

# 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

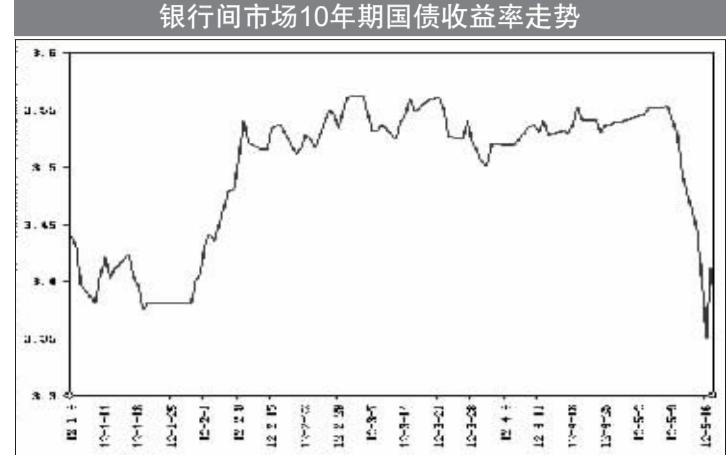
□本报记者 葛春晖

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。

## 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。业内人士表示，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

市场，也正因如此，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。

从资金面来看，截至5月17日，隔夜、7天质押式回购加权平均利率已经分别跌至1.82%、2.69%，双双创下一年新低。但考虑到下半月存在财政存款上缴、到期资金有限且外汇占款可能负增长，资金价格继续下行空间已经有限，7天回购利率底部区域或在2.5%左右；从政策面来看，央行一季度货币政策报告指出，需要谨防前期部分被抑制的商品价格可能再次上涨，说明仍在担心潜在的通胀风险，近期降息的概率不大。而从收益率水平来看，本周短短几个交易日内，各期限品种收益率均有显著下行，10年期国债收益率已经再度跌破1年定存铁底。

从17日的二级市场表现来看，机构谨慎情绪也有所回升，收益率已不再延续此前断崖式下跌的态势。数据显示，剩余年限2.0438年的11附息国债20报2.5147%，剩余年限9.778年的12附息国债04收益率报3.3637%，均与上一交易日基本持平。交易员表示，总体来看，经济复苏缓慢、通胀趋势性下降、政策持续放松使得债券市场仍具备一定的中长期走牛基础，但短期来看，考虑到交易型机构获利已经十分可观，债券市场或面临技术性回调。

## 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调降法定准备金率0.5个百分点。利好政策的兑现虽来之偏晚，但仍为利率互换市场迎来一波强热“做空”收官定，付浮动利率热潮，各期限品种利率以“跳降”之势直逼年内低点，曲线有所变陡。

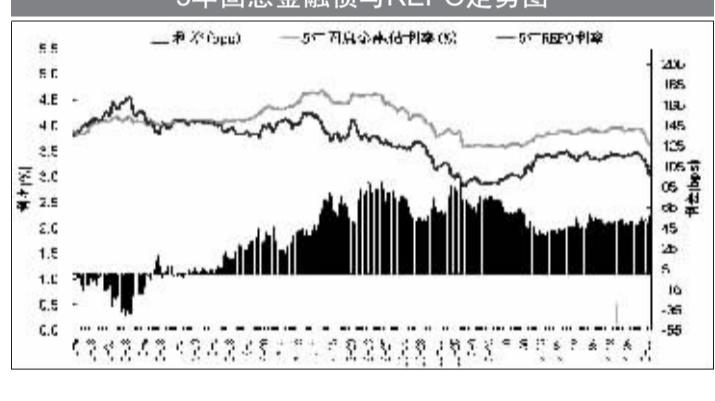
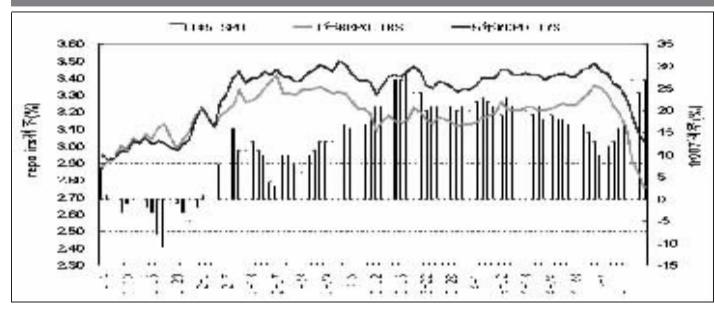
目前，投资者普遍维持“资金面乐观、基本面观望”判断，如果央行有意引导资金利率下行从而刺激实体经济需求，互换市场短端利率进一步下行的空间将打开，而中长端利率走势将取决于国内外经济环境恶化程度。短期来看，互换曲线增陡的可能性较大，而中长期来看，实体经济需求不足仍然是曲线变平的隐患。

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，出乎市场预料，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元低成本资金，“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年品种报价介于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年品种报价介于3.65-3.7%，5年品种报价介于3.62-3.80%；Depo IRS 3年品种报价介于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REPO 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，互换市场步入短暂停整期，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比利差，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

下滑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

济下滑的憧憬和资金成本有效

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

来几周也为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、创业板私募债先后推出，信贷资产证券化重启，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。

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

以下几方面入手，逐步建立多元

化、多层次的投资者队伍。

第一，积极推动银行理财、信

托、基金、年金等非法人主体参

与债券市场。在美国，风险承受能

力将受到限制。目前，我国债券

一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

行人规模相对较小、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，提高中小型企业债券的吸引

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

债务凭证等，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

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

海外经济增长放缓、美国财政紧缩将限制经济增长，一些人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%，其中内需增长0.9%，固定投资增长5.4%。日本央行行长白川方明声称，需要刺激经济增长以对抗通缩，货币宽松效果有滞后性，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。希腊前总理帕潘季莫斯认为，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晴难定，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

发行公告同时显示，上述增发的5期金融债票面利率分别为1年期3.45%、3年期3.93%、5年期4.11%、7年期4.32%及10年期4.44%。此次增发的5期金融债缴款日均为5月24日，招标采用单一价格荷兰式招标，增发债券上市后与对应的原债券合并交易。在承揽费及兑付手续费方面，1年期无承揽费，3年期、5年期、7年期、10年期品种的承揽费分别为0.05%、0.10%、0.10%和0.15%；各品种均无兑付手续费。

## 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5月22日通过央行债券发行系统增发201