

短时反弹延续 奢谈牛市尚早

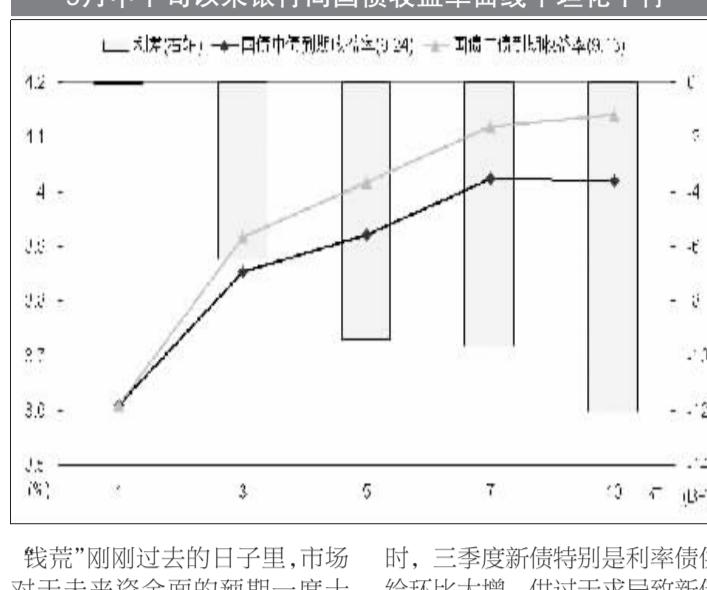
□本报记者 葛春晖

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了熊市氛围之中。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分意外之喜。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偏暖，通胀出现小幅回升，基本面因素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底阶段，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”的逻辑会马上发生改善；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，除了短端投资价值和防御性不错外，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，城投债则因供给压力、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。

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。(王辉)

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，争取让国会通过一项“持续决议”以维持政府运作，虽然说市场认为美国政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。因稍早公布的德国IfI商业景气指数较市场预估值略低，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

数升至六年高点，给欧元提供支撑，欧元兑美元在亚洲交易时段持稳在1.3474附近，到欧市盘中涨至1.3500附近。

目前来看，美联储何时开始缩减购债计划仍然存在不确定性，上周美联储意外维持购债的决定让市场一度小小混乱，本周市场仍保持谨慎情绪，对美国经济数据保持关注，以评估美联储未来何时缩减购债计划。不过目前美国政府财政危机是市场关注的焦点，短时间内对市场的影晌可能更大。欧元方面，欧洲央行总裁德拉吉关于欧洲央行准备提供更多长期贷款以抑制利率上升的言论打压了欧元，加上德国大选结束后，希腊问题等一些被搁置的问题可能会重新被市场关注，欧元未来也面临一定的压力。

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年度第一期中期票据跟踪评级报告。

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，公司经营性现金流有明显改善。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2013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的持续拉动下，建筑装饰行业受益于精装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地位。

鹏元指出，跟踪期内，大连市及普兰店市经济继续保持较快发展，一般预算收入稳定增长；公司在建项目较多，项目回

收收入来源有保障；公司在财政补贴方面继续得到普兰店市政府的大力支持；公司以其拥有的海域使用权为本期债券提供抵押担保，对本期债券本息起到了较好的保障作用。

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)

最新企业主体评级信息

企业名称	最新长期评级	最新长期评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
山东魏桥铝电有限公司	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责任公司	2013-9-23 AA+	稳定	下调	AAA	中诚信国际
济宁高新区建设投资有限公司	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
上虞市交通投资公司	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

国债期货短期以震荡上行为主

□新湖期货 李明玉

9月中旬以后，国债期货呈现震荡上行走势。鉴于目前国债现券、宏观基本面以及资金面上利好因素仍然存在，近期期价维持阶段性反弹的可能性较大。此外，当前临近季末时点，融资成本上升，短期内套利机会较小。

继续反弹可能性较大

国债期货近段时间的上涨主要是对上市初期过度下跌的修复。但基于以下几点理由，我们认为国债期货继续维持阶段性反弹行情的可能性较大：

首先，目前国债现券收益率很高，短期出现一波上涨行情的可能性比较大。近期，利率债一级市场认购倍数回升，已显示出较高收益率对于投资配

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。以目前来看，一方面，前期银行机构通过减少长期错配，严控资产规模，增加现金备付比例等措施，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

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6.6%-3.8%作为融资成本的

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。

资金面释暖意 国债期货重拾升势

□本报记者 张勤峰

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，国债上证5年期国债ETF上涨0.10%，盘中走势与主力合

央大幅增加逆回购规模，及时缓解货币市场紧张情绪。

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。