

# 基本面支撑犹存 债市可适度乐观

□本报记者 王辉

6月和二季度主要经济数据与金融数据上周陆续公布,尽管部分指标好于市场预期,但市场仍普遍认为未来宏观经济运行将延续弱平衡格局。分析人士指出,虽然近期债券市场趋势性走强的动力不足,但货币政策与流动性环境在未来较长时间内延续稳中偏松局面将是大概率事件,综合金融市场风险偏好的变化以及债市需求面的改善来看,在实体经济回升得到确认之前,对于债市行情仍可适度乐观。

## 上周以来利率债先跌后涨

在A股市场急跌警报逐步解除的背景下,上周利率债市场经受了股市反弹、金融和经济数据超预期、第三批地方债置换或将启动、央行逆回购缩量等多方面因素带来的冲击,市场收益率在上半周延续了之前的调整态势,一度快速上行。但随后,实质偏弱的经济高频数据、金融机构风险偏好下降以及市场充裕的流动性,推动收益率在后半周再次回落。

数据显示,上周银行间固息国债曲线平坦化小幅上行,1年、3年和5年期国债分别上行9bp、3bp和3bp至2.45%、2.85%和3.16%,10年期国债反弹2bp至3.51%;金融债收益率平坦化变动,国开债1年、5年和10年分别反弹5bp、4bp和4bp至2.79%、3.74%和4.01%,3年、7年期下行3bp和1bp至3.45%和4.06%。利差走势方面,国债期限利差继续缩窄,国



开债与非国开利差略有走扩。国债10年与1年期限利差继续缩窄7bp至106bp,10年期国开与非国开溢价率由-12bp小幅缩窄至-9bp。

本周一,银行间中长端国债收益率继续稳中有降,7年期品种微降1BP至3.45%,1年期品种则继续上行6BP至2.45%。

一级市场方面,上周一级市场配置需求整体较强。全周净供给量持续攀升,但市场认购倍数仍处于高位,显示机构配置需求较为旺盛。

## 债市基本面环境依旧向好

上周公布的上半年及6月份主要经济指标均略好于市场预期,6月份月度金融数据也显示货币宽松效力已有所显现。不过,目前市场主流观点仍认为,实

体经济实质性企稳的时点尚未出现,从宏观经济、货币政策与市场资金面、金融市场风险偏好以及供需矛盾化解等多方面因素来看,未来较长时间内债市预计仍将处于较好的基本面环境中。

从经济和货币环境看,南京银行表示,目前宏观经济在转型升级过程中仍然缺乏新的增长点,而当月工业增速大幅反弹后也有再度回落的风险。在此背景下,下半年管理层稳增长压力不减,积极财政政策是关键,而货币政策仍有宽松空间。不过考虑到美国年内升息概率较高,在稳汇率和降利率的平衡中货币政策调控方式可能以定向操作为主,而流动性环境整体仍会保持宽松。

从债券需求的角度看,国泰君安本周指出,未来一两个月内,配置需求的改

善很可能是左右债券市场的核心因素。该机构表示,在财政货币连续放松之后,目前社会负债端资金利率的坚冰正在打破,而经历了A股剧烈动荡之后,部分撤出股市的资金对债券的需求有望明显增长,大类资产配置效应也将带来债市新增需求,因此,对于7-8月份的债券市场可以更加乐观一些。

银河证券则进一步指出,虽然年内地方债置换压力预计将长时间持续,但上周央行宣布大幅放开三类境外机构在银行间市场的限制,将对缓解供需矛盾产生非常积极的作用,因为中国债券市场目前的收益率水平对于海外投资者具有明显吸引力。此外,该机构同时指出,市场风险偏好下降,理财产品收益率明显下行,商业银行揽储压力减轻,都有利于债市需求端的提升。

# 期限利差逐步回归合理水平

□安信证券固定收益部 袁志辉

7月初开始,股票剧烈调整引发的市场恐慌导致风险偏好快速下降,债券资产尤其是长期债券收益率在此前盘桓很久之后终于向下寻求突破。不过,就在债券投资者普遍预期收益率很快将创新低的时候,市场情绪瞬间反转,长债收益率随后上行,实际上累计下行幅度不足10bp。总体看,今年以来债券市场基本维持区间震荡的规律。

虽然债券估值缺乏剧烈的变化,但是如果观察收益率曲线形态的情况,可以发现期限利差在最近两个月经历了大幅的波动。以10年期与1年期国债为例,期限利差从年初以来基本在40bp附近窄幅震荡,但是从5月份之后急速攀升至100bp以上,至6月中上旬达到历史新高点接近200bp,随后又快速回落,近期

已降至106bp左右。这说明,由于股市调整导致以打新基金为代表的流动资金被迫分流,市场对以短期债券为代表的流动性管理工具需求下降,超低的短债收益率快速修复。目前看,期限利差已近合理水平。

由于投资期限偏长,中长期债券相对于短期品种需要给予一定溢价,以规避现金回报率损失的风险。未来现金流价值取决于贴现率的变化,即利率期限结构形态及走势。不同的期限结构理论对期限利差都有各自的解释,关键仍在于对利率走势的预期。远期利率波动的最大风险在于通货膨胀,因此,对期限利差的预期在中长期来看取决于通胀预期,而通胀预期及背后更为本质性的宏观经济因素框定了期限利差的波动中枢。

通胀预期的宏观背景主要体现经济增长。经济新常态下,去产能、去杠杆是

一个长期趋势,整个经济体投资增速都面临下降压力,潜在经济增长率将是逐步下移的过程。在此背景下,通胀预期将持续处于低位,由此决定的期限利差波动中枢应在70-80bp附近,低于此前100bp左右的利差水平。

货币政策引致的流动性变动,是本轮期限利差大幅偏离波动中枢的主因。由于央行货币政策持续宽松,R007等资金利率水平4月以来降到2%附近的低位,对于降低短期利率、拉开期限利差有重要影响。不过,在期限利差剧烈变化的过去两个月,资金面并没有明显的大幅变化,这一阶段影响流动性的最大因素是打新基金等流动性资金。

打新股的年化收益率在10%左右,类似于无风险利率,致使打新基金规模飞速增长,至5月已接近2万亿元。在两批新股发行的空当,打新基金等同于货币基金,

为了提高资金的使用效率,普遍配置1年国债、国开债等短期限、流动性好的资产。由于打新基金等流动资金规模过大,将短期债券资产利率拉到极低的位置,交易所1年期国债的收益率甚至曾被打到负值。但与此同时,由于长债缺乏做多动力,估值窄幅震荡,期限利差走阔。而最近一个月,股市大跌引发打新基金退热,并随之产生相关的作用过程,1年期国债收益率快速回升70-80bp,同时带动长债下行10bp左右,期限利差大幅收窄。

总之,期限利差波动有其合理的理论中枢,而实际运行中一般要受到短期因素的冲击,一旦短期因素无法持续,期限利差与合理中枢的巨大偏离就面临回归的强烈要求。目前的利差水平略高于合理中枢20bp左右,已基本回归到合理水平,债券收益率曲线形态的修复暂告一段落。(本文仅代表作者个人观点)

动性主要用于置换两万地方存量债务,但商业银行的贷款需求在明显萎缩,定向政策可能会带来部分金融机构和国有企业流动性充沛,但市场化取向高的私营经济可能感受不到显著宽松。持续扩大的定向政策导致结果将是:三季度可能出现利率长端持续下行的迹象,这主要得益于地方存量债务作为抵押物,回流到央行资产负债表。估计三季度长端利率可能会下行约50BP,逼近3%左右。

## 信用产品

### 光大证券:信用债需求在加强

上周,一系列经济和金融数据公布。我国二季度GDP增速7.0%,第二产业下滑,而第三产业大幅增长,其中金融业的快速增长贡献了大部分的GDP增速。但是金融业的快速增长源于年初以来股市的火爆。随着股市的降温,金融业增速将会回落,经济增长的企稳仍需要财政政策和货币政策的继续宽松。股市震荡继续,市场风险偏好仍在下降,打新和理财资金继续回流债市,信用债的需求仍在加强。仍看好中高评级产业债,对于低评级产业债则需要

谨慎择券,整体看好城投债。在期限方面,仍以中短久期为主,风险偏好较高的资金可以适度拉长久期。同时注意未来信用债仍有供给增加的隐忧和信用风险仍会以“炮爆”的形式出现。

### 申万宏源证券:套息策略最优

目前,AAA及超AAA各期限品种信用利差接近历史最低值,其中超AAA已经刷新历史最低值,显示出市场对中高等级品种配置需求旺盛。展望后市,近期经济数据虽有企稳迹象,但下半年特别是四季度经济向下的风险仍然很大,预计下半年货币政策仍将保持宽松,流动性的宽松会继续保持。由于实体经济受灾的潜在负面影响较大,包括投资收益下降和股权融资能力下降,因此企业的信用风险在下半年将进一步加大。且当前长端收益率绝对水平已经处于历史低位,价值有限,投资策略上,仍然以套息策略为最优。

## 可转债

### 中金公司:价值分化已开始

当前诸多转债绝对价位接近,但平价

溢价率却差距甚大,航信可以达到30%,电气却只有13%。一般而言,在牛市当中且绝对价位不高时,转债才会产生看“价”不看“值”的奇特现象。背后的逻辑在于,所有转债都会触发赎回且届时的绝对价位相差不大,不论转债平价溢价率如何,更多的差异仅是触及赎回的时间及时间成本的不同,因此绝对价位上也应相差不大。但目前时点看,股市仍不能断言很快恢复牛市,且不少个券的绝对价位不低。显然,虽然系统性机会仍不明显,但巨大的估值差异背后,相对价值的分化也已经开始。

### 海通证券:震荡为主 操作空间有限

当前转债存量券仅6只,除15天集EB外,价格均在140-150元区间内。当前股市趋势未明,转债价格与股指走势和市场情绪密切相关,短期内预计仍以震荡为主,而存量券稀少,价格不低均制约操作空间。目前转债个券虽价格趋同,但转股溢价率和正股资质仍存差异,意味着或有波段机会,较为看好低溢价率的电气转债和新券航信转债后续的表现。(张勤峰 整理)

司以其合法拥有的国有土地使用权为12咸宁城投债/12咸宁投提供的抵押担保仍具有较强的增信作用。

### 中诚信国际:调升万华实业评级展望至正面

中诚信国际信用评级有限责任公司日前发布跟踪评级报告,维持万华实业集团有限公司主体信用等级为AA+,评级展望维持稳定。大公表示,咸宁城投主要从事咸宁市城市基础设施建设及国有资产经营等工作。评级结果反映了2014年以来公司在咸宁市城市建设中仍具有重要地位,咸宁市经济及财政保持较快增长,公司继续得到政府支持等有利因素;同时也反映了咸宁市本级政府债务规模较高,公司主营业务收入规模大幅下降,负债总额增长较快,资产负债率继续上升等不利因素。另外,公

格下滑带来的负面影响,使公司保持了较强的盈利和获现能力。同时,中诚信国际也关注到收购海外公司后带来的债务规模攀升以及抵质押资产金额较大等因素对其整体信用状况的影响。

### 联合资信:调升无锡发展主体评级至AAA

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,确定将无锡产业发展集团有限公司的主体长期信用等级由AA+调整为AAA,评级展望为稳定,并将14锡MTN001、14万华MTN002和15万华MTN001的债项信用等级为AA+;维持15万华CP001债项信用等级为A-1。中诚信国际表示,2014年以来公司继续保持了稳固的行业地位、雄厚的技术实力,年内烟台工业园MDI一体化装置投产,产品协同效应的增强一定程度上平抑了产品价

格影响,使公司保持了较强的盈利和获现能力。同时,中诚信国际也关注到收购海外公司后带来的债务规模攀升以及抵质押资产金额较大等因素对其整体信用状况的影响。

### 联合资信:调升无锡发展主体评级至AAA

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告,确定将无锡产业发展集团有限公司的主体长期信用等级由AA+调整为AAA,评级展望为稳定,并将14锡MTN001、14万华MTN002和15万华MTN001的债项信用等级为AA+;维持15万华CP001债项信用等级为A-1。中诚信国际表示,2014年以来公司继续保持了稳固的行业地位、雄厚的技术实力,年内烟台工业园MDI一体化装置投产,产品协同效应的增强一定程度上平抑了产品价

格影响,使公司保持了较强的盈利和获现能力。同时,中诚信国际也关注到收购海外公司后带来的债务规模攀升以及抵质押资产金额较大等因素对其整体信用状况的影响。

发展集团有限公司保持以汽车零部件、纺织化纤、创投及园区、半导体探针及封装测试为主的多元化经营格局,在行业竞争力、技术水平、经营规模和盈利能力等方面优势显著,同时受益于国IV标准的推行,公司收入规模扩大,盈利能力持续提升,抗风险能力进一步增强。随着公司资产重组逐步落实,在建项目陆续完工并投入运营,公司经营规模有望进一步扩大,进而推动盈利能力提升。公司货币资金较为充足,现金类资产及经营活动产生的现金流入量对偿还债券保障程度较高。联合资信也关注到,宏观经济增速放缓、化纤产品盈利能力偏弱以及光伏电站项目后续投资加大、对外融资需求上升等因素给公司信用基本面可能带来负面影响。(葛春晖 整理)

# 需求旺盛 隔夜资金利率爬升

据交易员反映,月初以来货币市场隔夜资金需求持续旺盛,之前政策行、大行、股份行等融资出积极,供求一直均衡偏松,但近几日需求有增无减,供给逐渐

剩下政策行和大行在支撑,导致融入难度在逐渐增大。好在市场上7天及以上期限资金供应充足,中长期限资金需求也不旺,整体流动性并无大碍。

分析人士指出,短期资金需求增多可能与企业缴税有关。按惯例,7月是二季度企业所得税的清缴入库期,财政存款增量较大,对流动性有季节性扰动。

Wind数据显示,2013年、2014年7月份财政存款净增量均超6500亿元。

该分析人士认为,下半年经济下行压力仍大,货币宽松取向难改,流动性总体无忧,考虑到下半年流动性季节性扰动因素多,且货币政策可能更加倾向定向宽松,资金利率或难回到前期绝对低位,但仍将在较低水平运行。

# 人民币兑美元汇率微跌

在美元指数强势上涨背景下,20日人民币兑美元汇率微幅走软,总体仍延续5月初以来的横盘格局。市场人士表示,预计未来一段时间人民币汇率仍将保持窄幅波动的稳健走势。

据外汇交易中心公布,7月20日人民币兑美元汇率中间价为6.1197,较17日微跌5个基点,为连续第三个交易日走低,但仍运行在6.11至6.12元的狭窄区间内。

上周国际外汇市场上,在希腊债务危机缓解和美联储加息预期升温的双重刺激下,美元再度回归多头格局,美元指数在上周五上涨0.32%至97.96。

20日亚欧交易时段,美元指数盘中一度突破98整数关口,再创近三个月新高。

分析人士认为,美元指数后市有望进一步挑战百点大关。

境内即期外汇交易方面,20日人民币兑美元即期汇率逆势高开5基点于6.2090,之后再现窄幅震荡走势,尾市收报6.2097,较17日微跌2基点,亦延续5月初以来围绕6.20一线横盘态势。

展望年内剩余时间,中美货币政策的周期性差异,将使得人民币难免受到一定的贬值压力。

不过,分析人士指出,在人民币国际化有序推进、中国债券市场进一步开放的背景下,未来随着人民币迈向国际货币、储备货币,境外机构对持有人民币及持有人民币及配置人民币资产的需求将会大幅增长,结合市场预期平稳、结售汇日趋均衡等因素看,人民币币值在未来较长时间内都有望保持稳定。

# 低溢价率转债涨幅居前

20日,受A股市场温和上涨推动,交易所可转债(含可交换债)多数收高,整体表现略好于正股。市场人士指出,当前A股市场趋势未明,行情波动仍大,转债整体估值压力有所释放但尚属高水平,短期趋势性机会不大,估值差异或加大个券表现分化,低估值热门个券将受到较多关注。

昨日A股行情一波三折,收盘温和上涨,但盘面并不稳定,日内波动不小。A股上证综指收在3992.11点,上涨0.88%。中证转债指数全天收报351.19点,上涨4.1%。两市6只存量转债5涨1跌,对应正股为3涨3跌,转债表现分化略好于正股。

具体来看,昨日电气转债全天上涨5.14%,涨幅居首;歌尔和格力转债表现也可圈可点,涨幅

既享受更大的安全边际,也是更具潜力的博弈反弹品种,自然更受资金青睐。(张勤峰)

# 云南省27日招标47亿元地方债

云南省财政厅7月20日发布公告,定于7月27日下午公开招标发行该省2015年政府专项债券(一至四期),发行总额为47亿元。

本批云南地方专项债为记账式固定利率附息债,分为四期发行,期限分别为3年、5年、7年和10年,计划发行规模分别为13亿元、13亿元、13亿元和8亿元。3年、5年和7年期品种利息按年支付,10年期品种利息按半年支付。本批地方债将通过全国银行间债券市场、证券

交易所债券市场发行,均采用单一价格荷兰式招标方式,标的为利率,投标标位区间为招标日前1至5个工作日相同待偿期的国债到期收益率算术平均值与该平均值上浮15%之间。

据Wind统计,自5月18日

2015年地方债发行正式启动以来,截至7月20日,已发行的地方债总量达到251期、1.25万亿元。

(葛春晖)

# 莱商银行将发10亿金融债

本期债券招标日为7月23日,7月27日缴款截止并起息,存续期内每年7月27日支付利息。

公告指出,本期债券本金和利息的清偿顺序等同于商业银行一般负债。根据中诚信国际的评级结果,发行人的主体信用级别为AA-级,本期债券的信用级别为AA-级。

公告显示,莱商银行本期债券拟分为两个固定利率品种,品种一期期限3年,计划发行5亿元,品种二期期限5年,计划发行5亿元。

本期债券将通过中国人民银行债券发行系统公开招标的方式发行;票面年利率将根据市场招标结果确定;采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。

据统计,本期债券将是今年国内发行的第四只“三农”专项金融债。(张勤峰)