

农发行新债认购倍数创年内新高

# 宽资金催热债市 做波段谨防回调

□本报记者 葛春晖

在充裕资金的追捧下,农业发展银行17日招标的2年期固息金融债中标利率大幅低于市场预期,认购倍数创下该行今年以来新债招标的新高。此外,由于降准致使市场对于资金面和政策面的乐观预期升温,本周债券二级市场也是行情火爆。分析人士指出,考虑到央行仍在担心潜在的通胀风险,近期降息的概率依然较低,债市收益率难以趋势性下行。经历了前几个交易日的急剧下行后,收益率反弹的风险正在上升。

需求火爆 认购倍数2.37

5月17日,中国农业发展银行招标发行了其2012年度第9期金融债。根据发行公告,本期债券为2年期固息金融债,按年付息,发行总量不超过150亿元;首场招标结束后,发行人有权以数量招标的方式追加发行不超过50亿元的当期债券。发行结果显示,在资金面大幅改善的背景下,本期债券获得了机构的热捧。

据中债网公告和交易员的消息,本期农发债中标利率为3.15%,明显低于此前的市场预测中值3.24%,与前一日的中债网2



年期固息政策性金融债收益率3.36%相比,更是大降21个基点。认购情况方面,本期债券首场认购倍数为2.37,创下农发行今年以来新债招标认购倍数的新高。此外,首场招标结束后,本期债券获得足额追加发行,追加倍数仍然超过2倍,从而使得本期债券最终发行量达到200亿元。

市场人士表示,上周末央行宣布年内第二次下调法定存款准备金率后,银行间市场资金面大幅改善,债券市场也迎来一波火爆行情。相对中长端品种而言,短期债券受资金面影响更大,加之本期农发债为今年以来首次发行的2年期金融债,而且目前金融债在利率产

品中仍具备明显的估值优势,因此机构的认购积极性很高。

降准引发火爆行情

5月12日,央行宣布自18日起正式下调存款类金融机构法定存款准备金率0.5个百分点。市场普遍认为,央行选择在公布4月份经济数据之际降准,其根本用意在于进一步放松银行体系流动性,以达到刺激信贷投放、稳定经济增长的目的。虽然降准对于实体经济复苏产生作用的过程可能比较缓慢,但其对于银行资金面的正面作用是立竿见影的。事实上,由于实体经济需求不足,商业银行新增的流动性会更多投向债券

市场,也正因此,机构对于未来债市资金面的预期也更加乐观。

另外,4月经济数据的超预期下滑,使得市场上的降息预期也有一定程度升温,认为近两个月央行可能下调基准利率的机构也有所增多。国泰君安表示,4月份工业增速为9.3%,而历史上10%以内的工业增速都对应着降息周期,目前3%的1年期央票交易利率已隐含明确降息预期,若6月通胀回落至3%以内,或在7月触发降息。而国信证券更是认为,如果央行在一个月的观察期内发现此次降准刺激经济的效果仍不明显,则公布5月经济数据前后 6月9日左右)就可能是最近的降息窗口。

乐观的资金面和政策面预期,共同推动债券市场在本周前三个交易日演绎了一波火爆行情。中债网数据显示,截至5月16日,银行间1年、3年、5年、7年、10年固息国债收益率分别较上周五大幅下行 35BP、34BP、28BP、16BP、13BP。

短期或有技术性回调

不过,经历了一波急剧下行之后,收益率继续下行的动力或已不足,甚至开始逐步聚积反弹风险。

## 政策利好终兑现 互换曲线重增陡

□上海银行 陈玥

近期,陆续公布的宏观经济数据显示国内经济增速超预期下滑,通胀压力减弱、经济增速显著恶化终于引发央行降准法定准备金率0.5个百分点。利好政策的兑现虽来之偏迟,但仍为利率互换市场迎来一波强势“做空”收固定、付浮动)热潮,各期限品种利率以“跳降”之势直逼年内低点,曲线有所变陡。

目前,投资者普遍维持“资金面乐观、基本面观望”判断,如果央行有意引导资金利率下行从而刺激实体经济需求,互换市场短端利率进一步下行的空间将打开,而中长端利率走势将取决于国内外经济环境恶化程度。短期来看,互换曲线增陡的可能性较大,而中长期来看,实体经济需求不足仍然是曲线变平的隐患。

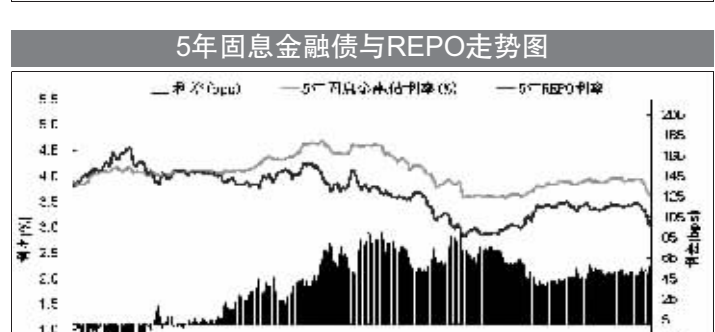
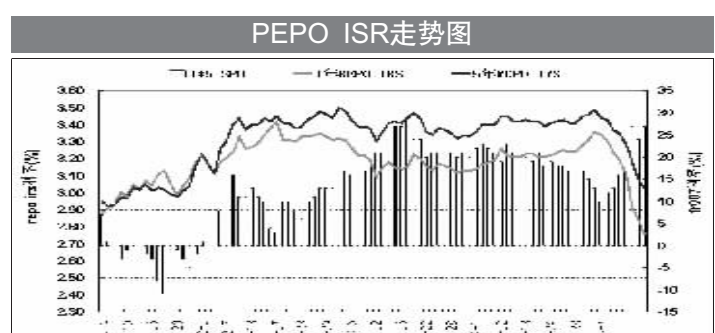
基本面方面,5月经济数据

显示国内工业增速、投资、消费、出口等同比增速均显著下降,在3月向好经济数据意味着经济面触底企稳情况下突然急转而下,出乎市场预期,而欧洲方面危机再起,拖累全球经济增速进一步放缓,希腊退出欧元区传言愈演愈烈,此时爆出摩根大通信用组合亏损20亿美元更是重挫市场信心,全球股市乌云密布。资金方面,在国内需求严重不足、热钱急速流出情形下,央行宣布于5月18日起下调法定准备金率0.5个百分点,迟来的宽松政策将为市场注入四千亿低成本资金,“降息”预期随之甚嚣尘上,7天回购定盘利率迅速由3.8%的高点回落至2.8%附近,但此资金利率显然仍不足以刺激实体经济需求,投资者等待着央行新一轮的货币宽松政策。

利率互换市场方面,截至昨日收盘,REPO IRS 1年品种报价于2.74-2.79%,3年品种报价介于

2.82-2.88%,5年品种成交于3.01-3.03%;SHIBOR IRS 1年品种报价于3.65-3.7%,5年品种报价3.62-3.80%;Depo IRS 3年品种报价2.8-2.86%,降息预期迅速由1-2次迅速扩大至近4次。本周以FR007、3M-SHIBOR为基准的1年以内品种利率较上周下行近40bp至年内最低点,3-5年品种利率下行近30bp,曲线重新增陡,如RE-PO 1\*5 SPD约27bp,REPO 2\*5 SPD约24bp,较“降准”前增陡约10bp。本轮互换市场利率下行幅度与现券利率相仿,跨市场利差变化不大。

经过一轮深度调整,互换市场步入短暂休整期,短端利率后续动向取决于央行政策能否引导货币市场利率继续下行,而中长期利率变化则取决于国内外经济基本面状况,以目前态势分析,资金面乐观可期、基本面观望为主,预计互换曲线短期走势仍以增陡为主。



## 前低附近折返 收益率下行或告一段落

□中国邮政储蓄银行 刘晋

周四银行间隔夜和7天回购加权利率继续下行,在降准生效以前即双双创出年内新低,这与2月份降准生效之前的资金紧张形成鲜明对比。此次降准使得中长期债券与资金成本之间形成较可观利差,从而使得收益率下行更有实质性支撑。不过,本周公开市场28天和91天正回购利率没有下

行,这限制了市场资金成本继续下行的空间。如果下周正回购放量且财政存款增长超预期,有可能导致资金面宽松不及预期。当然,本轮行情最大的推动力是经济超预期大幅下行,资金面对行情影响的作用偏弱。

昨日,这轮突如其来的行情在年内收益率低点附近遭遇大批获利盘回吐,此时买盘也开始信心不足而逐渐撤退,收益率终于迎来较

大反弹,虽然上午发行的2年期农发债首场和追加认购均较强劲,但也挡不住获利盘的抛压,朦胧的刺激政策即将出台的消息也打击了市场信心。周四早盘市场即买盘较少,此后中长期国债与金融债抛压渐盛,中长期利率品种两天之内调整幅度大约达到了7-10bp。

本轮行情由交易盘推动,但是在收益率年内低点附近遭遇较大获利盘和解套盘,交易盘的获

利退出需要投资盘的跟进,因此市场消化需要一定时间,而且目前的基本面暂时还不支持中长端收益率有效突破年内低点。经济超预期大幅下行是本轮行情的最大推手,不过市场对于4月份数据的解读略有分歧,一些投资者认为一个月的经济数据不能完全代表趋势,但是日均发电量的跳水又不得不让人信服。此外2009年

的行情让人记忆犹新,面对经济

滑坡政府准备推出怎样的经济刺激政策让市场所疑虑。

总之,估计未来一个月内,中长端利率产品暂时不具备突破年内收益率低点的条件,但是在经济下滑的谨慎和资金成本有效下降的双重利好之下,收益率反弹空间也比较有限,操作上建议以高抛低吸波段操作为主,未来几周也由各交易户完成调仓提供较好机会。

## 投资者结构优化成债市创新关键

□中国银行间市场交易商协会 张骏超

去年以来,在多个部门共同推动下,债券市场创新的步伐进一步加快,非公开定向债务融资工具、创业板和募债先后推出,信贷资产证券化酝酿重启,中小企业私募债全面布局。但是,在产品创新高歌猛进的同时,也应当看到,目前的投资者队伍和结构还不适应市场创新的速度和水平。

金融市场作为融通资金、分散风险的场所,市场参与主体、特别是投资主体的数量与结构,在很大程度上决定了金融市场配置资源的效率。投资者类型单一、风险偏好类似,将不利于形成多层次的产品体系,资金和风险配置功能将受到限制。目前,我国债券市场创新正在从基础产品向复杂

产品或个性化产品过渡的过程中,这种创新的动力不仅来源于发行人的融资需求,也受制于投资者的投资需求。

长期以来,商业银行在我国金融体系中居于主体地位,也是我国债券市场最主要的投资者。2011年底,商业银行债券持有量占债券托管量的67.41%,保险机构与基金占比持有比重分别为9.52%、8.18%。在商业银行中,又以国有商业银行、股份制银行为主,城市商业银行、外资银行的市场比重很小。投资者结构失衡、投资同质化的问题,对债券市场的创新与发展形成了明显制约。以私募债券为例,目前非公开定向发行债务融资工具的投资者中,九成以上为商业银行,以至于产生了“私募债无异于银团贷款”的误解。而证监会推出的创业板私

募债或中小企业私募债,由于商业银行、保险公司等机构难以投资低评级债券,债券发行成本很可能被大大抬高,支持中小企业融资的政策导向难以得到有效体现。5月10日乐视网发行3年期私募债,发行利率高达9.99%,一定程度上反映了当前市场投资者对此创新产品的接受能力还不强。

总体来看,投资者结构优化已经成为下一阶段债券市场发展和创新的关键问题。近日,保监会发文扩大险企投资信用类债券的范围,有利于扩大债券市场需求,同时也应当视作是优化投资者结构的重要步骤。接下来,还应当从私募债券为例,目前非公开定向发行债务融资工具的投资者中,九成以上为商业银行,以至于产生了“私募债无异于银团贷款”的误解。而证监会推出的创业板私

募债或中小企业私募债,由于商业

较高的共同基金和家庭部门等在债券投资中占据了约40%的份额,有效地满足了不同信用等级和风险偏好主体的投融资需求。在我国,银行理财、信托、基金作为家庭部门参与债券市场的主要途径,其市场发展十分迅速,市场规模不断扩大。据估算,2011年底,银行理财市场规模可能已经达到4万亿元以上。引入此类非法人机构投资者,有利于改善投资者风险偏好趋同的现状。

第二,建立合格投资者管理制度,形成分层有序的投资者结构。随着债券市场产品种类的增多、投资者队伍的扩大,可逐步建立起合格投资者管理制度,甄别出对不熟悉债券市场规则、不具备投资债券市场条件的机构,减少市场风险。此外,尽管我国债券市场以机构投资者为主,但是这

些机构的风险识别能力、风险承担能力、风险处置能力差异很大,应当逐步建立分层有序的投资者结构,提高市场运行效率,也可容纳更多个性化产品。

第三,应当为不同风险偏好的投资者设计不同的风险管理工具。以中小企业债券为例,由于发行规模相对较小、信用等级较低,投资者认购和交易此类债券面临着较大的投资风险。应当通过金融产品创新,为其提供转移和对冲中小企业债券风险的工具,提高中小企业债券的吸引力。一方面,可以借助金融工具转移和分散的方法来降低投资风险,如信用风险缓释工具、债券抵押出售凭证等,将自身持有债券的违约风险转移出去;另一方面,可通过资产组合的方式对冲风险。

### 公开市场终结连续七周净投放

本周实现净回笼640亿元

□本报记者 王辉 上海报道

央行5月17日上午以利率招标方式开展了300亿元91天期正回购操作,中标利率持平于3.14%。数据显示,本周公开市场到期资金500亿元,而上周240亿元逆回购于17日到期。周二央行已率先进行了600亿元的正回购,加上周四操作,本周净回笼资金量达到640亿元,一举终结了此前连续七周的资金净投放。

分析人士表示,本周公开市场连续两次进行较大规模的正回购,一方面是提前对冲下调存款准备金率释放的数千亿元流动性,避免短期资金面走

向过于宽松;另一方面也是央行平滑到期流动性的举措,从而为未来一段时间的公开市场操作腾出空间。有机构观点认为,本周正回购放量,将会显著增加6月份公开市场到期量,为逐步平滑三季度的市场到期资金打下良好基础。伴随着经济的继续探底,货币政策取向和公开市场操作将有望进一步加大预调微调力度,以补充市场流动性,刺激总需求扩张。

Wind统计数据显示,17日银行间市场7天期回购加权平均利率报2.7901%,连续第9个交易日下滑,并创出2011年5月10日以来的一年多新低。

■ 外汇市场日报

### 欧债阴云不退 美元保持强势

□东航国际金融公司 陈东海

5月17日隔夜,欧央行因希腊银行拖延资本重组而停止向部分银行提供资金支持,欧元等风险货币再次回落。希腊各政党领导人就临时政府构建展开会谈,并决定在6月17日再次举行议会选举。但是左翼政党Syriza依然呼吁看守政府不要执行新的紧缩措施。德国财长说,希腊人必须决定是否呆在欧元区。欧央行行长德拉吉说,央行理事会愿意看到希腊呆在欧元区,希腊退出欧元区不是欧央行所能决定的。希腊局势成为外汇市场的主要影响因素,并压制欧元等风险货币。

同样在隔夜,美联储公布4月会议纪要。美联储认为,部分委员更加相信美国经济将持续复苏,大部分委员预计通胀将位于或低于2%,少数委员认为通胀有上行风险,全球金融市场面临巨大风险,美国房屋市场将缓慢复苏,大部分委员认为失业率在逐步回落。美联储还公布,部分委员认为若经济复苏失去动能,或下行风险大幅上升,将有必要实施进一步刺激政策;预计经济复苏势头将逐步增强,美国进行大幅财政紧缩的可能性是重大风险;

海外经济增长放缓、美国财政紧缩将限制经济增长,一些委员认为经济面临下行风险。美元指数在美联储会议纪要公布后回落。

5月17日,日本公布2012年第一季度GDP年率增长4.1%,其中国内需求增长0.9%,固定资产投资增长5.4%。日本央行行长白川方明声明,需要刺激经济增长以对抗通缩,货币宽松效果有迟滞性,而仅依靠货币政策将可能产生不可预期的后果。当日美元对日元保持区间波动。

5月17日,欧洲三大股指高开低走。欧元、英镑等风险货币下跌。希腊前总理帕帕季莫斯认为,废除援助协定将导致希腊退出欧元区甚至是欧盟;如果坚持改革,希腊能够克服衰退、危机;退出欧元区将是经济灾难、战略溃败。法国新财长认为,必须拯救欧元,法国希望希腊停留在欧元区;必须削减财政赤字、债务,如果不做修改政府不会批准欧盟财政协定。英镑由于前日英国央行在通胀报告中下调增长预测承压严重;

由于希腊将于6月17日再次大选,因此这段时间内欧洲情况阴暗难定,欧元和风险货币以承压为主。另外,投资者需要关注周四晚间美国公布的申请失业金人数的数据。

### 国开行22日

### 二次增发十八至二十二期金融债

□本报记者 王辉 上海报道

国家开发银行17日公告,该行将于5月22日通过央行债券发行系统增发2012年第十八期1年期、第十九期3年期固定利率金融债券各不超过60亿元,增发2012年第二十期5年期、第二十一期7年期和第二十二期10年期固定利率金融债券各不超过70亿元,最终实际发行规模以实际中标量为准。按照此次的增发办法,国开行将最多发行330亿元金融债。

### 兰州银行22日发行30亿金融债

□本报记者 王辉 上海报道

兰州银行17日公告,该行将于22日招标发行2012年兰州银行股份有限公司第一期金融债券。

此前,兰州银行申请在全国银行间债券市场采取“一次申请、分期发行”的方式发行总规模不超过50亿元的金融债券。此次发行的第一期债券(即本期债券)的发行规模不超过30亿元,分为3年期和5年期两个品种,品种一为3年期固定利率金融债券,品种二为5年期固定利率金融债券。其中,品种一初始发行规模为15亿元,品种二初始发行规模为15亿元,发行人在两个品种初始发行规模之间进行全额回拨。

本期债券主承销商及簿记管理人为中信证券,由主承销商组织承销团,通过簿记建档集中

配售方式在全国银行间债券市场公开发售。本期债券的发行首日和簿记建档日为5月22日,发行期限为5月22日至5月24日,缴款日和起息日为5月24日。本期债券本息兑付均无手续费,付息日为存续期限内每年的5月24日(如遇法定节假日,则顺延至其后的第一个工作日,顺延期间应付利息不计利息,下同)。品种一的兑付日为2015年5月24日,品种二的兑付日为2017年5月24日。经联合资信评估有限公司综合评定,本期金融债券信用等级为AA-。

兰州银行表示,本期金融债券募集资金将全部用于发放小企业贷款,以积极贯彻落实面向小微企业的市场定位,加大小企业信贷支持力度,推动该行小企业信贷业务快速、健康发展。

### 哈尔滨银行

### 5年期金融债利率为4.55%

哈尔滨银行17日公告,该行5月15日发行了2012年哈尔滨银行股份有限公司金融债券。发行结果显示,本期期限5年、发行总额

为25亿元的金融债券,票面利率为4.55%。本期金融债是固定利率,按年付息,瑞信方正证券担任此次发行的主承销商。(王辉)

### 中石油5年期中票发行利率4.35%

中国石油天然气集团公司17日公告,该公司于5月16日招标发行了2012年度第一期中期票据。发行结果显示,本期5年期

中票实际发行金额200亿元,发行票面利率4.35%。本期中票由工商银行及交通银行担任联席主承销商。(王辉)