

机构配置需求旺 今年首期国债热发

未来金融债和信用债价值仍相对占优

□本报记者 王辉 上海报道

在本周二300亿元国债开债拉开了2013年利率债发行的大幕，财政部9日招标发行了今年首期国债。发行结果显示，本期260亿元5年期固定利率的记账式附息国债，经招标确认的中标利率为3.15%，落在机构预测区间的偏低位置，1.92倍的认购倍数则依旧彰显了开年主流机构的配置热情。分析人士表示，本周以来相继发行的两期利率新债，表明年初主流机构配置需求依旧旺盛。不过后市来看，去年四季度以来债市“票息为王”的特征依然在延续，金融债与信用债有望成为机构认可的主角，而国债的“龙套”地位短期来看尚难扭转。

首期国债认购倍数1.92倍

刊登在中债网的2013年记账式附息（一期）国债招标情况显示，本期5年期国债260亿元的计划招标发行总量共获得499.4亿元参与投标，对应认购倍数1.92倍，处于相对活跃水平。



3.15%的中标利率基本符合市场预期，来自一线交易员的数据显示，本期国债边际中标利率为3.18%。此前，多家机构为本期国债给出的预测利率区间为3.14%至3.19%。

兴业证券固定收益资深投资经理朱文杰分析认为，考虑到去年以来国债就开始被市场边缘化，此次招标的新年首期国债1.92倍的认购倍数仍算比较不错，显示了年初主流机构较高的

配置热情。

值得注意的是，与8日新年首期国债发行的爆棚相比，本期国债的市场需求情况仍然明显落后。国家开发银行8日招标发行了2013年第一期至第五期金融债券，招标结果显示，本期一、三、五、七、十年期限的金融债认购倍数分别为2.89倍、4.84倍、3.29倍、2.12倍和1.91倍。

对于本期5年期国债的发行情况，国泰君安交易员胡达表示，

本期5年期国债认购情况虽然比较活跃，但目前3年期国债收益率都已经在3%以上，因此本期国债实际配置价值并不算高。对于城商行等小机构而言，3.15%的收益率对5年期国债进行配置，可能并不能覆盖资金成本。

事实上，当前主要期限国债的绝对收益相对都较低。从二级市场上看，近期5年期利率产品供应很多，5年期金融债交投活跃，但5年期国债却较为平淡，这本身就代表了市场的观点。

金融债与信用债有望续演主角

经过2008年以来债市持续5年的牛市之后，当前多数机构观点均认为，今年市场预计难以继续出现趋势性机会，债市整体或以震荡行情为主。而在主流机构继续集中关注票息收入的背景下，金融债与信用债有望续演主角，而国债的“龙套”地位短期来看尚难扭转。

对于今年债市的投资策略，朱文杰认为，信用债在经过去年四季度的持续上涨之后，尽管利

差保护有明显下降，但在当前市场追求绝对收益特征的背景下，未来仍有望以窄幅震荡为主，依然会成为市场主流。而在利率债方面，政策性银行金融债在票息收入、绝对利差上都有明显优势。除此之外，今年开始施行的资本新规，也令商业银行持有同业机构金融债在资本计入上更为合算，相关机构会更倾向于增加金融债配置。而对于国债而言，考虑到未来资金成本将缓步抬升，未来较长时间仍有可能进一步被边缘化。

第一创业证券等机构则进一步表示，一月份利率新债供给稀少，使得本周的国开债、国债均较受市场欢迎。而从全年来看，2013年债券市场可能以弱势震荡行情为主。从当前债市整体收益率的绝对水平看，如果海外市场没有大的趋势性改变，其向上向下的空间均不大。分券种来看，由于隐含税率处于历史高位，金融债在利率产品中的配置价值相对较高。而与此同时，信用债的高票息优势可能仍旧受主流机构认可。

交易所高收益债超预期坚挺

□本报记者 张勤峰

2012年最后关头，超日债事件的爆出，再次掀起了有关债券违约风险的讨论，然而正当越来越多的研究机构提示信用债尤其是中低评级债券调整风险时，信用债市场却表现得超预期的坚挺。周三（4月9日），交易所信用债多数上涨，而中低等级券种成为上涨的领头羊。

指数方面，周三上证企债指数高开高走，尾盘收在159.84点的全天最高点位，并创出历史新高，全天上涨0.05%；上证公司债指

收在142.28点的全天最高点位，亦改写历史高位，全天涨幅为0.05%；沪分离债指则收于138.83点，上涨0.06%，呈三连阳走势。

一个券方面，收益率下行者占绝大多数。企业债市场中低评级城投债依旧是成交重点，沪市活跃品种如AA级11丹东债收盘收益率跌7BP；AA-级09鹤城债跌4BP；深市AA级08长兴债收益率跌5BP；AA级09怀化债跌5BP。公司债方面，中高评级品种成交较多，如AAA级11上港01收益率跌5BP，AA+11康美债跌2BP，中低评级的房地产债收益率持续下行，如AA

级09复地债跌1.82BP，AA-级08新湖债跌8.49BP；AA-级09名流债跌5.48BP。分离债存债收益率全线下行，剩余1年左右或不到1年的短券收益率更是大幅向下，如即将到期的中兴债1跌38.31BP、07云化债跌38.26BP。

自去年末爆出超日太阳事件以来，市场对信用风险事件的关注重新上升，一些主流机构也多次提醒投资者谨慎信用违约预期加重导致信用债尤其是中低等级券种的调整。不过，从年后实际走势来看，中低评级信用债行情远超预期中坚挺。例如，1

月4日主体评级被调低的11庞大02在经历短暂调整后近三个交易日重新走强。

申银万国报告指出，近期信用债的走强首先受益于年初资金面的持续改善；此外，年初机构对信用债的需求有所上升。这些因素都会在近期对信用债收益率构成支撑。不过，在当前收益率水平下，长久期品种整体配置价值不高，建议先配置短端品种，等风险释放后再配置长久期品种。短期内低评级市场的热情还会延续，但这恰是调整仓位更好的时间点。

“泛基金”兴起 高收益债“吃香”

□东海证券固定收益部

2012年，债市最大的变化来自于投资者结构的变迁。由于利率市场化加速，金融脱媒速度明显加快，泛资产管理行业蓬勃发展，加之股市低迷，由银行存款转化而来的大量银行理财、券商资管以及信托、基金等产品很大比例均投向固定收益市场。大量增量资金的到来，使得债市有较好表现，尤其是2012年1-2季度，中低等级品种的收益率下行与银行理财的投资需求猛增关系密切。

统计显示，2012年仅债券和货币市场类银行理财产品发行数量就达到10021只，相比2011年的约7200只，增速超过40%。从规模看，2012年公募类债券基金发行1572亿元，2011年为755亿，增速达100%以上；2012年券商集合资产管理计划债券类产品发行364亿，2011年发行62亿，2012年为2011年6倍；另据银监会数据，截至2012年9月末银行理财产品存量已达6.73万亿，估计目前已超过7万亿。由于2011年三季度时央行公布数据显示银行表外理财产品存量3.3万亿，据此估算2012年银行理财增量达3万亿以上，以债券类占比1/3计，增量资金达1万亿。不考虑基金专户、券商定向等未公开数据以及货币基金，上述各类产品为债市贡献

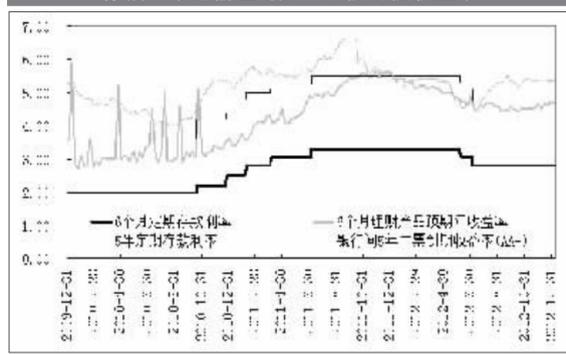
的增量资金约1.2万亿。

从投资者结构的变化可以看到，不管是企债还是中票，与2011年底相比，基金（注：该“基金”包括银行理财、社保基金、券商资产管理计划、公募基金、基金专户、产业基金、年金、信托等各类口径，下文称为“泛基金”）的持仓占比均大幅增长，尤其企债占比由2011年底的14%增至2012年11月的24%，净增量近3000亿。中票的持仓占比也由2011年底的26%增至2012年11月的35%，净增量3344亿。泛基金成为2012年中票、企债最大的投资主体，且均已成为中票、企债除商业银行外最大的持有主体。

从投资风格来看，泛基金明显偏好较高收益信用品。以上文估算的泛基金增量1.2万亿、2012年新增中票投资3344亿、企债3000亿估算，增量资金中有超过一半均投向收益较高的企债、中票品种。

泛基金（固收类）已成为除商业银行外影响债市的最大力量，2013年规模仍有望继续增长，但增速将较2012年下降。一方面，利率市场化进程中，居民理财意识增强，由于与市场化程度较高的债券市场、理财市场相比，存款利率毫无优势，因此存款向理财、债券搬家的进程有望延续；另一方面，随着经济企稳、股市见底迹象有所显现，权益投资者信心有所恢复，

存款利率跑输理财产品和信用债收益率



投资者风险偏好的提升有可能使得泛基金（固收类）产品增速下降。逐渐出现的银行违规代销理财产品导致纠纷等事件也将引来监管重视，规范理财发展，使得增速下降。总体上，信用债尤其是中票、企债仍有望得到来自泛基金、商业银行的较强需求支撑。

信用债供给方面，短融和中票2012年11月份新增注册量明显增加，合计2655亿，较2012年10月增长1100多亿。由于注册与发行之间的间隔时间一般在2-3周，年底的资金紧张又使发行推后，预计2013年1月份短融中票供给量有望回升，但考虑到2012年12月份的新增注册量较小，2013年1月份不会出现太大供给压力。值得注意的是，由于债券融资成本小于贷款，而工业企业资产负债率

所显示的运营杠杆较低，一旦企业进入补库存，则债券供给可能增加。相关机构的统计数据也显示，2012年5月后评级公司进场数量大幅增长，尤其是短融、中票。预计2013年上半年短融、中票供给压力将显著增加，且一季度尤为明显，而企债、公司债供给压力较小。

综上所述，2013年上半年信用债仍有望供需两旺，但考虑到银行新资本管理办法的实施将带来资金成本提高，短融中票供给压力相对较大，短融收益率对资金成本的覆盖度减弱，中票受制于供给压力且收益率较企债稍低，公司债中民企较多、信托风险增加使得市场对民企担忧可能加剧等因素，企业债将是相对之下相对更优的投资品种。

资金面宽松依旧

7天回购利率跌破3%

周三，银行间货币市场流动性充裕依旧，中短期限资金利率全面走低，其中7天期质押式回购利率重新跌破3%。节后资金面回暖成为主旋律，即便本周公开市场出现净回笼，可能也暂时难以改变这一局面。

8日央行仅进行了380亿元逆回购操作，考虑到当天逆回购到期量达700亿元，实际相当于央行净回笼资金320亿元。不过，资金面丝毫未受此影响，9日市场资金供给依然十分充足，中短期限资金利率全面走低。质押式回购市场上，隔夜品种加权利率收于2.09%，下行11BP；7天品种则跌至2.99%，下行11BP；14天回购下行18BP至3.00%；21天品种下行6BP至3.37%。长期品种方面，跨春节品种依旧是成交主力，2个月品种收益率上行17BP至4.26%，3个月品种则下行2BP至3.84%。

市场人士指出，随着年末考核、节日备付等扰动因素消除，市场资金面正处于自我修复过程，短期相对宽松是主基调。另外，7天、14天利率过窄，存在回归正常的需要，短期要么是7天利率继续下行，要么是14天品种向上，这可能取决于10日央行逆回购操作情况，如本周净回笼规模较大，短期利率可能难以进一步下行。不过，总体看，资金面在春节临近前应无大碍。（张勤峰）

国电集团 今发60亿超短融

中国国电集团公司公告，将于1月10日发行2013年第一期超短期融资券，期限270天，发行金额60亿元。

根据发行公告，本期超短融将于1月10日发行，1月11日缴款并开始计息，兑付日为2013年10月8日，到期一次性还本付息（遇节假日顺延）。本期超短期融资券将采用簿记建档、集中配售方式发行，票面利率通过簿记建档方式确定。民生银行和兴业银行担任此次发行的联席主承销商。本期超短融无担保。经联合资信评估有限公司综合评定，公司的主体长期信用等级为AAA级。

自去年6月交易所协会将超短融发行主体范围放宽至一般中央AAA级企业及其一家AAA级核心子公司后，超短融发行规模呈现爆发式增长。据Wind资讯数据，2012年全年共发行超短融125只，面值总额5822亿元，而2011年全年则为25只或2090亿元。业内人士指出，凭借融资便利性及成本优势，短融中票等正日益成为大企业替换银行信贷的重要工具，预计2013年发行规模仍将持续增长。（张勤峰）

人民币即期汇率盘中创历史新高

6.2216

1月9日，人民币兑美元汇率中间价自8个月高位小幅回调。银行间即期外汇市场上，人民币兑美元询价交易先扬后抑，盘中创出6.2216的汇改之后新高。

新年伊始，境内人民币兑美元汇率中间价小幅向上，并于8日升破6.29的整理平台，创出6.2804的8个月高位，9日则回落10个基点至6.2814。跟随中间价指引，9日银行间外汇市场人民币兑美元即期询价交易开盘在6.2247位置，微跌6基点，但开盘后不久即快速走高，直至创出6.2216的汇改后新高，之后出现调整，尾盘收报6.2262，较前一交易日收盘价

跌21基点，比当日中间价则高出552基点或0.9%。

外汇市场人士指出，中短期内美元指数或继续处于无趋势运行状态，难以以为人民币后市提供指引，人民币汇率波动将更多取决于国内经济基本面预期。目前来看，2013年中国经济小幅改善的观点占据主流，人民币应存在一定的升值空间，不过，境内外远期汇率均显示市场对中长期人民币继续走强并不乐观，因此未来人民币可能主要呈现温和升值状态，阶段性双向波动特征有望进一步增强。（张勤峰）

市场情绪偏乐观

转债表现好于正股

1月9日，在A股市场延续高位震荡、转债正股多数下跌的背景下，沪深可转债依然红肥绿瘦，表现好于正股。中证转债指数收于284.55点，上涨0.44点或0.15%，全天成交14.86亿元，较上一交易日略有萎缩。

当日正常交易的21只可转债15涨1平5跌，对应的正股则有14只下跌、6只上涨、1只持平。其中，小盘转债巨轮转2上涨1.17%，居涨幅首位，对应正股上涨1.28%。南山转债、海运转债伴随正股走升而分别上涨0.71%、0.34%，位列涨幅第二、三位；跌幅榜方面，恒丰、燕京、美丰转债分别下跌0.46%、0.39%、0.27%，位列跌幅前三名；另外，正股涨跌互现、窄幅震荡的大盘转债悉数飘红，石化、工行、中行转债分别上涨0.26%、0.20%、0.05%。从当日盘面表现来看，偏股型转债更受青睐，在涨幅前7

位的个券中，除海运转债外，其他6只转债的转股溢价率均在10%以下，显示投资者对于股市后市预期仍偏乐观。

分析人士指出，目前转债仍处于低风险位置，依然利用其防守反击能力博弈股市反弹的价值。同时，受益于年初资金面充裕、机构配置需求旺盛，纯债市场近日走势也较为强劲，从而支撑了转债市场行情。但经历了前期的持续拉升之后，近期股市上升动力似有不足，短期内追涨转债的风险有所增加，仓位较重的投资者应关注止盈机会。个券选择上，中金公司表示，大盘转债及重工、国电仍适合波段操作，国投、川投、南山、同仁及小盘转债更侧重其配置价值，工行则已处于止盈的边缘，非银行大盘、南山、川投、重工等品种持有为主，同时可等待同仁、国电转债低吸机会。（葛春晖）

部分可转债最新数据

名称	纯债价值	套利空间	到期收益率	转股溢价率	纯债溢价率	平价底价溢价率
巨轮转2	91.233	-3.9122	-2.7936	0.0337	0.3153	0.2724
南山转债	96.3274	-6.3714	3.0565	0.0625	0.1238	0.0576
海运转债	91.0017	-23.5033	1.7938	0.3072	0.0989	-0.157
石化转债	90.7253	-5.9094	1.6475	0.0605	0.1538	0.088
海直转债	83.4803	-6.2171	-0.3581	0.057	0.382	0.3076
工行转债	90.2565	-0.9852	-0.7421	0.0089	0.2335	0.2226
国投转债	92.9673	-1.6626	-2.7044	0.0132	0.3681	0.3502
深振转债	88.7082	-23.8071	4.4456	0.3481	0.0394	-0.229
博汇转债	101.1299	-22.9096	5.0619	0.2971	-0.011	-0.2375
中海转债	86.7006	-33.3651	4.5191	0.6485	0.0369	-0.3723
同仁转债	85.5857	-11.416	-1.0755	0.1091	0.3565	0.2231
中行转债	93.1172	-11.6156	3.9882	0.1364	0.0394	-0.0853
重工转债	84.0898	-11.0653	0.8029	0.1161	0.2653	0.1337
新钢转债	104.8225	-33.872	4.8187	0.4834	-0.0084	-0.3316
国电转债	91.2533	-11.57	0.7707	0.1157	0.2226	0.0959
歌华转债	89.4633	-47.8877	4.3093	1.0674	0.0367	-0.497
川投转债	92.1606	-16.2295	0.8947	0.1731	0.1936	0.0175
中航转债	94.7997	-31.0302	2.0368	0.427	0.0939	-0.2326
美丰转债	96.3949	-11.2574	-3.0269	0.1077	0.2012	0.0844
燕京转债	90.4539	-27.4298	0.4639	0.3673	0.1288	-0.1774
恒丰转债	88.0175	-15.2326	-0.2217	0.1607	0.2498	0.075

■ 交易员札记

债市持续走强 中短端机会相对确定

□第一创业投资顾问部

年初以来的资金宽松态势仍在延续，周三银行间市场同业拆借利率重心继续下行，1天和7天期回购利率分别下行4BP和13BP至2.11%和3.02%。整体看，央行通过公开市场操作对流动性的调控能力愈加得心应手，加之短期内机构资金需求偏弱，预计近期回购利率有望继续低位。

周三，财政部招标的260亿元人民币5年期国债中标利率为3.17%，低于此前市场3.17%的预期。利率市场交投活跃，各期限收益率均出现下行，短端表现好于中票，12国电集CP003和12电网MTN1收益率分别下行12BP和1BP，成交于4.19%，成交于4.56%。公司债中，房地产债和低评级品种表现较好，下行幅度在5-7BP左右，如08新湖债和10银鸽债到期收益率分别大幅下降8BP和5BP至6.53%和6.93%。企业债持续走强，城投品种表现较好，高折算的09怀化债和08长兴债到期收益率均下行5BP至6.25%和5.80%。

近期市场最为关注的无疑是超日债的信用风险问题，日前鹏元资信评级公司公告将超日太阳主体评级和11超日债债项评级从AA下调至AA-，维持负

面展望，并将其列入信用评级观察名单。从市场表现看，超日评级下调并未引发市场的负面反应，中低评级信用债收益率持续走低。这一方面与政府介入和此前债券刚性兑付有关，引发市场投机心理；另一方面是受资金面宽松和年后机构配置力度加大影响。11超日债会否违约仍无定数，还要看政府的支持力度，且随着债券市场的快速扩容，市场对于民企的经营风险和行业风险会更加谨慎，从目前高收益债发行难度加大可见一斑，因此市场风险偏好提升的可能性不大。

从基本面来看，2012年12月中采制造业PMI为50.6，与前月持平，增长动力主要来自节日消费增长，企业扩张意愿不强，经济回升势头仍然较弱。受异常寒冷天气影响，农产品价格出现明显上涨，非食品价格总体平稳，预计本周即将公布12月CPI将延续回升势头。因此，预计长端收益率下行幅度有限，相较而言，中短端更为确定，建议关注短融、3-5年期优质城投债。

新报1.3074。

周二纽约交易时段，受到投资者获利了结操作影响，美元兑日元下跌0.7%至87.18位置。之前美元兑日元的快速上涨，则归结于市场对日本新一届政府将对日本央行施压以采取更多宽松货币政策的预期。欧元方面，欧元在欧洲央行货币政策会议即将召开前下跌，不过，市场预计欧洲央行本

美元兑日元上涨

次会议将维持利率不变。纽约交易时段，欧元兑美元下跌0.2%至1.3084位置。

从技术面角度看，美元兑日元的强力支撑位在86.53的本月低点位置，阻力位在88.40的上周高位；欧元兑美元的最近支撑位在1.2997的1月4日低位，最近阻力位在1.3151的21日均线位置。

对于欧元来说，本周没有

重大经济数据出炉，欧元在欧洲央行会议以及西班牙和意大利公债标售前将呈区间走势，不过任何有关欧洲央行降息的暗示或传闻都将打压欧元。日元则仍然受到日本政府对日本央行就宽松货币政策施压的影响而保持弱势，市场等待1月21-22日的日本央行货币政策会议结果。

第一创业证券
FIRST CAPITAL SECURITIES

买债券到一创
实现财富稳健增长

客服热线: 400-888-1888 公司网址: www.fcsc.com