

7月上攻之后债市料重归震荡

□本报记着 张勤峰

7月份，股市调整促使资金回流债市，信用债迎来了一波快牛行情，利率债收益率也有所回落。市场人士指出，弱经济+宽资金的核心逻辑未发生实质改变，债市收益率不具大幅上行风险，而资金搬家仍对短期行情有重要影响，但鉴于供给易增难降，经济企稳预期牵制债市收益率下行，预计8月份及今后一段时间债市或重归箱体震荡格局，建议以杠杆套息操作为主，配合适当的波段操作。

信用债领衔七月攻势

在刚刚过去的7月份，资金风险偏好系统性下降背景下，大类资产的再配置成为影响债券市场运行的主导逻辑。以信用产品为代表，债市在经历6月份“歇夏”后，走出一波快速上涨行情，信用债一马当先，长端利率债也有所回暖。

观察债市收益率曲线走势，6月末信用债收益率率先掉头回落，整个7月份，信用债一二级行情持续火爆，一级市场甚至出现一券难求的情况，二级收益率与信用利差均快速上行。从最初的中高等级到低等级再到问题券，伴随行情轮动，资金对信用资质的要求不断下沉，最终上演了一轮集体快牛行情。

7月份银行间市场上，以5年期中票为例，AA-级、AA级、AA+级、普通AAA级品种中债收益率分别下行23bp、33bp、39bp、30bp，AA级及以上等级品种利率降幅相对突出，尤其是兼顾信用资质与收益回报的AA+级别。交易所市场上，公司债、企业债各等级各期限收益率纷纷走低，AA+及以上等级的可质押公司债，各期限利率全面创下历史新低，且收益率水平显著低于银行间可比债券。以5年期AA+债券为例，7月底交易所公司债收益率在3.43%，较同期限同等

■债市策略汇

利率产品

南京银行：套息空间收窄

7月份股市下跌带动利率债收益率走低，中期金融债调整尤为明显，套息空间大幅收窄。展望后市，弱经济+宽资金的核心因素未发生实质性改变，利率难以走出上有顶下有底的箱体格局。今年以来，10年国债波动区间为3.35%-3.70%，均值为3.50%；10年国开波动区间为3.66%-4.24%，均值为3.95%。目前长端利率基本处于均值附近，上行敏感性较大。建议交易盘以1/4分位数和3/4分位数为界，谨慎参与波段操作。

申万宏源证券：供给担忧牵制短期表现

近期管理层会议已明确定调下半年政策：经济下行压力仍较大，财政政策和货币政策都将保持宽松，定向政策发力，意味着下半年财政政策力度将强于上半年，同时下半年货币政策以定向为主。同时，防风险被放在重要位置，会引发资产价格大幅调整的紧缩政策出台的可能性

市场预期乐观 资金利率稳中有降

□本报记者 葛春晖

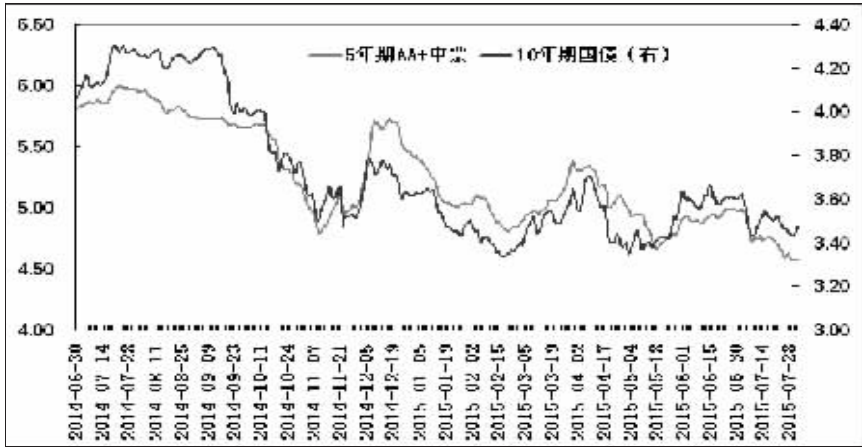
8月份首个交易日，跨月后的银行间货币市场流动性总体宽松，主流资金利率稳中有降。分析人士表示，近段时间以来，在短端资金利率低位企稳的同时，中长端资金利率延续下行态势，反映机构对中长期资金面的预期依旧乐观，未来在经济下行压力犹存背景下，货币调控维护流动性适度充裕依然可期，资金利率有望保持在较低水平。

流动性充裕 资金供过于求

3日，银行间市场资金面一派宽松景象，机构融出积极，回购利率稳中有降。银行间质押式回购市场上，短期限品种中，成交量最大的隔夜回购加权平均利率微升2BP至1.50%，指标7天回购加权平均利率微降2BP至2.46%；中等待期限品种中，14天回购加权利率跌10BP至2.63%，21天品种小涨3BP至2.73%；1个月及以上的长期限品种多数下行，其中，1个月品种大降22BP至2.72%，已低于21天利率。从成交情况看，当日隔夜品种成交增加1367.6亿元至1.76万亿元，7天品种成交增加333.34亿元至1309.13亿元，14天品种仅成交92.11亿元，21天及以上品种更是成交寥寥。

据交易员称，昨日1个月以内各品种

银行间5年期AA+中票与10年期国债收益率走势



级的中票低115bp。

在信用债示范效应下，利率市场也从7月初开始复苏，但走势更加曲折，利率降幅也远小于信用债。长期债券的走强，成为7月份利率市场最大的亮点。据中债收益率曲线数据，7月份各关键期限国债种，7年和10年品种收益率分别下行9bp、12bp，3年和5年均下行3bp，1年期反而上涨52bp。

6月底7月初，流动性走出半年末“阴影”，为债市创造了宽松的资金环境，但在供给保持高压、6月经济数据“弱企稳”的背景下，主流观点普遍认为，6、7月份A股深幅调整导致市场风险偏好下降、资金回流债市，才是7月行情的主要推手。多家券商报告指出，A股动荡、IPO停发，既减少可配高收益资产，又促使资金向理财、基金等偏固收投资部门回流，债券成为配置压力释放的主要出路。由于理财负债成本相对刚性，自然倾向于绝对收益有优势的信用债。此外，信用债供给压力相对较小，短期供不应求的矛盾较为突出，也有助于其超越利率债的表现。而当信用债利率降至偏低位置、信用利差逼近历史低位，机构又将

不大，对配资的清理整顿、IPO重启等都会采取比较谨慎的态度。下半年政策基调仍有利于债市。短期内在没有超预期宽松政策出台的情况下，对供给的担忧可能会牵制债市表现。但拉长周期看，宽松的政策仍有利于债市，对债券市场不悲观。

信用产品

渤海证券：资金推动行情或告一段落

延续之前对于债券市场宽幅震荡的判断，短期债券市场面临的不利因素压倒有利因素，收益率将会面临一定的上行压力，但由于我们对短期的经济数据仍然看淡，因此维持相对乐观的观点，配置上仍然可以维持中长期久期，但需要根据通胀水平和投资的复苏力度决定是否逐步缩小久期。继续维持较高的信用配置级别，尤其是对于长久期债而言，短久期债则可以在甄别个债信用风险的基础上适当放宽配置的信用级别。对于交易型投资者而言，由于前期资金推动的收益率下行可能暂时告一段落，在信用债市场行情不明朗、难以出现趋势性行情情况下下，仍然以谨慎为主。

均有大行稳定大量融出，7天以上资金开盘即有减点融出，而机构需求主要集中在隔夜品种，午后隔夜亦有减点融出，总体来看，资金面呈现供过于求状态。

值得一提的是，虽然隔夜回购利率仍在小幅攀升，但难掩资金面整体宽松局面。市场人士表示，隔夜资金需求旺盛主要源于当前隔夜回购利率仍相对偏低，其与7天回购的利差昨日仍高达近100BP，机构需求难免趋之若鹜。而与此同时，中长期限回购成交清淡，价格下行，显示机构对于未来的资金面抱有乐观预期，提前融入中长期资金的兴趣不高。

“收短放长”见效

今年前五个月，在降准降息等一系列货币宽松政策推出后，由于实体需求疲弱、银行惜贷等原因，流动性大量堆积在银行间市场，导致隔夜、7天等短期资金价格大幅走低，而中长期资金价格则相对高企。在此背景下，管理层对流动性进行“收短放长”调控，以引导中长期资金利率下行。

据央行网站3日中午发布的消息，7月份央行未进行SLF（常备借贷便利）操作，MLF（中期借贷便利，以3个月期限为主）余额下降1345亿元，PLS（抵押补充贷款）余额增加429亿元。有分析人士指出，当月部分MLF未进行续做的原因，一方面是流

目光重新转向了利率债。

上有顶下有底 杠杆套息为主

7月末，基于比价效应，不少机构开始提示利率债补涨行情。二级市场上，长期利率债在上周前半周确实有所表现，10年期国开债快速下行5bp左右，但好景不长，后半周即随信用债出现了调整，国债期货更出现较明显下跌。分析人士指出，从前期滞涨，到后期补涨失利，反映出利率市场行情仍受制于自身诸多不利因素的限制，这些因素可能仍将在较长一段时间内发挥影响。

目前利率债整体处境比较尴尬，整体收益率已处低位，各期限国债、国开债均低于2009年以来均值。与此同时，各期限又各有硬伤，短端利率相对偏低，在资金成本继续下行空间有限的情况下，继续走低的动力不足；中长端利率本身也不高，又直接承受经济企稳预期、供给压力的冲击。

未来一段时间，在积极财政政策发力的背景下，债券供给压力与经济企稳预期仍是难以回避的话题。一方面，公共投资催生融资需求，在推进地方债置换

光大证券：资金宽松支撑信用债需求

理性的投资者会认为微观上企业的基本面并不支撑当前的信用利差的持续收窄，但是根据过往经验，在资金面宽松的预期下，企业的外部投融资环境也会改善，即使企业内部造血不足，企业出现流动性危机的概率也较小。所以，现阶段唯一的风险是资金面收紧的风险。从最近发布的7月份PMI数据来看，我国未来经济下行的压力仍在，央行仍需维持宽松的货币政策，为实体经济的发展提供充足的流动性。因此，资金面在中短期内仍会维持宽松。维持前期中高等级加杠杆的策略判断，风险承受能力较强的资金可以适度拉长久期，同时注意规避风险事件。

可转债

中金公司：短期难有明确趋势

展望未来，一级市场方面，上周股市调整使得新券发行节奏再蒙阴影。二级市场方面，存量个券换手率仍异常高，股票博弈市的特征导致转债品种的“T+0”、无涨

的同时，近期市场上又传出发行万亿元专项金融债的消息，结合此前企业债发行政策松动，可以预料，下半年利率债或准利率债的增量供给压力依然不容忽视。申万宏源证券报告就指出，在经济下行趋势为得到扭转之前，政府直接或间接加杠杆的做法不会停止。与债券市场供给相关的国债、城投债、专项金融债、专项企业债、地方债的发行量在未来几年都易上难下。而另一方面，在政府加杠杆背景下，市场出现经济企稳的预期也在所难免。

对于8月份来说，市场人士认为，供给压力易增难减，市场对经济企稳也有期待，仍将对长债走势构成制约，而通胀预期抬头、美联储加息脚步临近，又带来了对于货币政策放松余量的怀疑。整个7月份，央行货币政策没有太大动作，高层会议更加强调定向宽松，也意味着后续货币政策将定向宽松为主。如果资金利率无法进一步下行，则短债利率继续下行的空间也不会太大。

但同时，多数机构仍认为债市利率上行风险有限。理由在于弱经济+宽资金的核心逻辑未发生实质性改变。目前经济处在“基建托底稳增长+产能渐进调整+新增增长点青黄不接”的稳态中，即便是企稳，也依旧缺乏显著上行动力，因而利率风险有限。同时，货币宽松节奏、力度和工具组合可能微调，但方向未变，定向宽松仍是宽松，决定了资金利率将保持低位运行，套息交易仍有获利空间。除此以外，市场风险偏好下降则带来额外的利好，理财收益率的下行反映出资金仍在向债市回流，对供需格局有边际上的改善，特别是短期内，资产配置的调整仍会是影响债市的重要逻辑。

总体上看，机构倾向于认为，8月份及未来一段时间，债市仍难摆脱上有顶、下有底的区间震荡格局，建议投资者仍以加杠杆、适当久期或增加波段交易为主。

跌幅特性仍备受投机资金的追捧。但如此前一再重申，投机资金情绪驱动的特征明显，转债估值作为情绪指标与价格走势同向，由此产生助涨助跌效应。从转债估值上看，由于稀缺性和上述投机力量的支撑，仍维持着牛市预期，这对中期配置价值存在制约。结合股市判断，转债市场短期仍难有明确趋势，继续乏味的可能性不小。

中信证券：逢低吸筹 转向长期配置

短期来看，随着市场下跌，转债的避险特性开始逐步显现，个券上必要的估值压缩也基本完成，但在短期市场盘整的背景下转债机会相对有限，维持逢低吸筹转向长期配置的观点。随着转债债性的体现，其避险特性也随之发挥重要作用，因此转债继续下跌的空间相对有限。同时，目前估值水平也难言过高，若市场反弹估值也可能在情绪的推动下继续扩张，并有望带来一波交易性机会。因此策略上来看，目前转债退可守进可攻，虽然市场走势尚未明朗波动较大，转债也难以走出独立行情，但并不能忽略长期配置的价值。建议投资者在控制仓位的前提下逢低吸纳个券。（张勤峰 整理）

正股分化 转债普跌

8月3日，A股市场延续调整走势，交易所转债（含可交换债）悉数收跌。相对于正股的涨跌互现、明显分化，转债表现较为趋同。市场人士指出，经过前期持续调整之后，转债市场防御性特征逐渐显现，下跌空间或已有限，但未来随着供给增多，转债分化在所难免。

昨日上证综指收盘下跌1.11%，个股走势二八分化。转债市场方面，6只存量转债对应的正股虽有3只飘红，但有2只跌幅达到9%左右，转债跌幅则均在3.5%之内。具体来看，航信转债微跌0.64%，与正股的跌0.19%较为接近，为两市表现最好转债；歌尔转债、15天集EB、14宝钢EB分别下跌1.21%、1.32%、2.98%，对应正股则分别上涨1.89%、2.41%、1.93%；格力转债、电气转债分别下跌3.21%、3.23%，明显强于正股的

人民币汇率8月平稳开局

8月3日，人民币兑美元汇率中间价、即期汇价双双窄幅波动，延续前期平稳表现。市场人士表示，预计人民币汇率中短期内仍会保持基本稳定。

据中国外汇交易中心公布，3日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1169，较上一交易日上调3基点，维持5月底以来窄幅震荡格局。当日人民币兑美元即期汇价也延续了6月中旬以来的窄幅横盘运行特征，全

国信证券16日发行20亿元短融

国信证券股份有限公司3日公告，定于8月6日在银行间债券市场招标发行2014年第八期短期融资券。

本期短融券期限90天，规模为20亿元，为固定利率品种，发行利率通过招标系统招标决定，采用单利按年计息，不计复利。时间安排上，本期短融招标日为8月6日，起息日、分销日、缴款日和债权登记日均为8月7日，上市流通日为8月10日。经

口行8月6日招标80亿元金融债

中国进出口银行3日公告，将于8月6日上午通过中国人民银行债券发行系统，对该行2015年第八期和第十一期金融债券进行最新一次增发。

进出口银行本次招标的两期金融债分别为10年和1年期固息品种，票面利率分别为2.63%、4.29%，本次发行规模均不超过40亿元，总规模不超过80亿元。时间安排上，两期债券招标日均为8月6日，分销期均

■评级追踪

新世纪：调整阳煤化工评级展望至负面

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，维持山西阳煤化工投资有限责任公司AA+主体信用等级，调整公司评级展望为负面；维持T3阳煤化工MTN1”及Y4阳煤化工MTN001”信用等级为AA+。

新世纪表示，2014年受原料及其他化工产品价格下滑影响，该公司农用化工、基础及精细化工板块收入规模和利润均出现下降，拖累经营业绩整体下滑。公司产品结构转型项目已进入尾声，在当前较为低迷的行业环境下，新建项目能否实现预期收益尚存在较大不确定性。跟踪期内，该公司资金压力持续加大，刚性负债规模进一步上升，且偏重短期，财务结构失衡。但2014年以来公司经营性现金流保持较好水平，且融资渠道畅通，资金周转压力得到一定缓解。

联合资信：调升首创集团主体评级至AAA

联合资信评估有限公司日前发布跟踪评级报告，将北京首都创业集团有限公司主体长期信用等级由AA+调整为AAA，评级展望为稳定，并将Y1首创集团MTN1”和Y1首创集MTN2”的信用等级由AA+调整为AAA。

联合资信表示，首创集团是北京市国资委下属承担市政府指导性项目投资任务主体，同时兼有市场化房地产业务。跟踪期内，公司资产规模持续扩大，营业收入稳定增长，核心业务保持在行业领先地位。公司投资的基础设

下跌9.37%和下跌8.99%。

截至昨日，除了15天集EB收报113.54元外，其他5只转债价格普遍在130元—137元之间，走势亦呈现出明显的同向性。但与此同时，由于正股资质不同，各转债的估值水平仍存在较大差异，如航信转债转股溢价率高达90.25%，而昨日进入赎回期的电气转债仅为19.81%。

分析人士指出，经过前期大幅调整后，转债的债性特征逐渐重新显现，如15天集EB的到期收益率已经回升到—1.66%，避险特性也随之发挥重要作用，因此转债整体下跌的空间相对有限。同时，考虑到进入赎回期的个券估值面临压缩，新券供给将降低存量转债稀缺性，以及A股可能进入阶段性震荡，下一阶段转债价格分化在所难免，短线宜精挑细选、波段操作，长线则以低吸配置为主。（葛春晖）

天振幅仅8个基点，收盘报6.2097，与前一交易日持平。

市场人士表示，近几个交易日美元指数持续盘整，对中间价、即期汇价的整体影响较为有限。进一步看，虽然宏观经济基本面仍未出现大幅改善，基本面因素不足以推动人民币持续走强，但考虑到中国决策层推进人民币国际化的坚定决心，未来人民币汇率料将保持基本稳定的运行格局。（王辉）

中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，发行人的主体评级为AAA级，评级展望为稳定，本期短融券的债项信用级别为A-1级。截至本期募集说明书签署日期，国信证券待偿还短期融资券余额为62亿元，短期融资券最高发行余额为82亿元。

来自Wind的统计数据显

示，截至8月3日，2015年以来证券

公司合计发行短期融资券126只，总规模2109.6亿元。（王辉）

为8月6日至8月10日，缴款日均为8月10日，上市日均为8月12日。两期债券均无基本承销额度，均采用单一价格荷兰式中标方式。1年期品种发行手续费为0.05%，10年期品种为0.15%。

据Wind统计，截至8月3日，2015年以来政策性银行（国开行、农发行、口行）累计已发行金融债301期，合计发行总规模17085亿元。（王辉）

施项目经营业绩稳定，水务市场而已逐步完善并进入固废处理领域延伸了环保产业链，城市交通业务运营良好，各产业的资源整合和转型升级，有助于优化产业结构。公司持有多家上市公司股权，资本市场直接融资能力较强，有利于公司优化资本结构。公司经营现金流入量对Y1首创集MTN11”和Y1首创集MTN3”的保障能力很强。

中诚信国际：调升江苏银行主体评级至AAA

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，将江苏银行股份有限公司信用等级由AA+上调至AAA，评级展望由正面调整为稳定，将该行2008年、2009年、2011年次级债券和2014年二级资本债券的信用等级由AA上调至AA+，将该行2014年金融债券信用等级由AA+上调至AAA。

中诚信国际表示，该评级结果肯定了江苏银行所处的良好区域

经济环境，在江苏省金融体系中的重要地位、明确的市场定位和灵活快速的决策机制以及财务状况的持续改善。同时反映了江苏银行面临的诸多挑战，包括宏观经济增长放缓可能对区域经济和银行运营造成的不利影响，激烈的市场竞争、产品竞争优势不明显以及业务范围和业务规模的扩大对管理能力提出挑战等。另外，目前江苏省各级政府通过国有企业持有的该行股权达到60%左右，中诚信国际认为江苏省政府具有很强的意愿和能力在有需要时对江苏银行给予支持，并将此因素纳入此次跟踪评级考虑。（葛春晖 整理）