基本面夯实牛市基础 资金面制约短期行情

债市打破盘局需更多刺激

□本报记者 王辉

8月份主要经济金融数据全部出炉，显示我国经济基本面弱势格局仍未出现显著改观。分析人士指出，在经济基本面仍弱、通胀水平整体料延续低位、资金面整体宽裕的背景下，债市牛市基础仍旧稳固。不过，考虑到短期内贬值预期使得资金面仍面临不确定性、货币宽松步伐可能受制于CPI回升等因素，债券市场若想打破9月初以来的盘整格局重拾升势，还需要等待新的货币宽松措施等更多刺激信号出现。

经济疲弱利好债市

主流机构普遍认为，从工业增加值、固定资产投资、制造业PMI、通胀数据、金融数据等指标来看，8月实体经济整体延续了前期的下滑态势，尚未看到经济有效企稳。

光大证券表示，上周末公布的数据显示：工业生产值短期小幅反弹不具有可持续性，国内外需求的萎靡仍将压抑工业生产；固定资产投资低迷，国家持续调控的基建方面仍在较低位置徘徊；社会消费品零售总额的稳定增长，部分来自于价格的增长，实际需求能否继续增长仍需继续观察；企业贷款结构中，票据融资占绝大部分，贷款结构的恶化与银行息贷情绪严重，也反映了实体经济低迷的现状。该机构认为，未来经济是否能够底部企稳，在很大程度上取决于房地产与基建能否显著发力，但是短期内宏观经济企稳回升的概率并不大。

银行间10年期国债和国开债到期收益率

平安证券认为，从非金融性企业中长期贷款数据来看，8月相较7月未有显著改善，7、8两月同比增速分别为-50.6%和-49.5%，反映实体扩张需求依然疲软；M2增速之所以能持平于上月的13.3%，主要源于降准对冲以及财政存款降低。综合来看，8月金融数据中未见实体私人部门杠杆增加，目前实体需求依然疲软。

光大证券表示，考虑到8月经济数据、金融数据整体表现依旧低迷，未来央行配合政府稳定经济增长而保持货币政策的宽松仍是大概率事件。在此背景下，综合考虑到金融市场风险偏好的降低，以及现在经济基本面等外部环境仍旧整体利好债券市场，未来市场收益率仍有较大的下行空间。

债市短期盘局仍难打破

9月以来，利率债收益率再度挑战年内低点未果之后，出现弱势回调走势，其中，一级市场金融债和地方债发行利率，都出现了明显上行。由此，部分投资者开始对债券后市行情产生担忧。

目前来看，多数机构仍看好债市中长期表现，只是考虑到短期内贬值预期使得资金面仍面临不确定性、货币宽松步伐可能受制于CPI回升等因素，债券市场若想打破9月初以来的盘整格局重拾升势，还需要等待新的货币宽松措施等更多刺激信号出现。

中信证券表示，在基本面仍然弱势、外汇占款持续表现萎靡的情况下，央行未来仍有望继续进行数量刺激，但8月通胀进入了“2”时代，这对未来货币宽松的空间或造成一定限制，综合来看，短期内债市预计仍会以震荡为主。

中金公司也认为，尽管目前名义利率震荡下行的趋势不改，但鉴于实际利率仍处于历史相对较高水平，除非货币政策继续强力刺激，否则货币条件的改善节奏预计仍将相对缓慢，短期市场预计仍难以再度趋势性大幅走强。

而对于未来的货币调控前景，国泰君安证券、平安证券等机构指出，在内生流动性宽裕以及央行对冲政策的影响下，前阶段人民币贬值预期对境内流动性并未造成太大的实际影响，未来为了平衡实体经济疲软、人民币汇率波动等复杂状况，除了降准对冲资金外流、降息托底经济增速以外，央行还将打开货币工具箱，利用多种货币政策工具进行高频率、多样化的“花式被动宽松”。

人民币兑美元汇率小幅上涨

14日，人民币兑美元汇率中间价和即期价连袂上行，离岸与在岸即期汇价的汇差稳定在300-400基点之间。市场人士表示，虽然当前市场上仍存在一定的贬值担忧，但人民币并无持续贬值基础，未来一段时间大概率以双向窄幅波动为主。

据外汇交易中心公布，14日银行间外汇市场人民币兑美元中间价报6.3709，较上一交易日（11日）上调10基点。11日，人民币兑美元即期汇率收报6.3750，美元指数下跌0.39%至95.17。

14日银行间询价交易市场上，人民币兑美元即期汇率高开后围绕6.3690一线窄幅震荡，尾市收报6.3679，较上日收盘价上涨71基点或0.11%。截至北京时间17:30，香港离岸市场人民币兑美元即期汇率（CHY）交投于6.4030附近，与在岸市场的汇差为351基点。值得一提的是，10日离岸人民币兑美元即期汇率突现大涨，与在岸人民币汇率的汇差也因此由之前的近1000基点大幅收窄。市场人士认为，境内外汇差收窄、套利空间缩小，有利于稳定人民币走势和市场预期。

分析人士指出，虽然市场对人民币贬值的预期还比较强，但我国外汇储备充裕，财政状况良好，金融体系稳健，境外主体在贸易投资和资产配置方面对人民币的需求正在逐步增加，这些基本面决定了从长期看人民币仍然是强势货币。而中短期看，稳增长的各项举措，包括货币和财政政策进一步发力，都有助于人民币汇率企稳。经过8月中旬以来的人民币一次性贬值及修复性行情之后，人民币汇率有望进入总体均衡、窄幅双向波动的运行态势。（葛春晖）

新发山东债中标利率较下限上浮约25BP
地方债定价市场化日趋成熟

随着地方债供给持续释放，定价越发显示出随行就市的特征。山东省14日公开招标发行的两批次地方政府债券，各品种中标利率均较招标下限高出25bp左右，这是最近一周时间里，公开发行地方债中标利率相对招标下限出现的第三次浮动。

山东省14日公开招标发行的是该省今年第二批专项债券和第三批一般债券，这两批债券均分为3年、5年、7年和10年期四个固息品种。根据招投标书，两批债券中，同期限品种的招标利率区间一致，即，3年期为2.98%-3.43%，5年期为3.19%-3.67%，7年期和10年期均为3.35%-3.85%。而招标结果显示，此次山东省各期地方债中标利率较招标下限高出24bp至26bp不等。专项债券方面，3年期中标利率为3.23%、5年期为3.44%、7年期为3.60%、10年期为3.59%；一般债券方面，3年期为3.24%、5年期为3.44%、7年期为3.61%、10年期为3.60%。

值得一提的是，近一周时间，公开发行地方债中标利率相对招标下限（约等于同期限国债利率）已出现三次浮动：8日，宁夏、内蒙古两地地方债各期限中标利率均高出下限20bp，高于前期的10bp或15bp；10日，江苏债与下限的利差扩至30bp左右；此次，山东债与下限的利差略有收窄。

据统计，截至9月14日，今年累计已发行地方债21509.25亿元，仍有超过1.5万亿地方债待发。市场人士指出，随着供给持续释放，发行人与承销商的博弈有望使市场化因素在地方债定价中发挥越来越大的作用。

另据公告，云南省将于21日公开招标发行该省今年第五至八期一般债券和第五至八期专项债券，发行总额分别为177.6亿元和169.4亿元；这两批债券均分为3年、5年、7年、10年四个固息品种，9月21日上午招标，9月22日开始发行并计息，9月24日发行结束。（张勤峰）

资金利率低位运行 流动性平稳可持续

□本报记者 葛春晖

14日，银行间货币市场资金面呈均衡状态，主流资金利率低位持稳、波动不大。分析人士指出，外汇占款下降以及贬值预期引发的资金外流担忧等因素，使得近期银行体系流动性仍面临一定收紧压力；但另一方面，央行“多管齐下”维护流动性稳定的态度明确，未来有望继续适时推出公开市场逆回购、SLF和SLO等非常规工具以及降准等流动性投放手段，补冲流动性缺口的同时，维护资金面稳定，平滑短期资金利率波动，引导资金利率下行。

预期稳定 资金利率低企

9月14日，银行间货币市场流动性保持稳定，主流资金利率以稳为主。当日银行间质押式回购市场上，需求热门品种隔夜回购加权平均利率持平于1.90%，指标7天回购加权平均利率持平于2.38%；中等期限的14天、21天品种分别下行3BP、10BP至2.56%、2.56%；更长期限的1个月及以上品种涨跌互现，其中1个月资金利率上行3BP至3.06%、成交放量，显示有机构开始筹备季末和跨国庆长假资金。

值得一提的是，15日是例行存准缴纳日。从历史经验看，以往每月例行的存准缴纳日，货币市场多少都会迎来一定的资金利率波动，而昨日资金利率的表现则甚为“淡定”。对此，交易员称，上周五央行宣布调整存款准备金考核制度，将此前的时点法改为平均法，这在一定程度上提升了机构对于流动性波动性下降以及资金利率保持低位的预期，亦有利于资金面表现。

上海证券在针对本次存准考核改革的一份报告表示，平均考核办法下，必须保证维持期内准备金余额的平均值不低于法定存准率，因此不能将其等同于降准。

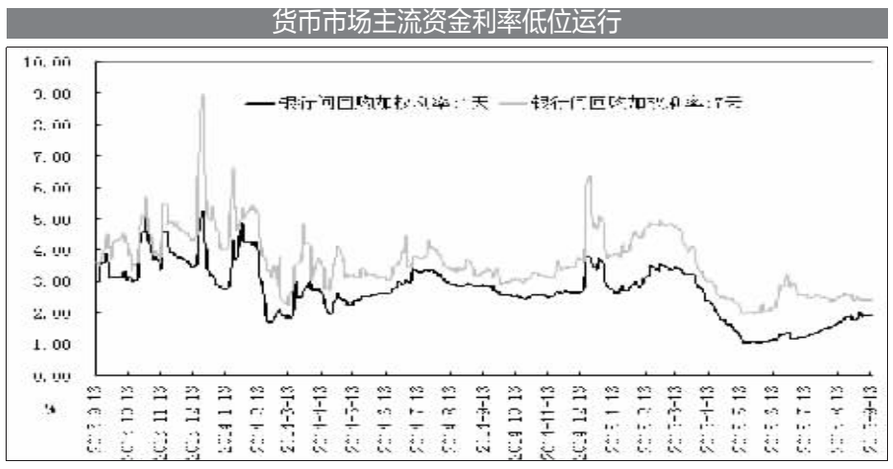
不过，上海证券同时指出，采用平均法后，由于在每日考核中不必严格满足存准率的要求，而是更加灵活地保证维持期内平均值达标即可，金融机构将会有更大的操作空间灵活管理流动性，尤其是对于部分超储率较高的金融机构来说，将有利于降低其为应付突发事件囤积流动性的倾向，促进其融出意愿，从而有利于维护资金面稳定。因此总体而言，央行此次推出的新举措将有效平滑货币市场的波动，弱化时点性因素给资金面带来的冲击。

压力犹存 仍需政策护航

目前来看，货币市场利率仍运行在年内相对低位水平，市场流动性预期也较前期有所改善，但结合当前经济基本面以及资金外流压力而言，多家主流机构观点均认为，整体流动性环境仍难言乐观，未来有必要继续推出更加宽松的货币政策，以引导货币市场利率进一步下行，助力经济稳增长。

从基本面角度看，8月份数据显示

货币市场主流资金利率低位运行



我国实体经济需求依然疲弱，经济下行压力犹存；与此同时，8月CPI同比增速重回“2”时代主要是缘于基数效应，PPI同比跌幅扩大则进一步反映出通缩压力不减。经济疲弱叠加通缩风险，意味着未来货币调控仍有继续宽松的必要和空间。

从流动性来源看，昨日央行最新公布的8月份金融机构外汇占款数据环比大降7238亿元，为连续第三个月下滑，且降幅显著扩大。6、7月份金融机构外汇占款下降金额分别为937亿元、2491亿元。对此，有机构观点指出，8月份人民币贬值预期快速升温，可能导致了境内企业和个人配置外汇资产意愿上升以及较大规模资本外流，进而造成了外汇占款余额短期内的快速下滑。

分析人士指出，9月以来人民币贬值预期减弱，外汇交易量回落，预示资金流出放缓，但当前贬值预期依然较强，资金外流担忧仍对境内流动性构成一定收紧压力，在此背景下，央行继续实施降准等对冲措施的概率依然较大。

海通证券表示，预计未来央行仍将通过增加公开市场操作、使用非常规工具、大幅降准等冲销外汇占款的负向冲击，稳定货币供给。该机构指出，高存准是应对资金外流的巨大安全垫，每下调0.5%即可应对1000亿美元资金外流，未来或随时再次降准，国内流动性因此无忧。

两年国债招标结果不温不火

14日，财政部续发行的两年期国债不温不火，中标收益率接近中债估值，边际与加权利率利差较大，投标倍数较低，整体需求一般。市场人士指出，两年期国债流动性一般，机构参与热情不高。此外，短期较大的利率债供给，对市场情绪也有影响。

财政部昨日招标的是今年第十三期记账式附息国债的续发债券，为固息品种，计划发行260亿元。综合中债登和交易员的信息，此次续发国债中标收益率区间为2.6457%-2.7415%，全场倍数1.51，边际倍数1.37。

此次续发国债全场加权平均中标利率接近二级市场水平，但边际与加权利率利差较大，显示机构博边际的倾向明显。据中债到期收益率曲线，目前银行间待偿期两年的固息国债收益率为2.64%。此外，此次续发国债认购倍数明显低于近期发行的记账式国债，也显示需求一般。

有交易员表示，两年期国债流动性一般，以往定价也有向三年期关键期限靠拢的倾向，此次续发国债中标利率接近或略高于二级也不奇怪。此外，本周利率债供给很高，待发利率债超过4000亿元，在资金面尚存不确定性的背景下，高额供给对一、二级市场都可能产生一定冲击。

另据公告，财政部定于9月21日招标发行2015年记账式附息（二十一期）国债，为20年期固息国债，计划发行260亿元。（张勤峰）

■交易员札记

债市收益率小幅下行

□山东潍坊农信 代长城

上周五收盘后，央行发布调整存款准备金考核制度公告，将现行的时点法改为平均法，一定程度上提升了市场对货币政策继续宽松、资金利率保持低位的预期确定性。受此影响，周一资金面继续宽松，隔夜和7天回购利率（存款类行情）均下行2BP至1.87%、2.35%，债券二级市场收益率亦出现不同程度下行。

具体看，二级市场成交主要集中在流动性较好中长期国债和国开债。如，5年国债15国债19成交在3.15%，较估值下行2BP；7年国债15国债14成交在3.325%，较估值下行2BP；10年国债15国债16成交在3.32%，较估值下行1BP；3年国开150201成交在3.32%，较估值下行2BP；3年国开150207成交在3.2875%，较估值下行2BP；5年国开150208最低成交在3.525%，较估值下行2.5BP；10国开150210最低成交在3.875%，收益率较前一交易日最大下行约4bp。

在经济下行压力仍然较大的情况下，预计财政政策和货币政策仍将进一步宽松，国内资金面有望保持持续宽松，同时财政政策也将继续发力，减缓经济下行斜率。本周需重点关注9月16日至17日美联储议息会议，如果美联储会议决定加息，短期看对国内债市是个冲击，如果不加息，对国内债市则是利好。而无论美联储在9月份加不加息，短期美元大概率将出现回调，人民币贬值压力也有望有所缓解。因此，笔者策略选择上倾向于进攻性的策略，美联储加息反而是再度加仓的好机会。

■债市策略汇

利率产品

申万宏源证券：债市将继续走牛

8月份因为基数较低带来的经济反弹严重低于预期，将重新燃起市场对经济基本面的担忧；央行调整存款准备金考核制度，将现行的时点法改为平均法，也从一定程度上提升市场对货币政策继续宽松、资金利率保持低位的预期确定性，同时人民币贬值预期的回落，也在一定程度上有利于国内资金面。债市预计将突破当前的观望格局继续走牛。

国泰君安证券：小牛回头 耐心等待

8月数据显示经济下行超出预期，央行货币和信贷投放大幅增长。9月专项金融债发行，叠加第3批地方债置换，利率债供给承压，地方债发行高出下限约30bp，对银行已开始具有吸引力。对于债券市场而言，资金配置方向仍是决定因素，不建议在市场小幅调整出现之时就大幅减仓，请耐心等待更大幅度的上涨。

信用产品

光大证券：加杠杆套息是最好策略

上周信用债供给继续放量，但发行量上升的同时发行利率继续下降。从历史表现来看，供给量的上升并非对应着收益率的上行，而是恰恰相反。这表明信用债发行量与收益率的关系不是供给上升的压力推升收益率，而是收益率的高低决定发行，收益率高的时期发行成本高，难度大，发行量减少，反之亦然。配置资金对信用债的需求旺盛，供给压力不足为虑。本轮由银行理财、委外资金配置需求推动的信用债行情尚未结束。加杠杆套息仍然是最好的策略。中票评级利差仍处于高位，预期后续的配置需求有望向AA等级蔓延，建议关注中低等级。政策维持对于城投债的支持态度，信用风险继续收敛。中报报告期和评级调整高峰期逐渐过去，提高对收益较高、资质较差的瑕疵行业（煤炭、水泥等）产业债的关注度。

招商证券：利差暂无大幅走阔之忧

伴随着人民币汇率的波动加大，银行间资金面也出现了相应的波动；信用债市场亦出现一定的调整，但短久期品种仍存在较为旺盛的配置需求，信用利差与等级利差均以收窄为主。总体来看，除短融及某些低等级品种外，其他品种信用利差均在历史1/4水位以下，绝对水平已经偏低。短期来看，由于IPO开闸和股票市场的走势仍具有不确定性，配置需求暂不具备明显转向的条件，信用利差不具备大幅走阔的基础；但资金面的风吹草动极易对杠杆过高的品种产生冲击，在人民币汇率预期未能有效稳定前，资金面仍将面临一定不确定性；因此，在操作上建议甄选具有业绩和现金流安全垫的发行主体，在新券挑选上向流动性好的品种倾斜，保持一定的流动性空间和余地，不建议维持过高杠杆。

可转债

中金公司：适量博弈短期交易性机会

股市走平或向下概率略大，结构性机会进入关注期，转债估值不便宜，这些决定了转债中期配置价值仍一般，短期适量博弈短期交易性机会，但浅尝辄止。估值水平尚可、流动性好且与当前热点切合度较好的电气、歌尔转债值得关注。不建议追涨，如果股指有机会上冲到3300-3500点，仍优先考虑先予兑现。反过来，如果股市继续下跌，届时发行的一级市场品种值得积极关注。同时，静候一级市场重启。

中信证券：等待溢价率收敛

在高估值与高价格的背景下，转债机会稍纵即逝，目前又到了等待溢价率收敛的阶段。从转债价格来看，上周四只传统转债价格在128-132元之间，但除电气转债之外格力、航信与歌尔平价均在100元以下，未来转股溢价率收敛将更为重要，而转债价格继续上涨的空间有限。策略上，建议投资者需更加谨慎，在大盘大幅反弹的概率有限的背景下短线坐实收益更加可取，风险偏好较大的投资者可以博弈电气转债在正股的推动下实现突破，风险偏好较小的投资者则可以关注两只可交换债的避险价值。（张勤峰 整理）

口行17日发行两期固息债

中国进出口银行14日公告，定于2015年9月17日上午通过中国人民银行债券发行系统，增发行2015年第十一期和第十四期金融债券。

进出口银行2015年第十一期债券为1年期固息金融债，到期一次还本付息，票面利率2.63%，本次拟发行不超过40亿元，本计息期起息日为2015年5月29日；2015年第十四期债券为10年期固息金融债，按年付息，票面利率3.87%，本次拟发行不超过40亿元，本计息期起息日为2015年9月14日。上述两期增发债券将于9月17日招标，中标方式为单一价格中标（荷兰式），缴款日均为9月21日，上市流通日均为9月23日。

据Wind资讯数据统计，截至9月14日，今年以来进出口银行已累计发行87期金融债券，发行金额合计3870亿元。（张勤峰）

东方金诚国际：将柳州银行列入信用评级观察名单

东方金诚国际信用评估有限公司日前发布公告，将柳州银行股份有限公司列入信用评级观察名单。

9月8日南方都市报刊文称，吴东家族及其企业利用下属或关联公司对柳州银行实施诈骗；2014年9月24日，吴东因涉嫌骗取贷款罪和贷款诈骗罪，已被批准逮捕。东方金诚国际就此于9月8日向柳州银行了解情况。柳州银行反馈称，新闻报道中提到的案件发生于2013年，相关案件已移交司法机关处理；柳州银行已停止与吴东家族及其企业的业务往来，对于存量业务已采取保全措施并依法处置中；新闻报道中的大量数据有待核实，此案目前正在审理中，相关数据无法公开。

东方金诚国际表示，考虑到上述案件涉及贷款规模较大，处置周期较长，实际损失金额存在一定的不确定性，决定将柳州银行列入信用评级观察名单。此前，东方金诚国际对柳州银行主体及2014年柳州银行第一期小型微型企业贷款专项金融债给的信用评级结果均为AA。（葛春晖）