

# 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梦想空间犹存，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月份主要宏观经济数据上周出齐，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”

对于利率走势的预期。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抑货币现象爆发，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，长端利率上行的空间也将有限。（本文仅代表作者个人观点）

切换点，应是地产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，转债本周整体概率较大，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）

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

目前国内股市和垃圾债上涨，美元指数大涨而人民币币值不降反升，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。短期内，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

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

# 资金供需均衡 跨节利率抬升

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。

# 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。

市场人士表示，虽然上周公布的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，实际中签结果基本符合预期。（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29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。

口行第57期金融债券为1年期固息附息债券，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

# 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券期限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一工作日，今年12月19日到期一次还本付息（遇节假日顺延）。

经中诚信国际信用评级有限公司综合评定，国信证券的主体信用等级为AAA级，本期短期融资券的债项信用级别为A-1级。

本期证券公司短期融资券期限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一工作日，今年12月19日到期一次还本付息（遇节假日顺延）。

经中诚信国际信用评级有限公司综合评定，国信证券的主体信用等级为AAA级，本期短期融资券的债项信用级别为A-1级。

本期证券公司短期融资券期限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一工作日，今年12月19日到期一次还本付息（遇节假日顺延）。

# 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。

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）

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、南浔农商行各发一期，计划发行量分别为5亿

# 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公司日前发布公告称，基于吉林省人民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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

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）

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，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，这也体现了吉林省人民政府对公司的大力支持。

另外，2014年上半年，公司经营净现金流由2013年上半年的-