

■ 前瞻三季度债市(五)

# 6月CPI破2 多头情绪仍浓 利率债“盛夏”行情尚未结束

□本报记者 王姣

7月以来,受益于避险情绪升温和流动性宽松,利率债收益率继续下行,10年国债收益率重新逼近2.80%关口,而最新公布的6月CPI数据同比仅上涨1.9%,则进一步点燃了部分市场人士对货币政策宽松的预期。

“通胀回落将进一步释放货币政策宽松空间。”有分析人士认为,考虑到三季度通胀温和下行,经济增长动力不强,货币政策预计边际宽松,甚至不排除近期降准的可能性。此外,受益于下半年全球避险情绪仍难以消退,国内机构配置压力不断释放,债市收益率短期仍有下行空间,长端利率债收益率或有望刷新年初低点。但也有观点认为,CPI的下行并不是货币政策宽松的充分条件,在汇率、杠杆率等方面约束下,公开市场利率和存贷款基准利率调整的概率很低。目前整体“亚通胀”格局依旧,货币政策仍将趋于稳健,在近期诸多利好消化完毕后,债券市场或延续震荡行情。

## 利率债延续涨势

伴随着英国脱欧事件继续发酵,诸多不确定性因素陆续浮出水面,全球避险情绪再度升温,并推动主要发达国家国债收益率继续下行。上周,美国10年期国债收益率一度跌至1.37%,再创历史新高;日本20年期国债收益率也首次跌破0%。

“全球负收益率债券规模超过13万亿美元,反映避险情绪下资金对安全资产的追逐;英国脱欧引发欧洲不确定性在增加,欧洲银行业面临股价大幅下跌,英国大量地产基金暂停赎回,避险情绪或进一步发酵。”海通证券表示。

在此背景下,国内债市一二级市场继续向好。一级市场,投标需求依然较为旺盛,据申万宏源证券统计,上周发行国债共735.5亿元,中标倍数在35~45倍之间。二级市场上,利率收益率继续下行,短端下行幅度明显大于长端。据中债到期收益率曲线,截至7月11日,1年、3年、5年、10年期国债

## ■ 债市策略汇

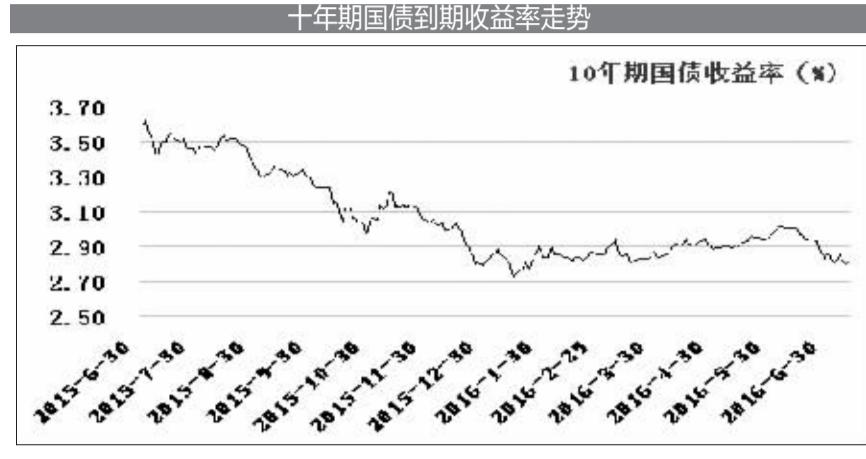
### 利率产品

#### 华创证券:利率面临向上压力

此前市场多头情绪浓烈,已经充分反映了市场对经济的预期、对海外市场波动的避险情绪,以及对央行宽松的预期。我们认为这些预期可能都难以兑现,因此债券市场存在调整预期的必要。而随着这些乐观预期调整,利率面临向上压力。此外,6月份物价超预期,叠加洪涝灾害和非食品价格的影响,年内物价低点或已经出现,下半年将再度面临向上压力。今年债券市场没有趋势机会,但有交易行情,在目前利率偏低的情况下,建议机构降低仓位。

#### 中泰证券:下半年仍有趋势性行情

整体来看,下半年债市仍有趋势性



债收益率月内分别下行了7BP、2BP、3BP、1BP,其中10年期国债收益率最低触及2.8016%,逼近年初创下的低点。

综合机构观点来看,近期利率债延续涨势的原因主要有两点:一是跨季后资金紧张程度骤降,资金面总体宽松并趋于稳定,上周R007均值下行25BP至2.4%,R001均值下行3BP至2.02%;二是欧洲银行坏账问题引发市场担忧,发达国家国债收益率普遍回落,全球避险情绪整体较高。

#### CPI回落引发宽松猜想

进入7月中旬,债券市场的关注焦点重回经济基本面,而最新公布的6月CPI同比仅上涨1.9%,令部分市场人士对货币政策宽松的预期再次升温。

国家统计局10日公布数据显示,中国6月CPI重回“1时代”,PPI连降52个月。其中,CPI同比增1.9%,前值2%,预期1.8%,虽符合回落预期但稍高于市场先前预期,主要因为食品价格大幅回落,非食品价格涨幅有所扩大;PPI同比降2.6%,前值降2.8%,预期降2.5%,PPI同比增速持续收窄,低于预期值,主要因黑色、有色金属行业价格大幅下行。

有观点认为,CPI从6月起重回“1”时代,为货币政策操作释放了空间。尽管7月以来,暴雨、洪涝等灾害对食品价格

产生了一定影响,但天气因素影响幅度和持续时间有限,三季度物价水平或为年内低点,物价的平稳运行将为央行的货币政策空间松绑,对冲式降准可期。

“自一季度降准以来,货币政策已4个多月没有再降息降准,主要是因为一季度经济触底回升、通胀预期抬头、房价暴涨,目前第一个因素已经被破坏,第二、三个因素未来将逐步弱化,因此货币政策再度宽松的预期正逐步升温。”方正证券表示。

不过也有观点认为,CPI的下行并不是货币政策宽松的充分条件,在汇率、杠杆率等方面约束下,公开市场利率和存贷款基准利率调整的概率很低,债券市场或延续区间震荡。中信证券在最新研报中表示,汇率贬值更有利于实体经济,而降息降准只可能加剧资产泡沫和推高价格,而且在消费升级和二胎政策推动下,中长期通胀预期坚挺,货币宽松的空间也不大。

“我们认为,经济复苏力度温和,预计下半年‘亚通胀’格局不变,基本面未如预期悲观,货币政策实质稳健,债券利率有底。”

#### 短期行情料有所反复

分析人士指出,近期债券市场多头情绪浓烈,充分反映了市场对经济的悲观预期、对海外市场波动的避险情绪,以及对

方案已落实到省市,下阶段将在企业中落地,“僵尸企业”破产和出清即将加速。而信用利差已接近历史低位,建议投资者警惕信用风险暴露带来的信用利差反弹。

#### 国泰君安:信用利差分化将加剧

近期信用利差全线大幅下行,中高等级信用利差基本已下行至前期低位,但这并不意味着信用债市场反转,下半年再融资滚动压力巨大,前期基本面弱平衡正反馈可能已转变为负反馈,且大多期限等级信用利差再度接近历史底部。另外,中证登再次收紧信用债质押回购准入标准和折扣系数,对市场短期冲击不大,但去杠杆影响偏负面,将进一步打击风险偏好,加剧目前信用债的再融资压力。整体上,我们维持未来信用利差分化加剧、中低等级信用利差易涨难跌的判断。

#### 信用产品

#### 申万宏源:违约风险尚未解除

过剩产能行业的信用违约风险尚未解除,实际上,煤炭钢铁供给侧改革

央行放松的预期。本周即将公布6月及二季度经济、外贸、金融数据,将是影响短期市场走势的关键因素。综合机构观点来看,三季度经济基本面、避险情绪、配置压力等因素对债市仍有支撑,不过在前期收益率快速大幅下行后,短期内投资者仍需警惕诸多利好消化后的反弹风险。

“英国退欧推动全球避险情绪升温,后续仍有诸多不确定性,国债和黄金等避险资产将持续受益。国内基本面来看,地产销量增速持续下滑,制造业投资难有起色,基建独木难支,而通胀风险短期缓解。未来长债利率有望创下新低,为信用利差继续压缩打开空间。”海通证券表示。

除经济难言好转、避险情绪难消外,机构配置压力仍然对债市具有支撑。中金公司指出,目前配置压力集中释放的原因有三点,一是虽然理财规模增速放缓,但存量资产到期数量大,尤其是高收益非标,出现大量提前偿还,导致配置压力;二是农字头机构和城商行信贷需求弱,仍有较强的委外需求,而部分大行近期也有新增委外需求;三是之前很多机构担心6月份资金面,配置行为较为保守,目前已经到了下半年,配置和欠配压力大增并集中释放。中金认为,虽然今年的配置压力难比去年下半年,但在配置压力阶段性集中释放的过程中,配置压力仍可能主导市场短期走势。

不过也有观点认为,近期债市在做多情绪的推动下出现快速下行,利率水平相对实际基本面已出现下行过度的状况。随着英国退欧事件对金融市场短期内冲击的消退,全球避险情绪正在逐步缓和,对短期交易行情形成一定的压力,建议投资者短期内以防风险为主。

综合机构观点来看,当前经济底部徘徊,物价平稳,在避险情绪的驱动下,债市仍具支撑。但公开市场操作保持边际趋紧背景下,未来流动性仍有波动风险,叠加各项半年末数据陆续公布的影响,债市短期或窄幅震荡,投资者可考虑适当获利了结,落袋为安。

#### 可转债

#### 光大证券:转债整体机会较弱

当前,股市难现趋势性行情,将以结构性行情为主,对转债市场支撑力度不强;债市基本面有向好趋向,但债市回报和机会成本依旧较低,继续利好转债市场。目前转债整体机会较弱,短期内应重点把握优质(有概念、股性好)个券进行博弈。

#### 兴业证券:转债延续“喝汤”行情

短期股市风险仍有限,转债继续“喝汤”行情。当然,转债整体表现可期待的空间不大,还是需要积极寻找机会。继续推荐国贸、江南、九州、以岭等品种,格力、歌尔等仍可关注。对股市较乐观的投资者,可以博弈顺昌、汽模等强股性品种,在相对债性的品种中,蓝标吸引力较大。(王姣 整理)

# 宽松预期落空 期债料高位震荡

□本报记者 王辉

周一,国债期货市场自高位回调,未能延续上周周中再度掀起的上涨势头。分析人士指出,在没有新利好因素刺激的情况下,短期市场收益率继续走低的空间料有限,预计期债市场将呈现高位震荡走势。

## 期货高位回调

尽管银行间市场资金面整体依旧宽裕,但在上周末货币宽松预期落空、股市和商品市场相对强势等因素影响下,周一国债期货市场整体出现小幅回调,期债两品种双双收跌。

从盘面上看,周一五年期期债主力合

约TF1609小幅低开,随即转入横盘震荡,午后跌幅略有扩大。截至收盘,TF1609报101.115元,跌0.135元或0.13%;持仓大幅缩至1335手至23512手,成交8745手,与前一交易日基本相当。此外,10年期国债期货主力合约T1609收报100.495元,跌0.21元或0.21%;持仓也减少1025手至27837手,成交则缩减近两成至14297手。至此,上述两合约均终结了此前的连续三日上涨,市场交投整体呈现出缩量减仓的特征。

市场人士表示,周一央行公开市场操作延续了上周以来的净回笼格局,但资金面整体依旧宽松,回购利率波动有限。同时,来自DM金融同业平台的数据显示,周一线上同业存单发行量录得2.52左右,线

下资金面表现持续稳定,流动性整体偏于宽松。不过,周末政策面仍无动作,债市在前期持续大幅拉涨之后,缺乏新的推动力,也使得周一债市整体表现偏弱。

#### 料转向高位震荡

目前市场多数分析观点认为,短期债市仍将面临下有支撑上有阻力的局面,继续上攻的动力还将有待积蓄。

交通银行金融市场业务中心高级交易员卢鹏表示,周一债券利率上行,国债期货走跌,主要原因来自多个方面,其中包括:周末没有货币宽松政策出台,股市和商品表现相对强势利空债券,美国非农数据很好增加了美联储今年加息的可能,有市场观点认为即将公布的6月信贷等金

融数据将好于预期等等。该交易员表示,在货币政策相对稳定的前提下,债券利率持续走低的空间预计相对有限。而政府和央行高层认为目前经济出现了一些企稳,这个政策信号需要投资者予以重点关注。

期货投资策略方面,国泰君安期货认为,短期内期债市场的走势,将更多由经济基本面及货币政策走向引导。如果二季度GDP、工业增加值、固定资产投资和货币信贷显示经济增长动能边际回落,则6月份以来的债券收益率下行趋势将得以延续;如果二季度经济运行整体没有超预期情况,则降准等政策措施推出的概率也会随之降低。综合技术走势等因素,该机构认为,本周国债期货市场可能出现回调整理。

# 人民币兑美元在6.7附近拉锯

□本报记者 张勤峰

7月11日,人民币兑美元汇率中间价仅做小幅调整,当日境内外市场人民币兑美元即期汇率反复震荡,波动不大、盘面胶着。市场人士指出,6.7元是短期的重要心理关口,在此价位附近,人民币兑美元有可能呈现一段震荡走势,但需关注即将披露的6月份及二季度经济数据对汇率的影响。

11日,人民币兑美元汇率中间价设于

6.6843元,仅较前一日上调10个基点;自

本月6日,该中间价再创6.6857元的逾5年新低后,过去三个交易日波动大幅收窄,涨跌均未曾超过40个基点。

人民币兑美元即期市场交易价格在逼近6.7元后亦有转向震荡的迹象。11日,境内银行间外汇市场上,人民币兑美元即期询价交易开盘报6.6889元,日内持续窄幅震荡,16:30收盘价报6.6879元,较前收盘价微涨2个基点,不过随后交易中,人民币

兑美元汇率继续回吐涨幅,截至18:30,报6.6898元。

香港市场上,昨日离岸人民币兑美元

汇率继续围绕6.70元反复震荡,截至北京时间18:30,CNH汇率报6.7030元,跌25基点。

与人民币汇率走势出现一定背离,数据似

乎显示近期购汇压力及资金外流压力并不如预期的明显,亦对人民币汇率有心理支撑。

交易员称,考虑到人民币贬值压力已

有所释放、两地汇率价差收窄、美元上涨

空间受限,未来人民币对美元出现无序贬值的风险不大,不过人民币震荡偏弱的走

势一时难以扭转,短期还需关注经济数据

的影响。

# 农发债增发行需求较旺

因宽松预期落空,11日,国内债券市场回调,但午后中国农

业

增

行

需

求

较

旺

。

上述各期农发债增发行收

益

率

均

低

于

二

级

市

场

值

水

平

度

。

市场人士表示,近期一级利

率

继

续

低

于

二

级

市

场

值

水

平

度