

债市未到趋势性转弱时

□本报记者 王辉

经过月初短暂反弹后，近期债市再度陷入弱势震荡，市场做多人气不足。分析人士表示，新债供应压力居高不下、流动性边际收紧等因素是导致债市偏弱的主要原因。但值得注意的是，一级市场上主流机构在收益率冲高之际的配置需求仍稳健。从近期公布的经济数据来看，债市所处基本环境没有发生根本变化。短期债市或难现趋势性行情，但下方亦有支撑，行情胶着的局面将延续。

长债承压 曲线增陡

6月中旬，利率债市场再度承压走低，收益率曲线进一步增陡。

数据显示，上周除1年期国债收益率下行19基点外，国债、国开债各期限品种均出现5个基点以内的小幅上行。在此背景下，国债、金融债收益率曲线进一步陡峭化，国债10年期与1年期的期限利差已高达194基点。

资金面方面，近几个交易日银行间资金价格水平也出现了小幅抬升迹象。受新一轮IPO和半年时点影响，14天和

■债市策略汇

利率产品

民族证券：

长债安全边际已现

上周5月经济数据集中公布，经济疲弱，流动性水平持续宽松，基本面依然利好债市，但债券市场对数据利好反应平淡。而当周财政部就第二批债务置换答记者问，国债期货大幅下跌，带动利率债长端收益率走升。债市对利好视而不见，对利空反而十分敏感，当前长端利率债已反弹至近期高位。我们依然坚持观点，经济下行趋势不改，地方债务置换加速势在必行，央行维持宽松流动性水平是大概率事件。债券市场虽无法提供超额收益，但在当前货币市场利率持续低位的配合下，利率债长端安全边际已现，十年国开债的4.1%以上可坚决买入。

光大证券：

利率蛰伏以待时机

上周的经济数据略有企稳，地方债置换第二批落地和国债发行放量带来的供给压力共同压制了债市表现，但经济下行，货币宽松的大背景下，债市行情尚未结束。目前货币市场利率已经下降到较低水平，流



14天以上期限资金利率反弹尤为明显。来自交易员的观点显示，虽然资金利率绝对水平不高，但流动性的边际趋紧，在一定程度上压制了市场的做多热情。

介入时点仍需等待

市场人士认为，地方债集中发行带动利率债供给持续放量、第二批地方债置换落地、资金面略显收紧、经济基本面

动性充裕的情况下，加杠杆策略仍可继续。但资金利率继续下行空间有限，牛平概率大于熊平，考虑到债务置换对长端利率的持续压制，中长期机会更确定。

信用产品

银河证券：

行情胶着 风险隐现

后续供给会陆续释放，资金面仍会保持宽松，但边际上会逐步收紧，短端收益率底部拐点已现。本周新股IPO融资规模较大，会造成交易所资金面波动较之前剧烈，对于银行间资金面也有不利影响，进而影响短端。中期而言，债券市场风险点在于：一是，随着地方政府债务置换规模的增加，地方政府负债压力减轻，政府基建投资对经济的托底作用会有所增强，二是，随着利率政策的扶持，房地产市场价格和成交量都有回暖迹象，需密切关注房地产市场投资增速是否确定性企稳。中期对于信用债的行情判断依然坚持谨慎态度。维持杠杆息差短久期策略。

上海证券：

安全至上 回避低等级

下半年债券收益率或将以震荡为主，

部分指标边际改善等因素，共同导致了债市的弱势震荡局面。但与此同时，债市面临的基本面和政策面支撑并未逆转，机构刚性配置需求犹存，市场并不会趋势性转弱。

海通证券本周指出，目前票息相对较高，国开债在一级市场仍有较好的配置需求，6月以来各期限招标倍数基本在2倍以上，且中标利率也并未大幅走高。

这主要因为货币宽松周期尚未结束，收益率上行空间将受限，另外在经济底部平走概率较大，再加上利率市场化以及股债跷跷板效应的影响，债券收益率下行动力也并不充足。在信用利差方面，市场整体的利差水平或将在震荡中小幅上行，不过在宽松政策以及地方债置换等因素的影响下，下半年市场发生系统性信用风险的概率较小，信用风险事件更多体现为个券上的风险。在配置上，建议投资者下半年适当增加杠杆，以获取票息收益为主，在品种上，建议投资者以安全为上，增加对中高品种的配置，低等级品种的配置仍然谨慎，避免踩雷风险的发生。

可转债

中金公司：

看多慎做多 关注一级

我们最近两周建议投资者“看多，但慎做多”，逢高锁定获利为主，并重点关注一级市场，总体上获得了市场验证。次新券将陆续进入赎回期，且股市震荡加剧，转债投资者风险偏好下降。不过，经过短期估值风险释放之后，加上股市趋势仍无逆转迹象，压力将有所减弱。一级市场机会方面，由于打新资金的疯狂涌入并摊薄中签率，打新收益大减，好在资金成本低，聊胜于无。不难预见，新券上市定位将较高，虽然我们对股市仍持积极看法，但“股市高位+估值高企”，可能决定这些转债中长期配置价值不应过高估计。洛钼转债对A股稀释率稍高，建议有持股能力投资者转股后继续持股，其他投资者开始关注更高兑现机会。此外，继续关注三一重工等可能的申购机会。

国泰君安证券：

规避将进入转股期品种

目前A股流通市值占GDP、M2的比值均已超过此前两年大牛市时期的峰值，但距离国外主要股票市场泡沫顶峰时水平尚有一段距离。因此，A股泡沫虽然已经膨胀得过大，但仍有安全边际。航信转债的发行，标志着长达近半年的转债真空期正式结束，三一和澳洋或将成为下一批要发行的转债。由于歌尔、格力将于未来两周进入转股期，因此“低估价值”在所难免，电气在8月份进入转股期，短期尚可以维持一定水平的溢价。目前存量转债性价比尚不如正股，建议投资者关注即将到来的转债供给，积极参与新转债申购。标的方面，给予电气、洛钼、吉视增持评级。（葛春晖 整理）

地方债延续区间下限中标

15日，江西、宁夏两省（自治区）各招标发行四期地方政府债券。与此前绝大多数地方债一样，这八期地方债中标利率均落在各自投标区间的下限水平。

市场人士认为，非市场因素继续在地方债发行中占据主导地位。资料显示，昨日招标的四期江西债和四期宁夏债的期限均分为3年、5年、7年、10年，此前设定的投标区间均依次为2.88%—3.31%、3.25%—3.74%、3.52%—4.05%、3.59%—4.13%，四期江西债招标总额为417亿元，四期宁夏债招标总额为70亿元。而来自中债网和交易员的消息显示，两省（自治区）的3年、5年、7年、10年期地方债中标利率双双落在2.88%、3.25%、3.52%、3.59%，均为投标区间的

下限水平。

据WIND统计，本年度地方债发行工作自5月18日正式启动以来，截至6月15日，共有15个省级地方政府累计发行了86期地方政府债券，发行总规模达到5405.70亿元。据机构测算，包括新增地方债、两批置换债在内，今年全年地方债总发行规模预计在2.7万亿元左右。因此，今年以来地方债累计发行量已达到预计总量的约20%。

另外，15日海南省、青岛市各自披露了2015年第一批一般债券的发行文件。本批海南债招标总额为81亿元，本批青岛债招标总额为28亿元，两批债券均分为3年、5年、7年、10年四期品种，招标日均为6月23日。（葛春晖）

农发行三期新债平稳招标

15日，农业发展银行就2015年第十期、第十三期、第十四期固息金融债进行了增发行招标。在资金面边际略有收紧、供给担忧犹存，而配置需求尚可的背景下，三期新债中标利率均贴近二级市场，认购倍数均在2倍左右中等偏下水平。

农发行上述三期债券的期限依次为5年、1年和3年，票面利率分别为3.94%、2.69%、3.44%，5年期品种起息日为4月23日，1年和3年期品种起息日均为5月22日。来自中债网和交易员的信息显示，1年期、3年期、5年期增发债券中标参考收益率依次为2.6861%、3.6452%、3.8899%，投标倍数分别为2.46倍、1.9倍、2.29倍。市场人士表示，三期新中标收益率均略低于

口行18日增发两期金融债

中国进出口银行6月15日公告称，定于6月18日上午通过中国人民银行债券发行系统，增发该行2015年第十一期和第十二期金融债券。

口行2015年第十一期、第十二期金融债分别为1年和3年期固定利率金融债，票面利率分别为2.63%、3.53%，起息日分别为2015年5月29日、6月8日，本次增发规模均不超过40亿元。

口行本次增发的两期金融债均以全价价格招标方式发行，采用单一价格荷兰式中标方式。时间安排方面，两期债券招标时间为6月18日10:00至11:30，分销期均为6月18日至6月19日，缴款日均为6月19日，上市日均为6月24日。两期债券均无基本承销额，发行手续费为发行总额的0.05%，所筹资金用于进出口银行信贷贷款。（葛春晖）

鹏元调冀东发展评级展望为负面

鹏元日前发布了对冀东发展集团有限责任公司及其2012年公司债券的跟踪评级。

鹏元指出，2014年冀东发展水泥及熟料产能继续扩张，销售收入稳步增长，巩固了公司北方水泥龙头企业的地位；资源综合利用增值税退税等优惠政策给公司盈利带来一定补充。但2014年水泥及相关产业市场环境不容乐观，短期内难以改变颓势；受经营亏损影响，公司所有者权益减少；公司核心业务水泥及混凝土等销售价格继续下降，

盈利能力趋弱；装备工程板块毛利率降幅较大；未来房地产板块收入存在不确定性，且在建楼盘存在较大资金压力；公司资产流动性一般；应收账款对运营资本形成较大占用并存在一定坏账风险；公司有息债务规模较大且以短期为主，短期偿债压力较大；此外，公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持该期债券信用等级为AA+，评级展望调整为负面。（张勤峰）

中诚信调升元禾控股评级至AA+

中诚信国际日前发布跟踪评级，将苏州元和控股有限公司的主体信用等级由AA调升至AA+，评级展望为稳定，维持“14苏元禾债”AAA的债项信用等级。

中诚信国际指出，此次调升元禾控股主体评级主要基于以下因素：公司股权投资、债权融资、股权投资服务相机和的一体化投融资业务体系进一步发展完善，三大业务板块在资本运作、营运配置、风险控制等

方面取得协同效应。公司资产优良，截至2014年末，公司可控制出售金融资产和长期股权投资分别为57.57亿元和41.57亿元，合计占公司总资产的62.53%。公司投资的多个项目处于上市进程中；截至2014年末，公司持有的上市公司股权市值达55.52亿元，资产流动性较好。公司股权投资业务发展良好，退出项目带来较好收益，使得公司2014年盈利能力大幅提升。（张勤峰）



注：2015年6月15日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.02%，较修正后的上期数据上行1BP。
数据来源：金牛理财网

加强风险甄别 慎对低等级债

□本报记者 张勤峰

15日，“12桂有色MTN1”按期兑付，国企债身份为其充当“护身符”，从而避免成为“天威债第二”。分析人士指出，国企债券的定价过程中，计入一定的外部增信因素是合理的，但国企债也并不绝对安全，当前信用债违约正由私募债扩展至公募债、由民企扩展至国企，违约逐渐呈现常态化发展的趋势，未来信用风险将逐步被合理定价，加强对个券风险的甄别、提升择券能力才是信用债投资的关键。

桂有色中票兑付有惊无险

15日，“12桂有色MTN1”按期兑付，桂有色中票兑付风波算是有惊无险。

信用债市场在度过了极不平静的5月份之后，6月伊始，又一起信用风险事件引起各方关注。6月4日，评级机构大公和中债资信双双下调了中票和PPN发行人广西有色金属集团有限公司的主体评级，令即将到期的桂有色中票兑付存疑。

公开资料显示，桂有色是广西省国资委独资的省级非铝有色金属整合平台，此前存续债券包括1支中票和3支PPN。其中，13亿元的“12桂有色MTN1”到期兑付日为

本月13日（遇节假日顺延），其他3支PPN合计15亿元也将在未来一年内陆续到期。

由于经营能力持续恶化，且背负着沉重的债务负担，桂有色短期周转压力很大，偿债能力严重不足。大公在降级公告中即指出，下调桂有色评级的理由主要是公司经营持续恶化、资产流动性较差、债务负担重且面临较大的偿债压力。中债资信提到“以其自身目前财务状况将难以兑付即将到期债券”。

6月8日晚，桂有色发布风险提示公告称，因公司巨额亏损，“12桂有色MTN1”本息偿付存在不确定性。而按照惯例，桂有色应该在中票兑付日前五个交易日发布还本付息公告。此风险提示公告一出，“12桂有色MTN1”能否兑付已“命悬一线”。

这“一线”正是外部支持。桂有色中票兑付风波之所以引人关注，除了是公募债券之外，发行人的地方国企身份亦是重要原因。机构指出，依靠自身能力，桂有色已难以完成债券偿付，短期偿债严重依赖于外部支持。今年5月，天威中票违约，打破了“国企债刚兑神话”，“12桂有色MTN1”是否会成为国企债违约的第二单自然备受关注。

“12桂有色MTN1”在最后一刻迎来

峰回路转。11日，桂有色发布了“迟来”的兑付公告，宣布其13亿元中票本息将按期全额偿付。中信证券报告指出，此次桂有色13亿元中票顺利兑付被普遍认为是当地政府在背后施加强有力的援手的结果。申银万国报告曾提到，在持续亏损的情况下，桂有色在2013年和2014年仍成功通过PPN融资28亿元，2015年一季度净筹资1.6亿元，这显然与公司的国企背景和大股东的支持密不可分。

违约常态化 国企债也不安全

与天威集团不同的是，桂有色的国企身份为其充当了“护身符”，对此次中票偿付结果产生了重要影响。这或许表明，当前市场在国企债券的定价过程中，考虑一定的外部增信因素是合理的，但需注意的是，天威中票、桂有色中票等事件也恰恰说明国企债并不绝对安全，加强对个券风险的甄别、提升择券能力才是信用债投资的关键。

在今年以来发生的多起违约事件中，民企债仍是绝对主角，这反映了民企相对抗风险能力较差的特征，未来民企债仍将是信用违约的重灾区。但国企债并不绝对安全，天威中票便是典型案例，海通证券报告指出，2015年以来，国有企业首次出

低。投资者对信用风险溢价敏感度较低，倾向于把信用债等同于利率债。债券违约事件预示着中国以流动性为主导的债券定价机制将得到改变，信用债市场有望走向正常化。

第三，债券违约也有助于破除地方政府软约束。我国地方政府在资金融通过程中，对资金价格较不敏感，忽略了考量项目收益与资金成本之间的约束关系，从而形成了金融市场的软约束主体。比如各级政府在进行从事当地基建项目建设或公益性项目实施过程中，为缓解资金紧张的局面，会以地方投融资平台作为发行主体，发行具有较高利率的城投债。与此同时，市场投资人出于刚性兑付预期以及高收益的吸引，踊跃地将资金配置于该类资

于刚性兑付这一特殊市场行为的存在，我国债券市场的发展独立于国外市场，产生了很多现有债券理论不能解释的债券实践现象。由于刚兑的长期存在，确定我国信用风险溢价通常并非基于客观数据，而更多依赖于研究人员的主观判断。因此，通过市场违约打破刚兑，有利于降低国外市场对我国债市的认知、接受、交易难度，有益于我国债券市场的国际化发展。

第二，市场违约的发生有助于完善我国债券定价机制。我国债券的定价机制与国外债券相比存在较大的差异，在外国债券风险定价机制中，占主导地位的要素是信用风险溢价。而由于刚性兑付的存在，我国债券风险定价机制中的核心要素是流动性溢价，信用风险溢价所占权重较

□北方方正物产业务发展与研究中心 黎轲

15日，广西有色如期兑付到期中票“12桂有色MTN1”本息，这起备受市场关注的偿债风波顺利化解。尽管“12桂有色MTN1”债券违约风险解除，但也难掩当前债券市场的违约常态化趋势。我们认为，债券违约常态化是我国债券市场发展出现的积极变化，是打破刚性兑付的应有之义，对于促进我国债券融资国际化、完善我国债券定价机制、破除融资主体软约束以及提高资金配置效率等均有着十分积极的作用，未来应容忍更多违约个案出现。

第一，刚性兑付的存在有碍于我国债券市场的国际化进程。很长时间以来，由