

270亿元 央票发行如期放量

中性冲销无碍资金面宽松

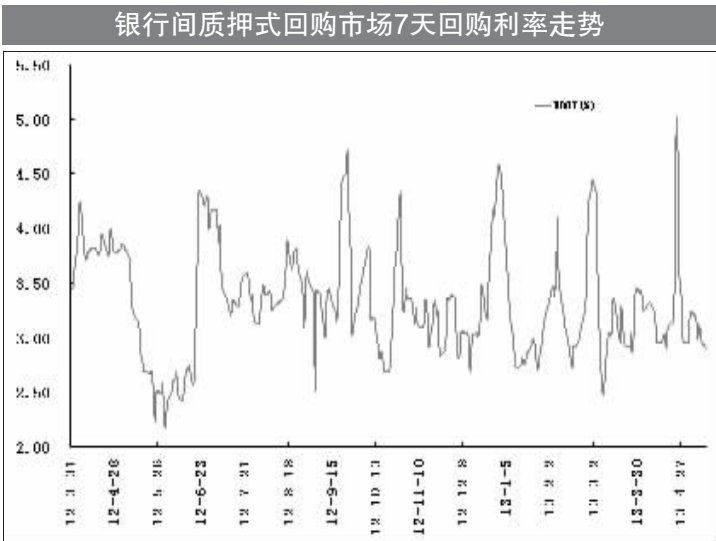
□本报记者 王辉

上周重启发行的央票，并没有给资金面或债券市场造成太大冲击。考虑到央票一级价格存在一定的折价，且预计招标价格将基本稳定，吸引交易商踊跃参与，本周二央票招标规模提升至270亿元。而在4月相关金融数据继续显示宏观流动性持续改善的背景下，央票恢复常态化发行，预计不会对中短期资金面产生太大的负面影响。

折价发行致央票放量

据央行网站公告显示，央行将于14日(周二)发行2013年第二期中央银行票据。本期央票将以贴现方式发行，期限3个月，发行量为270亿元。与上周四100亿元的发行量相比，本期央票增加170亿元或170%。

某上海的银行交易员表示，由于去年全年停发，存量央票规模不断减少。央票的稀缺性导致其与国债的利差持续收窄。上周3个月期央票重启前，二级市场相近期限品种成交在2.72%一线，比最后央行招标利率低20基点左右。这意味着，一级交易商只要拿到新发央票，转手在二级市场卖出即可获利。考虑到目前银行间市场资金面宽松，央票可在二级市场交易且流动性好，市场先前即预计若央票连续发行，发行规模将比首发



时有所上升。

申银万国债券分析师进一步表示，目前银行间市场3个月央票成交在2.81%左右，仍比公开市场招标利率低约10基点，套利空间的存在对交易商而言吸引力较大。考虑到央票利率具备市场基准利率的特点，任何形式的变动都可能引发市场对货币政策将出现变化的猜测，为稳定市场预期，在央票二级市场利率靠拢一级市场利率之前，预计央票的发行规模都不会太低。

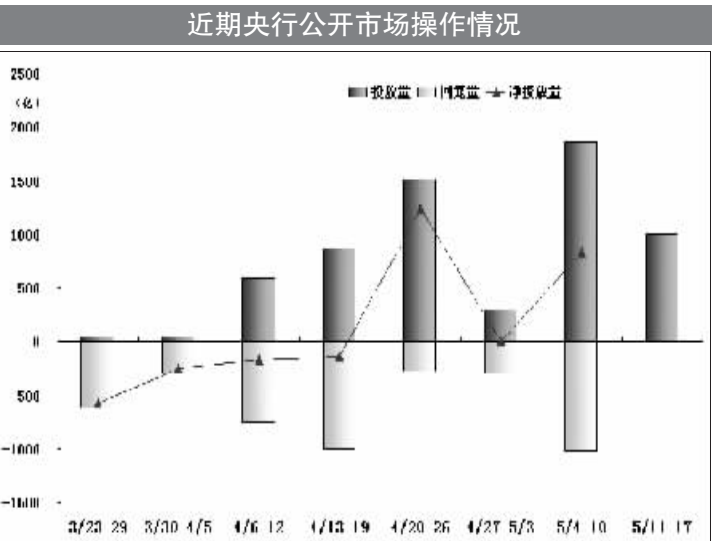
Wind统计数据 displays，本周公开市场无央票到期，正回购到期量为1010亿元，到期资金量较上周减少850亿元。考虑到央行或常态化发行，配合正回购双渠道回

笼货币，不排除本周央行公开市场操作有净回笼货币的可能性，但预计不会对市场资金面形成太大的冲击。

资金面难改整体宽松

尽管上周央行重启央票发行来对冲流动性，但在热钱大幅度流入的背景下，银行间市场资金面仍保持宽松格局，资金价格水平继续下行。上周公布的4月份金融数据也进一步显示，宏观流动性指标呈现向好势头。

海通证券、第一创业等机构认为，今年前3月新增外汇占款1.2万亿元，5至8月份央票到期量为7910亿元，流动性的内外供给形势均十分可观。在此背景下，央



票重启符合预期。而在当前海外普遍施行量化宽松、国内经济复苏动力不足、通胀水平仍不高的背景下，央行没有理由实质性收紧货币政策，本次重启央票最重要的含义在于打消市场对政策宽松的期待。上述机构认为，未来双顺差的延续将继续保障流动性供给充裕。

来自招商证券的观点也认为，从更长时间来看，未来央票发行量主要取决于外汇占款新增情况，货币政策仍将维持“中性”，中短期内对市场流动性状况不必过分担忧。该机构预计，4月份金融机构新增外汇占款仍然不会低于3000亿元，央行的货币被动投放压力依然较大。

当前也有机构对于5月份末段的资金面状况持相对谨慎观点。申银万国就表示，从最新公布的一季度货币政策执行报告来看，央行对流动性政策的思路已由去年四季度的“保持合理的市场流动性”，变化为“把好流动性总闸门”，这意味着其侧重点正在从释放流动性转换为回收流动性。短期而言，央票发行潜在的放量压力，以及5月份财政存款的大量上缴，可能会使得资金利率自本月20日左右开始面临较突出的冲高压

力。13日，银行间市场隔夜和7天回购利率分别运行于2.17%和2.90%左右，处于年初以来的较低水平。

需求结构性调整 应重视安全边际

□中信建投 孙超

近期市场逐渐恢复平静。新近公布的经济数据显示，通胀温和、经济弱复苏的宏观基本面组合依然持续，各机构的关注点转向了对债券市场的供求分析上。

从供给方面看，4月19日国家发改委下发的发改办财金[2013]957号文提到对部分符合要求的企 业债审批要“提高效率”。事实上，在地方政府的支持下，大部分城投发行人可以满足发改委“加快和简化审核类”的条件。因此，可以预计，城投债的后续审批速度有望加速，考虑到债券发行周期，城投债的供给压力将在下半年逐渐显现。同时，文中强调要对企业信用等级低、负债率高、偿债能力较弱的发行主体从严审核，依然体现了监管层“防范金融风险”的政策基调。对债市供给更多地还是结构性影响，一些资质较弱的高收益城投债发行人再融资能力将进一步受到质疑。

从需求方面看，近期政策层面信息不断：登记机构暂停信托产品、券商资管、基金专户等部分乙类账户在银行间债券市场的账户开设；《证券投资基金运作管理办法》征求意见稿限制基

金总资产不得超过净资产的140%；证监会表示“坚决不允许代持，无论是权益还是债券类的利益输送行为。”简单来看，这些政策都是对需求面的打击，尤其对广义基金的债券需求有削弱作用，因为无论是被暂停开户的信托、券商资管，还是被限制杠杆比例(表内、表外)的公募基金，都属于广义基金的范畴。而众所周知，广义基金的旺盛需求是造就2012年以来的债券牛市的重要动力。然而，上述政策对需求可能产生的具体影响，还需要深入细致地进行分析。

暂停信托产品、券商资管和基金专户等开设银行间账户，可能更多的是边际上的影响，因为毕竟新产品数目是有限的，被影响的账户在广义基金中只是很小一部分。市场普遍预期在规范、整顿过后，监管层将恢复乙类账户的开设。退一步讲，由于这些账户的主要资金委托方还是银行理财资金，如果账户开设迟迟无法恢复，对银行来说，无非是回流自身理财账户，暂停开户的政策对债市的影响则基本只体现在结构性的投资方向上，对债券需求的总体负面冲击有限。

《证券投资基金运作管理办

法》征求意见稿拟规定基金总资产不得超过净资产的140%。当前债基杠杆率普遍超过140%。据测算，如需达标，基金合计应减持400-600亿债券资产。不过，市场有一定时间来消化这部分挤出的资产，新发基金、杠杆率不足140%的基金和其他市场主体，有能力承接这些资产。与此同时，不论政策如何变化，基金的排名压力、收益率要求是刚性的，被动降低杠杆可能同时伴随着持仓品种的信用资质下沉，因为基金的组合收益率是任何基金获得收益的基础。从这一点上讲，这一政策利空的是曾经备受追捧的跨市场可质押券种，利好的则是绝对收益率较高的一些不可质押品种。总体来看，还是一种“此消彼长”的结构性影响。

广义基金以代持形式存在的表外杠杆融资行为，近期也受到监管层的限制。从本质上讲，表外杠杆融资是广义基金借用银行的资金创造了信用，表外杠杆持续扩大成就了以城投债为代表的信用债“供需两旺”的局面。可以想象，代持行为受限后，资金并未消失，只是离开了广义基金，回流到银行类金融机构中去，资金收益率要求会有所降低，但对债市整体而言，需求并

未受到大幅冲击，只是资金投向发生了结构性变化而已。但广义基金普遍处于激烈的市场化竞争环境中，刚性的排名和收益率要求决定了这类机构对信用利差孜孜不倦的追求。随着政策环境的变化，高收益债券资质分化将是 大势所趋，通过精细化的研究博取更合理的信用利差在未来信用债的投资中将更显重要。

此外，本次央行的货币政策执行报告中还设置了“资金池理财产品”专栏，专门提及了银行资金池理财产品的潜在风险。在规范措施中，央行强调了“单独核算”等措施，与银监会8号文“异曲同工。这也意味着银行理财非标资产向标准化债券资产转移的进程仍将继续。总体来看，债市需求面多空互现，结构性调整的可能性大过于趋势性反转。

更进一步讲，如果从深层次来理解监管层近期的各项政策，可以发现，去杠杆不过是手段，防范系统性风险才是监管层的核

心诉求。“知而慎行，君子不立于危墙之下。”对当前的债券投资者来说，未来的政策风险是不可预期的，但理解并顺应监管层的决策思路、高度重视投资的安全边际，则是目前能够而且应该做到的。

善，右侧加仓明显。我们认为，PPI环比大跌不利于库存回补，短期投资策略上仍可较保守，但年内周期复苏趋势仍在，权益类产品处于“可投资”状态，目前维持转债中低仓位较为合理。个券方面，民生、川投高成长仍可期，可坚定持有；非银大盘、重工、南山绝对价格尚可，回落至105元一线入场安全边际较大，可做波段；中行转债仍是底仓选择。

中信证券：转债估值难继续提升

当前工行、石化转债已经接近1月份市场对经济存在强复苏预期时的估值水平，南山、重工转债估值已经高于1月份。市场对全年经济的预期以弱复苏为主，偏股型转债的估值已经偏高，未来转债可能将随股市上涨，但估值继续提升的难度较大。近两月转债市场出现小幅反弹，后续正股向好、估值承压，转债有望跟随正股上涨，建议重点持有国电、工行、中行、石化、民生转债。南山和重工转债所属行业为传统制造业，短期盈利难以改善，当前价位可以轻仓持有。(葛春晖 整理)

人民币兑美元汇率连续两日回调

上周五以来，人民币兑美元汇率结束前期的屡创新高走势，连续两个交易日出现回调。市场人士表示，在短期升值速度过快、美元重新走强以及管理层推出限制“热钱”流入新规的背景下，下一阶段人民币升值步伐或将放缓。

13日银行间外汇市场人民币兑美元汇率中间价报6.2072，较上周五回落56个基点，是上周四创新高后连续第二个交易日回调。由于上周公布的美国非农就业数据好于预期，投资者对美联储退出QE的预期再度升温，美元指数连续大涨，上周五重新升破了83整数关口。

13日即期市场上，人民币兑

美元即期汇率低开高走，尾市收于6.1468，较上周五下跌51个基点，亦连续第二个交易日下跌。与中间价相比，昨日即期价仍高出604个基点或0.97%。

市场人士表示，从即期汇价仍显著高于中间价来看，人民币汇率近期仍有望保持强势，不过，如果美元步入中期走强通道，将在很大程度上缓解人民币兑美元的升值压力。此外，再考虑到4月份以来人民币中间价的累计升幅已达到1%，管理层出台各种措施抑制热钱大规模涌入等因素，预计下一阶段人民币汇率的升值步伐或将放缓，并将更多体现出双向波动的特征。(葛春晖)

郑州银行

16日发行50亿小微金融债

郑州银行股份有限公司公告，定于5月16日起发行其2013年金融债券。

本期债券发行总额为人民币50亿元，拟分为两个品种，品种一为3年期固定利率品种，品种二为5年期固定利率品种。其中，品种一计划发行20亿元；品种二计划发行30亿元，可全额回拨。本期债券由主承销商组织承销团，通过簿记管理人簿记建档集中配售方

式在全国银行间债券市场公开发 行。时间安排上，发行期限为2013年5月16日至5月20日，发行首日、簿记建档日为5月16日，起息日、缴款日5月20日。本期债券每年付息一次，兑付日一次性兑付本金。

经联合资信综合评定，本期债券信用等级为AA，发行人主体信用等级为AA。本期债券募集的资金全部用于发放小型微型企业贷款，支持小企业金融服务。(葛春晖)

农发行推迟16日金融债发行

中国农业发展银行13日公

告，因故推迟原定5月16日发行的金融债券，具体时间另行公告。年初以来，农发行已先后完成9期金融债券发行，共筹集资金1902.5亿元。按照原计划，16日农发行将招标发行其2013年第十期金融债券，具体期限品种

尚未公告。

农发行2012年全年共发行人民币金融债券18支，面值总额4350亿元。今年3月初，在农发行2013金融债券承销团组建大会上，该行相关人士曾透露，农发行今年计划发行债券4900亿元。(张勤峰)

两公司今发超短融

公告显示，华能国际、大唐集团将于5月14日在全国银行间市场合计发行85亿元的超短期融资券，期限均为270天。

华能国际电力股份有限公司本次将发行其2013年第三期超短融，而中国大唐集团公司发行的是其2013年第二期超短融。两期超短融券将采用固定利率形式，通过簿记建档、集中配售的方式在全国银行间市场公开

发行，按面值发行，发行利率根据簿记建档、集中配售的结果确定。时间安排上，两期超短融券发行日均为5月14日，缴款日、起息日为5月15日，上市日为5月16日，兑付日为2014年2月9日(遇节假日顺延)。

上述两期超短融无担保。经中诚信国际、大公分别评定，华能国际、大唐集团主体长期信用等级均为AAA级。(张勤峰)

资金宽松 债市活跃 中长期高等级备受青睐

□潍坊农信 代长城

13日银行间市场资金面延续宽松态势，现券成交活跃，收益率稳中有降，高等级信用品种依旧受到机构青睐。

利率市场由买盘主导，但气氛相对平和。金融债收益率下行不到1BP；国债收益率基本稳定，成交集中在10年期品种上，买卖收益率维持在3.42附近；新发央票成交较估值上行4个BP。具体看，剩余年限9.59年的12国债21成交在3.42%，与上一交易日持平；剩余9.78年的13国债05成交在3.42%附近，基本持平。剩余2.92年的13国开19成交在3.72%附近，较估值下行0.5BP；剩余4.67年的13国开03成交在3.91%，较上一交易日下行1BP；剩余5.95年的12国开21成交在4.03%，与上一交易日持平。剩余0.25年的13央行票据01成交在2.83%附近，较估值上限4BP。

■ 外汇市场日报

美元兑日元盘中突破102

□天利恒丰 丁勇恒

周一亚市场交易时段，美元兑日元高开高走，盘中一度突破102.00大关，并创下逾四年半新高102.14。虽然日元下跌已经延续了近6个月时间，但短期内仍旧看不到日元止跌迹象。

在日前召开的20国集团财长和央行行长会议上，虽然各国一再重申避免“货币战争”。但随着欧央行、瑞典、新西兰、澳大利亚等国央行以不同方式“放水”，各国的承诺显得苍白无力。而从目前各国汇率走势上看，日本的放水政策最具效果，美元兑日元自去年9月份的77.30一线一路狂奔至目前的102.00一线附近，升值逾30%。

市场另一焦点在于美联储量

化宽松的走向。因市场不断传言美联储已经为第三轮量化宽松制定了退出策略，以结束每月850亿美元的购债政策。在各国纷纷推出措施刺激经济的时候，美联储提前收紧QE的预期令美元平添几分魅力，这在一定程度上也推动了美元兑日元的升值。

后市看，虽然各国经济刺激政策的变换存在悬念，但有一点是市场比较认可的，那就是全球各地经济形势在逐步向好。不及预期的增长并不代表经济收缩，而经济增长会逐步推动全球性的风险偏好升温，这对大宗商品、风险货币均为利好，对日元等习惯性的低收益货币则意味着习惯性的需求。短期内各国若不强令日元升值，日元兑美元走势进一步下跌都将是大概率事件。

交易所债市氛围暖

5月以来，在4月份备受监管风暴冲击的信用债市场气氛持续回暖。周一(5月13日)，交易所企业债、公司债、分离债三大信用债指数继续全线上涨，其中企业债市场多个券收益率下行，中低评级品种尤其受捧。

具体来看，企业债方面，AA级11丹东债收益率下行2.42BP至5.91%，A+级民营债08奈伦债收益率下行1.26BP至5.35%；公司债方面，代表券种AA-级08新潮债收益率下行3.68BP至5.88%，AA级12勤上债收益率下降11.25BP至6.84%；评级较高的分离债交投清淡，收益率变化不大。

分析人士指出，随着监管风暴告一段落，信用债行情的主线重新回归基本面和资金面，而近期出炉的数据显示经济复苏形势低迷、市场资金面保持相对宽松继续对债券市场有利，因此短期内交易所信用债有望保持偏暖格局。不过，从中长期来看，考虑到债市监管不会就此终结、经济回升依然可期，而“调结构”又对一些过剩行业不利，信用债市场特别是部分中低评级产品的风险仍值得警惕。(葛春晖)

偏股型转债分化

5月13日，沪深转债市场继续跟随A股市场窄幅震荡。中证转债指数收于298.71点，较上周五收盘微涨0.08点或0.03%，全天成交13.66亿元，为今年以来的中低位水平。

当日沪深市场上正常交易的22只转债13涨7跌1平，与正股走势大致对应。具体来看，正股涨幅超过1%的中鼎、国投、海运、重工、海直等转债纷纷红盘报收，位居涨幅前列；巨轮2、同仁、民生等转债则在正股拖累下相继收跌；此外，大盘转债走势平稳，涨跌幅度均不明显。从盘面表现来看，前期表现抢眼的偏股型转债出现分化，特别是同为小盘品种的中鼎转债、巨轮转2，分别位居涨幅和跌幅首位；相对而言，偏债型和平衡型走势较为平稳。

分析人士指出，二季度经济尚处于底部复苏阶段，权益市场难有大行情，这一背景下，投资转债市场仍需以稳健为主，特别是要提防前期涨幅过大的中小盘正股补跌风险。同时，考虑到经济中长期复苏趋势不变，转债配置价值仍不可忽视，可在调整中关注有业绩支撑的非银行大盘以及电力转债的吸纳机会。(葛春晖)

■ 债市策略汇

利率产品

光大证券： 上行风险有限

在经济结构调整与转型压力下，投资动能的强劲增长无法长期持续，预计将有所回落，社会投资风险偏好中性偏弱，债市基本面犹存。央行重启正回购意在管理通胀预期，将资金面维持在适度宽松水平。财政赤字规模将扩大，国债规模将随之略有增加，但净供给较去年增加幅度相对有限。综合分析，我们认为利率债配置价值大于交易价值，建议继续持有中长期久期，在调整中择机买入。相对于国债来说，政策性金融债的配置价值相对较高，首选5-7年期左右的政策性金融债。

申银万国： 收益率回升只是幅度问题

目前收益率底部已现，未来仅是回升的幅度和速度问题。第一，后期CPI上行趋势已经确定。第二，3月工业增加值增速仅为8.9%，极有可能成为今年全年的

工业增速底部。第三，流动性短期

内不利因素不可忽视。5月是财政存款大量上缴时点，资金利率仍有冲高压力。央票重启发行，且仍有放量空间。美联储退出QE3的预期再次升温，可能引发资本流动性逆转，新增外汇占款面临回落压力。第四，4月金融数据显示8号文对社会融资总量影响较小，在某种程度上可缓解市场对于由于资金不足而导致经济再次回落的担心。

信用产品

招商证券： 信用债调整将趋缓

央票重启的象征意义远大于实际意义，货币政策仍将维持“中性”，对流动性不必过分担忧。从基本面的来看，近日公布的物价数据 displays，4月份我国CPI、PPI数据双双略超预期，但“通胀温和+经济弱复苏”的总体基本面组合尚未被破坏，货币政策继续大幅放松或转为收缩的可能性都不大。整体来看，信用债的基本面、政策面并未发生质的转变，尚不支持

可转债

国泰君安： 波段操作 不宜追涨

近期投资者短期信心有所改