

# 机会风险皆有限 债市票息为王

□本报记者 张勤峰

在基本面多因素基本得到反映后，资金面悄然接过了主导债市运行的大旗。近两日来，资金面明显收紧，诱发券获利回吐，收益率再现小幅上行。分析人士认为，资金面与经济基本面的博弈，将在未来一段时间左右债券市场运行，由于当前局势未明，市场难有趋势性行情。在交易机会有限、系统性风险亦不大的背景下，债市投资仍以票息为王，收益率较高兼具安全性的国开债、中高评级信用债或继续受到青睐。

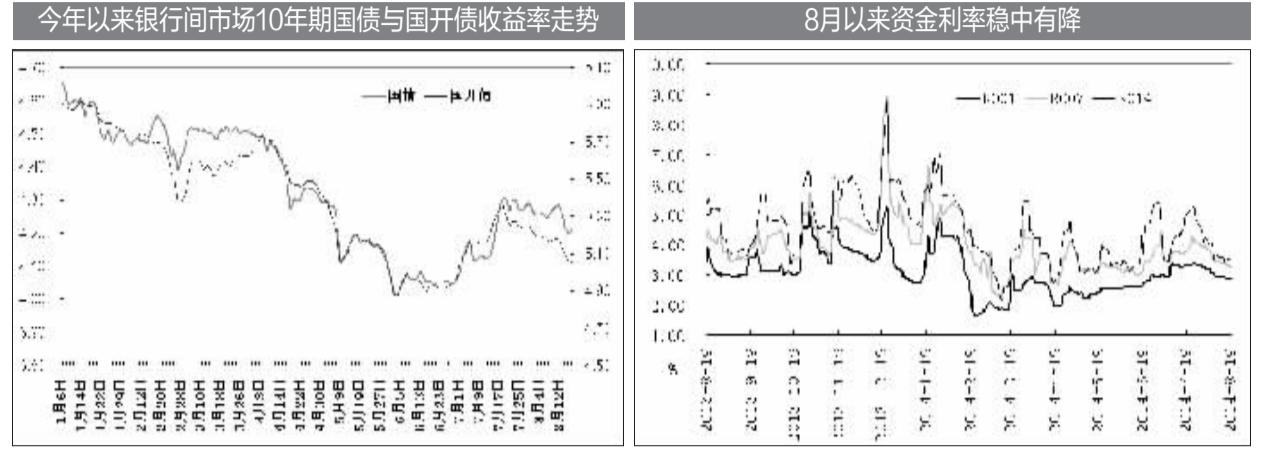
## 二元主导 行情跌宕起伏

上周，7月经济、金融数据引发债市明显波动，中长期利率债收益率应声下跌，但之后伴随资金面渐趋收紧，现券市场再次陷入僵局。本周以来，资金面继续演绎指标利率下行与实际融资趋紧的背离，诱发券获利回吐，收益率重现小幅上行。

回顾上半年牛市，债券收益率持续下行既得益于经济下行提供的坚实支撑，又与政策定向宽松、货币流动性持续宽裕密不可分，经济下行与流动性宽松交相呼应，使得债券收益率下行顺风顺水。然而，这一搭配在三季度逐渐松动，一方面，前期微刺激逐渐显效，经济渐显触底回升迹象，而另一方面，管理层再三强调降低融资成本，使得市场对于流动性稳中偏松抱有持续的信心。经济基本面与资金面交替主导市场运行，成为7月以来债券市场行情演绎的主线，收益率走势也由此转入宽幅震荡。

从收益率走势看，7月上旬，6月超预期的宏观数据，一度引发经济基本面预期的快速修正，同时伴随着收益率的剧烈调整；随后，国务院会议重申降低融资成本，则从流动性与政策预期的角度为债市提供托底，7月中下旬收益率复现持续缓步下行。

可见，资金面与经济基本面的博弈，是7月以来债市跌宕起伏行情的始作俑者，而这一搭配预计仍将在未来一段时间继续左右债券市场运行。一方面，7月数据虽加剧市场对于短期经济走势的分歧，但尚不足以彻底证伪经济复苏趋势；另一方面，7月数据尽管提升了市场对于货币政策进一步宽松的预期，但由于经济复苏尚未被证伪，宽松预期在短期内恐怕还很难照进现实。短期来看，无论是经济基本面，还是资金面与政策预期，都不足以成为债券市场的绝对主导因素。而在局势明朗之前，市场恐将呈现在阶段高位震荡的局面，难有趋势性的行情。



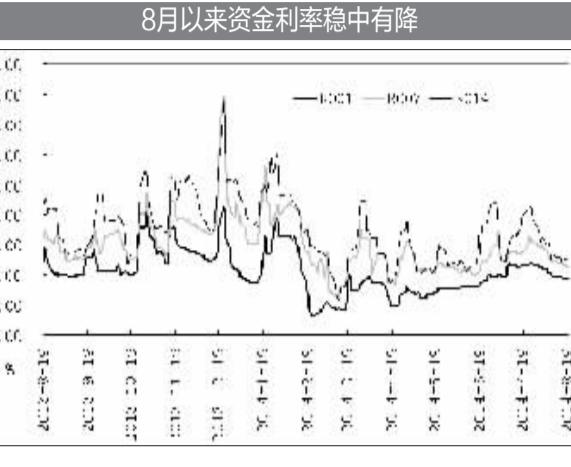
票息价值大于交易价值

在高位震荡的主基调之下，债券交易机会难以把握，系统性风险亦将有限。市场人士指出，如此背景下，债券市场将以票息为王，收益率较高又兼具安全性的品种将受到青睐。

利率产品方面，政策性金融债因相比国债收具有优势，且上半年供给压力已得到一定程度释放，而被多家机构推荐。光大证券周报指出，利率走廊式管理的思路下，利率窄幅、微幅波动是常态，交易性机会始终难以把握。该机构表示，利率债目前的估值处于相对安全的区间，收益率继续上行的可能性和空间都不大，政策性金融债税收利差经过连续的下降，已经显著收窄，但虽然仍位于历史3/4分位之上，配置价值高于国债。

海通证券利率周报进一步指出，从供需看，国开债极具价值，因为国开行承担政府投资职能，央行给国开行提供再贷款直接减少了国开债供给，一级市场上国开债招标倍数很高，说明国开债供需格局良好。该机构认为，央行政策放松背景下，回购利率或继续下行，从套息角度看国开债的优势逐步显现，未来10年期国开债收益率必然会降至5%以下。

不过，申银万国证券则站在短期市场风险的角度指出，经历了上周长端利率的快速下行后，短期的基本面预期和资金面可能并不支持利率进一步大幅下行，甚至可能由于预期的修正导致利率走势有所反复，因此目前尚不是加仓利率品的好时机。该机构认为，中高等级信用债的票息和杠杆策略仍是最优策略。



## 央行公开市场操作保持中性 资金面延续“紧平衡”

□本报记者 王辉

本周二（8月19日），央行公开市场操作延续近阶段的中性基调，正回购操作规模与当日到期资金量基本相当。在此背景下，周二银行间市场主要期限资金价格水平虽基本持稳，但中短期品种资金拆借难度却未见缓解，整体市场资金面仍延续了近几个交易日的“紧平衡”格局。

公告显示，昨日央行在公开市场上进行了300亿元14天期的正回购操作，中标利率继续保持于3.70%。根据Wind数据统计，本周公开市场合计到期资金510亿元，其中周二到期正回购300亿元、央票10亿元，央行操作之后，公开市场实现10亿元的小额资金净投放。上周，央行公开市场操作在时隔两周之后的重回净投放格局，净投放资金140亿元。

货币市场方面，昨日银行间资金价格水平基本稳定，但资金拆借难度却仍处较高水平。

数据显示，银行间质押式回购市场主流隔夜、7天回购加权平均利率分别收报2.84%、3.29%，较上一交易日分别微跌1BP、小涨4BP；14天、21天和1个月品种分别收于3.45%、4.23%和4.28%，14天和1个月品种分别下跌5BP、15BP，21天品种则上涨了10BP。市场人士表示，虽然主流资金价格较为稳定，但受新债供应量偏大、现券杠杆交易操作需求以及新一轮货币宽松预期未见兑现等因素的叠加影响，资金实际上仍比较难借。此外，相较于前几个交易日，资金拆借紧张的状况出现了慢慢向14天和21天期品种蔓延的迹象。

分析人士表示，短期内尚未见到货币政策加大放贷力度的明显信号，此前由7月金融数据较差引发的降息降准预期正在趋于平静，结合当前货币市场资金绝对价格水平来看，未来一段时间内资金面或将延续紧平衡格局。

## 人民币兑美元即期汇率五连阳 盘中突破6.14整数关口

8月19日，人民币兑美元汇率未受中间价设低的影响，连续第五个交易日收涨，且盘中一度突破6.14整数关口，再创近五个月以来新高。

据中国外汇交易中心公布，19日人民币兑美元汇率中间价报6.1548，较上一日小跌20基点。隔夜市场上，由于美国最新经济数据向好，加上全球股市上涨提振风险偏好，美元指数收盘上涨0.18%。

19日境内银行间外汇市场上，人民币兑美元即期汇率承接近日涨势高走，盘中最高摸至6.1366，创下今年3月14日以来的最高点位，但午后汇价随着购汇盘的增多震荡回落，尾市收在6.14关口下方。

方，报6.1418，较上日收盘价上涨19基点或0.03%，仍创下3月14日以来的最高收盘价。

当日香港离岸市场上，在岸人民币涨势遇阻带动离岸汇率同步冲高回落，尾市收报6.1445，较上日下跌36基点或0.06%。

市场人士表示，贸易顺差高企和国际资本流入，导致近期市场结汇需求增多，未来一段时间人民币仍面临一定升值压力；不过，从昨日人民币汇率突破6.14后购汇盘涌出来看，考虑到中间价总体持稳、美元出现再次走强迹象以及人民币短期涨幅较为可观等因素，预计短期内即期汇率或在6.14附近展开震荡。（葛春晖）

## 国开行四期新债平稳招标

国家开发银行8月19日在银行间市场招标发行了四期金融债。发行结果显示，各期债券均获得较高的认购倍数，但由于市场心态较为谨慎，实际中标收益率（利率）仍属中性。

国开行昨日四期新债包括第二次增发的2014年第20期3年期固息债、第四次增发的第19期5年期固息债、第二次增发的第21期7年期固息债以及新发的第22期10年期固息债，发行规模依次为30亿元、50亿元、40亿元和30亿元。来自中债网和交易员的消息显示，上述四期债券中标收益率/利率依次为4.6737%、4.8755%、5.0012%、5.02%；投标倍数分别为4.09倍、4.33倍、4.1倍和5.77倍。从中标结果看，3、5、7年期品种中标收益率基本贴近此前市场预测均值，而10年期品种则由于较小的发行数量和保险等主流配置机构逢低拿券的配置需求，中标利率相对偏低。

市场人士表示，虽然各期债券认购倍数均较高，但投机性投标仍为数不少，市场对于债市后期再启升势的信心仍不足，此外，近段时间新债供给相对较少、货币市场实际资金面偏紧，也在一定程度上压制了机构以二级市场参考收益率水平认购的积极性。（王辉）

## 铁路总公司今发150亿元铁道债

中国铁路总公司19日公告，定于8月20日招标发行今年第六期铁路建设债券。国泰君安证券担任本期债券的牵头主承销商。

本期铁道债期限7年，总额150亿元，固定利率，票面年利率根据市场招标结果确定，采用单一利率（荷兰式）招标方式，招标利率区间为4.60%-5.60%。时间安排上，本期铁道债将于20日上午10:00-11:00招标，

起息日和缴款截止日为8月21日。本期铁道债由铁路建设基金提供不可撤销的连带责任保证担保，经中诚信国际评定，发行人的主体信用等级为AA级。

铁路总公司于7月8日招标发行了今年第五期铁道债，发行金额150亿元，期限10年，经招标确认的票面利率为5.40%。（王辉）

# 可交换公司债券投资价值可期

□安信证券固定收益部 袁志辉

近期上交所、深交所相继发布上市公司可交换公司债券业务实施细则，可交换公司债券这种全新的金融品种将进入发行人和投资者视野。

可交换公司债在欧美发达国家早已成为较为成熟的融资工具，我国直到2008年10月证监会才发布《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》。但此后可交换债市场发展依然缓慢，可交换公司债境内发行尚无先例，中小企业可交换私募债的试点也寥寥无几。从新一届政府的金融改革推进速度来看，可交换公司债券的发行上市或已不远。

可交换债券（Exchangeable Bond）全称为“可交换公司股票的债券”，是指上市公司股份的持有者通过抵押其持有的股票给托管机构进而发行的公司债券，该债

券的持有人在将来的某个时期内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权。可交换债券是一种内嵌期权的金融衍生品，本质上是标的公司股票的看涨期权。

可交换债券相比于可转换公司债券，有其相同之处，其要素与可转换债券类似，也包括票面利率、期限、换股价格和换股比率、换股期以及回售、赎回等；对投资者来说，与持有标的上市公司的可转换债券相同，投资价值与上市公司业绩相关，且在约定期限内可以以约定的价格交换为标的股票。不同之处在于，发债主体和偿债主体不同，前者是上市公司的股东，后者是上市公司本身；所换股份的来源不同，前者是发行人持有的股份，后者是发行人未来发行的新股，因此，可转换债转股会使发行人的总股本扩大，摊薄每股收益，而可交换公司债券换股不会导致标的公司的总股本发生变化，也无摊薄收益的影响。

债务压顶、去杠杆缓慢背景下，可交换公司债对于上市公司而言是新的融资渠道。

首先，盘活存量股份，缓解资金压力。

可交换公司债允许上市公司股东以所持

股份为抵押，募集资金，与资产证券化异曲同工，将极大盘活存量股份，为上市公司提供稳定的资金来源。对于融资需求迫切的企业而言，是一种类权益融资工具。

其次，降低企业融资成本。今年以来，监管层以及市场机构对于降低融资成本的讨论较多，可交换公司债的退出当是职能部门对于中央决心的回应。

由于可交换债券给投资者一种转换股票的权益，其利率水平与同期限、同等信用评级的一般债券相比要低，可交换债券给筹资者提供了低成本的融资工具。因此即使可交换债券的转换不成功，其发行人的还债成本也低于债券、贷款、非标等传统融资工具；

若成功转股，则没有了还本压力。

可交换公司债与可转债类似，为投资者提供发行溢价、稳定利息以及正股上涨产生的换股溢价。参考首只中小企业可交

换私募债“T3福星债”情况，此前投资者已全部换股，并取得10.69%的平均换股收益率。而可交换公司债要比中小企可交换私募债的信用风险低，且公开发行、交易所场内交易也会带来较好的流动性。因此，可交换公司债的投资价值值得期待。

可交换公司债有利于发行人低成本融资，有利于投资者博取可观溢价，因此，面

试初期极有可能供需两旺，对信用债供给造成冲击。但是从上交所以及深交所的细则来看，发行门槛仍较高，短期内对债市供给压力有限。此外，在下半年，债券市场缺乏趋势性大行情下，进可攻退可守的可交

换公司债将为债券投资者提供增厚组合收益的利器。（本文仅代表作者个人观点）

## 中信银行22日招标二级资本债

中信银行19日公告，定于8月22日招标发行该行2014年二期二级资本债。

本期二级资本债为10年期固息债，在第5年末附有条件发行人赎回权，设有减记条款，计划发行总额为370亿元。本期债券通过中国人民银行债券发行系统在全国银行间债券市场公开发行，最终票面利率根据市场招标结果确定，招标日为8月22日，起息日、缴款日为8月26日，存续期内每年8月26日支付利息（遇节假日顺延）。经大公国

际评定，发行人的主体评级为AA级，本期债券的评级为AA级。

2013年《商业银行资本管理办法（试行）》实施后，监管部门推出了创新型二级资本工具来取代次级债。2013年7月，天津滨海农商行首个试水二级资本债，发行规模15亿元。今年以来，采用二级资本债补充资本金的银行不断增多。据Wind统计，截至8月19日，今年已发行或已披露发行文件的商业银行二级资本债达到22只，发行总额合计2797.5亿元。（葛春晖）

## 两券商22日招标发行短融券

申银万国证券、中原证券19日分别公告，各自定于8月22日发行新一期短期融资券，规模分别为20亿元和8亿元。

两期短融券期限均为90天，均为固定利率，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。时间安排上，两期短融券均为8月22日招标，分销日、起息日、缴款日和债权登记日为8月25日，上市流通日为8月26日。

经中诚信国际评定，申银万国证券的主体评级为AAA，本期短期融资券评级为A-1，评级展望为稳定。截至本期募集说明书签署日期，申银万国证券待偿还短融券余额为50亿元；经中

诚信国际评定，中原证券的主体评级为AA+级，评级展望为稳定，本期短期融资券信用级别为A-1级。截至本期募集说明书签署日期，中原证券待偿还短融券余额为9亿元。（王辉）

## 新世纪调升无锡建发主体评级

上海新世纪资信评估投资服务有限公司日前发布跟踪评级报告，决定将无锡市建设发展投资有限公司主体信用等级由AA+调升为AAA，评级展望为稳定，同时决定将“12锡建发债”信用等级由AA+调升为AAA。

新世纪表示，2013年无锡市经济与地方财政收入稳步增长，能够为当地项目建设提供较好的资金保障；2013年无锡建发获得股东增资，公司资本实力得到进

一步增强；公司项目承包任务较多，后续投资规模仍较大，2014年无锡市政府再次出台了针对公司政策性支持文件，对公司信用质量起到较大的提升作用；2013年无锡建发新增大量长期借款，刚性债务规模持续快速增长，公司偿债压力有所加大，但在政府持续增资的情况下，目前负债程度仍相对可控。公司货币资金存量充裕，能够对短期刚性债务形成较高保障。

同时，新世纪也注意到，无锡建发主业立足于公益性项目，主营业务盈利能力仍偏弱；虽然公司所担保企业多为无锡市属重点企业，但公司仍存在一定的代偿风险。（葛春晖）

■外汇市场日报

美元指数再战年内高点

□中信银行 胡明

19日亚欧交易早盘，消息面较为平静，美元依旧保持坚挺，延续隔夜反弹走势，美元指数再度接近年内81.716的高点位置。

纽元对美元表现最为疲弱，受到负面经济数据的影响，汇率再次跌至近期低点附近，考验0.84整数关口支撑的有效性。一方面，新西兰二季度生产者物价指数受到奶制品价格持续下跌的影响出现负增长，纽储行的加息压力明显下降。另一方面，新西兰财政部下调了财政预期以及经济增长预期，并预期央行将维持利率稳定。

受建筑业强劲、移民潮以及贸易条件高

的因素推动，新西兰经济仍属于发达经济体中较为健康的，但其增长动能亦有所放缓。基本面可能面临转弱迹象，将降低市场对于纽储行加息的预期，进而降低纽元对套利资金的吸引程度。不过，新西兰经济基本面并未实质变化，并不具备大基础。

此外，澳元对美元未受到澳联储偏鸽派的会议纪要打击，呈现出窄幅震荡偏强的格局。澳联储认为，经济前景存在很大的不确定性，可能在一段时间内维持利率在纪录低位不变。目前来看，经济并未持续恶化以及降息可能导致楼市泡沫都促使澳联储货币政策将保持稳定，澳元基本面呈现中性，汇价延续震荡概率较大。技术上，汇价持续在年初形成的W底线上方震荡运行，可以继续依据颈线位置进行双向交易策略。

## 自发自还地方债利率再向国债看齐

浙江债中标利率高出国债不到2BP

□本报记者 葛春晖

浙江省8月19日招标发行了三期自发自还地方债，招标结果与前期自发自还地方债类似，中标利率接近或仅略高

于同期限国债利率不足2BP。中债到期收益率曲线显示，18日银行间同期限国债到期收益率分别为3.9465%、4.1632%、4.2153%。另据交易员透露，上述三期浙江债获得的认购倍数分别为2.46倍、2.42倍、2.49倍。

资料显示，经国务院批准，今年山东等10个省（市）列入地方政府债券自发

自还改革试点，浙江是其中第七个已完

成发行自发自还地方债的省份，剩余三

家为上海、北京、深圳。在今年已完成自发自还地方