



在经济弱增长和通胀水平温和回升的背景下，政策面及资金面有望维持相对平稳状态——

# 区间震荡或成债市运行主基调

本报记者 陈果静

2012年，债市走出了一波与以往不太一样的行情：信用债表现强势，尤其是低评级的信用品种走出了一波牛市行情；国债、金融债等品种在银行资金成本抬升、资金分流的背景下，收益率大幅反弹，表现差强人意。那么，2013年债市走势又将如何？

## 资金面 紧平衡或成常态

作为影响债市流动性的因素，资金面状况是债市走势的重要参考指标，特别是临近年末，跨年资金面将成为影响今年年底至明年年初债市行情的重要因素之一。

12月18日，央行开展了总量750亿元的逆回购操作，其中7天期和28天期分别为200亿和550亿元。在本周四将继续开展逆回购的情况下，本周公开市场实现净投放已无悬念。当日隔夜及7天期回购利率继续低位运行，显示出短期资金面较宽松，而21天、1个月等跨年期限的回购利率则出现抬升迹象，表明今年年末的流动性季节性紧张可能即将拉开序幕。

市场人士表示，受年末资金考核、元旦资金备付等因素影响，跨年的中长期限资金利率出现显著上涨将在预期之中。同时，由于年末大量财政存款投放和逆回购“护航”，与往年资金面从11月就开始呈现紧张局面相比，今年年末的资金面相对宽松。

2011年年末时，主要中短期限的资金利率早在当年11月下旬就已经出现大幅扬升。业内人士认为，考虑到中短期内公开市场有望持续为市场注入增量资金，未来一段时间资金面的阶段性紧张程度将较为有限。

从2013年资金面来看，中信证券利率产品分析师李一鸣认为，明年二至三季度为央行公开市场到期高峰，逆回购将成为补充和调节基础货币的重要工具。但逆回购难以解决深层次的货币收缩问题，资金深度不足，在同等超储率水平下，货币市场利率整体偏高，因此资金面将保持“紧平衡”的局面。

## 利率债 或将延续区间震荡

在弱增长和通胀水平温和回升的情况下，李一鸣认为，国内政策面及资金面有望维持相对平稳状态，受此影响，利率产品收益率大幅突破向上或向下的概率均不大，将延续区间震荡的走势。但考虑到基本面状况较2012年将会有所改善，中长期利率产品收益率波动中枢将有所抬升，且



曲线将改变过于平坦的形态，陡峭化将成为主要趋势。

11月宏观经济数据披露后，进一步强化了市场对于经济企稳回暖的预期，但就债券市场状况来看，债市并没有遭遇明显抛压，主要原因是机构倾向于认为当前经济复苏的态势仍然偏弱。

对于利率产品的走势，瑞银证券则乐观很多。瑞银证券策略分析师陈琦认为，长期来看，潜在经济增速趋势性下降、通胀水平温和的基本面环境对利率市场形成利好，利率市场将长期走牛。但由于诸多短期内的不利因素的存在，可能使得2013年利率市场面临的调整风险和震荡幅度大于2012年。

从利率产品供给角度来看，据业内人士估算，2013年利率品种净供给将超过2万亿元，较2011年1.89万亿元的净供给量增长超过6%。李一鸣认为，2013年金融债供给量将与今年持平，国债供给则有所上升。在近期中央减税、城镇化等政策的影响下，预计明年政府赤字将有所增加，国债的供应量也将随之上升。从整体上看，利率产品供给量的增加会使市场承压，导致收益率上行，进而对利率市场行情向上形成阻力。

## 信用债 券种价值分化持续

回顾今年以来信用债市场的走势，不难发现券种价值开始发生了分化。中欧基金姚文辉表示，今年信用债整体表现较好，但其

结构化行情特征非常明显。分类来看，今年行情最好的是城投债，其次是一些低评级的中票或公司债，表现最差的则是高评级债券，高评级债券跑输了低评级债券。

2013年信用产品券种的分化可能会持续，但结构上或将发生变化，低等级的信用产品也许不再那么吃香。目前，由于对年底资金面转紧的预期以及年底可能发生的调仓行为，会导致信用债市场出现一定幅度的调整。从目前市场的状况来看，无论城投债还是低等级中票，信用等级利差均降至历史低位，难有进一步缩窄空间，下行的动力将取决于高等级债的下降空间以及调整的空间。

中信证券信用产品分析师杨丰认为，在中低评级债等级利差过低的同时，高等级信用债收益率、信用利差均处于均值水平之上，具备一定的安全边际，或将导致投资者转向高等级的信用债。

从供给上看，2013年信用债供给可能较2012年小幅上升，短融、中票的供给压力或将较大。招商证券认为，2012年第三季度信用评级公司进场数的暴涨，增加了明年上半年短融、中票的供给压力，其中第一季度将尤为明显。而短融在今年第三季度存量债务到期后，明年供需状况或有较为明显的好转。企业债明年整体上供给压力增幅不大，上半年可能机会更加明显，而公司债在明年上半年的供需形势也可能较今年有所好转。

从整体走势上看，杨丰认为，2013年信用债市场的整体投资环境偏中性，就目前对经济及政策的判断而言，收益率中枢整体可能有上移，但不存在大幅上行的条件，票息可能将是明年债券投资的主要收入来源。

## 延伸阅读

### 把握波段交易机会

本报记者 陈果静

在资金面“紧平衡”的背景下，针对明年债市走势，投资者应该如何操作？

利率产品方面，针对不同配置需求的机构，业内人士表示，金融债持有期总体收益状况好于国债。对交易型机构而言，目前中长期利率产品收益率处于预计波动区间下限附近，建议保持谨慎，等待收益率上行后的波段交易机会；对配置型机构而言，金融债品种仍具备一定的相对价值优势，可继续参与，但需关注一级市场供给压力的变化。同时，3年以上金融债隐含税率仍高于历史均值水平，较国债具备相对价值优势，但在供给压力下，金融债隐含税率可能阶段性走高，可关注由此带来的波段交易机会。

瑞银证券策略分析师陈琦则从配置产品久期上提出了建议，他认为，明年利率市场可能出现较2012年更大幅度的波段调整，利率市场波动性的加大在对投资者提出更高风险管理要求的同时，也孕育了可能获利丰厚的波段交易机会。他建议投资者将久期目标缩短至3年至5年，积极捕捉波段交易的机会，并可重点关注5年以下非国开行政策性金融债、5年至10年期国债。

信用产品方面，中信证券建议信用债后市配置以防御为主。品种上，宏源证券建议选择5年期、票息较高的信用产品、AA级城投债和产业债中票。

针对不同信用等级的信用债，业内人士表示，明年的投资策略主要是波段与调仓。高评级信用债主要进行波段操作，在季节性开工旺季，高评级信用债在经济复苏预期下可能会出现调整；低评级信用债则建议卖出，且时点恰是在经济企稳反弹、市场对信用风险的担心有所减弱的时候，而此时正是将高收益债调整成高评级债的有利时机。

对于低等级的信用债，国泰基金副总经理梁之平认为，在防范信用风险的同时可适度关注，但应注意规避竞争充分的周期性行业内小型企业、中小企业私募债和中小企业集合票据，持有期控制在3年以内。从中期看，还可布局部分低估值可转债，获取阶段行情带来的收益。

## 链接

### 前11月债券市场发行规模同比大幅增长

#### 短期融资券和中期票据增长趋势明显

市场评级机构鹏元资信评估有限公司日前发布的数据显示，今年前11个月我国债券发行规模同比大幅增长，其中短期融资券和中期票据增长趋势非常明显，公司债发行期数和发行规模也较去年同期有大幅增长。

数据显示，今年1至11月份，我国债券市场共发行2414期债券（不包括国债和央行票据），累计规模5.74万亿元，相比于去年同期的1359期和4.26万亿元，分别增长77.63%和34.55%。

从债券品种来看，1至11月份发行规模最大的仍然是金融债券，共发行203期，募集资

金2.34万亿元，占已发行债券总规模的40.75%，其中政策性银行发行163期，累计金额2.03万亿元，占已发行金融债券的86.81%。

而发行程序较为简便的短期融资券发行规模也比较大，共发行920期，规模达1.4万亿元，发行期数和规模较去年同期分别增长61.12%和46.47%，增长趋势非常明显；中期票据共发行689期，发行规模为1.04万亿元，同比分别增长71.82%和40.35%，增长趋势也非常明显。

公司债发行期数和发行规模也有大幅增长。1至11月公司债共发行173期，募集资金

2281亿元，发行期数和发行规模较去年同期分别增长127.63%和93.52%。

在企业债方面，今年1至11月份共发行426期，同比增长147.67%；累计募集资金7224亿元，同比增长146.75%。

总体而言，今年1至11月份我国各类债券的发行规模同比均大幅度增长，这主要与决策层大力推动债券市场发展的决心密不可分。从市场分布来看，银行间债券市场仍然占主导地位，1至11月份短期融资券和中期票据合计发行2.43万亿元，二者占总发行规模（剔除金融债券、国债和央行票据）的71.61%。（郑 功）

### 复星医药5亿元短融发行完毕

本报讯 上海复星医药(集团)股份有限公司公告称,2012年度第一期短期融资券已于2012年12月18日发行完毕。

公告显示,此次短融发行总额为5亿元,年利率为4.75%,期限为180天,于2013年6月17日到期。(郑 功)

### 双环科技发行8亿元短融中票

本报讯 湖北双环科技股份有限公司发布公告称,至2012年12月,拟发行的总规模不超过4亿元的短期融资券和总规模不超过4亿元的中期票据已经全部发行完毕。

本次短期融资券和中期票据均分为两期发行。两期短期融资券的发行利率分别为4.60%、5.40%;两期中期票据的发行利率分别为5.93%、6.14%。(郑 功)

## 机构观点

# 煤炭分质利用前景值得关注

长期以来，我国煤炭利用以煤化程度较深的烟煤、无烟煤为主，煤炭的实际需求一直快过有关部门的预计。随着煤炭开发强度的加大，变质程度较深的烟煤供求关系趋紧，煤化程度较浅的长焰煤、褐煤的综合利用也逐步提上日程。粗略估计，褐煤、长焰煤在我国煤炭产出中的占比从“十一五”初期的10%提升到目前的20%左右。

所谓煤炭分质利用，就是以中低温干馏的方式，打开褐煤、长焰煤里面的桥键，得到提质后的煤炭以及一些低分子或者大分子化合物，再经过进一步的处理就可以得到符合国家标准的油品以及其他产品。分质利用的宗旨在于就地简单加工，宜煤则煤，宜油则油，宜气则气。

分质利用是实现各方多赢的利用方式。对于国家而言，一方面满足国内日益紧张的油气缺口，另一方面实现煤炭资源的高效、高附加值利用；对于地方政府而言，分质利用项目的水耗只有传统煤化工的1/7，投资只有传统煤化工的1/3，分质利用模式将为地方政府探索出一条最大限度高附加值就地转化的模式；对于煤炭生产企业而言，分质利用不仅实现了煤炭资源的高附加值利用，而且提高了热值。

当前，市场上对煤炭分质利用还存在一些异议，突出表现在以下三个方面：

首先是担心项目的盈利水平。目前国内已有大型煤炭分质利用项目的净利率在20%左右，考虑到国家将在明年1月1日对加氢成品油开征消费税，一旦开征，项目的净利率大约

只有5%至10%。但是分质利用的产业意义远胜过煤炭直接液化和间接液化。另一方面，目前我国煤炭分质利用项目大多主要集中在陕北榆林地区，当地块煤价格高达550元/吨，煤炭的焦油产率只有5%至7%，而在另一些地区如新疆哈密，块煤价格大约只有150元/吨左右，煤炭的焦油产率可以达到8%至12%，对于这类项目保守估计净利率可达30%至50%。

其次是担心焦油加氢后的产品能否达到国标油品，尤其是升级后的国标油品的标准。经验表明，油品质量取决于加氢深度，荒煤气副产氢气大约是伴生焦油消耗的3倍，满足加氢需求绰绰有余，从这个角度看，油品质量达标无需担忧。

□ 柴沁虎

第三是担心项目的成熟性。目前，全球最先进的煤炭干馏技术都集中在中国。同时，随着国内成品油升级工作的推进，成品油加氢技术等也已国内炼化企业的标准配置。实际上，煤炭分质利用产业本质上并不是技术革命，而是将焦化产业和石化产业予以有机结合，形成一种符合中国国情，具有自主知识产权的技术组合。

全国目前在建、拟建的煤焦油加氢项目超过30个，投资规模近1000亿元，煤焦油加氢总产能达1700万吨。但也必须注意到，目前我国煤炭分质利用模式还略显粗放，分质利用技术也有很多细节问题需要突破，亟须国家示范工程规范引导。

因此，当务之急是重视长焰煤大规模利用的产业现状，出台优惠的财税政策，尽快建立起国家级煤炭分质利用示范项目，规范、引导相关产业可持续发展。在分质利用的三个产品中间，荒煤气的高附加值综合利用将是各方关注的焦点，因此，加氢反应设备的制造企业、具备高效气体分离经验的企业，以及在液化天然气产业方面有较深经验的上市公司值得投资者关注。

(作者单位：宏源证券研究所)



| 上期所     | 收盘价       |
|---------|-----------|
| 白银1306  | 6709元/千克  |
| 铝1303   | 15290元/吨  |
| 黄金1306  | 341.84元/克 |
| 铜1303   | 57650元/吨  |
| 燃料油1305 | 5020元/吨   |
| 铅1302   | 15310元/吨  |
| 螺纹钢1305 | 3818元/吨   |
| 天胶1305  | 25280元/吨  |
| 线材1305  | 3813元/吨   |
| 锌1303   | 15160元/吨  |

| 郑商所     | 收盘价      |
|---------|----------|
| 棉花1305  | 19285元/吨 |
| 早籼稻1305 | 2715元/吨  |
| 玻璃1305  | 1351元/吨  |
| 甲醇1305  | 2757元/吨  |
| 菜籽油1305 | 9798元/吨  |
| 白糖1305  | 5515元/吨  |
| PTA1305 | 8330元/吨  |
| 强麦1305  | 2552元/吨  |

| 大商所      | 收盘价      |
|----------|----------|
| 豆一1305   | 4791元/吨  |
| 豆二1305   | 4739元/吨  |
| 玉米1305   | 2448元/吨  |
| 焦炭1305   | 1679元/吨  |
| 聚乙烯1305  | 10655元/吨 |
| 豆粕1305   | 3419元/吨  |
| 棕榈油1305  | 6772元/吨  |
| 聚氯乙烯1305 | 6615元/吨  |
| 豆油1305   | 8724元/吨  |

| 上海银行间同业拆放利率 |        |    |        |
|-------------|--------|----|--------|
| 期限          | 拆放率%   | 期限 | 拆放率%   |
| 隔夜          | 2.2775 | 3月 | 3.8742 |
| 1周          | 3.0430 | 6月 | 4.1000 |
| 2周          | 4.1950 | 9月 | 4.2593 |
| 1月          | 4.3890 | 1年 | 4.4002 |

| 人民币基准汇价 |           |
|---------|-----------|
| 币种      | 100外币 兑本币 |
| 美元      | 628.65    |
| 欧元      | 831.48    |
| 日元      | 7.4434    |
| 港元      | 81.116    |
| 英镑      | 1021.65   |

| 纽约外汇行情 |         |
|--------|---------|
| 币种     | 1美元合外币  |
| 英镑     | 0.6173  |
| 加拿大元   | 0.9835  |
| 瑞士法郎   | 0.9175  |
| 日元     | 83.8700 |
| 新加坡元   | 1.2193  |
| 澳大利亚元  | 0.9478  |
| 港币     | 7.7495  |
| 欧元     | 0.7599  |

纽约外汇行情为前一交易日数据

提示：本版投资建议仅供参考，据此入市，风险自担。

本版编辑 李会姚进