

# 进出口银行10年期金融债热发

□本报记者 王辉 上海报道

进出口银行24日招标发行了最新一期10年期固息金融债券。招标结果显示,在上周以来二级市场中长期品种金融债收益率出现显著回落的背景下,本期金融债发行受到市场追捧,认购倍数与中标利率均超出市场预期。分析人士表示,在内外经济金融环境依然面临较大不确定性的情况下,政策性金融债等利率产品依然有较强的配置需求。在此背景下,前期金融债等债券收益率在经过快速上行之后,或将进一步寻找合理的估值中枢。

## 中标利率显著低于预期

刊登在中国债券信息网的发行结果显示,进出口银行4月24日招标发行的10年期固定利率附息金融债中标利率为4.18%。机构交易员的数据则进一步显示,本期金融债首场150亿元的认购倍数为1.97倍,这也是今年以来中长期非国开固息金融债招标中的最

高认购倍数。之后的追加发行认购倍数则达到2.816倍,50亿元追加额度全部追满。从认购倍数情况来看,本期长期限金融债无疑受到了市场的青睐。

利率水平方面,此前华泰证券、中银国际等机构为本期金融债给出的预测中标区间普遍集中在4.25%至4.30%附近水平,实际4.18%的中标利率要大大低于此前机构的预测均值。而从与二级市场的比较来看,目前二级市场上10年期限左右的固息金融债交投在4.35%至4.40%左右,本次一级市场的中标利率也显著低于同期限债券二级市场的水平。

市场人士表示多项因素仅本期口行债大受追捧。其一,前期国开行债密集发行,金融机构在国开行债上的授信额度使用殆尽,在城投债的配置重点已经逐步从国开行转向口行和农发行;其二,本期债券是今年以来首次发行的10年期固定利率非国开行金融债,而且进出口银行此前极少发行10年期品种,本期债券品种

的稀缺性使得主流机构配置需求旺盛,进而推动本期口行债中标利率在一定程度上低于预期;其三,近期中长期金融债二级市场收益率快速下行,本期长债招标也受到了不少提振。

## 中长期金融债“由冷转热”

数据显示,截至4月23日,银行间10年期固息政策性金融债收益率已由19日的4.46%,下行了7个基点至4.39%。对此,长江证券债券分析师熊德超指出,近期外围欧洲以及国内PMI等一些关键

今年以来部分非国开中长期固息金融债招标结果					
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	实际发行总额(亿元)	认购倍数
12进出01	2012-2-17	3	3.78	200	1.80
12进出02	2012-2-17	5	3.87	200	1.79
12农发01	2012-2-23	7	3.92	300	1.64
12农发02	2012-3-6	5	3.87	300	1.59
12进出03	2012-3-9	7	3.95	200	1.24
12进出04	2012-3-9	5	3.83	200	1.59
12农发03	2012-3-13	3	3.62	300	1.85
12农发04	2012-3-13	7	3.93	200	1.74
12农发06	2012-4-9	5	3.89	250	1.88
12农发07	2012-4-19	3	3.68	186	1.72
12进出06	2012-4-24	10	4.18	200	1.97

经济指标显示出整体经济形势依然不甚乐观,在前期金融债收益率涨幅较大的背景下,伴随基金公司等主流机构资金面的充裕,近几个交易日金融债收益率因而出现明显回落。

该市场人士同时表示,考虑到通胀水平中短期内仍可能触底反弹,本轮金融债收益率的回落在时间和空间两方面,建议都不能过于乐观。

不过,从近期市场的多数观点来看,市场对于金融债的态度仍然正在发生积极转变。瑞银证券在

本周发布的一份债市报告中指出,由于未来整体利率市场供给压力较大,且利率市场整体基本面环境仍相对中性,短期内尚难以见到金融债收益率大幅下降的空间。但另一方面,近期政策性金融债与国债之间的利差扩大,则显著提高了政策性金融债的配置价值。

银河基金研究中心则从金融债收益率隐含税率的测算角度分析指出,当前政策性金融债隐含税率达到历史高位,与国债比价优势明显,后期依然有较大的反弹空间。

# 城投债从防信用风险过渡到防流动性风险

□申银万国 屈庆

当前城投债仍随着风险偏好回升而上涨,但市场压力也一直伴随。鉴于平台信贷总量控制可能带来债券融资规模的扩容,在城投债投资节奏上,我们建议采用更谨慎态度,从对信用风险的防范进一步过渡到对未来流动性风险的防范上。

## 平台贷款风险缓释 债券融资压力加大

4月上中旬,银监会下发《中国银监会关于加强2012年地方融资平台贷款风险监管的指导意见》12号文,要求银行金融机构继续推进平台贷款风险缓释。

根据12号文的具体指导意见,今年地方政府平台贷款问题主要从以下几个方面进行:1、对今年即将到期债务,严格监控并及时化解。2、对存量债务,按分类区别化解。3、对新增债务(贷款),采用总量控制和定向投放。一方面,今年信贷计划安排不得增加新增平台贷规模;另一方面,新增贷款主要投向收费公路项目、国务院审批重大项目、保障房、农田水利类和工程进度60%项目等。

该文对债券市场潜在影响在于:一方面,通过到期债务化解和存量债务分类处理,采用

“以时间换空间”的方式缓释平台贷的还款压力,融资平台系统性信用风险将得到显著缓释,进而缓解城投债的信用风险担忧;但另一方面,由于在新增贷款方面采用总量和投向的严格控制,平台通过债券来融资的压力将更强,未来城投债供应压力也依然较大。综合之下,12号文对债券影响体现了“风险缓释+债券融资压力加大”两种效应,城投债在信用风险下降同时,也包含着未来扩容压力。

## 总量大 节奏快 一级市场利率开始分化

今年3月份开始,新城投债发行呈现供需两旺的势头。这除了有的企业在5月年报披露前抢发的特定因素,其实已经体现出平台贷政策影响。

按月度看,三月份新城投债发行猛增到约700亿(按Wind口径),四月份前三周的城投债已累计约182亿。按周度供应节奏,上周(4月16日-4月22日)的单周发行91亿。预计四月份全月城投可发行约250-300亿,这一规模也是自2011年以来仅次于去年12月份和今年3月份的第三大供应月份。

历史上,城投债供应除了监管方因政策审批中断(例如2010年6月-8月后)和市场需求太弱

(2011年7月-9月),以及春节工作日影响之外,一般各月供应具有持续性。当前,发改委对新城投债审批持续,而市场对城投债需求仍较高。因此,尽管5月份后在发债节奏上可能会稍微缓和,但未来一段时间总量预计仍多。假如按照每月150-250亿规模,今年年底前供应仍可在1500-2000亿,全年供应远超去年1200亿左右的规模。

在一级市场利率上,随着一季度掀起低评级行情,新城投债发行开始呈现一定的分化现象。一方面,低资质供应不断,大部分资质较差发在8-8.5%高位;而另一方面,也有部分城投(特别是一些AA+和少量AA-)通过担保公司、第三方企业担保方式等外部增信方式,发行利率突破8%下限甚至达到7.2-7.8%的二级市场估值水平。例如12马城投债、12宿迁建投债、12宿迁开发债、12余城建债等。

高资质AAA城投仍为市场稀缺性品种,今年以来也仅发行了例如青岛城投、苏交通债等少数几只,发行利率也与AAA中票相对更为贴近。

## 老城投债逐步回归面值 卖出压力增大

一季度的政策红利和经济好转带动市场风险偏好回升,城投

二级市场看涨行情延续至今。

从当前城投二级市场收益率估值上看,以流动性较好的交易所城投为例,无论新、老城投(新城投特指去年四季度以来发行的高票息城投,老城投为大跌前发行的城投),绝大部分二级收益率都下行至6.5-7.5%区间,部分资质更优的老城投(约在2010年以前发的)目前已在7%以下,新城投多落在7.5%附近。

从新老城投债自发行起至今的资本利得损益来看:

去年四季度后发行的新城投债有8%以上高票息,上市后收益率不断下行至7.5%附近,短期内的赚钱效应十分明显。一季度,新债在交易所一二级市场利差更大,交易所的赚钱效应相比银行间更明显。因此只要新城投发行利率停留在8%以上高位,跨市场城投债从一级市场的配置就存在约2%-6%的“打新”收益。

老城投债目前的净价折溢价率(净价现值/100-1)大都在2%更窄区间,意味着大部分老券的净价都落在98-102元附近。特别是2010年下半年-2011年6月间所发行部分县市城投债,考虑到这一期间发行的债券资质相比2010年前发行的老债资质偏弱,且2011年上半年部分基金/券商等机构所加城投仓位可能在去年三季度大跌中又无法降低,因此在

这些资质偏弱的老债逐渐回归到面值附近后,可借市场上上涨机会逐渐减仓。

## 调整仓位 以旧换新

综上所述,未来城投债的正负市场因素并存:银监会12号文给债券市场带来系统性信用风险下降同时,又使得后期城投债平台融资规模趋于迅速增长。按每月100-300亿左右的供应节奏,年底前仍可能有1500-2000亿甚至更高的潜在发行规模。

新城投债一季度赚钱效应明显,平均有2%-6%左右未年化“打新收益率”。近期部分资质偏好的城投发行利率开始下降到二级市场水平,短期内的赚钱效应有所降低,也势必相应降低一部分投机性需求。

老城投债方面,大部分二级市场收益率已经回到6.5-7.5%区间,净价上多落在[98元,102元]区间。部分资质较优老债在这个位置上仍然继续持有的长期价值;但对于部分资质相对较差的老城投,结合到后期低评级城投的供应压力,城投仓位较重的机构可逐步卖出一些例如2010年底-2011年上半年期间发行的一些县市级城投老债。建议可以采取卖掉该类老债、换取具有赚钱效应新债的“以旧换新”调仓方式。

## 交易员札记

# 信用债继续走强 收益率微幅下行

□长江证券 斯竹

周二债市交投较为平稳,整体收益率微幅下行。中长期利率品种收益率震荡,其中10年期国债收益率下行约2bp,同期限金融债下行约3bp。信用债维持火爆行情,收益率持续下行。

当日招标发行的10年期口行金融债,中标利率为4.18%,低于市场预期。二级市场上,国债成交集中在中长期品种,收益

率窄幅震荡,如7年期品种成交在3.40%附近,10年期11附息国债15成交在3.52%附近;金融债方面,2.95年的12国开15成交下行至3.84%,5年期12进出04持平在3.89%,7年期12国开07成交在4.22%,10年期11国开26成交在4.37%;央票交投稳中略降,如1年期10央票32成交在3.19%,剩余期限1年半的10央票89成交在3.24%。

信用品种维持强势行情,收

益率继续下行。短融成交依然火爆,各期限评级品种均有成交,尤其是新发券种广受青睐,如12武钢CP02成交在4.22%,12长电CP02成交在4.21%附近。此外,剩余期限半年附近的11青国投CP02成交在4.55%,不到1年的国电集SCP001大量成交在4.22%,下行约3bp;中票交投维持活跃,整体收益率有所下行,如超AAA券种2.5年的中石油MTN5下行3bp成交至4.42%,2

年多的AAA券种11国药控MTN2则大量成交在4.50%,下行约10bp。同期限的AA券种12天原MTN1下行5bp成交至5.55%,11盘江MTN1成交在5.32%;企业债成交多在AA附近评级券种,其中3年附近成交较多,收益率呈现大幅下行,如09渝地产债成交在6.48%,10天业债成交在5.25%,11湘电集团债最低成交至6.45%。

从资金面来看,短期流动

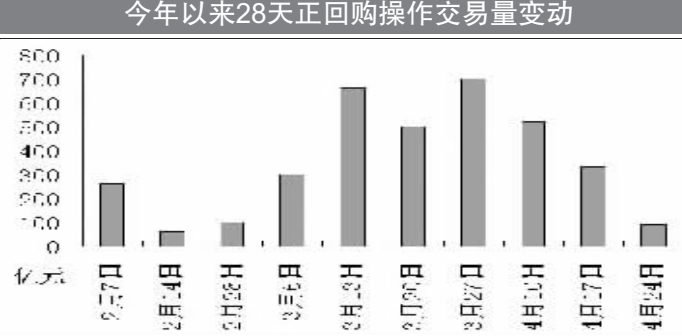
性保持宽松,1个月以内资金量缩价跌,其中银行间质押式回购加权利率隔夜品种大跌11bp。经济基本面趋势性下行,将引导债市结构性行情在二季度延续,而后市资金面的走向,将成为未来引导债市收益率变化的关键因素。预计短期内中低等高级高收益品种将维持火爆行情,操作上以持有期收益为主,AA-品种收益率仍有一定的下行空间。

## 央行周二进行90亿28天期正回购 连续第五周净投放几无悬念

据央行网站消息,央行周二(24日)以利率招标方式开展了90亿元28天期正回购操作,操作量较上周减少240亿元;中标利率为2.8%,与上周操作持平。央行当日仍未发行央票。市场人士指出,正回购操作量大幅缩水,显示出央行通过公开市场释放流动性以缓解资金面季节性紧张意图。

据Wind数据统计,本周有30亿元央票到期、700亿元正回购交易到期,公开市场到期资金合计730亿元,降至4月份单周最低水

平。由于企业集中上缴上年度所得税,4月份迎来年内首个财政存款高增月度,加上人民币单边升值预期淡化,外汇占款出现中枢下移趋势,自进入4月份货币市场流动性略有转紧,资金利率水平整体较3月份出现一定幅度的抬升。为缓解资金面季节性紧张的压力,央行适时削减了公开市场回笼操作力度,截至上周,已连续四周通过公开市场净投放货币。鉴于周二正回购交易量继续大幅减少,市场人士预计,本周将延续净投放格局。(张勤峰)



## 资金面整体平稳 回购利率稳中有降

24日,货币市场流动性较为充裕,中短端回购利率有一定幅度下行。市场人士表示,考虑到央行公开市场操作与国库现金操作双管齐下,短期内流动性大幅趋紧的风险有所下降。

具体来看,质押式回购短期品种方面,隔夜利率加速下行,加权收益率收报3.22%,下跌11bp;7天回购利率下行约5bp至3.74%。中期方面,14天与21天回购利率出现2-4bp的回落,分别收报3.95%和4.21%。长期方面,1到4个月品种均有成交,加权利率小幅度走高。从资金利率走势看,尽管公开市场到期资金递减,且财政存款增长明确,但近期银行流动性并不十分紧张,资金市场状况整体好于预期。

究其原因,市场人士指出,首先在于央行持续通过公开市场投放货币,过去四周已累计净投放超过2000亿元资金;其次,为促进经济平稳增长,财政支出可能有所加快加大,相应可对财政存款季节性增加起到一定的对冲效果;再者,上周央行相关负责人的讲话,指出了要稳步增加流动性供应,改善了市场的流动性预期。

另外,26日央行将招标600亿元6个月期国库现金存款。分析人士认为,短期来看,此次国库现金招标有望为银行机构应对月末资金压力提供一定的流动性支持,但因银行存款规模增长乏力,面临较大的存贷比考核压力,预期招标利率水平难以较上期的6.80%出现大幅下降。(张勤峰)

## 新疆天业获注册10亿定向工具 银行间定向工具发行逐步升温

据中国银行间市场交易商协会网站24日披露,新疆天业(集团)有限公司近日获准注册非公开定向债务融资工具(简称定向工具)发行额度10亿元,该注册额度2年内有效,由国家开发银行股份有限公司主承销。研究机构指出,定向工具自去年5月问世以来,发行量逐季提升,尤其今年3月供给明显增加,已经成为信用债供给的重要组成部分。

银行间首批定向工具面世于去年5月3日。经过初始之初的一段沉寂之后,近期供给量开始逐步攀升。据中金公司报告,去年三季度、四季度和今年一季度的发行量分别为210亿元、534亿元和595亿元。尤其是今年3月当月就发行17只,共425亿元,创出自面世以来的月度发行最高水平。

而据Wind统计,自去年5月以来,各类非金融企业累计已注册定向工具2607亿元,已完成发行1634亿元,目前的注册余额还有约1000亿元。

据中金公司报告分析,越来越多的发行人选择定向工具的原因在于:第一,有助于发行人突破公募债券40%净资产占比的上限;第二,定向工具支持保障房融资,但房地产类企业发行公募债券的限制仍然比较严格;第三,部分未公开发行过债券的企业,考虑到私募产品的发行准备工作相对简单,也注册发行了定向工具。

中金公司指出,今年定向工具与短融中票的利差显著扩大,吸引力相比去年有所增强,定向工具的供给增加可能会削弱银行对公募信用债的需求。(张勤峰)

## 中信标普可转债指数连续两日回调

在A股市场谨慎情绪升温之际,4月中旬以来跟随A股持续走强的可转债市场也再次陷入盘整。4月24日,中信标普可转债指数小幅下跌3.75点或0.15%,连续第二个交易日收阴。当日沪深可转债市场个券跌幅多涨少,整体表现弱于正股。

具体来看,24日沪深两市成交的17只个券中有14只下跌,仅3只上涨;而相关正股则为6涨9跌2平。其中,国电转债收盘净价下跌0.56%,居跌幅首位;美丰转债收盘净价上涨0.41%,涨幅第一;大盘转债方面,工行转债、石化转

债、中行转债分别下跌0.17%、0.12%、0.10%。从估值来看,截至24日,这17只个券中有7只个券到期收益率高于3%,工行、燕京、美丰三只转债到期收益率为负。

分析人士指出,4月中旬转债市场伴随A股持续走强,已经反映了短期供给压力缓解和质押回购放开预期等正面因素,加之后续扩容压力仍然存在,此时介入的交易性机会不大。不过,如果股市出现回调且5月下旬转债供给窗口重新打开,小规模波段操作机会或再次出现。(葛春晖)

## 新债定位 | New Bonds

12附息国债07			预测中标区间【2.88%,2.95%】		
债券期限	3年	招标数量	300亿,可追加	计息方式	固定利率
付息频率	按年付息	招标方式	混合式	招标时间	4月25日
缴款日	4月27日	上市日	5月3日	手续费率	0.05%

国海证券:目前3年期国债收益率曲线显示为2.93%,市场双边报价为2.91%,报买为2.89%,成交在2.90%附近。预计本期债券招标利率将接近二级市场,区间为2.88%-2.91%,边际中标利率区间为2.92%-2.95%。本期债券利率较好,收益适中,建议资金充裕的配置机构积极参与投标;由于目前回购利率较高,该国债无套利空间,不建议交易型机构参与。

鄞州银行:利率债的行情并没有走入末尾,适当的调整反而有利于利率产品行情的再次展开,在后

期宽松政策可期的前提下,建议投资者把握利率债波段行情。4月23日,剩余期限2.6年的110025市场报价在2.88%-2.9%,建议本期国债7期投标区间为2.9%-2.94%。

中银国际:目前市场上交易较为活跃的3年期国债市场收益率在2.93%附近。考虑到市场资金面及机构对短期债券较好的需求情况,预计本期债券中标利率将接近二级市场收益率水平。建议积极的投资者在2.88%-2.91%投标,相对保守的投资者在2.92%-2.95%投标。(张勤峰 整理)