空间，政策性金融债相对配置价值依旧明显。同时，伴随资金面预期转向乐观，昨日货币市场主流资金利率全线下行，进一步提振了本次农发行三期新债的招标结果。（葛春晖）

## 人民币窄幅震荡

周一，境内市场人民币兑美元即期汇率呈现窄幅震荡走势，未明显受中间价下跌的影响。市场人士指出，美元与人民币在前期上涨皆陷入盘整，短期外汇市场缺乏明确的方向，预计仍以震荡为主。

周一，人民币兑美元汇率中间价设在6.1458，较上周五下调30基点。即期汇率方面，周一银行间外汇市场人民币兑美元即期询价交易小幅高开在6.1385，全天多数时间在开盘价附近横盘运行，尾盘出现一波回调，收在6.1404，较上周五收盘价涨1基点。

外汇交易员表示，当前市场基本恢复到客盘购售汇主导

的局面，上周频繁出现的大行结汇的情况在周一出现得不多，且境内人民币价差趋于收敛，套利交易压力缓解，市场整体供求比较均衡，缺乏明显的方向。

截至周一17时，香港市场人民币兑美元即期汇率成交在6.1468左右，与在岸即期汇率约有60基点的价差。

交易员指出，稳定偏高的贸易顺差对人民币汇率仍形成有力支撑，但相对经济增长优势在缩小，且美元上涨趋势较为明确，未来人民币汇率走势的不确定性在增加。短期看，在美元陷入盘整的情况下，人民币或以震荡为主。（张勤峰）

## 口行25日招标两期金融债

中国进出口银行22日发布公告称，定于25日通过中国人民银行债券发行系统发行该行2014年第六十三期、第六十四期金融债券。两期债券发行金额均不超过60亿元。

其中，第六十三期金融债券为3个月期贴现债券，以价格招标方式贴现发行，中标方式为单一价格中标（荷兰式）。

招标时间为9月25日，缴款日、起息日为10月9日，上市流通日为10月11日。

两期债券均无基本承销额度，3个月品种无发行手续费，7年期品种发行手续费为发行总额的0.10%。（葛春晖）

## 北部湾银行25日 发行10亿小微金融债

广西北部湾银行股份有限公司22日公告称，定于9月25日招标发行2014年第二期金融债券。

本期债券计划发行总额10亿元，为5年期固息债券，采用固定利率形式，最终票面利率将由发行人根据市场招标结果确定。

时间安排上，招标日2014年9月25日，缴款截止日、起息日为9月26日，付息日为每年9月26日（遇法定节假日或休

假日时顺延至下一个工作日），顺延期间应付利息不另计息，下同），兑付日为2019年9月26日。本期债券每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金。

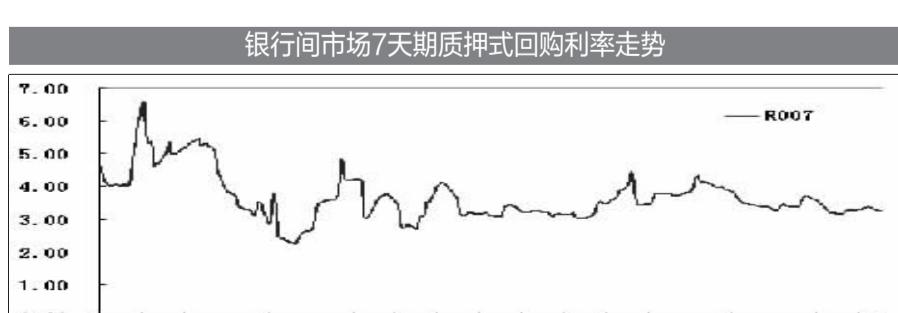
经联合资信评估有限公司综合评定，发行人北部湾银行的主体信用等级为AA-，本期债券信用等级为AA-。本期债券募集资金将全部用于发放小型微型企业贷款。（葛春晖）

鹏元下调福文新能源评级至BB-

且面临坏账和跌价风险上升；公

司经营活动现金净流出规模较大，未来公司面临一定资金压力，通过银行融资缓解资金压力，公司资产负债率进一步上升，存在较大还本付息压力。

基于以上分析，鹏元将公司主体长期信用等级下调为BB-，评级展望维持为稳定。福文新能源是“12合肥中小债”的联合发行人之一，鹏元同期发布的跟踪评级报告维持“12合肥中小债”AA+的债券信用等级。（张勤峰）



银行间市场7天期质押式回购利率走势

值得注意的是，本轮新股申购密集期在本周三、周四，叠加季末考核、国庆长假等因素，后半周资金面压力仍不容忽视。与此同时，本周公开市场到期资金较少。据Wind统计，本周公开市场仅有250亿元