

# 短时反弹延续 奢谈牛市尚早

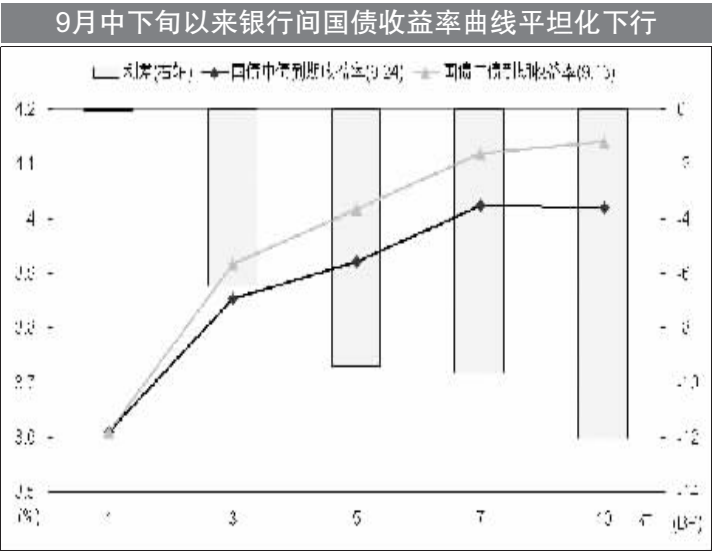
□本报记者 葛春晖

9月中下旬以来,受益于资金面好于预期、新债供给下降以及四季度经济预期回落等因素,债券市场出现一定反弹迹象,中长期利率产品收益率回落尤其明显。分析人士指出,短期来看,债券市场反弹有望延续,但中期来看,造成本轮债券熊市的逻辑未根本改变,在基本面上不会出现大幅衰退、资金面难破紧平衡以及商业银行配置需求下降的背景下,预计年内债券市场都将是震荡为主,暂时看不到牛市再现的苗头。

## 三因素触发市场回暖

下半年以来的债券市场完全沉浸在熊市氛围之中。以银行间固息国债为例,自7月初至9月13日,除1年期品种因此前已先行大涨而仅上升约13BP外,3-7年期固息国债收益率均上行了约70BP,标杆品种10年期国债收益率则由6月末的3.51%升至4.14%,上行幅度达到63BP。在此期间,一级市场发行也是寒流不断,不但新债中标利率频频高于预期,更有众多信用债发行主体纷纷推迟或变更了发行计划。

不过,在投资者情绪极度低迷之际,触发市场出现转机的因素则在不经意间悄然降临。首先,市场资金面好于预期。在6月



钱荒”刚刚过去的日子里,市场对于未来资金面的预期一度十分悲观,特别是月末和季末的流动性状况,更是牵动着市场的神经。但随着金融机构对于央行调控思路和节奏的逐渐明晰和适应,再加上8月以来外汇占款出现正增长,9月财政存款投放季节性增加,市场上的悲观预期逐步得到了修正。美联储推迟退出QE,更为市场资金面预期注入了一份意外之喜。在季末和国庆长假脚步临近之际,昨日隔夜、7天回购加权平均利率分别大幅下降29BP、49BP至3.35%、4.03%,市场一度担心的季末流动性紧张已是烟消云散。

其次,在银行尚在去杠杆之

时,三季度新债特别是利率债供给环比大增,供过于求导致新债发行利率不断走高,并带动二级市场持续调整。而进入9月下旬,新债发行规模逐渐收缩,而第四季度通常是利率产品发行淡季,供应压力下降缓解了一级市场的供需矛盾。

第三,三季度以来出台的一系列经济数据持续回暖,通胀出现小幅回升,基本面对债券市场的影响也一直偏于负面。不过,随着时间推移,市场关注点逐步转向第四季度的基本面,而目前多数机构预计,三季度出现的经济回暖或难以持续,四季度经济可能出现小幅回落,从而对债市转为正面支撑。

正是上述三方面转机因素的出现,使得债券市场从9月中下旬以来出现了一定的反弹迹象。特别是中长期利率产品,收益率下行尤其明显。如截至9月24日,10年期国债收益率自9月13日高点回落至4.02%,下行幅度达到12BP。

## 四季度低位震荡概率大

伴随债券市场交投情绪回升,考虑到前述三项利多因素短期有望持续,当前提示短期机会的观点也有所增多。如光大证券表示,当前利率债收益率仍处于历史高位,已具有较高吸引力,且负面因素大部分影响已被反映在价格之中,预期收益率再次大幅上行的概率已较低,建议强化对中长期利率品种的配置比例,政策性金融债的投资价值好于国债;信用债方面,考虑到收益率亦处于筑顶阶段,配置型机构亦可以加仓,但由于四季度信用债仍面临供给释放压力的约束,交易型机构仍需持仓等待。

不过,多数机构仍认为,尽管现阶段债券市场出现了一定的反弹机会,但就债券市场整体行情而言,由此断言熊市将尽、牛市将临则为时尚早。如航天证券在其最新研究报告中表示,展望四季度,经济方面,增速或冲高回落;通胀方面,猪价大周期难以启动,但债市仍会受到小周期扰动;货

币政策方面,近阶段整体呈现出对冲维稳的政策意图;资金面方面,六月之殇虽难以再现,但四季度整体仍将呈现紧平衡状态;此外,利率市场化也将加快推动中期国债收益率中枢上移。综合来看,该机构认为四季度债市整体低位震荡的可能性较大,预计10年期国债收益率波动区间为3.8%-4.1%,金融债利差随国债收益率小幅收窄,信用债利差将小幅扩大。

申银万国分析师则进一步指出,债市趋势性机会需以“基本本面(阶段)见顶+政策见顶”的信号配合,而四季度仍看不到基本面和政策面先后见顶的信号;下半年银行间的资金中枢上移、银行资产调整等加剧了利率调整趋势,四季度仍不能期盼这些发生“变”的逻辑会上发生改变;此外,四季度新债供给压力也不会马上下降,供给节奏变慢或只是在年底。因此,申万预计,四季度利率债的方向仍是弱市调整,但相比三季度调整趋势的幅度有放缓;信用债方面,除了短端投资价值 and 防御性不错外,高等级信用债在利率债利率升势未止背景下仍存在利率风险,低评级公司债和产业债的估值压力仍大,城投债则因供给值力、地方债审计冲击、监管风暴延续以及理财收益率抬高城投债收益就绪下限等因素,面临更大的调整压力。

四季度债市或将迎来小行情。建议在国庆节前适当配置收益率较高的品种。

## 宏源证券：国债机会进行时

近期收益率下行是基于两个信号:第一,“季末+双节”资金面依然平稳,质押式回购利率远小于过去,资金面重蹈“6.20”的风险基本消除。第二,一级市场中中标倍数均超过2,且收益率低于二级市场,银行“不差钱但不敢花钱”的态度转变。加上QE延后退出,三大不确定性逐渐消除,商业银行等金融机构流动性管理将从现金储备转向利率债,以提高流动性特别是的收益率水平,利率债特别是国债需求预计得到明显改善,配合供给压力减弱供需矛盾缓解,维持10月初之前10年期国债从4.14%下降20-30BP至3.8-3.9%的判断,继续推荐中长期国债品种。(张勤峰 整理)

## 第一创业：四季度或有小行情

本周由于面临国庆长假及跨季末因素,资金面总体不会十分宽松。但外汇占款转正、美联储延迟缩减QE,改善了流动性预期,因此出现资金面严重紧张局面的可能性不大。上周收益率呈现明显的下行趋势。一级市场中标收益率已在二级市场附近,结束了此前一级拖累二级的格局。本周发行量较小,收益率下行或可延续。我们认为,外汇占款转正、美联储延迟缩减QE,将显著改善流动性预期和市场情绪,四季度利率债发行量将有所减少,通胀等基本面因素也将支持债市走好,种机会大于风险,中长期国债、金融债进入战略配置期。配置交易两相宜。不过,由于杠杆去得不是很充分,四季度收益率下行的空间不会特别大。中期空间仍取决于政府调结构的决心和力度。

# 国债期货短期以震荡上行为主

□新潮期货 李明玉

## 三年期农发债定价合理

农业发展银行25日招标发行了该行2013年第二十三期金融债。招标情况显示,本次农发行招标的100亿元三年期固息债,中标利率为4.70%,投标倍数为2.8倍,中标结果符合此前市场预期。

此前,国泰君安、国信证券等机构为本期农发债给出的中标利率预测区间普遍集中在4.70%附近,因此本期债券实际中标利率基本符合市场预期。二级市场方面,中债登银行间固息政策性银行发行到期收益率曲线显示,三年期农发债二级市场最新参考收益率为4.68%左右,本期农发债中标利率高于二级市场约2个基点,也较为合理。

分析人士表示,在周二880亿元逆回购操作结束后,市场情绪有较大幅度缓解,虽然跨国庆节假日期限的资金价格仍旧高企,但节前预计将不会有较显著的上升空间。与此同时,本期农发债为三季度最后一期金融债,这在一定程度上也对机构投标带来一定提振,综合各方面因素,实际发行结果较为合理。

本期债券为农发行今年第二十三期金融债,按年付息,采用单一利率荷兰式招标,发行数量不超过100亿元。本期债券不设基本承销额,承揽费为0.05%,缴款日和起息日为10月9日、10月14日上市。(王辉)

□本报记者 张勤峰

在央行放水舒缓流动性担忧情绪后,周三国债期货市场重拾反弹行情,上市三合约全线小幅收高,交投清淡的局面有所改观。市场人士指出,流动性悲观预期修正,支撑短期国债现市场走势,但长假因素与基本面限制行情空间,节前轻仓操作为宜。

周三国债期货合约纷纷高

置户的吸引力。月底过后,流动性存在季节性回暖的机会,这可能促使一些机构提前买入博取交易机会。

其次,美联储出乎意料的暂缓退出QE,提振资本市场交易情绪,并有助于缓解资金流出压力,改善外汇占款增长。

最后,季末“钱荒”难以再现。对于市场而言,只要资金面不比预期悲观在某种程度上就是利好。而从最近几日情况来看,货币市场流动性明显要比上季度末时宽松。从目前来看,一方面,前期银行机构通过减少期限错配,严控资产规模,增加现金付比例等措施,提升了防控时点流动性波动的能力;另一方面,央行也不会放任市场资金面趋紧而不顾。近期资金面略有波动,央行便展开880亿元的6天期逆回购操作正

开,全天维持窄幅震荡走势。主力合约TF1312最高达到94.550元,收报94.420元,涨幅为0.10%;TF1403收报94.490元,上涨0.09%;TF1406收报94.520元,上涨0.08%。三合约成交均出现放量,TF1312全天成交8207手,比前一日增加3144手;市场总成交8468手,增加3244手。

国债期现货市场继续保持密切联动。昨日,国泰上证5年期国债ETF上涨0.10%,盘中走势与主力合

说明了这一点。

整体来看,在现券市场做多情绪升温、美联储暂缓推出QE和资金面好于预期的支持下,国债期货市场延续阶段性震荡向上走势的概率较大。但鉴于目前期价相对于理论价格已处高位,主力合约价格要涨至95以上的压力较大。在期价震荡上行过程中,投资者可以逢低轻仓做多,上升至95点时谨慎持仓,若冲破95可以考虑反手做空。

## 套利机会尚不明显

期现套利方面,经过跟踪发现,上市至今,主力合约CTD券基本锁定为国债130015。在上市初期的下跌行情中,130015的隐含回购利率一直维持在4%以下,若以银行7天期回购利率(3.6%-3.8%)作为融资成本的

约TF1312呈现高度一致;银行间剩余期限4-7年期可交割券普涨,其中活跃CTD券13附息国债15加权成交利率为4%,下行2bp。在前期经济数据利空释放后,技术修正要求配合资金面的相对“利好”,为国债期现市场创造了难得的反弹契机。从9月12日开始,国债期货出现连续的反弹,现货收益率也在上周上演难得的快速下行。本周一资金面收紧,一度打击脆弱的多头信心,但周二

参考,上市初期基本无期限套利机会,但在9月中旬开始的上涨行情中,国债期现之间出现明显的负基差,现券130015的隐含回购利率也高出7天期回购利率1个百分点左右,理论上已经出现了一定期限套利机会。到近期,受季末、月末以及国庆假期来临的影响,资金面偏紧,回购利率上行,期现套利空间再度收窄,后期需要密切跟踪期现货市场变化的联动性以及融资利率水平的高低来确定是否存在期现套利机会。

跨期套利方面,从合约来看,下季合约和远季合约的成交量非常少,这与仿真交易时期,三个合约均有较高持仓量不同。这个为跨期套利设置了一定的障碍,另外,三个合约之间的价差波动较小,跨期套利的策略较难实施。

交易员表示,考虑到央行放水、外汇占款改善加上机构充分备付,季末流动性应无大碍,利率债或有短期交易机会,期货市场看多情绪稍占上风。不过,国庆长假因素与基本面回暖趋势,仍将限制市场反弹空间。中国国际期货高级分析师汪诚表示,国庆长假将至,宜降低仓位,轻仓过节。

## 放量逆回购见效 短期资金利率明显回落

在央行大规模逆回购的助力下,25日银行间市场资金面紧张气氛大为缓解,短期资金利率出现较明显回落。

Wind数据显示,25日银行间市场隔夜、7天、14天、21天、1个月、2个月期限的质押式回购加权平均利率分别为3.35%、4.03%、5.24%、5.58%、5.90%、6.07%。其中,隔夜及7天期回购利率分别较24日下跌29和50个基点;中长期限的14天、21天和2个月期限的回购利率环比分别上涨29、13和6个基点,1个月期限的回购利率环比下跌33个基点。

## 外汇市场日报

## 财政难关拖累美元走势

□南京银行 蒋献

周三亚欧交易时段,美国政府面临“关门”的担忧影响市场,美元再度走软,欧元相对强势。

美国国会授权政府支出的资金将于9月30日耗尽,现在美国政府正与国会进行谈判,争取让国府运作,虽然市场认为美国政府客们应该会在最后一刻达成妥协,但这一危机的存在依然打压了美元,加上先前公布的美国消费者信心数据较为疲弱,美元承压。美元指数重心从80.6左右下移到80.4附近。

亚欧时段,欧元兑美元汇率先稳后升。因较早公布的德国Ifo商业景气指数较市场预期估值略低,欧元一度受到打压,但之后公布的德国10月GfK消费者信心指

分析人士表示,三季度末与国庆长假已进入倒计时,并叠加理财资金到期等因素导致本周以来市场流动性偏紧。但央行周二在公开市场进行的880亿元逆回购操作,创7月底重启以来的最高操作规模,在很大程度上缓和了市场紧张情绪。

交易员消息显示,公开市场一级交易商25日可继续上报正回购和逆回购及三个月央票需求,其中正回购期限为28天,逆回购期限14天。市场人士预计,周四公开市场逆回购交易量将有望保持在500亿元以上的水平。(王辉)

## 评级追踪

## 新世纪调整开磷集团评级展望为负面

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布了贵州开磷(集团)有限责任公司2011年度第一期中票跟踪评级报告。新世纪指出,跟踪期内,该公司总体经营稳定,销售规模进一步扩大,得益于票据支付的增加及对存货规模的控制,公司经营现金流有明显改善。但受磷肥价格整体下跌的影响,公司经营效益及资产获利能力明显下降。同时,因公司对在建项目及探矿权投入较大,经营性现金流无法覆盖投资性支出,公司刚性债务规模进一步扩大,财务杠杆仍然很高,资产流动性进一步减弱,公司面临一定的短期偿债压力。但未来随着新建项目的投产,公司产品将呈现多元化,整体抗风险能力将有所提升。

综合考虑,新世纪决定维持开磷集团主体长期信用等级为AA,将评级展望由观望调整为负面,维持本期中票AA级信用等级。大公国际资信评估有限公司近日发布了深圳广田装饰集团股份有限公司2011年度第一期短期融资券跟踪评级报告。大公指出,在我国城镇化建设及固定资产投资持续拉动下,建筑装饰行业受益于精装修和公装市场需求的增加,保持高速增长,业务较全面的行业龙头企业有望享有更大市场份额;公司是建筑装饰行业的龙头企业之一,2012年以来通过企业并购,弥补业务短板,增强区域优势,提升公司的综合竞争力;公司拥有完整的技术创新平台和技术服务平台,节能环保装饰技术研发能力与装饰设计实力保持行业领先水平。

综合考虑,新世纪决定维持开磷集团主体长期信用等级为AA,将评级展望由观望调整为负面,维持本期中票AA级信用等级。

## 大公上调广田股份评级至AA

大公国际资信评估有限公司近日发布了深圳广田装饰集团股份有限公司2011年度第一期短期融资券跟踪评级报告。大公指出,在我国城镇化建设及固定资产投资持续拉动下,建筑装饰行业受益于精装修和公装市场需求的增加,保持高速增长,业务较全面的行业龙头企业有望享有更大市场份额;公司是建筑装饰行业的龙头企业之一,2012年以来通过企业并购,弥补业务短板,增强区域优势,提升公司的综合竞争力;公司拥有完整的技术创新平台和技术服务平台,节能环保装饰技术研发能力与装饰设计实力保持行业领先水平。

但与此同时,公司土地转让业务受普兰店市土地市场行情影响较大,业务持续具有不确定性;公司在建项目较多,面临较大的资金压力;公司有息债务规模较大,存在较大的债务压力。

基于以上结论,鹏元将本期公司债券信用等级维持为AA,发行主体长期信用等级上调为AA,评级展望维持为稳定。(张勤峰 整理)

## 鹏元调升普兰店评级至AA

最新企业主体评级信息						
企业名称	最新长期评级日	最新长期评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
山东魏桥铝业有限公司	2013-9-24	AA	稳定	维持	AA	新世纪
贵州开磷(集团)有限责任公司	2013-9-24	AA	负面	维持	AA	新世纪
潍坊滨海投资发展有限公司	2013-9-23	AA	稳定	维持	AA	新世纪
黑龙江龙煤矿业控股集团有限公司	2013-9-23	AA+	稳定	调低	AA	中诚信国际
济宁新城建设股份有限公司	2013-9-23	AA	稳定	维持	AA	大公
福建圣农发展股份有限公司	2013-9-23	AA	稳定	维持	AA	新世纪
航天时代电子技术股份有限公司	2013-9-22	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
新疆五家渠城市建设投资经营有限公司	2013-9-22	AA	稳定	维持	AA	新世纪
三鼎控股集团有限公司	2013-9-18	AA-	稳定	维持	AA-	新世纪
镇江市城市建设投资集团有限公司	2013-9-18	AA	稳定	维持	AA	新世纪
上海市交通投资公司	2013-9-18	AA	稳定	维持	AA	鹏元
盐城市国有资产投资集团有限公司	2013-9-18	AA	稳定	维持	AA	大公
北京京煤集团有限责任公司	2013-9-18	AA+	稳定	维持	AA+	大公
深圳广田装饰集团股份有限公司	2013-9-18	AA	稳定	调高	AA-	大公
国投新集能源股份有限公司	2013-9-17	AA+	稳定	维持	AA+	大公
华电能源股份有限公司	2013-9-17	AA+	稳定	维持	AA+	大公