

陈龙
金融市场部，分析师
86-769-22865831, 13342692180,
chenmxlong@163.com

7月债券市场月报

金融市场部

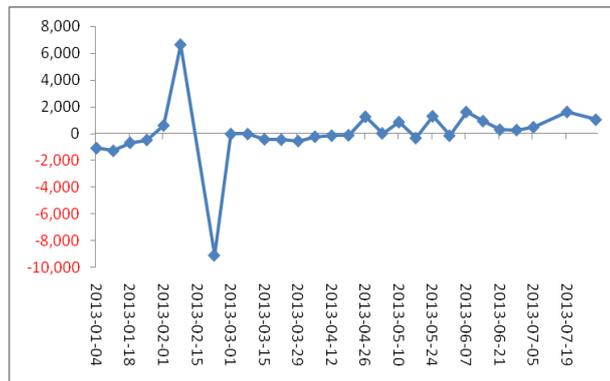
7月市场回顾

1. 公开市场操作：市场表现为净投放，但央行的“不作为”仍透紧预期

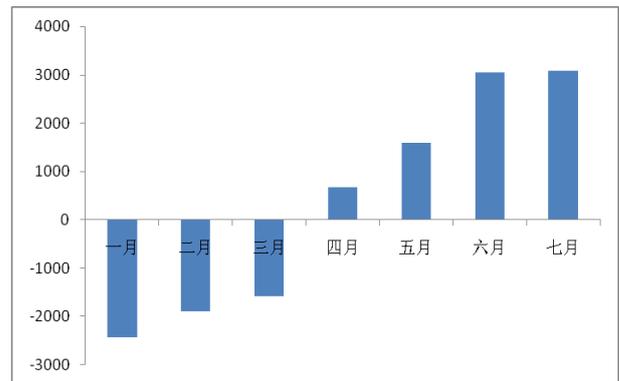
7月份，央行在公开市场仍延续着6月底开始的“不作为”态度，仅在7月30日由于市场资金面在多种因素的共同作用下呈现紧张加重的趋势而出手170亿元7天逆回购操作。由于公开市场的“不作为”，全月公开市场的到期量成为当月的投放量，而当月公开市场的正回购到期量240亿元，央行票据到期量2670亿元，逆回购170亿元，因此，当月净投放资金3080亿元。

另一方面，虽然当月的公开市场仍表现为净投放，而且规模与前月的规模基本相当，但从央行对待市场流动性及公开市场操作的行为来看，它有意维持市场的“紧平衡”预期，市场的“不作为”正是这种市场预期管理的一种表现，并使得央行在市场流动性管理方面占得一定的主动权。

从7月份的周净投放量来看，分别为460亿、0亿、1600亿、0亿和1020亿。显然央行希望通过自然到期的规模来对冲市场流动性的收缩，并从中给市场以强烈的预期。从净投放的规模来看，近两个月，央行明显加大了市场净投放的力度（虽然，表现为公开市场的不作为）。但是，在全球流动性预期收缩、国内财政缴款、政策监管、上市公司年中分红以及季节性因素的共同作用下，央行的动作表现出预期管理以使金融机构主动降杠杆、提高备付水平，以应对未来可能的流动性冲击。

图 1 公开市场周净投放（回笼）（亿元）


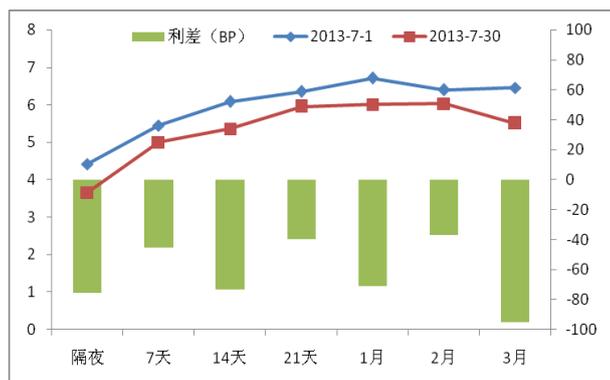
资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 2 公开市场的月净回笼（投放）（亿元）


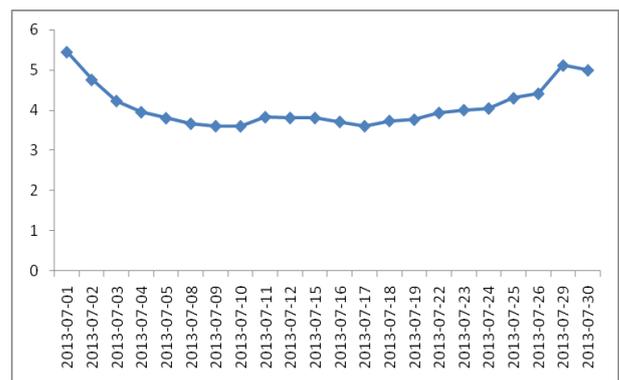
资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

2. 资金面：流动性持续紧张，但央行的预期管理有效

月初，随着 6 月份的各影响因素退去以及央行在 6 月底的预期管理使得市场的流动性呈现相对宽松的局面。但是，由于对于当月影响流动性的各因素的担忧以及央行在公开市场的持续“不作为”，市场的流动性始终呈现出“紧平衡”的格局，即资金价格相对高位但市场并没有呈现出恐慌的局面。而随着月末的临近，公开市场“不作为”积累的情绪、大行的年中分红备付、企业缴税、理财产品跨行转换、央行 6 月底定向投放的到期以及月末资金需求上升和海外收紧预期等因素的影响，市场资金面紧张情绪再度来袭。

图 3 银行间质押式回购加权平均利率变动（%） 图 4 7 天质押式回购利率（截止 7.30，%）


资料来源：WIND 东莞银行金融市场部



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

从全月的波动来看，具有指向性意义的 7 天质押式回购利率从月初开始呈现持续下降的趋势。但是，央行在此过程中并没有推动资金价格的继续下降，而是通过公开市场操作的“不作为”有意维持资金价格的较高位置。而随着月末的临近，资金价格再度上升，市场资金面再度紧张起来，这时，央行也紧通

过 7 天 170 亿元的逆回购操作稳定市场的情绪，并没有大幅出手救市。

整体来看，央行冀希望通过市场流动性的收紧压缩机构的套利空间，主动调降杠杆率并使资产负债的期限错配趋于合理，但是，央行与机构的预期管理可能主导了市场资金价格的走向。

3. 一级市场：融资额下降，流动性紧张使得一级需求趋弱

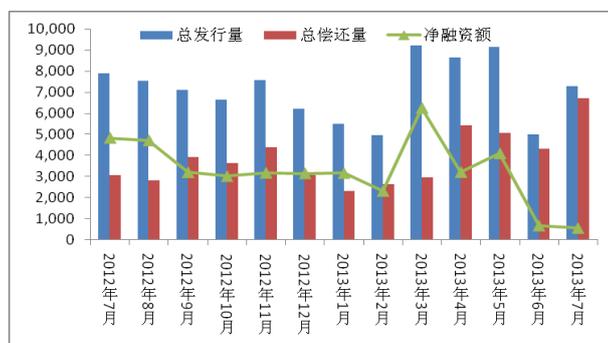
截止 7 月 30 日，一级市场的实际融资总额为 7496.70 亿元（部分产品未确认发行规模），较 6 月份的 5000.89 亿元增加了 2495.81 亿元，增幅为 49.9%，增幅较大；而实际到期规模为 6751.04 亿元，较 6 月份增加了 2432.37 亿元；因而 7 月份净融资额 745.66 亿元，较 6 月份净融资额增加了 63.44 亿元，基本持平。

具体来看，利率产品共发行 49 支，发行规模 4689.70 亿元，其中，国债 6 支，发行规模 1560 亿元，政策性金融债 32 支，发行规模 2370.7 亿元，商业银行债 2 支，发行规模 120 亿元，商业银行次级债 1 支，发行规模 15 亿元，证券公司债 3 支，发行规模 75 亿元，其他金融机构债 3 支，发行规模 70 亿元，地方政府债 2 支，发行规模 479.0 亿元。

信用产品共发行 160 支，发行规模 2597.0 亿元，其中，企业债 8 支，发行规模 102.0 亿元，公司债 9 支，发行规模 72.40 亿元，中票 53 支，发行规模 622.2 亿元，短融 90 支，发行规模 1800.4 亿元。

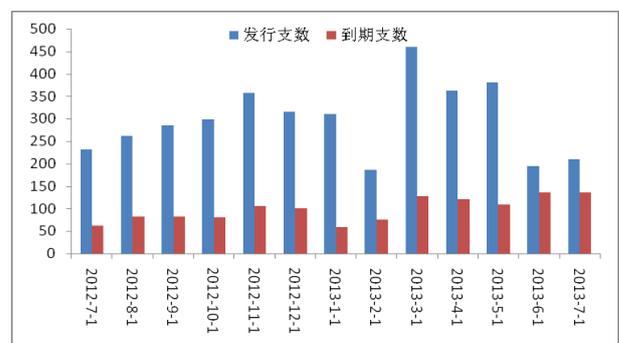
由于流动性紧张而引发的一级市场配置力量的减弱，使得一级市场的行情看跌，机构在考核压力和配置热情减弱的情况下，更多的是参与边际竞标以期在二级市场上获得套利机会。因此，发行利率和投票的边际倍数及中标倍数都出乎市场的预期。

图 5 融资功能大幅下降（亿元）



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 6 发行数量也缩小



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

一级市场的政策性金融债招投标情况来看，7月份，利率品种的招标发行规模和数量都呈上升趋势。然而，与供给加大呈相反的表现是，市场对于利率品种的态度并不因宏观经济低迷而呈现热情。在流动性收紧预期、资金成本上升和机构降杠杆提高度备付的预期行为作用下，机构仅有边际投标的热情以转手在二级市场套利，由此导致了利率品种的中标收益率不断超出市场预期的中枢水平且边际的中标倍数不断上升的情况。

全月来看，由于资金面的持续紧张和央行“不作为”引发的预期行情，市场对于后市的预期相对谨慎并存有分歧，因此，传导到市场的行为表现出一定保守，即中标的收益率不断出乎市场的预料。

表1 6月份金融债招投标情况

债券简称	发行起始日	发行期限(年)	票面利率(%)	发行规模(亿)	认购倍数
13国开31	2013-7-2	10.00	4.17	70.00	1.8743
13国开30	2013-7-2	7.00	4.09	70.00	1.7743
13国开29	2013-7-2	5.00	4.02	60.00	2.5517
13国开28	2013-7-2	3.00	3.98	60.00	3.8683
13国开27	2013-7-2	1.00	3.91	40.00	4.0450
13国开35	2013-7-9	7.00	5.16	50.00	1.9520
13国开34	2013-7-9	5.00	5.02	50.00	2.6900
13国开33	2013-7-9	3.00	4.92	50.00	3.4280
13国开32	2013-7-9	1.00	4.37	50.00	2.4820
13农发13	2013-7-11	10.00	4.25	120.70	1.6930
13进出16	2013-7-12	10.00	4.15	80.00	1.3563
13进出15	2013-7-12	5.00	4.00	80.00	1.5263
13进出14	2013-7-12	1.00	4.04	100.00	1.2780
13国开31(增发)	2013-7-16	10.00	4.17	70.00	1.7329
13国开30(增发)	2013-7-16	7.00	4.09	70.00	1.1043
13国开29(增发)	2013-7-16	5.00	4.02	60.00	2.2583
13国开28(增发)	2013-7-16	3.00	3.98	70.00	1.7757
13国开27(增发)	2013-7-16	1.00	3.91	50.00	2.7480
13国开205	2013-7-18	50.00	5.40	250.00	-
13农发15	2013-7-22	5.00	4.30	100.00	1.6570
13农发14	2013-7-22	1.00	4.30	100.00	1.5350
13国开35(增发)	2013-7-23	7.00	5.16	50.00	1.4360
13国开34(增发)	2013-7-23	5.00	5.02	50.00	2.2220
13国开28(增2)	2013-7-23	3.00	3.98	50.00	3.0580
13国开27(增2)	2013-7-23	1.00	3.91	50.00	4.2140
13国开31(增2)	2013-7-30	10.00	4.17	60.00	2.1900
13国开30(增2)	2013-7-30	7.00	4.09	60.00	2.6417

13 国开 29(增 2)	2013-7-30	5.00	4.02	60.00	3.1500
13 国开 28(增 3)	2013-7-30	3.00	3.98	60.00	2.8183
13 国开 27(增 3)	2013-7-30	1.00	3.91	60.00	2.7133
13 进出 18	2013-7-31	7.00	4.35	150.00	-
13 进出 17	2013-7-31	2.00	4.19	70.00	1.66
合计				2,370.70	

资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

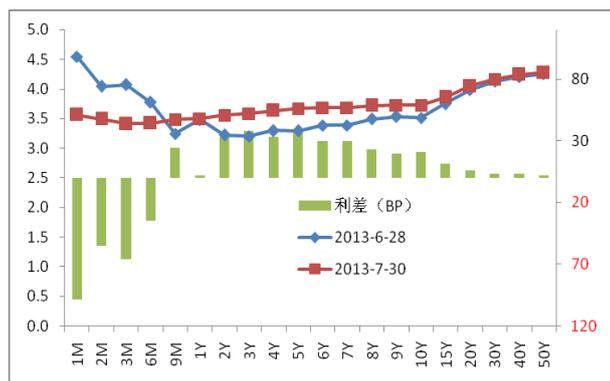
4. 利率市场：流动性持续紧张，长端受预期影响，短端受资金面影响

7月份，央行虽然向市场净投入资金达3080亿元，但由于国内外的流动性持续收缩和央行的公开市场“不作为”，使得市场对于后市的预期影响了利率市场中长端品种收益率的走势，而短端品种而在短期流动性紧张的打压维持高位。

这种二级市场的行情，一方面是当月因素与预期因素叠加的结果，另一方面也是前月流动性紧张导致的资金成本上升在利率品种上面的体现。因此，当月的市场表现，不仅是短端的收益率在流动性紧张的影响下维持相对高位，中长端的收益率也很难以宏观基本面作为解释而呈现不断上调的态势。

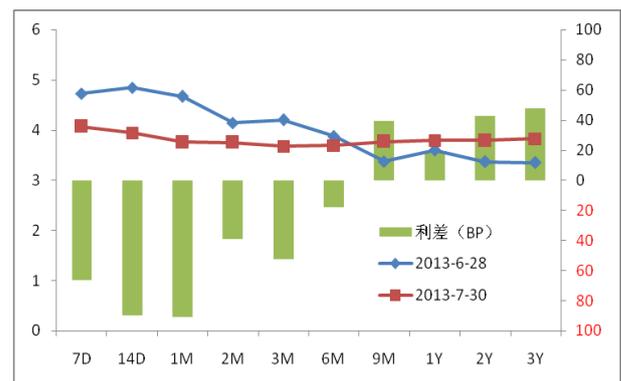
当然，由于宏观基本面对于利率品种的支撑，本月的利率品收益率调整明显呈现出乏力的趋势，即看空预期在基本面支撑下有点强弩之末。以10年期国债为例，本月的中下旬，其收益率基本维持在3.72%上下波动。

图9 国债收益率整体上行(%)



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

图10 央票利率显示资金成本上升(%)



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

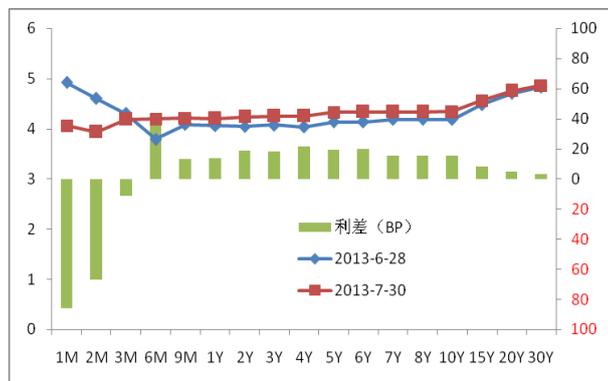
另一方面，虽然利率品种的整体收益率呈现上行的态势，但从全月的变动来看，短端收益率的回落仍显示出流动性较上月有明显的宽松。而扁平化的收益率曲线则说明了市场对于后市的悲观预期，即流动性紧平衡的格局可能会主导了未来一段时间内的资金面，即使是中长端的品种也不能够在宏观基本面上

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

获得足够的支撑。

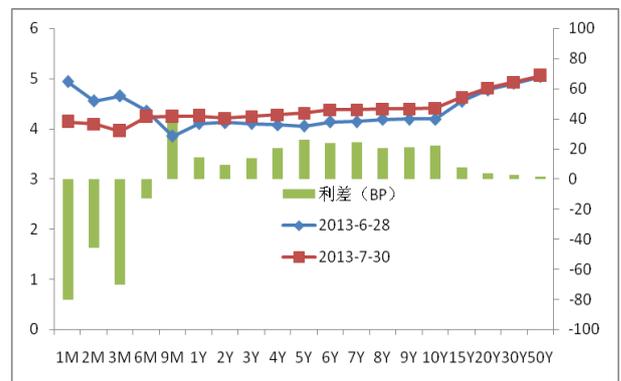
当然，较为稳定的但高位的收益率也一定程度上说明了央行对于预期管理的成功，这种成功至少使得市场在预期的表现上呈现出某种稳定的、一致的结果。另一方面，从政策性金融债的收益率来看，它们类似的表现也说明了当前的债券市场投资不能以传统的“宏观经济下行——货币政策放松——流动性宽松——债券收益率上行”的思维来进行，而应当在全球流动性收缩和国内宏观经济转型的大格局的角度来执行投资。

图 11 非国开金融债收益率 (%)



资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

图 12 国开行金融债收益率 (%)



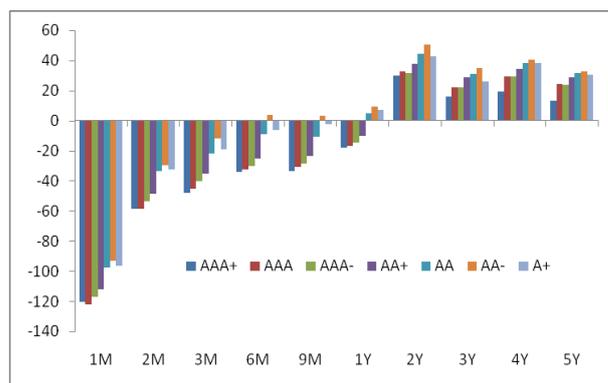
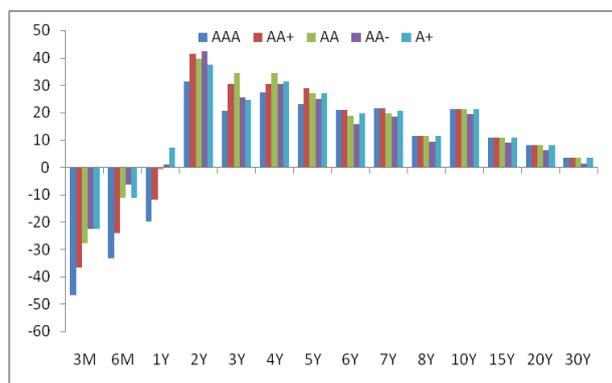
资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

因此，从市场的数据反映出来的情况是，市场认为未来市场风险的冲击和利率市场化后的资金成本上升影响，可能远大于基本面的支撑。

5. 信用市场：流动性紧张推动市场逆转

与利率品种市场的表现类似但出于不同原因的信用品市场，其收益率呈现短端下调但长端加速上行的态势。这种格局，一方面反映了流动性相对宽松以及市场机构风险偏好下降而回归短久期高等级品种的投资思维，另一方面也反映了在宏观经济下行趋势的背景下微观硬着陆对于信用市场违约风险上升的影响。

考虑到机构对于信用市场的悲观预期，缩短久期或者进行亚铃型操作使得市场的中等期限的收益率调整的幅度更为明显。

图 13 银行间城投债收益率全线上涨（BP）
图 14 银行间短融中票全线上涨（BP）


资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

资料来源：WIND 东莞银行金融市场部

我们认为，信用市场的调整可能还得继续，随着审计署对于地方政府债券的审计报告的临近，市场对于地方政府和地方融资平台的债务质量和违约可能性的质疑不断上升，虽然在现在的体制下，地方政府债务的实质性违约还不大可能出现，但受此影响的信用市场收益率表现可能存在相当的波动性。而且，随着宏观下行的发展，信用违约风险或信用等级调降也可能使得市场的波动加大。

本月市场展望

对于 8 月份的市场走势，我们认为，利率市场与信用市场可能存在分化的分水岭。利率市场由于前期的调整基本到位，随着机构对于未来风险防范的备付工作到位和宏观基本面的确认，利率市场重回暖意应该是可期的；信用市场则可能在流动性“紧平衡”和微观个体硬着陆的打压下继续呈现寒意。而整体来看，由于管理层对于金融风险的防范、外部流动性的收缩以及宏观转型等因素，都将限制债券市场回暖的整体走向。

另一方面，从市场的流动性来看，8 月份没有大的抽水因素且央票的到期时间分布较为均匀，因此，整体来看，其流动性应该好于 7 月。

1. 货币市场：整体相对宽松，但不要过于奢望

7月份全月的资金价格呈现两头高中间低的走势，月初由于6月份的余波影响，月底由于当月的不利因素叠加影响，但全月的流动性呈现中性偏紧的格局。随着重大影响7月份的不利因素过去，8月份的资金面应该略呈宽松的局

首先，8月份没有正回购到期，有170亿元逆回购到期和2580亿元的央票到期。虽然央票的到期规模与7月份相差无几，但到期的时点分布相对均匀且与资金需求时点基本处于配合状态。

其次，8月份没有上市银行的年中分红因素的扰动，市场对于资金面的预期相对一致，不存大不可预测的例外因素。

再次，从财政存款的上缴下拨情况来看，历史上的8月份一般表现较为平衡，即财政收支在本月的差额很小，而近几年一般表现为净支出，因此，我们有理由相信今年8月的财政应该表现放款，特别是在经济结构调整和转型升级要求力度加大的当前，相信8月份的财政放款应该比往年增加，我们净投放的规模应该在1500-2000亿元左右规模。

最后，经过近一个多月的风险防范的准备，金融机构的风险备付资金、资产的期限错配风险和流动性风险的控制应该到了较人充裕的水平，对机构来说，无需再进一步增加备付动作，这也将利好于市场的资金需求。

当然，市场资金面的相对宽松并不代表着流动性会呈现直线式的宽松，因为中长期流动性趋紧的原因，资金面紧平衡的格局仍将延续。

一是，从央行7月30日的7天170亿元的逆回购操作来看，央行并不是向市场传递任何放松的信号，而只是给市场一个提醒，即央行有能力控制市场的流动性“紧平衡”局面，它只是在市场需要的时候出候调整市场短期的流动性以避免市场情绪的恐慌。

二是，从管理层限制金融套利和防范金融风险的角度出发，未来资金面维持相对紧张的格局在短期内仍将有有利于整体风险的控制，因此，我们一直以来坚持的货币市场资金价格中枢的7天质押式回购利率加权平均值3.8%上下仍将适用。

三是，美国经济复苏和美联储的退出QE步骤对于全球流动性收缩的趋势性影响一直是国内经济金融挥之不去风险，以97年亚洲金融危机和类似的全

球流动性引发危机的前车之鉴，将在中长期内限制国内货币政策的空间。

此外，外汇占款的趋势性下降，对外贸易双顺差格局的逆转，外管局对于虚假贸易的核查，民间规避资产风险的购汇行为，银行间市场的政策监管，存款准备金的上缴下退，以及利率市场化的脱媒影响等，都有可能市场的流动性出现不可预见的紧张。

另一方面，从更长远的经济结构调整和转型升级的金融支撑来看，央行维持货币市场的紧平衡以防止金融套利的方式可能不是最适合的。因为这样做虽然限制了金融套利但也使资金陷入死塘，并没有流入实体经济。而要想盘活存量资金、确保金融支持实体经济复苏的基础必须要有活跃、低成本的货币市场。

因此，从这个方面来讲，未来央行逐步调整货币政策的可能性很大。这种调整应该是“宽货币，紧政策”为主导，通过宽松的货币市场促进资金市场的活跃，并使未来的资产证券化和存量债务的化解存在疏通的渠道，另一方面通过紧政策限制金融机构特别是银行业金融机构参与金融套利的空间。同时，对于鼓励资金进入实体经济也需要相应的货币政策和财政政策的支持。

当然，个人认为，这种调整是一个目标，短期可能仍然需要以牺牲货币市场的流动性为代价，即就8月来看，实质性的资金面宽松出现的概率应该很低。

因此，我们认为，如果仍以7天质押式回购利率作为资金价格的参考目标的话，随着新月份的到来，其加权平均水平应该会重新调整到4.0%以下的水平。

2. 利率市场：宏观面支撑和收益率调整相对到位，市场回暖可期

7月份的利率品市场在金融机构防范预期风险的降杠杆、备付行为的影响下呈现收益率继续上行的态势，仅有短端的收益率由于资金面的相对宽松（相对于6月份）而呈现下行。但以10年期国债的收益走势来看，其收益率调整明显表现出疲态，表明市场的调整可能已经到位。

展望8月份的市场，我们认为，宏观面和政策面对于利率市场仍会形成支撑，而前期收益率上的调整可能吸引配置资金和部分交易资金进场。并且，随着资金面相对可预期和稳定，机构对于利润的追求将使市场的回暖。因此，我们认为，8月份的利率市场将呈现回暖的态势，各期限品种的收益率都将有所下降。

当然，在当前的过渡时期，我们不能脱离于宏观经济的转型和全球流动性收紧的背景不考虑投资标的。因此，债券市场的走势仍将受到这些中长期因素

的打压，利率市场也很难走出相对明确的趋势性行情，毕竟市场的神经是脆弱的。

另外，由于宏观转型可能更多地依赖于财政政策的支持，因此，料想利率债的供给将会加大，而在利率品种或准利率品种（铁道债、国力债等）发行量较为集中的时点，如果恰好市场的流动性紧张相叠加，那么利率品的收益调整也是势在难为的。总体来看，利率市场走暖也伴随着波动性加大。

3. 信用市场：谨防信用违约风险，调整继续

当前，国家审计署对于地方政府的债务审计正的如火如荼地推进，随着地方债务规模的清晰，市场对于特殊信用品种——城投债的担忧可能会逐渐明朗。另一方面，由于宏观经济下行趋势渐显，微观企业的硬着陆可能在企业的债务违约风险当中渐渐体现出来，表现为评级机构对于主体和债项评级的不断调整。因此，从我们的角度分析，我们对于未来信用市场不存在乐观的理由，其收益率上继续调整概率很大。

我们认为，8月份，信用市场的收益率仍将继续呈现上行的趋势，特别是中长期和中低等级的品种，只是在整体上上行的幅度会有所缩小，并且，由于市场对于风险的规避和流动性的好转，短期品种的收益率可能继续下行。

一是，流动性的相对好转以及机构对于风险的规避，流动性好的高等级、短期限品种的信用债可能是首选。这些债券可能类似于短期限的利率品种，因此，我们料想，短期限品种的收益率可能会呈现持续的下行，并在某一个中枢保持相对稳定的格局（与货币市场的回购利率相对高位有关）。

二是，宏观经济下行趋势导致微观企业硬着陆的现实使得信用违约风险上升，这将扰动信用市场的利差神经，使得信用利差的幅度和波动性加大，对此，中低评级和中长期限的信用债冲击可能继续在收益率上表现出来。

三是，国家审计署对于地方政府债务规模的审计将引发市场对于相关城投债信用风险提前爆发的担忧，虽然在目前的体制下至于实质性发生违约风险，但它也将扰动市场的收益率变化，特别是那些有估值压力的机构。

四是，利率市场化对于信用市场的影响短期内不会有明显的效果，但各家机构预先动作可能使得收益率呈现方向的调整。

五是，转型升级和城镇化推进需要倚重城投融资平台，对于未来信用供给

加大的担忧也将打压着当前的市场收益率。

我们认为，8月份的信用市场走熊的可能性大于走强，但不同期限、不同品种等级在不同的时间段表现是不一样的。短期品种的收益率可能表现为渐行渐稳而中长期期限的收益率可能继续小幅调整。总体来看，信用市场的收益率曲线可能表现为“熊市陡增”。

由于央行货币政策收紧的趋势和全球流动收缩的可能，未来信用市场看空不看多应该是大势所趋，尽量规避中低等级和高风险的地区与行业的债券应该是机构策略共识。

法律声明

本报告由东莞银行股份有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但东莞银行股份有限公司及其关联机构（以下统称“东莞银行”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，东莞银行及其相关人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改，过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，东莞银行可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

东莞银行的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会根据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见、评估及建议不一致的市场评论和（或）交易观点。东莞银行没有将此意见、评估及建议向所有接收者进行更新的义务。东莞银行的资产管理部门、自营部门以及其他投资部门可能独立做出与本报告中的意见、评估或建议不一致的投资决策。

需要进一步提出的是，本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

版权所有 东莞银行

本报告版权归东莞银行股份有限公司所有，未经东莞银行事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发、翻版、发表、引用或公开传播。如欲引用或转载本报告内容，请务必联络东莞银行汇票并注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。

东莞银行保留对任何未授权行为和有悖报告信息的引用行为进行追究的权利。