

定向宽松打开想象空间 债券牛市进行时

□本报记者 王辉

尽管此前市场预期强烈的全面降准降息被短期证伪，但债市连续大涨，显示此次定向宽松对交易情绪的提振已胜似全面降准。分析人士表示，定向宽松反而加大了市场对于未来货币政策进一步走向全面松动的想象空间。在此背景下，债券牛市格局料将持续。

市场更在乎政策走向

5月下旬以来，债券市场投资情绪持续高昂，二级市场收益率全线下行。分析人士表示，尽管此前市场预期强烈的全面降准、降息预期被短期证伪，但随着货币放松预期的渐次兑现，未来货币政策易松难紧的共识已经形成。从对债市的实际影响来看，此次“定向降准”加码对交易情绪的提振已胜似全面降准，或说明市场更在乎政策走向，定向宽松反而加大了市场对于未来货币政策进一步走向全面松动的想象空间。

随着债券市场新一轮一轮的上涨，部分前期持谨慎看法的机构也开始逐渐偏向中性或乐观。申银万国证券本周就表示，虽然PMI指标出现一定回升，但实体经济融资困难的问题并没有改善，中小企业、房地产和产能过剩行业的企业仍有资金链断裂的危险。为了真正托底经济，政府在政策的放松方面可能需要走得更远，为了切

银行间10年期固息国债与国开债利率走势



实降低社会融资成本、防范信用事件，不排除后期全面降息、降准的可能性。而在政策与经济的博弈过程中，如果因为数据的企稳而导致短期放松力度低于市场预期，反而给政策的进一步放松留下想象空间。

国海证券等机构也表示，虽然短期降息、降准等强刺激措施出台的概率不大，但政策重点正转向“主动作为”。就短期而言，除了落实定向降准之外，货币政策在6、7月份也很可能出现配合

性的适度松动，例如表现在公开市场的量价调整，从而进一步对债市带来利好推动。

债券牛市将继续深化

在货币结构性宽松继续稳步推进的背景下，目前市场对于中短期流动性环境保持充裕的信心十足。多数机构观点认为，当前债券牛市格局将继续深化。

国海证券指出，短期内货币政策继

续松动，可能将体现在具有标杆意义的公开市场操作方面。该机构认为，央行6、7月预计会加大公开市场净投放力度，在正回购可能会继续缩量的同时，7月之后甚至有重启逆回购的可能。价格方面，正逆回购利率也可能会比前期出现下行。中信建投表示，虽然年中时点资金需求上升，但在央行维持宽松的干预之下，叠加银行非标业务期限错配大幅缓解因素，以及“127号文”对非标业务的整治，“钱荒”将不会再现。虽然回购利率难免季节性略有升高，但整体资金流动性仍将维持宽松。

在货币环境稳定无忧的背景下，目前各方进一步加大了对市场机会的挖掘。国泰君安本周表示，目前10年期国债与金融债的利差和隐含税率均处于历史高位，预计后期金融债和国债利差仍然有一定压缩空间。

与此同时，在市场做多情绪高涨的背景下，中低等级信用债再次回到了机构关注视野之中。中金公司表示，中期来看，风险偏好回升的情况下，风险资产的表现可能好于无风险资产。债券牛市中半场可以更多的关注低评级债券、转债等资产的机会。申银万国证券也表示，在利率继续寻底的过程中，利差仍有收窄空间的低等级信用债可相对看好。虽然低等级信用债的资质仍在分化中，仍需警惕信用风险的出现，但城投品种受到信用风险影响的概率较小，预计将有较多投资机会。

两把“火”点燃国开债领涨行情

□安信证券固定收益部 袁志辉

今年初以来，债券市场收益率不断下行，且相对而言，政策性金融债尤其是国开债，下行幅度较国债多30-40bp，不同期限国开债收益率也降到非国开金融债之下10-15bp。金融债在这轮行情中扮演了标杆的角色，国开债较非国开金融债的溢价也已消失，那么金融债尤其是国开债到底火在哪里？

估值洼地被填平

今年以来，经济的投资活动低迷带动宏观经济持续下行。同时猪肉价格下跌，叠加基数因素，导致CPI在一个较低的平台不断下探。而实体经济融资需求偏弱，拉低宏观广谱利率水平，银行间市场流动性略显偏松。债券市场持续走牛具有扎实的基本面支撑，但考虑到经济下行尤其是刚性兑付打破带来信用风险抬升，债市收益率下行的先锋必将是

利率债，然后轮到高等级信用债、中低等级信用债。

对于一般投资者而言，由于投资金融债相对国债需要缴纳20%的利息税，因此在收益率上需要相应税收溢价。但从实际估值来看，中短端金融债相对国债隐含税率接近30%，5-10年期金融债相对国债隐含税率在22%-26%附近，不仅远高于平均适用税率，而且高于隐含税率历史均值。在利率债品种中，金融债最近一两年一直是估值洼地。

一季度，由于传统债市投资主力商业银行迟迟不肯进场，以及对“钱荒”心有余悸，部分投资者踏空；4月份以后，市场宽松预期日渐明确，牛市环境下，机构做多情绪加速释放，金融债估值得到修复。中债登的托管量数据也显示，5月银行、基金等机构大幅加仓金融债。

政策护航国开债

相对于非国开金融债，国开债发行

规模偏大，造成同期限国开债估值一般较非国开金融债有5bp左右溢价。今年4月以来，国开债收益率快速下行，目前10年国开债估值降到4.87%附近，已低于10年期非国开金融债10bp。

随着今年以来非国开金融债供给的持续放量，国开债的供给压力略有减轻，对相对估值形成正面影响。从定价角度来看，由于税收及风险资本权重相同，两者差异也体现出一定的流动性差异。国开行的创新能力一直引领政策性银行，国开债的市场存量及品种丰富程度都远好于非国开金融债，因此，流动性优势将略微拉低国开债的溢价。但是这些无法完全解释近一个多月以来国开债溢价的快速消失，笔者认为，政策优惠才是主要原因。

在经济结构调整的大背景下，加快推进棚户区改造是稳定经济的主要举措。从4月下旬开始，央行对棚户区改造项目进行定向投放再贷款，初定

规模3000亿。国开行作为棚改项目重要资金支持机构，4月末开始不断获得再贷款。

央行支持棚户区改造，对国开行等机构进行再贷款，国开行享受的政策优惠极大地增强了其吸引力。市场对国开债的投资热情大增，一级市场认购倍数普遍在3以上，中标利率低于预期，一二级市场轮番下行，相对非国开金融债，国开债收益率下行幅度偏大。

总之，今年在经济低迷、通胀下行以及流动性持续宽松的债券牛市中环境下，叠加刚性兑付打破、信用溢价的重新定价，利率债引领信用债开启了收益率大幅下行的征程。而由于隐含税率偏高，作为价值洼地，金融债估值逐步得到修复。在政策推动下，国开债相对非国开金融债的吸引力提升，乐观的市场情绪快速拉低国开债收益率，溢价消失。只是国开债的这把“火”烧得有点旺，让投资者对后市可能略感心虚。

观点链接

第一创业证券：放长长期正当时

当前形势明朗，可进攻长长期品种。其一，定向刺激促使经济缓慢爬升，而在不刺激不压的“无为而治”面前，房地产暂时看不到扭转方向，二季度GDP同比回落是大概率事件。其二，在降低实体经济融资成本政策大环境下，资金面继续为债市托底，推动收益率向下的力量持续聚集。其三，虽然季末考核因素临近，但“钱荒”预期消退，跨月后短期形势仍然乐观。其四，考虑到6月份国债到期量为年内次高，而关键期限中仅有1.7、10年期债券发行，银行的刚性配置动力可能会推动长债投标下行。我们前期建议暂时持有短长期，等待信号明朗化再图进退，而当前放长长期正当时，同时继续推荐金融债。

中信建投证券：继续看好国开债

货币政策放松预期实现，未来货币政策易松难紧，货币市场流动性将维持宽松，回购利率维持低位，且国务院常务会议提出，清理不必要的资金“通道”、“过桥”环节，缩短融资链条，有利于引导资金回流债市，降低债券收益率。上周长端利率在降准预期推动下下行幅度较大，但考虑到外汇占款流入减少、非标减缓降低派生存款增速等因素，商业银行的存款短期难以改善，利率债收益率仍然较低，且考虑到短期基本面企稳及收益率累计下行幅度较大，未来收益率继续大幅下行的概率并不大，银行的配置需求将受到一定的抑制。品种上，继续看好国开债。宽松的资金面，使得政金债套息空间较大，以7天回购利率为融资利率基准，当前的套息空间仍然处于历史上

较高水平；国开债弹性较好，在当前流动性宽松之下，国开债交易机会相对较大。

国泰君安证券：政金债隐含税率有压缩余地

目前10年期国债与政策性金融债的利差(隐含税率)为98bp，处于2009年至今隐含税率90%的分位数，与历史相比较，当前隐含税率相对较高。从历史数据来看，隐含税率整体上呈现出牛市缩小，熊市扩大的走势，在利率债的几次牛市中(包括2008年四季度、2010年年中、2011年四季度及2012年5月份到7月份)，隐含税率最低分别为33bp、26bp、47bp、63bp，而对应的10年期国债的中枢分别在2.7%-3%、3.4%-3.6%、3.4%-3.5%、3.3%-3.4%；税收利差的水平与国债、政策性金融债的中枢水平也呈现一定正相关关系。目前税收利差处于绝对高位，考虑到目前国债、政策

上海证券：利率债仍存上涨空间

由于受定向降准力度加大的利好消息的影响，3日利率债收益率普遍大幅下行，其中政策性金融债收益率跌幅较大。3日汇丰银行公布5月汇丰中国制造业PMI终值49.4，低于预期0.3个点，PMI位于荣枯线之下，显示制造业仍然处于萎缩阶段。我们认为，目前刺激政策收效甚微，经济基本面仍然缺乏上行动力，经济基本面的改善仍有待观察，在此背景下，主导利率债走势的因素仍然在于流动性状况，考虑到目前资金面较为宽松，而且定向降准力度加大，流动性状况更趋乐观，利率债收益率仍有下行的空间。(张勤峰 整理)

浦发今发行20亿同业存单

上海浦东发展银行4日公告称，将于6月5日发行该行2014年度第011期、第012期同业存单各10亿元。

浦发银行今年第011期同业存单期限3个月，计划发行10亿元，息票类型为零息，将采用报价方式发行，发行价格为98.8489元，参考收益率为4.62%。起息日为6月6日，到期兑付日为2014年9月6日。浦发银行今年第012期同业存单期限6个月，计划发行10亿元，最低发行量5亿元，息票类型为零息，将采用招标方式发行。起息日为6月6日，到期兑付日为2014年12月6日。

联合资信给予浦发银行主体信用评级为AAA。

浦发银行今年同业存单发行额度为1000亿元。截至6月4日，今年浦发银行已发行且尚在存续期内的同业存单达10只，发行总额135亿元。(张勤峰)

交易员札记

鄞州银行 段苏

4日，资金利率小幅波动，流动性持续宽松，在多重有利因素的推动下，债市情绪继续高涨，交投异常活跃，收益率整体大幅下行。

资金利率方面，月内资金利率平稳，跨月资金利率有所上行。其中，隔夜、7天、14天和21天期的质押式回购利率分别为2.57%、3.15%、3.29%和3.54%，相比前日变动不大，不过1个月的质押式回购利率上行23BP至3.93%。

做多热情高涨

债市收益率再下一城

利率债方面，财政部4日招标续发行的140006，中标利率在3.87%-3.91%，大幅低于前日3.98%的收盘利率，配账户和交易户均有参与。二级市场上，剩余期限2.8年的140004成交在3.71%，下行约8BP；剩余期限4.9年的140008成交在3.83%左右，下行约5BP；交易极为活跃的130018(剩余期限9.2年)收盘在4.05%，下行约5BP。

信用债方面，买盘踊跃，收益率再下一城。短融一二级溢价明显，新发14津地铁CP001(AAA)成交在5.1%，溢

价14BP，新发14张资产CP001(AA+)成交在5.27%，溢价22BP。高等级中票成交活跃，新发14大唐集MTN001(AAA)成交在5.08%，溢价17BP；久未成交的宝钢也成交多笔，剩余期限2.2年的11首钢MTN1(AAA)成交在5.96%，高出同评级、同期限的中电投中票约100BP。收益率在6.5%以上的城投债受到关注。

预计今年6月流动性以适度宽松为主，短期内市场情绪将保持乐观，行情有望延续。

乐观预期支撑投标热情 7年续发国债获积极认购

财政部4日就今年第六期记账式国债进行了续发招标。在资金面宽松、机构预期乐观的推动下，本期国债延续近期利率债一级市场需求高涨势头，中标利率继续低于市场预期。

14附息国债06为7年期固定利率债券，票面利率4.33%，按年付息，自2014年4月3日开始计息。中债网的信息显示，本期续发国债发行价格为103.49元，对应参考收益率为3.8707%，低于3.93%的市场预测均值，6月3日14附息国债06的最新成交收益率为3.98%；本次续发行计划招标金额280亿元，首场认购倍数

达到1.98倍，首场招标结束后，获得0.3亿元甲类成员追加，实际发行量达到280.3亿元。

市场人士表示，5月末以来资金面保持宽松，加上周末国务院常务会议再次确认定向降准、再贷款等定向宽松政策取向，机构对于未来流动性状况的乐观预期进一步升温，做多热情高涨，从而支撑债券一二级市场持续向好。

此外，财政部4日下午公告称，将于6月11日招标发行今年第十一期记账式国债，该期债券为1年期固定利率品种，计划发行280亿元，甲类成员可追加。(葛春晖)

主流机构5月继续全线增持债券

中债登公布的最新月报显示，截至2014年5月末，在中央国债公司登记、托管的债券总量达到26.94万亿元，较4月末增加2890.45亿元。商业银行、广义基金、保险机构、证券公司等四类主要机构投资者托管量均有不同程度增长，为今年2月以来连续第四个月全线增持。

主要投资者中，5月商业银行托管总量增加1683亿元至171477亿元，基金类增仓826亿元至28947亿元，保险机构增仓164亿元至23921亿元，券商增仓52亿元至1856亿元。分市场来看，5月末交易所托管量突破

万亿大关，达到10075.63亿元。

分券种来看，5月国债托管量增长994亿元，其中商业银行增持840亿元，保险、基金、券商分别增持112亿元、67亿元和22亿元；政策性银行托管量合计增加2110亿元，主流机构中，商业银行比较青睐国开债和农发债，基金类对三类政策债均有增持。信用债方面，企业债托管量增加661亿元。

分析人士指出，今年以来市场流动性持续好于预期，监管新规也推动商业银行资产配置由非标转向标债，再加上利率债绝对收益率仍较高，多种因素使得机构配置需求保持较高水平。(葛春晖)

鹏元上调云浮城投主体评级

鹏元日前发布了对云浮市新达城市建设投资公司的跟踪评级。

鹏元指出，跟踪期内，云浮市地方经济及财政总收入均持续较快增长，为公司提供良好的外部环境。公司土地开发业务及公路工程承包收入持续增长，盈利能力有所提升，当地政府持续加大对公司的支持，提升其资本实力及融资能力。再者，2013年公司以较低的对价合并了云浮发电厂，该电厂经营情况良好，有利于公司未来收入和利润的提升。此外，公司已办妥国有土地使用权抵押登记手续，可为

本期债券的兑付提供较有效的保障。

鹏元也称，关注到公司土地开发业务的收入与利润易受一级土地市场的波动影响，且2013年盈利能力的提升对营业外收入的依赖仍较高，合并收益的持续性较弱。此外，公司资产以储备土地为主，部分已用于抵押，整体流动性一般，且随着本期债券的增加，公司未来的偿付压力加大。

基于以上情况，鹏元将发行主体长期信用等级由AA-上调为AA，评级展望维持为稳定。(张勤峰)

联合上调德阳银行主体评级

联合4日发布了对德阳银行股份有限公司跟踪评级。

联合指出，德阳银行具有较明显的地缘优势，决策链条短，市场剪剪度高，产品创新能力较强；公司存贷款业务在区域市场占有率高，异地分支机构的发展有助于扩大公司存贷款业务的发展空间；公司成本控制能力较好，整体盈利能力强；贷款拨备充足，资产质量较好。跟踪期内，公司治理持续规范，主营业务发展势头良好，整

体资产质量较好，盈利能力处于较高水平，资本充足。随着业务扩张及跨区域经营的推进，德阳银行内控及风险管理水平有待进一步提升。德阳银行新一轮增资扩股方案已获得监管批复，目前增资扩股计划正处于稳步推进过程中。

综合考虑，联合将德阳银行主体信用等级上调为AA-，并将该行2009年次级债信用等级上调为A+，评级展望为稳定。(张勤峰)

光大银行将发162亿二级资本债

中国光大银行股份有限公司4日公告称，定于6月9日至10日发行该行2014年二级资本债券。

本期二级资本债券为10年期固定利率品种，发行规模为162亿元，在第5年末附有前提条件的发行人赎回权，同时附有减记条款。本期二级资本债券采用固定利率方式，票面年利率根据市场招标结果确定，单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。时

间上，发行首日为2014年6月9日，缴款截止日、起息日6月10日，付息日为本期二级资本债券存续期内每年的6月10日(如遇法定节假日或休息日，则顺延至下一工作日，顺延期间不另计利息)。经上海新世纪资信评估投资服务有限公司综合评定，发行人的主体评级为AAA级，本期债项的评级为AAA级。本期债券无担保。(葛春晖)

两券商今发短融券

长城证券、第一创业证券4日分别发布公告，各定于6月9日招标发行一期短期融资券。

长城证券2014年度第三期短融券发行金额6亿元，主承销商为中信银行。第一创业证券2014年度第三期短融券发行金额7亿元，主承销商为第一创业摩根大通证券。两期短融券期限均为91天，固定利率，票面年利率通过招标系统

决定，招标日为6月9日，起息日、缴款日、债权债务登

记日为6月10日，交易流通日为6月11日。两期短融券均无担保。经上海新世纪评定，两家发行人的主体评级均为AA，评级展望为稳定，两期短融券的评级为A-1。

近年来，伴随券商中介类创新业务不断观察，证券公司融资需求水涨船高。据Wind统计，今年前5个月银行间市场累计发行证券公司短融券104期，合计金额为17495.0亿元，较去年同期的46期、1179亿元显著增长。(葛春晖)

金牛银行理财综合收益指数走势



注：2014年6月4日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.19%，较修正后的上期数据上行0BP。数据来源：金牛理财网