

# 配置需求强劲 机会大于风险

□本报记者 张勤峰

面对财政稳增长、通胀预期抬头等基本面不利因素,8月以来债市表现仍较为强势,利率债重拾上行,信用债持续火热,一级强于二级,体现了需求端配置力量的有力支撑。分析人士指出,尽管债券整体利率水平已不高,且存在高额供给等约束,但强劲配置需求提供安全垫,利率上行的风险有限,向下则有一定的想象空间,债券机会仍大于风险,套息收益明确。

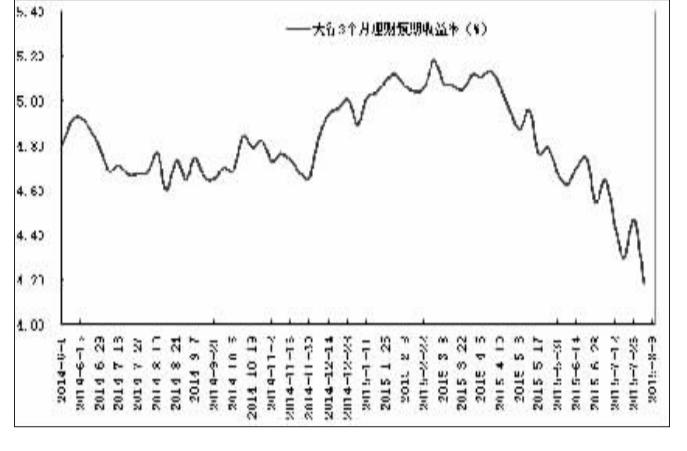
## 债市延续强势表现

近期,债券市场表现可圈可点,甚至于要强于市场预期。经历7月份一波上涨后,交易户的盈利兑现冲动能上接二连三的财政稳增长政策、蠢欲动的通胀预期、温和反弹的股市行情并未导致利率水平出现持续回升,利率债仅在小幅调整后就吸引了大量买盘,重新压低利率水平,而信用债交投持续活跃,中低评级债券轮番上演补涨。

从债市收益率曲线上看,10年期国债收益率在7月末8月初短暂反弹5bp左右后,近几日重新转为下行,上周回落约2bp;中短期限品种依旧是资金关注重点,5年和7年期上周下行约4bp,1年期下行达13bp。政策性金融债继续充当利率市场的领军品种,上周10年期国开债利率下行幅度全面领先国债,10年期下行约8bp。

与此同时,信用市场交投活跃,尽管7月火爆行情已显著压低绝对收益与信用利差,收益率整体下行放缓,但中低评级券种上演补涨,市场人气高涨。

## 近期银行理财预期收益率明显走低



据统计,上周5年期交易所公司债AA+级收益率持稳在3.43%,AA-级则下滑18bp。

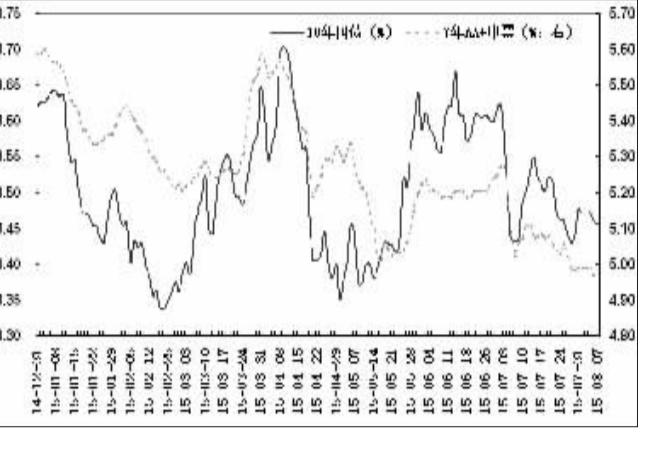
另值得一提的是,近期一级市场市况红火,纵然在上月末现券出现一定反复之时,一级行情也保持了相当的高度,一级利率低于二级成为常态,而信用债供给似乎已不够机构“解馋”,利率债认购倍数也出现明显的上升。总体上,一级行情要比二级更为强势。

一级强于二级的现象,凸显出债券配置力量的旺盛,背后反映的仍是银行理财、基金等机构在资产欠配压力下回流债市的现象。而市场人士认为,今后一段时间,资产重配仍将是影响债市的一条重要逻辑。

## 配置需求提供安全垫

市场一致认为,7月以来债市行情回暖缘于资金风险偏好系统性下降背景下

## 银行间10年期国债与7年期AA+中票收益率走势



的资产再配置行为。近期债券基金和货币基金申购明显,银行理财收益率出现近两年来少见的松动下行,正是资金大量向低风险固收类产品“搬家”的真实写照。

市场人士指出,短期内风险偏好高的系统性下降势头难以逆转。尽管对股市行情不宜过度悲观,但牛市预期降温也是不争的事实,在行情趋势尚不明朗、波动性较大的阶段,离场观望是理性选择。这些撤出股市的资金,存在再配置的现实需求,在货币市场收益很低、非标投资受限情况下,债券是主要的投资选择。特别是银行理财,存量资产的调整及增量资金造就了大量的配置需求,而在资产端已无两融收益权、打新和配置的支撑,短期面临很大的欠配压力,为债券市场提供强劲的配置需求支撑。

兴业证券报告进一步指出,在流动

性泛滥,金融机构缺资产的情况下,配置需求十分旺盛,这意味着利率上升的幅度非常有限,而且伴随着资产端收益率的下降,银行的资金成本,包括理财产品收益率也会持续回落,进一步提高其对利率债的配置需求,这提高了利率债的安全边际。

当然,债市尤其是利率债也有自身问题,一方面整体利率水平已不高,基本低于历史均值,部分信用债甚至降到了历史低位;另一方面,债券供给压力较高,地方债和专项建设债带来了大量的增量供给。不过,在经济运行偏弱、资金成本较低的情况下,利率上行的风险有限,向下则有一定的想象空间,特别是套息交易的盈利仍旧有保障。总体上看,债券风险收益比较好,机会大于风险。市场机构指出,从期限上看,当前短债绝对利率已低,长端难下,中等久期债权进可攻退可守。

## 回购利率窄幅波动

10日,银行间货币市场流动性保持整体充裕局面,各期限资金价格呈现窄幅波动走势。市场人士表示,机构对未来流动性预期乐观,近期回购利率料延续低位横盘运行。

WIND数据显示,10日银行间质押式回购市场(存款类机构行情)上,隔夜回购加权平均利率收报1.55%,较上一交易日上涨不到2BP,指标7天回购加权平均利率微降1BP至2.41%。市场人士表示,当日资金面依旧稳中偏松态势,资金供需较上周变化不大,大行供给持续稳定,机构需求仍主要集中在隔夜品种,因而隔夜利率延续7月初以来的缓慢爬升态势。

自7月初以来,银行间隔夜回购利率已连续上涨27个交易日,但这并未改变资金面整体偏松的事实以及市场对未来流动性的乐观预期。从指标利率走势看,在隔夜回购利率爬升的同时,7天回购利率始终稳定在2.50%附近,虽不及5月份的最低点,但仍处于年内低位水平。与此同时,2.50%正是近阶段央行7天期逆回购的操作利率。市场人士认为,这意味着货币市场利率中枢处于政策合意区间。

分析人士指出,由于短期内没有缴税、新股申购等因素影响,8月份资金面负面冲击较少,整体资金面稳中偏松态势料将持续。预计市场7天回购利率仍主要集中在隔夜品种,因而隔夜利率延续7月初以来的缓慢爬升态势。

自7月初以来,银行间隔夜回购利率已连续上涨27个交易日,但这并未改变资金面整体偏松的事实以及市场对未来流动性的乐观预期。从指标利率走势看,在隔夜回购利率爬升的同时,7天回购利率始终稳定在2.50%附近,虽不及5月份的最低点,但仍处于年内低位水平。与此同时,2.50%正是近阶段央行7天期逆回购的操作利率。市场人士认为,这意味着货币市场利率中枢处于政策合意区间。

分析人士指出,由于短期内没有缴税、新股申购等因素影响,8月份资金面负面冲击较少,整体资金面稳中偏松态势料将持续。预计市场7天回购利率仍主要集中在隔夜品种,因而隔夜利率延续7月初以来的缓慢爬升态势。

## 信用债定价继续普降

随着债券年中行情持续推进,一级市场发行利率不断走低。10日,中国银行间市场交易商协会发布的非金融企业债务融资工具定价显示,最新各期限信用债定价继续全线走低,短端1年期品种领跌。

与5日披露的数据相比,本期各期限各等级信用债定价纷纷下行1-5bp,降幅有所扩大。分期限看,短期的1年期和中等期限的3年、5年品种降幅较为明显,1年期各等级普遍达到4-5bp,3年期普遍下行3bp,而5年、7年期平均下行约3bp、2bp。10年及更长期限品种降幅稍逊,多为1-2bp。分等级看,中高等级品种估值下行继续领先, (张勤峰)

## 转债涨幅逊于正股

借力A股市场反弹,10日转债市场延续上涨势头,个券全面收高,但涨幅仍逊于正股。不低的估值和谨慎的情绪仍限制转债表现,机构认为短期内转债保持中性仓位、波段操作为宜。

10日A股市场携量上攻,上证综指全天涨184点,涨幅近5%,行业及概念板块全面开花,个券普涨。转债(含可交换债)正股方面,除天士力外,其余涨幅均在5%以上,上海电气封涨停板。得益于此,昨日可转债全面飘红,但涨幅均不及正股。

具体看,电气转债正股涨停,转债全天涨6.99%,虽为领涨品种,但跑输正股;格力转债涨幅6.78%,正股上涨8.99%;活跃

品种航信转债涨4.65%,也不及正股的5.57%。

市场人士认为,转债跑输正股,一则透露出投资者对正股上涨前景仍存谨慎情绪,二则受制于估值因素。当前转债估值较前期有所下降,但大部分仍不低。股市行情波动较大,短期趋势不明,资金欠缺持续做多信心,往往在短线上涨后存在很强止盈冲动,因此对后市不宜过度乐观。在此背景下,大部分转债估值仍透支正股上涨前景,因此在上涨时难跑赢正股,下跌时则可能因估值和价平双重压力而跌幅更甚。

部分券商机构认为,目前转债市场应坚持波段操作思路,逢高兑现收益,待估值回归至安全边际以内再择机进攻。(张勤峰)

## 青岛14日招标15亿元地方债

青岛市财政厅10日公告,定于8月14日招标发行两批合计金额为15亿元的地方债,其中包括青岛市第二批地方政府一般债券(分为四期,总额8亿元),以及青岛市第一批地方政府专项债券(分为三期,总额7亿元)。

另据陕西省财政厅公告,陕西省8月10日以定向承销方式发行了两批置换债券,其中包括110.11亿元的一般债券和92.25亿元的专项债券。陕西省此次一般债券和专项债券均为3年、5年、7年和10四个期限,而3年、5年、7年和10年期品种的中标利率分别落在3.32%、3.66%、3.97%和3.98%,延袭了此前定向发行地方债中标利率较同期限国债收益率上浮约50BP左右的“惯例”。

值得一提的是,上周五的地方债发行中,辽宁省公开招标发行的一期10年期专项债券未能

招满,成为我国地方债2011年公开招标发行以来的首次部分流标事件。同时,当日公开招标的两批辽宁债较同期限国债全部出现明显上浮,与此前地方债公开招标普遍向国债水平看齐大相径庭。对此,分析人士认为,辽宁债出现部分流标,说明随着地方债发行规模扩张,机构对于地方政府经济基本面的辨识意识趋于增强,未来地方债发行利率的差异化特征有望逐渐显现。

不过,亦有市场人士指出,上周五辽宁债的部分流标仍属于个别情况,可能与发行中间环节沟通不畅有关,而在以稳增长、防风险为目标的相关国家政策支持下,地方债发行的非市场化特性在短期尚难以完全转变。

据WIND统计,自5月18日2015年地方债发行正式启动以来,截至8月10日,已发行的地方债总量达到376期、15813.98亿元。(葛春晖)

## 口行13日增发两期固息金融债

中国进出口银行10日公告,定于8月13日以上通过中国人民币债券发行系统,增发该行2015年第八期和第十二期金融债券。两期新债计划发行总额合计不超过80亿元。

进出口银行本次招标的今年第十二期和第八期金融债分别为3年和10年期固息品种,票面利率分别为3.53%和4.29%,本计息期起息日分别为2015年6月8日和4月7日,本次发行规模均不超过40亿元。时间安排

上,两期债券招标日均为8月13日,分销期均为8月13日至8月17日,缴款日均为8月17日,上市日均为8月19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。3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10日,2015年以来政策性银行(国开行、农发行、进出口银行)累计已发行金融债311期,合计发行总规模1.77万亿元。(葛春晖)

# 牛市基础牢固 利率存下行空间

□中国银河证券 林娜

政策出台导火索是美国次贷危机爆发,国际主要央行纷纷降息。可见,两次国内宽松政策出台的背景并不完全相同。2008年年中人民币首次降息之前,市场几无降息的预期,并且当时CPI较高,首次降息比较突然,债券利率由此出现大幅度甚至是非理性的下降。本轮降息完全缘于国内经济下行,降息之前市场预期充分,债券利率下行比较平缓。

正是由于在宽松货币政策初期,债

券利率下行的方式不一样,导致了后宽松政策时代债券市场行情的迥然不同。2008年下半年债券利率下行是一蹴而就的,下行过快过猛,于是导致了在2009年第二、三季度,2010年下半年和2011年上半年债券利率的报复性反弹。本轮债券利率的下行则是边调整边下行,也就是说,本轮债券利率下行更为谨慎,每一次下行之后,都会有很小幅度的上调。这种走势不至于在利率下行过程中积累过多的风险,所以后市利率出现报复性反

弹上行的可能性更小。

近期在股市资金回流的情况下,债券收益率尤其是基础债券收益率下行仍比较温和,并时常伴随着震荡整理。因此,无论从基本面分析,还是从利率走势的技术分析来看,本轮债券牛市稳健,筑底牢固,债市行情逆转为之时早。在经济下行、宽松政策发力、股市资金回流的这些利好依然存在的情况下,继续看好8月债券市场行情,债券利率有望进一步下行。

## 利率风险有限 短期侧重套息

年考”行情,且资金宽松局面在整个二季度均得以持续。虽然在经济面触底的压力下,“宽财政”政策加码,地方债务置换和专项建设债券发行均是冲击流动性的不利因素,但央行基本上以“定向宽松”的方式予以消化,且“股牛”行情突然中止,使得资金加速回流银行间市场,及时补充了流动性。年初以来,1天和7天回购利率中位数分别约为1.98%和2.89%,而6月以来,1天和7天回购利率均值分别为1.33%和2.5%。考虑配合积极财政政策的效果实现,虽然市场有一定的通胀预期压力,但央行也有动力保持资金面稳定,流动性短期

无忧。

市场方面,虽然资金成本低位徘徊,但经济通胀企稳预期存在,投资者更偏好配置短久期品种。信用债套息价值优势明显,较利率品种而言,投资者更倾向持有信用债券,而在中长期利率走势未明朗之前,短久期品种尤为受到追捧。

展望后市,“稳定经济增速”仍是政府工作重心,“宽财政”和“货币定向宽松”是政策主调,地方债、城投债、中长期政策贷款等融资方式可能放量,通过这些渠道,有效引导资金进入实体经济,同时降低实体融资成本。

债券供给放量、通胀企稳、基本面触底反弹等因素不利于利率中枢继续下行,但央行维稳资金面以支持财政政策效果的必要性也显而易见,整体收益率水平在宽松资金面的支持下,预计也不会出现大幅反弹。当前投资者风险偏好趋降,资金配置转向债市,长期判断利率中枢仍有下降空间,短期来看,由于股市趋势、经济通胀等因素未确定,债市仍有波动,但利率中枢下行空间有限,利率债套息价值优势明显,较利率品种而言,投资者更倾向持有信用债券,而在中长期利率走势未明朗之前,短久期品种尤为受到追捧。

从募投项目出发,挑选符合政策方向的城投债,如募投项目是棚户区改造的城投债;二、挑选平台已经完成基本整合的主体,具有较强的经营性资产的城投平台;三、具有资产完整性和资源整合能力的园区债。

国泰君安证券:信用利差或创新低

目前单纯信用基本面恶化不太可能大幅推高整体信用利差。展望后市,资金回流配置压力大,未来高票息资产供应稀缺,仍将支撑信用利差维持低位。若财富效应弱化推动理财收益率大幅下行,或配置型机构对未来收益率和资金成本预期改变开始大幅配置债券,不排除利差继续创新低。预计中高评级信用利差维持低位,但最低评级品种受基本面恶化影响,不确定性增大,中高等级信用票息和杠杆价值更为确定。

国泰君安证券:信用利差或创新低

目前单纯信用基本面恶化不太可能大幅推高整体信用利差。展望后市,资金回流配置压力大,未来高票息资产供应稀缺,仍将支撑信用利差维持低位。若财富效应弱化推动理财收益率大幅下行,或配置型机构对未来收益率和资金成本预期改变开始大幅配置债券,不排除利差继续创新低。预计中高评级信用利差维持低位,但最低评级品种受基本面恶化影响,不确定性增大,中高等级信用票息和杠杆价值更为确定。

中信证券:安全边际明显下行

7月进出口同比跌幅均超预期,显示“内外交困”的局面仍在延续;通胀方面,CPI同比增速连续3个月回升,7月CPI受猪肉价格大幅上涨的影响显著,CPI同比跌幅继续走阔显示工业通缩持

续。政策方面,短期内货币政策宽松力度边际加大的可能性较低,疏导利率传导渠道是关键,托底经济仍将依赖财政政策发力。考虑到货币政策进入观望期,资金利率将延续窄幅震荡,利率产品难有趋势性机会。近期股市调整以及新股申购暂停,大量资金快速涌入债券市场带动收益率大幅下行,利率产品安全边际明显下行,建议交易型机构控制仓位和久期;对于配置型机构而言,7年左右非国开金融债的配置价值相对较好。

信用产品

招商证券:三角度挑选城投债

在城投转型和经济下行压力较大的背景下,城投债的投资策略需要从两方面考虑:一是债项跟着主体走,主体的信用资质决定了债项的信用资质,要从平台变化的角度去看发债主体;二是城投公司始终是特征属性的国有企业,这种特殊属性就在于城投平台和地方综合经济能力密切挂钩,因此需要非常关注地方的经济发展和财政收入变化情况。建议从三个角度去挑选城投债以规避评级调整的不确定性可能带来的估值波动:

可转债

国信证券:享受反弹 波段操作

坚持中期策略提出的“锚定预期,波段操作”的策略,即首先锚定正股的预期顶和预期底,在正股震荡至预期底且转债估值合理的时候买入转债,或者在转

中金公司:适量持有 控制仓位

转债市场短期并不悲观,仍建议适量持有、投机性参与,但操作难度较大、空间较小,需控制仓位。鉴于人心不稳且尚未看到突破性力量的出现,若临近4000点,不建议追涨甚至反手减持。个券方面,更倾向于持有电气(国企改革+核电+一带一路等核心题材)、刚刚进入转股期)、宝钢EB(无赎回压力、正股弹性好)和歌尔(苹果概念、股价仍低于持股票面利率分别分别为3.53%和4.29%,本计息期起息日分别为2015年6月8日和4月7日,本次发行规模均不超过40亿元。时间安排

上,两期债券

债券招标日均为8月13日,分销期均为8月13日至8月17日,缴款日均为8月17日,上市日均为8月19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。3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10日,2015年以来政策性银行(国开行、农发行、进出口银行)累计已发行金融债311期,合计发行总规模1.77万亿元。(葛春晖)