

争食两融蛋糕 券商发债井喷

□本报记者 葛春晖

去年以来，伴随A股市场展开波澜壮阔的牛市行情，证券公司以两融为代表的资本中介业务快速发展壮大，在贡献可观利润的同时，也给券商带来了不小的融资压力。在此背景下，券商发债热情高涨，不但发行规模屡创新高，而且举债方式也日益多样化。今年一季度以来，在券商短融依旧受捧的同时，各类证券公司债逐渐成为券商“新宠”。分析人士指出，随着券商负债规模持续增加，逐渐受到杠杆率约束，未来券商对股权融资的需求有望进一步提升，从而将加速券商股权融资潮的到来。

股市火爆 债市添柴

回顾本轮A股牛市行情，增量资金大举进入是重要驱动力之一。这些增量资金中，除了居民存款、理财产品、房地产市场等场外资金搬家以外，场内两融业务加杠杆的作用也功不可没。数据显示，自去年7月下旬A股走牛以来，上证综指从2050点附近持续上攻，本月9日最高摸至4016.40点，累计涨幅接近一倍，两市单日成交金额也从当初的不足2000亿元猛增至约1.5万亿元；与此同时，两市融资融券余额从去年7月下旬的略超4000亿元一路攀升，4月8日达到1.6万亿元，其中主要是由融资余额增长所贡献，融券余额几无变化（一直少于一百亿元）。

两融余额的猛增，自然是踊跃的客户需求所致，但同时也是证券公司近年来追求盈利模式转型、大力发展资本中介等创



新业务的重要成果。2012年证券业“创新11条”推出之后，证券公司从之前的主要依赖经纪、投行、资产管理等轻资产业务，积极向融资融券、股权质押、约定回购等资本中介性质的重资产业务转型，赚取利差收入成为券商经营的重要增长点。创新带来的回报立竿见影。据开源证券统计，截至3月29日，A股中已有12家上市券商（不包含新股）公布2014年年报，净利润翻倍的比比皆是，除了IPO开闸带来的承销保荐业务外，四季度交易量快速放大后经纪业务、自营业务以及融资融券业务收入都得到爆发式增长。

需要说明的是，资本中介型业务的扩张离不开资产负债表的膨胀，为此，通过大量借债增加杠杆水平就成为券商的必然选择。去年以来，伴随两融余额快速提升的，就是券商发债融资规模的大幅

融资多样化 公司债成“新宠”

统计显示，券商发债热情高涨的同时，举债渠道也在悄然发生变化。据Wind统计，去年以来，券商短融券发行规模总体变化不大，月度发行额大多在300亿元上下，最近三个季度发行额分别为1089.5亿元、1061.90亿元、896亿元，今年一季度甚至环比略有下降。而与此同时，最近三个季度各类券商公司债发行额分别为598.05亿元、1389亿元、1664.4亿元，增长

明显，且已实现对短融的反超。

上述券商融资渠道变化的背景，是监管部门支持券商拓宽融资渠道和各类创新融资工具不断面世。2014年9月，证监会发布《关于鼓励证券公司进一步补充资本的通知》。由于存续期在一年以上的次债券可按比例计入净资本，加上证券公司发行次级债去年改为备案制，受到监管部门鼓励的券商纷纷加大了次级债的发行力度。特别是今年一季度，证券公司次级债发行额由上季度的772.7亿元骤增至1246.40亿元。值得一提的是，今年1月份，中信建投证券成功发行了业内首单永续债，开辟了新的券商融资渠道。

另外，去年第四季度，证监会批准开展证券公司短期公司债发行试点。与在银行间发行的券商短融券期限多数为90天左右相比，在交易所发行的短期公司债期限更灵活，因此，这一短期限融资产品很快成为券商的“新宠”。最近两个季度，证券短期公司债券发行额分别达到566.30亿元、330亿元，各期债券期限涵盖88天到366天不等。

分析人士指出，未来伴随着资本中介业务进一步蓬勃发展，券商对于资金的渴求将越发显著，发债主体范围及融资规模预计将呈现扩张。不过，由于券商举债规模持续快速增长，净资本、杠杆率对其发债额度的限制也将逐渐显现。在此背景下，未来证券公司发行中长期次级债的积极性有望持续增强，与此同时，券商对股权融资的需求也将进一步提升，这将加速券商股权融资潮的到来。

急跌后获喘息 债市续跌空间有限

□本报记者 王辉

在4月初以来持续下挫之后，9日利率债市场终于迎来短暂喘息。在银行间资金价格继续下行、当日农发行新债中标利率基本符合预期的背景下，各期限现券收益率出现一定程度回落。分析人士指出，尽管新债供应重压，股市大涨引发资金持续分流等不利影响短期内可能延续，但货币环境的持续宽松仍有望给市场带来支撑。考虑到前期市场在急速下泄之后收益率水平已经企稳，利率债市场下跌空间料已有限。

债市跌势暂缓

在近几日持续走弱之后，9日利率债

市场略显回稳，短债表现略好于长债，市场收益率曲线继续趋陡。交易员称，当天一年、三年等短期限固息国债收益率整体出现2至3基点的小幅下行。与此同时，9日国债期货市场也暂时止住了短期快速下落的势头。当日五年期国债期货主力合约TF1506小涨0.19%至96.550元。

一级市场方面，受资金利率继续走低、股市出现调整等刺激，农业发展银行9日招标的三期增发固息债中标利率整体略低于二级市场水平，短端需求不错，中长端需求则疲弱。其中，一年品种中标收益率3.7498%，三年期为4.1873%，五年期为4.2718%；三期债对应投标倍数分别是4.21倍、2.25倍和2.30倍。据中债收益率曲线显示，当前银行间固息非国开

金融债一、三、五年期品种的到期收益率分别在3.85%、4.21%和4.31%左右，上述农发债中标收益率较二级市场低3到10基点不等。分析人士称，该发行结果在一定程度上显示出一级市场弱势局面略有改善。

调整空间已有限

市场普遍认为，新债供应增多、股市持续高涨引发的资金分流等因素，是导致近期债市持续低迷的主要原因。考虑到市场近期的调整对此已有所反映，后期债市酝酿反攻的时点虽难预料，但再继续大幅下跌的可能性也不大。

据Wind数据统计，最近五周（含本周）银行间市场利率债发行量（含国债、

金融债）分别为830亿元、885亿元、910亿元、790亿元和1100亿元，本周供给量明显上升。中信证券等机构指出，在高负债成本压力下，银行理财配置债券的动力不足。目前主要配置户对于地方债潜在供应压力还处于消化之中，一级利率债配置动力仍较弱，债市大幅反弹尚需出现。

有分析人士指出，考虑到供给层面的现实状况，债市下跌也是合理反应。但与此同时，随着本周以来A股市场震荡加剧、上行阻力有所显现，民生证券等机构也指出，前期股市大涨引发的资金分流压力未来有望出现一定的缓解。在市场资金利率中枢下行迹象日益明显的背景下，利率债市场的转机或已不远。

调整难言结束 债市等待转机

□中信资本 赵巍华

自三月中旬以来，债券市场出现剧烈回调，收益率节节走高，与同期股市持续创出新高形成鲜明对比。在不到一个月的时间里，十年期国开债收益率上行超过50bp，国债期货各合约下跌均超过2%，目前债券收益率已高于年初水平。虽然调整仍可能持续一段时间，但债券市场特别是长久期债券已开始显现出一定的投资价值。

多种因素推动近期债市大幅下跌。首先，股市持续走牛带来的赚钱效应将大量资金吸引至股市，相对鸡肋的债券投资收益率吸引力不足。其次，债券市场供给压力特别是利率债供给压力逐步显现，债市的需求却不断走弱，一级市场配置盘力度下降，二级市场持续低迷，供需关系恶化加剧市场调整幅度。再次，市场风险偏好大幅抬升，拉低风险溢价，利好风险资产，而不利于低风险的债券类资产。最后，银行理财等收益率高企、债券收益率水平较低，相对鸡肋的债券也有内在的收益率调降压力，以便修复其鸡肋的风险收益比。

本轮债券调整的结束可能取决于几方面的因素：一是股票市场的行情演化。无有力基本面支撑的股权市场繁荣通过其赚钱效应，不仅吸走了大量银行存款和银行资产

配置，也提高了金融资产投资平均预期收益率水平。债市的持续回暖需要股权市场回归冷静作为依托。目前看来，股票市场进入一个波动率显著加大的区域，并开始呈现若干的顶部区域特征。只不过亢奋市场情绪的冷感可能仍需要一段时间和能量发泄。二是宏观政策特别是货币政策方面的新变化。前期宏观政策对股权融资暖风劲吹，为市场权益类融资提供结构化债权融资已经是银行体系最为重要的新增广义信贷投向，这对债券投资产生了强有力替代作用。当股票市场本身发生剧烈波动从而影响结构化融资的资金安全，或是大规模存款搬家的累积作用对银行负债端的稳定性产生严重动摇、并影响到债务融资链条的稳定和融资成本时，宏观政策预计会发生微妙转向。此外，虽然股权市场红火，但经济的总量增长缓慢和结构性问题短期难解的局面仍难解，货币政策仍难免进一步宽松来对冲经济下行和结构性通缩压力。当宽松政策累积到一定程度，仍将对债市产生积极反应。总体上看，可适当提升对债市的关注度，关注调整末期超调后出现的投资机会。

配置，也提高了金融资产投资平均预期收益率水平。债市的持续回暖需要股权市场回归冷静作为依托。目前看来，股票市场进入一个波动率显著加大的区域，并开始呈现若干的顶部区域特征。只不过亢奋市场情绪的冷感可能仍需要一段时间和能量发泄。二是宏观政策特别是货币政策方面的新变化。前期宏观政策对股权融资暖风劲吹，为市场权益类融资提供结构化债权融资已经是银行体系最为重要的新增广义信贷投向，这对债券投资产生了强有力替代作用。当股票市场本身发生剧烈波动从而影响结构化融资的资金安全，或是大规模存款搬家的累积作用对银行负债端的稳定性产生严重动摇、并影响到债务融资链条的稳定和融资成本时，宏观政策预计会发生微妙转向。此外，虽然股权市场红火，但经济的总量增长缓慢和结构性问题短期难解的局面仍难解，货币政策仍难免进一步宽松来对冲经济下行和结构性通缩压力。当宽松政策累积到一定程度，仍将对债市产生积极反应。总体上看，可适当提升对债市的关注度，关注调整末期超调后出现的投资机会。

国债调整压力更大。

国泰君安证券：债市难言乐观

供给冲击和资产切换是近期债市调整主因，后市仍难言乐观。4月供给进入高峰，配置盘放慢配置。预计包括铁道债在内的4月份利率债总供给5600亿元，比3月增近1500亿元。如果考虑到同业存单发行、1万亿地方债务置换发行启动，则供给压力将更为凸显。地方债供给冲击释放在于即，配置盘节奏放缓，甚至引导利率上行，以获得更好的配置收益。同时，港股接力A股大涨，赚钱效应下资金加速逃离债市。本月8日为港股市场清明节和复活节后的第一个交易日，恒生指数放量大涨3.8%，突破去年9月份高点。港股通单日额度耗尽，这是自去年11月17日沪港通开通以来，港股通额度首次耗尽。A股接力港股大涨，显示市场风险偏好持续高位，理财、基金和券商资管等产品资金弃发行利率则可能高于国债。综合看，后期

仍是债市的主要矛盾，会对冲掉端利率下行所带来的交易性价值，且后期国债补跌可能性仍大，调整幅度恐大于金融债。首先，地方债发行呼之欲出。银行有较大动力配置地方债，这会挤压其他利率债的配置空间。其次，目前的利率水平对于配置盘来说吸引力还不够，一级市场配置热情并不高。再次，目前资金面宽松，对于交易盘来说，自然会构成利好。但对于配置盘来说，银行负债成本要综合考虑多方面因素，与资金成本的直接关联性并不高，即使短期内资金利率保持较低水平，也不会给配置盘带来太多机会。在目前市场持续面临利率债供给的背景下，配置盘才是主导市场的因素，交易盘的行为并不能扭转市场走势。而且，后期资金面临上行压力。最后，国债补跌压力大于国开债。社保基金如果参与地方债，首先遭到抛弃的可能是国债；地方债从属性上跟国债也更加类似，发行利率则可能高于国债。综合看，后期

公开市场重现净回笼 IPO难改资金面稳中偏松大势

□本报记者 张勤峰

IPO冲击或将有限

交易员指出，当前银行体系流动性确实较为宽裕，上周季末时点资金面风平浪静，而日益临近新一轮新股发行，短期资金利率仍不改下行走势，显示市场情绪稳定，这一点与之前数月有明显不同。

事实上，流动性转暖是3月上旬过后才出现的情况。去年11月央行实施降息后，银行体系流动性持续偏紧，资金利率不降反升，7天回购利率运行中枢从3.1%一线步步上移至4%以上。即便是春节过后，在今年2月下旬到3月上旬这段时间，7天回购利率仍运行在4.8%左右的高位。

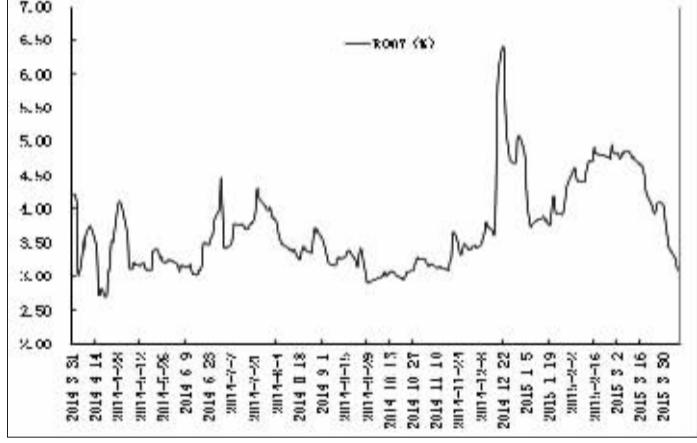
净回笼无碍资金利率下行

据公告显示，央行9日在公开市场开展了150亿元7天期逆回购操作，交易量较前次操作再减少50亿元，中标利率则持平于前次操作的3.45%，未做进一步调整。据数据显示，本周公开市场有500亿元逆回购到期，央行开展了共计350亿元的7天期逆回购操作，本周净回笼资金150亿元，终结了3月下旬持续两周的小额净投放。

本周央行两度调减逆回购操作规模，是致使公开市场操作净回笼资金的直接原因，而短期流动性转向向好则是最根本的因素。近段时间，银行体系流动性持续改善，各期限资金供给充裕，回购利率整体不断下滑。当前，银行间市场7天回购利率已低于央行逆回购操作利率，这意味着机构在二级市场融资的成本更低，因而降低了对央行逆回购资金的需求。

交易员认为，去年四季度以来货币市场利率的上涨，本身有季节性因素的作用，但主要还是由于外汇占款低迷甚至出现净减少，而今年3月后货币市场利率重新走低，很可能反映出近期外汇流入情况有所改善。与此同时，央行也在通过提供流动性支持及下调逆回购利率等方式，引导市场利率平稳下行。往后看，新一轮IPO和企业缴税是4月资金面将面临的最大考验。考虑到机构已提前有所准备，市场流动性预期仍较为乐观，下周IPO或许会造成资金利率短期反弹，但预计难以大幅抬高中枢水平。而且，从下周开始，央行公开市场资金投放力度也可能重新加大。从较长时间来看，降低社会融资成本和有序处置地方存量债务，都需要相对平稳和适度宽松的流动性环境，因而资金利率大幅上行必然将面临政策层面的反制。

9日银行间质押式回购市场上，除21天品种继续上行以外，其余各期限回购利率纷纷继续走低，其中代表性的7天回购加权平均利率续跌3基点至3.09%，较当日央行7天逆回购利率低出36基点，同时这也是该期限回购利率自去年10月28日以来的最低水平。此外，跨下周新发行期的14天回购利率亦下行近15基点。



人民币汇率延续区间震荡

在美联储会议纪要偏向鹰派、隔夜美元指数温和反弹的背景下，9日人民币兑美元即期汇率继续出现小幅走软。

分析人士表示，刚刚公布的美联储会议纪要虽依然传递出年内美联储有望正式加息的信号，但美元指数进一步大幅走高仍需更多利好因素支撑。在国内宏观经济与货币政策等基本面消息相对恬静的背景下，短期人民币汇率仍缺乏方向性指引，预计将继续区间整理走势。（王辉）

新世纪评级：关注杭钢商贸重组事项

新世纪评级日前发布了关注浙江杭钢商贸集团有限公司资产重组重大事项的公告。

杭钢商贸2日发布公告称，拟同意将公司及下属公司持有的浙江新世纪再生资源开发有限公司97%股权、浙江德清杭钢富春再生科技有限公司100%股权和浙江富春紫光环保股份有限公司65.22%股权与杭州钢铁股份有限公司进行资产重组，并认购杭钢股份发行的股份。2014年新世纪再生资源、德清科技两家公司营业收入、利润总额占比分别为40.8%、50.4%。截至2014年末，新世纪再生资源、德清科技和富春环保三家公司总资产比重为8.77%，三家公司与公司合并抵消后净资产占公司净资产比重为4.96%。

新世纪评级指出，将密切关注上述重大事项的进展，以及其对杭钢商贸信用状况的影响。

在今年2月份进行的跟踪评级中，新世纪评级评定杭钢商贸主体信用等级为AA级/稳健。（张勤峰）