

# 多空交织 债市上下两难

□本报记者 葛春晖

上周以来,中低端债市收益率在近年低位附近再次陷入震荡。市场人士表示,目前影响债市行情的长短期因素多空交织,机构心态普遍较为纠结。一方面,从中长期看,弱经济、低通胀的基本面对债市的支撑牢固,大类资产重配依旧对债市有利;另一方面,短期看,债券收益率低企、风险偏好回升、资金面仍具不确定性,都对收益率下行形成制约,甚至面临短期波动加大的风险。在此背景下,债市短期或难摆脱上下两难的尴尬局面,交易性获利的操作难度相对较大,但与此同时,中长期的配置机会仍值得把握。

## 收益率低位震荡

本周一,债券市场呈窄幅震荡格局,银行间现券市场1至10年关键期限中债国债收益率分别收报2.33%、2.99%、3.15%、3.32%、3.32%,与上周五相比,除3年期品种微升1.66基点外,其他品种涨跌互现、波幅均在1BP之内。

回顾上周收益率走势,从上周开始,中低端债券收益率走势就几乎陷入了“停滞”状态。上周初,在疲弱的8月份经济数据推动下,以10年期国债为标杆的中长期收益率一度下行约3BP,周二跌至3.31%,逼近9月2日创下的3.30%的2012年8月中旬以来最低水平;但从周中开始,中低端利率再次显露出下行乏力迹象,10年期国债收益率在3.31%、3.32%水平

## ■债市策略汇

### 利率产品

#### 光大证券:套息策略可行

从经济基本面来看,工业生产值短期小幅反弹并不具可持续性,国内外需求的萎靡仍将压制工业生产;固定资产投资低迷,国家调控的基建仍在较低位置徘徊。房地产新开工、施工面积持续萎靡,房地产销售对投资拉动在现阶段放缓,但房地产市场正在消化既有库存,未来可能会有对新开发住房的需求。同时,政府对房地产的政策支持会在未来逐渐显现。经济是否能够底部企稳仍需房地产与基建发力,未来持续宽松仍是大概率事件。从资金面来看,美国加息推迟有助于维持人民币汇率稳定,资金外流压力或减缓,整体资金面保持平稳,在资金利率处在低位下,套息策略仍可行。另外,一级市场火爆显示来自银行的理财资金加大对利率债的配置,未来收益率仍存在下行空间。

#### 兴业证券:“慢”中取胜 保持耐心

债市更应是慢牛市,不只是牛,而且要慢,建议保持冷静和耐心。首先,央行有节制的放水,有利于缓解中长期债市



进入窄幅波动,美联储加息延迟预期的确认,也未能给市场带来更多正面刺激。

另外,上周以来国债市场收益率曲线呈现平坦化形变,1年期国债收益率累计上行约7BP,与10年期国债的期限利差收窄近10BP至99BP。

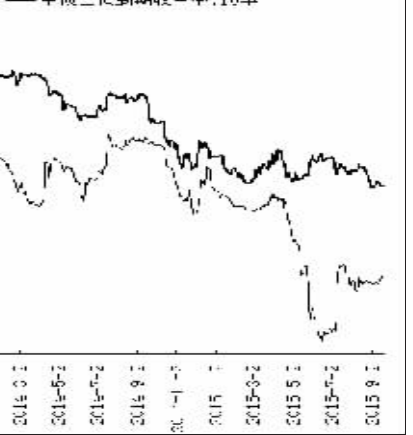
市场人士表示,导致近日债券市场重陷震荡的原因,是当前市场预期高度“一致”,即,虽然弱经济、低通胀的基本面以及大类资产重配趋势继续为债市营造良好的中长期环境,但短期来看,中长期债券利率在跌至近年低位附近后,受制于风险偏好回升、资金面不确定性等因素,挑战新低具有一定难度,甚至存在一定的波动加大风险。在此背景下,机构心态普遍较为纠结,“看多不做多”成为不少机构的现实选择。

## 信用产品

#### 招商证券:注意流动性

受利率品影响,上周银行间信用产品短端出现小幅调整,同时,由于配置盘向中长久、低等级倾斜,长端利率仍出现再度下行,并推动信用利差和等级利差整体收窄。短期来看,由于IPO开闸和股票市场的走势仍具有不确定性,资产欠配压力的存在使得信用利差不具大幅扩张基础,而多起国企违约事件的影响可能仅停留在心理层面上,对市场冲击不大。但是,在信用利差绝对水平整体偏低的情况下,资金面的风吹草动极易对杠杆抬高的品种产生冲击;而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,在操作上仍建议保

## 着眼把握中期趋势



市场人士表示,8月数据披露后,资金面和风险偏好成为影响短期债券市场走势的主要因素,而目前来看,这两项因素可能以偏空为主。

从资金面看,进入9月下旬,三季度季末和国庆长假备付因素对货币市场流动性的影响日渐显现。而与此同时,周央行通过公开市场渠道累计净回笼1900亿元,反映上周的货币流动性状况仍处于政策合意区间。而近日外汇市场趋稳,美联储加息延迟有利于缓解资金外流压力,加上9月初刚刚降准,预计未来一段时间央行在坚定维护资金面稳定的同时,对于再次降准的时点选择将较为谨慎。

从风险偏好看,上周后半周以来A

持一定的流动性空间和余地,在新券挑选上向流动性好的品种倾斜,不建议维持过高杠杆。

#### 齐鲁证券:寻找低估值价值“洼地”

从历史上看,信用利差处于低位时往往是流动性最为充裕的时候。目前资金面仍将维持低位水平,即使经济下行压力较大,信用违约风险较高,信用利差仍将继续处于低位。上周,二重债违约重组及保定天成破产重整事件并未带来信用利差大幅走扩,从中可窥见一斑。但上周中长期债券信用利差有小幅上升,或可提示市场对目前经济下行压力下传统行业的信用风险担忧有所上升,这将制约中长期信用债利率的下行,未来信用策略或仍偏向短久期的债券配置及套息交易,以及继续寻找低估值的“价值洼地”——增加对短久期高收益安全性相对较高的中低等级债券的配置。违约风险频发下,机构需精选个券,避免“踩雷”。

## 可转债

#### 中金公司:结构性机会进入关注期

股市系统性风险得以较大程度的消化,但中短期向上空间有限,向下未知,

股市场出现较明显的超跌反弹迹象,虽然上证综指等指数表现仍偏“稳健”,但不少个股已经出现赚钱效应。有分析人士指出,随着配资清理工作渐入尾声,汇率企稳、美联储加息延迟后资金外流担忧出现缓和,加之前期调整后不少个股投资价值显现,A股市场积累了一定的短期反弹动能。而A股反弹、风险偏好回升,对于债券市场无疑形成资金分流压力。

当然,从中长期角度而言,债券市场延续“慢牛”格局依然是主流机构的共识。国泰君安证券认为,未来随着短期不确定性因素的逐步明朗、短期冲击逐步平稳,债券市场将重新回到国内基本面因素主导的正轨,以利率下行的方式反映经济疲弱以及“资金为王”到“资产为王”的格局切换。

基于现实情况考虑,分析机构普遍认为,债券利率中期震荡向下的趋势未变,但短期内可能难摆脱上下两难的尴尬局面,且不排除短期波动加大的可能。在此背景下,债券市场通过交易获利的操作难度相对较大,但中长期的配置机会仍值得关注。

国泰君安证券,从中期角度考虑,随着理财收益率大幅下降,再考虑到央行后续降准仍是大概率事件,债券收益率曲线仍有较大下降空间,而在持续的供需失衡导致的市场大趋势到来之时,投资者所需要做的就是保持仓位,顺势而为,不要过度频繁交易做波段,否则容易在波动中失去对市场中期走势的判断力。

仍不对称。但对继续下跌持积极看法,结构性机会进入关注期。转债层面看,一级市场亟待重启,但尚无时间表。二级市场估值仍不便宜,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,不下重注。估值水平尚可、流动性好且与当前热点切合度较好的电气等品种值得关注,不建议追涨。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,继续静候一级市场重启。

#### 海通证券:存交易机会 等趋势机会

近期股市持续震荡,包括航信转债、格力转债和歌尔转债在内的个券纷纷触及转股价下修边界。我们从进入转股期、趋势上涨机会和避免触发回售三个方面入手,对当前的转债和交换债的下修进行分析后,认为当前下修转股价的可能性极低。当前股市杠杆风险逐步释放,而美联储加息后缓解人民币贬值压力,短期市场流动性应无忧,股市下跌风险降低,但后市能否上涨仍看风险偏好和资金流动。在120元-130元区间内,转债存在低价交易机会,但整体趋势机会仍需等待,从基本面和溢价率看,仍较好看电气转债。(葛春晖 整理)

## 人民币汇率小幅走软

21日,人民币兑美元汇率中间价、即期交易价均小幅走软,但整体仍维持震荡格局。

21日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价设于6.3676元,较前一交易日下调69基点。由此,该中间价结束了此前连续两个交易日的上涨,但仍延续了9月中旬以来在6.37元一线窄幅震荡的运行格局。即期市场交易方面,21日人民币兑美元即期询价交易收报6.3691元,较前一交易日小跌48基点或0.08%。

## 20年国债需求一般

财政部21日招标发行了2015年记账式附息(二十一期)国债。招标结果显示,本期20年期的国债国债,中标利率略高于市场预期,需求总体一般。

据悉,本期国债招标总额为260亿元,实际投标量442.3亿元,对应招标倍数1.7,中标票面利率为3.74%。中债收益率曲线显示,9月18日20年期的国债国债到期收益率约3.68%。

市场人士表示,超长期限国债的配置需求主要来自保险、银

## 云南昨发四批地方债 今年已发地方债逾2.4万亿

21日,云南省通过公开招标方式发行了一批一般债券和一批专项债券,同时通过定向承销方式发行了一批置换专项债券和一批置换一般债券,发行规模合计398亿元。发行结果显示,本次云南省招标的8期债券中标利率均高于招标下限20bp,定向发行的8期债券的发行利率高出公开发行品种25bp至30bp不等。

据公告披露,昨日云南省公开发行的的一般债券和专项债券定价相同,3年、5年、7年和10年期品种中标利率依次为

昨日离岸汇价方面,香港市场离岸人民币兑美元即期汇率整体走低。截至北京时间9月21日18时,人民币CNH汇价报6.4057元,较前一交易日收盘价跌183基点或0.29%。虽然与境内即期汇价之间的价差有所拉大,但并未打破近期震荡收敛的趋势。

市场人士表示,随着上周美联储决定将加息时间窗口继续后延,市场消息面正趋于平淡。在此背景下,人民币兑美元汇率预计将延续窄幅震荡的运行格局。(王辉)

## 行等,相关机构仍有一定拉长久期的配置需求

但由于近期利率债绝对收益率吸引力一般,商业银行在地方债供给压力下对其他利率债需求有所下降,本次20年期国债中标利率因此相对略高于预期。

据Wind数据,截至9月21日已公示的发行文件显示,本周(9月21日至25日)一级市场共计有1559.82亿元利率债待发行,上周该数据为4326.19亿元。(王辉)

## 云南昨发四批地方债 今年已发地方债逾2.4万亿

3.17%、3.36%、3.53%和3.52%,均较各期限招标利率区间下限高20bp。此前云南省财政厅公布的投标利率区间分别为:3年期2.97%至3.42%、5年期3.16%至3.63%、7年期3.33%至3.83%、10年期3.32%至3.81%。此次定向发行的一般债券和专项债券定价相同,3年、5年、7年和10年期品种中标利率依次为3.42%、3.63%、3.83%和3.81%,较公开招标品种高25至30bp不等

据统计,截至9月21日,今年已发行地方债共计626期、发行面值总额24173亿元。(王辉)

## 600亿国库定存24日招标

中央国库现金管理操作室21日发布的公告显示,财政部、人民银行定于本月24日上午9:00至9:30,通过中国人民银行中央国库现金管理商业银行定期存款业务系统进行2015年中央国库现金管理商业银行定期存款(九期)招投标。本期操作量600亿元,期限6个月(182天),起息日为2015年9月24日,到期日为2016年3月24日(遇节假日顺延)。

有交易员表示,本期国库现金定存开展于季末前,对机构有一定吸引力。此前最近一期6个月国库现金定存招投标开展于6月16日,中标利率为3.5%。而

近期股份行发行的6个月期同业存单利率约在3.6%左右,因此预计本期国库现金定存利率将接近上一期水平。

Wind数据显示,本月15日有一期3个月期国库现金定存到期,操作量为500亿元,因而此次操作是对到期资金的再投资,但由于操作时有错位,且投放的存款期限拉长,有助于缓和季末前的货币市场流动性紧张状况。

统计显示,今年以来财政部已进行了8期国库现金定期存款招标,总额4000亿元,但同期有4200亿元国库定存到期。(张勤峰)

## 本月券商短融发行额尚不足百亿

公告显示,华融证券定于9月24日公开招标发行其2015年第七期短期融资券。本期短融期限90天,计划发行8亿元。

据公告,本期短融采取固定利率、单利按年计息,将通过中国人民银行债券发行系统公开招标的方式发行,最终票面利率将通过招标系统招标确定。招标日为9月24日,分销期、缴款日和起息日均为9月25日,自9月28日起上市交易流通,2015年12月24日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。本期短融无担保,经联合资信综合评定,华融证券主体信用等级为AA+,本期短融的债项信用级别为A-1级。

据统计,本期短融将是9月份以来发行的第7只证券公司短融,这7只短融的计划募资金额为98亿元,目前已完成发行60亿元。总体看,当前证券公司短期融资券供给依旧处于较为低迷的状态。数据显示,今年1至6月份,每月券商短融发行额在249亿元至434亿元,因年中A股行情出现巨大变化,客户融资需求出现下降,带动券商短融供给回落,7、8月份发行额继续降至169亿元和110亿元的水平。从券商两融业务运行现状来看,权益市场重新加杠杆的意愿不强,因此未来一段时间券商融资需求应该不会出现明显的上升。(张勤峰)

## 威海市商业银行 24日发30亿二级资本债

威海市商业银行21日发布公告称,定于9月24日通过中国人民银行债券发行系统公开招标发行该行2015年二级资本债券。

本期二级资本债为10年期固定利率债券,在第5年末附有条件的发行人赎回权,同时附有减记条款,发行规模为30亿元,票面利率通过招标系统招标决定,单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息。本期债券不含利率跳升机制及其他赎回激励,票面利率不与发行人自身评级挂钩,也不随评级变化而调整。时间安排上,招标日为9月24日,

发行期限为9月24日至9月25日,缴款日、起息日为9月25日。本期债券无担保,经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定,发行人的主体信用等级为AA-,本期债券信用等级为AA-。

据Wind统计,截至9月21日,今年以来已完成发行的商业银行二级资本债35只,发行总额1778.64亿元。尽管发行债券数量多于上年同期,但由于少了大行的供给,发行总额仍明显少于上年同期的2945.50亿元。(张勤峰)

# 资金面紧平衡 对冲只待时机

□本报记者 张勤峰

21日,货币市场利率涨跌互现,波动较小,但资金面总体略显紧张。市场人士指出,政策积极调控及人民币汇率波动趋缓,有利于货币市场平稳运行,但考虑到银行超储率的限制,以及季末、长假临近等因素影响,对短期流动性可能出现的波动仍需保持警惕,央行继续运用多种手段增加流动性供应必要性较大。

## 资金面紧平衡

21日,银行间质押式回购交易中,各期限利率涨跌互现,短端波动不大,隔夜回购利率涨约1bp至1.91%,7天利率则下行约3bp至2.39%;跨季末的14天到1个月回购利率全线上行,其中14天利率涨6bp至2.75%。虽然主流的短端利率持稳,但据交易员反馈,昨日回购市场流动性实则偏紧。早盘开市,有少数大行和股份行供给少量隔夜至14天资金,迅速被抢购一空,随后市场转为较紧张状态,并有大行主动融入资金,隔夜和跨季末的14天资金尤为紧张。隔夜资金偏紧状况直到下午三点半后才有所缓和。

9月中旬以来,资金面大致保持均衡格局。上周隔夜等短期资金吃紧的状况一度有所改善,央行当周通过公开市场渠道累计净回笼资金1900亿元,但货币市场短期流动性仍稳中有松。昨日市场则表明,当前短期流动性供求格局并不稳定,同时,出于预防季末、长假等季节性因素扰动的考虑,跨季资金需求开始增多,令相应期限资金供求偏紧的状况逐渐凸显。

## 对冲未完待续

市场人士指出,随着人民币贬值压力释

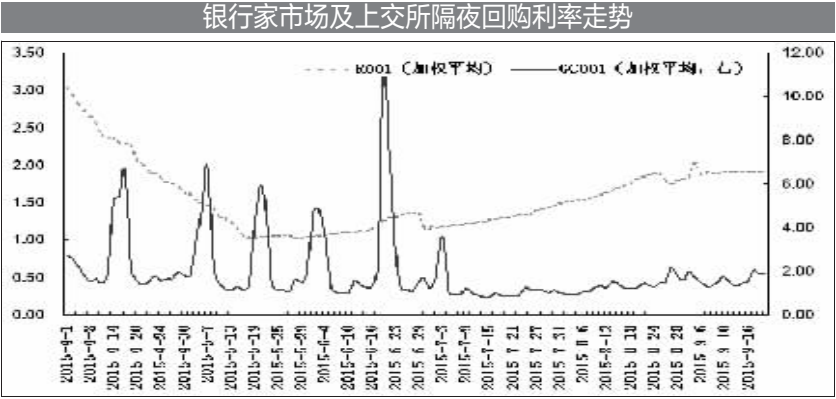
放,汇率波动趋缓,贬值预期降温,汇率因素对本市流动性的冲击有望继续减弱。

在经历了8月汇改初期的动荡后,人民币兑美元汇率逐渐趋稳,9月中旬以来不仅即期汇率收盘价稳中有升,日内波幅也大幅收窄,即期询价交易成交量下滑。同时,美元兑人民币离岸市场与在岸市场的汇差,显示海外人民币贬值预期均有所缓和。此外,央行通过多种举措抑制资金外流。市场人士指出,随着企业和个人换汇冲动下降,外汇套利交易减少,大行本外币备付压力减轻、央行入市干预的频次和力度也可能降低,有利于货币市场恢复平稳运行。

与此同时,央行维持流动性适度宽松的态度明确。8月底,面对货币市场变化,央行先后通过公开市场逆回购、中期借贷便利、短期流动性调节工具、调节存款准备金率等多种手段,平抑市场波动,稳定市场预期。政策的积极应对将是市场保持基本稳定的坚强保障,确保流动性不会出现剧烈、持续的波动。

但就短期而言,对流动性可能出现的波动需保持必要谨慎。季末、长假等季节性因素增添了短期流动性的不确定性。有市场人士表示,虽然存贷款及准备金考核制度调整,提升了机构应对空间,有助于熨平季末流动性波动,但由于外汇资金大量流出,目前银行超储率并不高,银行体系流动性抵抗波动的能力下降,面对季末及长假备付的叠加作用,出现短期波动的可能性仍然存在。

可以预见,随着季末临近,货币市场波动性可能重新加大,这也提升了央行进行流动性干预的可能性。考虑到外汇占款大量减少,对国内基础货币供应的不利影响,未来央行继续通过多种手段释放流动性,特别是中长期流动性的必要性犹存。在9、10月等流动性传统偏紧时点,央行继续降准的可能性仍大。



## 交易所回购量价齐升

近期沪深交易所市场回购交易量价齐升,供需关系的微妙变化值得投资者关注。

21日,沪深交易所市场回购利率几乎全线上行。以上交所为例,从隔夜到3个月的质押式回购均有成交,各期限利率均无一例外的出现上涨,其中核心成交品种隔夜回购加权平均利率涨6bp至1.92%,7天利率续涨20bp至2.00%,这也是上交所7天利率9月以来首次涨至2%。昨日,银行间质押式回购利率波动不大,主流的隔夜和7天利率一稳一降。此外,9月初至今,银行间市场短期回购利率基本持稳,交易所隔夜、7天回购利率则波动上行,可见场内外资金价格走势的背离已经不是短期现象。

另值得一提的是,虽然新股IPO暂停,但交易所市场回购交易规模仍保持上升势头。以上交所为例,9月21日债券回购交易规模为5739.20亿元,刷新历

史纪录;自9月中旬以来,成交量已连续6个交易日超过5000亿元,而IPO暂停前的今年1至6月,上交所回购日成交量多在3500-4500亿元之间。

据分析,交易所资金成本上升,源于供需两方面作用:从需求端来看,场内融资的便利性、前期交易所资金价格相对较低以及7月以来债券套息交易活跃,共同提升了场内市场融资需求,这也是交易所回购交易规模不断放大的主要原因。而从供给端来看,由于股市出现大幅波动,驱动物资者调整大类资产配置,导致场内市场留存资金规模下降,可出借的资金规模相应减少。

市场人士指出,套息交易是目前交易所债市的主要盈利模式,而套息交易严重依赖稳定偏低的资金成本,近期交易所资金成本上升的势头值得投资者关注。(张勤峰)