

楼市新政来袭 债市雪上加霜  
国开债中标利率全线高企

3月30日，楼市新政引发的经济回暖预期，令本就疲弱的债券市场雪上加霜。国家开发银行当日招标的五期固息金融债中标收益率全线大幅高于二级市场，但该批金融债投标倍数尚可，显示经过近期收益率持续上行后，有部分资金尝试介入，市场多空分歧较大。

国开行此次招标的是该行2015年第三期5年期、第四期7年期、第五期10年期金融债的增发债券及新发行的2015年第六期1年期、第七期3年期金融债，均为固定利率品种。据市场人士透露，此次新发行1年期债券中标利率3.97%，全场认购倍数为3.79；3年期债券中标利率4.18，全场倍数为2.79；增发行5年期债券中标收益率4.2764%，全场倍数3.14；7年期债券中标收益率4.3858%，全场倍数4.01，10年期债券中标收益率4.2998%，全场倍数3.45。各期限品种中标收益率全线高于二级市场水平，其中中长期品种偏高二级市场利率水平尤其明显，5年期和10年期增发债中标收益率分别高出二级市场利率17bp、14bp。据中债到期收益率曲线显示，3月30日银行间市场上待偿期为1年、3年、5年、7年、10年期的固息国开债收益率分别为3.8885%、4.1558%、4.2016%、4.2161%、4.1605%。

交易员指出，利率债供给量预期和股市行情持续火爆，导致近期利率债一级市场需求低迷，一级利率高于二级的情况屡见不鲜。在此背景下，周一晚间多部委联合出台的系列楼市调控新政，改善了经济增长预期，进一步打击债券市场信心，尤其是收益率曲线长端本就存在纠偏压力，面临的上行压力更大。不过，经过近期快速调整，债券收益率的中期配置价值也在显现，上述各期金融债投标倍数尚可，显示在利率上行中有一些资金在尝试介入，鉴于市场上多空分歧较大，债市弱势震荡局面或将持续一段时间。（张勤峰）

## ■交易员札记

## 多重利空悬顶

## 止损抛盘沉重

3月31日（周二），银行间资金面整体宽松，主要回购利率均有下行，但资金价格仍在比较高的位置上。

二级市场早盘现券收益率较周一尾盘高位略有回落，但受房贷新政的影响，做空情绪不减，止损抛盘承重，之后在一级市场招标结果影响下，收益率继续走高。国债方面，3y国债140202对峙在3.28/3.21，上行5BP；7y国债150002双边对峙在3.67/3.60，上行3BP；10y国债140229对峙在3.68/3.62，未见成交，上行3BP。金融债方面，1y国开150202成交在3.95位置，上行10BP；3y国开150201成交在4.18-4.24位置，上行5BP；5y国开150203成交在4.30，收益率较周一上行约7bp；7y140228成交在4.50，10年国债

开140222成交在4.48，140229成交在4.47，150205成交在4.22-4.29，收益率上行约7bp。

目前债市收益率大幅上行主要来自两个原因。一是供需失衡，尤其是供给方面存在较大不确定性。此前财政部已批复万亿地方政府债发行额度，旨在将高利率的存量债务置换为地方政府信用背书的低利率债券，意味着利率债供给将大幅增加。财政部部长楼继伟在出席博鳌论坛时称未来置换规模可能进一步扩大，再次提升了利率债供给增加的预期。二是多部委联合出台刺激性房地产新政，也对债市形成利空。这两个因素的影响不是短期的，而是持续的，在没有大的货币政策放松情况下，债市的弱市格局还会持续。（潍坊农信 代长城）

## 财政部4月8日

## 招标300亿元10年国债

财政部31日公告称，定于4月8日招标发行2015年记账式附息（五期）国债。

本期国债为10年期固定利率附息债，利息按半年支付，竞争性招标面值300亿元，进行甲类成员追加投标。日期安排上，本期国债于2015年4月8日招标，4月9日开始计息，招标结束至4月13日进行分销，4月13日（含）前缴款，4月15日起上市交易，每年4月9日、10月9日（节假日顺延）支付利息。本期

## 广发证券4月3日招标30亿短融

广发证券3月31日发布公告称，定于4月3日招标发行2015年度第四期短期融资券。

本期证券公司短融券发行金额30亿元，期限90天，到期一次性还本付息，通过央行债券发行系统公开招标发行，票面利率通过招标系统招标确定。时间安排上，招标日为4月3日，分销期、缴款日、起息日、债权债务登记日为4月7日，4月8日起上市流通，兑付日为2015年7月6日（遇节假日顺延）。本期短融券无担保。经中

国开行制造有限公司和常熟市南湖荡开发建设有限公司股权按原出资额划出。

南湖荡公司具有投资规模大、公益性强、盈利能力弱的特点，国开担保因管理疏漏等原因代偿金额过大，上述资产的有偿划出保证了公司资产的质量及业务运营效率；3、公司2014年减持华泰证券股票，投资收益大增。（葛春晖）

## 即期汇率3月份轻松收复前两月失地

## 一季度人民币汇率续写坚挺本色

□本报记者 王辉

本周以来，在美元指数不断温和反弹、中间价小幅走软的背景下，国际化预期升温推动人民币即期汇率连续逆中间价走强。而月末最后两个交易日的上涨，也助力人民币兑美元即期汇率在3月份收获1.12%的涨幅，一举收复今年前两月的失地，从而整个一季度以小幅升值收官。展望二季度，分析人士指出，尽管未来较长时间内美元多头趋势仍难扭转，人民币也将继续由此承受一定贬值压力，但经过多轮汇改之后人民币汇率已经趋于均衡合理水平，预计人民币汇率仍将延续宽幅区间波动、总体保持稳健的运行格局。

## 一季度即期价微涨0.07%

一季度，尽管一度显著升温的人民币贬值预期曾给前两月的人民币汇率造成明显压力，但相较于全球主要非美货币，人民币汇率的相对强势以及币值的稳固特征仍较为明显。

从中间价看，从年初至3月上旬，在美元指数持续大涨并一度攻破100点整数大关、多次刷新11年多高点的背景下，人民币兑美元汇率中间价温和走低，3月中旬之后，随着美元陷入盘整，人民币中间价则小幅走强。3月31日，人民币兑美元汇率中间价报6.1422，较2014年12月31日的6.1190小幅贬值232基点或0.38%。而从同期美元对一揽子非美货币的汇率表现看，截至北京时间3月31日18时，美元指数收报98.60点，一季度累计大涨9.22%。

即期汇率方面，尽管1月下旬至3月初人民币兑美元即期汇率曾出现较为显著的下跌，但3月下旬以来，人民币即期汇率重新走强，已收复前一阶段的全部失地。数据显示，3月31日人民币兑美元即期汇率上涨81基点或0.13%至6.1996，连续两个交易日逆中间价走强。至此，3月份人民币即期汇率累计大涨700基点。

或1.12%，完全收复了前两个月0.76%、0.30%的跌幅。而整个一季度，美元指数高歌猛进的背景下，人民币兑美元即期汇率仍小幅上涨44基点或0.07%。

## 人民币汇率料延续稳健走势

展望二季度，分析人士认为，虽然美元指数未来一段时间内仍可能持续保持高位，中国经济基本面暂时也还难以完全走出弱势，但央行在货币宽松上的克制，以及人民币国际化、资本项目可兑换等潜在利好因素，仍将支撑人民币汇率延续偏强震荡、总体稳健的表现。

上周以来，宏观经济层面陆续公布的3月汇丰中国制造业PMI初值、前两月工业企业利润总额等经济指标，再度出现了明显的下滑迹象，而同期人民币汇率尤其是即期汇率却表现强势。特别是最近两个交易日，即期汇率连续逆美元指数和中间价走强。对此，市场人士普遍认为，人民币国际化与资本项目可兑换的加快推进，已成为中短期内人民币汇率的有力支撑。

近期，市场普遍关注国际货币基金组织（IMF）今年对人民币加入特别提款权（SDR）货币进行评估问题。中金公司就此表示，短期而言，市场可能形成人民币加入SDR的预期，从而出现对人民币的追捧，给人民币带来一定升值压力。同时，随着自兑改革步伐的加快，在国际收支和资本流动的影响下，人民币汇率的波动幅度也将加大。

海通证券等机构也认为，综合亚投行大幅扩围、人民币年内面临SDR货币评审大考等因素考虑，中短期内人民币汇率不会由于货币政策的缓步宽松而出现明显走软。

在美元等外部因素方面，外汇市场交易员则普遍认为，由于美联储在加息问题上保持与市场充分沟通的积极政策立场，预计中短期内美元震荡将缓步上涨，不会给人民币汇率带来超预期的冲击。



## ■观点链接

民族证券：人民币避险属性在增强。随着美联储鸽派信号加强，预计3月初以来人民币兑美元的升值趋势短期内将延续，资本外流压力减弱。最近亚投行进展迅速，且2015年人民币将被纳入国际货币基金组织特别提款权一篮子货币，加上中国对外投资、“一带一路”的推进，人民币汇率稳中有升符合人民币国际化的目标。

预计未来人民币兑美元单边贬值或升值的可能性不大，双向波动仍是主要趋势。另外需要注意的是，在国际形势不确定性增加，尤其是地缘政治及希腊债务危机风险点存在的大背景下，人民币作为比较稳定而强势的货币，其避险属性也在增强。因此，随着欧洲央行QE的实施，大量资本流向美国的同时，预计部分资本也将流向中国。

平安证券：美元强势趋势难改。美国经济复苏依然具备领先优势，美国货币政策与主要经济体的差异性仍然客观存在。综合考虑经济周期与货币政策差异化两大逻辑以及避险、投机等因素，我们判断进入二季度美元指数的支撑因素会增强。预计美联储6月份FOMC会议之前

市场会再次形成较强的加息预期，随着美国加息预期的再次升温，美元将重回升势，年内美元指数或升至105左右。如果出现避险等扰动因素，比如欧洲选举引起政治动荡，或者欧元区通胀持续不及预期，那么美元指数可能升至110的高位。同时，新兴市场货币贬值仍未结束。由于人民币对美元汇率相对其他货币波动较小，会带来人民币汇率高估问题。

中金公司：人民币汇率波动区间可能扩大。IMF今年将对特别提款权（SDR）进行评估，预计中国政策当局将进行积极准备。货币当局可能进一步减少外汇干预，扩大人民币汇率的波动区间。这意味着外汇占款作为基础货币的投放渠道将继续弱化，人民银行在短期内需要通过大幅降准来提高货币乘数，在长期则要积极寻找货币投放的替代机制，特别是通过公开市场操作增持国内债券。人民币汇率的波动可能受国际收支和资本流动更多影响，幅度加大。成为SDR篮子货币对人民币国际化具有重要的指标意义，使人民币与中国的国际利益更加匹配，促进国际货币体系改革和均衡化。

## 资金量宽价高 降价有赖降准

□本报记者 张勤峰

周二（3月31日），央行公开市场开展了250亿元逆回购操作，以小额净投放完成一季度公开市场操作的收官之作。据统计，今年一季度央行公开市场共实现净投放500亿元，远高于季节性投放水平，结合降准等操作，印证央行货币政策稳中偏松的取向。

在此背景下，季末时点资金面仍保持宽松态势。不过，当前资金利率绝对水平仍高，资金面量宽价高的矛盾较为突出。分析人士指出，鉴于外汇占款见显著恢复，有效降低银行资金成本仍有赖于降准等调控手段。

## 一季度公开市场净投放500亿元

央行周二在公开市场开展了250亿元7天期逆回购操作，交易量与前一次持平，中标利率亦稳定在3.55%。由于当日到期逆回购为200亿元，因此央行此举实现单日净投放50亿元。

值得一提的是，本次操作也是2015年一季度例行公开市场操作的收官之作。据Wind统计，今年一季度央行公开市场共开展7930亿元逆回购操作，期间共有7430亿元逆回购到期，两相抵冲后，全季度实现小额净投放500亿元，投放总额较前三个季度有所减少，但与2014年一季度相比，投放力度仍相当可观。数据显示，2014年一季度央行公开市场操作实现净投放5240亿元。

事实上，本季度净投放应该是2012年

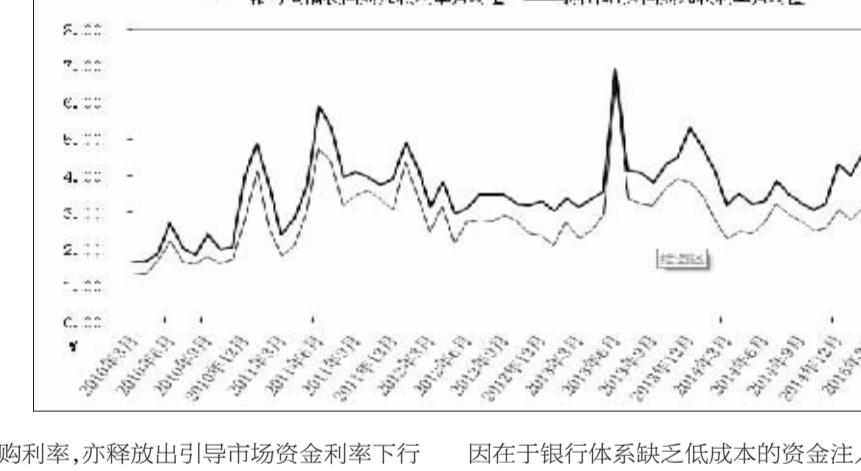
以来历年一季度的首次。历史上，一季度央行公开市场操作结果多为净回笼。这主要是由于年末财政存款的集中释放使得次年初银行体系流动性较为充裕，加之央行在春节前会大量释放流动性，共同导致春节后的流动性时点规模偏高，央行因而会进行回笼和平滑操作。

今年春节前后也是如此。春节央行连续四周通过公开市场净投放资金，节后又连续四周实施净回笼，直到3月下旬季末临近，才重新转为小额净投放。总体上看，一季度央行公开市场前放后收，基本保持中性操作，不过，考虑到外汇占款增长低迷，央行在一季度实施了一次全面降准并加量续做MLF，仍进行了一定力度的总量宽松。

## 资金面量宽价高矛盾待解

周二银行间市场资金面继续呈现相对宽松态势。质押式回购市场上，短期回购利率重拾跌势，其中隔夜回购利率加权值收在3.16%，较前一日下跌6BP；7天回购利率收在3.98%，跌9BP。

3月中旬以来，银行体系流动性持续缓慢改善，各期限回购利率纷纷走低。以7天回购为例，3月9日加权利率一度高达4.85%，最近三周多时间累计已下行87BP。据市场人士分析，除春节后现金回流到位之外，近期资金面转暖与3月例行财政存款释放、人民币贬值压力缓解暗示新增外汇占款或见恢复性增长不无关系。此外，3月份央行三次下调公开市场逆回购



购利率，亦释放出引导市场资金利率下行的明确信号。

但值得注意的是，当前货币市场资金利率的绝对水平仍高，还远未回到去年的低位。数据显示，去年春节后7天回购利率最低曾跌至2.23%，而去年11月央行降息前，7天回购利率一般在3.2%左右波动，低点在2.9%-3.1%之间，比当前的回购利率仍高出一大截。从月度中枢看，7天回购利率在3月份的均值为4.50%，较2月仅下行15BP，创下了近十几年来的历史同期最高水平。

去年11月以来，央行几度降息、降准，之后资金利率反而走高，成为货币市场的怪现象。分析人士指出，回购利率上涨反映出银行体系资金成本上升，背后主要原

因在于银行体系缺乏低成本的资金注入。一方面，外汇流入减少，新增外汇占款下降，导致低成本的基础货币供给下降，虽然央行进行了投放，但主要通过成本较高的MLF、SLF等进行，降准次数有限，导致增量资金成本上升；另一方面，居民财富重配现象持续上演，社会资金大量流向股市等风险资产领域，导致银行吸储成本持续上升，突出反映为降息后理财收益率仍居高不下。从这一点来看，当前流动性量宽价高并非好现象，至少距离央行降低融资成本还有很大差距，未来资金利率有效下行，或期望外汇占款恢复高增长，或依赖央行通过降准等投放低成本资金，目前来看，后者显然更为实际。

当前10年国开债的二级市场成交利率接近4.3%，自2月底的低点以累计上行超过60bp，自3月上旬降息后也累计上行超过40bp，10年期国债二级成交利率高至4.3%。从大类资产配置角度看，长期利率债的投资价值已经凸显。虽然市场短期存在恐慌情绪，对地方政府债务置换的利空过于担忧，但即便如此，也被当前的二级成交价格price in。在经济下行压力可能超预期，资金利率仍缓慢回落的背景下，长期利率债存在左侧交易机会。（本文仅代表作者个人观点）

## 长期利率债价值显现

本溢价分别为34bp、170bp。那么以3月末的估值为基础，10年国债、10年国开、信贷的可比收益率将是3.7%、3.6%、3.74%，同理，如果地方政府债市场化发行，经济较发达地区的长期地方债利率将接近4.0%。

当前，商业银行的主要可选投资品种的回报率已较为接近。在经济稳增长、降低实体经济融资成本的约束下，截至一季度末仍位于6.8%附近的一般贷款利率还

属于历史偏高水平，后期有继续下调的动力而非上升的压力。可见，以信贷利率为代表的长期利率债上限已基本达到，长期利率债收益率继续上行的空间很小，按照历史极值情况也只有不到20bp。一旦长期利率债继续上行，资金约束压力下，商业银行有动力将信贷资产往利率债转移，同时地方政府债务置换导致的存量息差损失也将得到很大程度的回补。

综合置换前后的资产配置回报水平来看，1万亿元地方政府债务置换，将使商业银行经营数据、风险权重20%、100%的券种的资

本，但是也将明显提升其资产周转率、降低不良率，且节约净资本，所以债务置换对商业银行并非完全利空。假设1万亿元地方债的不良率为1%-1.5%（商业银行系统的平均不良率水平），则不良资产减少100-150亿。另外，2015年商业银行表内新增债券除1万亿元被置换的地方政府债外累计接近3万亿元，因此利率上行50bp带来的增量配置收益足以弥补存量息差损失。

当前10年国开债的二级市场成交利率接近4.3%，自2月底的低点以累计上行超过60bp，自3月上旬降息后也累计上行超过40bp，10年期国债二级成交利率高至4.3%。从大类资产配置角度看，长期利率债的投资价值已经凸显。虽然市场短期存在恐慌情绪，对地方政府债务置换的利空过于担忧，但即便如此，也被当前的二级成交价格price in。在经济下行压力可能超预期，资金利率仍缓慢回落的背景下，长期利率债存在左侧交易机会。（本文仅代表作者个人观点）

□安信证券固定收益部 袁志辉

3月中下旬以来，债券市场调整加速，市场一片风声鹤唳，似乎收益率上行已无限制。其实，期间宏观经济、通胀水平等疲软的基本面依然对债市构成支撑，且银行间市场资金利率在资金供需改善、央行公开市场引导下趋于回落，只是市场选择无视这些利好，而将重点放在地方政府债务置换导致的利率债供给量上。在3月上旬的债券估值水平偏低的时点上，如此重大的利空推出对债市影响无疑是很大的，但是收益率上行并非没有顶。从商业银行大类资产配置的角度看，当前长期利率债的估值已基本反映了地方政府债务置换的利空的预期，投资价值已显现。

2015年地方政府到期债务集中在信贷、城投债、非标等融资工具，根据目前的金融市场投资者结构，这些债务至少70%将由商业银行体系来消化。因此，1万亿元地方政府债务置换对商业银行的影响最大，且主要通

增后持股比例由20%升至30%。开行公司技术实力很强，是国家重点高新技术企业，经营效益很好，2014年公司从开行公司获得分红10839.92万元。公司其他参股公司常熟农商行、常熟发电公司等经营情况稳定；2、同期，公司股东常熟国资委办公室先后将常熟市国发中小企业担保有限公司和常熟市南湖荡开发建设有限公司股权转让给南湖荡公司。南湖荡公司具有投资规模大、公益性强、盈利能力弱的特点，国开担保因管理疏漏等原因代偿金额过大，上述资产的有偿划出保证了公司资产的质量及业务运营效率；3、公司2014年减持华泰证券股票，投资收益大增。（葛春晖）