

# 经济定趋势 空间看政策

## 短债盘桓 长债难行

□本报记者 张勤峰

8月宏观经济数据落地,打破了债券市场持续数周的胶着。周一,银行间现券收益率全面走低,中长端降幅明显,投资者做多情绪被疲软的数据再次点燃。市场人士指出,年内经济仍处于磨底状态,利率风险总体有限,货币政策定向宽松的想象空间犹存,流动性总体无忧,债券市场环境依旧偏暖,转熊尚不足虑;但短端利率下行尚待政策突破,同时,过低的期限利差则制约着中长端下行空间,预计年内债券收益率曲线将延续平坦化特征。

### 经济有虑 债市无忧

周一,债券市场在经历数周的震荡行情后做出方向选择,银行间市场各期限利率产品收益率全面走低,中长期的现券及利率互换降幅明显。

基本面数据再度充当债市“搅局者”。备受市场关注的8月份主要宏观数据于上周出齐,压轴亮相的工业生产等经济数据令人大跌眼镜,将市场压抑许久的做多热情重新点燃。据国家统计局披露,8月份工业增加值同比增速跌至6.9%,创下2009年3月以来的最低值;今年前8个月固定资产投资累计同比增长16.5%,增速较1-7月份回落0.5个百分点,其中房地产投资累计同比增速进一步回落至13.2%。而早些披露的物价及金融数据显示,8月CPI同比增速回落至2.0%,低于市场预期;8月M2同比增速降至12.8%,连续两个月大幅回落。纵观物价、货币供应、工业生产、投资活动,8月份主要经济金融运行数据都不同程度低于预期。

交易员指出,在流动性总体平稳的



背景下,经济基本面的反复成为近阶段债市波动的主导因素,由于7、8月份主要宏观指标接连暗示经济短期回暖势头不稳,缓解了市场对未来利率风险以及流动性边际收缩的担忧,债市牛熊之争预计会暂时偃旗息鼓。

中金公司的报告认为,受到8月数据的拖累,第三季度GDP可能会放缓至接近7%的水平;未来几个月经济环比动能可能还会放缓。有市场人士表示,年内经济仍将处于“底部徘徊、有限复苏”的磨底阶段,大幅上行动力不足,债市面临的利率风险总体有限,与此同时,宏观数据滑坡考验政策定力,市场对货币政策放松的预期再次升温,虽然政策结构调整的现状与市场全面放松的预期有一定偏差,但预计未来继续定向宽松可期,流动性总体无忧,债券市场环境依旧偏暖。

### 利率突破下行尚需政策助力

短期看,债券收益率向上风险基本



行的掣肘。

有分析人士进一步指出,当前市场对中长债后势的分歧,实际上是对货币政策后续动作的分歧,因为目前短端利率要突破下行还有赖于较大力度的货币政策放松。

中金公司指出,从央行官员和统计局官员对金融和经济数据的解读来看,政府并不因为8月份数据向下大幅波动而感到惊慌,而且不建议对单月数据过度解读,预计政府仍将保持“定力”,采用大幅刺激的可能性仍不高,但增加定向刺激的可能性在上升。而在货币政策保持“定力”的情况下,年内债券收益率下行的空间不大,在经济放缓和利率市场化推进的两股力量夹击下,利率趋于收敛的“新常态”尚未结束。

国泰君安证券周报亦认为,基本面决定利率走势的方向,资金和政策面则决定行情空间,政策保持“定力”,则利率下行幅度有限,曲线大概率仍会平坦化。

## 期限利差进入“新常态”

于对利率走势的预期。远期利率波动的最大风险在于通货膨胀,因此,对利率走势的预期取决于通胀预期。

从美国60年代以来的数据可以看出,通货膨胀波动性与期限利差之间存在明显的正相关关系。目前我国尚未公布通胀预期的权威数据,根据适应性预期理论,我们简单采用历史波动率(12个月移动标准差)来近似测算通胀预期。

虽然我国债券历史数据偏短,但是2006年以来的通胀波动率与期限利差仍体现出高度同步性。数据显示,2006年-2007年9月,通胀波动率持续走高,同期期限利差走扩80bp;2007年四季度至2008年8月,加息后期,通胀波动率持续回落,期限利差快速收窄,到金融危机爆发,通胀低位徘徊,连续降息降准,期限利差接近0;2009年5月后整体处于震荡下行态势。期限利差波动中枢从150bp

逐步下移至100bp,2012年后进一步下探到50bp,只是通胀波动率在2013年后降至0.45附近的较低水平,价格黏性压制其下行空间,走势较为平稳,而期限利差在短期冲击下波动加大。

现在举国上下都在谈经济常态化,以调结构、转变经济增长方式为导向,拒绝财政、货币刺激的老路,让经济增速、投资率降至合理水平。可以预见,在经济常态化背景下,制造业去产能、经济体去杠杆将加速市场出清,货币增速也会控制在合理范围,那么不管是经济总需求层面长期低迷压制价格抬升,还是货币层面供给减速压制货币现象爆发,都将抑制通胀预期,即通胀预期也常态化。事实上,经济体产能、杠杆率基本在2011年-2012年达到顶峰后,已经开启了漫长的去产能、去杠杆进程,表现在价格层面则为PPI连续30个月负增长。

目前来看,通胀波动率在接近0.5

的底部已经稳定持续了16个月,如果经济常态化趋势确立,通胀波动率很可能将在未来1-2年内继续稳定在当前的偏低水平上,进而支撑期限利差难以大幅走扩。

从技术上来看,以波动中枢为划分依据,2012年后期限利差标准差在28bp,期限利差波动中枢在50bp,假设期限利差波动服从正态分布,未来期限利差长期维持在100bp以上的概率不超过5%,低于75bp的概率大于80%。因此,当前偏平坦的期限利差并不存在大幅扩大的推动力,如果考虑到通胀波动率的态势,还可能进一步收窄10-20bp。

后市来看,仅从期限利差分析,如果短端利率无法继续大幅下行,长期利率债下行的空间也许不超过30bp;但如果短端利率不出现显著上行,长期利率上行的空间也将有限。(本文仅代表作者个人观点)

□安信证券固定收益部 袁志辉

今年以来期限利差持续收窄,10年与1年期国债利差从100bp下降到50bp左右,位于历史1/4分位点附近。近期市场对于偏低的期限利差较为担忧,在货币政策进一步放松空间有限的背景下,偏窄的期限利差或将面临修复,从而令中长期品种收益率承受上行。不过,年初100bp左右的期限利差仅是历史均值,鉴于2013年以来期限利差较历史周期出现趋势性下沉,其背后推动力或已发生变化,期限利差的“新常态”或已出现。

由于投资期限偏长,中长期债券相对于短期品种需要给予一定溢价以规避现金流回报率损失的风险。未来现金价值取决于贴现率的变化,即利率期限结构形态及走势。不同的期限结构理论对期限利差都有各自的解释,关键仍在

### ■债市策略汇

#### 利率产品

##### 广发银行：继续买入长端资产

8月工业增速、固定资产投资等均处于较低位置,说明在短暂的回暖后,经济运行再次出现波动。一方面,经济增长方式改革过程中,必然要牺牲部分经济增速,房地产市场调整的影响继续扩大,其他过剩产能也要挤出。另一方面,去年基数较高,今年上半年的政策刺激效果开始衰减,令8月经济增速重回低位。但核心问题是,数据不好不代表政策大规模放松。在就业形势稳定的情况下,促改革需要的是定向政策刺激,维持低利率环境。建议继续买入长端资产,并收取IRS长端固定利率。

##### 广州农商行：利率下行空间受限

本周,低于预期的经济数据会在短时间内提振市场多头情绪,有利于现券收益率的下行。不过,也要看到制约债市下行空间的因素:其一,较低的估值水

平;其二,高层对经济下行的担忧程度减弱,由此带来的政策放松空间受限,进而利率突破前期低点的难度也较大。下行幅度也因此受到很大限制。根据以往情形,本周利率的下行可能呈现快速,甚至是一步到位的局面。因此从策略上看,总体仍延续前期的守势,如果利率快速下行,可择机出货,兑现收益。

#### 信用产品

##### 中银国际证券：高风险偏好属短期行为

当前国内股市和垃圾债上涨,美元指数大涨而人民币市值不降反升,表现出国内风险偏好大幅上升以及国际资本对中国经济的信心提升。风险偏好回升是流动性推动的结果,并非缘于信用资质的改善。从库存周期的趋势来看,全年经济高点在三季度达到,之后将是新一轮的衰退期。因此,短期内风险偏好较高,转债和信用债是较好的投资品种。中期内,风险偏好将回归理性,无风险利率进一步降低。之后,利率债,特别是金融债将有好的表现。由信用债到利率债的

切换点,应是地产生金九银十带动经济复苏的低预期。

##### 第一创业证券：莫忽视高收益债风险

从8月的金融货币数据来看,我们最担心的便是表外信贷收缩的同时,表内信贷扩张速度并未加速。在非标受限,银行惜贷的情况下,很多资质并不好的企业无法通过非标业务续借资金,会面临资金链断裂的危险。我们对表外融资萎缩,表内融资并不跟上的状况表示担忧。如果监管层不在表内信贷额度上进行放松,未来的金融风险会更快的暴露。所以,对于高收益债券,把握市场情绪,快进快出是适当的,但要避免被乐观情绪所带动,忽视未来可能的风险。依然建议以基本面较好的债券为主。

#### 可转债

##### 民生证券：短期休整概率较大

8月工业增加值同比增速意外回落至6.9%,大幅低于一致预期,一方面缘于去

年同期高基数,另一方面缘于经济内生下行压力较大。在较差的经济数据影响下,转债本周休整概率较大,但是随着沪港通的临近,各项改革的推进,转债中长期仍然看好。大盘转债关注石化转债和平安转债,中小盘转债关注泰尔转债(转型)、华天转债(业绩好,行业景气度高)、隧道转债(国企改革)、重工转债(军工题材)等。

##### 光大证券：持有至月末再撤退

本次行情主要靠资金推动,特别是“沪港通”等机构资金。可以发现,近期涨幅较好的转债反而是前期表现较弱的转债。几乎所有的转债已经轮动过一遍,目前从余额加权到期收益率水平来看,目前仅有0.5%左右,完全没有债性保护。此外,近期转债市场的交易量开始降低,因此短期行情可能已经走过2/3。就操作策略而言,建议持有至月末再开始撤退,主要原因在于前期的上涨已经为投资者提供了较好的保护垫。尽管近期转债成交量较高,但仍主要集中于传统流动性较好的转债标的。在没有债底保护的情况下,交易流动性至关重要。(张勤峰 整理)

## 两期代发地方债中标利率符合预期

财政部9月15日代理发行了2014年第十一期和第十二期地方政府债券,在近期利率新债需求偏弱的市场背景下,两期代发地方债均高于同期限固息国债收益率12个基点左右,基本符合市场预期。

昨日两期地方债分别为三年期和五年期固息品种,规模均为163亿元。来自中债网和交易员的消息显示,三年期地方债中标利率4.14%,投标倍数

1.58倍;五年期品种中标利率4.15%,投标倍数1.78倍。银行间市场固息国债到期收益率曲线显示,三年和五年期固息国债最新收益率分别为4.01%和4.025%左右。

市场人士表示,虽然上周末公布的8月经济数据“差得令人大跌眼镜”,但一级市场认购热情提升幅度相对不甚显著,考虑到两期债券的发行手续费,实际中标结果基本符合预期。(王辉)

## 农发行三新债中标收益率偏高

9月15日下午,农业发展银行就该行2014年第28期、41期、44期金融债进行了最新一次增发招标。发行结果显示,机构对于三期新债的需求较为中性,相较于此前市场预测均值和当天二级市场利率债偏暖的走势,实际中标收益率水平定位相对偏高。

昨日农发行三期新债分别为7年、5年和1年期固息品种,规模各不超过60亿元。来自中债网和交易员的消息显示,7年、5年和1年期固息增发债中标收益率

分别为4.9473%、4.8623%和4.3387%,投标倍数分别为2.50、2.45和12.72。此前,市场对国开行上述两期债的预测均值分别为4.88%、4.81%和4.30%左右。

由于上周末公布的8月宏观经济数据远低于市场预期,市场宽松预期再度升温,昨日银行间现券市场中长期债券收益率应声下行,全天录得较为明显跌幅。不过,从农发行三期增发债的投标情况来看,一级市场认购热情并未出现显著抬升。(王辉)

## 进出口银行18日招标两期固息债

中国进出口银行15日公告称,将于本周四(9月18日)在银行间债券市场招标发行2014年第61期、第62期金融债。其中,第61期债券为该行2014年第57期固息金融债的增发债,发行规模60亿元;第62期金融债券为新发债券,发行总额60亿元。

该行第57期金融债券为1年期固息付息债券,起息日为9月10日,到期日为2015年9月10日,票面利率4.2564%,本次增发

的债券上市之后,与原金融债券合并交易。本期增发债以单一价格荷兰式招标方式发行,无基本承销额度,缴款日为9月23日,上市流通日为9月25日。第62期金融债券为7年期固息品种,无基本承销额度,采用单一利率荷兰式招标,缴款日和起息日均为9月23日,上市流通日为9月28日。1年期品种发行手续费为发行总额的0.05%,7年期品种发行手续费为发行总额的0.10%。(王辉)

## 国信证券18日招标17亿元短融券

国信证券股份有限公司9月15日公告,定于9月18日(本周四)在银行间债券市场招标发行2014年第一期短期融资券。

本期证券公司短期融资期限91天,规模17亿元,固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利。时间安排上,本期短融券招标日为9月18日,分销日、起息日、缴款日和债权登记日为9月19日,上市

流通日为债权债务登记日次日一工作日,今年12月19日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,国信证券的主体信用等级为AAA级,本期短融资券的债项信用级别为A-1级。截至本期募集说明书签署日期,国信证券待偿还短期融资券余额为23亿元,短期融资券最高发行余额为82亿元。(王辉)

## 17家银行今发同业存单

建设银行、中国银行等17家银行9月15日分别发布公告,将于9月16日发行共18只同业存单,发行量合计175亿元。

相关公告显示,建行、中行、兴业银行、民生银行、北京银行、南京银行、江苏银行、宁波银行、南昌银行、广州农商行16日各发一期同业存单,计划发行量均为10亿元;平安银行、中信银行、德阳银行、兰州银行、汉口银行、南得农商行各发一期,计划发行量分别为5亿

元、5亿元、5亿元、15亿元、20亿元、1亿元;浦发银行将发行两期,计划发行量合计24亿元。据统计,截至9月15日已披露2014年度同业存单发行计划的银行共计62家,累计发行额度近1.37万亿元;今年以来同业存单累计已发行352期,发行额合计3496亿元;截至9月15日,同业存单存量规模为300只、2824.80亿元。与发行计划总额相比,未来三个月同业存单发行还有很大空间。(葛春晖)

## 中诚信国际:将吉煤集团移出可能下调级别观察名单

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布公告称,基于吉林省政府对吉林省煤业集团有限公司的大力支持和2014年上半年公司经营亏损同比有所减少,决定不再将吉煤集团列入可能下调级别的观察名单,并将其评级展望调整为负面;维持其主体信用等级为AA,维持“11吉煤MTN1”的债项信用等级为AA。

2014年8月29日,吉煤集团发布了《关于折股缴纳采矿权价款事项的公告》。按照折股方案,公司实收资本变为184149万元。若以公司2014年6月底的资产负债表为基础,其他条件

不变的情况下,公司折股后资产负债率为74.97%,较折股前下降11.60个百分点。中诚信国际认为,该折股方案虽然不能改变公司实际盈利能力和经营活动净现金流,但有助于减少公司未来现金流出和降低资产负债率,提升公司抗风险的能力,这也体现了吉林省政府对公司的有力支持。

另外,2014年上半年,公司经营净现金流由2013年上半年的-2.62亿元变为-1.02亿元,净利润由2013年上半年亏损12.32亿元缩小至亏损6.13亿元。(葛春晖)

### 金牛银行理财综合收益指数走势



注:2014年9月15日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.12%,较修正后的上期数据上行0BP。数据来源:金牛理财网

## 资金供需均衡 跨节利率抬升

□本报记者 葛春晖

本周一(9月15日),银行间市场资金面较上周五有所趋紧,但整体仍保持供需均衡态势,除跨季末和国庆假期的14天资金利率上行逾10BP外,其他期限资金利率涨跌互现、波动不大。分析人士表示,综合本周资金面供需情况考虑,预计央行本周公开市场操作将以中性对冲为主,资金利率小幅上行概率较大。

数据显示,9月15日银行间质押式回购市场上,主流隔夜回购加权平均利率微跌不到1BP至2.84%,标杆品种7天回购加权平均利率微涨1BP至3.28%;跨季末的14天回购加权平均利率上涨近14BP至3.59%;此外,21天-3个月品种的加权平均利率波动幅度均不超过5BP。市场人士表示,15日存款准备金例行清缴对资金面影响有限,当日资金面延续近段时间的前紧后松格局,加权利率继续受到开盘利率

引导,资金面整体保持均衡。

后市来看,货币市场面临多重短期因素扰动,资金利率具备一定向上压力。其一,本周四的两只新股申购,有机构预计冻结资金1000亿元,对资金面影响不大;其二,国庆长假临近,商业银行现金备付必不可少;其三,商业银行9月底迎来第三季度指标考核,此项因素往年通常会给资金面带来不小冲击。值得一提的是,银监会上周五发布通知,对银行月末和季末冲

存款行为进行约束。对此,中金公司指出,新规实际效果仍有待观察,短期看,9月末仍可能是银行冲存款的关键时点。

从资金供给角度看,财政存款下拨和公开市场到期资金,有望给货币市场提供稳定支撑。据WIND统计,本周公开市场将有330亿元正回购资金到期。东莞银行表示,从总量管理和预期管理的角度,预计央行将在公开市场进行平衡操作,同时,本周资金价格不太可能出现大幅度上行。