

逆回购释暖意 资金面锦上添花

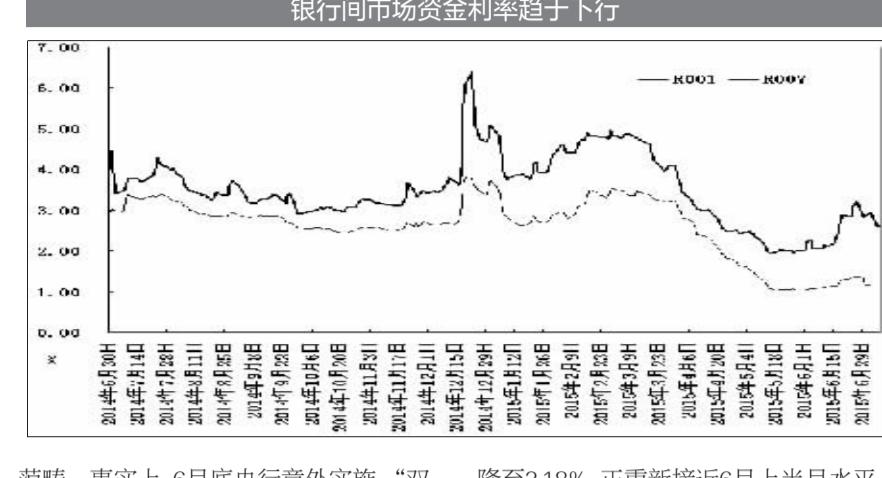
□本报记者 张勤峰

虽然新股发行扰动解除，央行本周二(7日)仍开展了500亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率持稳。市场人士指出，央行滚动开展逆回购操作，可巩固跨季后流动性回暖的趋势，在金融市场波动较大的时期，亦有助于稳定市场预期，防范局部市场的流动性问题蔓延。鉴于近期金融市场波动增加了经济形势的不确定性，货币政策延续偏松取向更为确定，加之风险偏好下降和去杠杆有利于增强银行体系流动性的稳定性，未来银行体系流动性将保持稳定且适度充裕的状态。

资金面回暖 逆回购未停

周二，央行在公开市场开展了7天期逆回购操作，交易量500亿元，中标利率2.5%，量、价水平均与上周二操作相同，恰好全额冲销了当日到期的逆回购。这也是6月下旬央行公开市场操作重启以来，连续第四次开展公开的逆回购操作。

业内人士指出，本轮逆回购操作，原本应是央行的临时流动性操作。6月下旬，因大盘股发行及半年末金融监管考核，造成货币市场流动性出现阶段收紧，央行适时重启逆回购操作，意在平抑货币市场波动，稳定市场预期。市场原以为，在流动性波动平复后，央行逆回购有序退出应该是大概率事件，但如今却连滚滚动开展，多少已经超出短期操作的



范畴。事实上，6月底央行意外实施“双降”，量价工具齐上阵，已使得保留逆回购操作的必要性大幅下降。正如4月20日央行调降存款准备金率之后，就连续暂停逆回购操作直到6月下旬。

从银行间市场资金面角度看，平稳跨季后，流动性回暖的趋势较为明确，且7月首轮IPO临时取消，进一步消除了短期流动性的不确定性，资金利率纷纷回落，此时央行逆回购操作退出也显得顺理成章。

月初以来，货币市场流动性回暖的势头比较明显。周二银行间质押式回购市场上(存款类机构行情)，除隔夜利率微涨1bp之外，其余各期限回购利率纷纷保持下行走势。其中，指标7天回购利率跌3bp至2.55%，自上月末阶段高点已下行为约40bp，期限较长的3个月回购利率

降至3.18%，正重新接近6月上半月水平。交易员表示，或是受到月初补缴存款准备金影响，近两日隔夜资金需求较旺，但大行融出保持稳定，资金面整体均衡宽松。在缴准冲击逐步消化后，资金利率仍有进一步下行空间。

有市场人士表示，近期A股市场出现剧烈波动，央行在资金面偏松背景下维持逆回购操作，表现出明确的维稳姿态，有助于稳定市场预期，防范局部市场的流动性问题蔓延。当然，此举将进一步巩固跨季后流动性回暖的趋势。

流动性宽松更确定

机构报告指出，近期金融市场波动，将使得货币政策延续偏松取向更为确定，未来银行体系流动性有望保持稳定且适度充裕局面。

从短期来看，在A股市场出现持续下跌的背景下，稳定股票市场、避免出现蔓延至金融体系的流动性危机将成为政策重心。光大证券认为，避免股市风险向金融危机演变的一道重要防线就是保护市场流动性，因而，从控制金融风险的角度说，维持流动性的宽松有很大的必要。

从长期来看，权益资产快速跌价，增加了经济复苏的不确定性，放松货币条件以托底经济的任务变得更加必要。兴业证券指出，股市下跌对经济的影响无疑是负面的，很多企业和居民在这一轮下跌中损失巨大，而居民财富蒸发会影响到居民未来的消费能力，地产市场也可能会受到波及，如果股市持续下挫，下半年经济企稳的难度将进一步增加。

综合多家机构观点来看，不管是稳定金融市场还是托底经济，都需要货币政策维持偏宽松，从而为货币流动性保持宽松提供了有利的政策环境。此外，近期股市下跌和震荡导致市场风险偏好下降，去杠杆的行为和股市分流效应减弱，也有助于增强中期内银行体系流动性的稳定性。

市场人士指出，当前IPO进程暂时停滞，使得7月份流动性压力明显减轻，而下半月企业缴税是最大考验，但考虑到税收增速放缓及财政支出力度加大，财政存款净增长规模可能减少。总体上看，7月份流动性较6月份转暖基本确定，未来货币市场利率仍有下行空间，7天回购利率运行区间或在2%-2.5%。

线牛平的投资者比例也相对较高。

广发证券： 货币宽松是转型期必然要求

三期叠加阶段，经济增速仍处于下行趋势中。尽管稳增长预期下，财政政策将实质放松，但我们认为财政扩张的空间不大。首先，预算内财政力量已经明确扩张，财政收缩的结果是被动性的；其次依法治国方针下，新预算法仍然会对地方政府融资形成约束；再次，土地收入萎缩，意味着要恢复财政力量，需要更大规模的债务扩张。原有经济发展路径下，地方政府和房地产是最主要的投融资需求。传统投资需求的萎缩，唯有通过盘活市场力量进行对冲，而合理稳定的收益预期是驱动投资需求的必然要求，通过货币宽松引导融资成本下行则是必由之路。随着财政的被动收缩，基础货币明确扩张并不会导致增量融资失控，资金资源仍能得到有效配置。降低社会融资成

本，不仅是化解存量债务风险的重要举措，同样也是激活市场内生增长动力的重要前提。“被动的财政收紧”和“主动的货币宽松”，两者相辅相成，是实现稳增长、调结构、促转型的合理路径。

国泰君安证券： 资金利率难回前低

半年末过后，资金利率下行幅度符合季节性规律。资金利率有望继续回落，但预计难回前低。从过去6年7月份资金利率的统计情况来看，除2009年以来，其他年份的7月份里，资金利率随着时间的推移呈持续下行趋势。基于此，同时随着前期央行大幅降准降息、MLF续作、逆回购利率下调和季末因素消除，我们判断2015年7月份资金利率大概率会延续下行趋势，但可能幅度相对有限，资金利率(R007)或难以回落至2%以下的季度宽松区间，主要原因一是7月面临财税上缴近7000亿元，边际回

笼资金；二是首批1万亿地方债置换需8月底前完成，预计7月地方债发行仍将维持高位，债券供给提速，带动银行超储率逐步下降；三是IPO暂缓，虽然打新对资金面的冲击消失，但大量打新资金在非IPO时间段放逆回购的利好因素也同时消失。

海通证券： R007或降至2.5%以下

新股发行暂缓，打新对资金面造成的扰动将暂告一段落。而上周央行继续实施逆回购并下调招标利率，显示其维持货币利率低位的意图不变。季末已过，叠加降准、逆回购和MLF影响，R007或逐步降至2.5%以下。股市暴跌或致避险情绪加剧，投资者风险偏好趋于下降，利于低风险资产表现。配资优先级资金和打新资金近期将处于无权益资产可配的尴尬境地，资金或将转向债市，需求回归将带来债市交易性机会。

风险偏好回落继续利好债市

□安信证券固定收益部 袁志辉 程昊

债市市场在6月份进入极度胶着阶段，利好与利空交替，债券收益率持续窄幅波动，直到近期股市出现连续调整，债券市场才再次走牛。目前长期利率债下行幅度已接近20bp，短期来看，随着风险偏好快速回落，短期经济复苏被证伪，债券市场的下行态势仍有望延续。不过从中期角度来看，市场此前普遍预期的宏观经济回暖、地方债供给压力等利空因素仍存在，这波债券小牛行情的持续时间，将取决于当前风险偏好回落的趋势何时结束，以及宏观经济回暖的预期何时得到证实。

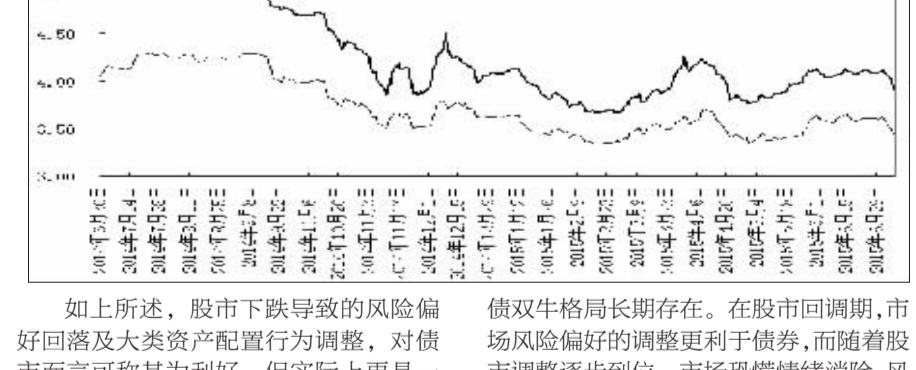
从根本上讲，这波债券市场上涨本身就具有一定的经济基本面支撑。虽然6月中旬发布的5月宏观经济数据出现局部企稳，但是市场对中期经济企稳并回升的预期逻辑并不充分，且6月的高频数据已经出现跌幅扩大，短期宏观经济下行的压力非常大，二季度GDP有可能跌到6.9%及以下。只不过，由于市场对于经济企稳的判断过于强烈，因此在货币政策出现边际收紧、MLF到期仅部分续作的情况下，市场曾普遍预期央行货币政策出现转向，因而致使3.6%以上的长期国债面临诸多

实质性利好仍拒绝下行。而直到本次股票市场调整引发投资者风险偏好以及无风险利率下行，估值居于高位的长期债券才获得走牛的催化剂。

从6月初高点至今，上证综指累计跌幅已经接近30%，股票市场仍处于去杠杆过程，全市场风险偏好处于急剧回落阶段。参考历史经验，风险资产大幅调整一般对低风险资产产生利好，在大类资产层面，投资资金的资产配置面临较大的调整，固定收益类低风险资产被追逐，投资资金会把债券尤其利率债、中高等级信用债作为避险资产进行增持。

伴随股市持续调整，为股票二级市场加杠杆、一级市场打新股等提供配资的风险大增，导致市场上实际的无风险收益率大幅下降。打新基金的年化收益率一般在10%左右，并且几乎没有风险；此前在股票持续上涨阶段，股票杠杆配资的资金约定收益率也能接近10%，与刚性兑付的信托等非标一样。二者推高了全市场的无风险收益率，进而对债券市场收益率的下行构成障碍。而约2万亿元的打新基金以及3万亿元左右的配资撤离股票市场后，在直接拉低无风险利率同时，也将被动配置现有高收益的信用债，从而对债市的流动性改善及利率下行产生促进作用。

近日银行间长端债券收益率明显下行



如上所述，股市下跌导致的风险偏好回落及大类资产配置行为调整，对债券而言可称其为利好，但实际上更是一种行情催化剂。在宏观经济短期复苏无望的情况下，实体经济需求下行，实际利率上行、债务增长压力大等因素，要求货币调控继续保持宽松，社会融资成本尤其是长期利率有必要下行。因此，债券市场具有基本面层面的坚强支撑。在宏观经济企稳并回升的时间延后的情况下，债券市场短期情绪仍偏乐观，估值存在继续下行基础。

从更长期限看，在经济新常态下，股

债双牛格局长期存在。在股市回调后，市场风险偏好的调整更利于债券，而随着股市调整逐步到位，市场恐慌情绪消除，风险偏好仍会逐步回升，因此未来虽然股市再次猛烈加杠杆的行为难以重现，但是风险偏好下降因素也难以对债市构成趋势性利好。综合市场资金利率水平以及商业银行综合负债成本等因素来匡算，预计长期利率债短期内继续下行的空间可能只有20bp左右，明显低于前期低点的概率不大，之后债券市场料将维持区间震荡走势，直到宏观经济真正企稳回升。(本文仅代表作者个人观点)

避险情绪升温

债市继续回暖

利率债及中高等级信用债为主，收益率整体快速下探。

国债方面，收益率呈现短升长降态势，中长端下行约5bp，1年期成交在2.08%附近，5年期成交在3.10%附近，7年期成交在3.40%，10年期多笔成交在3.47%-3.43%；政策性金融债方面，长端收益率下行约7bp。1年期非国开债成交在2.75%，3年期国开债成交在3.40%附近，非国开债成交在3.48%附近，5年期国开债成交在3.67%附近，7年期国开债成交

在4.03%，10年期国开债成交在3.97%-3.91%，非国开债成交在4.05%-4.02%。

信用债交投火爆，收益率继续下行。短融交投活跃，收益率继续下行，1个月的14宁沪高SCP005成交在3.0%，接近1年的15铁道CP001成交在3.02%；中票方面，中长期中高等级券种表现活跃，2年半的14联通MTN003成交在3.75%-3.70%，3年多的13渝富MTN001成交在4.55%，5年期新发铁道交投在4.14%附近；企业债以高收益券种较受关注，如6年多的15咸宁

荣盛债多笔成交在5.80%，5年多的13铁道05成交在4.12%。

受到股市行情震荡影响，短期内市场避险情绪上升，债市中长端利率债交易热情高涨，中高等级信用债受到配置盘的追捧。从资金面来看，短期流动性波动有望趋缓且保持低位运行态势，再加上新股发行暂停，打新资金回流，对于债市行情形成支撑。但随着本周一级发行量大规模增加，供给压力加大，交易盘的热情或将受影响，利率债收益率继续下行空间有限。

国开行新债中标结果偏暖

7月7日，国家开发银行对该行2015年第十一、十二、十三、十五期金融债进行了最新一次增发，同时新发行了2015年第十六期金融债。这五期债券均为固息品种，期限依次为10年、3年、5年、1年和7年，发行规模分别为50亿元、40亿元、40亿元、40亿元和30亿元。招标结果显示，在近期股市持续下挫、债市避险效应显现的背景下，五期国开债中标收益率(利率)整体略低于市场预期。

市场人士表示，除1年期品种中标收益率接近预测均值外，其余期限品种中标收益率均略低于预期。由于近期股市频频大幅下挫，债市避险吸引力明显上升，一二级市场做多力量均出现上升，因此本次国开行五期新债发行结果整体向好。(王辉)

北京和四川地方债顺利发行

北京市、四川省地方政府7月7日分别招标发行了2015年北京市第一批一般债券(一至四期)及2015年第二批四川省政府一般债券(五至八期)。发行结果显示，北京4期地方债中标利率区间为3.52%至4.05%)、10年期3.58% (投标利率区间为3.58%至4.12%)。

四川省财政厅本次招标的3年、5年、7年、10年期记账式固定利率附息债，发行规模分别为150亿元、150亿元、150亿元、50亿元。发行结果显示，各期债券中标利率依次为2.89%、3.18%、3.53%和3.60%。相较于投标指导利率区间，3年、5年和7年期品种中标利率均略高于下限水平1个基点，10年期品种较利率下限则略高出2个基点。(王辉)

转债全线下跌

周二(7日)，转债市场跟随A股延续调整态势，“杀估值”压力导致转债依旧整体跑输正股。分析人士指出，A股尚未真正企稳，短期内转债投资需继续保持谨慎。

从盘面走势看，中证转债指数以震荡下行为主，收报3156.2点，较周一收盘下跌39.98点或1.124。个券方面，两市正常交易的8只转债(含可交换债)全线下跌，电气转债以13.01%居跌幅首位，歌尔、格力、航信分别以12.88%、12.83%、10.93%的跌幅紧随其后，四只转债跌幅均超过10%，此外，洛钼、14宝钢EB、15天集EB跌幅均超过5%，吉视转债跌幅最小、为0.76%。对应的8只

短线仍需谨慎

正股中，则有2只上涨，3只跌停，其他3只跌幅在1%-7%之间。

市场人士表示，尽管近日纯债市场有所上涨，但转债市价距离债底普遍较高，因此防御性不足。另一方面，目前除了吉视转债、洛钼转债已经触发赎回，转股溢价率为负之外，其他品种转股溢价率普遍在20%以上，航信转债甚至接近100%，高估值特征依旧显著，也使得转债很难跑赢正股。

国泰君安证券指出，救市组合拳出台后，筹码实现充分交投才是真正反弹的基础，目前转债整体股性估值仍偏高，考虑到短期股市方向仍不明朗，建议投资者继续以谨慎为主。(葛春晖)

福建省14日招标116亿元地方债

福建省财政厅7月7日发布公告，定于7月14日公开招标发行该省2015年第一批地方政府一般债券。

本批福建地方债发行总规模116亿元，全部为2015年福建省新增债券。本批债券分为一期、二期、三期、四期分别发行，均为记账式固定利率附息债券，债券期限为3年、5年、7年和10年，计划发行规模分别为11.6亿元、34.8亿元、34.8亿元按年支付，10年期品种利息按半年支付。(王辉)

评级追踪

新世纪：调升龙湖企业主体评级至AAA

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，决定上调重庆龙湖企业拓展有限公司主体信用等级由AA+至AAA，评级展望为稳定，调升公司2009年度公司债券信用等级至AAA。

新世纪表示，作为龙湖地产的核心运营管理平台，龙湖企业得益于良好的经营积累，2014年资本实力继续提升；2014年，公司继续调整产品结构和地域分布，并执行快速周转策略，实现了良好销售业绩。目前，公司项目储备较为充裕，且区域分布较合理，公司较强的差异化、品质化产品优势，以及龙湖地产融资渠道的相对便利与通畅，有助于提升其在政策调控趋紧背景下的风险抵御能力。

产业链，具备一定奶源优势，牛储备质量不断提升；日化板块技术水平较高，具有一定的知名度；营业收入持续增长，主业始终维持了较强的盈利能力，有息债务负担较轻。未来，随着公司各业务板块经营规模的扩大，日化销售渠道进一步开拓以及乳品板块终端产品贡献收入，公司竞争实力有望得以进一步提升。

中诚信国际：调整中文传媒评级展望至正面

中诚信国际信用评级有限公司日前发布跟踪评级报告，维持中文传媒股份有限公司的主体信用等级为AA+，将公司评级展望由稳定调为正面；维持“15文传媒MTN001”的债券信用等级为AA+。

中诚信国际表示，2014年以来，凭借很高的区域市场地位和较强的品牌及渠道优势，中文传媒在江西省中小学教材教辅市场继续保持垄断地位；公司出版和发行业务稳步增长，盈利能力稳步提升，2014年实现利润总额9.52亿元，同比增长31.78%；得益于业绩的提升和良好的融资能力，公司资金充裕，偿债能力很强；此外，对北京智明星通科技有限公司的股权转让也将大幅提高公司新业态板块实力。(葛春晖 整理)