

基本面无支撑 债市不会转熊

□本报记者 王辉

在端午小长假政策面保持真空、6月汇丰制造业PMI初值温和反弹的背景下，本周二债券市场延续节前的弱势震荡格局。分析人士指出，虽然短期内货币放松节奏趋缓、年中资金面季节性收紧及地方债持续巨量供给等因素，继续给市场带来压制，但中长期来看，经济下行的基本面以及偏松的货币政策，都继续对债券市场形成有力支撑，债市不会出现趋势性走弱。

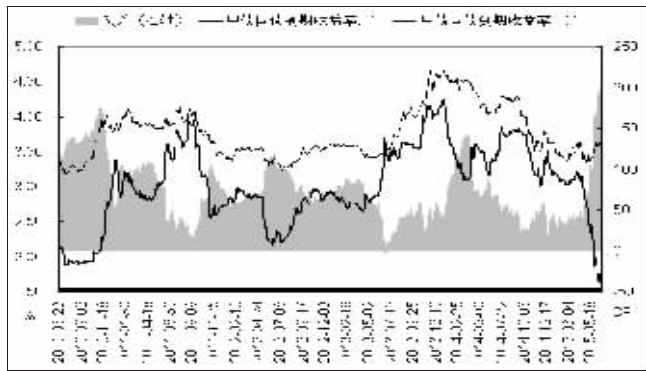
经济下行压力仍大

6月23日的最新数据显示，汇丰6月中国制造业采购经理人指数（PMI）初值升至49.6，创今年3月以来新高。尽管该数值高于5月49.2的终值，也优于市场预期，但仍然低于50的荣枯线，表明制造业活动有所回暖但仍处于萎缩区间。2015年至今的六个月里，汇丰制造业PMI初值已五次低于荣枯线。

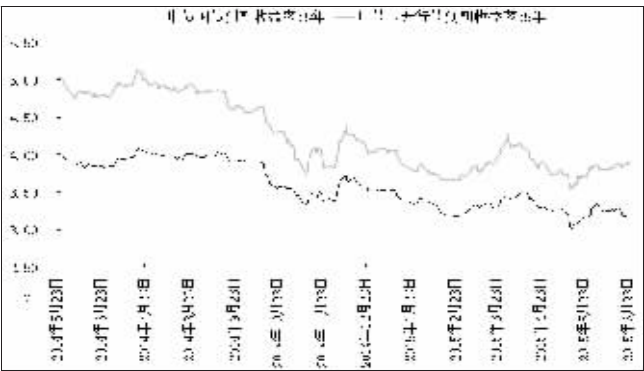
对于6月汇丰制造业初值的温和反弹，目前市场主流机构观点倾向于认为，虽然经济弱势局面正在稳步改善，但宏观经济的下行压力仍然较大，实体经济并没有出现趋势性好转。中金公司指出，综合6月PMI初值各分项指标及年初以来各月份的波动规律，目前制造业PMI仍延续了库存周期下的小反弹，但经济下行压力未减。

国信证券等机构本周二最新公布

1年期和10年期国债期限利差处于历史高位



银行间5年期国债和国开债到期收益率走势



的报告也指出，截至6月中旬，重点电厂耗煤量、废钢价格、有色金属价格、水泥价格等多数主要工业品指数仍在继续下滑，6月PMI初值数据可能要进一步结合未来公布的经济数据才能更好地判断经济的全貌。整体来看，不能排除6月份宏观经济数据再度恶化的可能。

从端午小长假后首个交易日的债市表现看，整体延续了节前的弱势震荡格局。当日二级市场上，5年左右的国债、国开债收益率均有3个基点左右的温和走高，10年期利率债也小幅走软。一级市场上，国开行最新招标的五期福祉债结果不甚理想，进一步抬升了投资者负面情绪。市场人士指出，汇丰PMI初值短期影响有限，端午小长假货币政策保持真空、年中资金面季节性收紧，给市场做多人气继续带来压制。

宽松护航 债市难转熊

在近期债市持续弱势震荡的背景下，主流机构观点普遍认为，虽然短期市场在一些暂时性偏空因素影响下可能难以摆脱弱势盘局，但中长期来看，宏观经济尚难言实质性企稳，未来货币宽松可期，因此债市不会出现趋势性走弱。招商证券指出，6月汇丰制造业PMI初值中的就业指数降至46.8%，环比下降1.9个百分点，意味着货币政策不具备转向条件，此前MLF部分续作等偏空事件只能说明货币政策放松重点和手段的调整，未来政策基调仍会以宽松为主。中信建投表示，在5、6月地方债巨量发行及正常信贷投放对资金的大幅消耗之后，商业银行的超储率目前可能已经下降到2%左右，已低于3月末的水平，考

虑到第二批1万亿元的债务置换已经公布，6月末、7月初降准时间窗口预计将再次打开。该机构认为，一旦降准兑现，市场对货币政策放松节奏放缓的负面预期将会大幅改善，资金利率上行带动债市短端调整也将有望告一段落。

在市场运行节奏方面，综合国海证券、中金公司等机构观点来看，由于资金面小幅收紧及货币放松不及预期的负面影响还将持续，利率债市场6月末前后可能还难以彻底摆脱盘局，但随着货币条件的继续改善，制约债券收益率下降的因素预计也将逐步缓解，市场弱势震荡的局面可能在7、8月份被打破。具体而言，6月份差于预期的经济数据、股市的进一步调整以及央行货币宽松的下一步行动，都可能成为行情转强的触发因素。

长债收益率仍有下行空间

□安信证券固定收益部 袁志辉

二季度中后期，随着政府基建投资逐步实施，经济增速下行减缓并对债券市场构成边际上的利空压力，再叠加大批次地方债务置换额度的下发，投资者对债券市场走势的分歧日渐增大，估值呈现出较为明显的波动态势。但随着供给因素的消化、经济短期复苏的证伪，在期限利差极度陡峭化、货币政策有望保持偏松格局的背景下，债券市场后市仍有强力支撑，长债仍有下行空间。

上周，由于IPO累计冻结资金接近7万亿的历史天量，银行间市场资金利率应声上行，7天回购利率上行幅度约70bp，同时短期债券估值跟随资金利率同步上行，但是长期债券尤其是成交较

为活跃的利率债，估值却呈现逆市下行。从盘面表现看，上周长债向好主要是受到外媒关于“央行压力压长期利率”的利好消息刺激，第二批1万亿债务置换的冲击边际削减且已基本吸收完毕，以及长期债券估值对于商业银行配置盘已初具吸引力等因素提振。而其本质性原因在于，基本面走弱的支撑仍在。

近期债市投资的焦点将重回基本面。数据显示，5月份规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，比4月份加快0.2个百分点，但是累计增速仍在恶化；1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长11.4%，增速比2015年1-4月份回落0.6个百分点，其中房地产累计投资增速下跌0.9%至5.1%。虽然房屋销售二季度以来持续改善，但并未传导至投资的回暖。

投资下滑势头仍在延续，再加上相对平稳的消费转向下滑，寄予厚望的外需持续低迷，传统三驾马车同步萎缩，反映出经济总需求未见扩张迹象。这也与金融条件持续恶化相吻合。5月新增社会融资1.22万亿，余额同比12%，低于前月的12.3%，延续了2013年以来的下跌趋势。

5月下旬以来，6大发电集团日均耗煤同比明显回落，与内需密切相关的螺纹钢和水泥等工业品期货和现货价格都在明显走弱，高频经济增长和价格数据持续较为疲弱说明6月经济仍较为低迷，短期增长仍有反复。

在经济低迷背景下，货币政策将继续保持宽松趋势，引导融资成本下行。近年来，贷款利率表征的间接融资成本、10年期国债表征的直接融资成本均处历史

高位，带动广谱长期利率居高不下，并直接框定实体经济加权平均社会融资成本。2013年下半年以来，剔除掉金融业的上市公司加权平均ROIC（资本回报率）持续低于平均融资成本。如今宏观债务杠杆率已逼近监管红线，货币政策引导长期利率回落的压力极大。因此，后期货币政策不太可能转向，将会继续偏松的基础上，引导宽货币向宽信用转变，尤其是要定向调控长期利率。

综合来看，短期内经济复苏证伪、货币政策继续宽松，叠加居历史高位的期限利差，对于已远超出商业银行综合负债成本的长期债券而言，形成了极大的下行推动力。目前仍接近3.6%的10年期国债、4.1%的长期国开债投资价值较好。（本文仅代表作者个人观点）

■债市策略汇

利率产品

华创证券：股市下跌不构成利好

货币政策宽松预期迟迟没有兑现，资金面面临压力。股市的下跌和债券市场的下跌均源自对货币政策的担心，所以股市下跌并不对债券市场形成利多支撑。目前央行货币政策可能已进入了观察期，对债券市场形成一定的压力。如果央行宽松货币政策不再延续，资金紧张后，股票和债券可能呈现双熊。当然，中期内，股市还不会进入熊市，股市对债券市场的分流作用依然不容小觑。本周一级市场供给压力仍大，利率债供给超过1000亿元，在资金较为紧张背景下，一级市场招标情况可能较差，进而对二级市场形成一定压力。

光大证券：收益率上行空间已不大

对下半年短端资金利率的中枢判断在2.5%附近，5、6月的超低资金利率难以持续，但也不存在大幅上行的可能。短期资金利率的筑底并不能作为利率债进入熊市的证据。目前期限利差处于历史高

位，未来有回落可能，带来收益率曲线的牛平变化。从高频数据来看，经济的下行压力仍未得到明显改善，近期财政政策开始发力，但单独财政实施空间不大，需要货币政策配合，货币宽松的格局没有打破，利率债仍有机会。短期而言，资金利率仍低的情况下，票息加杠杆的操作策略好于利率波段，长端利率上行空间有限，在高于目标中枢（国债3.4% BOBP）以上时逐步具备配置价值。

信用产品

招商证券：坚持低等级短久期策略

在当前经济下行压力犹存背景下，中央及各部委频繁出台各类稳增长文件，包括放开城建企业的后续融资、扩容房地产企业发债主体等，重在疏通基建和地产投资的融资渠道，均有利于信用风险的收敛。但基于利率风险，我们继续坚持信用债低等级、短久期策略，建议甄选实质性违约风险不大的个券获得超额收益。同时，伴随着评级密集调整期的到来，建议对未来因评级下调带来的估值波动风险予以充分关注。

中金公司：违约风险仍需重点关注

违约风险仍然是下半年信用债需要重点关注的风险点。尽管年内不存在系统性风险，但违约的逐步市场化正推动投资者日趋重视利差对风险的充足覆盖。尽管流动性宽松背景下，低评级债券叠加流动性危机而遭遇大幅抛售的可能性很小，但投资者择券要求会无形中逐步提高。当所有投资者都开始精选个券时，评级间利差最终仍会逐步拉开。总体而言，在资金面宽松的大背景下，信用债套息空间仍有吸引力。供给未来会继续增加，但短期看供给压力推动信用利差大幅扩张的风险不高。维持加杠杆持有中长期高等级信用债的配置建议，降低评级仍需非常谨慎。

可转债

兴业证券：短期不妨博弈反弹

当前阶段，转债已经沦为一个筹码市场，可交易的个券将一直维持在10个以下，因此新券上市定位较高，加上筹码稀缺的逻辑已经变化，转债配置

价值明显不足。唯一一个驱动因素——股市，近期也开始进入震荡，很难对转债构成有效支撑。中期来看，转债市场的机会仍远不及股市。但短期来看，在股市经历大幅快速调整后，市场出现反弹的概率较高，转债有望跟随股市反弹，提供了做波段的机会。但由于趋势并不明朗，需注意控制仓位，重仓的投资者可择机减仓。

国信证券：暂不建议大幅抄底

随着多数场外高杠杆配资资金被清理，股市风险得到了一定的释放，但在资金面有所趋紧的背景下，短期调整压力依然存在，后市行情将以震荡为主。一级市场方面，12日发行的航信转债，实际冻结资金高达3567亿元，中签率仅为0.032%，创下历史新低。待发转债中，三一重工和医药电商转债预计发行的进度较快。二级市场方面，不建议此时大幅抄底，特别是进入转股期的歌尔、洛钨和即将进入转股期的格力，其估值有压缩的压力，其中洛钨估值回落压力更大。中长期来看，转型牛改革牛的逻辑并未被破坏，本轮回调有望带来新一轮的入场良机。（张勤峰 整理）

国开债招标疲弱 趋短避长成主流

在市况疲弱的背景下，国家开发银行23日招标发行的五期关键期限固息金融债多表现不佳，中长期限品种中标收益率纷纷高于二级市场水平。市场人士指出，地方债高频发行的局面不改，而流动性边际收紧与政策预期生变令债市谨慎心态更趋浓重，短期宜采取短久期的防御策略。

国家开发银行23日对该行增发的今年第九期至第十二期以及新发的第十三期固息金融债券进行了公开招标，各期债券分别为7年期、10年、1年期、3年期和5年期。据中债登和交易员披露的信息，此次除1年期国开债中标收益率低于二级市场利率外，其余各品种均高于二级市场，认购情况一般。具体看，1年期中标收益率为2.6489%，全场认购倍数2.76；3年期中标收益

率3.6287%，全场认购1.86倍；5年期中标利率3.86%，全场认购2.36倍；7年期中标收益率4.1459%，全场认购2.67倍；10年期中标收益率4.1326%，全场认购2.44倍。据中债到期收益率曲线显示，最近一个交易日银行间市场1至10年关键期限固息非国开政策性金融债收益率分别为2.73%、3.60%、3.85%、4.08%、4.07%。

市场人士指出，本周利率债供给仍超过1300亿元，加上季末时点流动性收紧、降准降息预期迟迟未能兑现致债市买盘情绪低落，一级市场首当其冲。从国开债招标情况看，尽管流动性有所趋紧，短端品种投标仍好于中长端，亦是投资者谨慎的体现，说明缩短久期的防御策略正成主流。（张勤峰）

地方债公开发行业延续区间下限定价

在地方债加紧供应的同时，一级市场地方债与非地方债之间的背离愈发显著。23日，青岛市和青海省分别发行的两批地方债中标利率均落于招标区间下限，丝毫不受市况疲弱的影响，与国开债招投标结果形成较大反差。

青岛市、青海省23日先后公开招标发行了当地2015年第一批地方政府债券，规模分别为28亿元和81亿元，均分为3年、5年、7年和10年期四个固定利率品种。据招标书显示，除3年期债券的招标利率上限相差1bp外，这两批地方债的招标利率区间一致。而中债登披露，此次青岛市、青海省地方债3至10年品种均落于招标区间下限，依次为2.92%、3.24%、3.53%、3.61%，完全相同。

债市走向成熟 债券违约既是压力也是动力

今年以来，信用风险事件接二连三，风险甄别防范正在成为债券投资者的“必修课”。在日前由中国经济导报社主办的“2015中国债券发展论坛”上，与会专家指出，未来债券违约风险或继续点状发生，但当前中国债券市场违约风险整体可控；各方应从理念上真正接受打破刚性兑付，进而推动低评级债券市场发展，充分发挥债券市场在稳增长促改革调结构等方面的积极作用。招商证券固收研究主管孙彬彬表示，近期中央及各部委频频出台各类稳增长文件，有利于信用风险的收敛。市场投资方面，推荐信用债低等级、短久期策略，建议甄选实质性违约风险不大的个券获得超额收益。

今年债券违约呈现从私募债到公募债、从民营债到国企债的蔓延势头，作为公募债券刚性兑付的最后一块堡垒——城投

债的违约风险引发关注。对此，鹏元资信评估有限公司副总裁张忠红表示，在鹏元评级的城投债中，约有95%以上获AA级以上评级，表明地方债整体风险可控，地方举债的阳光化及地方存量到期债务置换顺利推进，有利于降低地方债务的违约风险。

可控的债务违约是债券市场成熟的表现，也为低评级市场发展提供契机。申万宏源证券固定收益融资总部总经理吴志红指出，应从理念上真正接受打破刚性兑付事件，并促进债券市场互联互通，推动债券市场国际化。广州证券副总裁凌富华认为，当前银行间市场和交易所市场均以中高评级债券为主，而融资需求比较旺盛的中小企业往往信用评级等级较低，未来如何在低评级债券市场方面实现突破，已经成为规范发展债券市场的重要方向之一。（张勤峰）

新世纪：调升海宁皮城主体评级至AA+

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，决定将海宁中国皮革城股份有限公司的主体信用等级由AA/稳定调整至AA+/稳定，并维持“15海宁皮草CP001”的信用等级为A-1。

新世纪表示，上述决定主要是基于以下考虑：1、海宁皮城凭借多年形成的良好品牌知名度、丰富的厂商客户资源、厂商直销的商品价格优势进行异地

东方金诚：上调鸠江建投主体评级至AA

东方金诚国际信用评估有限公司近日发布跟踪评级报告，决定上调芜湖市鸠江建设投资有限公司的主体信用等级至AA，评级展望为稳定，维持“14鸠江建投债”的信用等级为AA+。

东方金诚表示，2014年以来芜湖鸠江区经济持续发展，经济实力较强；鸠江区财政收入保持快速增长，税收收入占比较高，财政实力不断增强；作为鸠江区最重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，得到了鸠江区政府的大力

支持。此外，芜湖建投对“14鸠江建投债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍具有较强的增信作用。

同时，东方金诚也关注到，鸠江区财政收入中，国有土地使用权出让收入占比仍然较高，未来易受房地产市场波动等因素影响；土地开发整理业务仍然是公司收入和利润的重要组成部分，该业务易受房地产市场波动等因素影响；公司资产仍以变现能力较强的应收账款、其他应收款和存货为主，资产流动性一般。（葛春晖）

月末资金利率上行空间有限

□本报记者 葛春晖

本周二，银行间货币市场利率仍以上行为主，但上行幅度整体趋缓，仅跨半年末品种涨幅明显。分析人士指出，虽然季末时点扰动、机构预期谨慎等因素，仍使得月末资金面面临一定收紧压力，但本周打新资金回流将有效对冲季末时点冲击，预计资金利率上行空间已经有限。进一步看，在经济下滑背景下，货币政策不会轻言收紧，在公开市场操作持续暂停之后，未来更多定向宽松政策有望出台，降准降息也仍值得期待，资金面料将保持平稳适度格局。

打新资金回流 利率上行趋缓

端午小长假后首个交易日，货币市场资金面延续节前势头，继续呈现稳中偏紧格局，主流资金利率多数上行。

数据显示，周二银行间质押式回购市场上，成交量最大的隔夜回购回权平均利率上行3BP至1.31%，标杆7天回购加权平

均利率微降2BP至2.84%，成交量较节前最后一日双双下降；跨半年末的14天品种大涨34BP至3.90%，且成交量大增752亿元至1299亿元；同样跨半年末的21天品种上行11BP至4.67%，但因价格偏高而仅成交48.4亿元。从成交和价格走势看，当日资金需求主要集中在跨半年末品种，并推高了相应品种资金价格；而与上周五隔夜和7天回购利率分别上涨4BP、22BP相比，资金利率上行步伐已经明显放缓。

据交易员称，周二早盘由于依然是少数几家大行和股份制银行在融出资金，融出集中度太高显得资金有些偏紧，但午后随着新股申购退款渐渐到位，融出机构逐渐增多，资金面由紧转松，尾盘隔夜资金明显供过于求。

时至6月下旬，随着IPO结束，半年末的季节性扰动上升为影响银行间市场流动性的主要因素。此外，由于节前一度升温的降准降息预期未能兑现，市场短期情绪趋于谨慎，也令月末资金面有所承压。市场人士表示，未来几日，半年末因素的

影响将逐步移至7天和隔夜品种，7天期回购利率仍将承受一定上行压力。

紧张高峰已过 偏松仍是主流

尽管月末资金面依然承压，但市场人士亦指出，考虑到去年9月监管机构推出存款利率高等监管指标后，月末、季末等时点因素对银行体系流动性的冲击得到削弱，加之上周冻结的数万亿新股申购资金将于本周悉数回流，预计资金面进一步收紧的动力已经趋弱，资金价格进一步上行的空间亦已有限。

值得关注的是，上周在资金面趋紧的情况下，传出MLF到期后部分未续作的消息，一度导致机构对于央行近期推出降准降息等宽松政策予以对冲的预期升温。然而小长假归来，宽松预期并未兑现，央行公开市场操作亦继续全面暂停，叠加近期旨在稳增长的财政政策持续发力，机构不免产生货币政策将在“稳增长”问题上“退居二级”的担忧，对未来资金面格局的也不免产生谨慎情绪。