

债牛“歇夏” 六月“胶着”

□本报记者 葛春晖

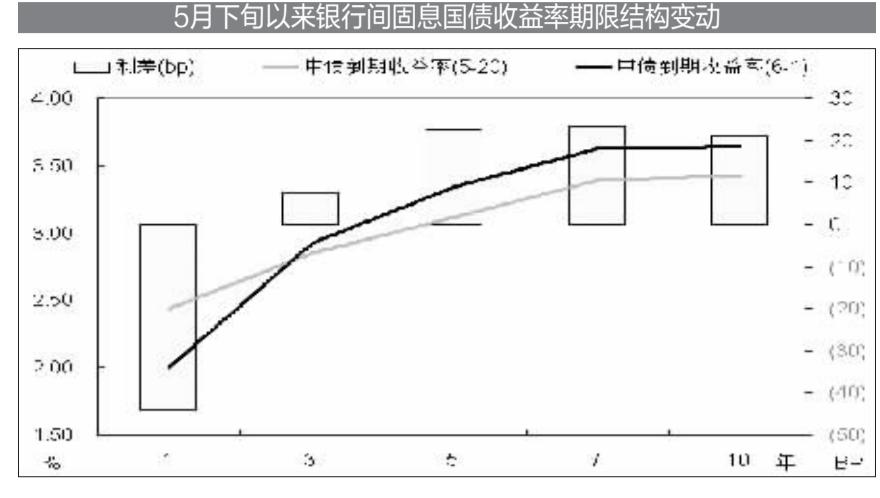
5月下旬以来，伴随地方债发行启动，债券收益率曲线陡峭化特征越发明显，中长端收益率出现明显反弹。市场人士指出，近期中长端利率止跌反弹主要受到地方债供给放量、经济企稳预期升温以及A股“打新”火爆等因素影响，目前地方债供给压力仍是债市最大的“心头之患”，但中期来看，充裕流动性和降低融资成本的政策导向对债市构成重要支撑，因而债市由牛转熊的概率较小。在此背景下，6月份债市可能陷入上有顶、下有底的“胶着”局面。

三因素压制中长端表现

6月首个交易日，债券期现货市场再度双双走软。银行间现券市场上，1-10年期关键期限的中债国债收益率分别上行61BP、0.4BP、5BP、4BP、45BP，收报1.20%、2.92%、3.34%、3.62%、3.64%。国债期货市场上，5年期和10年期国债期货主力合约双双放量下跌，盘中一度双双跌逾1%，最终收盘分别下跌0.69%、0.77%。

5月下旬以来，债券收益率曲线陡峭化特征越发明显。一方面，短端利率持续下行，直到昨日仍位于2010年7月以来的低位水平；另一方面，中长端利率在盘整了近一个月时间后，自5月下旬开始出现明显反弹走势，与短端的利差进一步走扩。从昨日盘面上看，收益率曲线仍延续了这一陡峭化特征。

对于近期收益率曲线不断增陡的趋势，分析认为主要有三方面原因。首先，受益于货币市场流动性持续向好，资金利率不断刷新近年低点，债券短端利率率先受益并跟随下行；其次，受经济下滑



和货币宽松预期的推动，中长端利率在一季度已经率先跌至近年低位，4月20日央行降准之后，托底政策的接连发力令市场对未来经济基本面前景的预期产生一定分歧，从而阻碍中长端利率的下行步伐；第三，今年以来A股市场“新股不败”神话再现，投资者“打新”热情高涨，一定程度上分流了货币债券基金和理财产品对于中长期利率债的配置需求；第四，也是最重要的，地方债供给压力持续发酵，成为短期内压垮中长端利率债的“最后一根稻草”。事实上，自从3月份传出首批万亿规模地方债务置换额度的消息之后，市场对于中长端利率债的担忧就已比较强烈，只是接下来的降准和降息暂时缓解了地方债供给造成的担忧。而随着地方债发行工作从5月下旬以每周三只的密度正式启动，中长端利率的反弹再也按捺不住了。

数据显示，自5月21日至6月1日，银行间中债国债到期收益率曲线上，除1年期品种大降44基点外，3-10年期关键品种分别上行了7BP、22BP、23BP、21BP。多空交织 短期难有突破

展望6月，市场人士指出，除了A股分流、经济回稳预期之外，地方债供给压力仍是当前债市最大的“心头之患”，但与此同时，债券市场中期偏暖的基本面和政策面环境并未根本改变，充裕流动性和降低融资成本的政策导向对债市构成重要支撑，因此债券市场由牛转熊的概率较小。

从供需层面看，地方债供给压力已成定局。在地方债公开发行按部就班推进之际，本周一江苏省迅速完成了第一批地方债定向发行，发行利率均高于国债收益率约40-50BP。另外，有市场传闻称，第二批地方债置换债券的额度初步设定在5000亿-1万亿元。周一债市出现较大波动，与这两个消息不无关系。在地方债大规模的供给下，若无相对应冲措施，

中长端国债和金融债的配置头寸难免受到挤压。不过，民生证券发布的最新点评报告指出，如果长端利率一直维持高位，肯定会导致银行对实体的风险偏好回落强化，而且地方发行人利益也会受损，因此未来央行大概率会进行干预，最后收益率曲线将会走向平缓。

从经济基本面和政策面的角度来看，光大证券等机构认为，经济仍在下行通道，货币政策维持偏宽松是债市强有力的支持。光大证券指出，长端收益率过高不符合目前的经济状况和降低融资成本的政策导向，后续央行可能通过降准或者定向货币政策释放中长期流动性资金，压低收益率曲线，托底经济。

值得一提的是，周一下午有传闻称，央行近期针对特定银行进行了PSL操作，利率为3.1%，而去年8月份国开行获得的PSL利率为4.5%。分析人士指出，结合上周央行开展定向正回购操作看，央行实施收放长的流动性操作，有利于优化银行负债结构，从而有利于对接地方债务置换。

此外，有分析人士指出，虽然A股火爆对债券市场存在心理上的影响，但实际上，在流动性足够充裕的情况下，股市分化的负面影响有限，在流动性盛宴正酣的背景下，“股债双牛”仍是大概率事件。

总体而言，在供给阴影尚未完全散去，而资金利率有望保持低位运行的背景下，6月份债市可能进入“歇夏”模式，即呈现上有顶、下有底的“胶着”震荡局面。而从周一现券盘面看，收益率虽有所上行但整体幅度有限，也反映出机构的观望情绪较浓。在此背景下，多家机构认为，6月份债市操作宜以波段为主，同时可关注中长端品种逢调整时的配置机会。

超级大盘股来袭 市场资金面宽松依旧

月期限的回购利率更下跌2bp和25bp。

值得注意的是，A股市场将有23只新股于周二和周三集中发行，此前多家券商测算的申购资金冻结总额普遍在4万亿元以上，预计将创下A股新股申购资金总量的新纪录。其中，仅本周二中国核电预计就将冻结上万亿元资金。但从周一资金利率走势上看，货币市场情绪并未出现明显的波动。综合来看，本周乃至整个6月，货币市场流动性有望延续较为宽裕的态势。（王辉）

新世纪调升九华集团评级至AA

新世纪评级日前发布了对安徽九华山旅游（集团）有限公司2015年度第一期短期融资券的跟踪评级报告。

新世纪评级指出，跟踪期内，得益于九华山风景区接待游客人数稳步增长，该公司主业经营态势较好。随着大愿文化园等项目的逐步培育，公司景区业务客流量有望实现较快增长，加上不断改善的交通条件以及国家相关政策推动，公

司业绩预计将保持稳步增长态势。随着公司盈利积累以及子公司上市募资，公司资产负债率有所降低。目前，公司债务负担较重，但公司较强的主业获现能力可以为债务偿付提供一定保障。

综上，新世纪评级决定将公司的主体信用等级由AA-调整为AA，评级展望维持为稳定，并维持该期短期融资券A-1的信用等级。（张勤峰）

鹏元下调伊旗城投评级至AA-

鹏元日前发布了对伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司2012年市政项目建设债券2015年跟踪信用评级报告。

鹏元指出，跟踪期内，伊金霍洛旗经济财政实力稳步提升，公司收入与利润增长幅度较大，且在财政补贴方面继续得到伊金霍洛旗政府的支持。同时值得关注的是，煤炭与房地产行业的波动或将影响伊金霍洛旗未来财政收入水平；公司有息债务规模较大，且目前公司已存在银行

借款欠息，偿债压力很大，同时公司在建项目尚需投资规模较大，资金压力大；公司资产主要包括存货和在建工程等，其中部分土地已用于抵押，且其他应收账款规模较大，回款时间存在一定的不确定性，整体资产流动性一般；此外，公司还存在或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级由AA下调为AA-，下调本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。（张勤峰）

债券收益率上行有顶

目前债市牛市基础仍在，收益率上行有顶。在社会融资回升之前，经济企稳的概率较小。银行信贷投放渠道不畅，导致大量资金淤积在金融系统，支撑对债券的需求。未来信贷数据反弹和流动性收紧可能才是长端品种出货信号。

5月份汇丰PMI预览值显示外需严重恶化，生产连续三个月缩量，制造业中小企业经营状况仍未明显改观。从高频数据来看，5月份国际原油价格重回盘整，大宗商品价格冲高回落，国内上游煤炭价格上涨，钢铁产业链依旧低迷；中游电厂耗煤量增速降幅继续收窄，预示着5月份工业增速有望进一步提速至6%以上；在频繁出台的救市政策刺激下，下游房地产销量明显好转，一线城市销量反弹尤为明显。通胀方面，蔬菜鲜果下跌对冲猪肉价格上涨，预计5月份CPI同比增速在1.3%左右。近期稳健增长政策频频出台，一系列疏通传导宽信用政策有助于支持基建投资，密切关注后续宽信用对经济的提振作用。

5月以来，虽然资金利率一路下行至历史低位，中短期品种也跟随下移，但长端利率却居高不下。目前市场主要的利好因素有：稳增长政策频频加码，经济企稳概率逐步增大；短期利率触底企稳，后续反弹空间大；地方债务置换规模庞大，考验银行承接能力。在多重担忧下，利率债尤其是长端品种已经回吐了降准之后的大部分涨幅。

不过，我们认为债市牛市基础仍在，目前谈债市转熊为时尚早。首先，经济基础未稳，各项稳增长措施刚刚起步，需要低利率环境配合，政策转向概率较小。其次，由于宽资金到宽信用传导受阻，大量流动性仍淤积在金融系统，廉价的资金为套利提供较大空间。再次，地方债置换刚刚开始，在地方债发行过程中，需要无风险利率处于低位，以降低地方债务压力。

综上所述，目前债市转熊的概率较小，充裕流动性和降低融资成本的政策导向是最大支撑。如果后续利率债收益率反弹至降准前的高点，建议交易盘逢高介入，把握波段机会，操作以短平快为主。随着利率债收益率反弹，套利空间逐步增大，建议继续关注中期金融债的息差套利机会。对于配置盘，考虑到税收因素，目前国债/地方债的赋税收益率仍高于金融债，配置需求较为旺盛的机构可以关注中期国债的配置价值。另外也可以在二级市场建仓流动性溢价补偿较为充分的利率品种。（南京银行金融市场部）

力，背后却隐含着消除地方政府债务风险、减少债务危机发生概率、提高银行风险管理的基本面因素。如果再考虑到中国利率债市场的定价也逐渐市场化和存在“路径依赖”——2015年利率的两次探底，都没有低于自2006年以来锚定的零通胀对应的3.3%收益率水平，目前国债收益率也不大可能突破前期的低点。维持长期国债利率在3.3%-3.8%的判断。

信用产品

平安证券：信用利差边际缩小

一方面地方债发行正在推进，另一方面PPP模式尚未构建成熟，地方政府面临较大压力。新旧融资模式交替过程中，地方政府财政收入面临较大不确定性，不利于政府发挥逆周期财政政策对冲经济下行。尤其是在流动性陷阱约束宽松货币政策效应情况下，1327号文表面上看直接松绑企业债发行条件，实则松绑财政作用空间，托底经济下行。对债券市场影响主要体现在两个方面：其一，利好企业债发行融资，边际上缩小信用利差，尤其是企业债信贷利差。其二，通过两条

途径影响长端利率中枢上移：一是企业债供给增多，引致债券长端利率提高；二是解困财政收入，财政支出加码，缓冲经济下行，长端利率上行。

中信证券：个券时代 择券为上

在一个产业债“个券违约常态化”、“刚性兑付过去时”、担保公司也可能“而不保”、市场违约风险定价合理性尚难以证实与证券化的信用新时代，无论是产业债还是城投债，“劣币留良”策略或将成为机构首选。低资质个券可以买，但是需要高度关注个券违约风险以及高收益债资产供给节奏。高收益债指数显示我国高收益债“类债”不“类股”，因此下半年并非最佳配置窗口期，而且目前点状违约已经出现，对投资者而言需要重点防范评级下调和风险警示风险。

可转债

海通证券：隔岸观股 等待新券

本轮牛市推动力之一的流动性充裕基础未变，加之实体经济低迷，居民财富仍将从存款、地产向金融资产搬家，看好

国泰君安证券：等待供给释放

目前股市格局与2007年极其相似，意味着牛市可能已经进入中后期，后续股市上行趋势不变，但波动难以减弱。转债市场规模继续缩减，在新增供给尚未释放的情况下，转债投资者“巧妇难为无米之炊”。考虑到“杀估值”压力再现，现阶段转债收益风险比较低，博收益跑不赢相应正股，拼防守不及套息养券。不过值得期待的是，转债供给即将释放，将会对转债市场形成有效支撑。标的方面，给予电气（核电主题共振）、洛钼（有色行业反转）、歌尔（苹果产业链）、格力（地产转型）增持评级。（葛春晖 整理）

■债市策略汇

利率产品

招商证券：维持谨慎 短久期操作

地方债公开发行愈发顺利，在未来供给压力逐渐落地的同时，地方政府资金来源压力减轻。发改委发文鼓励发债用于重点领域和重点项目融资，大幅放开平台发债限制，通过宽信用促进基建投资稳增长的思路未变。继续提醒市场关注政策转向，政策重心明显转移至疏传导，政府和平台加杠杆，建议关注宽信用对资金面的挤压效应，以及对基本面风险的收敛的带动。继续维持谨慎观点，建议短久期操作。

中投证券：区间震荡 赚钱不易

从长期来看，由于宏观调控当局在降杠杆经济与降杠杆减风险之间并未达成共识，中国经济很难在短时间内走出低谷，所以货币市场及债券市场利率在未来1-2年内都会保持相对较低的水平，是利率顶。从短期走势看，全球经济都在逐渐回暖，更关键的是，尽管目前地方政府债置换表面上对利率债形成供给压

农发债招标结果偏弱

农业发展银行1日对2015年第十一期1年期、2015年第九期3年期、2015年第十五期5年期金融债券进行了新一次增发。本次增发的三期债券均为固息品种，发行结果显示，三期债券中标收益率整体高于二级市场。

据市场人士透露，本次农发债1年期品种中标收益率为2.7652%，全场认购倍数1.80；3年期中标收益率3.6780%，全场认购倍数2.03；5年期中标收益率3.8906%，全场认购倍数2.55；中标收益率全线高于二级市场利率。据中债到期收益率曲线显示，1年、3年和5年期固息农发债最新收益率分别在2.73%、3.63%和3.87%附近。

分析人士指出，受本周新股密集发行和地方债供给较多的影响，机构认购利率长债的热情不高，导致农发债发行结果相对偏弱。（王辉）

天津8日招标132亿地方债

天津市财政局1日公告，将于6月8日在银行间债券市场和交易所债券市场招标发行2015年第一批天津市政府一般债券。本次天津地方债招标总额132亿元，其中置换一般债券68亿元，新增一般债券64亿元。

本次将发行的天津地方债包括3年、5年、7年和10年期四个固定利率品种，计划发行规模分别为15亿元、39亿元、39亿元和39亿元。各品种均将采用单一价格荷兰式招标方式，投标标位区间为招标日前1至5个工作日，同期国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮15%之间。时间安排方面，各品种6月8日招标，6月9日开始发行并计息，6月11日发行结束，每年6月9日（节假日顺延）支付利息，各期发行手续费分别为0.05%、0.1%、0.1%和0.1%。（王辉）

江苏尝鲜地方债定向发行

地方债挤出效应难消

本报记者 张勤峰

后，江苏省又成为地方置换债券定向发行的首个尝鲜者。

从市场人士透露的发行结果来看，此次江苏省定向发行的地方债（包括置换债和专项债）包含3年、5年、7年和10年四个期限，中标利率分别为3.32%、3.71%、4.03%和4.05%，均较发行日前1-5个工作日相同期限国债收益率的算术平均值上浮15%。而此前公开发行的五省地方债，中标利率均紧贴国债收益率。例如，5月18日，江苏省招标发行地方债中，3年、5年、7年和10年期国债中标利率分别为2.94%、3.12%、3.41%、3.41%，只比同期限国债收益率均值高2bp，而后发行的新疆等地方债则基本持平国债收益率均值。

分析人士指出，由于定向发行的地方债暂不可在银行间市场和交易所市场进行现券交易，因此利率高于公开招标品种，体现了应有的流动性溢价。而且，地方债发行利率本应高于国债，从这一角度来看，定向发行的地方债定价比公开发行品种相对合理。目前在公开发行的地方债定价中，非市场化因素占很大影响，未来随着供给增多，公开发行地方债的利率可能面临一定上行压力。

供给冲击大 长债仍处弱势

值得一提的是，江苏债在完成第一批一般债券不久，又采用定向方式发行了第二批一般债和第一批专项债，显示地方债供给的意愿较强，预计未来一段时间地方债发行仍会比较密集，对利率长债的挤出效应仍难消除。

算上本批江苏债，自5月18日以来，两周时间里已发行的地方债合计约1790亿元。另据公开信息披露，未来一周，重庆、贵州、安徽和天津四地将发行合计1045亿元地方债，供给相当密集。民生证券点评报告指出，当前流动性极为充裕，对地方债发行具有明显的正向激励。此外，财政部要求，今年第1批置换债券额度的定向发行工作应在8月31日前完成，因此预计第二、三季度的发行频率仍会很高，规模仍将很大。而由财政赤字扩张，且置换债并不全部采用定向发行，未来公开发行的地方债规模依旧不少。

由于待发地方债规模大、时间紧，未来发行仍会很密集，对公开发行的利率长债的挤出效应不容忽视。国泰君安证券等机构指出，债务置换将导致银行资产中贷款比重下降、债券比重上升，且长期低收益利率债大量增加，因此影响其对其他利率长债的需求。

需要注意的是，未来不排除还有置换债券额度下发，因第1批是以截至2013年上半年的审计口径确定的置换额度，而2013年下半年到2014年年底新增债务中也会有在今年到期的，而前述三部位文件也提到1万亿元置换额度为2015年第1批。

总之，分析人士认为，未来地方债供给压力较大，且可能超出预期，对利率长债的需求挤出仍需关注，当前债券收益率曲线仍有增陡压力，最终长债利率下行可能发生在经济超预期下行或央行主动引导长端利率下行之后。

葛春晖