

■ 债市策略汇

利率产品

长江证券：机会不大 多看少动

进入下半年以来，债券市场一直没有系统性机会。短期行情不论是向好还是向坏都是被热点推动，如海外经济二次探底危险引发避险情绪、政策沉默期下流动性暂时宽松等等。政府部门对于经济还是有信心的，控制物价仍是政策首要目标，那么政策放松最早也要到明年才会到来。今年剩下

的4个月，出现系统性机会的概率非常低，对于机构投资者特别是交易性机构来说，显得格外难以操作，部分交易员则必须把握好每一个短期热点。建议资金相对充裕的机构考虑对中长期利率品种进行适当配置，资金不充裕的机构则多看少动，目前仍以持有至到期为主。

兴业证券：9月将迎来震荡市

预计9月份利率债收益率将出现震荡，原因如下：第一，受保证金上缴基数扩大的影响，8月底9月初收益率已经出现大幅上升，基本反映了这一消息对债市的影响，未来继续大幅上行的空间较小。第二，9月份利率债到期量为1475.4亿元，与8月份相当。其中国债到期量为825.4亿元，发行量较8月份大幅回落，供给压力较小。第三，由于经济和政策没有发生重大变化，资金面仍是主导中短期利率债走势的主要因素。9

信用产品

国信证券：继续以观望为主

目前的信用债市场已经发生很大变化，过去的收益率点位参考意义已经大不如前，在城投债风险还未完全消化之前，我们无法确认这轮收益率高点到底是多少，而且我们认为4季度信用利差还会继续上行。虽然从保护角度来看，目前中等期限中

低等级持有半年保护度非常强，发生亏损的概率比较低，但由于地方政府性债务没有公布地方性数据，导致市场对融资平台担忧还无法释然，因此从安全角度出发，目前继续建议以观望为主，等地方融资平台债务信息进一步明朗后再考虑介入时点。

中信证券：信用债收益率高位震荡

短融收益率水平已在很大程度反映了对资金面趋紧的预期，因此虽然资金面可能持续偏紧，短融收益率维持高位震荡的可能性较高。收益率曲线异常平坦时，对风险偏好较低的投资者而言，短融是相对较优的选择。同时，中票收益率也已逐渐反应资金面预期。虽然市场仍处于相对弱势，但考虑到缴存基数扩大在一定程度上

可转债

东方证券：回暖尚需时日

从中长期角度看，转债已经具备非常明显的长期投资价值。目前转债平均隐含波动率仅为15%，逼近历史最低水平，且已经显著低于正股历史波动率，长期恢复到历史平均水平的概率大。与海外转债相比，国内的转债条款很有优势，初始转股价定位普遍较低，刚上市即破发的情况不应持续太久。目前部分转债逐渐靠近债底的价格已经提供了足够高的安全边际，这可能吸引保险、社保等长期资金入市。接下来转债市场回暖的主要驱动因素来源于股市的趋势性上涨，但这可能

需要较长时间，中短期内受转债融资预案山雨欲来、资金面紧张、股市难以迎来反转周期等因素的影响，转债估值修复的步伐可能较为缓慢。对于机构投资者而言，在长期底部的位置可逐步加仓，但保持适度的灵活性也必不可少。品种选择方面，建议优先选择正股基本面较好、攻守兼备的工行转债，估值水平下降空间非常有限、弹性尚可的国电、国投转债，以及促转股意愿强、具备转股博取价值的新钢、唐钢、双良等转债。另外建议关注石化超跌后的投资机会。

中金公司：转债估值已近底部

从债、股性角度并参考历史，大盘转债估值已经接近甚至到达底部，当然绝对价位上还要取决于正股走势。恐慌情绪下，不排除市场有超跌可能，但调整空间的数量级别有限，极限情况也难超过5%。转债市场风险点已经逐步释放，未来主要关注股市表现和流动性冲击。未来市场表现可能将呈现震荡筑底走势。长期来看，股市已经处于低位，转债估值已经临近底部，投资者应以积极态度应对可能的震荡调整。当然，考虑到股市短期难以提供较强的上涨动力，资金成本也较高，加上风险点亟待释放，转债市场仍将呈现震荡筑底走势，我们仍强调慢节奏建仓观点。国电上市、双良接受回售、季度末资金最紧张时刻仍是增持敏感时段。前期表现甚好的正股替代策略有效性将明显降低，投资者更应关注转债市场本身机会。(张勤峰 整理)

国开行8日将发两期固息金融债

国家开发银行5日公告，将于9月8日发行不超过人民币150亿元的3年期固定利率债券，以及不超过180亿元的10年期固定利率债券。

两期债券分别为国开行今年第51期、第52期金融债，招标均采取单一利率中标(荷兰式)方式。其中3年期金融债发行承

揽费为发行债券面值的0.05%，10年期金融债发行承揽费为发行债券面值的0.15%。具体发行时间安排方面，3年期固息债缴款日和起息日均为9月19日，上市流通日为9月23日；10年期固息债缴款日和起息日均为9月20日，上市流通日为9月26日。(王辉)

平稳度过缴款日 9月资金面或前松后紧

公开市场回笼料短暂加码

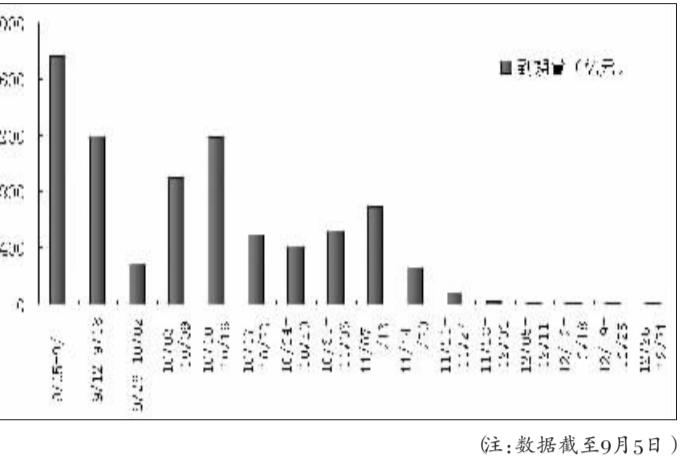
□本报记者 张勤峰

适逢首个补交准备金日，周一(6日)中短期资金价格再掀升势，7天回购利率跳涨60余基点。分析人士表示，受大行缴款叠加节日备付因素影响，短期资金面反复在情理之中。鉴于近两周公开市场到期资金相对充足，资金面在9月中上旬尚不至于显著恶化，同时，央行可能借此机会为四季度腾挪出更多资金，短期正回购将成为操作首选。

短期资金利率明显上行

经历短暂回调后，周一(6日)中短期资金利率再度迎来上涨。数据显示，核心交易品种隔夜回购加权由前日的3.47%升至3.90%，连续第三个交易日上涨。另一主力品种7天回购加权则结束短暂回调，由前日的4.21%复涨至4.89%，上行68个基点。另外，14天和21天回购利率也重拾升势，加权利率分别为5.30%和5.46%，分别上涨34个基点和36

今后两周公开市场将有近3000亿资金到期



(注：数据截至9月5日)

个基点。长期限方面，除3个月回购利率上涨35个基点至6.03%外，其余品种则延续回调态势，加权收益率小幅下行。

分析人士表示，周一适逢准备金缴款基数扩大的首个缴款日，中短期资金利率再度上涨推波助澜。值得注意的是，尽管缴款日中短期资金利率再度上行，但长期限资金利率保持相对平稳，而且短期限品种利率依然明显低于国电

金规模大致为700亿元左右。同时，中秋小长假渐行渐近，跨节资金需求亦对资金利率上涨推波助澜。

资金面短期无需过虑

值得关注的是，尽管缴款日中短期资金利率再度上行，但长期限资金利率保持相对平稳，而且短期限品种利率依然明显低于国电

转债申购前后的水平。这说明，当前资金面总体并非十分紧张。

分析人士表示，在到期资金阶段性高增的情况下，准备金补缴压力尚不足以导致银行体系流动性急剧恶化。据机构测算，9月份银行需补交法定准备金约1500多亿元。而本月到期央票和正回购有3510亿元，其中3220亿元分布在中上旬，在公开市场有望保持净投放的局面下，到期资金流完全可以满足银行缴款需求，加之9月份财政存款减少通常会释放一定的流动性，因此9月中上旬资金面情况还无需过虑。

不过，9月下旬资金面可能再度紧张。从目前数据看，9月到期资金过于集中在中上旬。一旦步入下旬，国庆长假备付和季末揽储压力将同时呈现，加上到期资金急剧萎缩，如果管理层不进行常规渠道以外的投放安排，资金面趋紧是大概率事件。

1年央票发行量回升至30亿

在准备金新政公布之后，市

场普遍预期央行将通过公开市场净投放资金，以缓冲准备金缴款压力。不过，分析人士指出，虽然9月份公开市场实现净投放是大概率事件，但从平稳流动性角度出发，当前央行仍存在投放跨季资金的必要，而鉴于9月中上旬到期资金规模较大，近期公开市场操作力度可能会适度提升。

据Wind数据统计，10-12月到期资金分别只有2980亿元、1550亿元和60亿元，因此理论上央行需要在9月份动用3个月和1个月工具向四季度投放更多资金。具体工具选择上，分析人士认为，由于央票利率倒挂严重，除非大幅提高发行利率，否则提升操作量将会存在很大难度，因此正回购将成为央行搬运资金的主力工具。

据央行网站消息，9月6日(周二)央行将发行30亿元1年期央票，发行量比上周略增20亿元。市场人士表示，本周公开市场到期资金1760亿元，远超银行首轮补交准备金的需求，因此，央票发行量小幅提升只是顺应回笼需求之举。

■ 外汇市场日报

敏感因素较多 汇市谨慎整理

□天利恒丰 丁勇恒

在将近两年时间以来首次低于50荣枯分界线。作为欧元区的主要经济大国，法国、德国经济制造业的衰退迹象明显，在欧洲危机尚未解决的情况下，制造业数据无疑会被市场解读为偏利空。

中国8月官方制造业采购经理人指数(PMI)逆转此前连续四个月连续下滑的趋势小幅回升至50.9。该指数历经4个月持续回落之后止跌回升，显示出经济发展态势回稳。但中国官方非制造业PMI为57.6%，比上月回落两个百分点，该指数在经历了7月的短暂反弹之后又重新步入下降态势。

美国8月ISM制造业采购经理人指数(PMI)从7月份的50.9小幅降至50.6，数据虽然好于之前预期的48.5，但仍暗示了制造业的疲软。

周内市场将面临诸多重大事件和数据，主要包括：澳、加、日、英、欧五大央行利率会议，欧洲服务业PMI数据、德国工业数据及美联储褐皮书等。在全球经济持续疲软的背景下，各国央行是否将采取特别措施推动经济发展，会不会对汇市形成新的指向值得关注。重要数据当前，又恰逢周一美盘主

要市场休市，多重因素叠加令市场异常敏感，周一亚洲市场交易时段观望情绪有增，市场交投清淡。

至北京时间周一16:30，美元指数在触及74.84一线低位后急速反弹至75.00后报于74.98，欧元兑美元报于1.4125附近，大有向下挑战一个月低点之势。

保险机构成8月债市做空主力

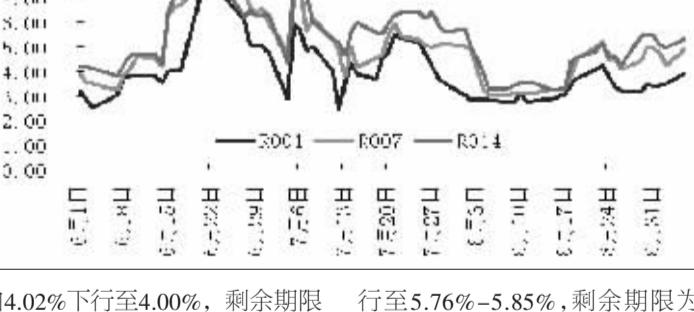
中债网最新公布的债券市

场统计月报显示，8月份债券托管总量较前月小幅增加864.18亿元。与此同时，保险机构持债总量较7月下降251.64亿元，成为当月商业银行、保险机构、基金等三大市场主体中唯一一类净减持债券的机构。

数据显示，截至8月末，债券市场银行间债市及交易所债市在中债登托管的债券总存量为208167.39亿元，环比小幅增加864.18亿元，增幅0.4%。分机构看，商业银行8月末持债总量为141551.24亿元，当月增加1141.73亿元；基金8月末持债总量为14705.77亿元，当月增加153.13亿元，较2010年年底更是大增2759.18亿元，并一举创下该类机构持债数量的历史新高；保险机构8月末持债总量为19800.62亿元，当月减少251.64亿元，降幅1.2%。由此，保险机构则成为8月债市最大做空主力。

分具体券种看，保险机构8

缴款日资金利率略有上扬



由4.02%下行至4.00%，剩余期限为9.96年的11国债19收益率下行3BP至4.06%水平。

央票方面，剩余期限为1.94年的10央票69，收益率微幅上行1BP至4.30%。金融债方面，剩余期限为4.53年的11国债14收益率下行2BP至4.66%水平，剩余期限为6.82年的11农发11双边报价由4.6%-4.75%下行至4.58%-4.65%。

信用债方面，剩余期限为0.91年的11中冶CP01(AAA)市场双边报价由5.71%-5.80%上

行至5.76%-5.85%，剩余期限为3.4年的11国航MTN1(AAA)由5.59%-5.61%上行至5.64%-5.66%，剩余期限为4.52年的11神华MTN1成交于5.65%，较上个交易日下行1BP。

本月公开市场到期资金多达3510亿，由此预计9月份资金面仍将以平稳为主，不排除节前时点性紧张状况的存在。在相对平稳的资金面支持下，预计债市收益率将在高位缓慢震荡回落，有配置计划的机构可择机建仓，获取套利空间。

转债、石化转债等3只大盘转债品种的跌幅也均在1%以上，其中石化转债收盘报89.91元，在经过持续多日的下跌之后，价格已跌破90元大关。

市场人士表示，持续表现羸弱的A股市场5日再度下跌，主要股指正面临新一轮寻底，进一步加剧了转债市场的做空气氛，转债市场因此再度遭遇重挫。预计在短期内，转债市场仍可能延续近期跌势。

主要投资者债券托管量变动(单位：亿元)

