

多重利空压制 债券市场风雨未过难见彩虹

□本报记者 葛春晖

清明节过后，虽然央行逆回购利率再次下调和货币市场利率中枢明显下移均释放出利多信号，但债券市场却并未就此全盘买账，除短端利率略有下行外，中长端利率反而明显上行，整体延续3月份以来的弱势调整格局。分析人士指出，短期来看，新债供给高峰冲击，经济、通胀预期回升，以及资金利率走势面临不确定性，使得债券市场继续承受调整压力。不过，在经济下滑风险仍大、政府继续引导实体融资成本下降的背景下，未来债市的调整空间有望收窄。至于二季度交易机会，则仍有待宽松货币政策“送风”。

情绪悲观 中长债续跌

本周以来，从资金面和货币政策层面营造的债券市场环境应该是偏暖的。一是，前期被市场视为利率下行“拦路虎”的货币市场利率出现明显下移。二是，央行周二再次下调逆回购操作利率，为3月初降息后的第四次下调，继续释放引导利率下行的政策信号。

然而，上述利好并未给市场带来太大提振，债券收益率曲线中长端利率明显上移。小长假后两个交易日，银行间1-10年的关键期限固息国债收益率分别上行1BP、4BP、7BP、10BP、12BP；1-10年的关键期限固息国开债收益率分别微降2BP和上行4BP、4BP、6BP、9BP。

分析人士指出，从近日盘面情况来看，资金利率下行仅对利率曲线短端产生了



一定的正面提振，而机构更看重的中长端

利率之所以不降反升，则主要缘自两方面原因。一是，尽管3月份收益率曲线已经出现了一定的陡峭化上移，但与历史水平相比，期限利差仍偏低，因此近日货币市场利率下行仅带动了收益率曲线的修复，并不必然带动长端收益率下行。二是，3月中下旬以来，以地方债为首的新债（特别是中长期品种）供给预期，对债券市场冲击明显，与此同时，经济、通胀回升预期有所抬头令中长期债市的基本面支撑也有弱化之嫌，在此背景下，机构对于债券特别是中长期债券的看法越发谨慎。

短期承压 静待政策送风

综合多家机构观点来看，未来一段时间内，债券市场面临的整体环境依然

偏空。首先，经济和通胀方面，在政府放松房地产政策后，市场对于未来经济增长的预期已有所改善；同时，伴随3月下旬以来猪价加速上涨，研究机构对于猪周期见底、通胀压力逐步显现的预期也有所升温。

其次，供需矛盾仍是影响中短期债券市场的核心因素。供给方面，国泰君安证券表示，从4月起，利率债供给将进入高峰，预计全月包括国债、金融债、地方政府债、铁道债在内的总供给将达到5600亿元，比3月增加近1500亿元，如果再考虑到同来存单、万亿地方债务置换启动，则本月利率和准利率产品的供给压力将更为突出。需求方面也并不乐观。国泰君安指出，一是，随着存款保险

制度推出和利率市场化加速，银行资金成本居高不下，配置需求走弱；二是，广义基金在股市财富效应冲击下，弃债转股，交易需求减少；三是，IPO扩容、信贷资产证券化改为注册制等，进一步扩大了潜在高风险收益比资产的范围，利率债在资产配置中面临被挤出效应。目前市场普遍认为，未来供需矛盾的有效化解，仍有待于管理层继续推出诸如扩大社保基金投资比例等“接盘”举措，并且在需求端的流动性上配合以适当的货币政策放松。

最后，尽管近日货币市场利率中枢出现了明显下移，但市场普遍认为，在IPO和企业缴税扰动下，其未来继续下降的节奏和空间仍存在不确定性。

综上所述，未来一段时间内，债券市场将继续承受调整压力。不过，亦有多家机构认为，在经济下滑风险仍大、政府继续引导实体融资成本下降的背景下，经过3月份的大幅调整之后，未来收益率的上行空间有望收窄。国泰君安证券表示，全球流动性的好转以及风险偏好的回升，很可能改善人民币短期流动性，这对短期债券有正面作用，加速收益率曲线陡峭化的同时也使得中长端的安全边际开始慢慢显现，因此二季度收益率上行的速度将比3月份放缓。此外，该机构认为，二季度债券市场的机会主要来自于政策之“风”，下周一经济数据发布，预计GDP可能会跌到政策容忍下限，政策放松窗口再度开启，可适度博弈经济低于预期和央行放松的机会。

资金面宽松依旧 7天利率逼近3%

8日，银行间市场资金面宽松依旧，14天以内各期限回购利率继续下滑，其中指标7天期回购加权利率跌至3.12%，回到央行去年11月降息前的水平。市场人士指出，3月中旬以来流动性改善程度好于预期，但新股IPO、企业缴税等因素或限制资金利率进一步下行的空间。

目前看，货币市场流动性预期平稳，市场对新一轮IPO并未表现出明显的担忧情绪。不过，IPO对资金面的冲击仍不容忽视，而季节性财税缴款也增添4月中下旬流动性波动风险，或限制短期内回购利率继续下行的空间。

尽管新一轮IPO启动在即，但市场资金面仍不改稳步向好的态势。8日，银行间质押式回购市场上，流动性仍较为宽松，各期限资金供给充足，14天以内各期限回购加权利率继续下滑。具体看，隔夜回购加权利率再跌近9bp，收在2.65%；指标品种7天回购利率续跌14bp至

3.12%，为去年11月19日以来的最低值，重回央行首次降息前水平。此外，跨新股发行期的14天回购利率下行至3.90%，下跌6bp。

目前看，货币市场流动性预期平稳，市场对新一轮IPO并未表现出明显的担忧情绪。不过，IPO对资金面的冲击仍不容忽视，而季节性财税缴款也增添4月中下旬流动性波动风险，或限制短期内回购利率继续下行的空间。

此外，鉴于当前回购市场7天利率水平已大幅低于央行公开市场逆回购利率，央行会在接下来的公开市场操作中继续下调逆回购利率值得关注。（张勤峰）

人民币汇率小幅走软

8日人民币兑美元汇率中间价、即期汇率双双小幅回调，不过仍维持在近期震荡区间内。

据中国外汇交易中心公布，4月8日银行间外汇市场上人民币兑美元汇率中间价报6.1345元，较前一交易日跌40个基点。由此，人民币汇率中间价结束了此前连续3个交易日的上涨。即期汇率方面，受中间价走软和隔夜美元指数显著反弹影响，8日人民币兑美元即期汇率低开走低，收盘报6.2042元，较7日收盘下

跌49基点或0.08%。

来自招商银行等机构的最新观点认为，清明节后银行间外汇市场购汇盘较多，且目前央行引导人民币升值预期不强，人民币汇率因而短期缺乏大幅走强的动力。虽然北京时间周四凌晨即将公布的美联储会议纪要将有望给美元运行带来新的指引，但当前美元指数蓄势整理的运行态势料难打破，人民币汇率短期内预计将延续区间震荡的运行格局。（王辉）

10年期国债中标利率偏高

财政部8日招标的10年期固息国债中标利率高于二级市场，且认购倍数偏低，显示当前一级市场人气低迷。

据市场人士透露，财政部8日招标的10年期固息国债中标利率为3.64%，高于此前3.61%的市场预测均值。此外，该期国债中标利率为3.70%，投标倍数为1.63倍，且首场招标后未获追加发行，最终发行额度确定为首场的300亿元。中债到期收益率曲线显示，当前银行间市场10年期固息国债到期收益

率为3.60%。

市场人士表示，虽然近期货币市场利率持续下滑，但新股IPO启动在即，料将对资金面带来压制。此外，利率债供给预期仍持续打压债市投资情绪，叠加股市连续上涨分流资金的影响，导致债市悲观情绪有所加重。

此外，财政部8日发布公告称，定于本月15日招标发行2015年第七期记账式附息国债。该期国债为7年期固息国债，按年付息，竞争性招标总额300亿元，可追加。（王辉）

口行新债招标遇冷

进出口银行8日招标增发了2015年第五期至第七期金融债券，依次为10年、5年和1年期固息债券。在现券持续疲弱的背景下，此次口行增发的三期债券纷纷遇冷。

进出口银行8日招标增发了2015年第五期至第七期金融债券，依次为10年、5年和1年期固息债券。在现券持续疲弱的背景下，此次口行增发的三期债券纷纷遇冷。

据悉，此次口行增发的10年、5年和1年期固息金融债经投标确认的中标收益率依次为3.7914%、4.2415%和4.4093%。此前，第一创业等机构认为，此次增发的5年和10年期口行债中标收益率应分别为4.20%和4.40%，实

际中标收益率高于机构预期。交易员指出，8日早间10年期国债发行利率偏高及现券市场走弱，显著打压了市场人气，短期内利率新债发行情况仍难乐观。

资料显示，本次口行增发的10年、5年和1年期固息品种，增发规模均为40亿元，缴款日均为4月13日。10年和5年期品种上市流通日为4月17日，1年期品种上市日为4月15日，三期债券均无基本承销额度。（王辉）

大公调整海航机场控股评级展望

大公日前发布公告，将海航机场控股（集团）有限公司评级展望由负面调整为稳定。

大公指出，国家将民航业定位为战略型产业，随着“一带一路”战略逐步实施，机场行业发展前景良好；三亚市独特的旅游资源为机场客货运吞吐量的增加提供了有力保障；凤凰机场作为国内干线机场，客货吞吐量及飞机起降架次保持较快增长，随着新航路的开辟试运营，航班放行正常率大幅提升。同时，凤凰机场仍面临来自美兰机场竞争、客源单一、航班时刻容量较低，受转让4家成员机场影响，公司营业收入

及利润有所下降。此外，公司债务规模持续增长较快，未来面临一定集中偿付压力；期间费用占营业收入比较高，影响公司盈利能力的进一步提升。2014年，公司与海航集团及海航集团旗下子公司的应收款项规模减小，有利于公司运营系统性风险的降低。预计未来1-2年，公司主要成员机场发展前景良好，业务结构不会发生较大变化。

基于上述情况，大公对公司2012年度第一、二期中票信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，将评级展望由负面调整为稳定。（张勤峰）

金牛银行理财综合收益指数走势图



注：2015年4月8日金牛银行理财综合收益指数(A0)为5.26%，较修正后的上期数据上升2BP。

数据来源：金牛理财网

交易员札记

供给释放在即 债券短期没戏

□中银国际证券 斯竹

8日，资金面较为宽松，但现券收益率仍维持震荡上行，中长期限利率债及高等级信用债尤甚。下周IPO将至，加上近期供给端即将出现井喷，投资者观望氛围转浓。

国债方面，中长期品种收益率小幅上行，10年期国债成交在3.68%-3.70%，5年期国债从3.42%上行至3.46%；政策性金融债方面，10年期国债成交在4.22%-4.25%，同期限国开债成交在4.40%-4.45%；短融方面，短端收益率下行明显，剩余6天的15国电集SCP001成交在3.50%，接近半年的15种建材SCP003成交在4.95%；中票方面，交投较为平稳，交投集中在高等级券种。5年期铁道成交在4.78%附近，新发5年期神华成交在4.80%附近；企业债方面，收益率呈现小幅震荡走势，高等级券种成交较多，如不到2年的10朝资02成交在4.62%，下行3bp。

国债方面，中长期品种收益率小幅上行，10年期国债成交在3.68%-3.70%，5年期国债从3.42%上行至3.46%；政策性金融债方面，10年期国债成交在4.22%-4.25%，同期限国开债成交在4.40%-4.45%；短融方面，短端收益率下行明显，剩余6天的15国电集SCP001成交在3.50%，接近半年的15种建材SCP003成交在4.95%；中票方面，交投较为平稳，交投集中在高等级券种。5年期铁道成交在4.78%附近，新发5年期神华成交在4.80%附近；企业债方面，收益率呈现小幅震荡走势，高等级券种成交较多，如不到2年的10朝资02成交在4.62%，下行3bp。

转债比股不足比债有余

□本报记者 张勤峰

8日，沪深可转债随正股出现大面积调整，转债指数创近两个月最大单日跌幅，与上证综指收盘上涨形成强烈反差。年初以来，转债持续跑输正股，前期高估值是制约转债上涨的最大因素，而近期转债退市再度提速，有赎回压力的转债开启价值回归进一步拖累转债整体表现。在连续跑输正股后，目前转债整体估值压力有所释放，但相对正股的弹性仍不足，且择券空间和可操作性降低，性价比仍不及正股，但在债券品种性价比仍最好，当前宜持有为主，重在把握个券和板块轮动机会。

股市吃肉 转债喝汤

8日，A股市场上证综指在冲击4000点过程中震荡加剧，权重股发力拉抬股指，但题材股集体杀跌，盘面上“二八格局”鲜明。截至当日收盘，上证综指上涨0.84%，但难掩个股跌多涨少的局面。在正股多出现调整的背景下，8日两市可转债普遍收低，转债指数跌幅较重。当日，中证转债指数下跌1.86%，创下最近两个月的单日最大跌幅；两市正常交易的18只可转债中有13只个股下跌、1只收平、4只上涨，但相对正股的弹性仍不足，且择券空间和可操作性降低，性价比仍不及正股，但在债券品种性价比仍最好，当前宜持有为主，重在把握个券和板块轮动机会。

4月8日沪深市场可转债涨跌表现及估值情况

名称	最新	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	类型
民生转债	138.33	-1.02	1.81	-5.82	10.79	48.92	偏股型
恒丰转债	171.88	2.15	0.80	-21.89	0.83	75.80	偏股型
海运转债	204.04	1.46	0.66	-65.97	-0.31	104.81	偏股型
电气转债	138.63	-1.42	0.51	-3.76	26.26	59.85	偏股型
深机转债	159.50	0.00	0.45	-15.35	-0.27	59.66	偏股型
格力转债	165.40	0.02	-0.55	-8.42	26.67	83.44	偏股型
燕京转债	141.04	-0.65	-0.73	-53.99	6.63	42.36	偏股型
歌华转债	185.98	-1.04	-1.09	-29.07	3.84	87.21	偏股型
冠城转债	157.51	-4.54	-1.10	-4.63	-0.86	57.67	偏股型
齐翔转债	167.00	-0.60	-1.13	-8.26	1.82	65.82	偏股型
浙能转债	144.32	-2.47	-2.15	-4.33	-0.38	60.17	偏股型
齐峰转债	147.00	-2.83	-2.43	-6.00	0.83	57.77	偏股型
深燃转债	140.51	-1.40	-3.07	-5.13	2.73	54.69	偏股型
歌尔转债	160.01	-3.20	-3.26	-5.99	21.95	79.66	偏股型
长青转债	150.00	-2.60	-3.44	-6.14	0.20	71.28	偏股型
东华转债	299.99	0.33	-3.56	-21.16	11.34	226.40	偏股型
洛钼转债	178.11	-3.96	-4.43	-7.85	13.24	100.35	偏股型
吉视转债	144.02	-3.89	-4.44	-4.88	19.00	63.72	偏股型