

资金面保持宽松 回购利率续降

尽管存款类金融机构面临例行存款准备金调整，但8月5日银行间市场资金面整体依旧保持宽裕态势,资金价格水平继8月4日之后继续稳中有降。

来自Wind的统计数据显示,5日银行间质押式回购市场上，隔夜、7天、14天和1个月回购加权平均利率（存款类机构行情），分别收报1.49%、2.39%、2.59%和2.61%。与4日相比，除隔夜品种微涨1BP之外，其余期限回购利率分别走低2BP、4BP和7BP。

300亿元10年期续发国债平稳招标

财政部8月5日对2015年记账式附息（十六期）国债进行了第一次续发行招标。招标结果显示，本期10年期固息国债认购倍数及中标收益率整体较为中性,符合市场预期。

具体情况显示,本次续发国债招标金额为300亿元,中标收益率为3.4460%，定价接近此前3.44%的市场预测均值;全场投标倍数为2.17倍，表现中规中矩。中债国债到期收益率曲线显示，目前10年期固息国债收益率在3.47%左右。

市场人士称，本次10年期国债虽然期限较长,但市场认购也基本平稳,反映出在近期理财资金持续回流债市场的背景下，

农发行新债招标结果向好

8月5日,农业发展银行对该行2015年第16期、18期、15期金融债进行了最新一次增发。招标结果显示，三期固息农发债认购倍数均在3倍以上,中标收益率也低于市场预期,延续了近期一级市场利率新债发行向好的态势。

农发行上述三期债券分别为1年、3年和5年期固息品种,本次增发规模分别为90亿元、60亿元和50亿元。来自中债网和交易员的消息显示,1年、3年、5年期新债中标收益率分别为2.6440%、3.3409%、3.5624%，投标倍数分别为3.3倍、3.98倍、3.71倍。银行间债市

防御性渐显 转债跌势小于正股

5日,A股市场延续弱势震荡走势,拖累交易所转债(含可交换债)多数下跌,但转债整体走势强于正股。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,在短期市场呈现盘整格局的背景下,转债下跌空间或将受限,但走出独立行情的可能性亦较小,后市仍以长线配置、波段操作为宜。

昨日上证综指收盘下跌1.65%,两市个股跌多涨少,6只存量转债对应的正股全线下跌。转债市场中,6只转债1涨5跌,其中,电气转债微涨0.06%,为两市唯一飘红转债,正股上海电气下跌2.20%;跌幅前两位的航信转债、14宝钢EB分别下跌2.68%、1.60%;对应正股则分别下跌4.33%、3.37%;其他3只转债跌幅均在1%以内，表现亦都强于正股。

估值方面,航信转债最新转股溢价率高达94.4%，电气转债为17%,二者仍为当前估值最高和最低的两只个券。而从债性来看,经过前期大幅调整后,转债市场的整体到期收益率水平已经有了明显回升，如昨日15天集EB的到期收益率为-1.95%，其他几只则在-4%到-10.49%之间，而在6月初，全部转债的到期收益率水平都低于-10%。

分析人士指出，从近日转债市场强于正股的表现看，转债的债性特征逐渐显现并发挥作用，但考虑到权益市场短期或以震荡格局为主，转债市场的机会亦相对有限，建议关注大盘蓝筹及国企改革相关标的的长线配置机会，同时注意仓位、波段操作。（葛春晖）

大公:调降石开公司主体评级至A+

大公国际资信评估有限公司5日发布跟踪评级报告,对新疆石河子开发区经济建设总公司(以下简称“石开公司”)发行的2012年企业债券信用等级维持AA-，将石开公司主体信用等级由AA-调整为A+，评级展望维持负面。

大公表示,石开公司是石河子经济技术开发区、北工业园区和化工新材料产业园区（以上三区统一简称“石河子开发区”）内唯一的基础设施投融资建设主体,主要从事开发区基础

近期部分企业主体评级变动

企业名称	最新评级日	最新评级	评级展望	评级调整	前次评级	评级机构
新疆石河子开发区经济建设总公司	2015-8-5	A+	负面	调低	AA-	大公
上海农村商业银行股份有限公司	2015-7-31	AAA	稳定	调高	AA+	联合资信
泉州银行股份有限公司	2015-7-31	AAA	稳定	调高	AA-	新世纪
太仓市资产经营投资有限公司	2015-7-31	AA+	稳定	调高	AA-	中诚信国际
深圳市东阳光实业发展有限公司	2015-7-30	AA	稳定	调高	AA-	中诚信国际
泉州市国有资产投资经营公司	2015-7-30	AA+	稳定	调高	AA	中诚信国际
安徽建工集团有限公司	2015-7-30	AA	稳定	调高	AA-	联合资信
山东招金集团有限公司	2015-7-30	AAA	稳定	调高	AA+	联合资信
张家口农村商业银行股份有限公司	2015-7-30	AA-	稳定	调高	AA-	中诚信国际
芜湖扬子农村商业银行股份有限公司	2015-7-30	AA-	稳定	调高	A+	中诚信国际
融捷投资控股集团有限公司	2015-7-30	AA	稳定	调高	AA-	新世纪
浙江省兴合集团有限责任公司	2015-7-30	AA+	稳定	调高	AA-	联合资信
北京首都创业集团有限公司	2015-7-30	AAA	稳定	调高	AA+	联合资信
桂林银行股份有限公司	2015-7-30	AA	稳定	调高	AA-	中诚信国际
扬州经济技术开发区开发总公司	2015-7-30	AA	稳定	调高	AA-	联合资信
广州市水务投资集团有限公司	2015-7-30	AAA	稳定	调高	AA+	联合资信

信用债重归套息模式

□本报记者 张勤峰

经历7月攻势后，目前信用市场仍维持偏暖格局,但在绝对收益与信用利差双双降至较低位置后,理财负债成本与风险溢价补偿不足逐渐成为信用债行情继续深入的约束。市场人士指出，当前偏低的信用利差难以继续压缩,若基础债券收益率无法突破下行,则信用债交易行情已近尾声；但与此同时，考虑到信用债相对供需优势,以及低资金成本维系的套息交易热情,信用利差大幅扩张的风险仍旧有限,套利交易是首选操作思路。

低利差难再压缩

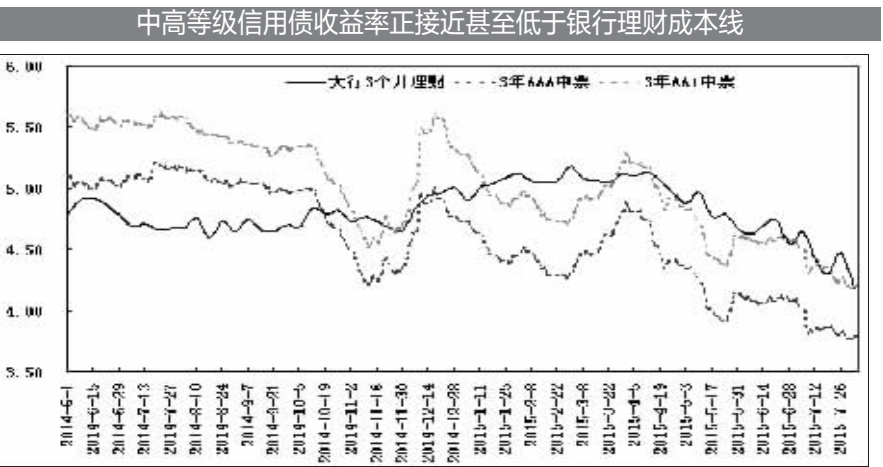
8月5日,信用债市场维持偏暖格局。银行间短券交投活跃，短融成交利率小幅走低，中票、企业债涨跌互现;交易所市场上,宽裕资金面维系交易热情,加上股市剧烈震荡，避险资金持续流入助力公司债、交易所企业债收益率继续走低,部分低等级高收益债券利率下行尤其明显，显示机构对信用资质的底线要求在进一步降低。

6月末7月初以来，债券市场收益率重拾跌势,信用债担当上涨主力,从短券到中长债,从城投到产业,从中等等级到低评级,各期限、各品种、各等级均出现较明显上涨。如今信用债基本已轮涨一遍,绝对收益与信用利差双双大幅下行，尤其是近期低等级甚至“问题券”也出现猛烈上涨,与信用风险渐次暴露、负面评级行动高发的信用基本面背道而驰。越来越多的机构认为，信用债市场的无

■观点链接

华创证券：
理财收益倒挂 警惕信用债中期风险

IPO暂停后，打新基金开始降规模、改策略，缺少了高收益资产后银行理财收益骤降,理财规模增速或放缓。改策略过程中,短端国债遭遇抛售,中高等级信用债价值凸显，短融始终受到欢迎,3年期中票成为新宠。目前打新基金转型是尾声，绝大部分的打新基金已经完成转型,前期投入的银行理财也已经赎回,并大量配置了信用债，行情在上周表现得非常充分,这周从投资者行为来看,信用债的配置步伐已经明显放缓，利率债也缺乏继续下行的动力。短期内我们认为情绪上仍支持信用债利率的下行，但如果考虑到打新基金回撤银行理财的节奏，以及信用债利率已经明显低于银行理财利率等中期内的约束，我们反而需



下行行情是难以持续的。

回顾信用债7月攻势,股市剧烈调整引发大类资产重配是主导逻辑。年中时点,A股市场出现剧烈动荡,在风险偏好系统性下降过程中，前期弃债从股的资金纷纷选择回归债市怀抱。很典型的现象是,资金大量撤出股市,流向银行理财或偏债基金,推动理财负债端成本下滑,而严控场外配资、两融业务缩水、IPO暂停导致资产端高收益产品缺失，理财等机构面临很大欠配压力，信用债因而成为主要替代品,吸收了大量回流资金。

但值得注意的是,在这轮行情中,基础债券收益率未见明显下行，信用债收益率下行主要靠挤压信用利差。

市场人士指出，目前除部分低等级品种之外，信用利差几乎全线缩窄至历史四分之一分位数以内。若基础债券收益率无法突破下行，信用债行情继续深入意味着信用利差需要继续压缩，这显

要提醒的是中期内信用债的风险。

第一创业证券：
8月份或是低利差+低波动格局

8月，一方面,股市动荡导致市场风险偏好下降；另一方面,IPO暂停以及央行持续投放流动性的支撑下，资金利率将继续延续低利率和低波动率的特征。具体策略上，依然建议中高等级债券套息交易为主。当前中高评级债券套息交易的价值依然存在，毕竟当前信用债与R007的利差还处于相对高位。信用利差在资金利率处于低位、市场风险偏好下降两方面因素的支撑下，会维持在目前的低位水平，但进一步缩窄的空间也不大。对于低评级债券,一方面综合水泥、期铜及夏季火电耗煤量来看，需求出现拐点还为时尚早，经营改善的可能性不高,另一方面,从1-6月的工业企业利润

增速来看,总体还是没有明显改观,难以看到明显的行业利差缩窄机会。

国泰君安证券：
无需过度担忧城投债区域分化

经济和财政下滑导致今年以来城投债评级下调增多并呈现区域特征。城投债发行人评级下调原因，可以归结为地方财政和偿债指标弱化，以及发行人自身受政府支持力度和经营财务指标恶化两个方面。地方财政和偿债能力方面,评级下调的城投债主要集中在经济下滑幅度最大的东北地区,以及传统煤炭产区。我们认为，财政收入下滑对于城投债系统性风险以及市场表现的影响主要是情绪层面的,而实质层面,基于政府债务置换带来的外部现金流改善，城投债的再融资风险下降，信用基本面仍然处于历史最好时期,内部现金流(财政收入)下

行情绪。长端收益率的下行只是时间问题。首先，经济的下行压力难以缓解。即便现在有1万亿的专项金融债，但是在经济下行中优质的投资项目数量有限,而且在经济下行期,信用扩张的主体可能还是政府部门,商业银行在低风险偏好下也更愿意将资金贷给政府部门。因此,政策性银行的投放信用行为可能会替代一部分原本商业银行的信用投放，最终对经济的效果是有限的。另外，即便基建投资增速有所上行,也难以冲抵房地产投资放缓、制造业投资下滑的影响。

其次，当前市场缺乏加杠杆的主体，

CPI温和回升对债市不形成实质性利空

□合众资产固定收益投资部 廖夏美

近期猪肉价格走势迅猛主要源于供需不匹配,预计10月份以前猪肉价格环比增速仍将较快,10月份以后将有所放缓。结合粮食、鲜菜、鲜果价格环比为负,大宗商品延续低位盘整，非食品项仍较弱，以及季节性等因素来看，预计CPI增幅在2015年年底将达到本轮上行的高点2.5%左右,整体维持温和上涨态势。CPI温和回升对货币政策宽松制约有限,对债券市场不形成实质性利空。

最近猪肉价格涨势迅猛,生猪价格从三月中旬每公斤12.10元上升至目前的每公斤17.40元。此次猪肉价格上行是供需两方面共同作用的结果。供给方面,生猪产能过度。历史数据显示,2009年至2013年的四年中，生猪存栏一直在4.3-4.8亿头这个区间波动，但是2014年

以来,生猪存栏和能繁母猪大幅下降至当

前的3.8亿头。需求方面,消费回暖带动对肉制品的需求。餐饮收入和限额以上餐饮收入自2014年四季度开始增速明显回升，餐饮收入增速重回两位数,限额以上目前在7%附近。

此外,长短周期的叠加,共同导致最近两月生猪价格指数上行尤为迅速,直追2010-2011年的猪周期高点。从历史数据看，一轮完整的猪周期大约需要四年左右的时间。本轮长周期的价格低点出现于2014年4月,假设上升周期为2年,那么猪肉价格的高点大概率出现于2016年的年初。从生猪价格走势看,除长周期外,还有11个月为跨度的短周期波动。最近四年短周期猪肉价格低点分别为2012年6月,2013年4月底,2014年4月,2015年3月。可见,此轮短周期的顶点大概率在今年9、10月份。

供需不匹配，长短上行周期的叠加,将推动猪肉价格进一步上行。至少在短周

期高点出现之前,边际增速大概率将维持目前势头。从时间上判断,10月份以后,长周期上行,短周期回落,使得猪肉价格增速有所放缓,但上行势头依然不改,将持续至2016年一季度。

猪肉价格大幅上涨必定带动食品价格以及CPI上行,但若粮食、鲜菜、鲜果类价格仍较为疲弱,那么对CPI的带动或有限。从年初以来的数据看，食品项中肉禽、水产、鲜菜环比上升或者环比跌幅收窄，油脂维持震荡，粮食和鲜果环比下行。粮食、鲜菜、鲜果三项占比食品项较高,且影响较广,所以后期更需关注粮食价格走势。

目前大宗商品价格走势主要受制于两方面，一是需求端,二是美元指数。一方面，全球需求整体维持温和复苏态势;另一方面,由于美国强劲复苏和加息预期的存在,美元指数将持续上行。因此,以美元定价的大宗商品价格大概率仍将维持震

荡下行格局。

在中性条件假设下，考虑粮食、鲜菜、鲜果价格环比温和回升,大宗商品价格维持低位盘整，结合天气转冷和春节等季节性因素，预测7-12月CPI同比分别为：1.58%、1.84%、1.89%、2.04%、2.34%、2.33%。由于春节因素的存在,本轮CPI高点大概率将出现于2016年春节期间,个别月份或突破2.5%。但是随着猪肉价格的见顶，春节后CPI将出现向下的拐点。

就目前而言，若CPI能够在1.5%-2.5%区间内震荡，那么央行改变目前货币政策取向的可能性不大。只有当CPI持续低于1.5%或者持续高于2.5%时,货币政策才会发生实质性转向。鉴于CPI同比增速年内可能突破2%，但较难突破2.5%，因此物价因素对当前相对宽松的货币政策制约有限。从债券市场角度看,CPI温和回升也不形成实质性利空。

幅走阔的风险有限。

一方面,信用债供给压力较小。相比利率债而言，今年以来信用债面临的增量供给压力较为温和，这也是前期支撑信用利差持续保持低位的因素之一。

市场人士指出，由于实体经济融资需求不足，而城投类债券前期受到政策管控，今年信用债增量供给压力一直比较温和，即便企业债发行政策微调放松后,潜在供给可能上升,但相对利率债而言依旧偏温和。今年,政府类债券新发规模有所上涨，存量地方债置换更是带来巨额供给，近期又传出发行专项金融债的消息，使得长期利率债增量供给压力居高不下。

另一方面，信用债收益优势吸引了更多增量需求。随着居民财富觉醒,金融机构负债成本持续上升，在盈利目标倒逼下,金融机构风险偏好被动抬升,轻利率重信用成为普遍现象。行业人士指出，当前债市增量投资需求更多源自理财、基金等广义资管机构，银行自营配置比重不断下降，这也决定了信用债对利率债的“挤出”可能是长期现象。

综合供需优势来看，只要信用市场不出现超额供给或者资金不大量回流股市,则信用利差仍将保持低位运行。

对于信用债来说，当利差收敛接近尾声后,市场可能重归套息模式。毕竟流动性保持持续宽裕几无悬念，低资金成本为信用债加杠杆套息交易提供了天然土壤。海通证券报告指出,当前信用债收益率处于历史低位,但套息利差仍处中位数水平,加杠杆仍有空间,套息仍为最确定的策略。

招商证券：
信用利差走低 操作注意流动性

由于IPO重启仍具有不确定性,资金堰塞湖只有债市一个大规模宣泄口,因此短期信用利差仍不具备大幅走阔的基础。资金推动的结构性行情可能会延续一段时间。但是,对于离开基本面支撑,单纯依靠资金推动的行情，需要适度防范可能的变化。建议精选具有业绩和现金流动安全垫的发行主体加杠杆操作。在新券挑选上,向流动性好的中短久期、中高等级券种倾斜。

衰退式的宽松仍然将继续演绎。在长端可投资标的的偏少之下,市场对于短期资金的需求量减少，资金也将继续维持低利率、低波动。

第三,流动性从股市向债市的转移仍然没有结束。在信用债短端收益率不断下行,泡沫化程度逐步加大之时,利率债的性价比在逐步抬升,收益率下行也必将会传导至利率债。

从期限来看，一方面，经济的下行会加大长端利率债的交易性机会,另一方面,当前期限利差对长端仍然有一定的保护,机构做大收益率也需要拉长久期。因此,我们继续看好长期限的利率品种。

从期限来看，一方面，经济的下行会加大长端利率债的交易性机会,另一方面,当前期限利差对长端仍然有一定的保护,机构做大收益率也需要拉长久期。因此,我们继续看好长期限的利率品种。

就目前而言，若CPI能够在1.5%-2.5%区间内震荡，那么央行改变目前货币政策取向的可能性不大。只有当CPI持续低于1.5%或者持续高于2.5%时,货币政策才会发生实质性转向。鉴于CPI同比增速年内可能突破2%，但较难突破2.5%，因此物价因素对当前相对宽松的货币政策制约有限。从债券市场角度看,CPI温和回升也不形成实质性利空。