

# 遭遇“两面”夹击 债牛短期遇阻

## 布局短债修复正当时

上周,债券市场在央行二次降息之后出现了一波显著的调整。收益率曲线上,中长端回升明显,短端相对坚挺,期限利差有所扩大。分析人士指出,在政策利好预期兑现之后,资金面和基本面成为影响短期债券市场走势的主要因素,而一方面,节后央行放松节奏和流动性改善程度不及预期,另一方面,2月PMI、物价数据均有所回升,令市场对经济、通胀基本面预期也产生分歧,“两面夹击”之下,债市短期调整难以避免;但中长期来看,经济、通胀双低的基本面组合以及货币政策宽松方向不易改变,利率震荡下行的债券牛市格局依然成立。相对而言,由资金面改善带来的短债修复行情更值得期待。

■本报记者 葛春晖

### 利好兑现 债市不涨反跌

2月28日,央行宣布自3月1日起正式下调存贷款基准利率,市场预期已久的二次降息终于落地。然而,降息后首周债券市场不涨反跌,各期限品种收益率均有不同程度反弹。从收益率曲线变化看,中长端回升幅度较大,短端相对坚挺,期限利差有所扩大,呈现出陡峭化修正的特征。例如,银行间中债收益率曲线上,截至上周五(3月7日),1年、3年、5年、7年、10年的关键期限国债到期收益率分别报3.06%、3.25%、3.30%、3.34%、3.48%,较前一周五(2月27日)分别上行约1BP、14BP、9BP、10BP、10BP。与此同时,信用债收益率亦跟随利率债上行,且上行幅度大于利率债,信用利差相应扩大。

对于上周债市不涨反跌,机构纷纷指出,其根本动力来自于资金面和基本面不及预期背景下,投资者对前期乐观预期的修正。在政策利好预期兑现之后,资金面和基本面成为影响短期债券市场走势的主要因素。从资金面来看,与往年不同的是,今年春节后资金面一直处于偏紧状态。上周五,银行间资金利率标杆品种——7天期质押式回购加权平均利率为4.84%,较春节前的最高点4.91%仅下行了7BP,较降息前的2月28日还上涨近1BP。这与前期投资者的乐观预期存在不小的偏差,市场上甚至出现了对流动性的悲观预期。从基本面来看,月初公布的2月份中采和汇丰PMI指数双双超预期回升,其中汇丰PMI更是重回荣枯线上方,各项指标均有所改善。与此同时,节后食品的高频数据出现反弹,国际原油价格也出现止跌迹象。受此影响,市场对于经济和通胀的看法出现一定的分歧,不再一边倒地看空经济和物价。

此外,兴业证券等机构指出,利好出尽导致反弹也是市场常态,历史上并不鲜见,上次降息(去年11月下旬)后债券收益率也出现了明显反弹。而在市场下跌时,获利盘获利了结和交易盘止损等机构行为,会进一步加大市场的调整。

### 经济犹弱 债牛未完待续

经过上周的持续调整,市场对于债券后市的看多热情较前期回落了许多。本周一,债券收益率延续整体上行态势,中债银行间关键期限国债到期收益率分别续升1BP、1BP、3BP、6BP、1BP。

目前,债券市场的短期调整压力主要来源于资金面。本周一,银行间7天期质押式回购加权平均利率持平在4.85%的较高位置,显示短期资金面压力较大。综合机构观点来看,前期货币市场流动性改善不及预期,主要受到了A股IPO批量发行、人民币贬值压力下资本外流的负面影响。而据机构测算,本周将有23家企业进行IPO,冻结资金峰值将在3月12日达到2.2万亿的峰值水平。鉴于当前人民币兑美元即期汇率仍徘徊于年内低点附近,金融机构外汇占款在此前连续两月出现负增长之后,短期内可能仍难以快速回升。

就经济和通胀基本面而言,研究机构对于短期经济走势虽出现了一些分歧,但“弱经济、低通胀”的基本面组合尚难言就此终结。海通证券指出,一方面,2月地产汽车龙头万科、上汽的销量均出现负增长,3月上旬主要城市地产销量、发电耗煤同比依然负增长,显示经济依然悲观;另一方面,节后食品价格回落,猪价再创新低,预计2月CPI为0.9%,3月CPI为1.1%,物价通缩风险未除。

从更长远视角考虑,经济增速中枢下移已是不争的事实,这将成为利率长期下行的主要支撑。中信建投证券指出,潜在经济增速中枢的下移将会打破原有经济均衡中经济变量均衡水平,而利率作为经济中的核心变量,源于并决定于企业利润率,是利润率的一部分,随着潜在经济增速中枢的下移,利率的均衡水平也将下移。

此外,中金公司认为,在央行所有的目标当中,经济稳定、就业稳定、避免通缩风险的排位顺序仍应该是高于倒逼经济调结构和推动人民币国际化的。该机构指出,目前货币市场利率的居高不下抑制了整体综合利率的下行,进而抑制了经济动能,由于央行目前注入的流动性不足以引导货币市场利率下降,后续需要进一步降准释放更多资金来化解。中金公司表示,债券市场尽管短期内迎来调整,但由于货币条件指数仍在下滑,整体货币还没有有效放松,经济企稳回升仍为时尚早,债市的牛市尚未走完。

### 宽松可期 短端首当其冲

由此来看,当前债市处于一个较为尴尬的境地。一方面,经济、通胀基本面形成的债市中长期走牛基础尚存;另一方面,在3月初刚刚降息之后,短期内进一步博放松的动力不足,资金利率高企仍在一定程度上制约着债券收益率下行。

不过,从长期慢牛思路考虑,当前资金面紧张造成的市场波折,可能恰恰给债券投资者提供了从容选择和配置的机会。事实上,3月份资金面改善的条件正在逐渐成熟。兴业证券指出,对资金面不必过于悲观。一是春节期间提现的现金在3月份将全部回流,缓解银行资金和存款压力;二是3月财政存款投放规模季节性超过3000亿元;三是央行稳定人民币汇率的力度增加,汇率稳定将缓解资金流出压力。综合来看,3月份超储率可能回到3%附近,在近段时间的过度悲观后,资金面反而可能出现超预期的宽松。

中金公司进一步指出,对于债券投资者而言,唯一的障碍是目前仍偏高的货币市场利率,但这个最终会在央行加大放松力度的情况下得到解决,因此,不建议投资者大幅降低债券仓位。就券种选择而言,从受益于资金面改善和货币市场利率下行的角度考虑,加上当前期限利差仍处于历史低位,而长端利率已经反映了较多的宽松预期,短端品种相对更受到当前多数市场观点的青睐。上周以来短端品种表现相对坚挺、调整幅度明显小于中长端,已经反映出投资者缩短久期的倾向。

# 债务置换预热 有人欢喜有人愁

■本报记者 张勤峰

据财政部发言人表示,近期财政部已下达地方存量债务1万亿元置换债券额度。市场人士表示,这意味着存量地方政府性债务处置工作正有序启动,政策上对各类地方存量债务均有明确处置方法,放任违约始终不是选项,或将缓和对于城投债再融资风险和违约风险的担忧,推动城投债估值修复,但与此同时,债务置换将造成地方债扩容压力,结合今年财政预算赤字规模扩大来看,今年政府性债务供给增长会比较明显,对地方政府债乃至整个利率市场供需格局的影响值得关注。

### 缓解城投债再融资风险

在地方政府存量债务甄别基本完成后,随着城投债到期还本高峰的出现,对到期债务的处置正提上日程。财政部发言人8日表示,经国务院批准,近期财政部已下达地方存量债务1万亿元置换债券额度,允许地方把一部分到期高成本债务转换成地方政府债券。市场机构认为,存量债务置换有望大幅降低目前市场对于地方政府再融资周转高风险的担忧,推动城投债估值修复。

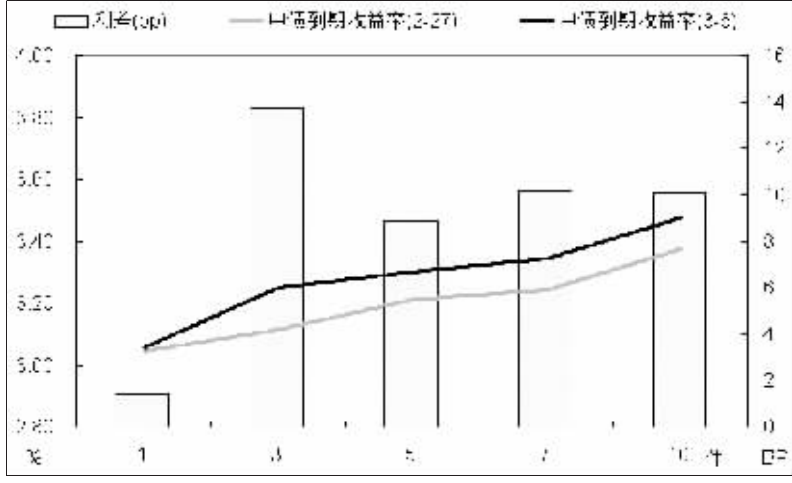
2015年城投类债券将迎来第一个到期高峰。据Wind统计,2015年城投债到期规模将接

近7500亿元,较2014年增加80%。另根据2013年6月末的地方政府债务审计结果,2015年地方政府债务到期本金将达到2.78万亿元,其中政府负有偿还责任的部分为1.86万亿元,考虑到2013年6月底以来新增债务情况,机构预计2015年到期的地方政府债务将超过2万亿元。在地方增量融资受到严格约束的情况下,到期债务的接续问题一度导致城投债调整。

根据国发“43号文”,对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务,各地区可申请发行地方政府债券置换。海通证券报告指出,地方存量债务中由融资平台举借的债务占比较高,而融资平台债务普遍久期短、成本高,通过发行地方债对其进行置换,有望将久期拉长,融资成本也将大幅下降,有利于增强地方债务的可持续性。前述财政部发言人即表示,匡算1万亿元的地方存量债务置换,可使地方政府一年减轻利息负担400-500亿元。国泰君安证券报告也指出,存量债务置换细节尚不明确,但以低成本置换高成本、以长期限置换短期限应该是基本原则,这将大幅降低地方政府债务的到期再融资周转风险,缓解此前市场上存在的担忧情绪,有望推动城投债估值修复。

海通证券报告进一步指出,日前财政部部长楼继伟在回答记者关于地方债的提问时指出,“必须开前门、堵后门,同时还要防止出现系

上周银行间固息国债收益率曲线期限结构变动



■债市策略汇

### 利率产品

#### 申万宏源证券:短债优于长债

短期内,资金利率中枢决定了债券收益率反弹的方向,基本面的预期助推反弹幅度。在新股、汇率和利率市场化等诸多因素下,缺乏央行总量调节的资金市场很难快速回归宽松,价格工具影响相对偏慢;两会后各项经济政策陆续出台,对基本面预期起到改善作用,因此长端利率的反弹属预期之内。中长期来看,基本面改善的预期和实际落实情况仍将有出入,需求不足、融资难和融资贵的情況仍未改善,预期亢奋之后可能出现回落;资金面长期高位难以促进信用环境的改善,因此量价配合的总体或定向政策工具仍有实施的必要。陡峭化的收益率曲线仍是未来必经的过程,短端品种优于长端品种。

#### 招商证券:宽信用构筑利率底

政策预期落地之后,影响市场的主要因素转至基本面和资金面。基本面上,政府工作报告明确稳增长意图,前期基建投资已经发力的情况下,其拉动效应将逐渐显现,基本面将实现触底回稳,对利率底部有支撑;资金面上,两个中长期因素需要特别关注——信用宽松和外汇占款减少,尤其在稳增长意图之下,投资需求将进一步促进宽信用趋势,对资金面有较大扰动;在稳增长和宽信用的逻辑下,当前利率水平仍有上行压力,继续建议维持谨慎操作。

### 信用产品

#### 中信证券:信用利差扩大空间不大

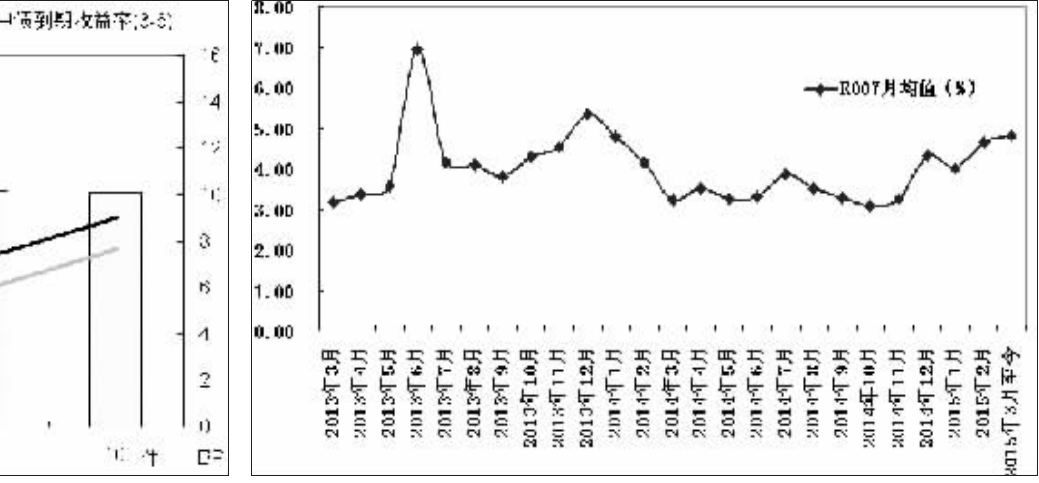
短期来看由于资金的刚性配置,信用利差持续扩大的空间并不大。信用债绝对收益率及信用利差波动区间仍取决于无风险利率不对称V型与广义基金风险偏好提升之间的力量对比,建议投资者后续关注短波的库存周期能否与中波的经济周期共

■本报记者 张勤峰

受制于短期流动性隐忧,9日交易所信用债市场延续颓势,个券市价仍跌多涨少,成交利率小幅上扬。市场人士指出,流动性偏紧的局面难以持久,信用债整体调整压力不大,而城投债相对价值更优。9日,交易所上市企业债以调整居多,产业类个券如AA的10凯迪债收益率涨3.37bp,AA-的12宁上陵涨4.48bp。但城投类个券多逆势走强,如主体评级AA的新券14保山债交投活跃,到期收益率小跌1.65bp,14仪征债跌0.96bp。

公司债市场上,个券市价跌多涨少,活跃品种

去年11月降息后货币市场利率中枢不降反升



### 光大证券:看好中高等级产业债

降息之后,由于中长端利率已经包含了政策宽松预期,同时短端利率受制于偏紧的资金面居高不下,收益率曲线整体上行,收益率曲线十分平坦甚至倒挂,但基本面的低迷和政策面的宽松仍然没有结束,长端利率继续反弹空间有限。考虑未来供给、信用风险的影响,仍然较为看好中高等级产业债,对低等级产业债偏谨慎,整体看好城投债。

### 可转债

#### 中金公司:提前进入震荡期

IPO到来时点较预期更早,令行情更早出现波折。短期扰动因素有所增多,周期股仍受制于经济下行压力和新增资金流入放缓,而题材股缺少消息面强化契机且面临业绩期考验,短期市场机会把握难度恐有所加大,但货币政策放松预期且尾部风险担忧不大,股市调整空间尚有限。建议投资者仍持有部分中盘题材品种,静观其变。个券方面,更关注四只新券(宝钢EB、歌尔、洛钼、格力)及老券中的深机、齐峰等。民生、浙商等流动性较好、正股beta特性更强品种是波段操作的较好标的。

#### 海通证券:短期多看少动

长期看,无论是政府工作报告提出的调结构、稳增长、抗通缩,还是地方政府存量债务置换,都需要宽松货币环境,如果短端利率不降,实体经济回暖存疑,央行就需要继续放水,我们仍长期看好好股债。目前转债处于快牛后的波动期,相对估值较高,个券虽有机会,但往往需先消化高溢价才能继续上涨,因此短期转债表现或较为平淡。高估值制约转债操作空间,建议投资者短期内多看少动。(葛春晖 整理)

### 资金面压制信用债

如AAA的12河钢01收益率涨19.09bp,AA的11庞大02跌1.16bp,A+的09银基债涨9.53bp。高收益品种方面,AA-的ST三维债涨1.04bp,AA的12中孚债涨10.52bp。市场人士指出,9日市场资金面尚可,但考虑到新一批新股即将展开集中申购,短期资金面仍有隐忧,抑制短期债券市场投资情绪。不过,流动性偏紧的局面不会持续太久,综合考虑3月份供需关系,信用市场继续调整压力不大,信用利差仍有望维持在低位。其中,城投债由于存量债务置换缓解再融资担忧,估值存在修复的空间,在信用债中仍是相对更优的投资品种。

相比之下,地方债扩容带来的不确定性更大。根据预算草案,2015年地方财政赤字5000亿元,比2014年增加1000亿元,国务院同意发行地方政府一般债券弥补;另外,预算草案提到2015年将发行地方政府专项债券1000亿元。也即,2015年地方债发行量为6000亿元。而据WIND统计,2014年地方债发行量为4000亿元。此外,对于6000亿元是实际发行量还是净增量,机构间有一定分歧,中金公司认为应属于净增量,考虑到1714亿元到期量后,则2015年地方债实际发行额度应为7714亿元。

即便6000亿元是实际发行量,地方政府存量债务置换也使得地方债发行量存在不确定性。从预算草案来看,地方存量债务的置换并未包含在6000亿元地方债额度中。中金公司认为,今年发行的地方政府债会有三种,一种是一般地方政府债,净增量为5000亿元,一种是弥补政府性基金收支差额的专项地方政府债,净增量为1000亿元,还有一种是用于置换到期地方政府存量债务的,发行量和净增量会比较大。有市场人士指出,前述1万亿元地方存量债务置换债券额度,正是第三种。总之,三者合计,预计今年地方债发行量和净增量将较往年大幅增加。

中金公司指出,地方政府债一般在二季度后开始集中密集发行,届时利率债券尤其是地方政府债的供给压力对债市有一定影响。

### 农发债中标利率高企

中国农业发展银行9日增发了今年第五期10年期固息金融债,同时发行了今年第七期5年期固息金融债。招标结果显示,在近期债市疲弱的背景下,两期债券中标收益率(利率)均高于二级市场水平。

据悉,农发行此次招标的5年期品种中标利率为4.02%,10年增发债中标收益率为4.1266%,投标倍数分别为3.09倍和3.01倍。中债到期收益率曲线则显示,目前银行间市场5年期和10年期非国开政策债收益率分别为3.95%和4.05%。

国泰君安证券指出,此次农发行新债定位较二级市场大幅上行7-8bp,长端上行幅度大于短端,曲线重回陡峭化,将使得利率债一级市场调整带动二级市场收益率继续上行。此外,有交易员表示,9日银行间市场资金面尚可,而农发行两期新债发行定位偏高,进一步凸显出主流机构投资情绪趋谨慎。(王辉)

### 口行将招标4期金融债

进出口银行公告称,定于3月12日对该行今年第一、三、四、五期金融债进行一次增发。本次增发的4期债券分别为一年、五年、七年和十年期固息品种,发行规模分别为40亿元、40亿元、50亿元和60亿元。

本次增发的第一、三、四、五期口行债招标时的票面利率依次为3.72%、3.85%、3.95%和3.99%,其中七年期品种采用多重价格美国式招标,其余品种采用单一价格荷兰式招标;十年期品种起息日为2月9日,其余品种起息日均为1月26日;各期债券缴款日均为3月17日;一年期品种将于3月19日上市,其余品种上市日均为3月23日。本次口行增发的各期债券均没有基本承销额;一年期品种发行手续费为0.05%,五年和七年期品种发行手续费为0.10%,十年期品种为0.15%。(王辉)

### 华融证券将发10亿短融

华融证券9日发布公告称,将于3月12日招标发行10亿元、90天期的该公司2015年度第二期短期融资券。

本期短期融资券将通过招标发行的方式在全国银行间债券市场公开发行,采取固定利率,发行利率通过招标系统招标决定,在债券存续期内利率不变。本期短期融资券采用单利按年计息,不计复利。

日程安排上,招标日为3月12日,分销日、缴款日、起息日、债权登记日为3月13日,3月16日上市流通,2015年6月11日到期一次性还本付息(遇节假日顺延)。

本期短期融资券无担保。经联合资信综合评定,发行人主体信用等级为AA+级,本期短期融资券的信用等级为A-1级,评级展望为稳定。

据Wind统计,截至3月9日,今年以来银行间债券市场已发行的证券公司短期融资券合计34只,发行总额为598亿元,较去年同期的47只/863.5亿元有所下降,主要是由于大中型券商发行额度基本用满的原因所致。(张勤峰)

### 大公调升山东宏桥评级

大公9日发布公告,将山东宏桥新型材料有限公司主体信用等级调升至AA+。

大公指出,山东省是我国最大的铝制品制造基地,山东宏桥位于邹平经济开发区铝产业集群范围内,受益于集群内完整的上下游产业链,面临良好的偿债环境。山东宏桥是山东省最大的铝产品生产企业,作为铝行业的龙头之一,显著的规模效应及很强的成本优势使其财富创造能力始终处于行业优秀水平。山东宏桥盈利及经常性收入获取能力不断提升,债务收入始终保持较好的持续性和稳定性,并能获得港股上市控股股东的大力支持,保障了其偿债来源的持续充沛和多元化。山东宏桥资产负债率较低,存量债务安全度很高,未来存在较大的新增债务空间。

基于上述情况,大公决定将山东宏桥的主体信用等级由AA调整为AA+,评级展望维持稳定,同时将“12鲁宏桥MTN1、13鲁宏桥MTN1、14宏桥债01和14宏桥债02”的信用等级由AA调整至AA+。(张勤峰)