

紧数量+降利率 债牛基础未变

□主持人:本报记者 葛春晖
嘉宾:上海证券 胡月晓
南京银行 王强松

本周三,最新公布的7月份货币金融数据大幅低于市场预期,经济数据亦不尽如人意。在此背景下,债券期现市场双双反弹,久违的做多热情再次被点燃。分析人士认为,二季度经济反弹或告一段落,未来货币政策在延续“紧数量、降利率”趋势的同时,进一步宽松措施值得期待。在此基础上,债券市场慢牛格局有望延续。

经济短期反弹或已结束

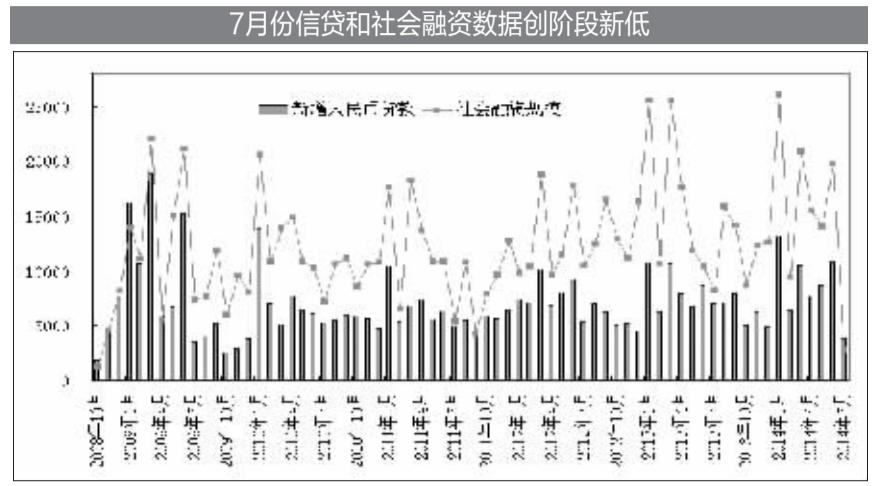
问:7月份货币信贷数据大幅低于市场预期,哪些变化值得重点关注?

胡月晓:在社会融资结构中,今年以来的显著变化是银行信贷和债券发行持续回升,而高成本的信托和票据融资比重下降。从结构看,7月社会融资总规模下降的同时,结构仍然延续了改善的趋势,低成本融资比重继续上升。

王强松:7月份人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票、企业债券、股票发行都出现明显负增长,显示6月信贷额度定向调控后企业资金需求仍未被激发出来,实体经济增长预期仍悲观。

问:7月份经济增长数据也低于市场预期,是否意味着二季度经济企稳向好的局面就此终结?

胡月晓:7月新增信贷的部门分布中,企业部门显著回落,这意味着企业经



营前景没有根本好转。作为经济最主要动力的投资再度不及预期,加上企业部门的信贷增长显著回落,二季度经济持续反弹的进程可能结束,经济再度进入平走阶段。

王强松:目前经济增长最大的制约因素仍然是房地产市场。从近期地方政府放开限购、监管层推动个人按揭贷款增长以及尝试回购商品房用于保障房等政策来看,房地产市场下行速度将会放缓,从而对经济的拖累作用将会降低。从最新的中采PMI数据来看,如生产指数、新订单指数都创出了年内的新高,特别作为经济三驾马车的出口已经有企稳回升态势,表明经济动能依然存在。未来经济能否继续向好,需要关注“宽货币”能否向“宽信用”转变,只有“宽货币”转

向“宽信用”,带动银行信贷的投放,才能有助于经济的企稳回升。

放松可期 债市谨慎乐观

问:货币政策会不会出现进一步放松?
胡月晓:虽然M2持续快速反弹,但央行的“流动性闸门”并没有开启。央行多次指出,当前流动性总体适度充裕,将继续实施稳健的货币政策。房地产等高风险资产领域对资金的饥渴,仍然得不到货币当局的响应。本届政府在处理短期增长和长期结构调整关系上,明显更趋向后者。当然,为了保证经济后续进程的平稳,进一步的宽松行为仍可以预期,最可能的措施包括降息、进一步的产业政策放松等。

王强松:央行认为目前的流动性环

境已经较为充裕,强调货币政策“总量稳定、结构优化”的取向并没有改变。尽管7月M2回落至13.5%,但已是连续第4个月高于13%的调控目标,因此货币政策大幅放松的可能性不大。同时,当前较为羸弱的经济数据表明,经济依然需要局部的刺激以及有效的改革。因此未来货币政策依然会延续上半年的“定向”风格,更多采用定向降准、定向降息等方式进行。

问:下一阶段债券市场能否重新开启牛市模式?

胡月晓:“紧数量、低利率”的政策趋势不变,债市牛市基础不变。从市场和新债发行情况看,6月下旬以来的市场调整已基本结束,未来资金面上即使受股市IPO和好转的双重冲击,债市再调整的概率也较低。货币当局一直强调要引导货币成本下降,表明利率基准曲线趋势上向;在信用利差平稳的状况下,信用产品收益曲线也将下移。

王强松:由于7月金融和经济数据低于预期,我们对于债券市场持谨慎乐观态度。从上中下游行业来看,各行业均较为萎靡,反映出今年经济反弹力度较往年偏弱,从而对债券市场构成利好。但由于稳增长的压力一直存在,而货币政策放松空间不够明朗,预计市场在短期下行后将会重新回到观望状态。利率债方面,金融债的机会大于国债,建议票息为主,关注中长期的金融债的交易价值。信用债收益率已经出现了大幅下降,短期可能在目前点位附近徘徊,后期可能跟随利率债波动,可关注中高等级的中期品种。

■交易员札记

数据疲软 债市做多热情回升

□中银国际证券 斯竹

13日,由于上午公布的7月金融数据远逊于预期,且下午发布的工业生产、投资等数据显示经济欠佳,债市谨慎的情绪有所转暖,现券收益率整体下行5bp左右,中长端期限品种成交活跃。

国债方面,7年以上品种交投集中,如7年续发14国债13成交在4.20%,后降至4.16%附近,10年期成交在4.28%,后下行至4.24%附近。此外,3年期品种成交在3.90%附近。政策性金融债方面,3-10年期均受到机构关注,如3年期国开债成交于4.70%,最低成交于4.66%附近,非国开债则成交于4.73%附近,5年期国开债下行5bp成交至4.82%附近,非国开债成交在4.88%附近,7年期国开债最低成交于5.03%,10年期成交于5.18%-5.10%。

信用债表现活跃,需求集中在中高等级券种,整体收益率

略降。短融方面,高等级券种较受关注,收益率变化不大,如不到1年的14大唐集SCP006多笔成交在4.68%,14中电投SCP005多笔成交在4.75%,14华电SCP005成交在4.66%附近。中票整体收益率略有下行。2年多的12铁道MTN2成交在5.0%附近,不到5年的14神华MTN002成交在5.24%,14兴业MTN001则成交在8.05%附近,略长的14滨建投MTN001则成交在6.12%。企业债方面,10年期的14铁道06成交在5.29%,下行约4bp,5年多AA+的12并龙城债成交在6.05%附近,6.8年的AA券种14武安债则成交在7.33%。

从7月金融及经济运行数据来看,基本面改善有所反复,经济内生动力不足,市场对于未来政策面进一步宽松预期有所升温。在资金面及理财资金需求的支撑下,债市短期内将维持做多热情,但未来走势仍需等待更多数据指引,收益率下行空间有限。

人民币即期汇价先抑后扬

13日人民币兑美元即期汇率先抑后扬,未明显受到国内偏弱金融和经济数据的影响。

据外汇交易中心公布,13日人民币兑美元汇率中间价设为6.1533,比前一日下调16个基点,结束了短期连续上行的走势。即期询价交易方面,当天人民币兑美元即期汇价低开后转入横盘震荡,但下午三点半之后汇价快速拉高,最终收报6.1544,较前

资金面总体平稳偏松

13日银行间市场资金面延续先紧后松的态势,各期限质押式回购利率涨跌互现。

数据显示,13日隔夜、7天、14天质押式回购加权平均利率基本持平,涨跌在2bp以内。21天、1个月和3个月品种利率下行幅度相对较大。交易员称,当天早盘资金面继续呈现结构性紧张,隔夜资金供不应求,7天、14天资金则供过于求,到下午市场开始转为宽松。

央行13日公布,7月金融机

构新增人民币贷款3852亿元,远低于此前7000亿元左右的市场预测均值;当月社会融资规模仅为2731亿元,环比和同比均大幅减少。对此,招商证券等多家机构指出,在外汇占款低速增长的背景下,货币当局或需进一步增加再贷款等基础货币投放,预计未来货币政策仍将维持“总量稳定、结构优化”的取向。

市场人士表示,短期内市场资金面有望维持均衡偏松格局。(王辉)

博边际致认购倍数虚高

1年国债中标利率高于预期

财政部13日对今年第18期1年期记账式附息国债进行了招标。招标结果显示,尽管本期国债录得较高的认购倍数,但由于机构博边际的特征突出,3.82%的中标利率明显高于此前市场预期。

据悉,本期国债中标利率为3.82%,边际中标利率为3.89%,投标倍数达到3.19倍,为今年已发行同期限国债获得的最高认购倍数。此前,机构给出的中标利率预测均值在3.78%左右。

分析人士表示,由于本期国债不参与承销量考核,主要需求

来自货币基金和外资银行。其余机构虽积极参与投标,但以博取高边际为主,以边际投标或无效投标居多,因此投标倍数参考意义不大。在近期债市观望气氛较浓的背景下,最终定位的中标利率情况,仍属合理范围之内。

财政部13日还公告,将于本月20日第二次续发行今年第十二期记账式附息国债,该期国债为10年期固息债券,票面利率4%,按半年付息,2024年6月19日开始计息,2024年6月19日到期。此前

分析人士表示,由于本期国债不参与承销量考核,主要需求

同业存单月发行量破纪录

额各为10亿元的NCD。

即便不考虑15日可能仍会有NCD发行,本周已发或将发NCD累计已接近300亿元。进一步统计显示,本月已发或将发NCD已超过600亿元,高于上个月的478.5亿元的历史纪录。

相关公告显示,招商银行、北京银行、杭州银行、海门农商行将于14日各发行一期NCD,发行金额分别为20亿元、10亿元、10亿元、2亿元;同日,中信银行将发行两期金额分别为10亿元、5亿元的NCD,平安银行将发行两期金额分别为15亿元、5亿元的NCD,浦发银行将发行两期金额

面世以来的最高单月发行纪录。

据统计,目前已41家银行披露2014年度NCD发行计划,累计发行额度约13万亿元。目前NCD存量规模只有2000亿元左右,与发行额度相比还有很大差距,这意味着未来NCD仍会保持高密度的发行节奏。(张勤峰)

中债资信调降临矿集团评级

中债资信近期发布了对临矿集团有限责任公司的主动跟踪评级。

中债资信指出,跟踪期内,临矿集团财务表现略低于前次评级时的预期。2013年,公司营业收入保持增长,但净利润大幅下滑,实质现能力并未好转。同时,公司投资现金流仍维持高位。整体看,公司现能力有所弱化。2013年,公司债务规模有所上升,长短期偿债指标均有

所弱化。今年一季度,公司盈利能力继续大幅下滑,经营净现金流为负值,同比大幅下滑。短期内,公司盈利能力仍将维持较差水平,且债务负担上升较快,盈利能力现能力难以快速提升,偿债指标快速弱化。

综上,中债资信调整临矿集团主体信用等级为A-PI,评级展望为稳定。中债资信前次评级给予临矿集团AA-的主体评级。(张勤峰)

新世纪

上调“12河南SMECN1”评级

新世纪评级日前对“河南省中小企业2012年度第一期集合票据”(简称“12河南SMECN1”)进行了跟踪评级。

新世纪表示,本期集合票据联合发行人所处河南省区域经济和社会发展环境保持良好,为发行人经营提供了较好的外部条件。本期集合票据联合发行人信用质量总体保持稳定,担保方河南省担保集团信用质量与担保能力仍然较好,且

由于其资本实力得到增强,业务发展较快,主体信用级别已提升至AA+级,为本期集合票据的信用增级持续有效。此外,本期集合票据跟踪期内交易结构保持稳定,参与各方均能按约定履行相关职责,为债券的安全性提供了基本保障。

综合考虑,新世纪公司认为本期集合票据还本付息安全性很高,将本期集合票据信用等级由AA上调至AA+。(张勤峰)

农发行18日

招标三期金融债

7月经济数据较之前略有降温,消费与工业增加值小幅下滑但相对平稳,尚未改变企稳趋势,但投资板块压力较大;房地产下行压力继续释放,下半年地产带来的投资下滑和地方财力下降压力将始终存在。结合7月社融数据的急剧回落,经济再次下行压力应会提早到来,稳增长政策将会持续出台,最主要的着力点将是加大投资力度,改革当然是推动增长最有效的方式,但见效较慢,如果要确保今年GDP增速,除加大短期投资力度外恐怕别无他法,此时将会要求适度宽松的货币政策相配合,同时降息以降低融资成本。

海通证券:
经济反弹或已结束

7月工业增速小降至9%,与发电量数据增速回落一致。7月当月投资增速大幅降至15.6%。其中,基建、地产、制造业投资均回落,基建投资受制于稳增长效应减弱,地产销售下降压制地产投资,产能过剩和企业去杠杆令制造业投资低迷。7月货币融资跳水显示信贷需求疲弱,实体经济整体低迷,经济在二季度喧嚣过后归于平淡,反弹或已结束,预测8月工业增速继续下行。

民生证券:
经济内生下滑动力犹存

7月工业增加值同比增速9.0%,较上月略

托底思路清晰 利率债难言大作为

□广发证券 李晓晶

最新数据显示,7月份M2增速为13.5%,较上月回落幅度较大,规模以上工业增加值增长9.0%,稍有回落。我们认为,7月数据的回落与6月份“冲高”以及数据本身的季节性波动等有关,不具有可持续性。国内经济企稳趋势将延续,政策方面托底思路也比较清晰,货币市场宽松的环境短期内应该不会有大的变化。下半年看好中高评级的信用品种和权益类资产。

7月底的中央上半年经济工作会议提到:“正确看待经济增长速度,对做好经济工作至关重要,对做好各方面工作影响很大。”“要坚持稳中求进工作总基调,坚持宏观政策要稳、微观政策要

活、社会政策要托底的基本思路。”此次会议最大的变化在于再次强调了政策对经济的托底思维。由此可以判断,下半年政策环境仍然会处于较为宽松的局面。

在此背景下,预计下半年经济企稳概率仍然比较大。短期内经济最大的风险就是房地产的下滑,目前看,房地产回落还处于较为缓慢的阶段,且没有那么快回升,但应该不会出现断崖式下跌。

基于以上分析,下半年的机会在于信用债和偏权益资产,具体来说就是中高等级信用债和转债。

利率债大幅上行和下行的概率都不大,一方面,由于房地产的不确定性和经济企稳趋势将延续,政策方面托底思路也比较清晰,货币市场宽松的环境短期内应该不会有大的变化。下半年看好中高评级的信用品种和权益类资产。

7月底的中央上半年经济工作会议提到:“正确看待经济增长速度,对做好经济工作至关重要,对做好各方面工作影响很大。”“要坚持稳中求进工作总基调,坚持宏观政策要稳、微观政策要

活、社会政策要托底的基本思路。”此次会议最大的变化在于再次强调了政策对经济的托底思维。由此可以判断,下半年政策环境仍然会处于较为宽松的局面。

降低社会融资成本的目标使得政策上不会过快收紧;另一方面,融资软约束部门没有得到有效抑制,降准降息的全面宽松也不可期。利率债交易性机会的不确定性较大,且票息较低,对券商基金等机构来说不属于首选标的,推荐高等级信用债,尤其以优质城投债为佳。市场理财基金等机构的投资刚性一直存在,特别是在非标被限制后,资金对收益相对较高的城投债的需求一直旺盛,下半年特别是三季度资金预期不会太紧,杠杆加套息的策略仍然是大部分机构的选择。此外,在经济企稳复苏的时候,投资时钟指向权益类资产,那么转债也是有机会的,可用部分仓位关注转债的波段交易机会。

基于以上分析,下半年的机会在于信用债和偏权益资产,具体来说就是中高等级信用债和转债。

利率债大幅上行和下行的概率都不大,一方面,由于房地产的不确定性和经济企稳趋势将延续,政策方面托底思路也比较清晰,货币市场宽松的环境短期内应该不会有大的变化。下半年看好中高评级的信用品种和权益类资产。

7月底的中央上半年经济工作会议提到:“正确看待经济增长速度,对做好经济工作至关重要,对做好各方面工作影响很大。”“要坚持稳中求进工作总基调,坚持宏观政策要稳、微观政策要

活、社会政策要托底的基本思路。”此次会议最大的变化在于再次强调了政策对经济的托底思维。由此可以判断,下半年政策环境仍然会处于较为宽松的局面。

降低社会融资成本的目标使得政策上不会过快收紧;另一方面,融资软约束部门没有得到有效抑制,降准降息的全面宽松也不可期。利率债交易性机会的不确定性较大,且票息较低,对券商基金等机构来说不属于首选标的,推荐高等级信用债,尤其以优质城投债为佳。市场理财基金等机构的投资刚性一直存在,特别是在非标被限制后,资金对收益相对较高的城投债的需求一直旺盛,下半年特别是三季度资金预期不会太紧,杠杆加套息的策略仍然是大部分机构的选择。此外,在经济企稳复苏的时候,投资时钟指向权益类资产,那么转债也是有机会的,可用部分仓位关注转债的波段交易机会。

基于以上分析,下半年的机会在于信用债和偏权益资产,具体来说就是中高等级信用债和转债。

利率债大幅上行和下行的概率都不大,一方面,由于房地产的不确定性和经济企稳趋势将延续,政策方面托底思路也比较清晰,货币市场宽松的环境短期内应该不会有大的变化。下半年看好中高评级的信用品种和权益类资产。

7月底的中央上半年经济工作会议提到:“正确看待经济增长速度,对做好经济工作至关重要,对做好各方面工作影响很大。”“要坚持稳中求进工作总基调,坚持宏观政策要稳、微观政策要

活、社会政策要托底的基本思路。”此次会议最大的变化在于再次强调了政策对经济的托底思维。由此可以判断,下半年政策环境仍然会处于较为宽松的局面。

降低社会融资成本的目标使得政策上不会过快收紧;另一方面,融资软约束部门没有得到有效抑制,降准降息的全面宽松也不可期。利率债交易性机会的不确定性较大,且票息较低,对券商基金等机构来说不属于首选标的,推荐高等级信用债,尤其以优质城投债为佳。市场理财基金等机构的投资刚性一直存在,特别是在非标被限制后,资金对收益相对较高的城投债的需求一直旺盛,下半年特别是三季度资金预期不会太紧,杠杆加套息的策略仍然是大部分机构的选择。此外,在经济企稳复苏的时候,投资时钟指向权益类资产,那么转债也是有机会的,可用部分仓位关注转债的波段交易机会。

基于以上分析,下半年的机会在于信用债和偏权益资产,具体来说就是中高等级信用债和转债。

利率债大幅上行和下行的概率都不大,一方面,由于房地产的不确定性和经济企稳趋势将延续,政策方面托底思路也比较清晰,货币市场宽松的环境短期内应该不会有大的变化。下半年看好中高评级的信用品种和权益类资产。

7月底的中央上半年经济工作会议提到:“正确看待经济增长速度,对做好经济工作至关重要,对做好各方面工作影响很大。”“要坚持稳中求进工作总基调,坚持宏观政策要稳、微观政策