

# 净投放释信号 资金紧非常态

□本报记者 张勤峰

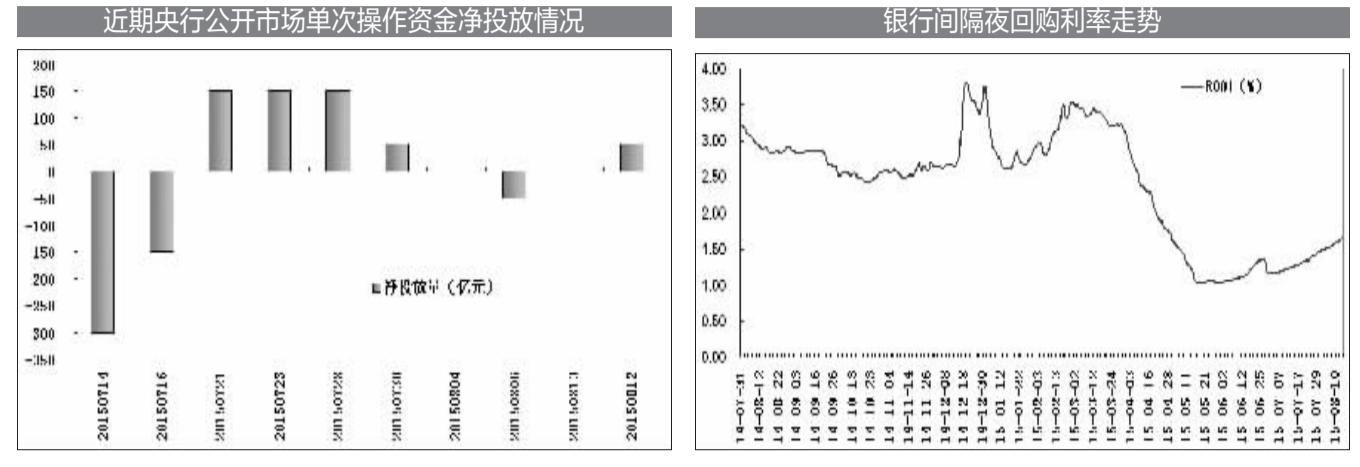
面对短期资金需求有所增多的情况，周四（8月13日）央行公开市场操作实现小额净投放操作，展现了央行日常流动性管理的灵活微调特征。市场人士指出，着眼于短期流动性供求变化，未来一段时间央行公开市场操作将保持双向调节。尽管货币市场利率下行乏力，但保持低位运行是主基调，流动性总体将维持适度宽松的格局。

## 公开市场重拾净投放

公告显示，央行周四上午开展了400亿元7天期逆回购操作，中标利率持平于2.5%。由于日内到期逆回购规模为350亿元，央行此举实现资金净投放50亿元；本周二，央行新开展的500亿元7天逆回购正好冲销到期规模，因此，本周央行公开市场操作最终实现净投放50亿元。

尽管净投放规模有限，但仍能看出央行对短期流动性的支持趋于上升。数据显示，上一周央行通过逆回购操作实现净回笼50亿元，若算上400亿元国库现金定存到期，则全周净回笼资金450亿元。从单次操作上看，上周四央行公开市场净回笼50亿元，本周二收窄为零，周四则转为净投放50亿元。

市场人士指出，央行公开市场操作力度的调整，顺应了短期流动性供求的变化。上周，货币市场流动性持续充裕，资金利率整体下行，净回笼是对前期投



放货币的正常回笼；进入本周以来，短期流动性逐渐收敛，货币市场利率稳中有升，央行重拾净投放也是稳定货币市场的正常举动，是顺势而为。市场人士并提到，度过年中关键时点后，近期央行日常流动性管理重新转向双向调节，公开市场净回笼净投放交替出现。不过，鉴于短期资金需求增多，且金融市场出现一定波动，央行利用公开市场象征性的投放操作稳定市场情绪的必要性有所上升。

## 流动性趋紧不具趋势性

从资金市场来看，周四资金面仍略有紧张，货币市场利率多继续小幅走升。

银行间质押式回购市场上（存款类

机构行情），隔夜回购利率续涨约3基点至1.62%，自7月2日以来持续温和上行；7天利率微涨1基点至2.45%，连续两日回升；中长期限回购利率在短端刺激下也出现上涨，其中21天、1个月期限利率分别上涨15基点、11基点，涨势较明显。交易员表示，周三隔夜资金紧张依旧，融资需求进一步向7天及更长期限品种转移，尤其是7天资金加点融入情况增多，短期流动性供求偏紧的状况有所加重。不过，资金面总体仍算稳定，虽融入难度有所上升，但头寸基本能平，流动性未见剧烈收紧的迹象。

交易员称，7月以来资金面总体较为平稳，整体利率水平有降，唯有隔夜利率持续上涨，相信最初与债市杠杆套息操作盛行有关，而最近两日资金利率

开始出现全面上涨势头，主要原因应该是，金融外汇市场波动，引起了对资本外流的担忧。短期来看，随着外汇市场一次性调整接近尾声，货币市场流动性面临的冲击将逐渐平复。

市场人士指出，央行重启公开市场净投放操作，即意在稳定市场预期。央行仍有足够政策工具保持汇率和本币利率的基本稳定。若人民币贬值引发明显资金外流，央行完全可以通过降准等方式弥补本币流动性的不足。

市场机构也普遍认为，在经济面临较大下行风险的情况下，货币政策不具转向可能，未来流动性保持稳定和适度仍是基本趋势，尽管货币市场利率短期缺乏突破下行的催化剂，但保持低位运行态势没有太大悬念。

# 负面评级多发 信用风险难消 片面追求高收益不可取

□本报记者 王辉

今年以来，在宏观经济增长压力与工业生产领域通缩压力持续居高不下、大量实体企业负债率高企的背景下，信用债市场评级行动多发。而随着无风险利率被央行持续压低、股市高位回挫，各类资金对于高收益债券的追捧热度却日渐上升。分析人士就此指出，在经济增速趋缓的背景下，企业信用基本面总体改善并不明显，局部则仍在继续恶化。对于信用债品种的投资，不宜片面追求“收益为王”。

## 负面评级行动频发

在实体经济增速放缓的背景下，年初以来信用债负面评级行动频发。

据Wind的数据统计，截至7月末，今年前7个月各评级机构合计进行评级调整411次。其中正面和负面评级行动次数分

别为263次和148次，都超过了往年同期，且分别有68%和61%集中于6、7两月。在此之中，今年1至7月合计负面评级行动共148次，相比2013年、2014年全年174次和179次的水平，大约已达到85%。今年6、7两月，负面调整次数分别达到40次和50次，较2014年6、7月份也分别增加了21次和3次。

与此同时，据招商证券对国内主要评级机构之一的大公国际今年以来的评级行动研究显示，2015年至今评级遭大公国际下调的发债主体，平均资产负债率为72%，净利润降幅均值则高达90%。整体来看，对比2012至2014年，样本主体的资产负债率呈逐年上升态势，由62%一路攀升至目前的72%，显示出发行人负债水平逐年攀高的态势；归母净利润增速由平均水平的-176%升至-90%，表明伴随着负债水平的攀升，大公国际对发行人自身现金流生成能力和盈利能力恶化的容忍度有所下降。

对于年初以来负面评级行动高发，中金公司进一步指出，在目前宏观经济仍

然处于下行惯性背景下，微观经济体的信用资质延续恶化，叠加银行风险偏好下降、宽货币向宽信用传导存在障碍，很多企业经营压力和再融资压力仍然很大，评级下调频率也在如预期般增加。

## 不宜盲目降低评级

近期信用债市场在各类资金进场追逐高收益投资机会的背景下，持续表现火爆，在市场等级利差持续压缩的同时，投资者对于低等级债券的容忍度趋于上升。结合年初以来的评级调整情况，机构提示，需适度警惕信用债走向泡沫化的风险。

中金公司表示，近期股市去杠杆和IPO暂停后导致的高收益资产减少和资金额度的攀升，大公国际对发行人自身现金流生成能力和盈利能力恶化的容忍度有所下降。

债的配置需求出现明显提升。在此背景下，虽然未来较长一段时间内，信用债市场预计仍将处于低息、资金面宽松的环境下，但考虑到信用债绝对收益率水平已经全面回到历史偏低水平，信用利差也在历史低位，而下半年违约和信用事件风险仍高、低评级券种整体流动性差，以过度信用下沉博取高收益，仍需特别谨慎。

此外，中信证券、海通证券等机构认为，目前除部分低评级品种外，利差均已降至历史1/4分位数以内，未来投资者需要综合考虑票息优势、流动性以及经济与通胀企稳回升带来的利率上行风险。如果基准利率不继续下降，则市场信用利差或难再主动压缩，信用债配置价值也将会上升，低等级品种将首当其冲。整体而言，信用债市场局部违约风险远未过去，部分低资质个体信用利差，对其实际风险的保护能力普遍不足，不宜盲目降低评级以博取高收益。

# 中长期利率债相对价值凸显

□中信资本 赵巍华

7月以来，在股市剧烈震荡、牛市预期降温的背景下，债券市场走出一波靓丽的收益率下行行情，各评级各期限信用利差全线收窄，利率债收益率整体上也曾出现超过20bp的下行。随着信用利差收窄至历史较低水平、股市剧震后回稳，债市走牛的势头能否持续变得引人关注。本周央行大幅调整人民币汇率中间价、完善人民币汇率中间价形成机制，也为包括债市在内的大类资产市场带来了新的变数。

7月以来债市走牛的首要驱动力是资金在大类资产间的流向发生重大变化。股市剧烈震荡、IPO暂停以及一系列临时的救市举措使得资金对权益市场的偏好下降。由于资产配置渠道的匮乏以及避险的需要，大量资金流向债市，特别是静态收益率相对较高的信用债市场。信用债特别是公司债市场热得发

烫并可能至少局部呈现高估值的泡沫化特征，诸如恒大等不少房地产发债企业从中受益匪浅。相对来说，由于绝对收益率较低等因素影响，中长端利率债的下行幅度有限，10年期国开债仍盘亘在3.9%附近。

随着信用利差的持续收窄，信用债的牛市若要维持，要么需要同期限的利率债收益率下行从而为信用债收益率下行拓展空间，要么需要融资成本进一步下降以及信用利差进一步降低。考虑到信用利差水平已经很低而货币市场融资利率下行乏力，信用利差进一步下行空间并不大。因此，若无利率债特别是中长期利率债的下行，信用债牛市很难维持，拐点不会很远。反观中长期利率债，今年基本走过了一个箱体震荡的行情，估值相对合理，低位的信用利差更凸显了利率债的相对价值。

在走过6月底7月初的剧烈震荡历程后，近期股票市场相对企稳，系统性风险

逐步下降，未来有可能出现阶段性、结构性的反弹。前期股市震荡引发的避险需求对债市的边际利好减弱，并可能阶段性压制债市，但资金大规模回流股票市场的可能性不大。上半年大量资金流入股市是通过杠杆的形式实现的，而经历了各类高杠杆配资导致的乱象后，无论是监管部门和投资者都会对股票投资杠杆的使用更为审慎。监管部门更是逐步封堵场外配资等方面漏洞、大力规范杠杆的使用，这就极大地降低了短期内再度出现资金从其他资产市场如火如荼流向股市的可能性。另外，资金大规模持续流向股市需要持续而全面的赚钱效应。但一轮牛市后很难这么快就掀起另一轮牛市。在内外部环境仍存在诸多变数的情况下，股市的行情更多是阶段性、高度分化的行情，这类行情的资金吸引能力有限。

人民币汇率的震荡为债市在内的大类资产走势带来了新的变数。汇率的变动

影响所有人民币计价资产的定价。汇率的高波动率会在短期内加大市场对人民币定价资产的预期紊乱，并刺激短端货币市场资金的紧张情绪。但从中期看，随着人民币汇率中间价更加顺应即期汇率的变动，是汇率市场化的内在需要。在人民币汇率调整可控的前提下，汇率弹性加大会为央行利率政策提供更高的自由度，便于央行用好利率工具来化解境内经济运行中存在的经济下行压力较大、债务负担沉重、实际利率高企等突出问题。因此，中期看，只要汇率相对可控，那么人民币汇率弹性扩大在中期对债市并非利空。

总的来说，由于近期市场环境较为复杂、一些信用类债券性价比下降，债市的波动性预计增大；但银行等机构资产端配置选择的受限使得其对债券的需求仍然存在，信用利差的收窄制约了信用债的空间，中长期利率债性价比相对较高，且对下一阶段债市走势的演化更为关键。

# 人民币即期汇率反超中间价

□本报记者 葛春晖

13日，人民币兑美元汇率中间价再跌700基点，续创四年新低。人民币即期汇率虽同步走低，但全天跌幅远小于中间价，收盘价更反超中间价，为去年11月底以来首次。

据中国外汇交易中心公布，13日人民币兑美元汇率中间价报6.4010元，较12日中间价下调704基点，比12日即期收盘价低140基点。这也是该中间价连续第三个

交易日显著下调，三日累计下调幅度达到2848基点或4.45%。至此，人民币兑美元中间价跌至2011年8月22日以来的逾四年最低水平。

即期市场交易方面，13日人民币兑美元即期汇率低开10基点于6.3880元，早盘最低探至6.4470元的日内低后，快速反弹至6.41元附近展开持续震荡，下午四点左右再现一波拉升走势，尾市收报6.3990元，较12日收盘价下跌120基点或0.19%。最近三个交易日以来，人民币即

中间价20个基点，为2014年11月26日以来首次出现。根据完善后的中间价形成机制，这意味着14日中间价的变化幅度将会继续大幅收窄，有助于引导市场汇率恢复平稳。

昨日香港离岸市场上，人民币兑美元即期汇率最新报6.4415元，较12日收盘价上涨73基点。不难发现，虽然离岸与在岸市场汇价仍有较大差距，但市场对于人民币贬值的担忧已经有所缓解。

## 汇市扰动渐退

## 口行新债受捧

13日，进出口银行招标发行2015年第12期3年期、第8期10年期金融债的增发债券。随着市场情绪回暖，两期新债获得机构追捧，中标收益率均显著低于二级成交和估值水平，认购倍数均达到四倍以上。

发行结果显示，口行本次发行的3年和10年期金融债的中标收益率分别为3.3580%、3.9264%。据Wind数据，15进出12、15进出08在8月12日的最新收盘收益率分别为3.3886%、3.9700%。中债政策性金融债（口行和农发行）到期收益率曲线显示，3年、10年期品种在12日的最新收益率分别为3.4106%、4.0147%。投标方面，两期口行债均获市场积极认购，反映出机构对于债券市场仍旧持乐观态度。

市场人士表示，两期口行债均获市场积极认购，反映出机构对于债券市场仍旧持乐观态度。

我国实体经济企稳回升的基础仍不牢固，未来经济基本面疲弱和货币流动性宽裕的预期，继续对债市走牛构成有力支撑。此外，经前两个交易日的连续大跌之后，昨日人民币兑美元汇率呈现企稳态势，亦缓解了一度紧张的市场情绪，机构一级市场配债需求因此有所回升。（葛春晖）

## 国开行18日招标两期固息债

国家开发银行13日公告称，定于8月18日通过中国人民银行债券发行系统增发2015年第10期，以及发行第十七期固定利率金融债券，两期发行总量不超过90亿元（不含柜台分销额度）。

国开行本次增发的2015年第10期国债为10年期固息金融债，发行量不超过50亿元，按年付息，票面利率为4.21%，起息日为2015年4月13日，缴款日为8月20日，上市日为8月24日。本次发行的第十七期国债为3年期固息金融债，发行量不超过40亿元（不含柜台分销额度），按年

付息，缴款日、起息日为8月27日，上市日为8月31日。发行人对两期债券均保留增发的权利。

招投标方式方面，本次增发的10年期国债采用单一价格招标方式，新发的3年期国债采用单一利率招标方式。两期债券均无基本承销额。

首场招标结束后，国开行将向工商银行、农业银行、中国银行三家承办银行追加发行分别不超过3亿元、4亿元、3亿元的第十七期金融债券，专门用于通过商业银行柜台向个人和非金融机构投资者分销。（葛春晖）

## 甘肃20日招标158亿地方债

甘肃省财政厅13日公告，定于8月20日公开招标发行两批合计金额约158亿元的地方债，其中包括该省今年第二批地方政府一般债券（分为四期，总额69.5575亿元），以及第一批地方政府专项债券（分为二期，总额88.6228亿元）。

公告显示，甘肃省上述各期债券均为记账式固定利率债券，四期一般债券的期限分别为3年、5年、7年和10年，两期专项债券的期限分别为5年和10年；各期债券均采用单一价格荷兰式招标方式，标的为利率；均为8月20日招标，21日开始发行并计息，25日发行结束；经东方金诚综合评定，上述甘肃债的信用等级均为AAA。

另据公告披露，贵州省13日以定向承销方式发行了三批置换专项债券，发行规模合计60.3894亿元。贵州省此次定向发行的置换专项债券分为一、二、三期，期限依次为5年、7年和10年，发行规模分别为30.1447亿元、12.0979亿元、18.1468亿元。公告显示，此次5至10年期置换债券的发行利率分别为3.69%、3.98%和4.02%，均较同期限国债收益率均值上浮50基点左右。

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13日，已发行的地方债总额达到16047.32亿元，其中约3374.68亿元的置换债券采用定向承销发行方式。（张勤峰）

## 鹏元调升河源城投评级至AA

鹏元日前发布了河源市城市开发投资有限公司主体及其2013年公司债券的跟踪评级。

鹏元指出，跟踪期内，河源市经济与财政实力进一步增强；地方政府继续通过财政补贴方式给予公司支持。公司本期债券募投项目已投资规模较大，且均与地方政府签订了回购协议，未来工程施工收入较有保障。此外，广东再担保经营稳定，其提供的保证担保仍可提升本期债券的信用水平。但也关注到，河

源市地方财政对上级补助收入的依赖较大，财政自给能力仍较弱；跟踪期内公司营业收入有所下滑，主营业务盈利能力较差，其利润水平对财政补贴的依赖较大，未来面临一定的资金压力。

基于以上情况，鹏元决定将河源城投主体长期信用等级由AA-调整为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持稳定。（张勤峰）

## 包商银行将发50亿小微金融债

公告显示，包商银行将于8月18日发行该公司2015年第一期小型微型企业贷款专项金融债券。

本期金融债券为3年期固定利率品种，计划发行50亿元。本期债券拟由主承销商组建承销团，通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间债券市场公开发行，票面年利率由簿记建档确定，在债券存续期内固定不变。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券簿记建档日期为

8月18日，缴款日和起息日为8月19日，到期兑付日为2018年8月19日（遇