

■ 债市策略汇

利率产品

华泰联合:美国降级对我国债市短多长空

预计短期内债市收益率仍有可能继续震荡下行,但从长期来看并不乐观。近期美国国债评级遭下调对于国内债市而言短期内显然是有利的,而且海外经济走势走弱对于国内的政策紧缩也可能形成一定牵制。但是从长期来看,美国国债收益率的上行可能导致其他形式刺激政策的推出,那么国际大宗商品的价格也将表现为易涨难跌,国内政策不再收紧也将为未来通胀走高埋下伏笔,因此长期来看,通胀压力反而较前期更明显,债市反而不乐观。结合目前各期限品种的估值水平,继续建议关注央票、中长期固息政策性金融债以及部分绝对收益率超过6%的Shibor浮息债。

兴业证券:中长期金融债是较好选择

上周资金面的宽松带动收益率小幅下行,预计本周收益率仍将延续下行。理由是:第一,三驾马车动力不足,经济增速将继续放缓,外围经济持续恶化,欧美经济均不乐观,将拖累外需;刚刚发生的7.23动车追尾特大事故,使得政府开始反思高铁发展以及投资速度与其质量的不匹配,将减缓投资的速度以换取更高的配置品种。

信用产品

日信证券:甄别实际高评级信用债

当前信用债收益率已经远高于利率产品,其高票息收入将提供较高安全垫,一些对安全性要求较高的基金配置需求增加,因此这段时间一些保本基金陆续成立,同时社保基金也正着手准备趁机配置绝对收益率已经很高的信用债。

申银万国:信用风险溢价难继续扩大

八月初,银行间信用收益率出现拐点后收益率将会继续下行,但因市场对信用风险担忧不会很快消除,高低资质之间的相对利差难以很快缩窄。近期发改委、银监会纷纷出台政策稳定市场信心,市场对信用风险担忧程度在降低,因此相应的信用风险溢价也很难再继续扩大。随着整体债市环境转暖,交易所的三大品种中:高评级的分离债和公司债将有较大可能持续反弹;公司债在一级市场新发票面稳定后也将持续企稳,超跌个券有反弹可能;城投债超跌个券在政策面利好频繁出台,市场情绪稳定下,短期内会有反弹。不过,当前城投一级市场供给未恢复,一级市场对二级市场仍可能带来冲击,局部信用事件也没有结束,因此目前还不是交易型机构大举介入城投债的时机,但配置型机构可以逐步关注资质好的品种。

可转债

安信证券:未来以筑底为主

国电电力55亿元转债过会以及200亿元民生转债预案,目前转债市估值水平虽然不高,但是在一级市场的压力下,想有所提升较为困难。而正股受到外围市场、悲观预期以及流动性没有实质性缓解的影响,预计短期内不能够形成对转债市场的有利支持。在估值和平均价均缺少有利支持的情况下,预计转债市场启动尚需时日,但是从转债目前的到期收益率和绝对价格水平来看,进一步下跌的空间有限,估计未来以筑底为主。转债资产配置可先从底部较为坚实的品种入手,以防防御性配置为主,例如到期收益率为正且受到一级市场压力较小的石化转债、新钢转债,可以开始关注双良转债和中鼎转债的条款博弈进程。

光大证券:供给冲击持续加码

资金面方面,上周央行继续减弱公开市场操作力度,实现净投放440亿,缓和了前期资金的紧张状况。8月份公开市场到期资金3520亿,且一半以上集中在本周,达1920亿,其他各周到期资金相对较少,因此本周资金面继续保持略为宽松局面。在本月整体资金面略为紧张态势下,预期央行将灵活采取公开市场操作调整,再次上调存款准备金率小。大盘当前已处于2010年7月见底反弹之后的低位,对于通胀数据的结果已经有所反映。随着国电电力55亿转债审核通过,民生银行200亿转债的发行进程预期也逐渐接近,近1个月内供给冲击影响将加大。本周维持上周策略,积极关注低位大盘转债,等待市场消化此次供给冲击影响后再逢低吸纳。(张勤峰 整理)

■ 新债定位 | New Bonds

11附息国债16(续发) 中标利率预测区间【4.45%,4.59%】

债券期限	30年	计划发行额	280亿元(先追加)	计息方式	固定利率
付息频率	半年付息	招标方式	多种价格混合式招标	招标时间	8月10日
起息日	6月23日	上市日	8月17日	手续费率	0.10%

潍坊农信:资金面保持宽松,各家商业银行流动性充裕,有利于本次债券发行。近期债券市场收益率出现下行,主要是由于经济增速回落、资金面出现宽松,机构配置需求显现。

郴州银行:全球经济和金融市场再陷动荡,国内债券市场或短期受益。同时,资金利率回到近2个月低点,对市场构成进一步支撑。预计本期30年期国债的收益率会与上期较为接近,建议投标区间4.45%-4.55%。

徽商银行:近日债券市场小幅回暖,收益率有所回落,短期债市有望迎来一次交易机会。

央行公开市场操作显著放量

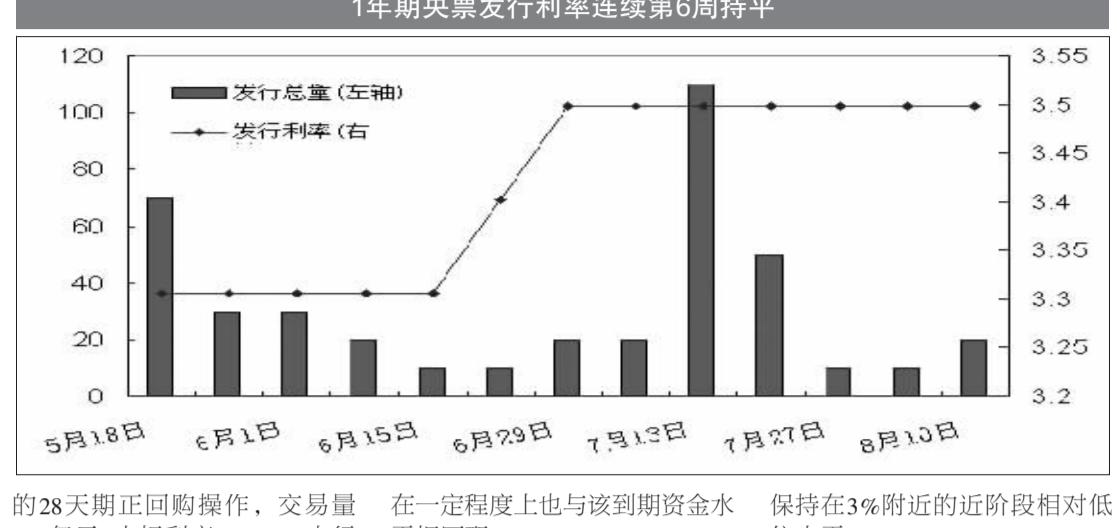
提准压力进一步减轻

□本报记者 王辉 上海报道

在连续数周保持公开市场地量操作后,央行在本周二(9日)大幅提高了回笼规模,在发行20亿元1年期央票的同时,进行了多达830亿元的28天期正回购。分析人士表示,虽然公开市场放量有本周到期资金量较大的因素,但从绝对数量上看,操作力度仍有大幅增强,这将减轻上调准备金率的压力。同时,在当前国内外经济形势日趋复杂的环境下,央行再次加息的必要性也有所降低。综合来看,短期内公开市场操作仍可能成为央行政策紧缩的主要着力点。

单日回笼资金850亿元

央行公告显示,央行8月9日以价格招标方式发行了2011年第59期央票,本期央票期限1年,发行量20亿元,价格96.62元/百元,参考收益率3.4982%,连续第六周与前一期持平。与此同时,央行还开展了一期规模较大



的28天期正回购操作,交易量830亿元,中标利率2.80%。央行进行上一期28天正回购操作还是在7月19日,当时操作量为250亿元,中标利率也是2.80%。统计数据显示,本周公开市场到期资金量为1920亿元,较上周增加1460亿元,为8月份到期资金量最大的一周。而9日资金回笼规模大幅上升至850亿元,

在一定程度上也与该到期资金水平相匹配。

市场资金面方面,尽管7月份CPI再创6.5%的近37个月新高,且今日公开市场出现大幅放量,但市场资金面却未受到显著冲击。WIND数据显示,9日银行间市场7天期质押式回购加权平均利率为3.1104%,较前一交易日仅微涨11个基点,继续保持在3%附近的近阶段相对低位水平。

提准、加息概率下降

对于此次28天期正回购的放量,市场人士表示,这主要是央行对于到期资金的“展期”操作,但同时也可能透露出某些政策信号,如果公开市场操作放量趋势能够延续,那么中短期内再次

动用准备金率及加息手段的可能就会显著降低。

上海一机构交易员表示,从周二正回购放量后的市场反应来看,主流观点可能倾向于认为,在近期全球经济和金融市场急剧动荡的背景下,央行将不太可能在短期内有幅度较大的政策动作。

此外,在周二7月份CPI数据公布后,国海证券、华泰证券等券商也发表观点认为,下半年物价缓步回落仍有很大可能,包括加息、准备金率等手段继续运用的必要性和政策空间都将较小。

对后期资金面的判断上,第一创业分析师宋启超表示,虽然上周以来市场资金利率出现较大幅度的下降,但中期来看市场资金面仍然不甚乐观。在当前商业银行体系超储率依然维持在1%以下较低水平的背景下,主流7天期回购利率即便继续回落,至多也只能降至3%附近,很难再有进一步下降的空间。

通胀筑顶近尾声 债市回暖或延续

□主持人:中国证券报记者 张勤峰
嘉宾:中信银行 庞爱华
国海证券 高勇标

在食品价格逆季节上涨推动下,7月份物价涨幅超预期创出近37个月新高。不过分析人士认为,鉴于紧缩见效、翘尾影响弱化与输入通胀减轻,未来物价逐月回落是大概率事件。另外,近期外忧加剧,国内货币政策或难有大动作,在资金面相对宽松的情况下,短期债市有望延续回暖趋势。

7月或是全年CPI高点

主持人:7月物价涨幅升至37个月新高,如何看待未来物价运行趋势?

庞爱华:在食品和居住类价格上涨推动下,7月份CPI同比达到6.5%,较6月份提高0.1个百分点。其中,猪肉价格上涨56.7%,影响价格总水平约1.46个百分点,是食品类中上涨幅度和驱动力量最大的一项。根据生猪存栏量变动情况,8月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

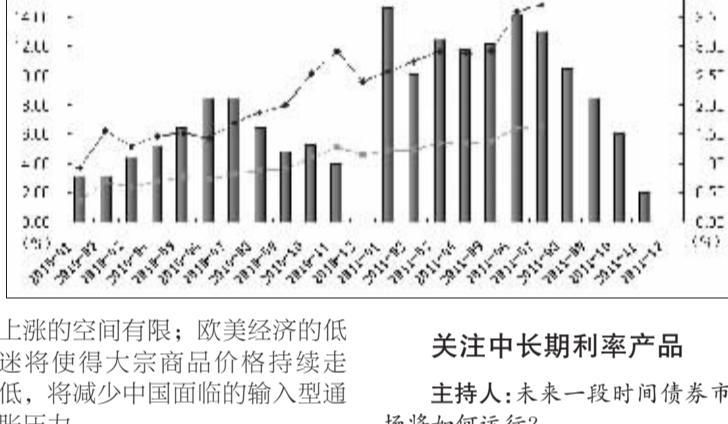
高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。

高勇标:7月CPI继续创新高,主要原因在于食品价格的超预期上涨,其中蔬菜和肉禽类价格的逆季节上涨是主导因素。虽然7月CPI超预期,但是下半年物价逐月回落依然是大概率事件,只是可能会因为短期因素的扰动而使回落幅度小于预期。预计8、9月份将是猪肉价格上涨达到顶点的时间。从全国22个省市猪肉平均价格变动情况来看,猪肉价格在7月底涨幅已经开始放缓,8月份第一周价格进一步下降。因此,从主导因素猪肉价格以及翘尾因素变动来看,7月份可能是全年CPI的最高点。



上涨的空间有限;欧美经济的低迷将使得大宗商品价格持续走低,将减少中国面临的输入型通胀压力。

货币政策进入观察期

主持人:货币紧缩的力度与手段是否会出现调整?

庞爱华:在当前复杂的国际国内经济形势下,央行需要持续对高物价和外部资金流入压力采取紧缩政策取向,同时兼顾经济增长的持续性,以免在欧美经济出现超预期恶化的前提下,国内经济出现超调。从近期来看,预计央行的政策目标将以市场流动性为主,同时还需关注央行在汇率政策和人民币国际化进程方面的可能变动。

高勇标:虽然7月物价超预期,但预计国内政策近期难有大动作。受美国长期主权信用评级下降和欧债危机影响,全球经济再陷衰退的悲观情绪弥漫市场。同时,国内经济仍然不容乐观,7月PMI指数创下了29个月的新低,工业增加值增速下降1.1个百分点至14%。在内外经济不明朗的情况下,央行货币政策将进入观察期。

前期央票和国债收益率已经出现较大降幅,进一步下降空间相对有限;金融债与国债的税利差仍然较高,而且从净供给来看,预计下半年金融债将明显低于国债,金融债的投资价值将逐渐显现;由于市场对城投债信用违约风险的担忧短期内难以消除,信用债的交易机会仍需等待。

关注中长期利率产品

主持人:未来一段时间债券市场将如何运行?

庞爱华:表面看,目前国内债市面临的外部经济和政策环境似乎与2008年10月份之前相同,市场参与者存在债市走牛的心理基础。但由于欧美在2008年后一直在处理危机遗留问题,所以即使发生新一轮危机,其与2008年那波经济繁荣中发生的危机也有实质性不同,因此不会出现彼时那种全面冲击国内经济的状况,除非美国国债偿还出现实质性问题。国内银行间债市将延续“类滞胀预期”的投资逻辑,中长期债券既要在经济增速可能下滑中寻找做多依据,同时还要防止央行可能出台紧缩政策的冲击;短期债券则主要是防止紧缩政策出台的风险。投资工具选择上,建议优先投资高评级短融和中长期国债。

高勇标:基于对未来CPI高位回落和货币政策将进入观察期的判断,我们认为资金面还将保持目前的宽松状态,债券市场将延续回暖趋势。前期央票和国债收益率已经出现较大降幅,进一步下降空间相对有限;金融债与国债的税利差仍然较高,而且从净供给来看,预计下半年金融债将明显低于国债,金融债的投资价值将逐渐显现;由于市场对城投债信用违约风险的担忧短期内难以消除,信用债的交易机会仍需等待。

既然不是经济基本面的“灾难”,那是什么摧毁了美国70年的国家主权信用?答案就是“政治斗争”,是“火災”,是美国两党政治斗争导致的。同时,实际情况可能并没有这么严重,因为此次降级事件中,“火災”因素大于“灾难”。从战后建立布雷顿森林体系以来,美元和美国的衰落就是一个长期而且无法逆转的趋势。70年来,美元的地位从等同于黄金,缓慢沦落到了不得不依靠其他货币贬值来维护自己统治地位的境地。同时,美国的中产阶级也从战后的“人人工作养全家”降低到了“两人工作加贷款养全家”的地步,甚至有的时候工作都成了问题,这是一个长期的过程,但在其他国家的综合实力都难以超越美国的情况下,美国“经济霸主”的地位依然无可撼动。至于短期因素,包括近期市场对于美国经济“二次探底”的担忧,以及股票市场大幅波动,就更不足以降低美国的长期主权债务评级。更何况从美国7月份就业数据好转来看,短期因素也并非完全负面。

如果说,此次评级的降低绝非经济本身的问题,而是政治斗争的问题。有效而可预见的政治体系对于任何经济体的平稳发展都是至关重要的,这也是美国金融市场独步全球的根本。如果政客的斗争长期化,金融环境将无可避免地严重恶化。高效的市场最为厌恶的就是“出人意料”的政策,因为这为寻租和谣言提供了再好不过的温床,而让市场推崇的价格发现机制无处生存。

总之,如何应对这次美国主权评级的降低才是我们日常工作必须面对的问题。我个人认为,投资机构没有理由因此改变此前对于美国经济走势的判断,短期内美国国债违约的可能性也并没有因此而增大。但是有必要在对外金融投资中,更多关注政治风险,尤其是美国大选临近可能导致的政治纠纷。

美国主权信用降低

“火災”而非“灾难”

□东兴证券 钟华

自1941年1月1日以来,美国的长期外债评级就一直保持在AAA级,但是8月6日(本文中均以北京时间为准)早晨,标准普尔公司将这一评级降低为AA+,展望为负面,同时排除了短期内再次调降其主权评级的可能性。

如果不了解国家主权评级的原理和操作过程,这一举动很容易引起市场的恐慌。毕竟这一行为可以被视为对“战后以美元为核心的国际金融体系”的颠覆。但是,实际情况可能并没有这么严重,因为此次降级事件中,“火災”因素大于“灾难”。

从战后建立布雷顿森林体系以来,美元和美国的衰落就是一个长期而且无法逆转的趋势。70年来,美元的地位从等同于黄金,缓慢沦落到了不得不依靠其他货币贬值来维护自己统治地位的境地。同时,美国的中产阶级也从战后的“人人工作养全家”降低到了“两人工作加贷款养全家”的地步,甚至有的时候工作都成了问题,这是一个长期的过程,但在其他国家的综合实力都难以超越美国的情况下,美国“经济霸主”的地位依然无可撼动。至于短期因素,包括近期市场对于美国经济“二次探底”的担忧