

“牛尾”气氛愈发浓重 八月债市难改震荡

面对央行意外再度降息,7月份银行间债券市场总体反映平淡。一方面,经济增长步入长周期下降、物价增速也在继续下滑;另一方面,债券收益率透支预期、经济降速有望企稳、资金面未见明显放松、信用风险暴露等等负面因素也逐渐聚积。尽管债市仍有基本面支撑,但这场债市盛宴的滋味似乎已经越来越淡。

□本报记者 张勤峰

7月收益率先下后上 两特征凸显行情谨慎

7月银行间债市收益率上演先抑后扬“两部曲”。7月上旬,跨季后流动性改善与月初央行再次降息,推动收益率曲线缓慢下行;进入中下旬,因披露的经济数据显露下滑趋缓迹象,且逆回购到期与降准预期后延致资金面略微收紧,收益率曲线开始重新走高。

以收益率衡量,截至7月27日,主要券种利率相比6月末有小幅度的下行。利率产品方面,央票收益率短降长升,1年以内较6月末下行5-7bp,1年左右维持在2.65%附近,接近3年的品种在同期限国债带动下上行约14bp;国债收益率除3年品种之外均不同程度走低,幅度在2-8bp之间,其中10年期国债由3.33%降至3.28%左右;政策性金融债收益率则呈现两端下行、中间持稳的态势,整体变动幅度在4bp以内。信用产品方面,收益率短升长降,高等级表现胜过中低等级。以中短期票据为例,超AAA1年期品种收益率上行约10bp,3-7年期品种下行2-16bp不等,各期限平均均为下行3bp左右;AA级品种1年期收益率同样上行10bp左右,但3-5年品种结构与上月末持平,7年品种下行约13bp,各期限均值与上月末持平。

值得注意的是,7月收益率虽维持小幅下行,但难以掩盖债市交易的谨慎气氛。突出表现在两方面,一是债券收益率对二次降息表现麻木。7月5日央行意外宣布再度降息,债券收益率下行幅度却远不及存贷基准利率调整幅度,10年国债在短暂下破3.2%关口后重返3.3%一线。二是近一个月以来,各等级信用产品全面跑输利率产品,贯穿上半年的信用债行情出现拐点,显示防御策略正上升为主流。

三因素掣肘市场 震荡或是主基调

综合各方分析,7月份市场的谨慎情绪主要来源于经济企稳改善预期、政策放松滞后导致的资金紧平衡状态,以及信用产品供给放量与违约风险暴露。目前看来,8月份可能处于经济数据下行放缓的兑现阶段,上市公司中报盈利恶化则将维持市场对信用风险的关注程度,利率水平在底部震荡过程中可能面临一定的波段上行风险,但与此同时,通胀下行趋势明朗,7月CPI破2%可期,将进一步拓宽政策调整空间,央行8月份降准降息皆有可能,债券收益率应不具备大幅上行的可能。综合来看,震荡盘整或仍将是8月行情的主基调。

始于去年四季度的本轮行情迄今已持续10个月左右,从利率债率先发力,到高等级信用债接棒上

涨,再到中低等级信用债全面逞强,市场走完了从无风险产品到信用产品的轮动周期。目前无论是利率债收益率水平,还是信用债信用利差水平,都已处于历史均值下方,应该说比较充分的反映了未来经济基本面向下行的预期。与此同时,行情进入尾声阶段的特征也愈发明显。随着稳增长政策效应逐渐释放,若经济基本面企稳甚至开始回升,无疑将演变为逆转债市行情的关键力量。而自6月经济数据公布以来,部分经济指标出现环比改善的积极迹象,的确暗示前期过度悲观的经济预期可能存在纠错风险。7月中下旬,基本面上升为债市行情的主导力量,成为彼时收益率反复的原因之一。鉴于汇丰PMI数据明显回升,中信证券等机构认为,7月经济增速小幅回升的概率较大,8月份将成为经济数据利空的兑现窗口。

资金面反复被视为7月收益率先抑后扬的另关键因素。7月中下旬,公开市场逆回购集中到期,央行坚持采用滚动开展逆回购的“拖延战术”,而迟迟未下调存款准备金率,导致资金利率维持在偏高水平。兴业证券报告指出,短期因央行逆回购力度加大,资金紧张局面有所缓解,但整体仍是紧平衡状态,在不降准的情况下,8月份流动性难见明显改观,甚至有进一步收紧的可能,资金价格亦无法有效回落。

除此以外,信用产品供给放量与信用事件频发还将继续困扰市场。一方面,随着融资成本降低与监管部门放宽发行门槛,未来中短期票据、企业债等债券潜在供给压力不容小觑;另一方面,目前正值上市公司半年度财务数据集中披露窗口,企业盈利下滑形势明朗,围绕债券信用风险的讨论难以很快降温。

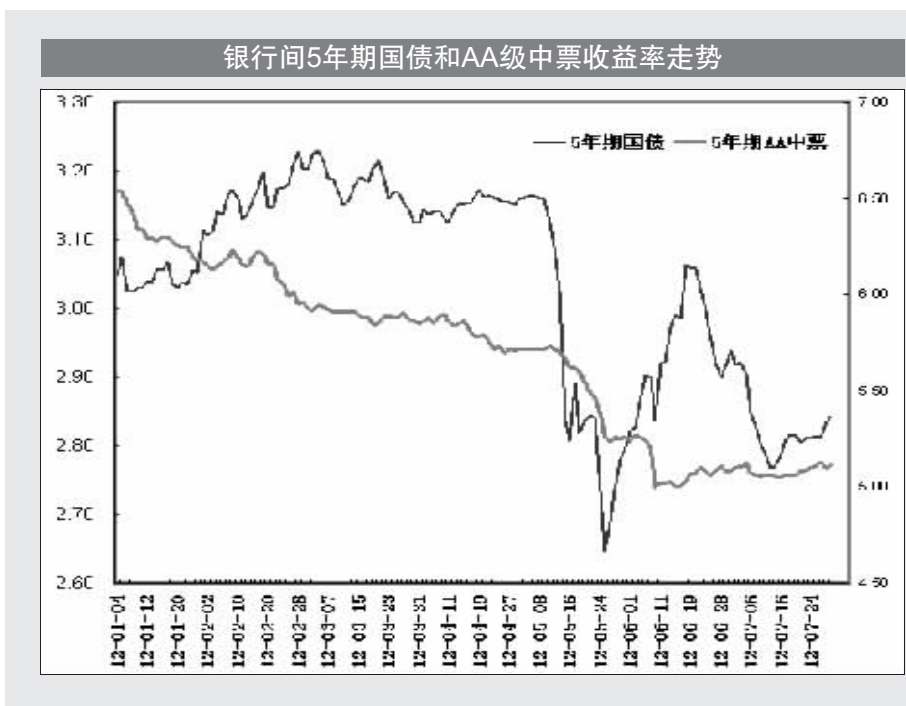
如此来看,8月份债市将继续承受来自经济基本面与资金面的压力,无风险利率在底部震荡中可能存在一定的波段上行风险,信用债则可能因信用事件的多发而存在利差扩大的风险。

但也应当看到,当前经济走势尚未脱离下行范畴,经济潜在增长中枢有下移的趋势;海外风险事件此起彼伏,欧债问题悬而未决,欧美经济持续下滑,此外,7月份通胀预计将继续大幅下行,政策仍有放松的空间,央行在8月份有可能继续降准或降息。因此当前债券市场既有压力,也不乏支撑。综合考虑,8月份债券市场大概率将继续震荡格局。

中信证券建议,在资金面偏紧的震荡市中,短端利率受到的冲击较大,而中长端利率产品受流动性的冲击较小,因此持有风险较低。在降准时机不确定的情况下,建议在资金偏紧、短端收益率明显上行后介入,等待政策放松带来的波段交易机会。

前值下降0.3%; 年率下降1.0%,前值下降0.4%。另外,欧盟委员会公布的数据显示,欧元区7月经济景气指数不及预期且消费者信心下修,欧元区7月经济景气指数87.9,不及预期88.9和前值89.9。同时,欧元区7月消费者信心指数终值下修至-21.5,预期-21.6,初值-19.8。同时,欧元区7月工业景气指数-15.0,企业景气指数-1.27,消费者信心指数终值-21.5,服务业景气指数-8.5,均不及预期。投资者此前的风险情绪受到疲弱数据打压,非美风险货币震荡下行。

虽然此前欧债及全球经济放出了一定的好转信号,但仍不能充分缓解投资者的忧虑。本周内,三大央行将公布利率决议,美国非农就业数据和失业率等重要数据也将要公布,重要消息出台之前,预计市场交投意愿不强,汇市将维持内生产总值初值季率下降0.4%,



需求平淡压制7月债市 一级市场或维持偏弱格局

□本报记者 王辉

伴随7月将尽,本月债市一级市场的基本状况已基本清晰。在前期市场超前消化宽松利好、一度高涨的降准预期迟迟得不到兑现的背景下,大量机构的获利了结冲动与新债供给的双重压力,直接导致了7月一级市场的相对疲弱表现。分析人士表示,如果仅从市场供求角度来研判,未来以信用债为代表的 新债供应高压态势仍难以缓解,中短期内一级市场偏弱的格局还将持续。

供应放量VS需求平淡

根据WIND的统计数据,截至7月30日,7月份债券市场已发和拟于月内发行的债券合计规模7868.31亿元,其中利率债4582.97亿元,信用债3285.34亿元。虽然从环比角度来看,7月份一级市场发债总量要低于6月份的8661.23亿元,但从更长周期角度来看,本月新债发行规模仍然为2011年5月份以来的

第三高水平。而从月度同比数据来看,本月新债发行总量较2011年7月的6319.70亿元增加了1548.61亿元,同比增幅24.50%,其中信用债较2011年7月更是实现了翻番,同比增加126.83%。

从发债结构来看,7月份新债发行呈现出短期融资券与超短期融资券大幅放量的特征。截至30日,7月份两者合计发行1846.7亿元,较6月份1282亿元的发行金额猛增近半。对此中金公司观点指出,7月企业偏好绝对融资成本低的短期债务融资的特征十分明显,近一半的净增量都来自于短融,尤其是超短融的供给大幅增加,这与超短融发行人群体扩大至普通AAA级有关。

与此同时,在7月一级市场供应放量的背景下,由于本月二级市场呈现震荡格局,未能延续上半年的走强格局,7月新债整体也展现出认购偏弱 的状况。WIND统计数据显 示,截至7月30日,7月以来银行间市

场发行的22只利率债(含国债、地方债及金融债)中,仅有7只认购倍数达到2倍以上水平,占比约为三成。此外,22只利率债的算术平均认购倍数为1.8091倍,显著低于5、6月2.0074倍和1.8975倍的平均认购水平。认购倍数的下降直接显示出本主流机构对于新债认购热情的下降。

新债扩容态势有望延续

对于7月份一级债市尤其是信用债发行压力的居高不下,中金公司在上周五发布的研报中指出,供给压力上升成为了近期压制信用债表现的主要因素。中金预计8月新债供给压力仍不会明显下降,信用债总净增量超过1500亿的可能性很大,尤其是超AAA品种和大型银行次级债月内就可能发行近千亿。结构上看,8月短融中票的供给压力相对7月会有所减轻,企业债、次级债和公司债供给压力会增大。

而国泰君安在本周一也发

表观点认为,当前债券融资利率相对于贷款有优势,高等级发行人有发行长期债券、锁定较低的融资成本的动机,后续供给压力将令市场承压。此外,近期还有市场消息称,银行间市场交易商协会即将放松城投公司短融中票注册,发改委也计划将发行人范围从百强县扩展到非百强县,未来城投债供给势必还会进一步增加。

而在利率债方面,多数分析观点则普遍认为,近几个月利率产品单月供应均基本保持在20只、4000亿元左右水平的状况,中短期内预计将不会形成显著变化,一级市场新债发行压力期待获得缓解,将难以从中得到明显助力。

在新债供应压力短期难解的背景下,广发银行在本周发布的7月债市月报中指出,预计8月份收益率走势将会会上难下。如果降准兑现、资金面得到宽松,则曲线陡峭化还有希望;而经济数据如果出现好转,那么中长端利率还会继续面临上涨压力。

5年期新发地方债认购倍数创年内新低 中标利率大幅走高

此外,临近月末,大型银行配债需求不足也影响到了本次招标结果。根据此前的发行公告,本期地方债发行额度中,宁波、安徽、湖北、四川、云南省(市)额度分别为9亿元、55亿元、52亿元、68亿元、49亿元。各省(市)额度以2012年地方政府债券(六期)名称合并发行、合并托管上市交易。本期债券7月31日开始发行并计息,8月2日发行结束,8月6日起上市交易,2017年7月31日偿还本金并支付最后一年利息,财政部代为办理本期债券还本付息。

今年以来地方债招标结果					
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	实际发行总额(亿元)	认购倍数
12地方债06	2012-7-30	5.00	3.13	233	1.29
12地方债05	2012-7-23	3.00	2.74	231	1.30
12地方债04	2012-7-16	5.00	3.02	239	1.42
12地方债03	2012-7-9	3.00	2.75	239	1.35
12地方债02	2012-6-29	5.00	3.07	210	1.40
12地方债01	2012-6-15	3.00	2.76	206	1.47

机构视野 招商银行 配置需求还在 中长期金融债仍有价值

从投资行为看,交易盘受政策放松不及预期的影响,获利了结”与”落袋为安”的心态较为浓厚,但投资盘在下半年的配置需求依然存在。当前市场所存在的问题是,前期过多地将未来上涨的动力寄托在政策放松的步伐上,这导致大部分市场机构均倾向于在上半年放松周期初期加大配置力度,而等到如今三季度经济及通胀处于低位、是否见底的不确定性加大的时候,机构则选择了持币观望。

相对于交易盘”利润导向”的驱动动机而言,配置盘更多兼顾着平滑投资周期以及配置产品的任务。考虑到本轮放松周期很可能持续到明年,明年配置压力将更大,配置盘考虑的可能更多是如何调整持仓结构,置换出当前收益率过低的短久期品种。从这点看,我们认为中长期金融债依然具备较大的投资价值,未来期限利差收窄的趋势还将进一步持续。

中金公司 信用债扩容压力不减 长期高等级占优

7月非金融企业的信用债总净增量接近2100亿,创下年内新高,供给压力上升成为了近期压制信用债表现的主要因素。从结构上看,企业偏好绝对融资成本低的短期债务融资的特征十分明显,7月近一半的净增量都来自于短融,尤其是超短融的供给大幅增加,与发行人群体扩大至普通AAA级有关。

8月供给压力仍不会明显下降,信用债总净增量超过1500亿的可能性很大,尤其是超AAA品种和大型银行次级债月内就可能发行近千亿。不过7月中旬以来短融(不含超短融)和中票的发行及注册频率都有所放缓,而且8月的到期量也比7月高一些,结构上看8月短融中票的供给压力相对7月会有所减轻,企业债、次级债和公司债供给压力会增大。考虑到法定准备金率进一步下调前资金面整体仍比较紧张,供给量短期内又难以看到明显回落,我们维持信用债收益率易上难下的判断,同时基于对收益率曲线平坦化的判断,长期高等级信用债仍是最好的配置品种。如果8月长期限AAA级品种供给集中释放推动收益率上行,则是良好的配置时机。

东方证券 供给冲击有限 弱股性转债安全边际较高

上周两市转债有所调整,主要触发因素来源于民生银行200亿及南山铝业60亿可转债的集中过会。市场对石化、民生、平安、南山等大中盘转债的供给冲击有一定预期,但民生和南山过会的时间应该说早于市场预期。目前转债市场按面值计算的存量为1218亿元,民生及南山合计260亿的发行额将占到超过17%的市场份额。

在投资者普遍对股转债预期不高、转债弹性又偏弱 的情况下,显著增加转债仓位的可能性不大,未来调仓需求可能对部分大盘转债的价格产生一定冲击。此外,民生上市初期的定价水平可能不高,这对前期溢价率已经超过6%的工行转债而言存在一定估值压力。不过目前工行溢价率已降至5%以内,中行也接近债底,石化有二期等其他因素支撑,供给冲击进一步影响估值的空间不大。从目前转债的价格水平看,经过近一个月的调整后,股性中等偏弱的转债价格风险有所释放,中行、歌华、中海等品种的价格安全边际已经较高,部分股性中等偏强的中小盘转债价格有所偏高,隐含了较多的正股上涨预期,可能存在风险。(张勤峰 整理)