

经济底部企稳 “降成本”定向发力 债市由“跌势”转向“守势”

□本报记者 葛春晖

7月下旬以来，在“降低社会融资成本”政策导向引发市场对于利率下行猜想，以及市场资金面有所改善的背景下，债券市场贯穿7月中上旬的下跌势头得到遏制，但债券收益率并未出现明显下行，显示机构心态依旧谨慎。分析人士认为，一方面，经济基本面企稳但仍处于底部，“降成本”也需要货币政策保持宽松，使得收益率继续上行的动力不足；但另一方面，在货币总量充裕的条件下，未来货币政策仍将以“定向宽松”为主，短期内仍难以见到利率的明显下行。综合而言，当前债券市场缺乏明确方向，投资者宜采取守势，避免过度对赌市场方向。

资金面好转 收益率企稳

7月份，年初以来持续走牛的债券市场遭遇一波显著调整。数据显示，7月21日，银行间市场标杆品种10年期国债收益率为4.30%，较6月末的4.05%走高25BP。市场人士认为，资金面紧张程度超出市场预期、一级市场供需失衡以及机构货币政策预期转向悲观，是导致本轮债市调整的主要原因。

7月下旬以来，债券收益率上行步伐戛然而止，8月8日，中债网10年期国债收益率为4.27%，较7月高点微跌3BP。市场人士表示，导致7月调整的负面因素，近期均出现了不同程度改善。

第三，也是最重要的，继7月23日国务院再次强调要“降低企业融资成本”之后，央行下调正回购操作利率、二季度



首先，7月份资金面紧张缘自多方面原因，如年中时点过后的补缴存准、7月份为财税缴款高峰、大行分红导致其融资意愿下降、新股新债集中发行等等。随着时间推移，这些短期扰动因素多数消退，货币市场利率呈现缓慢但持续的下行态势。

其次，经过本轮调整后，利率债收益率水平重新获得配置机构认可，配置需求上升带来一级市场企稳。

第三，也是最重要的，继7月23日国务院再次强调要“降低企业融资成本”之后，央行下调正回购操作利率、二季度

货币政策执行报告进一步明确“降低融资成本”目标，给市场吃下了货币政策将保持宽松的“定心丸”，一度悲观的政策预期也得到修复。

宽松程度或有限

不过，从债券收益率走势上看，近期债市调整虽然告一段落，但市场心态仍然谨慎，从而导致收益率下行乏力，呈现窄幅震荡格局。

综合多家机构和分析人士观点来看，当前市场可以说处于上下两难境地，一方面，经济基本面仍存在中期向

下压力，“降成本”也需要货币政策保持宽松，使得收益率继续上行的动力不足。在此基础上，经济和利率下行预期，成为市场多方的主要依据。例如，上海证券认为，在经济平稳预期成为主流的同时，“底部徘徊、有限复苏”正得到越来越多的认可，再加上央行引导货币成本下降的趋势不变，债券市场牛市的基础未改。

另一方面，在货币总量充裕的条件下，机构普遍认为未来货币政策仍将以“总量控制、定向宽松”为主，而在全面降准、降息短期难现的背景下，利率下行的速度和空间都将受限。在此背景下，若经济基本面在持续的微刺激和定向宽松之后出现超预期回升，则收益率仍具有一定向上动能，而这也是市场谨慎情绪迟迟难以消散的主要原因。

总体而言，当前债券市场已从前期的“跌势”转入“守势”，在经济基本面没有更明显的方向性变化、政策面没有更大动作出台之前，“看多不做多、看空不做空”成为市场的主流选择。就操作策略而言，广发银行利率与衍生交易团队认为，由于看不到有新的利好因素出现，接下来债券的风险在增大，建议当前债券头寸可以缩短久期，适当卖出，现阶段不宜追入。国泰君安证券则表示，在当前债券市场缺乏明确方向的市场环境下，建议投资者保持一定久期中性和组合流动性，避免过度对赌市场方向。

谨慎看待“降成本”利好效应

□国海证券 范小阳

央行在二季度货币政策执行报告中提出“总量控制、结构优化”，同时强调未来政策重点在于降低融资成本。控量与降价看似矛盾，其实不然，降低融资成本不仅是央行对之前国务院会议的响应，在总量控制下也是切实可行的，靠结构性调整可以实现二者的统一。在定向调控成为主基调的背景下，对债券收益率下行的期待不能过高，一些偏负面的影响也需要关注。

从传统分析框架来看，要降低融资成本就不能控制总量，但这一看法忽视了结构性调整的作用。央行认为目前融资难、融资贵的问题只是结构性的，总量政策解决结构性问题是有限的，所

以降低融资成本的主要方向是对个别领域的融资难题进行定向破解，总量上放松的可能性并不大。

通过对比社会融资规模同比增速与社会加权融资成本的变化，我们发现，今年上半年的情况就符合既控制总量又降低成本的要求，二者之间并不矛盾。对于实现的路径，可以从国务院提出的十项举措以及央行的报告中寻找蛛丝马迹。

首先是间接融资领域的变化，一方面从传统的银行渠道来降低融资成本，比如取消不合理收费、严禁高息揽存、清理融资链条和优化银行贷款管理等，这些都是金融体系内部的潜力挖掘。另一方面，PSL是对传统工具的创新，定向支持小微企业和棚户区改造，对该领域的适度投放也可以降低特定领域的融资

成本。

其次是直接融资的发展，包括债券类融资和股权类融资。非标资产本质上还是间接融资模式的延续，只是拉长了融资链条，标准化资产具有财务透明度高、流动性好等优点，风险溢价低于非标资产，今年上半年在监管政策加码的情况下，银行对非标资产的偏好明显下降，对标准化资产的需求上升，融资成本也随之出现了明显的下降，但此期间融资总量并没有出现快速的增加，符合央行的操作思路。因此，大力发展债券等标准化资产市场，可以在控总量的基础上实现融资成本的下降。加大股权类融资也是一种选择，包括IPO、增发和新三板等形式。

再者是偏中长期的政策，包括深化财税体制改革等，对融资主体财务软约束进行限制，控制政府和国有企业的财务杠杆和融资需求。

需要指出的是，“总量控制、降低成本”对债市未必是明显的利好。从可能的措施来看，银行内部潜力挖掘固然能降低银行的投资期望收益率，但这个过程可能会是缓慢发生的；PSL对企业的定向支持改变了过去从宽货币到宽信贷的链条，绕开货币市场直接指向信贷，尽管有货币派生的作用，但对债市的利好比以前明显削弱；债券类融资的大力发展可能会使得市场短期内面临较大的潜在供给，股权类融资的发展也会分流部分债券市场的资金。因此，债券投资者对于央行降低融资成本的利好刺激不能有太高的期待。

农发行14日增发三期固息债

□本报记者 王辉

农业发展银行11日公告称，将于8月14日利用人民银行债券发行系统第三次增发该行今年第37期1年期、第三次增发今年第38期3年期、第二次增发今年第39期5年期固息金融债券各不超过50亿元。

发行条款方面，此次发行的一年期品种票面利率为4.13%，缴款日为8月19日，上市日为8月21日，起息日为2014年6月11日；三年期票面利率为4.72%，五年期品种票面利率为4.95%，缴款日均为8月18日，上市日均为8月22日，起息日均为2014年7月16日。上述各期债券上市后将与原债券合并交易。

本次增发的三期债券均为固定面值，采用无价格上下限，有价格标位及相应数量规定，单一价格中标荷兰式的招标方式。

六银行今发同业存单

□本报记者 张勤峰

8月以来，银行同业存单持续保持高频率发行节奏。11日，光大银行等六家银行披露了共计八期同业存单发行公告，计划发行总额达74亿元。

相关公告显示，光大银行、平安银行、上海银行、东莞银行将于8月12日各发行一期同业存单，发行金额分别为10亿元、5亿元、10亿元、10亿元；同日，民生银行将发行两期金额分别为10亿元、15亿元的同业存单，河北银行将发行两期金额各7亿元的同业存单。

据统计，目前已有41家银行披露2014年度同业存单发行计划，累计发行额度约1.3万亿元。而据Wind统计，截至8月11日，今年以来银行间市场累计已发行同业存单221720亿元，存量规模则为196990亿元，下半年还有相当充足的发行额度。

分析人士指出，随着同业存单发行规模不断扩大，且发行主体资质日趋多元化，同业存单收益率曲线更加完善，对于后续推出面向企业和个人的大额存单奠定了基础。

债市策略汇

利率产品

中信证券：
上下两难 延续震荡

上周央行宣布再贴现120亿元支持三农和小微企业信贷投放，显示在通胀相对温和的背景下，央行仍可能采取定向宽松的措施，因此，三季度的资金面仍将维持相对宽松。对于债券市场来说，相对宽松的资金面降低了收益率上行的压力，但是对于经济企稳回升的预期也限制了市场的表现，短期内可能延续震荡调整的格局，对交易型机构而言，建议把握收益率区间震荡的行情进行波段操作；对配置型机构而言，金融债品种仍具备一定的相对价值优势。

国金证券：
利率上行风险下降

尽管8月份利率债仍可能僵持一段时间，但利率继续上行的风险下降，9-10月存在收益率下行的波段机会。7月份以来，一级市场配置需求低迷叠加供给较多形成的利率上行带动二级市场大幅调整，这一冲击接近消化，而经济物价下行、降息预期可能带来一波降息机会。一是资金价格从7月高点的4.5%回落至3.6%左右；二是利率债显著调整后重新达到银行配置的心理价位，10年国债/国开达到4.3%/5.3%；三是三季度利率债集中发行，四季度供给显著收缩。

东海证券：

信用产品

海通证券：
内需仍弱 避险+票息

下一步信用债建议重点关注以下几点：第一，价格工具推动流动性宽松。第二，7月数据显示外需回升，但内需仍弱，顺差回升。外汇流入有助流动性及人民币汇率保持更加稳定。第三，信用事件仍需警惕。第四，新常态突出改革，国企、财税或将成为地方事权和财权将更加匹配，有助于其融资需求和融资压力。总之，宏观经济企稳迹象更加明显，有助于风险偏好稳定。货币政策数量宽松空间收窄，但价格工具空间较大，流动性继续保持宽松。微观上企业去杠杆还不明显，尚无数据显示资产负债表改善，信用风险仍需警惕。建议继续保持票息为王的审慎策略，组合以城投债和高等级产业债为主。

民生转债：

动性受益品种为基本投向。

可转债

中金公司：
反弹过半但并未终结

股市短期有震荡休整可能，但反弹尚未真正结束。当市场已经累计了较大涨幅，两个“预期差”当中的经济预期差已经实现，沪港通预期差也已经部分反应，意味着反弹过半，投资者可以部分止盈。此外，强周期品种存在过剩产能天花板，且经济增长“预期差”已经消除，投资者也可以适度做止盈，如徐工和南山。小盘品种原则上由于流动性不足，应提前通过让渡一部分利润换取流动性。但我们对久立、齐翔、同仁等中长期表现仍有期待，流动性也决定很难波段操作，暂不建议提前做止盈，深燃转债已经攀升到面值附近，可转为持有。如果股指回到20日均线附近，建议投资者重新关注增持机会，沪港通等题材转债仍是主流品种。

民生转债：

转债仍是较好配置品种

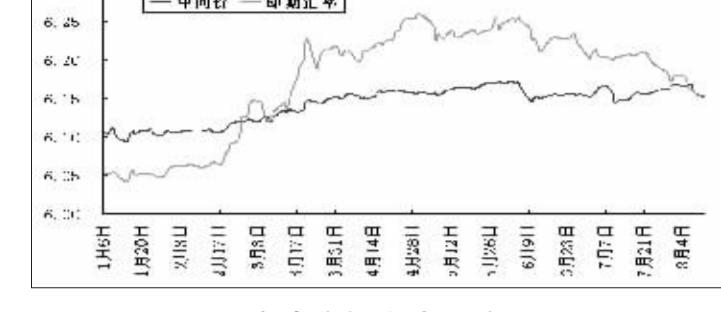
展望下半年，“宽货币+宽信用”的政策格局将在一定程度上抬升市场的风险偏好，转债仍然是较好的配置品种，纯债替代可选择南山转债和中海转债，大盘转债关注平安转债（业绩好）和石化转债（国企改革），中小盘转债可关注泰尔转债、齐翔转债、隧道转债、国电转债、重工转债。经过了两周的快速上涨，大盘转债存在一定回调压力，建议短期可适当获利了结，中小盘转债仍然建议逢低吸纳。（葛春晖 整理）

人民币汇率延续强势

11日，人民币兑美元中间价与即期汇率双双延续升势。

据外汇交易中心公布，11日人民币兑美元汇率中间价为6.1522，较前一交易日上涨40基点，连续第三个交易日上涨。即期交易方面，11日人民币兑美元即期汇率高开47基点报6.1520，全天窄幅震荡，收报6.1536，上涨31基点或0.05%。人民币即期汇率在连续第五个交易日走强的同时，再度刷新3

美元兑人民币中间价与即期汇率走势



资金市场心态平稳

短期回购利率创1个月新低

尽管本周A股市场将再次迎来新股申购，但周一银行间市场资金面仍继续趋紧，隔夜和7天两大主流期限质押式回购加权平均利率均创出了7月7日以来的1个多月新低。

来自Wind的数据显示，周一银行间市场隔夜、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2.96%、3.43%、3.60%、4.11%、4.20%、4.35%，除21天期品种环比微涨1基点外，其余品种利率较上周五均有3到27基点不等的下跌。此外，隔夜期限回购利率当日不仅连续第9个交易日下行，更创出7月7日以来的1个多月新低；主流7天期回购利率在连跌7个交易日之后，也刷新了7月7日以来的1个多月低点。

青岛自发自还地方债18日亮相

青岛市财政局11日披露了2014年青岛市政府债券的相关发行文件。

发行文件显示，2014年青岛市政府债券为固定利率附息债券，分为5年、7年和10年三品种，其中5年期和7年期利息按年支付，10年期利息按半年支付，发行额分别为10亿元、7.5亿元、7.5亿元；时间安排上，8月18日招标，8月19日开始发行并计息，8月21日发行结束；招标采用单一

市场消息显示，本周公开市场一级交易商仍可继续上报多种期限正回购与逆回购，以及三个月央票需求。其中正回购期限包括14天和28天，逆回购包括7天和14天。分析人士表示，综合近几周公开市场的资金操作情况，本周公开市场预计仍有可能出现小幅资金净回笼。（王辉）

华泰证券14日招标25亿短融

华泰证券11日公告称，将于8月14日招标发行25亿元、90天期的该公司2014年度第九期短期融资券。

本期短融券将通过招标发行方式在全国银行间债券市场公开发行。本期短融券采取固定利率，发行利率通过招标系统招标决定，采用单利按年计息，不计复利。

日程安排上，招标日为8月14日，分销日、缴款日、起息日、债权登记日为8月15日，8月18日上市流通，2014年11月13日到期一次。

据Wind统计，截至8月11日，今年银行间市场累计已发行（以发行起始日为准）证券公司短融券149只，合计金额44150亿元，远超去年同期的67只/1747亿元，反映出资本中介业务快速发展背景下，券商融资需求日益高涨。（张勤峰）

下半年首期集合票据18日发行

发行低迷凸显小企业融资难

公告显示，期限3年、发行金额15亿元的“江苏省南京市2014年度第一期区域集优中小企业集合票据”将于本月18日公开发行。这是今年下半年第一支、今年第四支发行的集合票据。

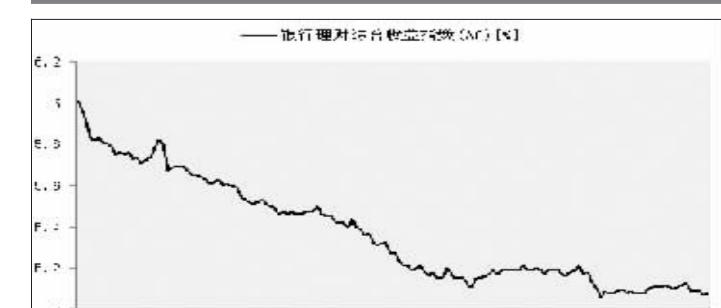
募集说明书显示，大贺投资控股集团有限公司、德纳（南京）化工有限公司、南京江宁粮食投资发展集团有限公司作为本期集合票据的联合发行人，主体信用等级分别为BBB、BBB、BBB-；本期集合票据由中债信用增进公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

据Wind数据显示，本期集合票据信用等级为AAA。

据Wind数据显示，本期集合票据发行金额仅为5.8亿元。

去年8月，银行间市场共发行集合票据23支，发行总额为49.9亿元。与此同时，今年集合票据票面利率普遍比去年高出200基点以上。从中不难看出，在债券市场整体扩容的同时，中小企业发债难、融资贵的问题依旧突出。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年8月11日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.08%，较修正后的上期数据上行1BP。

数据来源：金牛理财网

宁夏债中标利率接近国债

□本报记者 王辉

三个品种。据市场人士透露，五年期品种中标利率3.98%，七年为4.17%，十年为4.26%，投标倍数分别为2.48倍、2.28倍和2.11倍。银行间固定利率国债到期收益率曲线显示，五年、七年和十年期品种最新收益率分别为3.98%、4.1850%和4.27%，宁夏债中标利率基本接近同期限国债估值水平。

分析人士表示，尽管此前大公国际对2014年宁夏政府债券给出了AAA的最高信用评级，但从财政实力的角度来看，本期债券合理的发行定价应适当高于同期限国债。从发行结果来看，行政色彩较浓的“捧场”因素仍继续压低了该自发自还地方债的中标利率。